

넷마블 (251270/KS)

진짜 레벨업 해버렸다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 82,000 원(상향)

현재주가: 69,400 원

상승여력: 18.2%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

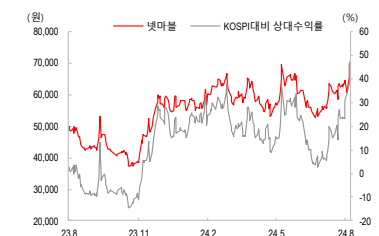
Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	5,965 십억원
주요주주	
방준혁(와15)	24.34%
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52%

Stock Data

주가(24/08/08)	69,400 원
KOSPI	2,556.73 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,200 원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 신작+비용 절감 효과가 시너지를 낸 분기

매출액 7,821 억원(+33.6% QoQ, 이하 동일), 영업이익 1,112 억원(+2,911.1%, OPM 14.2%), 지배주주순이익 1,695 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스 725 억원을 크게 상회했다. 신작 3 종(<아스달연대기: 세 개의 세력>, <나 혼자만 레벨업: ARISE>, <레이븐 2>)의 성과가 반영되었다. <나혼렘>의 매출은 약 1,564 억원 인식되었고, <아스달>과 <레이븐 2>의 PC 매출 비중은 50%를 상회해 지급수수료 감소에 기여했다. 자체 런처 기반 매출 확대로 매출대비 지급수수료 비중은 23 년 39.2%→2Q24 33.6%로 하락했다. 마케팅비도 핵심 국가에 집중해 효율적으로 집행했다. 영업 외에서는 하이브 지분 처분 이익이 반영되며 세전이익은 2,173 억원을 기록했다.

하반기도 자신있어

<나혼렘>은 하반기에도 매월 업데이트를 계획하고 있다. 업데이트마다 국가별로 순위 반등을 확인할 수 있다. 아직까지 준비하고 있는 콘텐츠가 충분하고, 4Q24 에 애니메이션 2 기가 방영되면 추가될 수 있는 스토리는 더욱 풍부해지고 마케팅 효과도 얻을 수 있다. 연말 스팀 출시 예상, 내년에 콘솔 플랫폼으로도 확장을 준비하고 있어 <나혼렘>의 PLC 는 장기화될 것으로 예상된다. 또한 2 분기 작품들의 PC 트래픽이 유지되고 있고, 하반기 준비 중인 신작 4 종 중 3 종이 PC 서비스를 준비하고 있어 하반기에도 지급수수료 비중은 유지될 것으로 전망한다.

목표주가 8.2 만원으로 상향

보유 지분 유동화를 통한 차입금 감소와 하반기 이익 추정치 상향을 반영해 목표주가를 기존 7.2 만원에서 8.2 만원으로 상향한다. 추가적으로 유동화할 수 있는 자산은 충분하고, 그 동안 동사의 큰 약점이었던 불안정한 재무구조를 개선하는 데 활용할 수 있다. 남은 하반기에는 동사가 성공한 경험이 있는 방치형 장르 신작, 자체 IP 게임의 출시를 계획하고 있어 견조한 성장이 이어진다. 하반기 신작도 흥행에 성공한다면 동사의 주가는 탄력적으로 움직일 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	2,741	2,777	2,780
영업이익	십억원	151	-109	-68	216	137	162
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	208	39	64
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	2,423	458	744
PER	배	44.7	-6.3	-19.5	28.6	151.5	93.3
PBR	배	1.7	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	20.0	25.9	24.1
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	4.1	0.7	1.2

목표주가 산출					비고
1) 영업가치					
3Q24E~2Q25E 합산 EBITDA				334.9	
Target Multiple				16.2	글로벌 peers 12MF EV/EBITDA 평균값
적정 영업 가치				5,441.5	
2) 투자지분 가치					
	시가총액	지분율	할인율	지분가치	
엔씨소프트	4,171.5	8.9%	40%	222.3	과거 3개월 평균 시가총액 40% 할인
하이브	8,002.9	9.4%	40%	453.3	
코웨이	4,393.9	25.1%	40%	661.2	
투자자산 가치				1,336.7	
3) 순차입금					
합산 가치 1)+2)-3)				6,711.1	
주식 수 (천 주)				81,934.6	
적정 주가(원)				81,908	
목표 주가(원)				82,000	
현재 주가(원)				69,400	
상승 여력				18.2%	

