



넷마블

| Bloomberg Code (251270 KS) | Reuters Code (251270.KS)

2024년 1월 29일

[게임]

강석오 선임연구원

☎ 02-3772-1543

✉ sokang@shinhan.com

신작 및 비용 통제로 흑자 전환 전망



증립
(유지)



현재주가 (1월 26일)
55,700 원



목표주가
-



상승여력
-

- ◆ 신작 매출 온기 반영 및 구조 조정 효과로 분기 흑자 전환 예상
- ◆ <나혼렙>, <킹아서>, <일곱개의대죄 오리진> 등 다수 신작 출시 예정
- ◆ 다작을 통한 잠재력을 증명해야 주가 리레이팅 가능할 것



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

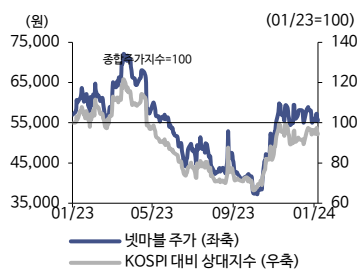
시가총액	4,787.6십억원
발행주식수	86.0백만주
유동주식수	26.8백만주(31.2%)
52 주 최고가/최저가	72,100 원/37,200 원
일평균 거래량 (60 일)	178,415 주
일평균 거래액 (60 일)	9,433 백만원
외국인 지분율	23.79%

주요주주	
방준혁 외 16 인	24.84%
CJENM	21.78%

절대수익률	
3개월	49.7%
6개월	24.5%
12개월	-8.1%

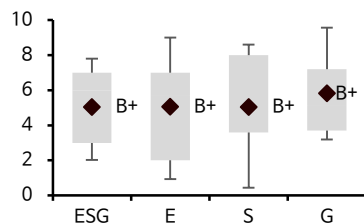
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	38.9%
6개월	30.2%
12개월	-8.5%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	2,506.9	151.0	240.2	2,795	67,379	44.7	42.2	1.9	4.3	29.4
2022	2,673.4	(108.7)	(819.2)	(9,531)	63,533	(6.3)	58.9	1.0	(14.6)	34.4
2023F	2,475.0	(81.1)	(73.2)	(852)	61,110	(68.2)	63.0	1.0	(1.4)	32.4
2024F	2,737.4	72.5	13.2	153	61,263	363.7	26.6	0.9	0.3	35.6
2025F	2,785.8	110.2	75.7	881	62,144	63.2	22.7	0.9	1.4	27.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

4Q23 Preview: 신작 및 비용 통제 효과로 흑자 전환 예상

넷마블은 4Q23 영업수익 6,385억원(YoY -7.0%, QoQ 1.3%), 영업이익 62억원(YoY 흑자전환, QoQ 흑자전환, OPM 1.0%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 48억원에 부합할 전망이다. 3분기 출시된 <세븐나이츠 키우기>가 온기 반영되고 북미 매출 비중이 높은 캐주얼 게임들의 업데이트/이벤트 효과로 전 분기 대비 영업수익은 소폭 상승할 것으로 보인다. 비용단에서는 구조 조정 통한 인건비 감소와 마케팅비 통제로 흑자전환이 예상된다. 외부 IP의 게임화가 오랜 기간 진행되어 지급수수료율이 경쟁사들 대비 높은 편이었는데 <세븐나이츠 키우기>의 흥행으로 자체 IP 매출 비중이 높아진 점도 긍정적이다. 다만 예정되어 있던 신작들은 모두 2024년으로 연기되어 시장이 기대했던 큰 폭의 흑자전환이 아닌 점은 아쉽다.

다작으로 보여줘야할 강력한 턴어라운드

<나혼자만레벨업>, <킹아서>, <아스달연대기> 등 4Q23에 출시 계획이었던 작품들이 올해로 미뤄졌다. 제한된 자원 속에서 미뤄진 작품들과 <일곱개의대죄 오리진>, <레이븐2> 등 올해 예정된 게임들 모두를 출시해낼 수 있을지 지켜봐야할 것이다. 오랜 기간 다작을 동시에 서비스하며 매출을 유지해온 동사의 역량을 다시 한번 증명해야할 때다.

