

넷마블

251270

Apr 26, 2024

Buy

유지

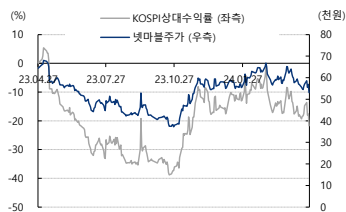
TP 62,000 원

하향

Company Data

현재가(04/25)	53,100 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	68,000 원
52 주 최저가(보통주)	37,200 원
KOSPI (04/25)	2,628.62p
KOSDAQ (04/25)	853.26p
자본금	86 억원
시가총액	45,641 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	102 만주
평균거래대금(60 일)	59 억원
외국인지분(보통주)	24.19%
주요주주	
방준혁 외 16 인	24.84%
CJ ENM	21.78%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.3	38.8	-17.7
상대주가	-11.8	24.8	-22.0

'아스달'과 '나혼렐' 성과가 확인될 2분기

1Q24 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회 예상

넷마블 1Q24 매출은 6,132억원(YoY +1.8%, QoQ -7.8%)으로 시장 예상치(6,207)에 대체로 부합하지만, 영업이익은 -111억원(YoY 적자지속, QoQ 적자전환)으로 컨센서스(-88억원)를 하회했을 것으로 예상. 매출은 기존작 중 주로 4분기에 시즌 업데이트가 이루어지는 'MCoC' 등 기존작들의 QoQ 매출 하향이 이루어지는 가운데, 3Q23 출시된 '세븐나이츠 키우기'의 매출 하향 안정화가 반영되며 6,132억원(QoQ -7.8%) 기록 예상.

영업비용 중 인건비는 효율적인 인건비 집행으로 1,842억원(YoY -1.8%, QoQ flat) 수준을 기록, 마케팅비는 신작은 부재했으나 3월 이루어진 '아스달 연대기' 및 '나 혼자만 레벨업: ARISE' 등 사전 마케팅 영향으로 전 분기와 유사한 1,226억원(YoY +22.3%, QoQ -3.9%) 집행 예상. 변동비 비중이 높은 지급수수료는 매출과 유사한 추이를 보이며 2,324억원(YoY -6.0%, QoQ -8.3%, 매출 대비 37.9%) 추정.

투자의견 Buy 유지 & 목표주가 62,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 62,000원으로 하향. 목표주가 하향은 '아스달연대기: 세 개의 세력' 및 '나 혼자만 레벨업: ARISE' 반영일수를 조정해 24F EBITDA를 2,595억원으로 하향(중전 2,913억원)하고, 투자자산의 지분가치 하락을 반영함에 따름.

2024년 4월 24일 출시된 '아스달 연대기: 세 개의 세력'(MMORPG)은 4월 25일 오후6시 기준 앱스토어 5위를 기록 중이며, 2Q24 평균 일매출 3억원을 기록할 것으로 추정. 이에 더해 2분기는 2024년 주요 기대작 중 하나인 '나 혼자만 레벨업: ARISE'(액션 RPG, 5월 8일 출시 예정)의 출시가 이루어져 실적발표를 전후로 2024년 이익 추정치의 방향이 정해 질 것으로 전망. 한편 1Q24 실적발표에서 공개될 것으로 예상되는 하반기 신작 라인업도 2024~2025년 매출 및 이익 추정치의 변수로 작용할 것으로 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,673	2,502	2,761	3,032	3,299
YoY(%)	6.6	-6.4	10.3	9.8	8.8
영업이익(십억원)	-109	-68	94	254	396
OP 마진(%)	-4.1	-2.7	3.4	8.4	12.0
순이익(십억원)	-886	-304	13	155	279
EPS(원)	-9,531	-2,975	130	1,532	2,766
YoY(%)	적전	적지	흑전	1,079.8	80.6
PER(배)	-6.3	-19.5	409.0	34.7	19.2
PCR(배)	19.3	27.1	17.7	12.5	10.0
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	58.5	56.6	24.7	14.9	10.5
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.2	2.6	4.5



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

넷마블 [251270]

