

넷마블 (251270)

1회적이 아닌 지속적인 턴어라운드가 필요

3Q23 Review

매출액 6,306억원(YoY +9.2%), 영업손실 -219억원, EBITDA 245억원(YoY +17.8%), 지배순손실 -190억원 기록. '세븐나이트 키우기'(9/6), '신의 탑: 새로운 세계'(7/26) 흥행으로 매출 및 영업손실 폭을 줄였지만, 흥행한 신작 매출이 3분기에 일부만 반영된 반면, 신작 출시로 인한 마케팅비 증가로 시장기대치 하회

해외 매출액 5,206억원(YoY -10%), 한국 매출액 1,100억원(YoY -4%)

4분기 및 2024년 전망

국내 구글플레이 매출순위 4위(11/10) 기록 중인 '세븐나이트 키우기'가 4분기 전체로 매출 반영되고, 동사 스톤에이지 IP로 10/26 출시한 '석기시대: 각성'이 중국 iOS 게임매출순위 13위 기록 중인 반면, 4분기 신작부재에 따른 마케팅비 감소로 영업이익 흑자전환 기대

2024년 1분기 '아스달연대기'(MMORPG, PC/모바일), '나혼자만 레벨업'(액션RPG, PC/모바일), '제2의나라'(MMORPG, 모바일, 중국)를 시작으로 상반기 6개 신작 출시 예정

동사는 해외 매출비중이 높아 성장 잠재력이 높은 반면 그만큼의 마케팅비도 많이 지출해야 하고, 스펀엑스 영업권상각비가 분기당 약 4~500억원 계상되고, 3분기말 기준 약 1.5조원(추정)의 순차입금에서 발생하는 이자비용 등 고정비용이 높음. 지속적인 이익 창출을 위해 중국 등 큰 규모의 글로벌 신작 흥행이 필요하다는 의견임

투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 하향조정

동사 매출 중 약 25%를 차지하는 소셜 카지노 게임시장의 성장둔화 및 동사 보유 투자자산들의 가치하락을 반영하여 목표주가를 57,000원으로 하향 조정함



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **57,000원 (D)**

현재주가 (11/10) **47,000원**

상승여력 **21%**

시가총액	40,398억원
총발행주식수	85,953,502주
60일 평균 거래대금	118억원
60일 평균 거래량	267,754주
52주 고/저	72,100원 / 37,200원
외인지분율	22.87%
배당수익률	0.00%
주요주주	방준혁 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.8	(2.9)	(2.5)
상대	12.5	4.8	(2.8)
절대 (달러환산)	15.6	(3.0)	2.0

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,306	-9.2	4.5	6,591	-4.3
영업이익	-219	적지	적지	-152	-44.4
세전계속사업이익	-330	적지	적지	-330	0.1
지배순이익	-190	적지	적지	-195	2.5
영업이익률 (%)	-3.5	적지	적지	-2.3	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	-3.0	적지	적지	-3.0	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	25,069	26,734	25,485	29,629
영업이익	1,510	-1,087	-576	967
지배순이익	2,402	-8,192	-520	1,775
PER	46.3	-8.1	-77.6	22.8
PBR	1.8	1.2	0.7	0.7
EV/EBITDA	43.4	70.3	36.6	17.1
ROE	4.3	-14.6	-0.9	3.1

