

# 넷마블 251270

Jul 23, 2024

## '나혼렘' 소프트랜딩이 중요한 2H24

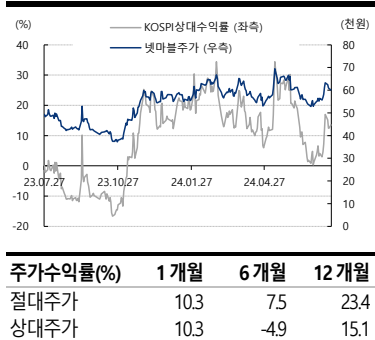
Buy 유지

TP 75,000 원 상향

### Company Data

현재가(07/22)	61,400 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,400 원
52 주 최저가(보통주)	37,200 원
KOSPI (07/22)	2,763.51p
KOSDAQ (07/22)	809.96p
자본금	86 억원
시가총액	52,775 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	38.6 만주
평균거래대금(60 일)	224 억원
외국인지분(보통주)	25.25%
주요주주	
방준혁 외 15 인	24.34%
HAN RIVER INVESTMENT PTE.	17.52%

### Price & Relative Performance



인터넷/게임 김동우  
3771-9249,  
20210135@iprovest.com

### 2Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 상회 예상

넷마블 2Q24 매출은 7,530억원(YoY +24.8%), 영업이익은 712억원(YoY 흑자 전환)로 시장 예상치(매출 7,735억원, 이익 660억원)을 영업이익 기준 상회했을 것으로 전망. 매출은 2Q24 출시한 '아스달 연대기', '나 혼자만 레벨업:ARISE', '레이븐2'의 기여로 QoQ +28.6%, YoY +24.8% 성장 전망. 특히, '나 혼자만 레벨업:ARISE'는 출시 첫 분기 1,537억원의 매출을 창출했을 것으로 추정.

영업비용은 앱스토어 수수료를 지불하지 않는 PC 매출 비중 증가로 매출 대비 지급수수료율이 매출 대비 35% 수준(전년 동기 41%)으로 하향되며 2,636억원(YoY+9.3%, QoQ +15.9%) 기록 예상. 인건비는 인력 효율화 지속되며 1,841억원(YoY -4.7%, QoQ +2.8%), 마케팅비는 신작 마케팅으로 1,468억원(YoY +44.7%, QoQ +29.8%) 집행 추정.

### 투자의견 Buy, 목표주가 75,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 75,000원으로 상향. 목표주가 상향은 1) '나 혼자만 레벨업: ARISE'의 글로벌 흥행, 2) 매출 믹스 개선에 따른 지급수수료율 하락에 따라 2024년 EBITDA 추정치를 종전 대비 +5% 상향함에 따름.

'나 혼자만 레벨업: ARISE'는 24년 5월 8일 출시 이후 스토리 콘텐츠 소진에 따라 7월 기준 매출 순위가 빠르게 하락했음이 관측되고 있음. 9월과 12월 대형 스토리 업데이트가 예정되어 있으며, 특히 4Q24 '나 혼자만 레벨업' 애니메이션 2기 방영으로 매출 하향을 방어할 것으로 전망. 현 상황에서 매출의 급격한 반등을 가정하지는 않으나 업데이트 효과에 따라 이익 추정치 상황이 가능할 것으로 전망. 하반기 출시 예정된 '일곱 개의 대죄 키우기', '킹 아서: 레전드 라이즈', 'RF 온라인 넥스트', '데미스 리본'은 '나혼렘'의 매출 하향분을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 기대.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,673	2,502	2,707	2,918	3,123
YoY(%)	6.6	-6.4	8.2	7.8	7.0
영업이익(십억원)	-109	-68	160	244	301
OP 마진(%)	-4.1	-2.7	5.9	8.4	9.6
순이익(십억원)	-886	-304	59	122	165
EPS(원)	-9,531	-2,975	751	1,542	2,086
YoY(%)	적전	적지	흑전	105.2	35.3
PER(배)	-6.3	-19.5	80.0	39.0	28.8
PCR(배)	19.3	27.1	13.8	11.8	10.9
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	58.5	56.6	21.2	16.8	14.3
ROE(%)	-14.6	-4.9	1.3	2.6	3.4

[도표 43] 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)



자료: 넷마블, 교보증권

[도표 44] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2024-04-24	아스달 연대기: 세 개의 세력	MMORPG	한국/대만/홍콩/마카오	PC/모바일	공동 제작
2024-05-08	나 혼자만 레벨업ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
2024-05-29	레이븐2	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2H24	일곱 개의 대죄 키우기	방치형 RPG	글로벌	모바일	외부 IP
	킹 아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	RF 온라인 넥스트	MMORPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	데미스 리본	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 넷마블 SOTP Valuation Table

