



넷마블

| Bloomberg Code (251270 KS) | Reuters Code (251270.KS)

2024년 2월 13일

[게임]

강석오 선임연구원

☎ 02-3772-1543

✉ sokang@shinhan.com

다수 신작으로 증명해야 할 때



증립
(유지)



현재주가 (2월 8일)
62,900 원



목표주가
-



상승여력
-

- ◆ <세븐나이트 키우기> 흥행과 비용 통제로 흑자전환 성공
- ◆ 개발 인력 효율화, 프로젝트의 선택과 집중으로 다작 출시 필요
- ◆ 해외 비중 80%로 유의미한 실적 회복 후엔 높은 멀티플 부여 가능



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	5,406.5십억원
발행주식수	86.0백만주
유동주식수	26.8백만주(31.2%)
52 주 최고가/최저가	72,100 원/37,200 원
일평균 거래량 (60 일)	165,469 주
일평균 거래액 (60 일)	9,329 백만원
외국인 지분율	23.79%

주요주주	
방준혁 외 16 인	24.84%
CJENM	21.78%

절대수익률	
3개월	33.3%
6개월	32.3%
12개월	4.1%

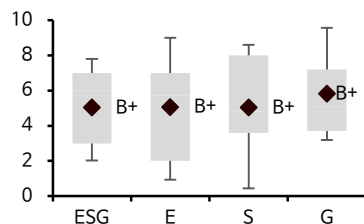
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	23.2%
6개월	29.9%
12개월	-1.3%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 Review: 비용 통제로 흑자전환 성공

넷마블은 4Q23 영업수익 6,649억원(YoY -3.2%, QoQ +5.4%), 영업이익 177억원(YoY 흑자전환, QoQ 흑자전환, OPM 2.7%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 69억원을 상회했다. 한때 분기 7천억원을 넘어섰던 영업비용을 통제하고 <세븐나이즈 키우기> 등의 신작 성과로 2년 만에 흑자전환에 성공했다. 하이브 지분 8% 매각을 통해 5,200억원 규모의 부채를 상환했고 향후 축소될 금융비용도 긍정적이다. 다만 4분기 예정이었던 신작이 모두 지연되면서 매출 성장이 시장의 기대보단 더딘 점은 아쉽다. 스펀엑스는 큰 규모로 상각비가 발생하고 있지만 소셜카지노 게임 시장이 성장을 멈췄음에도 연간 약 5% 정도의 성장을 이뤄내며 캐시카우로서의 입지를 견고히 하고 있다.

개발 인력 효율화와 다작 출시가 관건

최근 하드코어 장르인 모바일 MMORPG보다 캐주얼 게임들의 성장세 및 점유율 확대가 부각되어 동사에게 유리한 사업 환경이 조성되었다는 판단이다. 다만 이 이점을 활용하기 위해선 동사가 가지고 있는 다수의 IP를 새로운 콘텐츠로 빠르게 선보이는 것이 중요한데, 동사의 규모 대비 충분한 수의 신작이 일정에 맞춰 출시되지 못하고 있다. 게임의 완성도도 중요하지만 현재의 외형 규모를 유지하고 성장하기 위해선 프로젝트의 선택과 집중, 인력의 효율적 배분, 납기 준수를 위한 관리 역량이 증명되어야 한다. 2024년 강한 턴어라운드를 보여주기 위해선 상대적으로 큰 규모의 매출이 예상되는 <나혼자만레벨업>, <킹아서>, <일곱개의대죄:오리진>의 출시가 지연되지 않으면서 예민해진 유저들의 수요에 맞는 운영과 BM을 선보여야할 것이다.