자료: 유안타증권

넷마블 실적 추이 및 전망

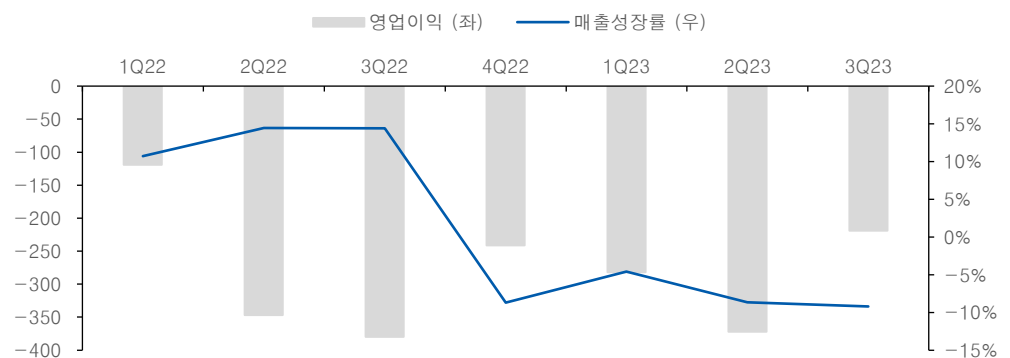
(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,315	6,606	6,944	6,869	6,026	6,033	6,306	7,120	24,848	25,069	26,734	25,485	29,629
YoY	11%	14%	14%	-9%	-5%	-9%	-9%	4%	14%	1%	7%	-5%	16%
세븐나이츠 (세븐나이츠2)	253	-	208	-	-	-	315	810	802	1,292	461	1,125	1,980
잭팟월드	442	528	556	618	603	603	568	603	-	451	2,144	2,376	2,260
캐시프렌지	568	528	556	550	542	543	504	550	-	602	2,202	2,140	2,127
랏차슬롯	442	528	556	550	542	483	504	543	-	451	2,076	2,072	2,032
제2의나라	442	661	556	343	301	181	252	217	-	1,891	2,002	951	2,083
모두의마블1, 2	-	-	-	-	-	135	90	90	107	693	-	315	1,125
쿠키잼	189	198	208	206	181	241	189	237	1,047	928	802	848	825
마블콘테스트오브챔피언	568	661	764	893	542	724	631	745	3,537	3,127	2,886	2,642	2,487
마블퓨처파이트	-	198	139	206	60	60	63	80	883	344	543	264	323
리니지2레볼루션	253	264	278	275	301	181	189	204	2,212	1,407	1,069	875	778
해리포터	189	198	208	206	181	181	163	189	1,121	1,042	802	714	682
블소레볼	253	198	208	206	241	181	169	175	1,869	1,099	865	766	734
일곱개의대죄	442	462	417	481	422	362	315	339	1,869	1,099	865	766	734
신작						180	270	-	-	-	-	450	1,460
기타	2,273	2,180	2,292	2,335	2,109	1,978	1,975	1,889	8,062	8,407	9,080	7,951	7,712
영업비용	6,434	6,953	7,324	7,110	6,308	6,405	6,525	6,823	22,128	23,559	27,821	26,061	28,661
인건비	1,869	1,897	2,030	2,025	1,875	1,932	1,806	2,049	5,313	6,388	7,821	7,662	7,914
마케팅비	1,128	1,444	1,449	1,222	1,003	1,131	1,458	1,103	3,924	4,000	5,243	4,695	5,297
지급수수료	2,455	2,608	2,785	2,714	2,471	2,403	2,391	2,700	10,251	10,151	10,562	9,965	11,129
기타(상각비 포함)	982	1,004	1,060	1,149	959	939	870	972	2,640	3,020	4,195	3,740	4,321
영업이익	-119	-347	-380	-241	-282	-372	-219	297	2,720	1,510	-1,087	-576	967
영업이익률	-2%	-5%	-5%	-4%	-5%	-6%	-3%	4%	11%	6%	-4%	-2%	3%
YoY	-122%	-314%	-243%	-145%	137%	7%	-42%	-223%	33%	-44%	적전	적지	흑전

자료: 유안타증권 리서치센터











넷마블 매출성장률 vs 영업이익(손실)

(단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 신작 라인업

24년 상반기 신작				지스타 작품작	
					
아스달 연대기: 세 개의 세력 한국, 대만, 홍콩, 마카오 MMORPG □□	나 혼자만 레벨업: ARISE 글로벌 액션 RPG □□	레이븐2 한국 MMORPG □□		일곱 개의 대죄: Origin 오픈월드 RPG □□□	
					
파라곤: 디 오버프라이 글로벌 TPS MOBA □□	킹 아서: 레전드 라이즈 글로벌 수집형 전략 RPG □□	모두의마블2 한국 캐주얼 □□	제2의 나라: Cross Worlds 중국 MMORPG □	RF 온라인 넥스트 MMORPG □□	데미스 리본 수집형 RPG □□

