

# 넷마블

## 251270

Aug 9, 2024

Buy

유지

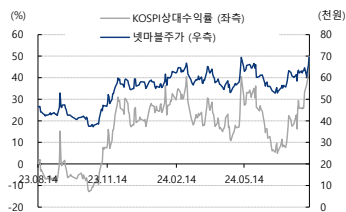
TP 82,000 원

상향

## Company Data

현재가(08/08)	69,400 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,400 원
52 주 최저가(보통주)	37,200 원
KOSPI (08/08)	2,556.73p
KOSDAQ (08/08)	745.28p
자본금	86 억원
시가총액	59,652 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	196 만주
평균거래대금(60 일)	124 억원
외국인지분(보통주)	25.43%
주요주주	
방준혁 외 15 인	24.34%
HAN RIVER INVESTMENT	17.52%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	24.6	10.3	46.0
상대주가	39.3	13.1	46.9

## 근면한 성장 지속 전망

## 2Q24 Review: 매출 &amp; 영업이익의 컨센서스 상회

넷마블 2Q24 매출은 7,821억원(YoY +29.6%, QoQ +33.6%), 영업이익은 1,112억원으로 시장 예상치(매출 7,659억원, 이익 717억원) 상회. 매출은 2Q24 출시한 '아스달 연대기', '나 혼자만 레벨업: ARISE', '레이븐2'의 기여로 YoY +29.6%, QoQ +33.6% 기록.

영업비용 중 인건비는 인력효율화 영향으로 1,827억원(YoY -5.4%, QoQ +1.8%) 수준을 기록하였으며, 마케팅비는 신작 3종 출시로 1,437억원(YoY +27.1%, QoQ +41.6%) 집행. 지급수수료는 자체 런치 기반의 PC 매출 확대로 매출 대비 지급수수료율이 YoY -6.2%p 감소하며 2,630억원 (YoY +9.4%, QoQ +15.7%, 매출 대비 33.6%) 기록.

## 투자의견 Buy 유지 &amp; 목표주가 82,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 82,000원으로 상향. 목표주가 상향은 2Q24 지급수수료를 감소에 따른 수익성 개선 정도가 예상치를 상회함을 반영해 2024년 EBITDA 추정치를 3,773억원으로 상향(종전 3,128억원)함에 따름. '나 혼자만 레벨업: ARISE'는 9월과 12월 대규모 스토리 업데이트가 계획되어 있으며, 8월 길드 시스템, 10월과 11월에도 주요 콘텐츠 업데이트를 예정하고 있어 2H24에도 의미있는 매출 및 이익 기여가 가능할 것으로 전망.

한편 동사는 2H24는 '7대죄 키우기', '킹 아서: 레전드 라이즈', 'RF 온라인 넥스트', '데미스 리본' 4종의 신작을 출시할 예정이며 2025년에는 '일곱개의 대죄: Origin'(오픈월드 RPG, PC/콘솔/모바일, 2Q25 출시 예상)을 포함해 5종 이상의 신작을 런칭할 계획. 하반기 중 2025년 라인업 및 실적 추정에 대한 시야가 확보될 것으로 기대. 신작 중 '일곱개의 대죄: Origin' 마케팅은 PC 및 모바일에서 동사의 검증된 역량을 통해 자체적으로 진행, PlayStation 마케팅은 Sony와의 협업을 통해 마케팅을 진행할 예정.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,673	2,502	2,749	3,006	3,259
YoY(%)	6.6	-6.4	9.8	9.4	8.4
영업이익(십억원)	-109	-68	218	349	456
OP 마진(%)	-4.1	-2.7	7.9	11.6	14.0
순이익(십억원)	-886	-304	232	266	347
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,933	3,369	4,387
YoY(%)	적전	적지	흑전	14.9	30.2
PER(배)	-6.3	-19.5	23.7	20.6	15.8
PCR(배)	19.3	27.1	8.0	7.9	7.0
PBR(배)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	58.5	56.6	19.5	14.1	10.9
ROE(%)	-14.6	-4.9	4.9	5.4	6.6



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 넷마블 [251270]

