

# 넷마블 (251270)

## Still Hungry

투자의견

**HOLD**(유지)

목표주가

**52,000** 원(상향)

현재주가

**61,000** 원(02/07)

시가총액

**5,243**(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 6,649억원, 영업이익 177억원 기록. 당사 컨센서스(41억원) 및 시장 컨센서스(69억원) 상회
- 2년만에 달성하는 영업흑자. 9월 출시된 방치형 RPG '세븐나이츠 키우기'의 초기 매출 성과가 기대치를 상회했으며 마케팅비용 및 상각비용이 포함된 기타비용의 감소까지 함께 작용하여 동사 이익 회복에 크게 기여함
- 여느 신작과 마찬가지로 '세븐나이츠 키우기'의 자연스러운 매출 하향세가 전망됨. 이에 따라 추가적인 신작 게임의 매출 기여 필요
- 상반기 5종의 신작 출시를 준비 중. 이 중 최대 기대작 '나 혼자만 레벨업: ARISE'는 웹소설을 원작으로 많은 독자층을 형성했으며 이후 파생된 웹툰과 애니메이션 또한 글로벌 인기를 누림. '나 혼자만 레벨업: ARISE'는 3월 OBT를 시작으로 애니메이션 1기가 종영되는 시점에 맞춰 2분기 중으로 출시될 예정
- 영업비용의 전반적인 관리도 꾸준히 이어지는 중. 인건비 상승률이 크게 둔화되었고 스펀엑스 인수 이후 대규모로 발생한 상각비도 지속 감소하는 중. 올해 상각비는 전년 대비 20% 감소할 것으로 전망
- 올해 출시 예정인 신작들의 흥행에 성공할 경우 유의미한 실적 성장과 함께 주가 반등 예상. 투자의견 HOLD를 유지하나 목표주가는 기존 4.7만원에서 5.2만원으로 상향

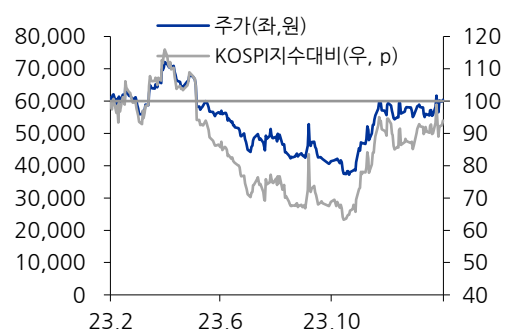
주가(원, 02/07)	61,000
시가총액(십억원)	5,243
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	73,300원
최저가	36,750원
52주 일간 Beta	1.81
3개월 일평균거래대금	94억원
외국인 지분율	23.8%
배당수익률(2023F)	0.0%
주주구성	
방준혁 (외 19인)	64.1%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8.7%	23.4%	-6.8%
절대기준	9.9%	24.5%	-0.3%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	52,000	47,000	▲
영업이익(23)	-70	-83	▲
영업이익(24)	65	21	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E
매출액	2,507	2,673	2,501	2,667
영업이익	151	-109	-70	65
세전손익	351	-941	-172	48
당기순이익	249	-886	-313	40
EPS(원)	2,795	-9,531	-3,102	391
증감률(%)	-23.3	적전	na	흑전
PER(배)	44.7	na	na	156.0
ROE(%)	4.3	-14.6	-5.4	0.7
PBR(배)	1.9	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	41.8	58.1	25.4	22.9

자료: 유진투자증권



### 4Q23 Review: 2 년만에 영업흑자

넷마블 4 분기 실적은 매출액 6,649 억원(-3.2%yoy), 영업이익 177 억원(흑자 전환 yoy, OPM +2.7%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(41 억원) 및 시장 컨센서스(69 억원)를 상회했다. 2021 년 4 분기 이후 2 년만에 영업흑자를 달성했다. 9 월에 출시된 방치형 RPG '세븐나이츠 키우기'가 출시 초기 높은 일매출 순위를 유지했고, 이번 4 분기에 일매출 약 6 억원이 온기 반영되면서 전분기 대비 매출액이 증가했다. 반면 영업비용에서는 4 분기 신작 부재로 마케팅비용이 전분기 대비 감소했으며, 상각비용이 포함된 기타비용 또한 매분기 감소세를 이어가 이익률 회복에 긍정적인 영향을 미쳤다.