자료: 넷마블

넷마블 목표주가 산정	(단위: 억원, 원)
기업가치 = (A) + (B)	48,847
(A) 영업가치	34,657
2024년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	11.3
넷마블2024년 추정 EBITDA	3,067
(B) 자산가치	14,190
순차입금	13,000
하이브 (12.08%) 지분가치	10,667
엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	5,168
코웨이 (25.1%) 지분가치	9,466
자기주식	1,889
발행주식수	85,953,502
목표주가	56,829

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 EV/EBITDA

기업명	2024E EV/EBITDA
TENCENT	12.9
ACTIVISION BLIZZ	16.0
NETEASE INC	11.9
NEXON CO LTD	12.0
엔씨소프트	9.4
PLAYTIKA HOLDING	5.9
평균	11.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	25,069	26,734	25,485	29,629	28,539
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,069	26,734	25,485	29,629	28,539
판매비	23,559	27,821	26,062	28,661	26,825
영업이익	1,510	-1,087	-576	967	1,714
EBITDA	3,016	1,237	1,454	3,067	3,754
영업외손익	2,002	-8,328	-523	1,448	2,012
외환관련손익	318	-1,226	-364	110	107
이자손익	-284	-1,000	-1,388	-927	-586
관계기업관련손익	2,098	802	1,563	2,275	2,503
기타	-130	-6,904	-334	-10	-12
법인세비용차감전순이익	3,512	-9,415	-1,099	2,416	3,726
법인세비용	1,020	-551	-270	507	931
계속사업순이익	2,492	-8,864	-829	1,909	2,794
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,492	-8,864	-829	1,909	2,794
지배지분순이익	2,402	-8,192	-520	1,775	2,655
포괄순이익	5,027	-8,804	-191	2,590	3,476
지배지분포괄이익	4,876	-8,213	-178	2,277	3,055

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,375	-4,084	5,204	9,559	10,390
당기순이익	2,492	-8,864	-829	1,909	2,794
감가상각비	440	541	668	773	763
외환손익	-297	-1,579	53	-110	-107
중속, 관계기업관련손익	-2,098	-802	-1,563	-2,275	-2,503
자산부채의 증감	-1,155	-734	-1,321	-1,872	-1,644
기타현금흐름	1,994	7,355	8,197	11,135	11,087
투자활동 현금흐름	-11,575	-404	6,242	-3,280	634
투자자산	12,036	579	6,439	-3,183	513
유형자산 증가 (CAPEX)	-864	-387	-1,718	-800	-700
유형자산 감소	5	5	1	0	0
기타현금흐름	-22,752	-602	1,519	702	821
재무활동 현금흐름	10,991	-5,490	-5,656	-4,159	-54
단기차입금	12,267	-5,941	-4,224	-2,040	478
사채 및 장기차입금	5,672	-2,178	-487	-2,118	-532
자본	100	7	-8,485	0	0
현금배당	-1,570	-525	-21	0	0
기타현금흐름	-5,479	3,145	7,562	0	0
연결범위변동 등 기타	172	1,471	-2,194	-5,464	-5,942
현금의 증감	962	-8,507	3,596	-3,344	5,028
기초 현금	12,575	13,537	5,030	8,626	5,282
기말 현금	13,537	5,030	8,626	5,282	10,310
NOPLAT	1,510	-1,087	-576	967	1,714
FCF	511	-4,471	3,487	8,759	9,690