투자 의견 '중립' 유지

동사에 대한 투자 의견 '중립'을 유지한다. 흑자전환에 성공했지만 연간 실적을 의미있는 규모로 회복하기 위해 일정을 준수하는 신작 출시가 필요할 것으로 보인다. 비용 통제 기조도 지속되는 만큼 영업 레버리지 효과를 누릴 준비는 마쳤다. 또한 동사의 강점은 다각화된 포트폴리오다. 해외 매출 비중도 80%에 달해 안정적인 실적을 보여주고 있는데, 멀티플 밸류에이션이 정당화될 정도의 실적 회복만 보여준다면 해외 진출에 어려움을 겪고 있는 국내 개발사 중 상위의 멀티플을 받을 수 있을 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	2,506.9	151.0	240.2	2,795	67,379	44.7	42.2	1.9	4.3	29.4
2022	2,673.4	(104.4)	(819.2)	(9,531)	63,533	(6.3)	58.9	1.0	(14.6)	34.4
2023F	2,501.4	(69.6)	(266.6)	(3,102)	58,860	(18.7)	59.3	1.0	(5.1)	39.4
2024F	2,695.1	36.5	(7.9)	(92)	58,769	(687.4)	33.8	1.1	(0.2)	38.2
2025F	2,856.2	81.9	86.3	1,004	59,772	62.7	28.8	1.1	1.7	35.8

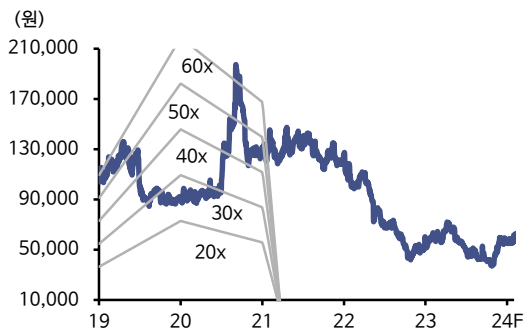
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023	2024F
영업수익	631.5	660.6	694.5	686.9	602.6	603.3	630.6	664.9	2,673.4	2,501.4	2,695.1
(%YoY)	10.7	14.5	14.4	(8.7)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.2)	6.6	(6.4)	7.7
(%QoQ)	(16.1)	4.6	5.1	(1.1)	(12.3)	0.1	4.5	5.4			
영업비용	643.4	695.2	732.5	710.9	630.8	640.6	652.4	647.2	2,777.8	2,571.0	2,658.6
(%YoY)	24.7	23.9	26.2	1.8	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	18.1	(7.6)	3.4
(%QoQ)	(7.9)	8.0	5.4	(2.9)	(11.3)	1.5	1.9	(0.8)			
[비용구성]											
지급수수료	245.5	260.8	278.5	271.4	247.1	240.3	239.1	253.5	1,056.2	980.0	1,018.5
인건비	186.8	189.7	203.0	199.8	187.5	193.2	180.6	183.3	779.3	744.6	751.7
마케팅비	112.9	144.4	144.9	122.2	100.3	113.1	145.8	127.6	524.4	486.8	541.0
D&A	57.6	56.1	58.9	59.8	48.3	48.1	46.3	47.2	232.4	189.9	193.7
기타	40.6	44.3	47.1	53.5	47.6	45.8	40.7	35.6	185.5	169.7	153.6
영업이익	(11.9)	(34.6)	(38.0)	(24.1)	(28.2)	(37.2)	(21.9)	17.7	(104.4)	(69.6)	36.5
(%YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
(%QoQ)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
(%OPM)	(1.9)	(5.3)	(5.5)	(2.9)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.7	(3.9)	(2.8)	1.4
당기순이익	(51.8)	(120.5)	(277.5)	(436.6)	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(195.0)	(886.4)	(313.3)	(8.3)
(%YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
(%QoQ)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
(%NPM)	(8.2)	(18.2)	(40.0)	(63.6)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(29.3)	(33.2)	(12.5)	(0.3)
자배기업순이익	(43.0)	(118.3)	(245.2)	(412.6)	(37.7)	(27.1)	(19.0)	(182.8)	(819.2)	(266.6)	(7.9)
(%YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
(%QoQ)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			

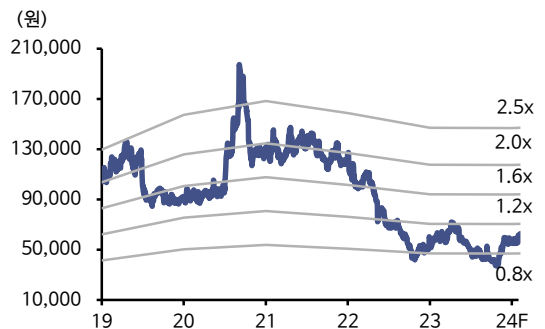
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 12개월 선행 PER band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 12개월 선행 PBR band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 4Q23P 실적 Review

