

넷마블 (251270/KS)

신작 hit ratio 에 달린 주가 향방

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 82,000 원(유지)

현재주가: 59,500 원

상승여력: 37.8%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

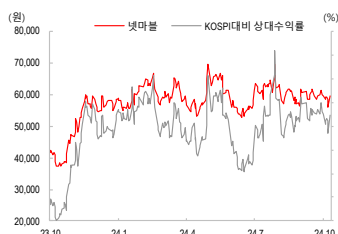
Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	5,114 십억원
주요주주	
방준혁(와13)	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT	17.52%

Stock Data

주가(24/10/21)	59,500 원
KOSPI	2,604.92pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24 Preview

매출액 6,614 억원(-15.4% QoQ, 이하 동일), 영업이익 550 억원(-50.5%), 지배주주순이익 467 억원(-72.4%)으로 영업이익은 컨센서스 663 억원 대비 소폭 하회했을 것으로 추정한다. 전분기에는 신작 3 종 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, <아스달 연대기: 세 개의 세력>, <RAVEN2>을 출시했고 이들의 흥행으로 2017 년 이후 역대 최대 영업이익을 달성한 바 있다. 이번 분기는 8/13 출시한 <일곱 개의 대죄 키우기> 출시 효과는 아쉬웠고, 전 분기 출시한 게임들의 매출 하향 안정화(3 작품 합산 매출 2Q 2,268 억원→ 3Q 1,297 억원 추정)와 기존 게임 매출 하락으로 매출액 감소, 지급수수료 비중도 상승(2Q 33.6%→ 3Q 34.3%)하며 전분기대비 감익폭은 크다. 인건비 1,836 억원(+0.5%), 마케팅비 1,207 억원(-16.0%)으로 전반적으로 영업 비용은 통제되고 있다. 3 분기 <나 혼자만 레벨업>의 매출 순위가 20~40 위권까지 내려왔지만 10 월 이후에도 안정적으로 순위가 유지되고 있다. 스페셜 극장판<나 혼자만 레벨업-ReAwakening> 11/28 개봉, 애니메이션 2 기인 <나 혼자만 레벨업: ARISE FROM THE SHADOW>가 25 년 1 월 방영 예정되어 있어 마케팅 시너지 효과와 함께 스토리 및 콘텐츠 업데이트로 PLC 장기화가 가능할 전망이다.

쏟아지는 신작

4Q24 에는 <킹 아서: 레전드 라이즈>, <RF 온라인 넥스트>, <데미스 리본>, 내년 <상그릴라 프론티어>과 최대 기대작인 오픈월드 액션 RPG<일곱개의 대죄 오리진> 출시를 계획하고 있다. 다년간 외부 IP 를 소싱해 게임화하며 특히 올해 신작들을 통해 그 역량을 입증해 내년 출시 예정작에 대한 기대감도 높아지고 있다. 11/14~17 예정된 지스타에서 왕좌의 게임 IP 기반 오픈월드 RPG <왕좌의 게임: 킹스로드>와 몬스터 길들이기 IP 기반의 <몬길: 스타 다이브>를 선보인다. 2 분기 자체 PC 런처를 활용함으로써 동사 실적의 큰 부담 요인이었던 지급수수료 통제에 성공했고, 향후 출시할 신작에도 적용하며 비용을 효율화할 계획이다. 기존작 라이프사이클 장기화와 함께 신작 눈높이가 맞춰진다면 동사 가치는 재평가될 수 있다.

영업실적 및 투자지표

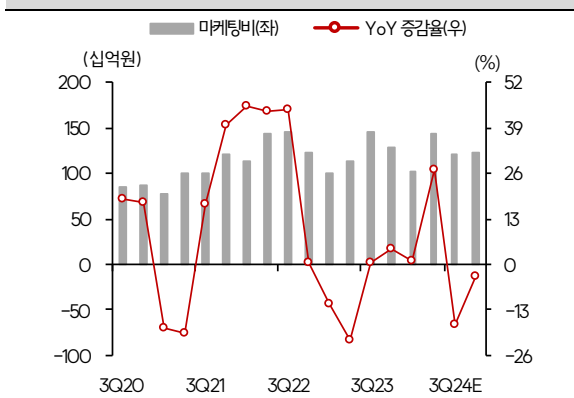
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	2,694	2,794	2,720
영업이익	십억원	151	-109	-68	216	234	252
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	206	171	182
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	2,399	1,994	2,112
PER	배	44.7	-6.3	-19.5	24.8	29.8	28.2
PBR	배	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	16.9	16.1	15.1
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	4.0	3.2	3.2