부문	단위	24F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		5,974	
	십억원 배	24F EBITDA target EV/EBITDA	312.8 19.1	글로벌 게임사 peer 24F EV/EBITDA 평균
지분가치			1,357	
코웨이	십억원	부문 가치	708	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	4,701 25.1% 40%	40% 할인
하이브	십억원	부문 가치	424	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	7,481 9.4% 40%	40% 할인
엔씨소프트	십억원	지분 가치	225	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	4,215 8.9% 40%	40% 할인
순차입금			- 917	
적정시가총액	십억원		6,414	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		74,627	
목표주가	원		75,000	
현재주가	원		61,400	
상승여력	%		22.1%	

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

## [넷마블 251270]

### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,707	2,918	3,123
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,707	2,918	3,123
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,782	2,571	2,548	2,675	2,822
영업이익	-109	-68	160	244	301
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	5.9	8.3	9.6
EBITDA	124	117	311	374	415
EBITDA Margin (%)	4.6	4.7	11.5	12.8	13.3
영업외손익	-833	-90	-80	-80	-80
관계기업손익	80	113	144	144	144
금융수익	327	73	71	71	71
금융비용	-476	-262	-229	-229	-229
기타	-765	-14	-67	-67	-67
법인세비용차감전순이익	-941	-159	80	163	221
법인세비용	-55	145	20	41	56
계속사업순이익	-886	-304	59	122	165
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	59	122	165
당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	2.2	4.2	5.3
비지배지분순이익	-67	-48	-5	-11	-14
지배지분순이익	-819	-256	65	133	179
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	2.4	4.5	5.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	-286	30	30	30
포괄순이익	-880	-590	89	152	195
비지배지분포괄이익	-59	-48	7	12	16
지배지분포괄이익	-821	-542	82	140	179

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

### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	154	196	222
당기순이익	-886	-304	59	122	165
비현금항목의 가감	1,088	440	265	255	239
감가상각비	54	57	45	35	28
외환손익	152	36	31	31	31
지분법평가손익	-80	-113	-144	-144	-144
기타	962	461	333	332	324
자산부채의 증감	-73	-121	-44	-45	-44
기타현금흐름	-536	-113	-126	-136	-137
투자활동 현금흐름	-40	525	84	134	133
투자자산	58	545	100	150	150
유형자산	-39	-36	0	0	0
기타	-60	16	-16	-16	-17
재무활동 현금흐름	-549	-540	-193	-123	-123
단기차입금	-327	-251	-43	-43	-43
사채	0	-160	0	0	0
장기차입금	-52	-16	-16	-16	-16
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-2	0	0	0
기타	-118	-111	-135	-65	-65
현금의 증감	-851	-73	32	215	262
기초 현금	1,354	503	430	463	678
기말 현금	503	430	463	678	940
NOPLAT	-102	-131	119	182	225
FCF	18	-103	226	268	294

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	947	1,175	1,450
현금및현금성자산	503	430	463	678	940
매출채권 및 기타채권	215	272	287	304	323
재고자산	3	3	3	3	3
기타유동자산	276	201	195	189	184
비유동자산	7,938	7,010	6,872	6,704	6,553
유형자산	336	344	300	265	237
관계기업투자금	2,537	2,386	2,399	2,361	2,324
기타금융자산	1,036	623	623	623	623
기타비유동자산	4,030	3,657	3,551	3,455	3,369
자산총계	8,936	7,916	7,819	7,879	8,003
유동부채	2,294	1,906	1,801	1,768	1,735
매입채무 및 기타채무	213	172	174	177	180
차입금	1,507	1,311	1,269	1,226	1,184
유동성채무	222	86	16	16	16
기타유동부채	351	336	342	349	356
비유동부채	1,020	931	873	831	805
차입금	456	372	356	341	325
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	564	560	517	490	480
부채총계	3,314	2,837	2,674	2,598	2,540
지배지분	5,461	4,980	5,044	5,177	5,356
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,378	1,128	1,193	1,326	1,505
기타자본변동	-525	-480	-480	-480	-480
비지배지분	161	100	101	103	107
자본총계	5,622	5,079	5,145	5,280	5,463
총차입금	2,524	2,043	1,862	1,761	1,669

### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	751	1,542	2,086
PER	-6.3	-19.5	80.0	39.0	28.8
BPS	63,533	57,933	58,684	60,226	62,312
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EBITDAPS	1,439	1,361	3,615	4,356	4,829
EV/EBITDA	58.5	56.6	21.2	16.8	14.3
SPS	31,103	29,109	31,498	33,954	36,337
PSR	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7
CFPS	209	-1,198	2,628	3,115	3,425
DPS	0	0	0	0	0

### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	6.6	-6.4	8.2	7.8	7.0
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	52.4	23.7
순이익 증가율	적전	적지	흑전	105.2	35.3
수익성					
ROIC	-2.7	-3.6	3.5	5.5	7.0
ROA	-8.4	-3.0	0.8	1.7	2.3
ROE	-14.6	-4.9	1.3	2.6	3.4
안정성					
부채비율	58.9	55.9	52.0	49.2	46.5
순차입금비율	28.3	25.8	23.8	22.4	20.9
이자보상배율	-1.0	-0.5	1.2	1.8	2.4