

## 넥슨과 함께 글로벌 진출

### Analyst 최진성

02-3787-2559 jschoi@hmsec.com

현재주가 (7/2)	9,000원		
상승여력	NA		
시가총액	2,595억원		
발행주식수	28,839천주		
자본금/액면가	억원/500원		
52주 최고가/최저가	12,600원/5,370원		
일평균 거래대금 (60일)	36억원		
외국인지분율	0.54%		
주요주주	넥슨코리아 56.31%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	22.6	32.4	19.4
상대주가(%p)	22.8	1.2	8.3

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	-	-	-
After	-	-	-
Consensus	-	-	-
Cons. 차이	-	-	-

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 동사는 2013년에 설립된 RPG 전문 게임 개발사. 2015년 글로벌 누적 다운로드 2,500만을 기록한 'HIT'를 선보이고, 2017년 '오버히트'를 연달아 성공시킨 개발사로 18년 5월 넥슨에 인수되어 자회사로 편입. 2019년 11월 'V4'를 출시하며 현재에도 국내 매출 순위 상위권에 랭크 중
- 2019년 11월 7일 출시된 V4는 동사가 개발하고 넥슨코리아가 퍼블리싱을 진행. 7월 2일 기준으로 국내 구글플레이에서 현재도 매출 순위 7위에 랭크되며 안정적으로 흥행을 기록하고 있음
- 동사는 V4의 성공적인 출시로 작년 4분기부터 턴어라운드 성공. 올해 1분기에도 매출 197억원과 영업이익 50억원을 기록하였는데, 1분기 V4의 국내 구글플레이 평균 매출 순위가 5위, 2분기 평균 매출 순위가 6위인 점을 감안하면 2분기에도 1분기와 유사한 수준의 실적 전망
- V4는 최근 일본과 중국을 제외한 북미 포함 150개국 글로벌 사전예약을 진행. 일본 지역은 연내 출시할 것으로 보임. 이미 3월 26일 대만, 홍콩, 마카오에 선출시를 진행했으며 출시 초반 대만 구글플레이와 홍콩 앱스토어 기준 5위, 4위 수준으로 초반 흥행에 성공
- 서구권은 MMORPG가 흥행하기 어려운 시장으로 비춰지지만, 검은사막 모바일의 경우에도 대만, 홍콩, 마카오, 일본을 제외한 글로벌 지역에 출시한 후 첫분기 일매출은 약 4억원 정도를 기록한 것으로 추정. 글로벌 퍼블리싱도 넥슨이 진행하고, 출시 시점부터 모바일과 PC 크로스플레이를 진행하는 점과 국내에서 꾸준히 순위가 유지되고 있는 점을 감안하면 V4의 경우에도 보수적으로 2~3억원 수준의 일매출은 달성 가능할 것으로 판단
- 동사는 전문 개발사로 영업비용이 변동비가 적고 인건비를 포함한 고정비가 대부분을 차지. 따라서, 글로벌 흥행에 성공할 경우 이익 레버리지가 지속적으로 발생할 수 있을 것

### 주요이슈 및 실적전망

- 19년 1분기 별도기준 매출액은 197억원(흑전 YoY, +2.1% QoQ), 영업이익 50억원(흑전 YoY, +0.0% QoQ)를 기록
- 통상적인 개발사의 RS 비율인 30%를 적용했을때, 글로벌 일매출을 2~3억원 가정한다면 동사는 약 54억원에서 약 81억원 수준의 순매출을 기록할 수 있을 것으로 보임. 또한, 대부분 고정비 성격의 영업비용이 많아, 글로벌 매출은 영업이익에 대부분 기여 가능한 매출일 것으로 추정

### 주가전망 및 Valuation

- 현재 시총은 국내 V4의 성과만으로도 충분히 커버 가능한 수준의 시총으로 판단. 글로벌 출시 후 매출이 발생하는 만큼 밸류에 더해지는 그림이 될 것으로 전망. 하반기 서브컬처 장르인 '프로젝트 MX'의 일본 출시가 예정되어 있고, 15년 히트-17년 오버히트-19년 V4의 개발 주기를 봤을 때 내년 대규모 신작도 공개될 수 있을 것으로 예상