자료: SK 증권

수익추정표											
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	678.6	695.2	2,502.1	2,741.3	2,777.2
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	670.9	615.0	657.9	2,570.5	2,525.4	2,640.7
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	188.0	193.0	744.1	743.2	797.3
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	123.8	128.5	486.8	497.6	487.3
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	225.0	256.2	980.0	971.6	1,026.8
기타	95.9	94.0	86.9	82.9	73.2	81.5	78.1	80.1	359.6	313.0	329.3
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	111.2	63.6	37.3	-68.5	215.8	136.5
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	9.4%	5.4%	-2.7%	7.9%	4.9%
순이익	-45.8	-44.1	-28.5	-185.6	-9.9	162.3	52.5	6.0	-303.9	210.9	58.8
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	169.5	35.2	4.0	-255.7	208.2	39.4
YoY growth rate											
매출액	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	7.6%	4.5%	-6.4%	9.6%	1.3%
모바일	-7.3%	-10.2%	-11.5%	-8.6%	-6.4%	12.6%	0.7%	-0.2%	-9.4%	1.7%	2.5%
온라인	-15.1%	-15.7%	-28.7%	33.2%	1.6%	1120.0%	504.6%	444.5%	-9.3%	505.8%	-0.8%
기타	42.5%	17.4%	38.7%	76.7%	5.6%	27.0%	17.0%	-15.7%	44.6%	5.5%	4.4%
영업비용	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-9.0%	-7.8%	4.7%	-5.7%	1.7%	-7.6%	-1.8%	4.6%
인건비	0.3%	1.8%	-11.0%	-9.7%	-4.3%	-5.4%	4.1%	5.6%	-4.9%	-0.1%	7.3%
마케팅비	-11.1%	-21.7%	0.6%	4.4%	1.2%	27.1%	-15.0%	0.7%	-7.1%	2.2%	-2.1%
지급수수료	0.7%	-7.9%	-14.1%	-6.6%	-8.0%	9.4%	-5.9%	1.1%	-7.2%	-0.9%	5.7%
기타	-2.4%	-6.3%	-18.2%	-27.8%	-23.6%	-13.3%	-10.1%	-3.3%	-14.3%	-13.0%	5.2%
영업이익	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	98.1%	적지	흑전	-36.7%
영업이익률	-2.8%p	0.9%p	2.0%p	6.3%p	5.3%p	20.4%p	12.8%p	2.5%p	1.3%p	10.6%p	3.0%p
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	-72.1%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	756.7	657.2	656.8	724.8	782.1	678.6	695.2	619.9	3.4%	3.3%	5.8%	-14.5%
영업이익	64.0	35.9	35.2	52.3	111.2	63.6	37.3	26.6	73.7%	77.2%	6.0%	-49.2%
지배주주순이익	45.5	27.0	-27.9	37.9	169.5	35.2	4.0	14.6	272.3%	30.3%	흑전	-61.5%

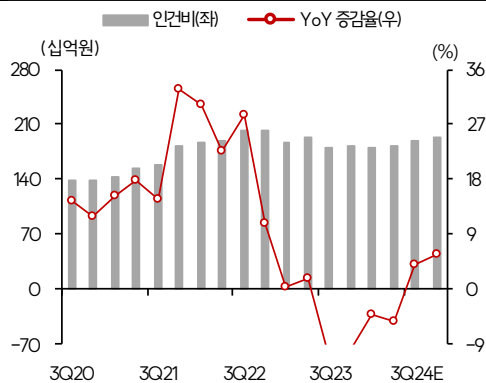
자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,656.1	2,924.2	2,943.6	2,741.3	2,777.2	2,780.3	3.2%	-5.0%	-5.5%
영업이익	138.8	163.3	176.3	215.8	136.5	162.2	55.5%	-16.4%	-8.0%
지배주주순이익	44.2	53.0	76.0	208.2	39.4	64.0	371.4%	-25.8%	-15.9%