기대작이었던 <나혼렐>의 애니메이션이 좋은 평가와 함께 방영되어 초기 마케팅 상황은 긍정적이다. 웹툰 IP의 게임들이 단발성 매출을 보이고 사라진 사례가 많아 얼마나 지속성 있는 성과를 만들어 낼 수 있느냐가 관건이다. <일곱개의대죄 오리진>은 올해 예정작 중 가장 높은 재무적 성과를 기대한다. 지스타에서의 반응도 좋았고 글로벌 전역에서 선호도가 높은 오픈월드 어드벤처 장르여서 기대감이 높다.

투자 의견 '중립' 유지

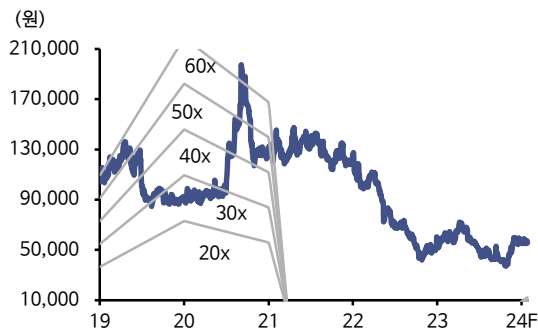
동사의 강점은 넓은 포트폴리오가 가진 매출 안정성과 다작이 가져다 줄 수 있는 잠재력이다. 유명 IP를 다수 확보해 게임화한 작품의 수가 많은 것도 장점이지만 실제 출시작 수는 매년 목표치보다 현저히 낮았다. 매출 규모가 커진 게임 회사가 다작을 통해 성장하는 모습이 동사의 주가를 리레이팅할 수 있는 첫 번째 조건이라 판단해 이를 보여준다면 최근 나타난 주가 상승이 지속될 수 있을 것으로 전망한다.

넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
영업수익	631.5	660.6	694.5	686.9	602.6	603.3	630.6	638.5	2,673.4	2,475.0	2,737.4
(%YoY)	10.7	14.5	14.4	(8.7)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(7.0)	6.6	(7.4)	10.6
(%QoQ)	(16.1)	4.6	5.1	(1.1)	(12.3)	0.1	4.5	1.3			
영업비용	643.4	695.2	732.5	710.9	630.8	640.6	652.4	632.3	2,777.8	2,556.1	2,664.9
(%YoY)	24.7	23.9	26.2	1.8	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(11.1)	18.1	(8.1)	4.3
(%QoQ)	(7.9)	8.0	5.4	(2.9)	(11.3)	1.5	1.9	(3.1)			
[비용구성]											
지급수수료	245.5	260.8	278.5	271.4	247.1	240.3	239.1	240.8	1,056.2	967.3	1,028.2
인건비	186.8	189.7	203.0	199.8	187.5	193.2	180.6	178.8	779.3	740.1	733.2
마케팅비	112.9	144.4	144.9	122.2	100.3	113.1	145.8	119.6	524.4	478.8	510.0
D&A	57.6	56.1	58.9	59.8	48.3	48.1	46.3	47.2	232.4	189.9	193.7
기타	40.6	44.3	47.1	53.5	47.6	45.8	40.7	46.0	185.5	180.1	199.8
영업이익	(11.9)	(34.6)	(38.0)	(24.1)	(28.2)	(37.2)	(21.9)	6.2	(104.4)	(81.1)	72.5
(%YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
(%QoQ)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
(%OPM)	(1.9)	(5.3)	(5.5)	(2.9)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	(1.0)	(3.9)	(3.3)	2.6
당기순이익	(51.8)	(120.5)	(277.5)	(436.6)	(45.8)	(44.1)	(28.4)	15.0	(886.4)	(103.3)	19.5
(%YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
(%QoQ)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
(%NPM)	(8.2)	(18.2)	(40.0)	(63.6)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	2.4	(33.2)	(4.2)	0.7
자배기업순이익	(43.0)	(118.3)	(245.2)	(412.6)	(37.7)	(27.1)	(19.0)	10.6	(819.2)	(73.2)	13.2
(%YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
(%QoQ)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			