영업이익 턴어라운드, 이제부터가 시작

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	613.2	660.0	722.6	764.9	2,506.9	2,673.4	2,501.4	2,760.6
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	1.8%	9.4%	14.6%	14.9%	0.9%	6.6%	-6.4%	10.4%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.8	55.1	62.1	64.5	72.9	312.7	288.6	269.5	254.6
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.6	158.5	151.1	148.2	152.4	150.5	642.2	648.8	610.2
세븐나이즈 키우기	-	-	31.5	53.2	34.2	22.2	18.0	15.3	-	-	84.7	89.7
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	35.6	31.5	29.5	29.4	240.7	180.2	149.8	125.9
쿠키왕	18.1	24.1	18.9	19.9	18.2	19.3	18.7	18.7	92.8	80.2	81.1	74.8
제2의나라	30.1	24.1	18.9	19.9	23.1	23.1	19.1	21.4	258.4	200.2	93.1	86.7
L2R	30.1	18.1	18.9	19.9	19.1	18.8	18.2	17.7	140.7	106.9	87.1	73.8
아스달 연대기	-	-	-	-	-	19.8	22.1	17.7	-	-	-	59.5
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	37.1	51.5	41.2	-	-	-	129.8
레이븐2	-	-	-	-	-	12.0	19.3	13.5	-	-	-	44.8
킹 아서: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	6.0	24.3	21.9	-	-	-	52.2
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	7.5	36.8	-	-	-	44.3
데미스 리본	-	-	-	-	-	-	3.0	27.9	-	-	-	30.9
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	12.0	-	-	-	12.0
기타	259.1	265.5	290.1	273.3	269.4	257.0	278.8	266.2	1,311.2	1,175.2	1,088.0	1,071.4
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	624.3	649.4	681.5	711.7	2,355.9	2,782.1	2,570.6	2,667.0
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	232.4	248.8	272.4	288.4	1,015.1	1,056.2	980.0	1,042.0
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	184.2	185.6	184.7	184.6	638.8	782.1	744.1	739.0
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	122.6	128.7	135.9	147.6	400.0	524.3	486.8	534.8
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	42.9	44.7	47.4	50.4	151.4	187.1	174.3	185.3
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	42.2	41.7	41.2	40.7	150.6	232.4	185.4	165.8
영업이익	-	28.2	-	37.2	-	21.9	18.8	-	11.1	10.5	41.1	53.2
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	182.8%	55.5%	적자전환	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	-1.8%	1.6%	5.7%	7.0%	6.0%	-4.1%	-2.7%	3.4%
당기순이익	-	45.8	-	44.1	-	28.4	-	185.6	-	11.1	-	14.9
NPM(%)	-	-7.6%	-	-7.3%	-	-4.5%	-	-27.9%	-	-1.8%	-	-2.3%

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 1H24 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2024-02-28	제2의 나라: Cross World	MMORPG	중국	모바일	자체 IP
2024-04-24	아스달 연대기: 세 개의 세력	MMORPG	한국/대만/홍콩/마카오	PC/모바일	공동 제작
1H24	나 혼자만 레벨업ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	레이븐2	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	킹 아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	글로벌	PC/콘솔	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

넷마블 [251270]

영업이익 턴어라운드, 이제부터가 시작

[도표 3] 넷마블 SOTP Valuation Table

부문	단위	24F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		5,034	
	십억원	24F EBITDA	259.5	
	배	target EV/EBITDA	19.4	글로벌 게임사 peer 24F EV/EBITDA 평균
지분가치			1,463	
코웨이	십억원	부문 가치	622	
	십억원	시가총액	4,125	
	%	지분율	25.1%	
	%	할인율	40%	40% 할인
하이브	십억원	부문 가치	640	
	십억원	시가총액	8,830	
	%	지분율	12.1%	
	%	할인율	40%	40% 할인
엔씨소프트	십억원	지분 가치	202	
	십억원	시가총액	3,787	
	%	지분율	8.9%	
	%	할인율	40%	40% 할인
순차입금			- 1,137	
적정시가총액	십억원		5,361	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		62,371	
목표주가	원		62,000	
현재주가	원		53,100	
상승여력	%		16.8%	

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

넷마블 [251270]

영업이익 턴어라운드, 이제부터가 시작

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,761	3,032	3,299
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,761	3,032	3,299
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,782	2,571	2,667	2,777	2,903
영업이익	-109	-68	94	254	396
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	3.4	8.4	12.0
EBITDA	124	117	260	385	510
EBITDA Margin (%)	4.6	4.7	8.9	12.7	15.5
영업외손익	-833	-90	-79	-79	-79
관계기업손익	80	113	145	145	145
금융수익	327	73	71	71	71
금융비용	-476	-262	-229	-229	-229
기타	-765	-14	-67	-67	-67
법인세비용차감전순이익	-941	-159	15	176	318
법인세비용	-55	145	2	21	38
계속사업순이익	-886	-304	13	155	279
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	13	155	279
당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.5	5.1	8.5
비지배지분순이익	-67	-48	2	23	42
지배지분순이익	-819	-256	11	132	238
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	0.4	4.3	7.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	-286	30	30	30
포괄순이익	-880	-590	43	185	309
비지배지분포괄이익	-59	-48	4	15	25
지배지분포괄이익	-821	-542	40	170	284

