



## Marketperform(Downgrade)

목표주가: 56,000원

주가(2/7): 61,000원

시가총액: 52,432억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/7)	2,609.58pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	72,100원	37,200원
등락률	-15.4%	64.0%
수익률	절대	상대
1M	9.9%	8.6%
6M	24.5%	23.1%
1Y	-1.8%	-7.0%

## Company Data

발행주식수	85,954천주
일평균 거래량(3M)	164천주
외국인 지분율	23.8%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	60,501원
주요 주주	방준혁 외 16인 24.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,506.9	2,673.4	2,501.4	3,158.1
영업이익	151.0	-108.7	-69.6	206.9
EBITDA	301.6	123.7	121.3	391.5
세전이익	351.2	-941.5	-172.5	229.7
순이익	249.2	-886.4	-313.3	174.1
지배주주지분순이익	240.2	-819.2	-266.6	214.1
EPS(원)	2,795	-9,531	-3,102	2,491
증감률(% YoY)	-23.4	적전	적지	흑전
PER(배)	44.7	-6.3	-18.7	24.5
PBR(배)	1.86	0.95	0.96	0.97
EV/EBITDA(배)	42.2	58.9	60.5	19.2
영업이익률(%)	6.0	-4.1	-2.8	6.6
ROE(%)	4.3	-14.6	-5.0	4.0
순차입금비용(%)	29.4	34.4	42.0	40.2

## Price Trend



## 기업 업데이트

## 넷마블 (251270)

## 전략의 유연성이 요구



동사 목표주가를 5.6만원으로 유지하나, 당사 적용기준을 반영해 투자의견을 기존 Outperform에서 Marketperform으로 하향 조정한다. 당사 추정은 주요 신작에 대한 우호적 성과와 비용 절감 효과 등을 감안한 중립 이상 수준임을 강조하고자 한다. 동사는 콘솔 플랫폼에서 성과를 검증받아야 할 사안이 지속 존재하며 주력 게임별 PLC 관리가 선결되어야 한다는 점도 명시적으로 밝힌다.

## &gt;&gt;&gt; 동사 목표주가 5.6만원 유지

동사 목표주가를 5.6만원으로 유지하나, 당사 적용기준을 반영하여 투자의견을 기존 Outperform에서 Marketperform으로 하향 조정한다. 목표주가는 동사 주력 신작 성과가 반영될 24E 지배주주지분 2,141억원에 목표 PER 22.5배를 적용한 결과다. 콘솔 플랫폼에서 성과를 검증받아야 할 사안은 지속 존재하며 동사 주력 게임별 PLC 관리가 선결되어야 한다는 점도 명시적으로 밝힌다.

## &gt;&gt;&gt; 주요 신작별 추정치 점검 결과

동사 주력 라인업인 나 혼자만 레벨업과 아스달 연대기 초기 분기는 2Q24E를 기준으로 각각 일평균 매출액 20억원과 10억원을 추정치에 반영하였으며 24E 일평균 매출액은 각각 16억원과 8억원 수준으로 하향 안정화를 전제했다. 나 혼자만 레벨업은 최근 영상화 과정에 따른 글로벌 유저의 높은 관심을 충분히 반영했다 할 수 있다. 제2의 나라 중국 대상 초기 분기는 2Q24E 기준 일평균 매출액 8억원과 24E 일평균 매출액 6억원을 기준으로 총매출을 산정하여 RS 15%를 가정한 순매출로 추정치에 산입하였다. 24E 인건비는 헤드카운트 제한 등을 감안해 전년대비 증가율은 1%에 그친 수준을 적용하였고, 24E 매출 대비 마케팅비 비중은 19.3%로 전년비 0.2%p 절감된 수준을 반영했다. 결론적으로 당사의 추정치는 주요 신작에 대한 우호적 성과와 비용 절감 효과 등을 감안한 중립 이상 수준임을 강조하고자 한다. 한편 일곱개의 대죄 오리진은 초기 분기 가정을 2Q25E로 순연하여 일평균 매출 15억원과 25E 일평균 매출 12억원을 추정치에 적용하였다.