근면한 성장 지속 전망

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	677.1	703.9	2,506.9	2,673.4	2,502.1	2,748.5
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	7.4%	5.7%	0.9%	6.6%	-6.4%	9.8%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	64.0	74.9	312.7	288.6	269.6	256.2
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	145.7	149.9	150.5	642.2	649.0	608.1
세븐나이츠 키우기	-	-	31.5	53.2	29.3	19.0	15.4	13.1	-	-	84.8	76.8
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	37.2	36.5	240.7	180.2	149.8	146.0
아스달 연대기	-	-	-	-	-	39.1	27.6	16.6	-	-	-	83.3
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156.4	67.9	47.5	-	-	-	271.8
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	27.0	16.2	-	-	-	74.5
일곱 개의 대죄 키우기	-	-	-	-	-	-	8.0	25.8	-	-	-	18.0
킹 아서: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	-	-	18.0	-	-	-	20.0
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	20.0	-	-	-	20.0
데미스 리본	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	-	15.0
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	337.5	331.8	346.8	332.8	304.4	286.0	284.3	270.4	1,803.1	1,562.5	1,348.9	1,145.1
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	626.5	651.6	2,355.9	2,782.1	2,570.6	2,530.6
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	237.0	249.9	1,015.1	1,056.2	980.0	977.3
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	182.1	184.6	638.8	782.1	744.1	729.0
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	127.3	135.8	400.0	524.3	486.8	508.3
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	40.0	40.7	151.4	187.1	174.3	156.6
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	40.0	40.5	150.6	232.4	185.4	159.4
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	-18.8	-3.7	-111.2	-50.7	-52.3	151.0	-108.7	-68.5	-217.9
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	178.2%	55.5%	적자전환	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	7.5%	7.4%	6.0%	-4.1%	-2.7%	7.9%
당기순이익	-45.8	-44.1	-28.4	-185.6	-9.9	-162.3	-51.2	-28.2	249.2	-886.4	-303.9	-231.8
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	-20.8%	-7.6%	-4.0%	9.9%	-33.2%	-12.1%	8.4%

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2024-04-24	아스달 연대기: 세 개의 세력	MMORPG	한국/대만/홍콩/마카오	PC/모바일	공동 제작
2024-05-08	나 혼자만 레벨업ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
2024-05-29	레이븐2	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2H24	일곱 개의 대죄 키우기	방치형 RPG	글로벌	모바일	외부 IP
	킹 아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	RF 온라인 넥스트	MMORPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	데미스 리본	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

근면한 성장 지속 전망

[도표 3] 넷마블 SOTP Valuation Table

부문	단위	24F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		6,716	
	십억원	24F EBITDA	377.3	
	배	target EV/EBITDA	17.8	글로벌 게임사 peer 24F EV/EBITDA 평균
지분가치			1,265	
코웨이	십억원	부문 가치	620	
	십억원	시가총액	4,118	
	%	지분율	25.1%	
	%	할인율	40%	40% 할인
하이브	십억원	부문 가치	434	
	십억원	시가총액	7,666	
	%	지분율	9.4%	
	%	할인율	40%	40% 할인
엔씨소프트	십억원	지분 가치	211	
	십억원	시가총액	3,956	
	%	지분율	8.9%	
	%	할인율	40%	40% 할인
순차입금			- 917	
적정시가총액	십억원		7,065	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		82,192	
목표주가	원		82,000	
현재주가	원		69,400	
상승여력	%		18.2%	

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

근면한 성장 지속 전망

### [넷마블 251270]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,749	3,006	3,259
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,749	3,006	3,259
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,782	2,571	2,531	2,657	2,803
영업이익	-109	-68	218	349	456
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	7.9	11.6	14.0
EBITDA	124	117	369	479	569
EBITDA Margin (%)	4.6	4.7	13.4	16.0	17.5
영업외손익	-833	-90	91	6	6
관계기업손익	80	113	144	144	144
금융수익	327	73	67	67	67
금융비용	-476	-262	-191	-160	-160
기타	-765	-14	71	-45	-45
법인세비용차감전순이익	-941	-159	308	354	461
법인세비용	-55	145	76	88	114
계속사업순이익	-886	-304	232	266	347
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	232	266	347
당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	8.4	8.9	10.6
비지배지분순이익	-67	-48	-20	-23	-30
지배지분순이익	-819	-256	252	290	377
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	9.2	9.6	11.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	-286	30	30	30
포괄순이익	-880	-590	262	296	377
비지배지분포괄이익	-59	-48	21	24	31
지배지분포괄이익	-821	-542	241	272	346

