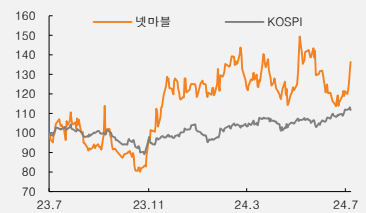


투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	▲ 70,000원
현재주가(24/7/12)	63,300원
상승여력	10.6%

영업이익(24F, 십억원)	141
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	174
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	84.4
P/E(24F, x)	39.8
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,857.00
시가총액(십억원)	5,441
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	31.2
외국인 보유비중(%)	25.1
벤투(12M) 일간수익률	1.52
52주 최저가(원)	37,200
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.3	9.0	37.0
상대주가	5.3	-3.7	23.5



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

251270 · 게임

넷마블

급격한 마진 개선 예상

2Q24 Preview: 컨센서스 상회 전망

2분기 매출액 7,510억원(+24% YoY), 영업이익 800억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 7,540억원, 영업이익 550억원)를 상회할 전망이다. 대규모 이익 서프라이즈는 2분기 출시된 신작 3종의 초기 흥행 성공에 기인한다. 5월 초 글로벌 정식 출시한 나 혼자만 레벨업은 일 25억원 이상의 매출을 올렸을 것으로 추정된다. 출시 첫 날 매출액은 140억원을 돌파한 바 있다. 2분기 나혼렘 매출액으로 1,350억원을 예상한다. 4월 말 출시한 아스달연대기와 5월 말 출시한 레이븐2의 초반 성과도 나쁘지 않았다. 두 게임의 2분기 매출액으로 320억원, 270억원을 예상한다.

자체 런처 비중 확대에 따른 수익성 개선

2분기 영업비용은 6,700억원(+5% YoY)으로 매출액(+24% YoY) 대비 제한적인 상승폭을 이어갈 전망이다. 보수적인 채용 기조를 이어감에 따라 인건비는 1,800억원(-7% YoY)으로 전분기와 비슷한 수준을 기록할 것이다. 2분기 대형 신작 3종 출시가 있었음에도 마케팅비는 매출액 대비 20% 미만에서 집행된 것으로 추정된다.

자체 런처를 사용하고 있는 PC 매출 비중의 확대로 지급수수료 부담이 낮아질 전망이다. 아스달연대기와 레이븐2의 PC 매출 비중은 50%를 상회하는 것으로 추정되는데 PC로 결제하는 경우의 지급수수료율은 10% 미만(모바일은 30%)으로 예상된다. 지급수수료 부담 감소가 이번 분기 급격한 마진 개선을 이끌 것이다.

투자 의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 3% 상향

신작 흥행 성과를 반영한 24F 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 68,000원에서 70,000원(24F 타겟 EV/EBITDA 23배)으로 상향한다. 신작 흥행과 비용 구조 개선을 통해 유의미한 규모의 이익 체력을 회복하게 된 부분은 고무적이다. 분기 500억 이상의 영업이익은 10개 분기만이다.

다만 하반기에도 수익성 개선세를 이어나가기에는 어려울 전망이다. 2분기 출시 신작 3종(나혼렘, 아스달연대기, 레이븐2) 매출의 하향안정화가 진행되고 있으며 하반기 신작 4종(7대죄 키우기, 킹아서, RF온라인, 데미스리본)은 대작으로 보기는 어렵다. 추가적인 모멘텀을 위해서는 7대죄 오리진 등 25년 예정 대형 신작에 대한 출시 일정의 구체화가 필요해 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,673	2,502	2,618	2,630	2,638
영업이익 (십억원)	-109	-68	141	144	145
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	5.4	5.5	5.5
순이익 (십억원)	-819	-256	137	135	135
EPS (원)	-9,531	-2,975	1,590	1,566	1,565
ROE (%)	-14.6	-4.9	2.7	2.6	2.5
P/E (배)	-	-	39.8	40.4	40.4
P/B (배)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	603	603	631	666	585	751	649	633	2,673	2,502	2,618	2,630
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	24.4%	2.9%	-4.9%	6.6%	-6.4%	4.6%	0.5%
제2의나라	30	24	19	20	18	14	14	14	200	93	60	55
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	47	57	52	67	289	269	223	197
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	40	41	35	33	32	180	150	142	120
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	18	16	15	15	114	87	64	51
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	29	22	21	19	0	0	91	69
쿠키잼	18	24	19	20	18	17	17	17	80	81	68	63
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	135	68	54	-	-	257	180
레이븐2	-	-	-	-	-	27	25	18	-	-	70	59
아스달연대기	-	-	-	-	-	32	14	9	-	-	55	32
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	53	50	50	49	220	206	201	191
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	59	56	55	56	214	237	225	236
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	53	50	50	49	208	206	201	185
기타	259	265	290	273	252	239	236	234	1,168	1,088	961	1,193
EBITDA	20	11	25	62	43	119	70	65	123	117	296	298
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.2%	7.3%	15.9%	10.7%	10.3%	4.6%	4.7%	11.3%	11.3%
영업비용	631	641	652	647	582	670	618	607	2,782	2,571	2,477	2,486
지급수수료	247	240	239	254	227	274	243	238	1,056	980	983	971
인건비	188	193	181	183	180	180	180	180	779	745	719	729
마케팅비	100	113	146	128	102	141	120	114	524	487	476	490
기타	96	94	87	83	73	76	75	75	418	460	299	295
영업이익	-28	-37	-22	19	4	80	31	26	-109	-68	141	144
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	40.3%	적전	적지	흑전	2.3%
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	10.7%	4.7%	4.2%	-4.1%	-2.7%	5.4%	5.5%
지배주주순이익	-38	-27	-19	-172	0	72	34	31	-819	-256	137	135
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-25.8%	-0.1%	9.6%	5.3%	4.8%	-30.6%	-10.2%	5.2%	5.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	2,526	2,563	2,618	2,630	4%	3%	2,833	2,904	-8%	-9%	신작 매출 상황 지급수수료 비중 감소 반영
영업이익	91	104	141	144	55%	39%	174	189	-19%	-24%	
지배주주순이익	99	105	137	135	38%	29%	109	117	25%	15%	
EBITDA	246	258	296	298	20%	16%	-	-	-	-	
영업이익률	3.6%	4.1%	5.4%	5.5%	-	-	6.1%	6.5%	-	-	
순이익률	3.9%	4.1%	5.2%	5.1%	-	-	3.9%	4.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q24 실적 추정치 변경 (십억원)

