

2024.05.10

넷마블 (251270)

2분기 더 큰 서프라이즈를 위한 준비

1분기 실적 컨센서스 상회

1분기 매출 5,854억 원(YoY -3%, QoQ -12%), 영업이익 37억 원(YoY 흑전, QoQ -79%, OPM 0.6%)으로 전분기에 이어서 흑자 기조를 유지했다. 당사는 2분기는 신작 부재로 적자 전환을 예상했으나 작년 진행했던 비용 효율화가 온기 반영되며 흑자를 기록했다. 매출은 1분기 북미 게임 비수기로 기대치를 하회했다. 인건비는 1,795억 원으로 전년 동기 대비 4% 하락했으며, 플랫폼 수수료를 포함한 지급수수료율은 전년 대비 2%p 이상 감소했다.

<나 혼자만 레벨업: ARISE> 매출 추정치 상황

나 혼자만 레벨업 어라이즈의 연간 매출 추정치를 기존의 2,400억 원에서 5,040억 원으로 상향한다. 나혼렙 어라이즈는 출시 하루 만에 27개국 모바일 매출 순위 상위 10위 권에 진입했으며, DAU 500만 명 이상, 일 매출 140억 원 이상을 기록했다. 주요 게임 시장인 북미, 일본, 한국, 대만 모두에서 앱스토어 매출 순위 10위 권 안으로 진입했다. 넷마블은 20년도 만화 IP 기반 게임인 <일곱 개의 대죄: 그랜드 크로스>로 매출 3,920억 원을 기록한 바 있다.

매출은 액션 RPG 특성상 콘텐츠 고갈에 따라 3분기에는 전 분기 대비 하락할 것으로 예상하나, 4분기 애니메이션 2기 방영과 스팀 출시로 반등할 것으로 판단한다. 나혼렙은 소니가 크런치를 오리지널로 방영하기 위해 전략적으로 투자한 IP이며, 향후 소니와의 협력을 통한 지속적인 IP 개발이 기대된다.

영업 마진은 구조적으로 높아진다

인력 효율화의 효과는 올해부터 온기 반영될 것으로 예상된다. 1분기 인건비는 전년 동기 대비 4% 감소했다. 작년 2분기에는 일회성 인건비가 발생했기에, 1분기 인건비를 경상 인건비로 봐야한다. 2분기 인건비는 전년 대비 7% 하락할 것으로 예상된다.

플랫폼 다양화와 자체 IP 비중 증가로 올해 수수료율은 전년 대비 1.8%p 하락할 것으로 전망한다. 19년도부터 수수료율은 꾸준히 하락해왔다. 세븐나이트와 같은 자체 IP 또는 나 혼자만 레벨업과 같은 개발 초기 단계의 IP는 마블이나 일본 유명 IP와 같은 레거시 IP 대비 수수료율이 낮다. 또한, 자체 런처를 활용한 PC 매출의 확대는 플랫폼 수수료 절감으로 이어질 것이다. <아스달 연대기>는 MMORPG 장르 특성 상 전체 매출 중 과반이 PC에서 발생하고 있다. 컨트롤을 요하는 장르인 나혼렙 게임도 PC 매출이 높을 것으로 예상된다.

목표주가 95,000원으로 상향, 게임주 Top Pick으로 유지

이익 추정치 상황에 따라 목표주가를 기존의 74,000원에서 95,000원으로 상향 조정한다. 나 혼자만 레벨업 매출 추정치 상황에 따라 24년 예상 EBITDA 추정치를 기존의 3,250억 원에서 4,210억 원으로 30% 상향했다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

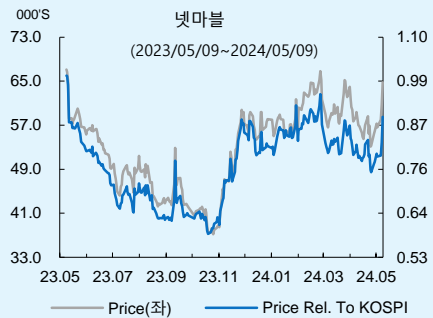
목표주가(12M)	95,000원(상향)
종가(2024.05.09)	64,800원
상승여력	46.6%

