

# 넷마블게임즈

**BUY(유지)**

251270 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	180,000원	현재주가(04/04)	146,500원	Up/Downside	+22.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 04. 05

## 방탄소년단을 품에 안다

### News

**빅히트엔터테인먼트 지분 취득 결정:** 넷마블게임즈는 4/4 공시를 통해 인기 아이돌 그룹 방탄 소년단이 소속되어 있는 빅히트엔터테인먼트 지분 25.7%를 취득하고 방시혁 대표(50.9%)에 이어 2대주주에 오르게 될 것이라고 밝혔다. 넷마블게임즈는 우선주 포함 445,882주를 취득할 예정이며 종투자금액은 2,014억원(총가치 7,835억원으로 평가)이다.

### Comment

**글로벌 IP 획득 효과:** 방탄소년단은 17년 국내에서 272만장의 앨범을 판매해 음반 판매량 1위에 올랐고 미국 아메리칸 뮤직 어워드(AMA)에서 K-pop 그룹 최초로 공연을 펼쳤으며 12개국, 20개 도시를 돌며 월드투어를 진행하는 등 글로벌 스타로 우뚝 섰다. 라인과 손잡고 제작한 캐릭터 상품, BT21은 출시 즉시 품절되는 현상을 보이고 있고 3/17 정식 오픈하며 BT21 제품을 동시에 판매한 라인프렌즈 스토어 일본 하라주쿠점에는 오픈 당일 15,000명이 몰리기도 했다. 이처럼 글로벌 IP(Intellectual Property)로 이미 그 가치를 입증한 방탄소년단을 품에 안음으로써 넷마블게임즈는 현재 개발중인 모바일 게임 BTS 월드를 비롯해 IP 확장 사업을 펼쳐나갈 수 있을 것으로 기대된다. 최근 주주총회를 통해 음원/영화/애니메이션 제작, 유통, 판매, 판권구입, 배급, 상영 관련 사업을 새로운 사업목적으로 정관에 추가한 것도 이와 무관하지 않을 것이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 백 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고		127,500/199,500원		
<b>매출액</b>	1,500	2,425	2,761	3,384	3,708	KOSDAQ /KOSPI		863/2,408pt		
(증가율)	39.8	61.6	13.9	22.6	9.6	시가총액		124,566억원		
<b>영업이익</b>	295	510	626	876	958	60일-평균거래량		288,297		
(증가율)	30.8	73.0	22.9	39.9	9.3	외국인지분율		26.5%		
<b>자배주주순이익</b>	174	310	441	623	687	60일-외국인지분율변동추이		-0.6%p		
<b>EPS</b>	2,719	3,898	5,181	7,331	8,083	주요주주		방준혁 외 9 인 25.2%		
<b>PER (H/L)</b>	NA/NA	51.3/31.7	28.3	20.0	18.1	(천원)				
<b>PBR (H/L)</b>	NA/NA	3.9/2.4	2.6	2.4	2.1	500				
<b>EV/EBITDA (H/L)</b>	NA/NA	6.3/3.7	6.4	5.0	4.4	0				
<b>영업이익률</b>	19.6	21.0	22.7	25.9	25.8	200				
<b>ROE</b>	15.3	11.2	9.7	12.5	12.3	0				
						주가상승률		1M	3M	12M
						절대기준		-2.3	-14.6	0.0
						상대기준		-2.6	-12.5	0.0

**1Q18 실적은 예상치 하회 전망:** 넷마블게임즈의 1Q18 실적은 매출액 5,330억원(-22.4%YoY), 영업이익 817억원(-59.2%YoY)으로 컨센서스(1,112억원)를 하회할 전망이다. 리니지2 레볼루션 국내매출이 출시된 지 1년을 훌쩍 넘어서며 하향세가 진행되고 있는 가운데 경쟁작 출시 영향까지 더해져 86.1%YoY, 20.0%QoQ 감소할 것으로 추정되고 4Q17 실적에 기여했던 테라M도 매출이 급감했을 것으로 예상된다. 여기에 일본을 제외한 지역에서의 리니지2 레볼루션 성과도 눈에 띄게 축소됨에 따라 1Q18 실적에 대한 기대감은 많이 낮춰야 할 것으로 판단된다.

### ▣ Action

**빅히트+신작+중국 기대감은 여전:** 부진할 것으로 예상되는 1Q18 실적과 블레이드 앤 소울 레볼루션의 예상 출시 시기 변경(2Q18말 → 3Q18초) 등을 반영해 18~19E 영업이익 추정치를 각각 17.0%, 7.9% 하향했다. 그러나 빅히트엔터테인먼트 18~19E 지분법이익을 각각 37억원, 83억원으로 추정해 신규로 반영하면서 목표주가는 18만원을 유지(19E EPS에 Target P/E 23.9배 적용)했다. 방탄소년단을 품에 안은 가운데 해리포터, 블레이드 앤 소울 레볼루션 등 신작 출시 시기가 다가오고 있고 중국 판호 발급에 대한 기대감도 여전히 남아있다는 점에 주목하자. 투자의견 BUY를 유지한다.