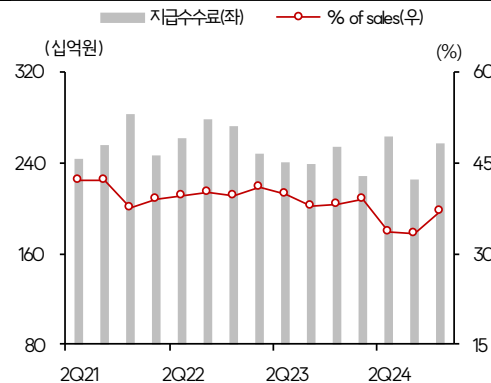
자료: SK 증권

인건비 안정화



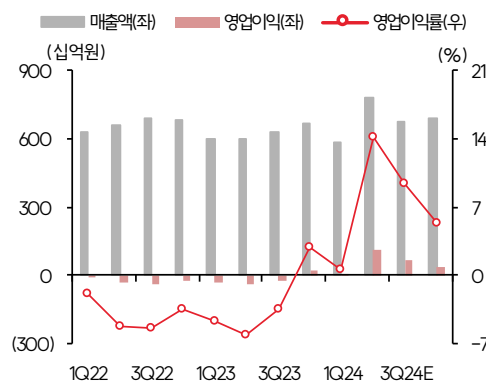
자료: 넷마블, SK 증권

지급수수료 비중 하락



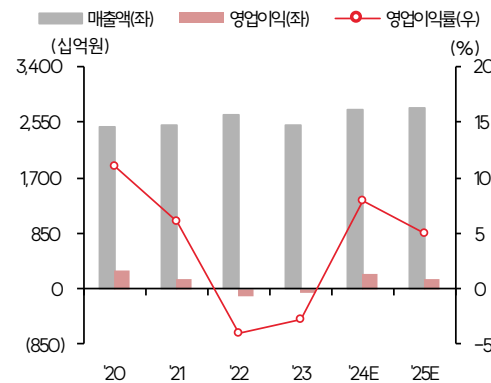
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997	906	813	1,000	1,084
현금및현금성자산	503	430	404	586	653
매출채권 및 기타채권	215	272	284	287	300
재고자산	3	3	3	3	3
비유동자산	7,938	7,010	7,076	6,966	6,950
장기금융자산	1,047	636	546	547	548
유형자산	336	344	305	260	222
무형자산	3,596	3,229	3,254	3,157	3,063
자산총계	8,936	7,916	7,889	7,967	8,034
유동부채	2,294	1,906	1,269	1,285	1,339
단기금융부채	1,783	1,456	808	818	855
매입채무 및 기타채무	130	118	179	182	190
단기충당부채	1	2	3	3	3
비유동부채	1,020	931	1,258	1,261	1,178
장기금융부채	795	646	960	960	864
장기매입채무 및 기타채무	13	14	14	14	14
장기충당부채	1	0	0	0	0
부채총계	3,314	2,837	2,527	2,546	2,518
지배주주지분	5,461	4,980	5,264	5,303	5,367
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
기타자본구성요소	-525	-480	-480	-480	-480
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,378	1,128	1,337	1,376	1,440
비지배주주지분	161	100	98	118	149
자본총계	5,622	5,079	5,362	5,421	5,516
부채와자본총계	8,936	7,916	7,889	7,967	8,034