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	8,595만주
시가총액	5,570십억원
외국인지분율	24.4%
52주 주가	37,200~67,100원
60일평균거래량	121,641주
60일평균거래대금	7.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.1	3.0	38.2	-3.4
상대수익률	8.8	-0.5	26.4	-11.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,502	3,016	3,318	3,650
영업이익(십억원)	-68	263	427	614
순이익(십억원)	-256	169	488	595
EPS(원)	-2,975	1,964	5,675	6,925
BPS(원)	57,933	56,569	58,915	62,513
PER(배)		33.0	11.4	9.4
PBR(배)	1.0	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	-4.9	3.4	9.8	11.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	53.4	15.2	10.3	7.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임]

윤예지 2122-9180 yj.yoon@hi-ib.com

표 1. 넷마블 재무 정리

(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출	2,673	2,501	3,016	603	603	631	665	585	820	756	854
마블 CoC	289	269	248	54	72	63	80	47	63	61	77
잭팟월드	214	237	239	60	60	57	60	59	62	58	61
캐시프렌지	220	205	196	54	54	50	47	53	52	48	44
랏차슬롯	208	206	203	54	48	50	53	53	48	50	53
칠대좌: 그랜드 크로스	180	150	145	42	36	32	40	41	35	31	39
세븐나이츠 카우기		85	101			32	53	29	26	24	21
나 혼자만 레벨업: ARISE			504						189	135	180
기타	908	957	1,033	217	229	259	253	228	261	274	270
중국 합산(순매출)		47	86			20	27	20	22	23	21
영업비용	2,782	2,571	2,754	631	641	652	647	582	775	670	727
지급수수료	1,056	980	1,127	247	240	239	254	227	304	280	316
인건비	782	745	709	188	193	181	183	180	180	173	176
마케팅비	524	487	596	100	113	146	128	102	205	136	154
상각비	232	185	158	48	48	46	43	39	39	40	40
기타	187	174	163	48	46	41	40	34	47	41	41
영업이익	-109	-70	263	-28	-37	-22	18	4	46	86	127
OPM(%)			9				3	1	6	11	15
지배주주순이익	-819	-267	169	-38	-27	-19	-183	0	29	56	84
NPM(%)			6						4	7	10

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

표 2. 넷마블 SOTP 밸류에이션

구분	(십억원)	비고
(1) 영업가치	7,579	
24FEBITDA	421	
EV/EBITDA	18	3년 평균 EV/EBITDA 20배 10% 할인
(2) 투자자산 가치 (a)+(b)+(c)	1,482	
하이브 적정가치	8,455	
지분율(%)	9	지분 매각 반영
할인율(%)	50	
하이브 지분가치 (a)	399	
코웨이 적정가치	4,428	
지분율(%)	26	
할인율(%)	20	
코웨이 지분가치 (b)	904	
엔씨소프트 적정가치	4,037	
지분율(%)	9	
할인율(%)	50	
엔씨소프트 지분가치 (c)	179	
(3) 순차입금	1,128	하이브 지분 매각 반영
넷마블 적정가치 (1)+(2)-(3)	7,933	
주식 수(천 주)	81,935	
적정주가	96,826	
목표주가	95,000	
현재주가	64,800	

