

넷마블 (251270)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견 Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가 63,000

유지

현재주가 69,400

(24.08.08)

디지털콘텐츠업종

8월 주가는 안전

- 2Q, 신작 2개의 초기 흥행 성공과 함께 비용 효율화로 이익 서프를 기록
- 2Q 호실적에 이어 신작 '7대죄키우기(3Q)' 기대감에 긍정적 주가 흐름 전망
- 단, 출시 후 주가 조정 가능. 추가 주가 상승 위해 추정치 이상의 흥행 성과 필요

목표주가 63,000원, 투자의견 Marketperform 유지

SOTP 방식 적용. 1) 영업자산 가치. 5.1조원 + 2) 투자자산 지분가치 1.3조원 추정

1) 영업자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 peer의 EV/EBITDA 평균(11.4x) 대비 10% 할증. 신작 기대감이 할증 요인. 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 4,336억원, 엔씨소프트 지분가치 2,108억원, 코웨이 지분가치 6,197억원 등

신작 2개 흥행 + 비용 효율화로 이익 서프

2Q24 매출액 7,821억원(YoY 29.6%, QoQ 33.6%), 영업이익 1,112억원(YoY 흑전, QoQ 2,905.4%) 기록. 매출은 컨센 부합, 영업이익은 컨센을 크게 상회하는 실적 기록. 지급수수료와 마케팅비 효율화가 이익 서프 요인으로 판단

2분기에 출시한 신작 나혼렘과 레이븐2가 초기 흥행에 성공하면서 첫 분기 일매출 각각 30억원, 10억원 기록. 두 게임 모두 PC 비중이 높고 IP 수수료율도 낮아(레이븐2는 자체 IP, 나혼렘은 5% 추정) 수익성 또한 높은 게임. 다만, 3분기 두 게임 모두 모바일 매출 순위 하락 중. PC 역시 비슷한 추이일 것으로 추정. 나혼렘, 레이븐2 3분기 일매출 각각 13억원, 5억원으로 추정. 마케팅비는 신작 3종 출시에도 불구하고, 예상보다 낮게 집행하여 QoQ 42% 증가한 1,437억원 기록

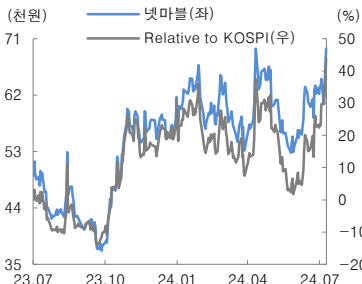
호실적에 이어 3분기 '7대죄 키우기' 출시까지는 기대감 구간

2분기 호실적에 이어 하반기 4종의 신작이 출시될 예정. 이 중 동사의 글로벌 인기 IP면서, 최근 방치형 RPG 게임들의 출시 이후 높은 매출 순위를 고려했을 때, 3분기 글로벌 출시 예정인 일곱개의대죄 키우기(방치형RPG)가 기대해 볼만한 게임으로 판단. 당사는 일곱개의대죄 키우기의 출시 초기 일매출 15억원으로 추정. IP 인지도를 고려하여 세븐나이츠키우기 초기 일매출 12억원보다 높은 수준으로 반영. 동사의 현 주가 수준은 당사 추정치 기준 12MF PER 28배로 부담스러운 수준이나 최근 동사의 높아진 신작 hit ratio를 감안했을 때 주가에 신작 기대감 반영될 수 있을 것으로 판단. 다만, 신작 출시 이후 단기 모멘텀 소멸과 함께 차기 신작들의 낮은 기대감으로 주가 조정 가능성 있을 것으로 예상. 이후 추가적인 주가 upside를 위해서는 신작의 기대 이상의 흥행 성과, 출시 약 한달 이후 매출 순위가 떨어진 나혼렘의 하반기 업데이트에 따른 트래픽/매출 반등, 2025년 신작 일곱개의 대죄 오리지의 BM, 개발 진척도, 출시 타임라인 등의 확인 필요.