도표 1. 빅히트엔터테인먼트 실적 추이

(단위: 백만원, %)

	2016	2017
매출액	35,221	92,402
%YoY		162.4
매출원가	20,480	50,649
%YoY		147.3
판관비	4,360	9,207
%YoY		111.2
영업이익	10,380	32,545
%YoY		213.5
영업이익률	29.5%	35.2
당기순이익	9,009	24,569
%YoY		172.7

자료: 빅히트엔터테인먼트, DB금융투자

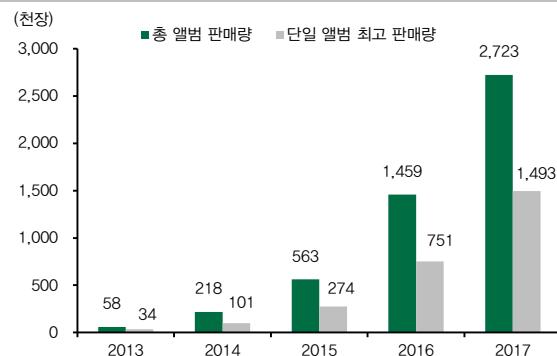
도표 2. 글로벌 인기 아티스트 유튜브 조회수(2017.01.01~2018.04.01)

(단위: 백만건)

	애드 시련	테일러 스위프트	브루노 마스	저스틴 비버	방탄소년단	트와이스	肯드릭 라마							
1	미국	1,220	미국	1,021	미국	1,241	미국	544	미국	348	일본	474	미국	898
2	브라질	763	브라질	276	멕시코	372	브라질	389	브라질	233	한국	331	영국	76
3	영국	663	멕시코	271	필리핀	326	인도	273	한국	223	대만	189	캐나다	63
4	필리핀	640	영국	206	브라질	295	멕시코	248	베트남	195	필리핀	111	브라질	49
5	멕시코	561	필리핀	195	인도네시아	179	영국	139	멕시코	190	태국	98	프랑스	48
6	독일	380	태국	169	영국	170	필리핀	126	일본	189	베트남	83	멕시코	43
7	폴란드	369	인도	166	태국	130	인도네시아	117	필리핀	165	미국	79	호주	39
8	인도네시아	368	인도네시아	153	일본	120	태국	117	태국	158	인도네시아	77	필리핀	36
9	프랑스	362	독일	131	페루	100	독일	113	인도네시아	157	말레이시아	64	독일	35
10	이탈리아	345	베트남	124	캐나다	97	일본	92	대만	100	브라질	54	폴란드	21
Total		11,055		4,956		4,795		4,073		3,197		1,908		1,763

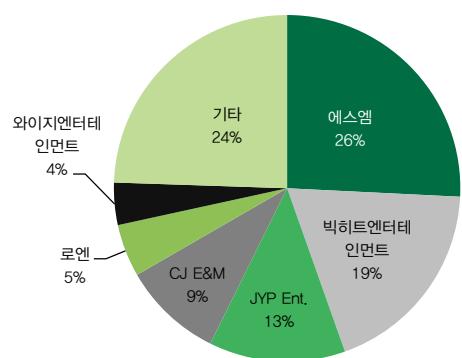
자료: YouTube, DB금융투자

도표 3. 방탄소년단 데뷔 이후 연도별 국내 음반 판매량



자료: 가운데트, DB금융투자  
주: 가운데트 Top 100 기준

도표 4. 방탄소년단 하나만으로도 국내 음반시장 점유율 2위



자료: 가운데트, DB금융투자  
주: 17년 가운데트 Top 100 기준

도표 5. 넷마블게임즈 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	533.0	572.6	811.6	843.7	1,072.9	1,500.0	2,424.8	2,761.0
%YoY					-22.4	6.0	39.5	37.0		39.8	61.6	13.9
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	177.9	191.5	313.9	325.5	753.9	742.7	1,106.7	1,008.8
%YoY					-62.7	-26.6	83.1	64.6			49.0	-8.9
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	355.1	381.2	497.7	518.3	319.0	757.3	1,318.1	1,752.2
%YoY					68.6	36.6	21.3	24.0			74.0	32.9
영업비용	487.1	435.0	469.9	523.0	451.4	483.1	581.7	618.4	847.6	1,205.3	1,915.0	2,134.5
%YoY					-7.3	11.1	23.8	18.2		42.2	58.9	11.5
인건비	90.0	86.8	92.4	94.2	90.9	91.1	89.6	98.9	167.3	243.5	363.4	370.6
지급수수료	283.8	223.9	232.9	261.9	242.5	260.8	335.8	353.3	500.4	639.0	1,002.5	1,192.4
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.6	85.9	105.5	118.1	122.4	255.6	381.2	384.1
기타	34.9	41.9	43.6	47.5	43.4	45.3	50.7	48.1	57.5	67.3	167.9	187.4
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.7	81.7	89.5	229.9	225.3	225.3	294.7	509.8	626.4
%YoY					-59.2	-14.8	105.6	143.0		30.8	73.0	22.9
영업이익률	29.1	19.5	19.2	15.1	15.3	15.6	28.3	26.7	21.0	19.6	21.0	22.7
지배주주순이익	130.1	70.2	74.3	35.3	59.4	64.5	159.9	156.7	120.5	174.0	309.8	440.6
%YoY					-54.3	-8.0	115.1	344.3		44.3	78.1	42.2