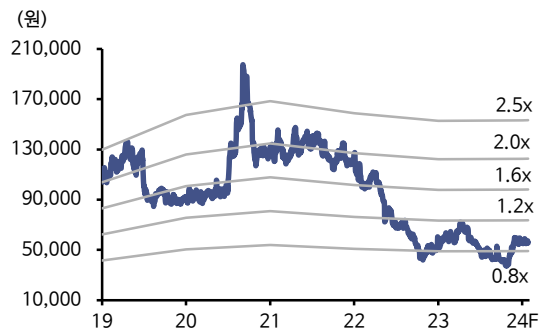
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 12개월 선행 PER band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 12개월 선행 PBR band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 4Q23F 실적 Preview

(십억원)	4Q23F	3Q23	%QoQ	4Q22	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	638.5	630.6	1.3	686.9	(7.0)	657.8	(2.9)
영업이익	6.2	(21.9)	흑전	(24.1)	흑전	4.8	29.0
순이익	10.6	(19.0)	흑전	(412.6)	흑전	(15.4)	(168.5)
영업이익률	1.0	(3.5)		(3.5)		0.7	
순이익률	1.7	(3.0)		(60.1)		(2.3)	

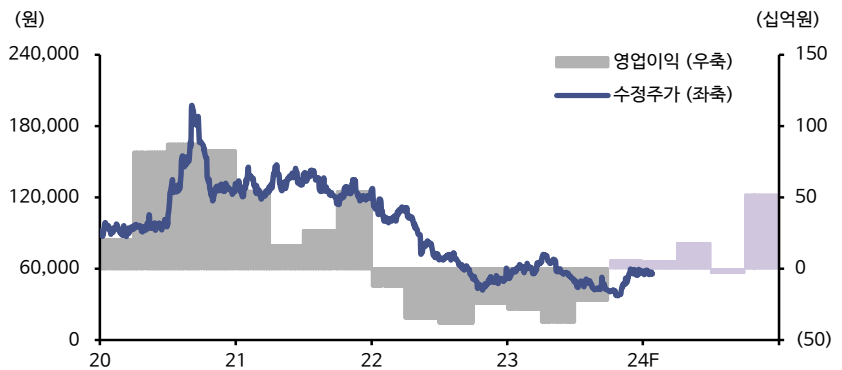
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 2023, 2024년 실적 추정치

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2494.5	2475.0	(0.8)	2786.6	2737.4	(1.8)
영업이익	(82.5)	(81.1)	(1.7)	59.8	72.5	21.3
순이익	(83.0)	(73.2)	(11.7)	22.8	13.2	(42.3)

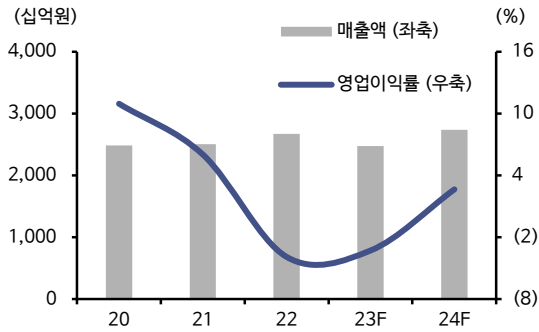
자료: 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 및 주가 추이



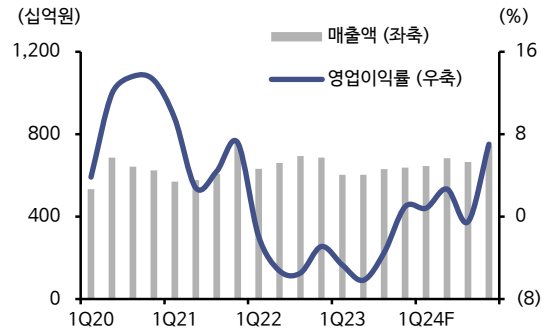
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



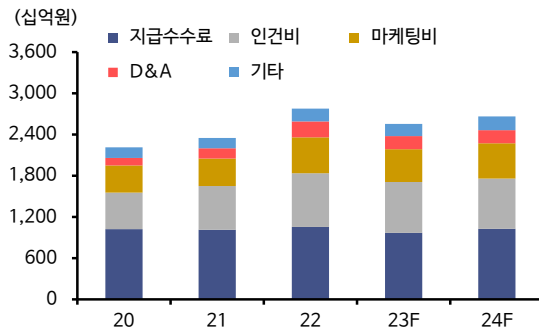
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