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408	-98	371	205	245
당기순이익(손실)	-886	-304	211	59	95
비현금성항목등	1,088	440	318	246	242
유형자산감가상각비	54	57	52	45	38
무형자산상각비	178	129	99	97	94
기타	855	255	166	105	110
운전자본감소(증가)	-73	-121	9	5	18
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	25	-4	-13
재고자산의감소(증가)	1	-0	-1	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	23	2	8
기타	-1,029	-117	-245	-124	-143
법인세납부	-493	-4	-79	-20	-32
투자활동현금흐름	-40	525	-107	-33	-118
금융자산의감소(증가)	126	32	-4	-1	-3
유형자산의감소(증가)	-38	-36	-7	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	-124	0	0
기타	-46	516	27	-32	-115
재무활동현금흐름	-549	-540	-382	10	-59
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	-662	10	37
장기금융부채의증가(감소)	-70	-195	286	0	-96
자본의증가(감소)	1	3	1	0	0
배당금지급	-52	-2	0	0	0
기타	-54	-48	-7	0	0
현금의 증가(감소)	-851	-73	-26	182	67
기초현금	1,354	503	430	404	586
기말현금	503	430	404	586	653
FCF	-447	-134	365	205	245

자료 : 넷마블, SK증권 추정

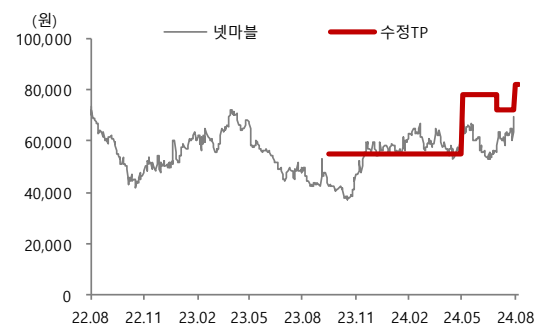
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,741	2,777	2,780
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,741	2,777	2,780
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,782	2,571	2,525	2,641	2,618
영업이익	-109	-68	216	137	162
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	7.9	4.9	5.8
비영업손익	-833	-90	81	-58	-34
순금융손익	-100	-130	-118	-109	-102
외환관련손익	-123	-34	-0	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	64	54	54
세전계속사업이익	-941	-159	296	79	128
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	10.8	2.8	4.6
계속사업법인세	-55	145	86	20	32
계속사업이익	-886	-304	211	59	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	211	59	95
순이익률(%)	-33.2	-12.1	7.7	2.1	3.4
지배주주	-819	-256	208	39	64
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	7.6	1.4	2.3
비지배주주	-67	-48	3	19	32
총포괄이익	-880	-590	288	59	95
지배주주	-821	-542	321	65	106
비지배주주	-59	-48	-33	-7	-11
EBITDA	124	117	368	278	294

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	6.6	-6.4	9.6	1.3	0.1
영업이익	적전	적지	흑전	-36.7	18.8
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-73.5	62.5
EBITDA	-59.0	-5.5	214.4	-24.5	5.9
EPS	적전	적지	흑전	-81.1	62.5
수익성 (%)					
ROA	-9.0	-3.6	2.7	0.7	1.2
ROE	-14.6	-4.9	4.1	0.7	1.2
EBITDA마진	4.6	4.7	13.4	10.0	10.6
안정성 (%)					
유동비율	43.5	47.5	64.1	77.9	81.0
부채비율	58.9	55.9	47.1	47.0	45.6
순차입금/자기자본	34.4	31.3	23.8	20.4	17.7
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	2.7	2.1	2.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	2,423	458	744
BPS	68,250	62,650	65,958	66,416	67,160
CFPS	-6,827	-817	4,190	2,101	2,278
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-6.3	-19.5	28.6	151.5	93.3
PBR	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
PCR	-8.8	-71.1	16.6	33.0	30.5
EV/EBITDA	58.9	57.1	20.0	25.9	24.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.09	매수	82,000원	6개월		
2024.07.10	매수	72,000원	6개월	-13.19%	-3.61%
2024.05.10	매수	78,000원	6개월	-24.22%	-14.62%
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
2023.09.22	매수	55,000원	6개월	-8.57%	8.73%
2023.02.10	중립	68,000원	6개월	-18.51%	6.03%
2022.11.14	중립	58,000원	6개월	-6.66%	9.66%
2022.08.12	매수	84,000원	6개월	-35.58%	-18.45%
2022.05.16	매수	95,000원	6개월	-23.06%	-12.11%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 09일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------