	신규	기존	변경률	컨센서스	과리율
매출액	751	679	11%	754	0%
영업이익	80	42	92%	55	47%
지배주주순이익	72	43	67%	44	63%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F EBITDA (십억원)	296	
Target EV/EBITDA (배)	23	2019년 평균 EV/EBITDA. 대형 신작 출시 이후 매출 하향안정화 시기
목표 시가총액 (십억원)	6,017	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	63,300	
상승여력	10.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,502	2,618	2,630	2,638
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,618	2,630	2,638
판매비와관리비	2,571	2,477	2,486	2,493
조정영업이익	-68	141	144	145
영업이익	-68	141	144	145
비영업손익	-91	12	7	12
금융손익	-130	-121	-123	-117
관계기업등 투자손익	113	120	116	116
세전계속사업손익	-159	153	151	157
계속사업법인세비용	145	49	38	39
계속사업이익	-304	104	113	117
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	104	113	117
지배주주	-256	137	135	135
비지배주주	-48	-33	-21	-17
총포괄이익	-590	104	113	117
지배주주	-542	96	104	108
비지배주주	-48	8	9	10
EBITDA	117	296	298	299
FCF	-134	210	220	220
EBITDA 마진율 (%)	4.7	11.3	11.3	11.3
영업이익률 (%)	-2.7	5.4	5.5	5.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-10.2	5.2	5.1	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	906	1,268	1,458	1,660
현금 및 현금성자산	430	839	1,025	1,223
매출채권 및 기타채권	269	242	244	247
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	204	184	186	187
비유동자산	7,010	7,050	6,981	6,905
관계기업투자등	2,386	2,398	2,422	2,429
유형자산	344	414	464	519
무형자산	3,229	3,274	3,130	2,992
자산총계	7,916	8,318	8,439	8,564
유동부채	1,906	1,801	1,806	1,811
매입채무 및 기타채무	118	119	120	121
단기금융부채	1,456	1,367	1,367	1,368
기타유동부채	332	315	319	322
비유동부채	931	1,334	1,337	1,340
장기금융부채	646	1,046	1,046	1,046
기타비유동부채	285	288	291	294
부채총계	2,837	3,135	3,143	3,151
지배주주지분	4,979	5,116	5,251	5,386
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,128	1,265	1,400	1,534
비지배주주지분	100	67	45	28
자본총계	5,079	5,183	5,296	5,414

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-98	280	270	275
당기순이익	-304	104	113	117
비현금수익비용가감	440	312	301	297
유형자산감가상각비	57	0	0	0
무형자산상각비	129	155	153	153
기타	254	157	148	144
영업활동으로인한자산및부채의변동	-121	21	4	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	33	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	0	0	0
법인세납부	-4	-49	-38	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	525	-256	-61	-71
유형자산처분(취득)	-36	-70	-50	-55
무형자산감소(증가)	13	-200	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	26	14	-1	-1
기타투자활동	522	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-540	311	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-475	311	1	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-66	0	0	0
현금의 증가	-73	409	186	197
기초현금	503	430	839	1,025
기말현금	430	839	1,025	1,223

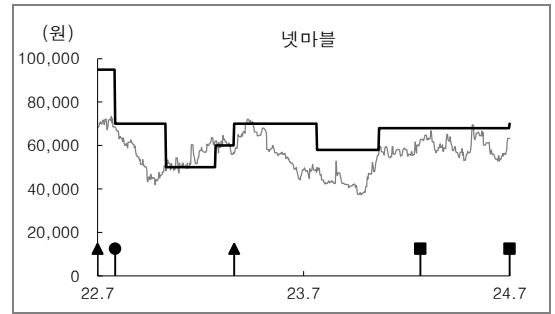
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	39.8	40.4	40.4
P/CF (x)	36.6	13.1	13.1	13.1
P/B (x)	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	57.3	23.7	22.9	22.1
EPS (원)	-2,975	1,590	1,566	1,565
CFPS (원)	1,587	4,843	4,818	4,819
BPS (원)	62,650	64,239	65,806	67,371
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-6.4	4.6	0.5	0.3
EBITDA증가율 (%)	-5.5	153.4	0.4	0.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	2.3	0.6
EPS증가율 (%)	-	-	-1.5	-0.1
매출채권 회전율 (회)	11.3	11.0	11.8	11.7
재고자산 회전율 (회)	900.4	957.2	952.1	945.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.6	1.3	1.4	1.4
ROE (%)	-4.9	2.7	2.6	2.5
ROIC (%)	-3.5	2.7	3.0	3.1
부채비율 (%)	55.9	60.5	59.3	58.2
유동비율 (%)	47.5	70.4	80.7	91.6
순차입금/자기자본 (%)	31.6	29.0	24.9	20.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.0	1.0	1.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-	-
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67
2022.11.14	중립	50,000	8.28	27.20
2022.08.16	중립	70,000	-23.04	-2.86
2022.05.16	매수	95,000	-23.14	-12.11



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.