(단위: 십억원 %)

구분	2023	1Q24	2024				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	603	585	781	782	29.6	33.6	775	738	17.1	-5.6
영업이익	-37	4	86	111	흑전	2,911.1	73	75	흑전	-32.8
순이익	-27	0	-176	4	흑전	흑전	74	3	흑전	-27.0

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,932	2,771	2,710
영업이익	-109	-68	279	173	206
세전순이익	-941	-159	375	251	-101
총당기순이익	-886	-304	270	187	-75
지배지분순이익	-819	-256	292	195	-79
EPS	-9,531	-2,975	3,394	2,273	-915
PER	NA	NA	20.4	30.5	NA
BPS	63,533	57,933	59,367	60,462	58,839
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	1.2
ROE	-14.6	-4.9	5.8	3.8	-1.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,894	2,647	2,932	2,771	1.3	4.7
판매비와 관리비	2,664	2,560	2,653	2,598	-0.4	1.5
영업이익	230	87	279	173	21.3	98.7
영업이익률	8.0	3.3	9.5	6.2	1.6	2.9
영업외손익	-10	-4	96	78	흑자조정	흑자조정
세전순이익	220	83	375	251	70.6	203.1
지배지분순이익	157	60	292	195	85.8	228.3
순이익률	5.7	2.5	9.2	6.8	3.5	4.3
EPS(지배지분순이익)	1,826	692	3,394	2,273	85.8	228.3

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
(A) SoTP Valuation		
(1) 영업 가치		
12MF EBITDA	452.1	EA, Nexon, Nintendo 등 글로벌 peer 8개사의 12MF EV/EBITDA 평균대비 10% 할증
Target EV/EBITDA	12.5	
적정 가치	5,102.5	
(2) 투자자산 가치		
하이브 적정가치	7,655.7	현재 주가 기준
지분율	9.4%	
할인율	40.0%	
하이브 지분가치 (a)	433.6	
엔씨소프트 적정가치	3,956.1	현재 주가 기준
지분율	8.9%	
할인율	40.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	210.8	
코웨이 적정가치	4,118.0	현재 주가 기준
지분율	25.1%	
할인율	40.0%	
코웨이 지분가치 (c)	619.7	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	1,264.1	
(3) 순현금	-993.2	1Q24 별도 기준
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	5,373.4	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	62,516	
목표 주가(원)	63,000	
현재 주가(원)	69,400	
상승 여력	-9.2%	

자료: 대신증권 Research Center


표 2. 넷마블 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	585.4	782.1	738.3	826.7	690.8	733.4	701.2	645.1	2,501.4	2,932.5	2,770.5
제2의 나라	17.6	16.2	14.9	14.8	13.9	13.0	12.2	12.1	93.1	63.5	51.2
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	43.4	52.1	38.3	46.8	35.5	42.6	269.5	212.8	163.1
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	41.0	31.3	27.2	34.5	34.6	26.7	23.6	29.8	149.8	134.0	114.7
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	87.1	71.9	70.2
해리포터 호그와트 미스터리	23.4	18.6	18.2	17.7	16.8	16.4	16.1	15.6	73.3	77.8	64.9
블레이드&소울 레볼루션	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	75.0	57.7	48.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	141.2	134.1	132.8	131.4	130.1	128.8	630.8	587.8	523.2
세븐나이츠레볼루션	7.9	7.2	6.5	5.9	5.2	4.7	4.3	3.9	52.5	27.5	18.0
신의탑	15.7	12.7	10.3	8.2	6.4	5.2	4.2	3.4	49.4	46.9	19.2
세븐나이츠키우기	29.3	15.8	14.4	12.9	11.4	10.4	9.4	8.5	84.7	72.3	39.6
중국 신작	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	23.6	68.3	60.4
나혼자만레벨업		156.4	119.6	138.0	67.5	61.4	55.9	50.3		414.0	235.1
레이븐2		31.3	46.0	41.4	36.5	44.2	42.5	40.4		118.7	163.5
일곱개의 대죄 키우기			45.0	62.1	36.5	18.4	13.0	9.1		107.1	77.0
일곱개의 대죄 오리진						84.0	33.6	4.2			121.8
기타(기타 게임 및 신작 포함)	188.9	222.0	203.9	257.3	242.8	224.4	277.4	255.0	912.7	872.1	999.6
영업비용	581.7	670.9	663.5	737.2	645.0	657.5	656.6	638.7	2,570.5	2,653.3	2,597.8
인건비	179.5	182.7	184.5	212.2	197.4	200.9	202.9	204.9	744.1	758.9	806.0
자급수수료	227.4	263.0	262.5	293.8	245.4	230.4	241.1	233.4	980.0	1,046.7	950.3
마케팅비	101.5	143.7	133.6	147.0	117.6	141.1	127.0	114.3	486.8	525.8	500.1
감가비	39.0	39.9	40.8	41.8	41.8	41.8	41.9	41.9	185.4	161.5	167.5
기타	34.3	41.6	42.0	42.4	42.9	43.3	43.7	44.2	174.2	160.4	174.0
영업이익	3.7	111.2	74.7	89.5	45.7	75.9	44.6	6.4	-69.1	279.1	172.7
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	10.8%	6.6%	10.3%	6.4%	1.0%	-2.8%	9.5%	6.2%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	55.5	67.1	33.4	57.3	33.2	3.8	-255.7	291.7	127.6
순이익률	-0.1%	21.7%	7.5%	8.1%	4.8%	7.8%	4.7%	0.6%	-10.2%	9.9%	4.6%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2H24년 신작 라인업