## &gt;&gt;&gt; 콘솔 플랫폼 전략 강화가 요구

동사는 일곱개의 대죄 오리진을 기점으로 콘솔 플랫폼에 대한 성과를 보여줄 것으로 관측되고 해당 시점이 내년으로 다소 멀다는 점을 차치하더라도 동사의 신작 전략이 과거부터 모바일에 치중되어 있는 점은 전략의 유연함이 떨어지는 결과로 판단하며, 향후 AI, 엔진, 솔루션 진화 등을 통해 고퀄리티 게임 수요가 증가하고 동 과정에서 디바이스 경계가 사라질 것이라는 점을 감안하면 최상급 개발 에셋이 투여되는 트리플 A급 콘솔 개발력에 대한 확보는 반드시 선결될 필요가 있을 것으로 판단한다. 또한 동사가 신작을 출시한 이후 P2W 등으로 PLC 관리가 정상적으로 작동하지 못하면서 매출 지속성은 떨어지는 반면 관련 고정비 투입이 누적되는 비즈니스 구조도 잠재적 약점으로 작용할 수 있다.

## 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22A	23P	24E
매출액	602.6	603.3	630.6	664.9	611.3	904.6	814.5	827.8	2,673.4	2,501.4	3,158.1
모바일 게임	543.6	552.0	574.1	604.7	550.0	843.6	753.4	765.2	2,488.8	2,274.3	2,912.1
온라인 게임	7.8	7.3	7.1	7.4	7.4	7.0	6.8	7.1	34.8	29.6	28.4
기타	51.3	44.1	49.4	52.8	53.8	54.0	54.4	55.5	149.8	197.6	217.7
영업비용	630.8	640.6	652.4	647.2	616.2	818.4	750.3	766.2	2,782.1	2,571.0	2,951.2
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	17.7	-4.9	86.1	64.2	61.5	-108.7	-69.6	206.9
영업이익률(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.7%	-0.8%	9.5%	7.9%	7.4%	-4.1%	-2.8%	6.6%
영업외손익	-25.4	-27.4	-11.1	-38.9	16.3	16.3	16.3	-26.2	-832.8	-102.9	22.7
법인세차감전순이익	-53.6	-64.7	-33.0	-21.2	11.4	102.5	80.5	35.3	-941.5	-172.5	229.7
법인세차감전순이익률(%)	-8.9%	-10.7%	-5.2%	-3.2%	1.9%	11.3%	9.9%	4.3%	-35.2%	-6.9%	7.3%
법인세비용	-7.8	-20.6	-4.5	173.8	2.8	24.8	19.5	8.6	-55.1	140.9	55.6
법인세율(%)	14.6%	31.9%	13.7%	-820.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	5.9%	-81.7%	24.2%
당기순이익	-45.8	-44.1	-28.5	-195.0	8.6	77.7	61.0	26.8	-886.4	-313.3	174.1
당기순이익률(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-29.3%	1.4%	8.6%	7.5%	3.2%	-33.2%	-12.5%	5.5%
지배주주지분	-37.7	-27.1	-19.0	-182.8	18.6	87.7	71.0	36.8	-819.2	-266.6	214.1
비지배주주지분	-8.1	-17.0	-9.5	-12.2	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-67.2	-46.7	-40.0

자료: 넷마블, 키움증권

## 넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	23P	24E	25E	23P	24E	25E	23P	24E	25E
매출액	2,736.3	3,468.2	3,336.4	2,501.4	3,158.1	3,357.3	-8.6%	-8.9%	0.6%
영업이익	-67.3	142.9	66.9	-69.6	206.9	237.4	적확	44.8%	254.8%
영업이익률	-2.5%	4.1%	2.0%	-2.8%	6.6%	7.1%	-0.3%	2.4%	5.1%
법인세차감전순이익	-86.8	273.3	214.7	-172.5	229.7	281.6	적확	-16.0%	31.2%
당기순이익	-66.0	207.2	162.7	-313.3	174.1	213.5	적확	-16.0%	31.2%
지배주주지분	-20.9	237.2	182.7	-266.6	214.1	243.5	적확	-9.7%	33.3%