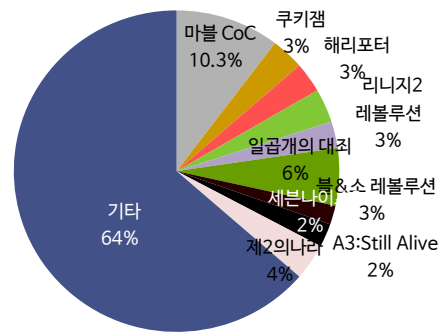
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

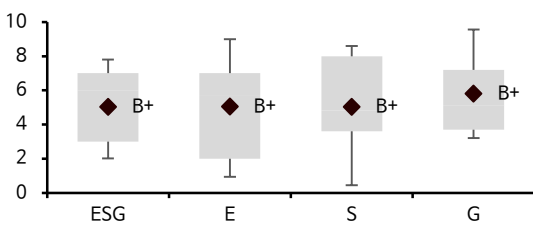
ESG Insight

Analyst Comment

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

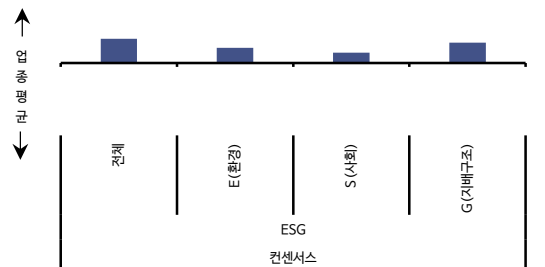
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

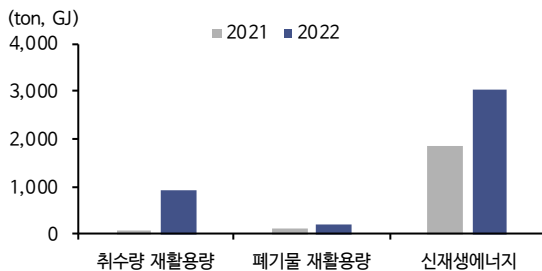
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

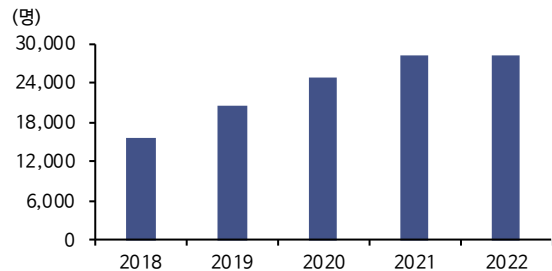
Key Chart

넷마블 재활용 및 신재생에너지 사용 지표



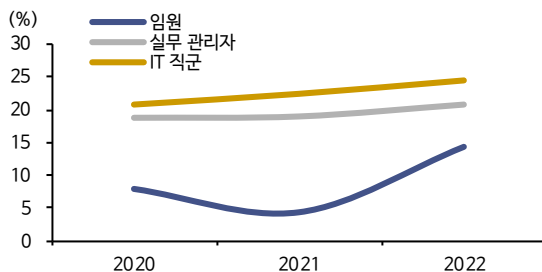
자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 사회공헌활동 수혜 인원 현황



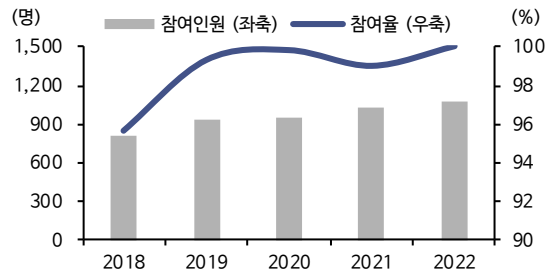
자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 2022년 여성 임직원 비율



