

# 넷마블 (251270)

## 성장 DNA 회복, 확인된 구조적 변화

2024년 8월 9일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (상향)
✓ 상승여력	38.3%	✓ 현재주가 (8월 8일)	69,400 원

### 신한생각 **확인된 구조적 변화, 적극 매수 추천**

대규모 적자를 겪었던 개발사의 높아진 흥행성공률, 지급수수료를 하락이라는 구조적 변화는 큰 폭의 주가 상승으로 이어질 전망. 비어있는 수급과 대형주 중 가장 큰 상승 여력, 다가오는 신작을 기대하며 매수 추천

### 2Q24 Review

[실적] 영업수익 7,821억원(YoY +29.6%, QoQ +33.6%), 영업이익 1,112억원(YoY 흑자전환, QoQ +14.2%, 영업이익률 14.2%)으로 컨센서스 영업이익 726억원을 크게 상회. 2Q 신작 <나혼렙>, <레이븐2>, <아스달연대기>의 매출 규모가 예상보다 컸고, 높은 PC 매출 비중으로 지급수수료를 하락 및 이익률 개선 효과로 서프라이즈 기록. 인건비/마케팅비 등 비용 통제 기조 지속되고 있으며, 영업외에서는 하이브 지분 매각 차익 발생

[전망] 다수 신작으로 매출 규모를 누적하는 성장 DNA 회복. 작년 하반기부터 이어진 높은 흥행성공률로 올해 하반기 4개, 내년 약 5개 이상의 신작을 통한 실적 성장 가능성 상승. PC 플레이 적합한 신작들에 대해서는 향후에도 PC 결계 유도하여 지급수수료를 낮추는 전략 예상. 하반기 기대 신작 <일곱개의대죄 키우기>는 8~9월 중 출시되어 첫 분기 일매출 12억 원 이상 기록할 것으로 추정. 연간 실적 흑자전환에 따라 부채상환을 통해 이자비용 감소 및 EPS 개선에 기여할 전망

### Valuation & Risk

투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 96,000원으로 상향. 이익 서프라이즈와 예상보다 가파르게 하락한 지급수수료율로 추정치 조정. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 3,829원에 PER 25배 적용. 높아진 흥행 성공률과 턴어라운드로 하반기 및 내년에 대한 기대감으로 기업가치 재평가 예상

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,673.4	(108.7)	(819.2)	-	-	1.0	58.9	-
2023	2,502.1	(68.5)	(255.7)	-	-	1.0	57.1	-
2024F	2,887.0	273.7	320.2	18.6	6.2	1.1	17.0	-
2025F	3,168.6	320.7	309.4	19.3	5.6	1.0	14.9	-
2026F	3,281.0	328.9	335.7	17.8	5.7	1.0	14.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [개입]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

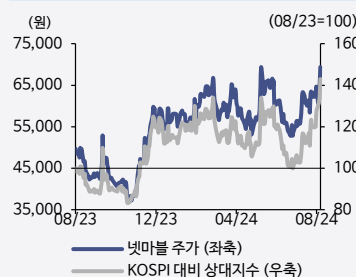
시가총액	5,965.2십억원
발행주식수(유동비율)	86.0백만주(36.7%)
52주 최고가/최저가	69,400 원/37,200 원
일평균 거래액 (60일)	15,833백만원
외국인 지분율	25.4%

### 주요주주 (%)

방준혁 외 15인	24.3
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.5

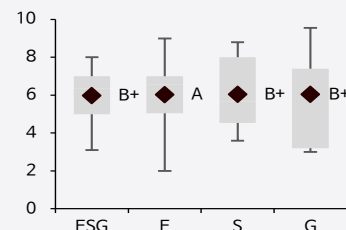
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	24.6	14.3	46.0	19.7
상대	39.3	22.8	46.9	24.9