(십억원)	4Q23P	3Q23	%QoQ	4Q22	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	664.9	630.6	5.4	686.9	(3.2)	656.8	1.2
영업이익	17.7	(21.9)	흑전	(24.1)	흑전	6.9	156.5
순이익	(182.8)	(19.0)	적지	(412.6)	적지	(14.1)	적자
영업이익률	2.7	(3.5)		(3.5)		1.1	
순이익률	(27.5)	(3.0)		(60.1)		(2.1)	

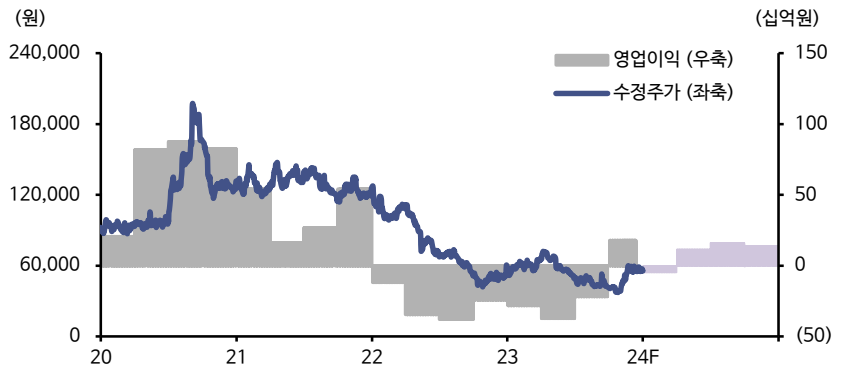
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,961.8	2,695.1	(9.0)	2,961.8	2,856.2	(3.6)
영업이익	152.1	36.5	(76.0)	152.1	81.9	(46.2)
순이익	87.9	(7.9)	(108.9)	87.9	86.3	(1.9)

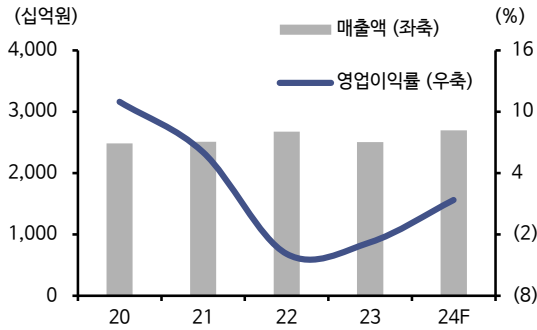
자료: 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 및 주가 추이



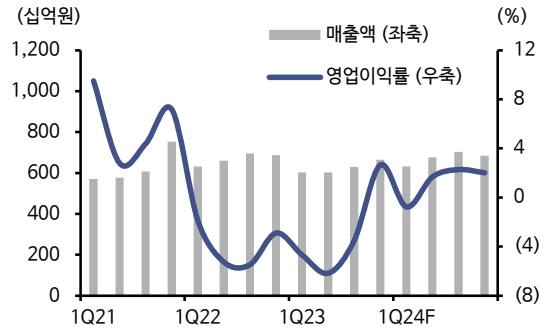
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



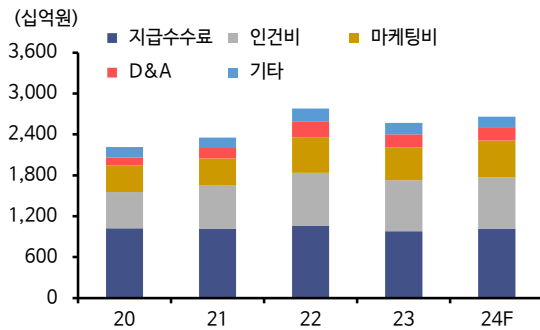
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