자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 정도경영 자체 교육 성과 추이



자료: 넷마블, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	10,663.8	8,935.6	8,796.4	8,936.5	8,998.2
유동자산	1,962.6	997.3	1,318.0	1,201.5	1,602.1
현금및현금성자산	1,353.7	503.0	903.8	721.6	1,149.6
매출채권	201.6	189.6	176.3	205.3	193.1
재고자산	4.0	2.8	2.6	3.1	2.9
비유동자산	8,701.2	7,938.2	7,478.4	7,735.0	7,396.1
유형자산	322.8	335.9	338.6	326.7	275.4
무형자산	4,099.0	3,596.1	3,654.1	3,530.4	3,406.8
투자자산	3,869.5	3,572.6	2,964.8	3,357.2	3,193.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,656.1	3,313.8	3,416.1	3,536.7	3,486.3
유동부채	3,056.2	2,294.0	2,383.8	2,470.1	2,434.0
단기차입금	1,671.0	1,507.0	1,625.3	1,625.3	1,625.3
매입채무	57.0	49.0	45.5	53.0	49.9
유동성장기부채	57.1	222.4	233.8	233.8	233.8
비유동부채	1,599.9	1,019.8	1,032.3	1,066.7	1,052.3
사채	159.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,018.3	794.8	823.2	823.2	823.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,007.7	5,621.8	5,380.2	5,399.8	5,511.8
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,896.7	3,897.4	3,899.2	3,899.2	3,899.2
기타자본	(1,059.0)	(525.2)	(528.1)	(528.1)	(528.1)
기타포괄이익누계액	710.5	702.5	568.7	568.7	568.7
이익잉여금	2,234.6	1,377.5	1,304.3	1,317.4	1,393.1
지배주주지분	5,791.5	5,460.9	5,252.6	5,265.8	5,341.5
비지배주주지분	216.2	160.9	127.6	134.0	170.3
*총차입금	3,389.3	2,577.4	2,731.6	2,739.7	2,736.3
*순차입금(순현금)	1,765.3	1,935.6	1,744.1	1,923.0	1,496.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	137.5	(408.4)	93.7	262.9	262.5
당기순이익	249.2	(886.4)	(103.3)	19.5	112.1
유형자산상각비	44.0	54.1	57.1	57.3	51.2
무형자산상각비	106.6	178.3	133.0	128.0	123.5
외화환산손실(이익)	(29.7)	(157.9)	(3.3)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.3	38.3	(28.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(209.1)	(79.0)	(105.1)	0.0	0.0
운전차분변동	(115.5)	(73.4)	13.2	58.2	(24.3)
(법인세납부)	(64.9)	(492.7)	(2.4)	(8.8)	(35.4)
기타	154.6	1,010.3	132.5	8.7	35.4
투자활동으로인한현금흐름	(1,157.5)	(40.4)	263.4	(453.3)	168.9
유형자산의증가(CAPEX)	(86.4)	(38.7)	(39.5)	(46.0)	0.0
유형자산의감소	0.5	0.5	0.2	0.7	0.0
무형자산의증가(증가)	(15.1)	(82.0)	3.8	(4.2)	0.0
투자자산의감소(증가)	1,205.3	88.8	291.6	(392.3)	164.1
기타	(2,261.8)	(9.0)	7.3	(11.5)	4.8
FCF	586.1	(258.7)	77.1	212.8	248.6
재무활동으로인한현금흐름	1,099.1	(549.0)	25.8	8.1	(3.4)
차입금의 증가(감소)	1,296.0	(424.6)	16.0	8.1	(3.4)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(157.0)	(52.5)	(2.1)	0.0	0.0
기타	(39.9)	(71.9)	11.9	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	17.2	147.1	17.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	96.2	(850.7)	400.8	(182.3)	428.0
기초현금	1,257.5	1,353.7	503.0	903.8	721.5
기말현금	1,353.7	503.0	903.8	721.5	1,149.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,506.9	2,673.4	2,475.0	2,737.4	2,785.8
증감률 (%)	0.9	6.6	(7.4)	10.6	1.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,506.9	2,673.4	2,475.0	2,737.4	2,785.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,355.9	2,782.1	2,556.1	2,664.9	2,675.7
영업이익	151.0	(108.7)	(81.1)	72.5	110.2
증감률 (%)	(44.5)	적전	적지	흑전	51.9
영업이익률 (%)	6.0	(4.1)	(3.3)	2.6	4.0
영업외손익	200.2	(832.8)	(52.7)	(44.1)	37.3
금융손익	28.3	(143.1)	(194.4)	(128.3)	(124.6)
기타영업외손익	(38.0)	(769.9)	36.4	84.1	161.9
중상 및 관계기업관련손익	209.8	80.2	105.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	351.2	(941.5)	(133.9)	28.4	147.5
법인세비용	102.0	(55.1)	(30.6)	8.8	35.4
계속사업이익	249.2	(886.4)	(103.3)	19.5	112.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	249.2	(886.4)	(103.3)	19.5	112.1
증감률 (%)	(26.3)	적전	적지	흑전	473.4
순이익률 (%)	9.9	(33.2)	(4.2)	0.7	4.0
(지배주주)당기순이익	240.2	(819.2)	(73.2)	13.2	75.7
(비지배주주)당기순이익	8.9	(67.2)	(30.0)	6.4	36.3
총포괄이익	502.7	(880.4)	(235.0)	19.5	112.1
(지배주주)총포괄이익	487.6	(821.3)	(205.5)	15.9	91.0
(비지배주주)총포괄이익	15.2	(59.1)	(29.5)	3.7	21.0
EBITDA	301.6	123.7	109.0	257.7	284.9
증감률 (%)	(21.4)	(59.0)	(11.9)	136.5	10.6
EBITDA 이익률 (%)	12.0	4.6	4.4	9.4	10.2