### 세나키우기 성적표는 만족, but still hungry

4 분기에는 '세븐나이츠 키우기'가 시장의 기대를 넘는 매출 순위를 기록했지만, 모든 신작 게임이 그렇듯 연초 이후 매출 순위는 조금씩 밀리는 그림이다. 2/7 기준 22 위를 기록하고 있어 1 분기에는 관련 매출이 전분기 대비 감소할 것으로 전망된다. 결국 추가적인 신작 게임의 매출 기여가 필요한데, 현재 넷마블은 상반기 중국 출시 1 종(제 2 의나라: Cross Worlds)을 포함해 5 종의 신작 출시를 준비하고 있다.

이 중 가장 기대되는 신작은 '나 혼자만 레벨업: ARISE'으로 웹소설을 원작으로 많은 독자층을 형성했으며 이후 연재된 웹툰 또한 많은 인기를 누렸다. 1 월에는 나혼렙의 애니메이션으로 방영됐는데, 한국 뿐만 아니라 홍콩, 인도네시아, 필리핀 등 많은 국가들에서 좋은 반응을 얻고 있다. 넷마블은 '나 혼자만 레벨업: ARISE'의 OBT 를 3 월에 진행하고 애니메이션 1 기가 종영되는 시점에 맞춰 2 분기 중으로 출시할 것이라 밝혔다.

추가적으로 넷마블은 영업비용 관리도 꾸준히 진행했는데, 눈에 띄는 점은 인건비 상승률이 크게 둔화됐다는 것과 21 년 4 분기 스피엑스 인수 이후 대규모로 반영된 상각비 또한 꾸준히 감소하고 있다는 것이다. 24 년 상각비는 전년 대비 20% 감소할 것으로 전망이다. 결국 올해 신작 중 흥행 확인이 필요한 시점이긴 하나, 이를 달성한다면 주가 회복이 가능하다고 판단한다. 투자 의견 HOLD 를 유지하나, 목표주가를 기존 47,000 만원에서 52,000 원으로 상향한다. 목표주가 상향은 실적 추정치 상향 및 보유 지분 가치 변동에 기인한다.

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2023	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	664.9	632.1	700.4	669.1	665.1	2501.4	2666.7
(%yoy)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.2%	4.9%	16.1%	6.1%	0.0%	-6.4%	6.6%
모바일게임	543.6	552.0	574.1		577.0	644.5	613.5	608.3		2443.3
PC 게임	7.8	7.3	7.1		7.1	7.4	8.6	8.9		31.9
기타	51.3	44.1	49.4		48.0	48.5	47.0	48.0		191.5
영업비용	630.8	640.5	652.5	647.2	630.0	673.2	646.1	652.1	2571.0	2601.3
(%yoy)	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-8.4%	-0.1%	5.1%	-1.0%	0.8%	-7.4%	1.2%
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	17.7	2.1	27.2	23.1	13.0	-69.6	65.4
(%yoy)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	-26.6%	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.7%	0.3%	3.9%	3.4%	2.0%	-2.8%	2.5%
영업외손익	-25.4	-27.4	-11.1	-38.9	-4.0	-4.2	-4.5	-4.5	-102.9	-17.2
세전이익	-53.6	-64.6	-33.0	-21.2	-1.9	23.0	18.6	8.5	-172.5	48.2
지배순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-182.8	-1.4	16.8	12.6	5.6	-266.6	33.6
(%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	2666.7
영업이익	151.0	-108.7	-69.6	65.4
세전이익	351.2	-941.5	-172.5	48.2
지배순이익	240.2	-819.2	-266.6	33.6
EPS(원)	2,795	-9,531	-3,102	391
PER(배)	20.7	NA	NA	148.1
OPM(%)	6.0%	-4.1%	-2.8%	2.5%
NPM(%)	9.6%	-30.6%	-10.7%	1.3%