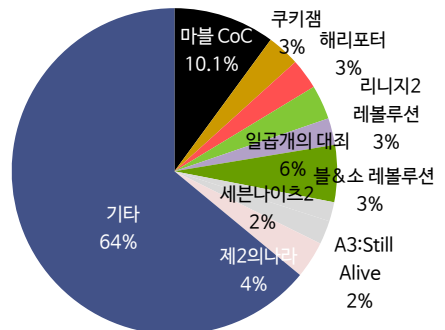
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출비중(2023)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

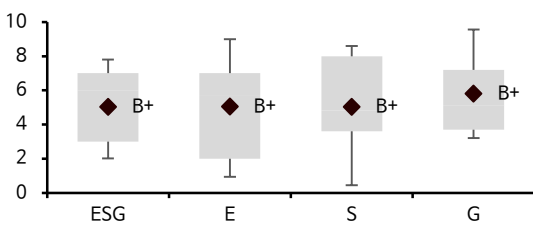
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 지속 확대되는 친환경 투자
- ◆ 사회: 활발한 고객소통으로 만족도 매년 상승
- ◆ 지배구조: 핵심지표 준수를 개선되는 중

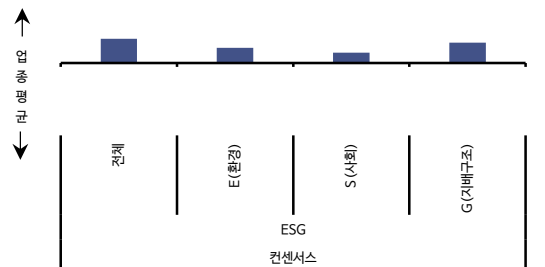
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

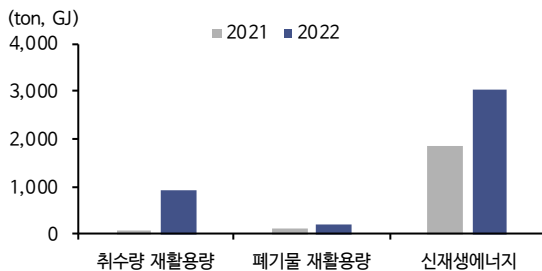
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

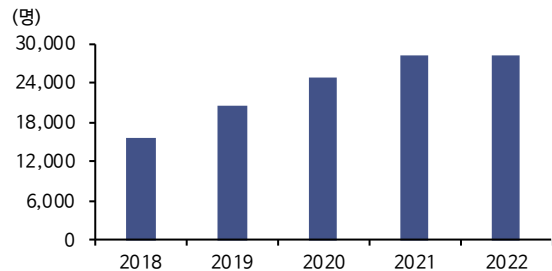
Key Chart

넷마블 재활용 및 신재생에너지 사용 지표



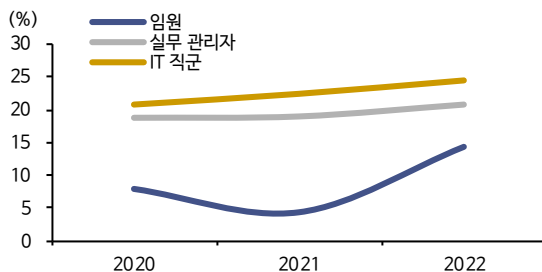
자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 사회공헌활동 수혜 인원 현황



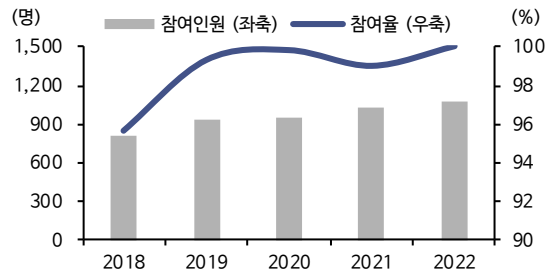
자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 2022년 여성 임직원 비율