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	729.4	790.0	2,502.1	2,887.0	3,168.6
(%YoY)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	29.6	15.7	18.7	(6.4)	15.4	9.8
(%QoQ)	(12.3)	0.1	4.5	5.5	(12.0)	33.6	(6.7)	8.3			
영업비용	630.8	640.6	652.4	647.2	581.7	670.9	663.5	697.1	2,571.0	2,613.3	2,847.9
(%YoY)	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	4.7	1.7	7.7	(7.6)	1.6	9.0
(%QoQ)	(11.3)	1.5	1.9	(0.8)	(10.1)	15.3	(1.1)	5.1			
<b>[비용구성]</b>											
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	265.3	288.0	980.0	1,043.7	1,119.8
인건비	187.5	193.2	180.6	183.3	179.5	182.7	186.4	188.2	744.6	736.8	771.9
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	130.8	136.0	486.8	512.0	591.9
D&A	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	40.2	41.0	41.4	185.4	161.7	174.1
기타	47.6	45.8	40.7	40.1	34.3	41.3	40.1	43.5	174.2	159.1	190.1
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.4	3.7	111.2	65.9	92.9	(69.0)	273.7	320.7
(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	406.1	적지	흑전	17.2
(%QoQ)	적지	적지	적지	흑전	(79.8)	2,916.2	(40.7)	41.0			
(%OPM)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	14.2	9.0	11.8	(2.8)	9.5	10.1
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(185.6)	(9.9)	162.3	49.1	100.1	(303.9)	301.6	304.2
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	0.9
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(69.8)	104.0			
(%NPM)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	20.8	6.7	12.7	(12.1)	10.4	9.6
지배기업순이익	(37.7)	(27.1)	(19.0)	(171.9)	(0.4)	169.5	48.1	103.1	(255.7)	320.2	309.4
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	(3.4)
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(71.6)	114.4			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 넷마블 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	320.2	309.4	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	8,193	8,193	
EPS	3,908	3,776	
12M Fwd EPS (A)		3,829	글로벌 Peer 평균
목표 PER (B)		25	
(A) * (B)		95,713	시가총액 기준 8.3조원
목표 주가		96,000	
현재 주가 (8/8)		69,400	
상승여력 (%)		38.3%	

자료: 신한투자증권 추정

## 넷마블 2Q24P 실적 Review

(십억원)	2Q24P	1Q24	%QoQ	2Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	782.1	585.4	33.6	603.3	29.6	775.3	0.9
영업이익	111.2	3.7	2916.2	(37.2)	(398.7)	72.6	53.2
순이익	169.5	(0.4)	흑자전환	(27.1)	흑자전환	73.7	130.0
영업이익률	14.2	0.6		(6.2)		9.4	
순이익률	21.7	(0.1)		(4.5)		9.5	

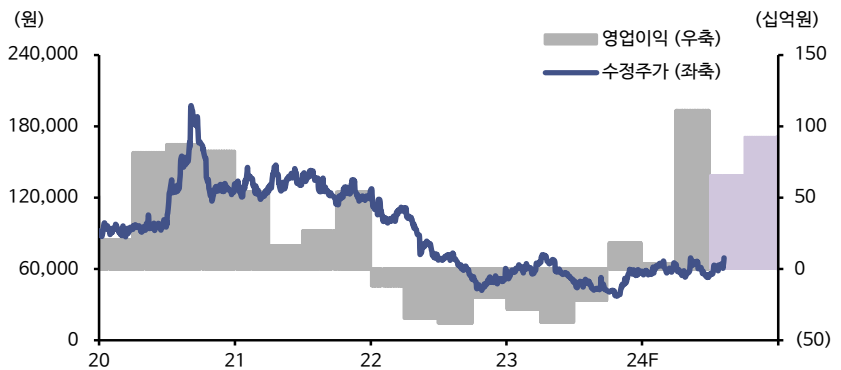
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 넷마블 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,831.9	2,887.0	1.9	2,896.3	3,168.6	9.4
영업이익	201.3	273.7	36.0	198.6	320.7	61.5
순이익	146.4	320.2	118.7	138.1	309.4	124.0