자료: 유진투자증권

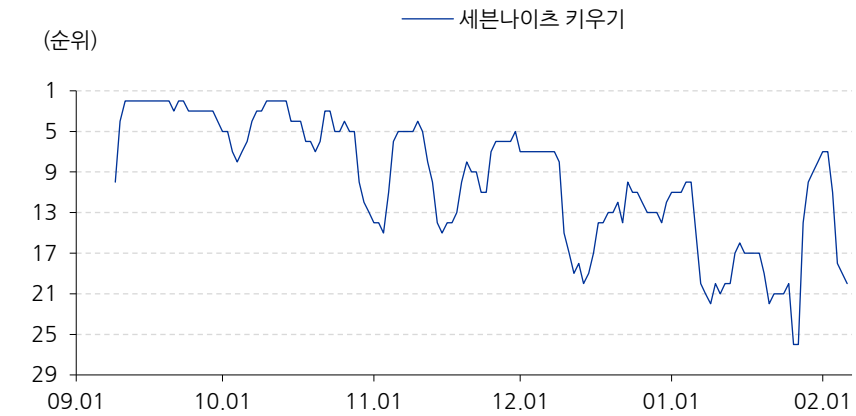
도표 3. 넷마블 목표주가 변경

구분	(십억원, 원, 배)
게임사업부문 가치 (A)	3,661
2024년 추정 EBITDA	215.4
Target PER(배)	17
투자자산 가치 (B)	1,735
코웨이 (지분율 25.51%)	792.9
하이브 (지분율 12.08%)	651.8
엔씨소프트 (지분율 8.88%)	290.7
순현금 (C)	-945.2
총 기업가치 (십억원)	4,451
총발행주식수 (천주)	85,953
목표주가 (원)	52,000

자료: Dart, 유진투자증권

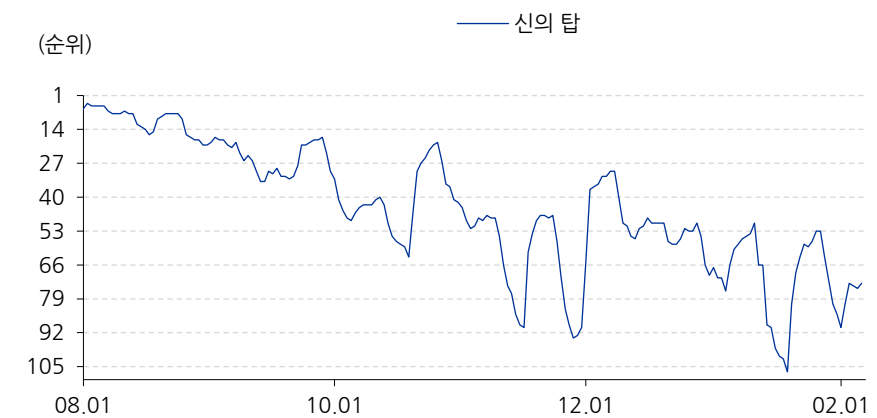
주: 투자자산 가치 할인율 30% 적용, 하이브 일부 지분 매각 순현금 반영

도표 4. 세븐나이츠 키우기 매출 순위 (플레이스토어)