자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 정도경영 자체 교육 성과 추이



자료: 넷마블, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	10,663.8	8,935.6	8,616.7	8,629.9	8,783.7
유동자산	1,962.6	997.3	1,039.6	1,118.4	1,242.0
현금및현금성자산	1,353.7	503.0	608.9	676.0	765.1
매출채권	201.6	189.6	183.6	188.8	203.9
재고자산	4.0	2.8	2.7	2.8	3.0
비유동자산	8,701.2	7,938.2	7,577.0	7,511.5	7,541.7
유형자산	322.8	335.9	338.6	326.7	275.4
무형자산	4,099.0	3,596.1	3,654.1	3,530.4	3,406.8
투자자산	3,869.5	3,572.6	3,063.5	3,133.6	3,338.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,656.1	3,313.8	3,446.5	3,468.0	3,531.0
유동부채	3,056.2	2,294.0	2,405.5	2,420.9	2,466.0
단기차입금	1,671.0	1,507.0	1,625.3	1,625.3	1,625.3
매입채무	57.0	49.0	47.4	48.8	52.7
유동성장기부채	57.1	222.4	233.8	233.8	233.8
비유동부채	1,599.9	1,019.8	1,040.9	1,047.1	1,065.0
사채	159.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,018.3	794.8	823.2	823.2	823.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,007.7	5,621.8	5,170.2	5,161.9	5,252.7
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,896.7	3,897.4	3,899.2	3,899.2	3,899.2
기타자본	(1,059.0)	(525.2)	(528.1)	(528.1)	(528.1)
기타포괄이익누계액	710.5	702.5	568.7	568.7	568.7
이익잉여금	2,234.6	1,377.5	1,110.9	1,103.0	1,189.3
지배주주지분	5,791.5	5,460.9	5,059.3	5,051.4	5,137.6
비지배주주지분	216.2	160.9	110.9	110.5	115.1
*총차입금	3,389.3	2,577.4	2,733.6	2,735.1	2,739.3
*순차입금(순현금)	1,765.3	1,935.6	2,038.1	1,970.5	1,879.6

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	137.5	(408.4)	(101.7)	187.3	296.0
당기순이익	249.2	(886.4)	(313.3)	(8.3)	90.8
유형자산상각비	44.0	54.1	57.1	57.3	51.2
무형자산상각비	106.6	178.3	133.0	128.0	123.5
외환환손손실(이익)	(29.7)	(157.9)	(3.3)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.3	38.3	(28.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(209.1)	(79.0)	(105.1)	0.0	0.0
운전자본변동	(115.5)	(73.4)	27.8	10.4	30.4
(법인세납부)	(64.9)	(492.7)	(173.8)	(1.1)	(28.7)
기타	154.6	1,010.3	303.9	1.0	28.8
투자활동으로인한현금흐름	(1,157.5)	(40.4)	161.9	(121.7)	(211.0)
유형자산의 증가(CAPEX)	(86.4)	(38.7)	(39.5)	(46.0)	0.0
유형자산의 감소	0.5	0.5	0.2	0.7	0.0
무형자산의 감소(증가)	(15.1)	(82.0)	3.8	(4.2)	0.0
투자자산의 감소(증가)	1,205.3	88.8	192.9	(70.2)	(205.0)
기타	(2,261.8)	(9.0)	4.5	(2.0)	(6.0)
FCF	586.1	(258.7)	19.2	185.6	249.4
재무활동으로인한현금흐름	1,099.1	(549.0)	27.9	1.4	4.2
차입금의 증가(감소)	1,296.0	(424.6)	18.0	1.4	4.2
자기주식의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(157.0)	(52.5)	(2.1)	0.0	0.0
기타	(39.9)	(71.9)	12.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	17.2	147.1	17.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	96.2	(850.7)	105.9	67.1	89.2
기초현금	1,257.5	1,353.7	503.0	608.9	676.0
기말현금	1,353.7	503.0	608.9	676.0	765.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,506.9	2,673.4	2,501.4	2,695.1	2,856.2
증감률 (%)	0.9	6.6	(6.4)	7.7	6.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,506.9	2,673.4	2,501.4	2,695.1	2,856.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,355.9	2,782.1	2,571.0	2,658.6	2,774.3
영업이익	151.0	(104.4)	(69.6)	36.5	81.9
증감률 (%)	(44.5)	적전	적지	흑전	124.4
영업이익률 (%)	6.0	(3.9)	(2.8)	1.4	2.9
영업외손익	200.2	(832.8)	(102.9)	(43.7)	37.6
금융손익	28.3	(143.1)	(195.5)	(134.8)	(132.9)
기타영업외손익	(38.0)	(769.9)	(12.6)	91.2	170.5
중속 및 관계기업관련손익	209.8	80.2	105.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	351.2	(941.5)	(172.5)	(7.2)	119.5
법인세비용	102.0	(55.1)	140.9	1.1	28.7
계속사업이익	249.2	(886.4)	(313.3)	(8.3)	90.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	249.2	(886.4)	(313.3)	(8.3)	90.8
증감률 (%)	(26.3)	적전	적지	적지	흑전
순이익률 (%)	9.9	(33.2)	(12.5)	(0.3)	3.2
(지배주주)당기순이익	240.2	(819.2)	(266.6)	(7.9)	86.3
(비지배주주)당기순이익	8.9	(67.2)	(46.7)	(0.4)	4.5
총포괄이익	502.7	(880.4)	(445.0)	(8.3)	90.8
(지배주주)총포괄이익	487.6	(821.3)	(376.1)	(6.7)	73.8
(비지배주주)총포괄이익	15.2	(59.1)	(68.9)	(1.6)	17.0
EBITDA	301.6	123.7	120.5	221.7	256.7
증감률 (%)	(21.4)	(59.0)	(2.6)	84.0	15.8
EBITDA 이익률 (%)	12.0	4.6	4.8	8.2	9.0