일곱 개의 대죄 키우기



글로벌
방치형 RPG

- '일곱 개의 대죄' IP 세계관
- 원터치 드로우의 쉬운 게임성
- 작고 귀여워진 캐릭터


RF 온라인 넥스트



한국
MMORPG

- 20년간 서비스한 'RF 온라인' IP
- 우주 배경의 사실적인 SF 세계관
- 3개 국가의 RvR 대립


킹 아서: 레전드 라이즈



글로벌
수집형 전략 RPG

- '원탁의 기사' IP 기반 다크 판타지 세계관
- 언리얼엔진5 고품질 그래픽
- 퍼즐 및 기믹을 활용한 시네마틱 스토리텔링

데미스 리본



글로벌
수집형 RPG

- 넷마블 오리지널 IP 세계관
- 고품질의 매력적인 캐릭터
- 월드를 탐험하며 펼쳐지는 서브컬처 스토리

※ (위에 기재된 신작 이외의) 출시 예정작은 추후 공개 예정

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

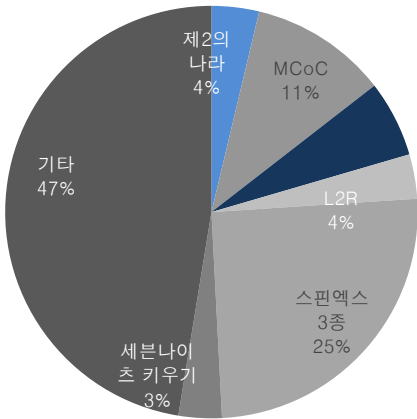
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 22%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국 민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크 로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

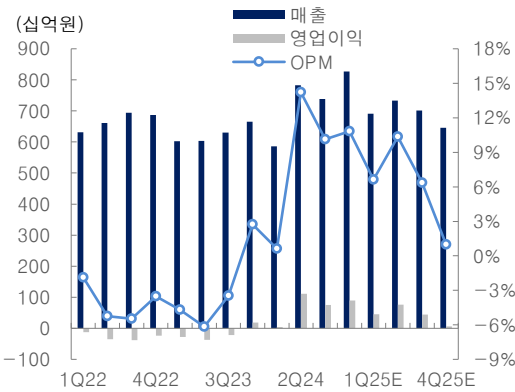
게임별 매출 비중 (2023년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

