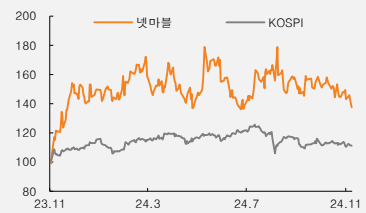


투자의견(유지)	Trading Buy
목표주가(하향)	▼ 62,000원
현재주가(24/11/8)	53,400원
상승여력	16.1%

영업이익(24F,십억원)	199
Consensus 영업이익(24F,십억원)	240
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	22.2
MKT P/E(24F,x)	-
KOSPI	2,561.15
시가총액(십억원)	4,590
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	26.2
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	46,750
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.9	-12.0	13.1
상대주가	-11.8	-5.7	7.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

건강한 체질로 변해가는 중

3Q24 Review: 탑라인 하회, 바텀라인 상회

3분기 매출액 6,470억원(+3% YoY), 영업이익 660억원(흑자전환 YoY)을 기록하며 매출액은 컨센서스를 6% 하회, 영업이익은 8% 상회했다. 2분기 출시 신작들의 본격적인 하향 안정화가 진행되며 매출은 부진한 모습을 보였다. 지난 분기 서프라이즈를 견인했던 나혼렘 매출액은 약 840억원으로 QoQ 46% 감소하였다.

영업비용은 5,820억원(-11% YoY)을 기록하며 예상치를 5% 하회했다. 인건비는 1,790억원(-1% YoY), 마케팅비는 1,050억원(-28% YoY)으로 예상치를 각 2%, 15% 하회했다. 적극적인 체질 개선 작업의 효과가 나타나고 있다.

다변화된 신작 라인업 공개

24년 하반기에는 킹아서(수집형 RPG, 글로벌) 출시와 레이븐2 권역 확장(대만/홍콩/마카오)을 진행할 계획이다. 다음 주 지스타 2024에서는 왕좌의 게임(오픈월드 액션 RPG, 글로벌)과 몬길(액션 RPG, 글로벌)을 공개할 예정이다.

25년 상반기에는 4종의 신작 왕좌의 게임, 세븐나이츠 리버스(턴제 RPG, 글로벌), 킹 오브 파이터 AFK(수집형 AFK RPG, 글로벌), RF 온라인 넥스트(MMORPG, 한국)를 출시할 계획이다. 25년 하반기에는 5종의 신작 몬길, 7대죄 오리진(오픈월드 RPG, 글로벌), 데미스 리본(수집형 RPG, 글로벌), The RED(MMORPG, 한국), 나혼렘(PC/콘솔)을 출시할 예정이다.

투자의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 62,000원으로 하향

1) 기존작 하향 안정화 추세를 반영한 실적 조정, 2) 실적 기준 연도 변경(24년→25년)으로 목표주가를 기존 80,000원(타겟 EV/EBITDA 23배 유지)에서 62,000원으로 23% 하향한다. 전반적인 비용 구조가 개선됨에 따라 신작의 대규모 흥행에 따른 레버리지 효과를 기대해볼 수 있는 구간이다.