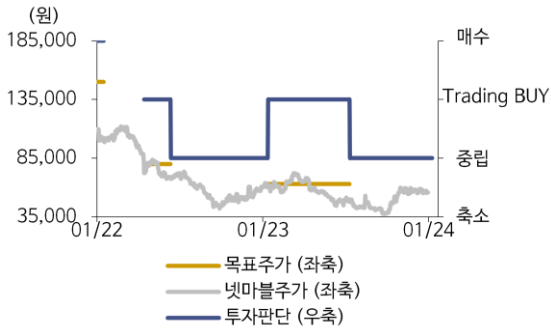
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,899	(10,312)	(1,202)	227	1,304
EPS (지배순이익, 원)	2,795	(9,531)	(852)	153	881
BPS (자본총계, 원)	69,894	65,405	62,595	62,822	64,126
BPS (지배지분, 원)	67,379	63,533	61,110	61,263	62,144
DPS (원)	528	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	43.1	(5.9)	(48.3)	245.0	42.7
PER (지배순이익, 배)	44.7	(6.3)	(68.2)	363.7	63.2
PBR (자본총계, 배)	1.8	0.9	0.9	0.9	0.9
PBR (지배지분, 배)	1.9	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	42.2	58.9	63.0	26.6	22.7
배당성향 (%)	18.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.0	4.6	4.4	9.4	10.2
영업이익률 (%)	6.0	(4.1)	(3.3)	2.6	4.0
순이익률 (%)	9.9	(33.2)	(4.2)	0.7	4.0
ROA (%)	2.6	(9.0)	(1.2)	0.2	1.2
ROE (지배순이익, %)	4.3	(14.6)	(1.4)	0.3	1.4
ROIC (%)	(2.1)	(7.3)	(4.4)	2.0	2.0
안정성					
부채비율 (%)	77.5	58.9	63.5	65.5	63.3
순차입금비율 (%)	29.4	34.4	32.4	35.6	27.1
현금비율 (%)	44.3	21.9	37.9	29.2	47.2
이자보상배율 (배)	4.2	(1.0)	(0.5)	0.5	0.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(8.4)	(8.1)	(16.6)	(17.6)	(17.1)
재고자산회수기간 (일)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	27.9	26.7	27.0	25.4	26.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

넷마블(251270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 29일	매수	150,000	(20.9)	(10.0)
2022년 02월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 05월 13일	Trading BUY	80,000	(6.3)	4.4
2022년 07월 11일	중립	-	-	-
2023년 01월 12일	6개월경과	-	-	-
2023년 02월 10일	Trading BUY	63,000	(7.9)	14.4
2023년 08월 09일	중립	-	-	-

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)
- ◆ 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 주식관련사채에 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 투자의 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 01월 26일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------