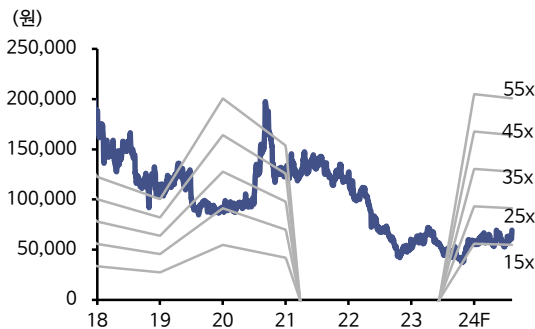
자료: 신한투자증권 추정

## 넷마블 영업이익 및 주가 추이



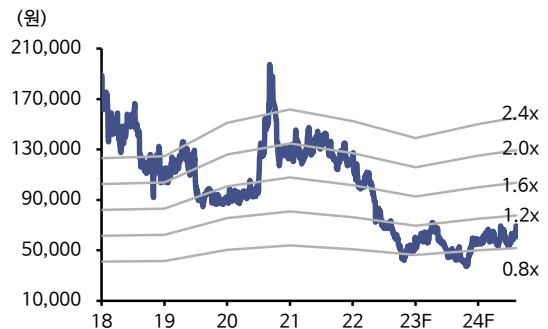
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

## 넷마블 12M Fwd PER Band



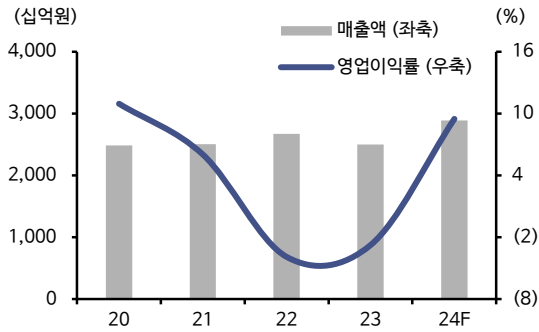
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 넷마블 12M Fwd PBR Band



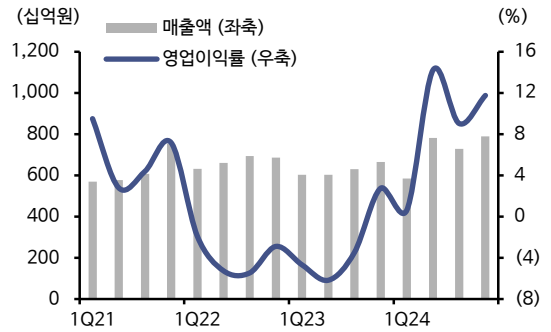
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 연간 실적 추이 및 전망



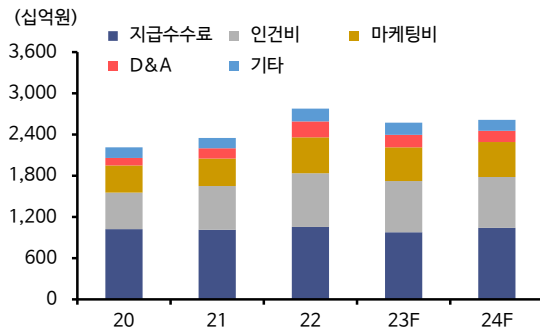
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 분기 실적 추이 및 전망



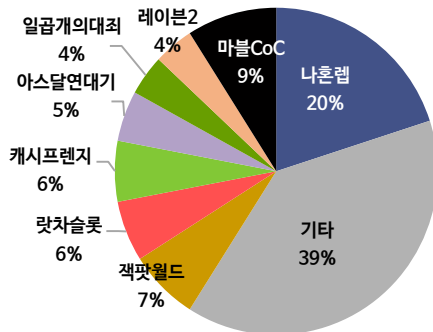
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 연간 비용 추이 및 전망



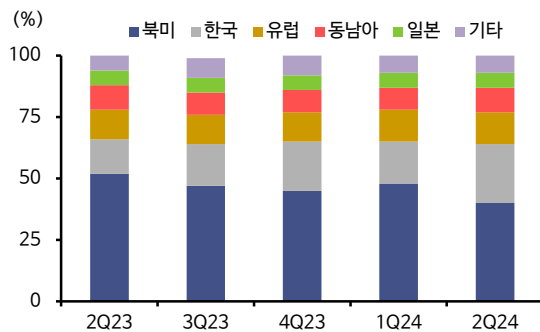
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 게임별 매출비중(2Q24)