다만 기존작들의 하향세가 지속되고 있는 점과 올해 나혼렘 글로벌 흥행으로 높아진 이익 수준을 고려할 때 25년에도 성장성을 담보하기는 어렵다. 25년 최대 기대작 7대죄 오리진 외에도 시연 및 CBT 등을 통해 대작 수준의 기대감을 가질 수 있는 작품의 추가적인 등장이 필요한 시기다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,673	2,502	2,605	2,521	2,583
영업이익 (십억원)	-109	-68	199	119	154
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	7.6	4.7	6.0
순이익 (십억원)	-819	-256	207	111	140
EPS (원)	-9,531	-2,975	2,409	1,294	1,627
ROE (%)	-14.6	-4.9	4.1	2.1	2.6
P/E (배)	-	-	22.2	41.3	32.8
P/B (배)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	603	603	631	666	585	782	647	591	2,673	2,502	2,605	2,521
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.7%	-11.3%	6.6%	-6.4%	4.1%	-3.2%
제2의나라	30	24	19	20	18	14	10	9	200	93	51	34
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	47	70	52	56	289	269	225	219
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	40	41	31	26	25	180	150	123	93
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	18	16	14	12	114	87	59	41
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	29	22	12	7	0	0	70	16
쿠키잼	18	24	19	20	18	17	14	13	80	81	61	49
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156	84	45	-	-	286	124
레이븐2	-	-	-	-	-	31	39	25	-	-	95	65
아스달연대기	-	-	-	-	-	39	19	13	-	-	71	33
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	53	47	45	46	220	206	191	180
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	59	55	52	51	214	237	216	213
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	53	47	45	45	208	206	190	171
기타	259	265	290	273	252	236	236	244	1,168	1,088	968	1,283
EBITDA	20	11	25	62	43	151	103	55	123	117	352	267
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.2%	7.3%	19.3%	15.9%	9.4%	4.6%	4.7%	13.5%	10.6%
영업비용	631	641	652	647	582	671	582	572	2,782	2,571	2,407	2,402
지급수수료	247	240	239	254	227	263	225	210	1,056	980	926	898
인건비	188	193	181	183	180	183	179	179	779	745	721	726
마케팅비	100	113	146	128	102	144	105	110	524	487	460	490
기타	96	94	87	83	73	82	73	73	418	460	301	288
영업이익	-28	-37	-22	19	4	111	66	18	-109	-68	199	119
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-3.1%	적전	적지	흑전	-40.1%
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	3.1%	-4.1%	-2.7%	7.6%	4.7%
지배주주순이익	-38	-27	-19	-172	0	170	22	16	-819	-256	207	111
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-25.8%	-0.1%	21.7%	3.5%	2.6%	-30.6%	-10.2%	7.9%	4.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	2,650	2,656	2,605	2,521	-2%	-5%	2,769	2,881	-6%	-12%	기존작 하향세 반영
영업이익	178	159	199	119	12%	-25%	240	260	-17%	-54%	
지배주주순이익	236	142	207	111	-12%	-21%	244	213	-15%	-48%	
EBITDA	334	313	352	267	5%	-15%	-	-	-	-	
영업이익률	6.7%	6.0%	7.6%	4.7%	-	-	8.7%	9.0%	-	-	
순이익률	8.9%	5.3%	7.9%	4.4%	-	-	8.8%	7.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	647	654	-1%	687	-6%
영업이익	66	41	60%	61	8%
지배주주순이익	22	41	-45%	47	-53%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F EBITDA (십억원)	267	
Target EV/EBITDA (배)	23	2019년 평균 EV/EBITDA. 대형 신작 출시 이후 매출 하향안정화 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,335	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	62,000	
현재주가 (원)	53,400	
상승여력	16.1%	


자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 25년 신작 라인업


신작라인업

- 24년 하반기에는 킹 아서: 레전드 라이즈 출시와 레이븐2 권역 확장(대만·홍콩·마카오)을 진행할 계획이며, 25년에는 왕좌의 게임: 킹스로드, 일곱 개의 대죄: Origin 등을 포함한 9종의 신작 출시 예정
- 지스타 2024에는 2종(왕좌의 게임: 킹스로드, 문길: STAR DIVE)을 공개할 예정


25년 상반기




킹 오브 파이터 AFK
글로벌 / 수집형 AFK RPG



RF 온라인 넥스트
한국 / MMORPG




왕좌의 게임: 킹스로드
글로벌 / 오픈월드 액션 RPG




세븐나이츠 리버스
글로벌 / 턴제 RPG


25년 하반기




The RED: 피의 계승자
한국 / MMORPG




일곱 개의 대죄: Origin
글로벌 / 오픈월드 RPG



문길: STAR DIVE
글로벌 / 액션 RPG



데미스 리본
글로벌 / 수집형 RPG



나 혼자만 레벌업:ARISE
글로벌 / 액션 RPG (스팀)

