



넷마블 (251270)

나혼렘 성공적 런칭

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 75,000원

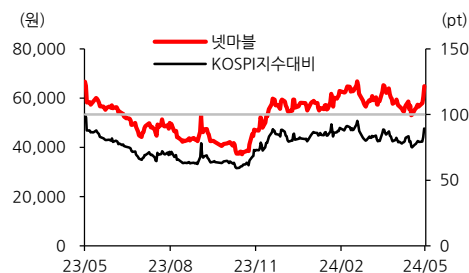
현재 주가(5/9)	64,800원
상승여력	▲15.7%
시가총액	55,698억원
발행주식수	85,954천주
52주 최고가 / 최저가	67,100 / 37,200원
90일 일평균 거래대금	74.4억원
외국인 지분율	24.3%
주주 구성	
방준혁 (외 19인)	64.1%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.1	3.0	38.2	-3.4
상대수익률(KOSPI)	8.8	-0.5	26.4	-11.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,673	2,502	2,808	2,757
영업이익	-109	-68	146	81
EBITDA	124	117	274	213
지배주주순이익	-819	-256	89	27
EPS	-9,998	-3,120	1,087	325
순차입금	1,999	1,603	1,235	1,208
PER	-6.0	-18.6	59.6	199.6
PBR	1.0	1.0	1.0	1.1
EV/EBITDA	58.1	56.4	24.8	31.8
배당수익률	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	-14.6	-4.9	1.7	0.5

주가 추이



동사의 1Q24 영업이익은 비용 통제에 의해 컨센서스를 상회했습니다. 나혼렘 흥행으로 이익 개선 가능성도 높습니다. 하반기에도 다수의 라인업이 주가 기대감으로 반영될 수 있는 구간입니다.

1Q24 영업이익 컨센서스 상회

동사의 1Q24 실적은 매출액 5854억 원, 영업이익 37억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 상회했다. 인건비, 마케팅비 등의 비용 통제가 이익 컨센서스 상회 요인이다. MCoC, 세븐나이츠카우기 등 기존 게임들의 매출 감소에도 불구하고 신작 부재로 인한 강도 높은 마케팅비 절감이 나타났다. 스핀엑스 게임들의 업데이트 효과로 북미 지역 매출 비중은 QoQ 3% 늘어났고, 캐주얼 게임 비중도 QoQ 7% 증가했다.

경쟁사 대비 다양하고 빠른 다작 출시가 투자포인트

우리는 동사의 2024년 실적으로 매출액 2,813억 원(YoY 12.2%), 영업이익 1457억 원(YoY 흑전)을 전망한다. 인건비 및 마케팅 효율화를 통한 비용구조 개선 기조는 올해에도 지속될 것으로 예상된다. 회사는 지난 8일 출시된 신작 나혼자만레벨업(나혼렘)은 24시간 매출이 140억 원을 달성했다고 언급했다. 이를 통해 2분기 완전한 이익 개선 가능성은 높다고 판단한다. 이후 올해 5개의 신작도 예정되어 있다. 여전히 흥행을 담보할 수는 없지만 촘촘한 론칭 일정으로 인한 모멘텀이 경쟁사 대비 많다는 점이 긍정적이다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 나혼렘의 흥행을 반영해 EBITDA는 상향조정했으나 신작 출시 후 멀티플 축소로 목표주가는 변동없다. 여전히 이익기반의 펀더멘털이나 밸류에이션 관점으로 보면 동사가 적절한 대안은 아니다. 다만 부진한 업황이 지속되고 있고 그 어떤 모멘텀이 없는 업종 내에서 다작 출시 라인업을 갖고 있다는 것만으로도 투자포인트가 된다고 판단한다. 다시한번 하이브 보유 지분 매각(2.6%)으로 재무구조가 되고 있는 점도 긍정적이다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	603	603	631	666	585	748	720	754	2,673	2,502	2,808	2,757
YoY (%)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	24.0	14.1	13.3	6.6	(6.4)	12.2	(1.8)
국내	98	84	110	131	100	103	107	111	425	423	421	478
해외	504	519	521	535	486	645	613	643	2,248	2,079	2,386	2,279
리니지 2 레볼	30	18	19	20	18	17	17	17	107	87	68	69
MCoC	54	72	63	80	59	61	57	59	289	270	236	282
일곱개의대죄	42	36	32	40	41	43	39	41	180	150	163	125
제 2 의나라	30	24	19	20	18	17	17	16	200	93	67	63
쿠기잼	18	24	19	20	18	17	17	17		81	68	72
영업비용	631	641	653	647	582	692	683	705	2,782	2,571	2,662	2,677
YoY (%)	(1.9)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	8.0	4.7	9.0	18.1	(7.6)	3.6	0.5
지급수수료	247	240	239	254	227	284	274	287	1,056	980	1,072	1,048
인건비	188	193	181	183	180	188	202	200	782	744	769	802
광고선전비	100	113	146	128	102	135	126	128	524	487	490	483
기타	48	46	41	40	34	43	42	45	187	174	165	179
감가상각비	48	48	46	43	39	41	40	45	232	185	165	165
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.8	3.7	56.7	36.3	49.0	(108.4)	(68.5)	145.7	80.7
YoY (%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	160.8	적전	적지	흑전	(44.6)
영업이익률 (%)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	7.6	5.0	6.5	(4.1)	(2.7)	5.2	2.9
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.4)	(185.6)	(9.9)	44.8	30.4	23.7	(906.4)	(303.9)	89.0	26.6
YoY (%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	(70.1)
순이익률(%)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	6.0	4.2	3.1	(33.9)	(12.1)	3.2	1.0