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	61	9	15	11	132	흑전	75.4	45.5	18.0	308.5	0.0
2016	256	103	97	107	456	244.7	21.7	13.8	0.6	97.7	0.0
2017	224	-37	-31	-29	-140	적전	N/A	9.3	NA	NA	0.0
2018	236	-108	-126	-99	-530	적지	N/A	9.4	NA	NA	0.0
2019	285	-171	-171	-144	-698	적지	N/A	5.7	NA	NA	0.0

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> V4 글로벌 출시 후 분기 이익 시나리오 점검

(단위 : 억원, 원)

	일매출	총매출	RS 가정	순매출	분기 발생 가능 영업이익
Bear-case	1	90	30%	27	67
Base-case	3	270	30%	81	121
Bull-case	5	450	30%	135	175

주: 국내 V4로 발생하는 영업이익 40억원 가정

자료 : 현대차증권

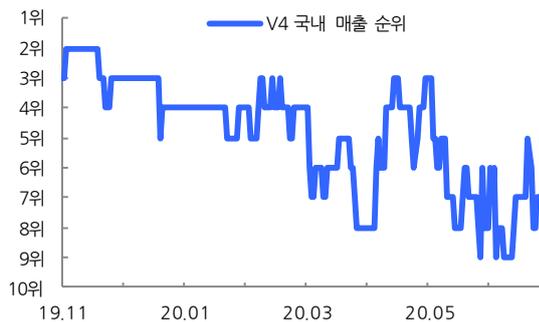
<표2> 넷게임즈 실적 추이

(단위:)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	25	43	25	193	197	224	236	285
영업이익	-71	-68	-82	50	50	-37	-108	-171
세전이익	-70	-67	-79	49	53	-64	-103	-167
당기순이익	-72	-68	-79	48	47	-31	-126	-171

자료 : 현대차증권

<그림1> V4 국내 구글플레이 매출 순위 추이



자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

<그림2> 글로벌 사전예약을 시작한 V4



자료 : 언론자료, 현대차증권

<그림3> 2015년 출시한 대표작 HIT



자료 : 언론자료, 현대차증권

<그림4> 일본 선출시 예정인 신작 프로젝트 MX



자료 : 언론자료, 현대차증권

	(단위:억원)				
포괄손익계산서	2015	2016	2017	2018	2019
<b>매출액</b>	61	256	224	236	285
증가율 (%)	N/A	319.5	-12.6	5.3	20.8
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	61	256	224	236	285
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	N/A	319.5	-12.6	5.3	20.8
<b>판매관리비</b>	52	153	261	344	456
판매비율 (%)	85.2	59.7	116.7	145.7	160.0
<b>EBITDA</b>	11	107	-29	-99	-144
EBITDA 이익률 (%)	17.2	41.8	-13.1	-41.8	-50.7
증가율 (%)	흑전	916.1	적전	적지	적지
<b>영업이익</b>	9	103	-37	-108	-171
영업이익률 (%)	14.8	40.3	-16.7	-45.7	-60.0
증가율 (%)	흑전	1,037.6	적전	적지	적지
<b>영업외손익</b>	-4	0	-27	5	4
금융수익	0	1	4	5	3
금융비용	4	0	1	0	6
기타영업외손익	0	-1	-30	1	7
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	5	103	-64	-103	-167
세전계속사업이익률	7.7	40.2	-28.8	-43.5	-58.6
증가율 (%)	흑전	2,078.9	적전	적지	적지
법인세비용	-11	7	-34	23	4
계속사업이익	15	97	-31	-126	-171
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	15	97	-31	-126	-171
당기순이익률 (%)	25.3	37.7	-13.7	-53.3	-59.9
증가율 (%)	흑전	525.7	적전	적지	적지
지배주주지분 순이익	15	97	-31	-126	-171
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	-3	-7
총포괄이익	15	96	-31	-128	-178