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

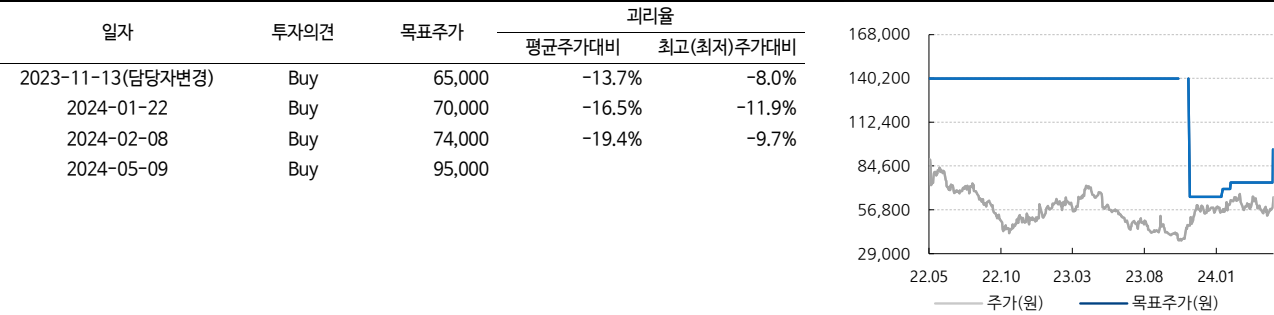
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	906	854	1,393	1,966	매출액	2,502	3,016	3,318	3,650
현금 및 현금성자산	430	330	841	1,379	증가율(%)	-6.4	20.6	10.0	10.0
단기금융자산	82	90	99	109	매출원가	-	-	-	-
매출채권	272	327	360	396	매출총이익	2,502	3,016	3,318	3,650
재고자산	3	3	4	4	판매비와관리비	2,571	2,754	2,891	3,036
비유동자산	7,010	6,440	6,197	6,078	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	344	283	237	202	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,229	3,106	2,997	2,901	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,916	7,294	7,590	8,044	영업이익	-68	263	427	614
유동부채	1,906	1,391	1,277	1,167	증가율(%)	적지	흑전	62.4	43.9
매입채무	32	39	43	47	영업이익률(%)	-2.7	8.7	12.9	16.8
단기차입금	1,311	811	711	611	이자수익	16	13	30	48
유동성장기부채	86	86	86	86	이자비용	147	112	105	98
비유동부채	931	931	931	931	자본법이익(손실)	113	113	113	113
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-14	-	316	316
장기차입금	372	372	372	372	세전계속사업이익	-159	252	929	1,134
부채총계	2,837	2,323	2,209	2,098	법인세비용	145	73	232	283
자배주주지분	4,980	4,862	5,064	5,373	세전계속이익률(%)	-6.3	8.3	28.0	31.1
자본금	9	9	9	9	당기순이익	-304	178	697	850
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900	순이익률(%)	-12.1	5.9	21.0	23.3
이익잉여금	1,128	1,297	1,785	2,380	지배주주귀속 순이익	-256	169	488	595
기타자본항목	-58	-344	-630	-916	기타포괄이익	-286	-286	-286	-286
비지배주주지분	100	109	318	573	총포괄이익	-590	-108	411	564
자본총계	5,079	4,971	5,382	5,946	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-98	518	1,032	1,162	주당지표(원)				
당기순이익	-304	178	697	850	EPS	-2,975	1,964	5,675	6,925
유형자산감가상각비	57	61	46	35	BPS	57,933	56,569	58,915	62,513
무형자산감가상각비	129	100	88	78	CFPS	-817	3,832	7,240	8,243
지분법관련손실(이익)	113	113	113	113	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	525	329	26	-76	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-36	-	-	-	PER		33.0	11.4	9.4
무형자산의 처분(취득)	13	23	21	19	PBR	1.0	1.1	1.1	1.0
금융상품의 증감	677	500	200	100	PCR	-71.1	16.9	9.0	7.9
재무활동 현금흐름	-540	-565	-165	-165	EV/EBITDA	53.4	15.2	10.3	7.1
단기금융부채의증감	-298	-500	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-176	-	-	-	ROE	-4.9	3.4	9.8	11.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	14.0	16.9	19.9
배당금지급	-2	-	-	-	부채비율	55.9	46.7	41.0	35.3
현금및현금성자산의증감	-73	-100	511	538	순부채비율	24.7	17.1	4.3	-7.1
기초현금및현금성자산	503	430	330	841	매출채권회전율(x)	10.3	10.1	9.7	9.7
기말현금및현금성자산	430	330	841	1,379	재고자산회전율(x)	900.4	1,005.0	963.1	963.1

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

넷마블 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-