자료: 키움증권

## 넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	835.7	832.2	790.3	925.0	664.9	611.3	904.6	814.5	-20.4%	-26.5%	14.5%	-11.9%
영업이익	6.5	39.2	13.6	56.5	17.7	-4.9	86.1	64.2	171.1%	적전	534.8%	13.7%
영업이익률	0.8%	4.7%	1.7%	6.1%	2.7%	-0.8%	9.5%	7.9%	1.9%	-5.5%	7.8%	1.8%
법인세차감전순이익	2.5	80.6	54.9	97.8	-21.2	11.4	102.5	80.5	적전	-85.9%	86.6%	-17.7%
당기순이익	1.9	61.1	41.6	74.1	-195.0	8.6	77.7	61.0	적전	-85.9%	86.6%	-17.7%
지배주주지분	11.9	68.6	49.1	81.6	-182.8	18.6	87.7	71.0	적전	-72.8%	78.4%	-13.0%

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	2,506.9	2,673.4	2,501.4	3,158.1	3,357.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	2,506.9	2,673.4	2,501.4	3,158.1	3,357.3
판매비	2,355.9	2,782.1	2,571.0	2,951.2	3,119.9
<b>영업이익</b>	151.0	-108.7	-69.6	206.9	237.4
<b>EBITDA</b>	301.6	123.7	121.3	391.5	415.6
영업외손익	200.2	-832.8	-102.9	22.7	44.2
이자수익	7.8	12.8	8.7	9.7	11.7
이자비용	36.2	112.8	128.9	128.9	128.9
외환관련이익	56.4	226.5	25.0	25.5	26.0
외환관련손실	24.6	349.1	25.0	25.5	26.0
종속 및 관계기업손익	209.8	80.2	143.8	195.2	214.7
기타	-13.0	-690.4	-126.5	-53.3	-53.3
<b>법인세차감전이익</b>	351.2	-941.5	-172.5	229.7	281.6
법인세비용	102.0	-55.1	140.9	55.6	68.2
계속사업손익	249.2	-886.4	-313.3	174.1	213.5
<b>당기순이익</b>	249.2	-886.4	-313.3	174.1	213.5
<b>지배주주순이익</b>	240.2	-819.2	-266.6	214.1	243.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.9	6.6	-6.4	26.3	6.3
영업이익 증감율	-44.5	-172.0	-36.0	-397.3	14.7
EBITDA 증감율	-21.4	-59.0	-1.9	222.8	6.2
지배주주순이익의 증감율	-23.2	-441.0	-67.5	-180.3	13.7
EPS 증감율	-23.4	적전	적지	흑전	13.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	6.0	-4.1	-2.8	6.6	7.1
EBITDA Margin(%)	12.0	4.6	4.8	12.4	12.4
지배주주순이익률(%)	9.6	-30.6	-10.7	6.8	7.3

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	137.5	-408.4	-184.0	152.5	236.3
당기순이익	249.2	-886.4	-313.3	174.1	213.5
비현금항목의 가감	90.2	1,087.8	333.1	189.1	173.8
유형자산감가상각비	44.0	54.1	53.3	58.2	62.0
무형자산감가상각비	106.6	178.3	137.6	126.3	116.2
지분법평가손익	-210.5	-81.4	-143.8	-195.2	-214.7
기타	150.1	936.8	286.0	199.8	210.3
영업활동자산부채증감	-115.5	-73.4	22.7	-70.4	-0.2
매출채권및기타채권의감소	19.7	11.9	13.8	-52.9	-16.0
재고자산의감소	-0.3	1.1	0.2	-0.7	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-98.7	-8.0	0.1	15.4	7.1
기타	-36.2	-78.4	8.6	-32.2	8.9
기타현금흐름	-86.4	-536.4	-226.5	-140.3	-150.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,157.5	-40.4	-50.8	-53.5	-56.0
유형자산의 취득	-86.4	-38.7	-75.0	-75.0	-75.0
유형자산의 처분	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.1	-82.0	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	876.5	377.2	52.0	49.4	46.9
단기금융자산의감소(증가)	-12.0	131.4	-2.8	-2.8	-2.9
기타	-1,921.0	-428.8	0.0	-0.1	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	1,099.1	-549.0	0.0	0.0	-41.0
차입금의 증가(감소)	1,296.0	-424.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-157.0	-52.5	0.0	0.0	-41.0
기타	-39.9	-71.9	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	17.2	147.1	-62.2	-62.4	-62.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	96.2	-850.7	-297.0	36.6	76.7
기초현금 및 현금성자산	1,257.5	1,353.7	503.0	206.0	242.6
기말현금 및 현금성자산	1,353.7	503.0	206.0	242.6	319.4