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	585.4	782.1	661.4	665.3	617.6	698.6	768.5	709.8	2,502.1	2,694.1	2,794.5
모바일	520.4	736.1	598.9	600.6	557.2	638.9	705.6	646.9	2,253.9	2,455.9	2,548.5
온라인	8.6	7.0	8.4	8.8	8.1	8.4	8.4	8.3	31.6	32.8	33.2
기타	56.4	39.0	54.1	55.9	52.4	51.3	54.5	54.6	216.6	205.4	212.8
영업비용	581.7	670.9	606.3	619.4	573.5	643.0	685.9	658.0	2,570.5	2,478.3	2,560.4
인건비	179.5	182.7	183.6	187.2	186.3	191.4	197.2	201.9	744.1	733.1	776.8
마케팅비	101.5	143.6	120.7	123.0	94.5	127.0	135.1	133.6	486.8	488.8	490.3
지급수수료	227.4	263.0	227.0	232.3	217.0	243.8	263.7	241.0	980.0	949.7	965.4
기타	73.2	81.6	75.0	76.9	75.7	80.8	89.8	81.6	359.6	306.7	327.9
영업이익	3.7	111.2	55.0	45.8	44.1	55.7	82.6	51.7	-68.5	215.8	234.1
영업이익률	0.6%	14.2%	8.3%	6.9%	7.1%	8.0%	10.8%	7.3%	-2.7%	8.0%	8.4%
순이익	-9.9	162.3	69.7	-14.3	66.0	80.4	108.1	1.3	-303.9	207.8	255.8
지배주주순이익	-0.4	169.5	46.7	-9.6	44.2	53.9	72.4	0.9	-255.7	206.2	171.4
YoY growth rate											
매출액	-2.9%	29.6%	4.9%	0.0%	5.5%	-10.7%	16.2%	6.7%	-6.4%	7.7%	3.7%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.8%	7.1%	-13.2%	17.8%	7.7%	-9.4%	9.0%	3.8%
온라인	10.9%	-3.8%	18.4%	-6.5%	-6.2%	19.3%	0.8%	-5.7%	-9.3%	4.0%	1.2%
기타	9.9%	-11.5%	9.5%	-22.2%	-7.1%	31.7%	0.7%	-2.3%	44.6%	-5.2%	3.6%
영업비용	-7.8%	4.7%	-7.1%	-4.2%	-1.4%	-4.2%	13.1%	6.2%	-7.6%	-3.6%	3.3%
인건비	-4.3%	-5.4%	1.7%	2.4%	3.8%	4.7%	7.4%	7.8%	-4.9%	-1.5%	6.0%
마케팅비	1.2%	27.0%	-17.2%	-3.6%	-7.0%	-11.6%	11.9%	8.7%	-7.1%	0.4%	0.3%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.1%	-8.4%	-4.6%	-7.3%	16.2%	3.7%	-7.2%	-3.1%	1.7%
기타	-23.6%	-13.2%	-13.8%	-7.1%	3.3%	-0.9%	19.8%	6.0%	-14.3%	-14.7%	6.9%
영업이익	흑전	흑전	흑전	143.4%	1094.9%	-50.0%	50.1%	12.8%	적지	흑전	8.5%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	11.8%p	4.1%p	6.5%p	-6.3%p	2.4%p	0.4%p	1.3%p	10.7%p	0.4%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-50.4%	55.0%	흑전	적지	흑전	23.1%

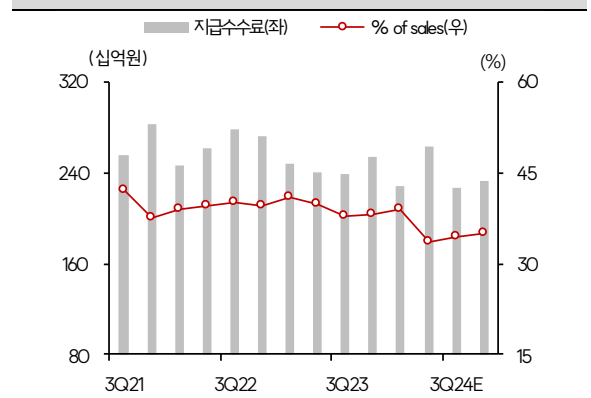
자료: 넷마블, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