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	323	336	400
당기순이익	-886	-304	232	266	347
비현금항목의 가감	1,088	440	315	290	279
감가상각비	54	57	45	35	28
외환손익	152	36	31	31	31
자본법평가손익	-80	-113	-144	-144	-144
기타	962	461	383	367	364
자산부채의 증감	-73	-121	-48	-49	-49
기타현금흐름	-536	-113	-176	-171	-178
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	220	371	460
기초 현금	1,354	503	430	650	1,022
기말 현금	503	430	650	1,022	1,481
NOPLAT	-102	-131	164	262	343
FCF	18	-103	267	344	408

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,139	1,527	2,005
현금및현금성자산	503	430	650	1,022	1,481
매출채권 및 기타채권	215	272	291	313	336
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	8,011	8,231	8,558
유동부채	2,294	1,906	1,801	1,769	1,737
매입채무 및 기타채무	213	172	175	178	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	2,542
지배지분	5,461	4,980	5,232	5,521	5,898
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,378	1,128	1,381	1,670	2,047
기타자본변동	-525	-480	-480	-480	-480
비지배지분	161	100	105	110	118
자본총계	5,622	5,079	5,336	5,632	6,016
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	2,933	3,369	4,387
PER	-6.3	-19.5	23.7	20.6	15.8
BPS	63,533	57,933	60,866	64,235	68,622
PBR	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
EBITDAPS	1,439	1,361	4,291	5,578	6,625
EV/EBITDA	58.5	56.6	19.5	14.1	10.9
SPS	31,103	29,109	31,977	34,969	37,914
PSR	1.9	2.0	2.2	2.0	1.8
CFPS	209	-1,198	3,105	4,003	4,746
DPS	0	0	0	0	0

#### 재무비율

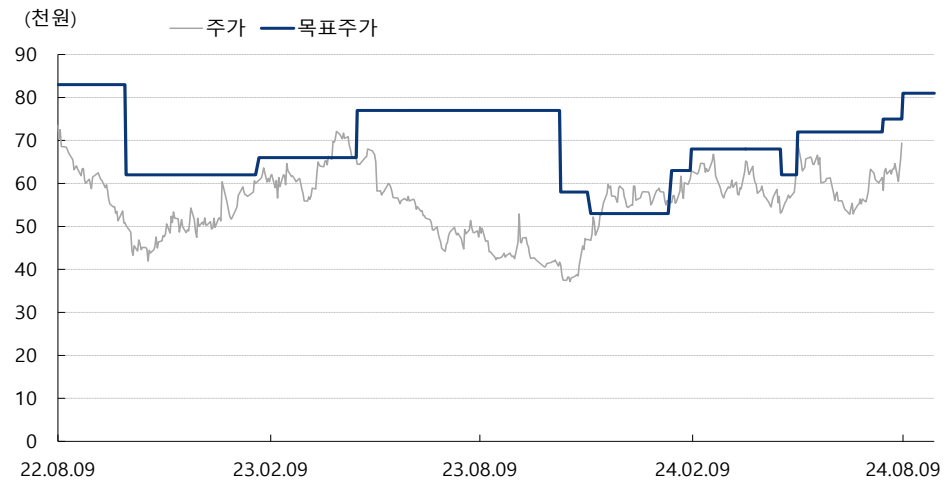
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	6.6	-6.4	9.8	9.4	8.4
영업이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	60.0	30.7
순이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	14.8	30.2
수익성					
ROIC	-2.7	-3.6	4.7	7.9	10.6
ROA	-8.4	-3.0	3.2	3.6	4.5
ROE	-14.6	-4.9	4.9	5.4	6.6
안정성					
부채비율	58.9	55.9	50.1	46.2	42.3
순차입금비율	28.3	25.8	23.2	21.4	19.5
이자보상배율	-1.0	-0.5	1.6	2.6	3.6

## 넷마블 [251270]

근면한 성장 지속 전망

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	(7.34)	4.32
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)	2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)	2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	81,000		
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]

근면한 성장 지속 전망

### ■ 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\_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2%	3.2%	0.6%	0.0%

#### [ 업종 투자의견 ]

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

**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘탈의 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