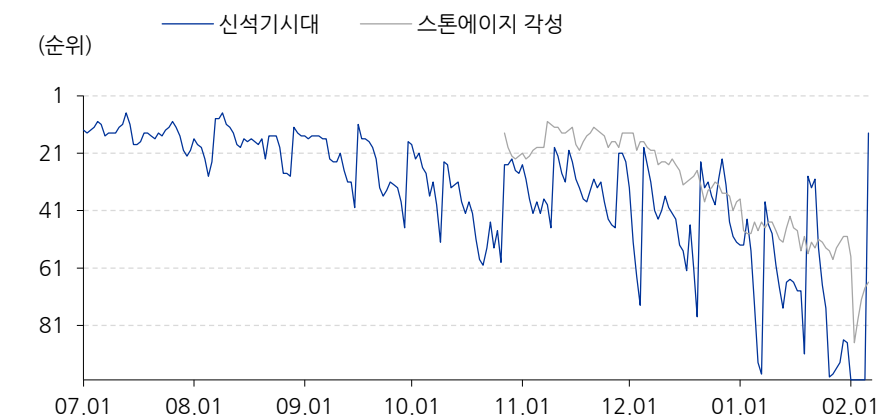
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 5. 신의 탑 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 중국 외자판호 발급 출시 게임 매출 순위 (앱스토어)



자료: 앱스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

## 넷마블(251270.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
<b>자산총계</b>	<b>8,223</b>	<b>10,664</b>	<b>8,936</b>	<b>8,285</b>	<b>8,330</b>
유동자산	1,821	1,963	997	612	734
현금성자산	1,515	1,541	578	143	263
매출채권	211	233	215	263	263
재고자산	5	4	3	3	3
비유동자산	6,403	8,701	7,938	7,673	7,596
투자자산	4,688	4,279	4,006	3,993	4,155
유형자산	423	323	336	142	45
기타	1,292	4,099	3,596	3,538	3,396
<b>부채총계</b>	<b>2,573</b>	<b>4,656</b>	<b>3,314</b>	<b>3,640</b>	<b>3,651</b>
유동부채	1,634	3,056	2,294	2,664	2,669
매입채무	176	229	213	250	250
유동성이자부채	1,234	2,211	1,783	1,914	1,914
기타	224	616	298	500	505
비유동부채	939	1,600	1,020	976	982
비유동이자부채	361	1,178	795	801	801
기타	578	422	225	175	181
<b>자본총계</b>	<b>5,651</b>	<b>6,008</b>	<b>5,622</b>	<b>4,645</b>	<b>4,679</b>
지배지분	5,407	5,791	5,461	4,491	4,525
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,887	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,226	2,235	1,378	1,111	1,144
기타	286	(349)	177	(526)	(526)
비지배지분	244	216	161	154	154
<b>자본총계</b>	<b>5,651</b>	<b>6,008</b>	<b>5,622</b>	<b>4,645</b>	<b>4,679</b>
총차입금	1,595	3,389	2,577	2,715	2,715
순차입금	80	1,848	1,999	2,572	2,452

