

넷마블게임즈

금상첨화 : 펀더멘털과 수급환경

적정가치의 Bottom은 14조원 내외

5월 12일 상장을 앞두고 있는 넷마블 적정가치의 Bottom은 보수적인 가정을 적용해도 14조원 내외가 될 것으로 판단된다. "리니지2 레볼루션"을 제외한 주요 신규게임 외에 잔여 신규게임과 기존게임의 성장은 제한적이라고 가정했고 카밤스튜디오의 성장에 대한 부분도 보수적으로 접근해 산출된 값이다. "리니지2 레볼루션"의 경우 흥행리스크를 고려해 경쟁게임 출시 이후의 "리니지2 레볼루션"의 Cannibalization 영향, 중국 등 해외출시 시점과 추정 일매출 등에 매우 보수적인 수치와 소폭 낙관적인 수치를 평균해 적용했다. 구체적으로 2017년 매출은 3,080억원~3,440억원, 영업이익은 9,340억원~1,030억원 수준으로 추정했으며, 순이익의 80% 수준을 가정한 지배주주 순이익은 5,600억원~6,270억원이다. 여기에 해외 동종기업 및 엔씨소프트 등의 적정 Valuation을 고려해 PER 20배를 적용할 경우 13.7조원 수준의 시가총액과 162,000원 내외의 적정주가 산출된다.

상향은 얼마든지 가능한 상황

보수적인 가정을 적용한 만큼 이익추정치의 상향가능성은 얼마든지 열려있다고 판단된다. "리니지2 레볼루션" 매출의 국내외 상승도 있지만, "펜타스톰", "트랜스포머", "블레이드앤소울 RPG", "세븐나이츠 RPG" 등의 매출도 기대이상의 성과를 거둘 가능성이 높기 때문이다. 이외에도 10개 이상의 신규게임 라인업이 2017~2018년 출시될 예정이고 넷마블의 높은 흥행 타율을 감안해 보면 실적개선 가능성은 상대적으로 높다. M&A 프리미엄도 고려해야 할 것이다. 넷마블은 매니지먼트가 공공연하게 적극적인 M&A에 대해 언급할 정도로 산업 내에서 M&A에 대해 가장 열린 전략을 가진 기업이며 상장을 통해 이를 실행할 수 있는 리소스를 확보하게 된다. 펀더멘털개선에 대한 기대와 별개로 적절한 M&A를 통한 외형 확대 및 시장지배력 제고에 대한 가능성은 열어두어야 할 것이다.

수급환경도 매우 우호적인 수준

상장 후 유통가능 물량이 적다는 점도 주가에는 우호적인 환경을 제공할 것이다. 유통가능 주식수는 공모주주와 기존주주를 포함해 약 20.7% 수준이나, 공모참여시 보호예수 등을 고려할 때 실제 유통주식수는 월등히 적어질 것이다. 여기에 KOSPI 200, MSCI 등 지수편입에 따른 인덱스 펀드들의 수요를 고려하면 유동성은 극도로 축소될 가능성이 높다. 통상적으로 유동성이 (극히) 적을 경우 주가의 하방경직성이 공고해지고 호재에 민감해진다는 점에서, 펀더멘털개선과 더불어 주가 프리미엄은 높아질 전망이다.

IPO Brief

IPO 예정

공모 일정 및 공모개요

수요예측일	2017.4.11~20
청약기일	2017.4.25~26
납입기일	2017.4.28
상장예정일	2017.5.12
희망 공모가(원)	121,000~157,000
예상 시가 총액(십억원)	10,252~13,303
공모 주식수(주)	16,953,612
상장 주식수(주)	86,068,636

공모 후 주주구성(%)

최대주주 및 특수관계인	25.49
CJ E&M	22.09
HAN RIVER INVESTMENT (텐센트)	17.77
엔씨소프트	6.9
기타	7.03
공모주주(모집)	20.01
공모주주(매출)	0.71

보호예수기간	지분율(%)	기간
최대주주 및 특수관계인	25.49	6개월
CJ E&M	22.09	6개월
HAN RIVER INVESTMENT	17.77	6개월
엔씨소프트	6.9	6개월

손익추이 및 전망

	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	십억원	362	1,073	1,500	3,078	3,699
YoY	%	N/A	196.4	39.8	105.2	20.2
영업이익	십억원	89	225	295	923	1,110
영업이익률	%	24.6	21.0	19.7	30.0	30.0
YoY	%	N/A	152.8	31.1	213.0	20.2

자료: 하나금융투자



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 김가람

02-3771-8547

kumgaram@hanafn.com

그림 1. 여전히 흥행 중인 넷마블 출시 게임들

#	Free		Paid		Grossing	
1	Yu-Gi-Oh! Duel Links KONAMI	=	League of Stickman ... DreamSky	=	리니지2 레볼루션 Netmarble	=
2	아우라킹덤 X-Legend	=	Minecraft: Pocket Ed... Mojang	=	세븐나이즈 for Kakao Netmarble	=
3	라그나로크R Gravity Corporation	=	Sally's Law Nanali	=	모두의마블 for Kakao Netmarble	=
4	여명 for Kakao Kakao	=	Hitman Sniper SQUARE ENIX	=	Clash Royale Supercell	=
5	MilkChoco - Online ... GameParadiso	=	Zombie Avengers:St... DreamSky	=	프로야구 H2 NCSoft	=
6	별이되어라! for Kak... GAMEVIL	=	Infinity Dungeon Ev... Zabob Studio	=	요괴 Netmarble	=
7	표창키우기 Mouse Duck	=	Zenge Hamster On Coke	=	뮤오리진 Webzen	=
8	Clash Royale Supercell	=	Replica Zero Rock Entertai...	=	피망 포커: 카지노 로... Neowiz	=
9	공수 키우기 (The Sh... 디지털노마드	=	Geometry Dash RobTop	=	Hearthstone Blizzard Entertainm...	=
10	Super Mario Run Nintendo	=	Rusty Lake Hotel LoyaltyGame	=	여명 for Kakao Kakao	=