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,507	2,673	2,502	2,808	2,757
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	151	-109	-68	146	81
EBITDA	302	124	117	274	213
순이자손익	-12	-89	-117	-94	-93
외화관련손익	32	-123	-34	0	0
지분법손익	209	79	423	0	0
세전계속사업손익	351	-941	-159	125	37
당기순이익	249	-886	-304	89	27
지배주주순이익	240	-819	-256	89	27
증가율(%)					
매출액	0.9	6.6	-6.4	12.2	-1.8
영업이익	-44.5	적전	적지	흑전	-44.6
EBITDA	-21.4	-59.0	-5.5	134.6	-22.4
순이익	-26.3	적전	적지	흑전	-70.1
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	6.0	-4.1	-2.7	5.2	2.9
EBITDA 이익률	12.0	4.6	4.7	9.8	7.7
세전이익률	14.0	-35.2	-6.3	4.5	1.4
순이익률	9.9	-33.2	-12.1	3.2	1.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	137	-408	-119	524	182
당기순이익	249	-886	-304	89	27
자산상각비	151	232	185	129	132
운전자본증감	-116	-73	0	7	11
매출채권 감소(증가)	20	12	-80	-30	15
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-99	-8	-15	31	-10
투자현금흐름	-1,158	-40	535	-115	-114
유형자산처분(취득)	-86	-38	-52	-97	-95
무형자산 감소(증가)	-15	-82	13	2	2
투자자산 감소(증가)	1,333	126	32	-3	-3
재무현금흐름	1,099	-549	-489	-43	-43
차입금의 증가(감소)	1,283	-443	-493	0	0
자본의 증가(감소)	-150	-43	5	-43	-43
배당금의 지급	-157	-43	-43	-43	-43
총현금흐름	339	201	-119	517	170
(-)운전자본증감(감소)	-329	331	50	-7	-11
(-)설비투자	86	39	52	97	95
(+)자산매각	-15	-81	13	2	2
Free Cash Flow	568	-250	-209	429	89
(-)기타투자	2,834	-212	-593	18	19
잉여현금	-2,267	-38	384	412	70
NOPLAT	107	-79	-50	103	57
(+) Dep	151	232	185	129	132
(-)운전자본투자	-329	331	50	-7	-11
(-)Capex	86	39	52	97	95
OpFCF	500	-216	33	142	106