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

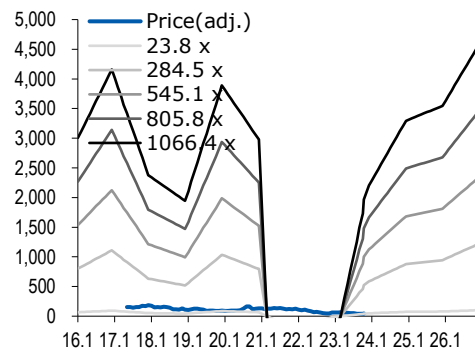
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	19,626	9,973	13,176	10,316	15,189
현금및현금성자산	13,537	5,030	8,626	5,282	10,310
매출채권 및 기타채권	2,333	2,153	2,170	2,411	2,309
재고자산	40	28	29	33	31
비유동자산	87,012	79,382	71,042	73,017	71,328
유형자산	3,228	3,359	4,539	4,566	4,503
관계기업 등 지분관련자산	24,772	25,366	19,200	20,783	20,018
기타투자자산	13,923	10,359	7,583	9,183	9,434
자산총계	106,638	89,356	84,218	83,333	86,517
유동부채	30,562	22,940	17,426	14,634	15,159
매입채무 및 기타채무	2,286	2,132	1,277	1,419	1,367
단기차입금	16,710	15,070	10,842	8,742	9,242
유동성장기부채	571	2,224	2,140	1,140	1,340
비유동부채	15,999	10,198	9,454	8,771	7,953
장기차입금	5,393	4,555	3,708	2,108	1,808
사채	1,597	0	0	0	0
부채총계	46,561	33,138	26,880	23,405	23,113
지배지분	57,914	54,609	56,070	58,526	61,863
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,967	38,974	30,489	30,489	30,489
이익잉여금	22,346	13,775	13,255	15,030	17,684
비지배지분	2,162	1,609	1,268	1,402	1,541
자본총계	60,077	56,218	57,338	59,928	63,404
순차입금	17,653	19,356	11,475	10,574	5,487
총차입금	33,893	25,774	21,063	16,904	16,850

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,795	-9,531	-605	2,065	3,089
BPS	70,683	66,649	68,432	71,431	75,503
EBITDAPS	3,509	1,439	1,691	3,568	4,368
SPS	29,171	31,103	29,650	34,471	33,203
DPS	528	0	0	0	0
PER	46.3	-8.1	-77.6	22.8	15.2
PBR	1.8	1.2	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	43.4	70.3	36.6	17.1	12.6
PSR	4.4	2.5	1.6	1.4	1.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	0.9	6.6	-4.7	16.3	-3.7
영업이익 증가율 (%)	-44.5	적전	적지	흑전	77.1
지배순이익 증가율 (%)	-23.2	적전	적지	흑전	49.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-2.3	3.3	6.0
지배순이익률 (%)	9.6	-30.6	-2.0	6.0	9.3
EBITDA 마진 (%)	12.0	4.6	5.7	10.4	13.2
ROIC	3.9	-2.7	-1.9	2.8	3.1
ROA	2.5	-8.4	-0.6	2.1	3.1
ROE	4.3	-14.6	-0.9	3.1	4.4
부채비율 (%)	77.5	58.9	46.9	39.1	36.5
순차입금/자기자본 (%)	30.5	35.4	20.5	18.1	8.9
영업이익/금융비용 (배)	4.2	-1.0	-0.4	0.9	2.2

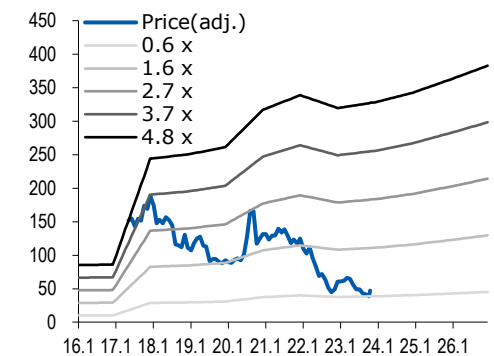
P/E band chart

(천원)



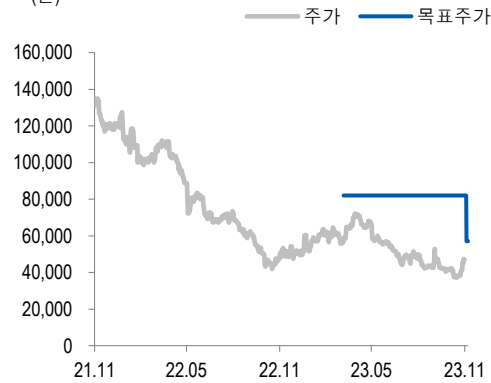
P/B band chart

(천원)



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-13	BUY	57,000	1년		
2023-03-16	BUY	82,000	1년	-36.52	-12.07

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 **자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상** 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 **자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한** 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.