자료: 넷마블게임즈, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	721	2,918	3,447	4,139	4,835
현금및현금성자산	273	1,908	2,205	2,591	3,084
매출채권및기타채권	249	303	314	389	445
재고자산	2	2	2	3	3
<b>비유동자산</b>	<b>1,236</b>	<b>2,429</b>	<b>2,487</b>	<b>2,521</b>	<b>2,573</b>
유형자산	123	145	230	288	360
무형자산	540	1,237	1,210	1,186	1,165
투자자산	544	975	975	975	975
<b>자본총계</b>	<b>1,957</b>	<b>5,348</b>	<b>5,935</b>	<b>6,660</b>	<b>7,408</b>
<b>유동부채</b>	<b>421</b>	<b>501</b>	<b>632</b>	<b>718</b>	<b>770</b>
매입채무및기타채무	216	249	379	465	517
단기차입금및기타채	105	4	4	4	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>226</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>647</b>	<b>882</b>	<b>1,013</b>	<b>1,099</b>	<b>1,151</b>
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	294	603	997	1,547	2,146
비자매주자지분	94	136	198	287	384
<b>자본총계</b>	<b>1,310</b>	<b>4,465</b>	<b>4,922</b>	<b>5,560</b>	<b>6,257</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>197</b>	<b>503</b>	<b>613</b>	<b>677</b>	<b>734</b>
당기순이익	209	361	503	712	785
현금유동이 없는비용및수익	130	224	164	202	214
유형및무형자산상각비	31	65	40	36	38
영업관련자산부채변동	-82	-19	100	-19	-23
매출채권및기타채권의감소	-103	-18	-11	-74	-56
재고자산의감소	-2	0	0	-1	0
매입채권및기타채무의증가	0	-3	130	86	52
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-207</b>	<b>-1,433</b>	<b>-272</b>	<b>-231</b>	<b>-155</b>
CAPEX	-90	-30	-98	-69	-89
투자자산의순증	-104	-437	4	8	8
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>63</b>	<b>2,527</b>	<b>-43</b>	<b>-59</b>	<b>-86</b>
사채및차입금의증가	264	-34	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	276	2,644	0	0	0
배당금지급	-4	0	-31	-47	-73
기타현금흐름	4	37	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>57</b>	<b>1,635</b>	<b>298</b>	<b>386</b>	<b>493</b>
기초현금	216	273	1,908	2,205	2,591
기말현금	273	1,908	2,205	2,591	3,084

자료: 넷마블게임즈, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,500</b>	<b>2,425</b>	<b>2,761</b>	<b>3,384</b>	<b>3,708</b>
매출원가	751	0	1,069	1,256	1,378
<b>매출총이익</b>	<b>749</b>	<b>2,425</b>	<b>1,692</b>	<b>2,128</b>	<b>2,330</b>
판관비	94	136	198	287	385
영업이익	295	510	626	876	958
EBITDA	685	2,354	1,533	1,876	1,983
<b>영업외손익</b>	<b>-19</b>	<b>-38</b>	<b>32</b>	<b>54</b>	<b>68</b>
금융순익	0	12	35	52	65
투자순익	-3	-6	4	8	8
기타영업외손익	-16	-44	-7	-6	-5
<b>세전이익</b>	<b>276</b>	<b>471</b>	<b>658</b>	<b>931</b>	<b>1,026</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>209</b>	<b>361</b>	<b>503</b>	<b>712</b>	<b>785</b>
자비주주지분순이익	174	310	441	623	687
비자비주주지분순이익	35	51	63	89	98
<b>총포괄이익</b>	<b>275</b>	<b>569</b>	<b>503</b>	<b>712</b>	<b>785</b>
증감률(%YoY)					
매출액	39.8	61.6	13.9	22.6	9.6
영업이익	30.8	73.0	22.9	39.9	9.3
EPS	32.7	43.3	32.9	41.5	10.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,719	3,898	5,181	7,331	8,083
BPS	17,946	50,919	55,550	62,022	69,065
DPS	0	360	550	860	1,040
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	NA	48.4	28.3	20.0	18.1
P/B	NA	3.7	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	NA	5.9	6.4	5.0	4.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	19.6	21.0	22.7	25.9	25.8
EBITDA마진	45.7	97.1	55.5	55.4	53.5
순이익률	13.9	14.9	18.2	21.0	21.2
ROE	15.3	11.2	9.7	12.5	12.3
ROA	12.3	9.9	8.9	11.3	11.2
ROIC	90.6	176.5	88.8	110.8	113.3
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	49.4	19.8	20.6	19.8	18.4
이자보상배율(배)	149.2	37.8	49.3	69.0	75.4
배당성향(배)	0.0	8.5	9.3	10.3	11.3

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
18/03/07	Buy	180,000	-	-	-	-	-