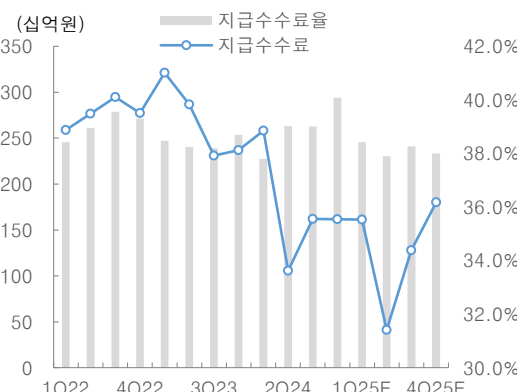
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



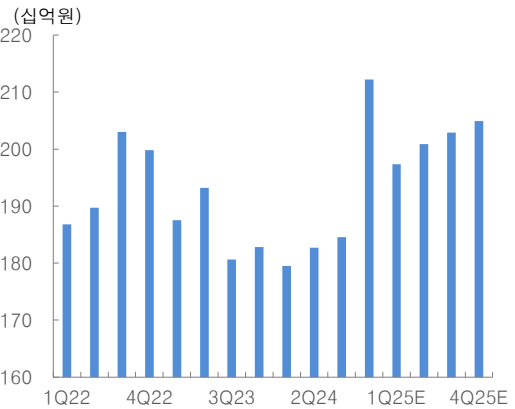
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



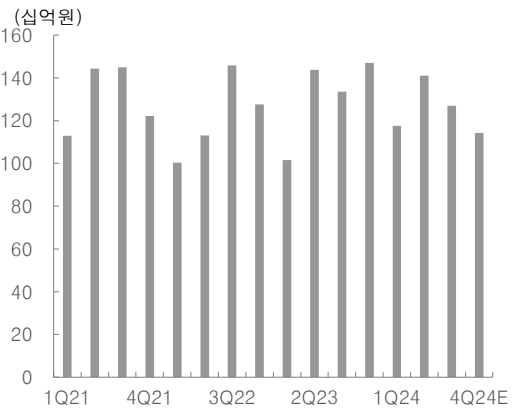
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,932	2,771	2,710
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,932	2,771	2,710
판매비와관리비	2,782	2,571	2,653	2,598	2,504
영업이익	-109	-68	279	173	206
영업외수익	-4.1	-2.7	9.5	6.2	7.6
EBITDA	124	117	435	315	336
영업외손익	-833	-90	96	78	-307
관계기업손익	80	113	68	96	96
금융수익	327	73	167	167	167
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-476	-262	-171	-228	-612
외환관련손실	349	71	54	54	54
기타	-765	-14	32	43	43
법인세비용차감전순이익	-941	-159	375	251	-101
법인세비용	55	-145	-106	-63	26
계속사업순이익	-886	-304	270	187	-75
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	270	187	-75
당기순이익률	-33.2	-12.1	9.2	6.8	-2.8
비재계분순이익	-67	-48	-22	-8	3
재계분순이익	-819	-256	292	195	-79
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-29	-29	-29	-29
포괄순이익	-880	-590	-16	-99	-361
비재계분포괄이익	-59	-48	1	4	16
재계분포괄이익	-821	-542	-18	-103	-377