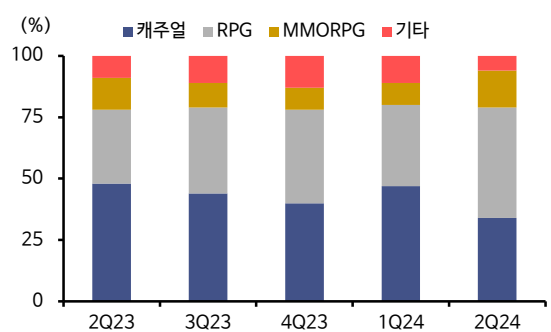
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 장르별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

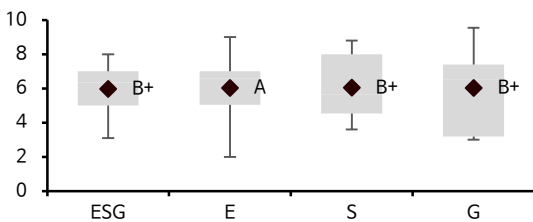
## ESG Insight

## Analyst Comment

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

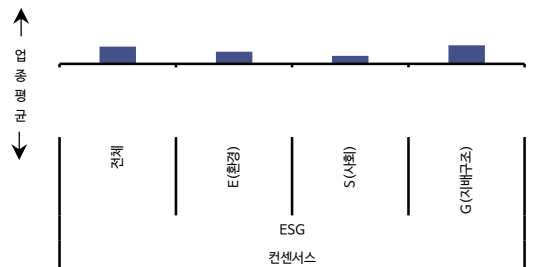
## 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

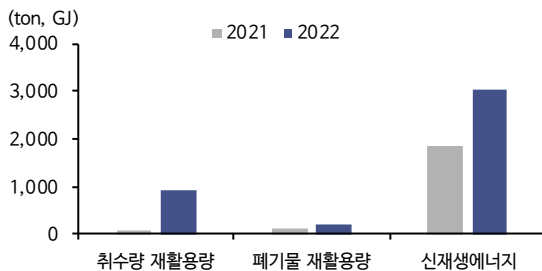
## ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