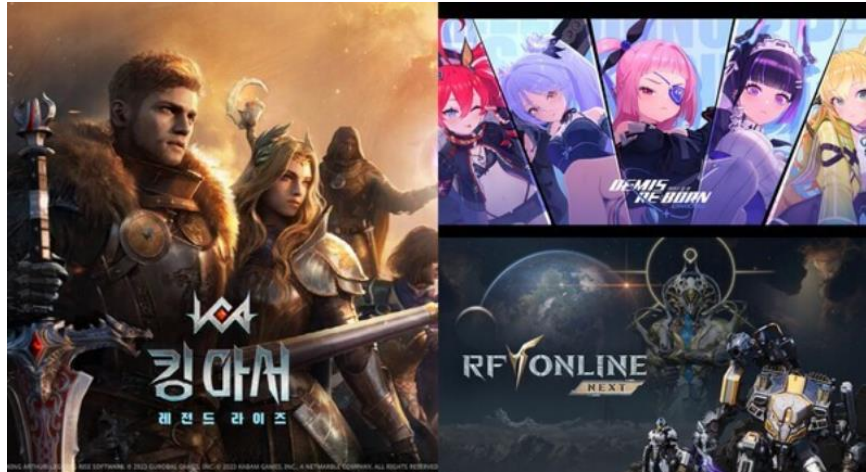
자료: 넷마블, SK 증권

지급수수료 비중 안정화



자료: 넷마블, SK 증권

4Q24 출시 예정작



자료: 언론 보도, SK 증권

<나 혼자만 레벨업:ARISE> 출시 이후 성과



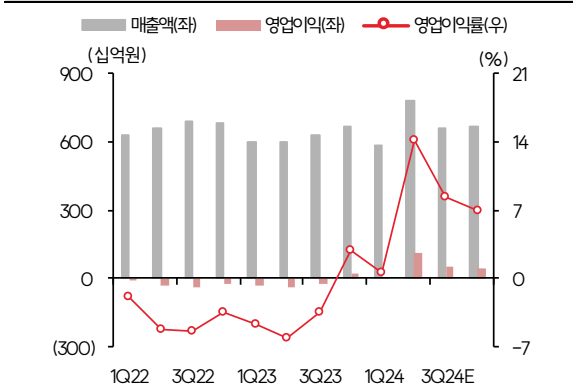
자료: 언론 보도, SK 증권

2024 지스타 출품작



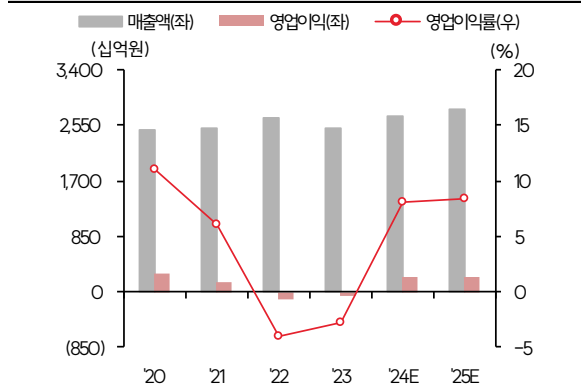
자료: 언론 보도, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997	906	1,931	2,313	2,586
현금및현금성자산	503	430	1,542	1,900	2,161
매출채권 및 기타채권	215	272	271	290	298
재고자산	3	3	3	3	3
비유동자산	7,938	7,010	6,990	7,004	6,947
장기금융자산	1,047	636	508	510	511
유형자산	336	344	314	267	227
무형자산	3,596	3,229	3,324	3,225	3,128
자산총계	8,936	7,916	8,921	9,318	9,533
유동부채	2,294	1,906	1,948	2,071	2,131
단기금융부채	1,783	1,456	1,463	1,561	1,608
매입채무 및 기타채무	130	118	172	183	189
단기충당부채	1	2	2	3	3
비유동부채	1,020	931	1,540	1,558	1,442
장기금융부채	795	646	1,249	1,249	1,124
장기매입채무 및 기타채무	13	14	15	15	15
장기충당부채	1	0	0	0	0
부채총계	3,314	2,837	3,489	3,629	3,574
지배주주지분	5,461	4,980	5,333	5,505	5,686
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,901	3,901	3,901
기타자본구성요소	-525	-480	-480	-480	-480
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,378	1,128	1,329	1,501	1,682
비지배주주지분	161	100	99	184	273
자본총계	5,622	5,079	5,432	5,688	5,959
부채와자본총계	8,936	7,916	8,921	9,318	9,533