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,963	997	906	1,309	1,326
현금성자산	1,541	578	499	867	894
매출채권	233	215	272	301	286
재고자산	4	3	3	3	3
비유동자산	8,701	7,938	7,010	6,994	6,973
투자자산	4,279	4,006	3,437	3,455	3,473
유형자산	323	336	344	396	439
무형자산	4,099	3,596	3,229	3,143	3,060
자산총계	10,664	8,936	7,916	8,303	8,299
유동부채	3,056	2,294	1,906	1,948	1,949
매입채무	229	213	172	203	193
유동성이자부채	2,211	1,783	1,456	1,456	1,456
비유동부채	1,600	1,020	931	942	954
비유동이자부채	1,178	795	646	646	646
부채총계	4,656	3,314	2,837	2,890	2,903
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	2,235	1,378	1,128	1,174	1,157
자본조정	-349	177	-58	231	231
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	6,008	5,622	5,079	5,413	5,396

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	2,795	-9,998	-3,120	1,087	325
BPS	67,379	63,533	57,933	61,814	61,619
DPS	528	530	530	530	530
CFPS	3,948	2,343	-1,386	6,012	1,981
ROA(%)	2.5	-8.4	-3.0	1.1	0.3
ROE(%)	4.3	-14.6	-4.9	1.7	0.5
ROIC(%)	4.1	-2.0	-1.3	2.8	1.6
Multiples(x, %)					
PER	44.7	-6.0	-18.6	59.6	199.6
PBR	1.9	1.0	1.0	1.0	1.1
PSR	4.3	1.9	2.0	2.0	2.0
PCR	31.7	25.8	-41.9	10.8	32.7
EV/EBITDA	41.8	58.1	56.4	24.8	31.8
배당수익률	0.4	0.9	0.9	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	77.5	58.9	55.9	53.4	53.8
Net debt/Equity	30.8	35.6	31.6	22.8	22.4
Net debt/EBITDA	612.9	1,616.3	1,371.0	450.2	567.3
유동비율	64.2	43.5	47.5	67.2	68.0
이자보상배율(배)	4.2	n/a	n/a	1.3	0.7
자산구조(%)					
투하자본	40.7	47.1	48.4	45.8	45.2
현금+투자자산	59.3	52.9	51.6	54.2	54.8
자본구조(%)					
차입금	36.1	31.4	29.3	28.0	28.0
자기자본	63.9	68.6	70.7	72.0	72.0

[Compliance Notice]

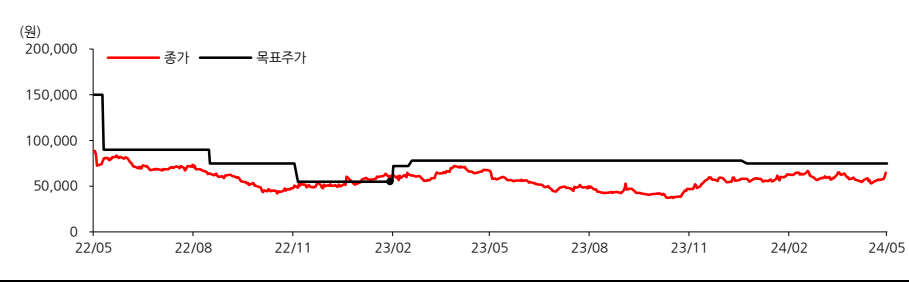
(공표일: 2024년 5월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.05.19	2022.08.25	2022.11.14	2022.11.17	2023.01.20	2023.02.10
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	90,000	75,000	55,000	55,000	55,000	72,000
일 시	2023.02.27	2023.04.04	2023.05.12	2023.05.23	2023.06.07	2024.01.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	78,000	78,000	78,000	78,000	78,000	75,000
일 시	2024.02.08	2024.05.10				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	75,000	75,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.19	Buy	90,000	-19.74	-7.22
2022.08.25	Buy	75,000	-29.97	-14.53
2022.11.14	Hold	55,000	-1.74	15.64
2023.02.10	Buy	72,000	-15.38	-10.28
2023.02.27	Buy	78,000	-32.03	-7.56
2024.01.02	Buy	75,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%