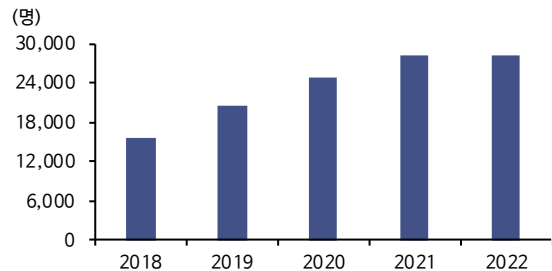
## Key Chart

## 넷마블 재활용 및 신재생에너지 사용 지표



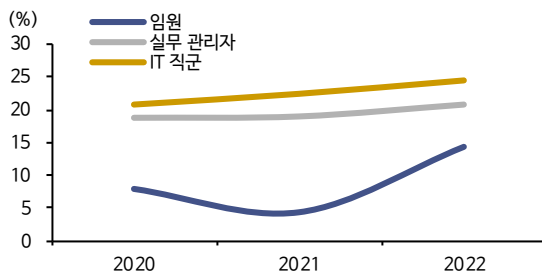
자료: 넷마블, 신한투자증권

## 넷마블 사회공헌활동 수혜 인원 현황



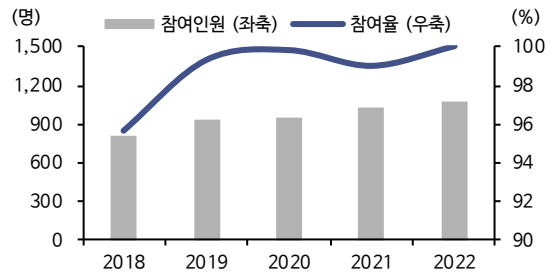
자료: 넷마블, 신한투자증권

## 넷마블 2022년 여성 임직원 비율



자료: 넷마블, 신한투자증권

## 넷마블 정도경영 자체 교육 성과 추이



자료: 넷마블, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>8,935.6</b>	<b>7,915.9</b>	<b>8,776.5</b>	<b>9,121.3</b>	<b>9,450.3</b>
유동자산	997.3	905.8	1,354.3	1,741.5	2,172.2
현금및현금성자산	503.0	430.3	792.5	1,156.1	1,587.7
매출채권	189.6	254.6	302.2	315.2	314.7
재고자산	2.8	2.7	3.2	3.4	3.4
비유동자산	7,938.2	7,010.1	7,422.2	7,379.8	7,278.1
유형자산	335.9	344.4	323.5	258.7	257.1
무형자산	3,596.1	3,228.8	3,252.5	3,152.3	3,057.0
투자자산	3,572.6	3,008.8	3,367.0	3,489.7	3,484.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>3,313.8</b>	<b>2,836.8</b>	<b>3,323.7</b>	<b>3,364.3</b>	<b>3,362.7</b>
유동부채	2,294.0	1,905.5	1,918.2	1,944.2	1,943.2
단기차입금	1,507.0	1,311.4	1,228.2	1,228.2	1,228.2
매입채무	49.0	32.2	38.2	39.9	39.8
유동성장기부채	222.4	86.3	87.2	87.2	87.2
비유동부채	1,019.8	931.3	1,405.5	1,420.1	1,419.5
사채	0.0	0.0	398.8	398.8	398.8
장기차입금(경기금융부채 포함)	794.8	645.7	667.8	667.8	667.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,621.8</b>	<b>5,079.0</b>	<b>5,452.8</b>	<b>5,757.0</b>	<b>6,087.6</b>
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.4	3,900.0	3,900.5	3,900.5	3,900.5
기타자본	(525.2)	(479.9)	(479.6)	(479.6)	(479.6)
기타포괄이익누계액	702.5	422.4	497.7	497.7	497.7
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,448.7	1,758.1	2,093.8
<b>지배주주지분</b>	<b>5,460.9</b>	<b>4,979.5</b>	<b>5,375.9</b>	<b>5,685.2</b>	<b>6,021.0</b>
비지배주주지분	160.9	99.5	76.9	71.8	66.6
*충차입금	2,577.4	2,101.9	2,451.4	2,454.4	2,454.2
*순차입금(순현금)	1,935.6	1,589.5	1,564.0	1,199.9	768.3

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(408.4)</b>	<b>(98.1)</b>	<b>530.1</b>	<b>486.7</b>	<b>487.7</b>
당기순이익	(886.4)	(303.9)	301.6	304.2	330.6
유형자산상각비	54.1	56.5	70.6	64.9	60.7
무형자산상각비	178.3	128.9	102.3	100.2	97.1
외환환산손실(이익)	(157.9)	2.8	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	38.3	(30.9)	(10.9)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(79.0)	(423.1)	(22.7)	0.0	0.0
운전자본변동	(73.4)	(121.0)	56.2	17.5	(0.7)
(법인세납부)	(492.7)	(3.8)	(69.3)	(85.3)	(72.5)
기타	1,010.3	596.4	102.1	85.2	72.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(40.4)</b>	<b>524.9</b>	<b>(484.2)</b>	<b>(126.1)</b>	<b>(56.0)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(38.7)	(36.2)	(43.9)	0.0	(59.5)
유형자산의감소	0.5	0.4	0.5	0.0	0.3
무형자산의증가(증가)	(82.0)	12.6	16.4	0.0	(1.8)
무형자산의감소(증가)	88.8	550.6	(410.8)	(122.6)	4.8
기타	(9.0)	(2.5)	(46.4)	(3.5)	0.2
<b>FCF</b>	<b>(258.7)</b>	<b>(83.2)</b>	<b>343.2</b>	<b>416.9</b>	<b>363.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(549.0)</b>	<b>(540.3)</b>	<b>301.1</b>	<b>3.0</b>	<b>(0.1)</b>
차입금의 증가(감소)	(424.6)	(473.5)	313.4	3.0	(0.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(52.5)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(71.9)	(64.6)	(12.3)	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	147.1	40.8	15.1	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(850.7)</b>	<b>(72.7)</b>	<b>362.2</b>	<b>363.6</b>	<b>431.6</b>
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	792.5	1,156.1
기말현금	503.0	430.3	792.5	1,156.1	1,587.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

