

넷마블 (251270)

나혼렐 역대급 초기 흥행 성과

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

66,000 원(상향)

현재주가

64,800 원(05/09)

시가총액

5,570(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 5,854억원, 영업이익 37억원 기록. 영업이익 시장 컨센서스(-92억원) 상회
- 21년 4분기 스피엑스 인수 이후 가장 부진한 매출 기록. 이는 신작 부재의 영향도 있지만, 기존 게임들의 매출이 전반적으로 하락함. 동사의 1분기 매출액 상위 3개 모두 스피엑스의 소셜카지노 게임(합산 비중 28%)
- 지난해 9월 신작 세나키우기 매출은 연초 이후 낮아진 순위로 인해 1분기 일매출 3억원까지 하락. 전분기 가장 높은 매출 비중을 차지했던 마블 콘테스트 오브 챔피언스도 매출 감소
- 영업비용에서는 인력 효율 기조 지속으로 전년 대비 감소, 신작 부재로 마케팅 비용도 감소함
- 5/8 글로벌 출시된 '나혼자만렐렐업: 어라이즈'는 출시 직후 많은 국가들에서 높은 다운로드 순위와 일매출을 기록. 출시 24시간 기준 MAU는 500만명, 매출액은 140억원을 기록하며 역대급 초기 흥행 성과 달성. 이에 나혼렐에 대한 매출 추정치를 2분기 약 30억원, 24년 연간 19억원으로 상향. 이에 목표주가를 5.2만원에서 6.6만원으로 상향. 다만, 글로벌 출시로 인한 높은 마케팅 비용이 예상되며, 하반기 4종의 신작 중 추가적인 흥행이 부재하는 한 추가적인 주가 상승 여력은 제한적. 이에 투자의견 HOLD 유지

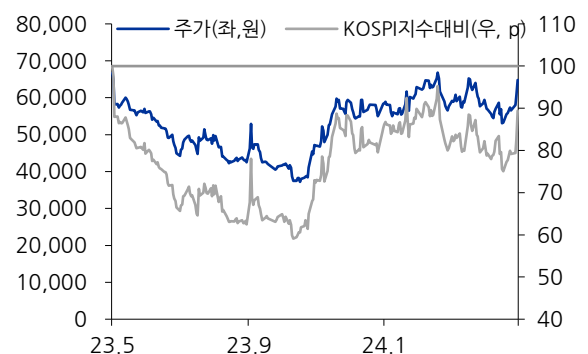
주가(원, 5/9)	64,800
시가총액(십억원)	5,570
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	67,600원
최저가	36,750원
52주 일간 Beta	1.55
3개월 일평균거래대금	73억원
외국인 지분율	24.3%
배당수익률(2024F)	0.0%
주주구성	
방준혁 (외 19인)	64.1%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8.8%	26.4%	-11.5%
절대기준	9.1%	38.2%	-3.4%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	66,000	52,000	▲
영업이익(24)	206	65	▲
영업이익(25)	124	86	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,673	2,502	2,923	2,762
영업이익	-109	-68	206	124
세전손익	-941	-159	199	106
당기순이익	-886	-304	143	83
EPS(원)	-9,531	-2,975	1,509	868
증감률(%)	적전	na	흑전	-42.5
PER(배)	na	na	42.9	74.6
ROE(%)	-14.6	-4.9	2.7	1.6
PBR(배)	1.0	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	58.1	56.4	19.6	27.3

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2023	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	664.9	585.4	803.0	765.6	768.8	2501.4	2922.7
(%yoy)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.2%	-2.9%	33.1%	21.4%	15.6%	-6.4%	16.8%
모바일게임	543.6	552.0	574.1	610.8	577.0	747.1	710.0	711.9	2280.4	2746.0
PC 게임	7.8	7.3	7.1	7.5	7.1	7.4	8.6	8.9	29.6	31.9
기타	51.3	44.1	49.4	52.5	48.0	48.5	47.0	48.0	197.3	191.5
영업비용	630.8	640.5	652.5	647.2	581.7	760.8	681.4	693.2	2571.0	2717.2
(%yoy)	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-8.4%	-7.8%	18.8%	4.4%	7.1%	-7.4%	5.7%
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	17.7	3.7	42.1	84.2	75.5	-69.6	205.5
(%yoy)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	326.7%	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.7%	0.6%	5.2%	11.0%	9.8%	-2.8%	7.0%
영업외손익	-25.4	-27.4	-11.1	-38.9	-2.8	-2.0	0.7	-2.3	-102.9	-6.4
세전이익	-53.6	-64.6	-33.0	-21.2	0.9	40.1	84.9	73.2	-172.5	199.1
지배순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-182.8	-0.4	26.6	55.6	47.9	-266.6	129.7
(%yoy)	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	2506.9	2673.4	2501.4	2922.7
영업이익	151.0	-108.7	-69.6	205.5
세전이익	351.2	-941.5	-172.5	199.1
지배순이익	240.2	-819.2	-266.6	129.7
EPS(원)	2,795	(9,531)	(2,975)	1,509
PER(배)	44.7	n/a	n/a	42.9
OPM(%)	6.0%	-4.1%	-2.8%	7.0%
NPM(%)	9.6%	-30.6%	-10.7%	4.4%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 목표주가 변경

구분	(십억원, 원, 배)
게임사업부문 가치 (A)	5,134
2024년 추정 EBITDA	354.1
Target EV/EBITDA(배)	14.5
투자자산 가치 (B)	1,532
코웨이 (지분율 25.51%)	764.4
하이브 (지분율 9.44%)	515.8
엔씨소프트 (지분율 8.88%)	251.8
순현금 (C)	-969.1
총 기업가치 (십억원)	5,697
총발행주식수 (천주)	85,953
목표주가 (원)	66,000