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	101	222	330
당기순이익	-886	-304	13	155	279
비현금항목의 가감	1,088	440	247	235	220
감가상각비	54	57	45	35	28
외환손익	152	36	31	31	31
자본법평가손익	-80	-113	-145	-145	-145
기타	962	461	316	314	306
자산부채의 증감	-73	-121	-49	-50	-50
기타현금흐름	-536	-113	-110	-117	-120
투자활동 현금흐름	-40	525	84	134	133
투자자산	58	545	100	150	150
유형자산	-39	-36	0	0	0
기타	-60	16	-16	-16	-17
재무활동 현금흐름	-549	-540	-193	-123	-123
단기차입금	-327	-251	-43	-43	-43
사채	0	-160	0	0	0
장기차입금	-52	-16	-16	-16	-16
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-2	0	0	0
기타	-118	-111	-135	-65	-65
현금의 증감	-851	-73	-27	209	316
기초 현금	1,354	503	430	403	612
기말 현금	503	430	403	612	929
NOPLAT	-102	-131	82	224	349
FCF	18	-103	184	305	413

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	893	1,121	1,457
현금및현금성자산	503	430	403	612	929
매출채권 및 기타채권	215	272	292	316	341
재고자산	3	3	3	3	4
기타유동자산	276	201	195	189	184
비유동자산	7,938	7,010	6,872	6,704	6,553
유형자산	336	344	300	265	237
관계기업투자금	2,537	2,386	2,399	2,361	2,324
기타금융자산	1,036	623	623	623	623
기타비유동자산	4,030	3,657	3,551	3,455	3,369
자산총계	8,936	7,916	7,765	7,825	8,010
유동부채	2,294	1,906	1,802	1,769	1,737
매입채무 및 기타채무	213	172	175	179	182
차입금	1,507	1,311	1,269	1,226	1,184
유동성채무	222	86	16	16	16
기타유동부채	351	336	342	349	356
비유동부채	1,020	931	873	831	805
차입금	456	372	356	341	325
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	564	560	517	490	480
부채총계	3,314	2,837	2,675	2,600	2,543
지배지분	5,461	4,980	4,991	5,122	5,360
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,378	1,128	1,140	1,271	1,509
기타자본변동	-525	-480	-480	-480	-480
비지배지분	161	100	100	102	107
자본총계	5,622	5,079	5,090	5,225	5,467
총차입금	2,524	2,043	1,862	1,761	1,669

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	130	1,532	2,766
PER	-6.3	-19.5	409.0	34.7	19.2
BPS	63,533	57,933	58,063	59,594	62,361
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EBITDAPS	1,439	1,361	2,845	4,484	5,935
EV/EBITDA	58.5	56.6	24.7	14.9	10.5
SPS	31,103	29,109	32,117	35,270	38,386
PSR	1.9	2.0	1.7	1.5	1.4
CFPS	209	-1,198	2,144	3,545	4,801
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

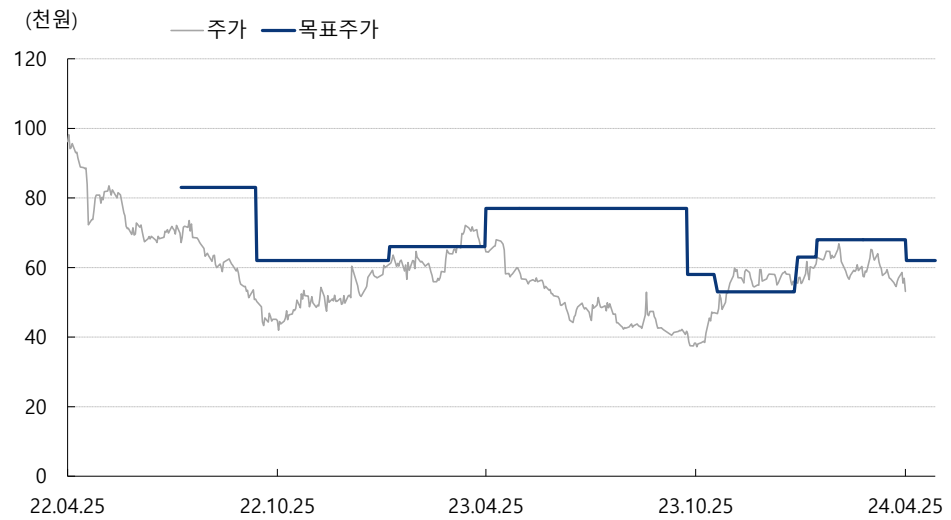
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	6.6	-6.4	10.3	9.8	8.8
영업이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	171.9	55.7
순이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	1,079.8	80.6
수익성					
ROIC	-2.7	-3.6	2.4	6.7	10.8
ROA	-8.4	-3.0	0.1	1.7	3.0
ROE	-14.6	-4.9	0.2	2.6	4.5
안정성					
부채비율	58.9	55.9	52.5	49.8	46.5
순차입금비율	28.3	25.8	24.0	22.5	20.8
이자보상배율	-1.0	-0.5	0.7	1.9	3.1

넷마블 [251270]

영업이익 턴어라운드, 이제부터가 시작

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)	2024.04.26	매수	62,000		
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)					
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)					
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)					
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)					
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)					
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)					
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)					
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37					
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)					
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)					

자료: 교보증권 리서치센터

넷마블 [251270]

영업이익 턴어라운드, 이제부터가 시작

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.3.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6%	2.9%	1.5%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하