자료: Appannie.com, 한국 Google Play, 하나금융투자

그림 2. 넷마블게임즈 게임라인업

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2018
넷마블 라인업	"나이트크로니클"일본				
		"요괴"(기출시)			
		"트랜스포머"(기출시)			
		"데스티니6"			
		"팬타스툼"			
			"리니지2레볼루션"일본 (추정)	"리니지2레볼루션"중국 (추정)	
				"블레이드앤소울" "MMORPG(추정)	
				"TERA"MMORPG (추정)	
				"세븐나이즈"MMORPG (추정)	
		"이카루스M", "킹오브파이터즈올스타", "테리아사가" "펜텀게이트", "지아이조", "퍼스트본", "트랜디타운"			

자료: 넷마블게임즈, 하나금융투자

표 1. 넷마블게임즈 실적추정

(단위:십억원)

	2017F	2018F	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출	3,077.9	3,698.6	469.0	828.0	744.0	668.5	837.3	892.3	891.9	934.0	980.3
성장률(%)	N/A	20.2	N/A	N/A	(10.1)	(10.1)	25.2	6.6	(0.0)	4.7	5.0
리니지2:레볼루션	1,078	864	121.0	450.0	270.0	162.0	195.8	216.0	216.0	216.0	216.0
성장률(%)	N/A	(19.8)	N/A	272.0	(40.0)	(40.0)	20.8	10.3	0.0	0.0	0.0
글로벌	132.8	504.0	0.8	0.0	0.0	27.0	105.8	126.0	126.0	126.0	126.0
중국로열티	61	324		0.0	0.0	0.0	60.8	81.0	81.0	81.0	81.0
중국일매출(백만원)	364	1,381		0	0		3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
기타매출	72	180		0.0	0.0	27.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
기타일매출(백만원)	197	493		0	0	300	500	500	500	500	500
로컬	945	360	120.2	450.0	270.0	135.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
일매출(백만원)	2,589	986		5,000	3,000	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Other Games	1,392	1,777	348.0	348.0	348.0	348.0	348.0	382.8	421.1	463.2	509.5
성장률(%)	N/A	27.6	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0	10.0
펜타스톰	33	46	0.0	0.0	6.0	13.5	13.5	13.5	10.8	10.8	10.8
성장률(%)	N/A	39.1	N/A	N/A	N/A	125.0	0.0	0.0	(20.0)	0.0	0.0
일매출(백만원)	90.4	125.8			500	500	500	500	400	400	400
트랜스포머	110	153	0.0	0.0	20.0	45.0	45.0	45.0	36.0	36.0	36.0
성장률(%)		39.1	N/A	N/A	N/A	125.0	0.0	0.0	(20.0)	0.0	0.0
일매출(백만원)	301.4	419.2			500	500	500	500	400	400	400
B&S RPG	45	153	0.0	0.0	0.0	0.0	45.0	45.0	36.0	36.0	36.0
성장률(%)		240.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	(20.0)	0.0	0.0
일매출(백만원)	123.3	419.2		0	0	0	500	500	400	400	400
TERA Mobile	45	153	0.0	0.0	0.0	0.0	45.0	45.0	36.0	36.0	36.0
성장률(%)		240.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	(20.0)	0.0	0.0
일매출(백만원)	123.3	419.2		0	0	0	500	500	400	400	400
세븐나이트 MMO	45	153	0.0	0.0	0.0	0.0	45.0	45.0	36.0	36.0	36.0
성장률(%)		240.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	(20.0)	0.0	0.0
일매출(백만원)	123.3	419.2		0	0	0	500	500	400	400	400
카밤스튜디오	330	400	0.0	30.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
성장률(%)		21.2	N/A	N/A	233.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	923.4	1,109.6	140.7	248.4	223.2	200.6	251.2	267.7	267.6	280.2	294.1
성장률(%)	N/A	20.2	N/A	N/A	(10.1)	(10.1)	25.2	6.6	(0.0)	4.7	5.0
Margin(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
지배주주순이익 (보수적추정)	559.9	672.9	106.7	150.6	135.4	121.6	152.3	162.3	162.3	169.9	178.3
성장률(%)	N/A	20.2	N/A	N/A	(10.1)	(10.1)	25.2	6.6	(0.0)	4.7	5.0
Margin(%)	30.0	30.0	22.7	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2

자료: 넷마블게임즈, 하나금융투자

주: 연 실적은 YoY기준 성장률, 분기 실적은 QoQ기준 성장률임

그림 3. 넷마블게임즈 Valuation

(십억원)	Conservative View		Positive View	
	2017	2018	2017	2018
지배주주 순이익	559.9	672.9	626.6	878.6
적용 PER (배)	20.0	20.0	20.0	20.0
회사가치	11,199	13,457	12,533	17,573
Average	12,328		15,053	
적정 회사가치	13,690			
총주식수	84,730,000			
적정주가	161,575			
	145,495		177,656	

Conservative

- "리니지2 레볼루션" 일매출 평균
2017년 2,589백만
2018년 986백만
- "리니지2 레볼루션" 2018년 중국로열티 일평균
2018년 1,381백만

Positive

- "리니지2 레볼루션" 일매출 평균
2017년 3,205백만
2018년 1,479백만
- "리니지2 레볼루션" 2018년 중국로열티 일평균
2018년 2,712백만

자료: 넷마블게임즈, 하나금융투자

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 4월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2017년 4월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.