자료: Dart, 유진투자증권

주: 투자자산 가치 할인율 30% 적용, 하이브 일부 지분 매각 순현금 반영(24.05.09)

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	10,664	8,936	7,916	7,672	7,740
유동자산	1,963	997	906	697	767
현금성자산	1,541	578	499	253	352
매출채권	233	215	272	307	276
재고자산	4	3	3	3	3
비유동자산	8,701	7,938	7,010	6,975	6,973
투자자산	4,279	4,006	3,437	3,576	3,722
유형자산	323	336	344	299	277
기타	4,099	3,596	3,229	3,099	2,975
부채총계	4,656	3,314	2,837	2,886	2,879
유동부채	3,056	2,294	1,906	1,943	1,925
매입채무	229	213	172	207	186
유동성이자부채	2,211	1,783	1,456	1,456	1,456
기타	616	298	278	280	283
비유동부채	1,600	1,020	931	942	954
비유동이자부채	1,178	795	646	646	646
기타	422	225	286	297	308
자본총계	6,008	5,622	5,079	4,786	4,861
지배지분	5,791	5,461	4,980	4,687	4,761
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	2,235	1,378	1,128	1,258	1,333
기타	(349)	177	(58)	(480)	(480)
비지배지분	216	161	100	100	100
자본총계	6,008	5,622	5,079	4,786	4,861
총차입금	3,389	2,577	2,102	2,102	2,102
순차입금	1,848	1,999	1,603	1,849	1,750

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	137	(408)	(98)	(200)	172
당기순이익	249	(886)	(304)	143	83
자산상각비	151	232	185	173	144
기타비현금성손익	(60)	855	255	(701)	(207)
운전자본증감	(116)	(73)	(121)	1	12
매출채권감소(증가)	20	12	(80)	(35)	31
재고자산감소(증가)	(0)	1	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	(99)	(8)	(15)	35	(21)
기타	(36)	(78)	(26)	1	1
투자현금	(1,158)	(40)	525	(48)	(76)
단기투자자산감소	1,333	126	32	(3)	(3)
장기투자증권감소	(87)	0	518	(30)	(57)
설비투자	86	39	36	0	0
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(15)	(82)	13	2	2
재무현금	1,099	(549)	(540)	(0)	0
차입금증가	1,283	(443)	(493)	0	0
자본증가	(150)	(52)	(2)	(0)	0
배당금지급	157	52	2	0	0
현금 증감	96	(851)	(73)	(248)	96
기초현금	1,257	1,354	503	430	182
기말현금	1,354	503	430	182	278
Gross Cash flow	339	201	136	(201)	160
Gross Investment	2,606	239	(372)	44	61
Free Cash Flow	(2,267)	(38)	508	(246)	99

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,507	2,673	2,502	2,923	2,762
증가율(%)	0.9	6.6	(6.4)	16.8	(5.5)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,507	2,673	2,502	2,923	2,762
판매 및 일반관리비	2,356	2,782	2,571	2,717	2,638
기타영업손익	6	18	(8)	6	(3)
영업이익	151	(109)	(68)	206	124
증가율(%)	(44.5)	적전	적지	흑전	(39.5)
EBITDA	302	124	117	378	268
증가율(%)	(21.4)	(59.0)	(5.5)	223.3	(29.0)
영업외손익	200	(833)	(90)	(6)	(18)
이자수익	24	24	29	16	16
이자비용	36	113	147	71	72
지분법손익	209	79	423	92	70
기타영업손익	3	(823)	(396)	(43)	(32)
세전순이익	351	(941)	(159)	199	106
증가율(%)	(26.0)	적전	적지	흑전	(46.6)
법인세비용	102	(55)	145	56	23
당기순이익	249	(886)	(304)	143	83
증가율(%)	(26.3)	적전	적지	흑전	(42.1)
지배주주지분	240	(819)	(256)	130	75
증가율(%)	(23.2)	적전	적지	흑전	(42.5)
비지배지분	9	(67)	(48)	13	8
EPS(원)	2,795	(9,531)	(2,975)	1,509	868
증가율(%)	(23.3)	적전	적지	흑전	(42.5)
수정EPS(원)	2,795	(9,531)	(2,975)	1,509	868
증가율(%)	(23.3)	적전	적지	흑전	(42.5)

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,795	(9,531)	(2,975)	1,509	868
BPS	67,379	63,533	57,933	54,527	55,395
DPS	528	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	44.7	n/a	n/a	42.9	74.6
PBR	1.9	1.0	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA	41.8	58.1	56.4	19.6	27.3
배당수익률	0.4	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	31.7	25.8	36.6	n/a	34.8
수익성(%)					
영업이익률	6.0	(4.1)	(2.7)	7.0	4.5
EBITDA이익률	12.0	4.6	4.7	12.9	9.7
순이익률	9.9	(33.2)	(12.1)	4.9	3.0
ROE	4.3	(14.6)	(4.9)	2.7	1.6
ROIC	4.1	(2.0)	(1.3)	4.1	2.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	30.8	35.6	31.6	38.6	36.0
유동비율	64.2	43.5	47.5	35.9	39.8
이자보상배율	4.2	(1.0)	(0.5)	2.9	1.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	11.3	11.9	10.3	10.1	9.5
재고자산회전율	583.8	786.3	900.4	994.3	921.7
매입채무회전율	12.4	12.1	13.0	15.4	14.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