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
<b>영업현금</b>	<b>372</b>	<b>137</b>	<b>(408)</b>	<b>(505)</b>	<b>221</b>
당기순이익	338	249	(886)	(313)	40
자산상각비	112	151	232	378	270
기타비현금성손익	(27)	(60)	855	(1,006)	(275)
운전자본증감	(27)	(116)	(73)	184	3
매출채권감소(증가)	(110)	20	12	(7)	0
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	1	0	0
매입채무증가(감소)	21	(99)	(8)	36	0
기타	62	(36)	(78)	156	3
<b>투자현금</b>	<b>(1,529)</b>	<b>(1,158)</b>	<b>(40)</b>	<b>(32)</b>	<b>(105)</b>
단기투자자산감소	293	1,333	126	(1)	(4)
장기투자증권감소	(1,737)	(87)	0	3	(50)
설비투자	210	86	39	8	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(27)	(15)	(82)	(23)	(31)
<b>재무현금</b>	<b>867</b>	<b>1,099</b>	<b>(549)</b>	<b>57</b>	<b>0</b>
차입금증가	898	1,283	(443)	58	0
자본증가	9	(150)	(52)	(0)	0
배당금지급	0	157	52	0	0
<b>현금 증감</b>	<b>(317)</b>	<b>96</b>	<b>(851)</b>	<b>(467)</b>	<b>116</b>
기초현금	1,575	1,257	1,354	503	36
기말현금	1,257	1,354	503	36	152
Gross Cash flow	423	339	201	(660)	218
Gross Investment	1,849	2,606	239	(153)	98
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(2,267)</b>	<b>(38)</b>	<b>(508)</b>	<b>120</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
<b>매출액</b>	<b>2,485</b>	<b>2,507</b>	<b>2,673</b>	<b>2,501</b>	<b>2,667</b>
증가율(%)	0.0	0.9	6.6	(6.4)	6.6
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,485</b>	<b>2,507</b>	<b>2,673</b>	<b>2,501</b>	<b>2,667</b>
판매 및 일반관리비	2,213	2,356	2,782	2,571	2,601
기타영업손익	0	6	18	(8)	1
<b>영업이익</b>	<b>272</b>	<b>151</b>	<b>(109)</b>	<b>(70)</b>	<b>65</b>
증가율(%)	0.0	(44.5)	적전	적지	흑전
<b>EBITDA</b>	<b>384</b>	<b>302</b>	<b>124</b>	<b>308</b>	<b>336</b>
증가율(%)	0.0	(21.4)	(59.0)	149.0	9.0
<b>영업외손익</b>	<b>203</b>	<b>200</b>	<b>(833)</b>	<b>(103)</b>	<b>(17)</b>
이자수익	26	24	24	30	16
이자비용	23	36	113	154	80
지분법손익	196	209	79	135	92
기타영업외손익	4	3	(823)	(114)	(45)
<b>세전순이익</b>	<b>475</b>	<b>351</b>	<b>(941)</b>	<b>(172)</b>	<b>48</b>
증가율(%)	0.0	(26.0)	적전	적지	흑전
법인세비용	137	102	(55)	141	9
<b>당기순이익</b>	<b>338</b>	<b>249</b>	<b>(886)</b>	<b>(313)</b>	<b>40</b>
증가율(%)	0.0	(26.3)	적전	적지	흑전
지배주주지분	313	240	(819)	(267)	34
증가율(%)	0.0	(23.2)	적전	적지	흑전
비지배지분	25	9	(67)	(47)	6
<b>EPS(원)</b>	<b>3,646</b>	<b>2,795</b>	<b>(9,531)</b>	<b>(3,102)</b>	<b>391</b>
증가율(%)	0.0	(23.3)	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	3,646	2,795	(9,531)	(3,102)	391
증가율(%)	0.0	(23.3)	적전	적지	흑전

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,646	2,795	(9,531)	(3,102)	391
BPS	62,986	67,379	63,533	52,254	52,645
DPS	767	528	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	36.1	44.7	n/a	n/a	156.0
PBR	2.1	1.9	1.0	1.2	1.2
EV/ EBITDA	29.6	41.8	58.6	25.4	22.9
배당수익률	0.6	0.4	n/a	n/a	n/a
PCR	26.7	31.7	26.0	n/a	24.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	10.9	6.0	(4.1)	(2.8)	2.5
EBITDA이익율	15.4	12.0	4.6	12.3	12.6
순이익율	13.6	9.9	(33.2)	(12.5)	1.5
ROE	6.3	4.3	(14.6)	(5.4)	0.7
ROIC	14.5	4.1	(2.0)	(1.3)	1.5
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	1.4	30.8	35.6	55.4	52.4
유동비율	111.5	64.2	43.5	23.0	27.5
이자보상배율	11.8	4.2	(1.0)	(0.5)	0.8
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	13.3	11.3	11.9	10.5	10.1
재고자산회전율	509.8	583.8	786.3	908.3	998.0
매입채무회전율	15.3	12.4	12.1	10.8	10.7

### 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	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