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	3,394	2,273	-915
PER	NA	NA	20.4	30.5	NA
BPS	63,533	57,933	59,367	60,462	58,839
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	1.2
EBITDAPS	1,439	1,361	5,059	3,665	3,914
EV/EBITDA	58.9	57.1	16.1	20.1	17.7
SPS	31,103	29,109	34,117	32,233	31,523
PSR	1.9	2.0	2.0	2.2	2.2
CFPS	2,343	1,587	6,765	4,831	606
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	6.6	-6.4	17.2	-5.5	-2.2
영업이익 증/감	적전	적지	흑전	-38.1	19.2
순이익 증/감	적전	적지	흑전	-30.6	적전
수익성					
ROIC	-2.6	-3.5	5.6	3.7	4.5
ROA	-1.1	-0.8	3.5	2.1	2.5
ROE	-14.6	-4.9	5.8	3.8	-1.5
안정성					
부채비율	58.9	55.9	56.3	55.3	56.8
순차입금비율	34.4	31.3	17.6	5.0	-2.4
이자보상배율	-1.0	-0.5	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,713	2,348	2,731
현금및현금성자산	503	430	1,200	1,857	2,251
매출채권 및 기타채권	215	272	315	299	293
재고자산	3	3	3	3	3
기타유동자산	276	201	195	189	184
비유동자산	7,938	7,010	6,423	5,882	5,356
유형자산	336	344	331	320	311
관계기업투자지급	2,537	2,386	1,936	1,514	1,092
기타비유동자산	5,066	4,280	4,156	4,048	3,953
자산총계	8,936	7,916	8,136	8,230	8,087
유동부채	2,294	1,906	2,000	1,998	1,997
매입채무 및 기타채무	213	172	177	175	174
차입금	1,507	1,311	1,311	1,311	1,311
유동상채무	222	86	176	176	176
기타유동부채	351	336	336	336	336
비유동부채	1,020	931	931	931	931
차입금	456	372	372	372	372
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	564	560	560	560	560
부채총계	3,314	2,837	2,932	2,930	2,929
자본지분	5,461	4,980	5,103	5,197	5,057
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
잉여잉여금	1,378	1,128	1,420	1,616	1,537
기타자본변동	177	-58	-226	-327	-388
비자본지분	161	100	102	104	101
자본총계	5,622	5,079	5,205	5,301	5,158
순차입금	1,936	1,590	915	264	-125

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	424	354	70
당기순이익	-886	-304	270	187	-75
비현금항목의 가감	1,088	440	312	228	127
감가상각비	232	185	156	142	131
외환손익	152	36	31	31	31
자본법정평가손익	-80	-113	-68	-96	-96
기타	784	332	193	151	62
자산부채의 증감	-73	-121	-64	-11	-20
기타현금흐름	-536	-113	-93	-50	39
투자활동 현금흐름	-40	525	433	400	397
투자자산	58	545	457	425	423
유형자산	-38	-36	-36	-36	-36
기타	-60	16	11	11	10
재무활동 현금흐름	-549	-540	22	-67	-67
단기차입금	-327	-251	0	0	0
사채	0	-160	0	0	0
장기차입금	-52	-16	0	0	0
유상증자	1	3	0	0	0
현금배당	-52	-2	0	0	0
기타	-119	-114	22	-67	-67
현금의 증감	-851	-73	770	657	394
기초 현금	1,354	503	430	1,200	1,857
기말 현금	503	430	1,200	1,857	2,251
NOPLAT	-102	-131	201	129	154
FCF	9	31	320	235	248

[Compliance Notice]

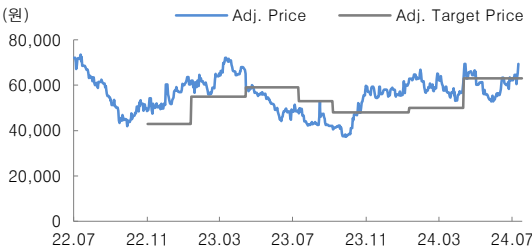
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.09	24.07.18	24.05.09	24.02.08	23.12.25	23.12.02
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	63,000	63,000	63,000	50,000	48,000	48,000
과다율(평균%)		(0.15)	(5.40)	19.46	19.96	15.05
과다율(최대/최소%)		10.16	10.16	6.20	14.58	(2.60)
제시일자	23.11.10	23.10.04	23.08.08	23.05.16	23.05.12	23.05.11
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	48,000	48,000	53,000	59,000	59,000	55,000
과다율(평균%)	11.68	(15.16)	(15.59)	(11.76)	(1.19)	
과다율(최대/최소%)	24.58	(1.67)	(0.19)	1.69	(1.19)	
제시일자	23.02.10	22.11.29				
투자의견	Marketperform	Marketperform				
목표주가	55,000	43,000				
과다율(평균%)	16.35	27.67				
과다율(최대/최소%)	1.64	10.35				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상