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	1,962.6	997.3	691.8	787.7	886.4
현금 및 현금성자산	1,353.7	503.0	206.0	242.6	319.4
단기금융자산	270.2	138.8	141.6	144.4	147.3
매출채권 및 기타채권	233.3	215.3	201.4	254.3	270.3
재고자산	4.0	2.8	2.7	3.3	3.6
기타유동자산	101.4	137.4	140.1	143.1	145.8
<b>비유동자산</b>	8,701.2	7,938.2	7,947.8	8,018.0	8,116.7
투자자산	3,869.5	3,572.6	3,664.4	3,810.2	3,978.0
유형자산	322.8	335.9	357.7	374.5	387.5
무형자산	4,099.0	3,596.1	3,483.5	3,382.2	3,291.0
기타비유동자산	409.9	433.6	442.2	451.1	460.2
<b>자산총계</b>	10,663.8	8,935.6	8,639.6	8,805.7	9,003.1
<b>유동부채</b>	3,056.2	2,294.0	2,300.1	2,321.6	2,334.8
매입채무 및 기타채무	228.6	213.2	213.3	228.7	235.8
단기금융부채	2,211.3	1,782.6	1,782.6	1,782.6	1,782.6
기타유동부채	616.3	298.2	304.2	310.3	316.4
<b>비유동부채</b>	1,599.9	1,019.8	1,025.1	1,030.5	1,036.1
장기금융부채	1,178.0	794.8	794.8	794.8	794.8
기타비유동부채	421.9	225.0	230.3	235.7	241.3
<b>부채총계</b>	4,656.1	3,313.8	3,325.2	3,352.1	3,371.0
<b>지배지분</b>	5,791.4	5,460.9	5,200.3	5,379.4	5,587.9
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,896.7	3,897.4	3,897.4	3,897.4	3,897.4
기타자본	-1,059.0	-525.2	-525.2	-525.2	-525.2
기타포괄손익누계액	710.5	702.5	708.5	714.5	720.5
이익잉여금	2,234.6	1,377.5	1,110.9	1,284.0	1,486.5
비지배지분	216.2	160.9	114.2	74.2	44.2
<b>자본총계</b>	6,007.7	5,621.8	5,314.5	5,453.6	5,632.1
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,795	-9,531	-3,102	2,491	2,833
BPS	67,379	63,533	60,501	62,585	65,011
CFPS	3,949	2,343	231	4,225	4,506
DPS	528	0	0	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	44.7	-6.3	-18.7	24.5	21.5
PER(최고)	54.0	-13.7	-23.6		
PER(최저)	40.1	-4.4	-11.8		
PBR	1.86	0.95	0.96	0.97	0.94
PBR(최고)	2.24	2.06	1.21		
PBR(최저)	1.66	0.66	0.61		
PSR	4.29	1.94	2.00	1.66	1.56
PCFR	31.7	25.8	251.9	14.4	13.5
EV/EBITDA	42.2	58.9	60.5	19.2	17.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.4	0.0	0.0	23.5	19.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.4	0.0	0.0	0.8	0.8
ROA	2.6	-9.0	-3.6	2.0	2.4
ROE	4.3	-14.6	-5.0	4.0	4.4
ROIC	-2.0	-7.1	-1.7	4.2	4.9
매출채권회전율	11.3	11.9	12.0	13.9	12.8
재고자산회전율	583.8	786.3	911.4	1,052.1	971.6
부채비율	77.5	58.9	62.6	61.5	59.9
순차입금비율	29.4	34.4	42.0	40.2	37.5
이자보상배율	4.2	-1.0	-0.5	1.6	1.8
총차입금	3,389.3	2,577.4	2,577.4	2,577.4	2,577.4
순차입금	1,765.3	1,935.6	2,229.8	2,190.3	2,110.7
NOPLAT	301.6	123.7	121.3	391.5	415.6
FCF	-123.8	-241.0	46.9	173.9	261.0

## Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 현재 '넷마블(251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

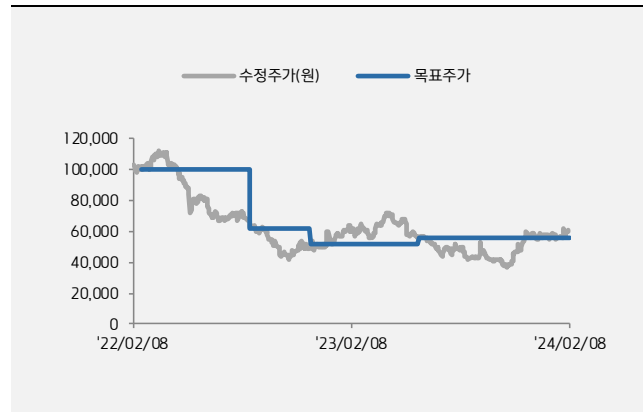
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블	2022-02-23	Marketperform(Reinitiate)	100,000원	6개월	-14.23	12.00
담당자 변경	2022-08-23	Marketperform(Maintain)	62,000원	6개월	-15.13	3.39
(251270)	2022-12-01	Marketperform(Maintain)	52,000원	6개월	15.25	38.65
	2023-06-01	Marketperform(Maintain)	56,000원	6개월	-9.62	1.79
	2023-08-09	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-16.31	6.79
	2024-02-08	Marketperform(Downgrade)	56,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

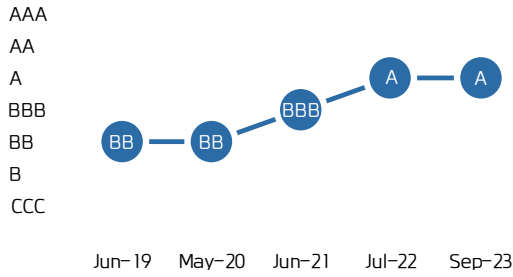
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

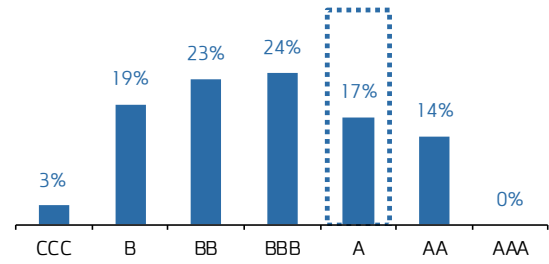
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 70개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.3	4.6		
<b>환경</b>	8.3	8.3	5.0%	▲1.6
탄소 배출	8.3	8.4	5.0%	▲1.6
<b>사회</b>	5.1	4.8	51.0%	▲0.1
인력 자원 개발	3.9	3.7	26.0%	▼0.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.4	5.8	25.0%	▲0.3
<b>지배구조</b>	5.1	4.5	44.0%	▼0.8
기업 지배구조	6.7	5.3		▼0.5
기업 활동	4.1	5.3		▼0.9

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ●	● ●	● ●	● ● ● ●	A	◀▶
CyberAgent, Inc.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ●	A	◀▶
Netmarble Corporation	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	●	A	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Bandai Namco Holdings Inc.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	B	◀▶
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치