	(단위:억원)				
현금흐름표	2015	2016	2017	2018	2019
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	-39	139	90	-104	-114
당기순이익	15	97	-31	-126	-171
유형자산 상각비	1	2	6	5	23
무형자산 상각비	1	1	2	4	4
외환손익	0	0	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-52	21	98	-38	-25
기타	-4	18	14	51	55
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-2	-14	111	-98	-258
투자자산의 감소(증가)	0	-3	5	-20	6
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-8	-8	-10	-4
기타	-2	-3	114	-68	-259
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	35	-10	9	4	336
차입금의 증가(감소)	7	-10	0	0	13
사채의 증가(감소)	-35	0	9	-9	0
자본의 증가	67	0	165	35	370
배당금	0	0	0	0	0
기타	-4	0	-164	-23	-48
<b>기타현금흐름</b>	0	0	-1	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-6	115	209	-199	-36
기초현금	6	1	115	325	126
기말현금	1	115	325	126	89

\* K/FRS 별도 기준

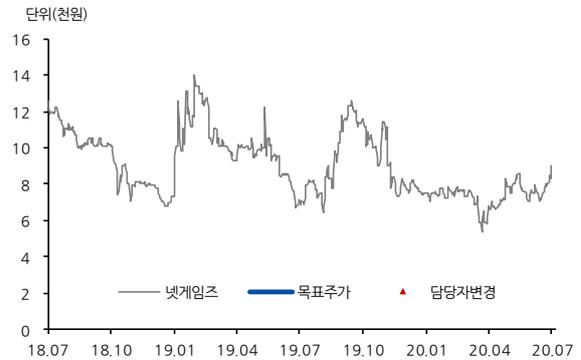
	(단위:억원)				
재무상태표	2015	2016	2017	2018	2019
<b>유동자산</b>	59	171	357	222	537
현금성자산	1	115	325	126	89
단기투자자산	0	0	9	77	329
매출채권	59	54	22	14	111
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	0	1	1	5	7
<b>비유동자산</b>	18	29	73	73	193
유형자산	2	8	10	18	151
무형자산	3	5	18	12	9
투자자산	2	5	0	20	15
기타비유동자산	11	11	45	22	19
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	77	200	430	294	729
<b>유동부채</b>	24	30	53	45	112
단기차입금	10	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	15	30	53	45	112
<b>비유동부채</b>	6	18	82	62	236
사채	0	0	9	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	18	73	62	236
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	31	48	135	107	348
<b>지배주주지분</b>	46	151	295	187	382
자본금	25	97	115	120	144
자본잉여금	84	12	158	188	534
자본조정 등	0	9	19	4	7
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-63	33	2	-126	-304
<b>비지배주주지분</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	46	151	295	187	382

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2015	2016	2017	2018	2019
EPS(당기순이익 기준)	132	456	-140	-530	-698
EPS(지배순이익 기준)	132	456	-140	-530	-698
BPS(자본총계 기준)	219	715	1,282	778	1,323
BPS(지배지분 기준)	219	715	1,282	778	1,323
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	75.4	21.7	N/A	N/A	N/A
P/E(지배순이익 기준)	75.4	21.7	N/A	N/A	N/A
P/B(자본총계 기준)	45.5	13.8	9.3	9.4	5.7
P/B(지배지분 기준)	45.5	13.8	9.3	9.4	5.7
EV/EBITDA(Reported)	18.0	0.6	-82.5	-15.7	-12.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	244.7	적전	적지	적지
EPS(지배순이익 기준)	흑전	244.7	적전	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	308.5	97.7	-13.8	-52.2	-60.1
ROE(지배순이익 기준)	308.5	97.7	-13.8	-52.2	-60.1
ROA	34.4	69.7	-9.8	-34.7	-33.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	66.8	32.0	45.7	57.6	91.2
순차입금비율	19.2	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.1	900.0	NA	NA	NA

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.07.03	NOT RATED	-		

▶ 최근 2년간 넷게임즈 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최진성의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	132건	87.4%
보유	19건	12.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.