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,502	2,605	2,521	2,583
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,605	2,521	2,583
판매비와관리비	2,571	2,407	2,402	2,429
조정영업이익	-68	199	119	154
영업이익	-68	199	119	154
비영업손익	-91	80	23	27
금융손익	-130	-112	-104	-100
관계기업등 투자손익	113	179	114	114
세전계속사업손익	-159	279	142	181
계속사업법인세비용	145	92	35	45
계속사업이익	-304	187	106	136
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	187	106	136
지배주주	-256	207	111	140
비지배주주	-48	-20	-5	-4
총포괄이익	-590	187	106	136
지배주주	-542	172	98	125
비지배주주	-48	15	9	11
EBITDA	117	352	267	301
FCF	-134	287	208	232
EBITDA 마진율 (%)	4.7	13.5	10.6	11.7
영업이익률 (%)	-2.7	7.6	4.7	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-10.2	7.9	4.4	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	906	999	1,177	1,339
현금 및 현금성자산	430	547	721	878
매출채권 및 기타채권	269	242	243	246
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	204	207	210	212
비유동자산	7,010	6,978	6,915	6,897
관계기업투자등	2,386	2,417	2,441	2,501
유형자산	344	400	450	505
무형자산	3,229	3,202	3,065	2,932
자산총계	7,916	7,978	8,092	8,235
유동부채	1,906	991	996	1,002
매입채무 및 기타채무	118	119	120	121
단기금융부채	1,456	551	551	552
기타유동부채	332	321	325	329
비유동부채	931	1,720	1,723	1,726
장기금융부채	646	1,432	1,432	1,432
기타비유동부채	285	288	291	294
부채총계	2,837	2,712	2,719	2,727
지배주주지분	4,979	5,187	5,298	5,438
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,128	1,336	1,447	1,587
비지배주주지분	100	79	74	70
자본총계	5,079	5,266	5,372	5,508

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-98	343	258	287
당기순이익	-304	187	106	136
비현금수익비용가감	440	344	274	280
유형자산감가상각비	57	0	0	0
무형자산상각비	129	153	148	148
기타	254	191	126	132
영업활동으로인한자산및부채의변동	-121	3	4	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	33	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	0	0	0
법인세납부	-4	-92	-35	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	525	-169	-61	-71
유형자산처분(취득)	-36	-56	-50	-55
무형자산감소(증가)	13	-127	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	26	14	-1	-1
기타투자활동	522	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-540	-119	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-475	-119	1	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-66	0	0	0
현금의 증가	-73	116	174	157
기초현금	503	430	547	721
기말현금	430	547	721	878

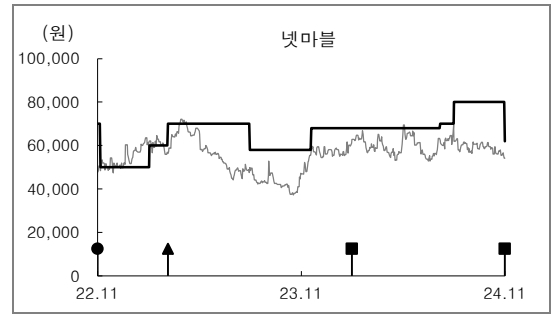
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	22.2	41.3	32.8
P/CF (x)	36.6	8.6	12.1	11.0
P/B (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	57.3	17.1	22.0	18.9
EPS (원)	-2,975	2,409	1,294	1,627
CFPS (원)	1,587	6,182	4,429	4,834
BPS (원)	62,650	65,059	66,353	67,979
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-6.4	4.1	-3.2	2.4
EBITDA증가율 (%)	-5.5	201.0	-24.2	13.0
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	-40.1	29.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	-46.3	25.8
매출채권 회전율 (회)	11.3	10.9	11.3	11.5
재고자산 회전율 (회)	900.4	952.6	912.6	925.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.6	2.4	1.3	1.7
ROE (%)	-4.9	4.1	2.1	2.6
ROIC (%)	-3.5	3.7	2.5	3.3
부채비율 (%)	55.9	51.5	50.6	49.5
유동비율 (%)	47.5	100.8	118.1	133.7
순차입금/자기자본 (%)	31.6	26.0	22.2	18.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.6	1.0	1.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-	-
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67
2022.11.14	중립	50,000	8.28	27.20
2022.08.16	중립	70,000	-23.04	-2.86



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.