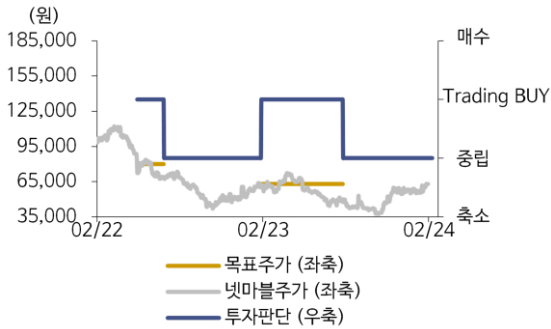
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,899	(10,312)	(3,645)	(96)	1,056
EPS (지배순이익, 원)	2,795	(9,531)	(3,102)	(92)	1,004
BPS (자본총계, 원)	69,894	65,405	60,151	60,055	61,111
BPS (지배지분, 원)	67,379	63,533	58,860	58,769	59,772
DPS (원)	528	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	43.1	(5.9)	(15.9)	(653.0)	59.5
PER (지배순이익, 배)	44.7	(6.3)	(18.7)	(687.4)	62.7
PBR (자본총계, 배)	1.8	0.9	1.0	1.0	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.9	1.0	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA (배)	42.2	58.9	59.3	33.8	28.8
배당성향 (%)	18.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.0	4.6	4.8	8.2	9.0
영업이익률 (%)	6.0	(4.1)	(2.8)	1.4	2.9
순이익률 (%)	9.9	(33.2)	(12.5)	(0.3)	3.2
ROA (%)	2.6	(9.0)	(3.6)	(0.1)	1.0
ROE (지배순이익, %)	4.3	(14.6)	(5.1)	(0.2)	1.7
ROIC (%)	(2.1)	(7.3)	(5.9)	1.2	2.1
안정성					
부채비율 (%)	77.5	58.9	66.7	67.2	67.2
순차입금비율 (%)	29.4	34.4	39.4	38.2	35.8
현금비율 (%)	44.3	21.9	25.3	27.9	31.0
이자보상배율 (배)	4.2	(1.0)	(0.5)	0.2	0.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(8.4)	(8.1)	(16.4)	(17.7)	(17.8)
재고자산회수기간 (일)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	27.9	26.7	27.2	25.2	25.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

넷마블(251270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 29일	매수	150,000	(20.9)	(10.0)
2022년 02월 14일		커버리지제외	-	-
2022년 05월 13일	Trading BUY	80,000	(6.3)	4.4
2022년 07월 11일	중립	-	-	-
2023년 01월 12일		6개월경과	-	-
2023년 02월 10일	Trading BUY	63,000	(7.9)	14.4
2023년 08월 09일	중립	-	-	-
2024년 02월 10일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 강석오)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 넷마블을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 09일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------