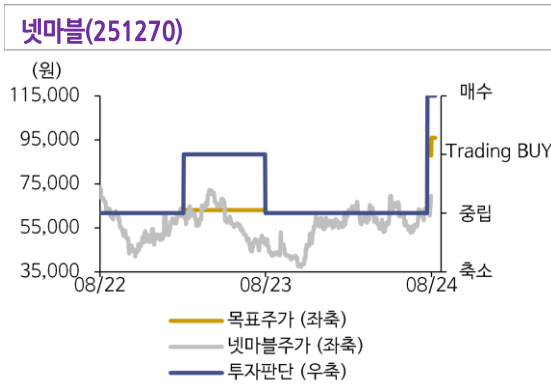
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,502.1</b>	<b>2,887.0</b>	<b>3,168.6</b>	<b>3,281.0</b>
증감률 (%)	6.6	(6.4)	15.4	9.8	3.5
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,502.1</b>	<b>2,887.0</b>	<b>3,168.6</b>	<b>3,281.0</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>2,782.1</b>	<b>2,570.5</b>	<b>2,613.3</b>	<b>2,847.9</b>	<b>2,952.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>(108.7)</b>	<b>(68.5)</b>	<b>273.7</b>	<b>320.7</b>	<b>328.9</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	17.2	2.6
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	9.5	10.1	10.0
영업외손익	(832.8)	(90.1)	24.7	61.6	43.6
금융손익	(148.2)	(188.8)	(110.1)	(92.3)	(84.2)
기타영업외손익	(764.8)	(14.2)	112.1	153.8	127.8
중소 및 관계기업관련손익	80.2	112.8	22.7	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(941.5)</b>	<b>(158.6)</b>	<b>298.3</b>	<b>382.3</b>	<b>372.5</b>
법인세비용	(55.1)	145.3	75.8	85.3	72.5
계속사업이익	(886.4)	(303.9)	222.6	297.0	300.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(886.4)</b>	<b>(303.9)</b>	<b>301.6</b>	<b>304.2</b>	<b>330.6</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	0.9	8.7
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	10.4	9.6	10.1
(지배주주)당기순이익	(819.2)	(255.7)	320.2	309.4	335.7
(비지배주주)당기순이익	(67.2)	(48.2)	(18.7)	(5.1)	(5.1)
총포괄이익	(880.4)	(589.9)	378.7	304.2	330.6
(지배주주)총포괄이익	(821.3)	(542.0)	421.6	338.7	368.0
(비지배주주)총포괄이익	(59.1)	(47.9)	(42.9)	(34.5)	(37.5)
<b>EBITDA</b>	<b>123.7</b>	<b>117.0</b>	<b>446.6</b>	<b>485.8</b>	<b>486.8</b>
증감률 (%)	(59.0)	(5.5)	281.8	8.8	0.2
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	15.5	15.3	14.8

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(10,312)	(3,535)	3,509	3,540	3,846
EPS (지배순이익, 원)	(9,531)	(2,975)	3,726	3,599	3,906
BPS (자본총계, 원)	65,405	59,091	63,439	66,979	70,824
BPS (지배지분, 원)	63,533	57,933	62,544	66,144	70,049
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(5.9)	(16.4)	19.8	19.6	18.0
PER (지배순이익, 배)	(6.3)	(19.5)	18.6	19.3	17.8
PBR (자본총계, 배)	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (배)	58.9	57.1	17.0	14.9	14.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	15.5	15.3	14.8
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	9.5	10.1	10.0
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	10.4	9.6	10.1
ROA (%)	(9.0)	(3.6)	3.6	3.4	3.6
ROE (지배순이익, %)	(14.6)	(4.9)	6.2	5.6	5.7
ROIC (%)	(7.3)	(2.4)	6.4	7.6	8.0
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	58.9	55.9	61.0	58.4	55.2
순차입금비율 (%)	34.4	31.3	28.7	20.8	12.6
현금비율 (%)	21.9	22.6	41.3	59.5	81.7
이자보상배율 (배)	(1.0)	(0.5)	2.1	2.4	2.4
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(8.1)	(24.0)	(49.3)	(48.8)	(49.5)
재고자산회수기간 (일)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	26.7	32.4	35.2	35.6	35.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	-	-
2024년 07월 31일	매수	88,000	(26.8)	(21.1)
2024년 08월 09일	매수	96,000	-	-

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, 고준혁)
- ◆ 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 주식관련사체에 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 투자에 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 08월 07일 기준)

매수 (매수)	93.39%	Trading BUY (중립)	5.06%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------