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408	-98	284	427	420
당기순이익(손실)	-886	-304	208	256	271
비현금성항목등	1,088	440	206	338	319
유형자산감가상각비	54	57	55	47	40
무형자산상각비	178	129	102	99	96
기타	855	255	50	191	183
운전자본감소(증가)	-73	-121	-32	25	12
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	3	-18	-9
재고자산의감소(증가)	1	-0	-1	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	-10	11	6
기타	-1,029	-117	-134	-278	-275
법인세납부	-493	-4	-36	-87	-92
투자활동현금흐름	-40	525	194	-166	-81
금융자산의감소(증가)	126	32	-4	-5	-2
유형자산의감소(증가)	-38	-36	-11	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	-197	0	0
기타	-46	516	407	-161	-79
재무활동현금흐름	-549	-540	535	98	-77
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	-46	98	48
장기금융부채의증가(감소)	-70	-195	588	0	-125
자본의증가(감소)	1	3	1	0	0
배당금지급	-52	-2	0	0	0
기타	-54	-48	-8	0	0
현금의 증가(감소)	-851	-73	1,111	358	261
기초현금	1,354	503	430	1,542	1,900
기말현금	503	430	1,542	1,900	2,161
FCF	-447	-134	273	427	420

자료 : 넷마블, SK증권 추정

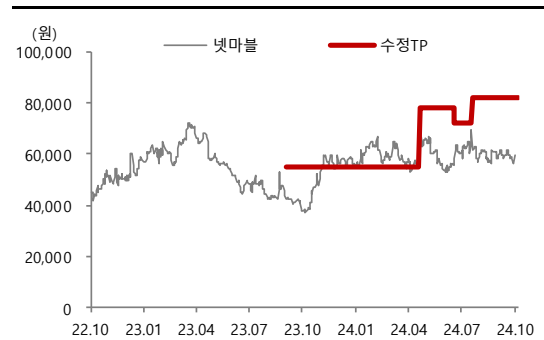
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,694	2,794	2,720
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,694	2,794	2,720
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,782	2,571	2,478	2,560	2,467
영업이익	-109	-68	216	234	252
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.0	8.4	9.3
비영업손익	-833	-90	77	108	111
순금융손익	-100	-130	-110	-104	-91
외환관련손익	-123	-34	-0	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	95	113	100
세전계속사업이익	-941	-159	292	343	363
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	10.9	12.3	13.3
계속사업법인세	-55	145	85	87	92
계속사업이익	-886	-304	208	256	271
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	208	256	271
순이익률(%)	-33.2	-12.1	7.7	9.2	10.0
지배주주	-819	-256	206	171	182
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	7.7	6.1	6.7
비지배주주	-67	-48	2	84	89
총포괄이익	-880	-590	357	256	271
지배주주	-821	-542	372	262	278
비지배주주	-59	-48	-15	-7	-7
EBITDA	124	117	372	381	389

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66	-64	7.7	3.7	-2.7
영업이익	적전	적지	흑전	8.5	7.8
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	17.1	5.9
EBITDA	-590	-5.5	218.1	2.3	2.1
EPS	적전	적지	흑전	-16.9	5.9
수익성 (%)					
ROA	-9.0	-3.6	2.5	2.8	2.9
ROE	-14.6	-4.9	4.0	3.2	3.2
EBITDA마진	4.6	4.7	13.8	13.6	14.3
안정성 (%)					
유동비율	43.5	47.5	99.1	111.7	121.3
부채비율	58.9	55.9	64.2	63.8	60.0
순차입금/자기자본	34.4	31.3	20.0	14.5	8.1
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	2.7	2.6	2.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	2,399	1,994	2,112
BPS	68,250	62,650	66,763	68,757	70,869
CFPS	-6,827	-817	4,218	3,699	3,700
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-63	-19.5	24.8	29.8	28.2
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
PCR	-8.8	-71.1	14.1	16.1	16.1
EV/EBITDA	58.9	57.1	16.9	16.1	15.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.09	매수	82,000원	6개월		
2024.07.10	매수	72,000원	6개월	-13.19%	-3.61%
2024.05.10	매수	78,000원	6개월	-24.22%	-14.62%
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
2023.09.22	매수	55,000원	6개월	-8.57%	8.73%
2023.02.10	중립	68,000원	6개월	-18.51%	6.03%
2022.11.14	중립	58,000원	6개월	-6.66%	9.66%
2022.08.12	매수	84,000원	6개월	-35.58%	-18.45%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 22일 기준)

매수	97.60%	중립	2.40%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------