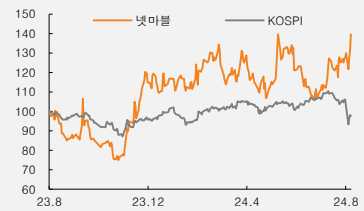


투자의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	▲ 80,000원
현재주가(24/8/8)	69,400원
상승여력	15.3%

영업이익(24F,십억원)	178
Consensus 영업이익(24F,십억원)	201
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	25.3
MKT P/E(24F,x)	9.9
KOSPI	2,556.73
시가총액(십억원)	5,965
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	25.4
베타(12M) 일간수익률	1.17
52주 최저가(원)	37,200
52주 최고가(원)	69,400

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



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

251270 · 게임

넷마블

역대급 서프라이즈 시현

2Q24 Review: 컨센서스 상회

2분기 매출액 7,820억원(+30% YoY), 영업이익 1,110억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 7,750억원, 영업이익 730억원)를 대폭 상회했다. 대규모 이익 서프라이즈는 2분기 출시된 신작 3종(나혼자만레벨업, 아스달연대기, 레이븐2)의 초기 흥행 성공 및 비용 구조 개선에 기인한다.

5월 초 출시한 나혼자만레벨업 매출액이 1,560억원을 기록했다. 2분기 일평균 매출액은 29억원에 달하는 것으로 추정된다. 출시 첫 날 매출액은 140억원을 돌파한 바 있다. 4월 말 출시한 아스달연대기와 5월 말 출시한 레이븐2의 초반 성과도 양호했다. 2분기 매출액으로 아스달 연대기는 390억원, 레이븐2는 310억원을 기록했다.

자체 런처 비중 확대에 따른 수익성 개선

2분기 영업비용은 6,710억원(+5% YoY)으로 매출액(+30% YoY) 대비 제한적인 상승폭을 기록했다. 보수적인 채용 기조를 이어감에 따라 인건비는 1,830억원으로 YoY 5% 감소했다. 2분기 대형 신작 3종 출시가 있었음에도 마케팅비는 매출액 대비 20% 미만에서 제한적으로 집행되었다.

PC 매출 비중의 확대에 따른 지급수수료 부담 완화가 이번 분기 급격한 마진 개선을 견인했다. 아스달연대기와 레이븐2의 PC 매출 비중은 50%를 상회한다. PC로 결제하는 경우의 지급수수료율은 7~8%에 불과한 것으로 추정된다. 매출액 대비 지급수수료 비중은 1분기 38.8%에서 2분기 33.6%까지 하락했다.

투자의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 14% 상향

신작 흥행 성과를 반영한 24F 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 70,000원에서 80,000원(24F 타겟 EV/EBITDA 23배 유지)으로 상향한다. 신작 흥행과 비용 구조 개선을 통해 유의미한 규모의 이익 체력을 회복한 점이 긍정적이다. 분기 1,000억 원 이상의 영업이익을 기록한 것은 7년만이다.

다만 하반기에도 수익성 개선세를 이어나가는 어려울 전망이다. 2분기 출시 신작 3종 매출의 하향안정화가 진행되고 있으며 하반기 신작 4종은 대작으로 보기는 어렵다. 추가적인 모멘텀을 위해서는 7대작 오리진 등 25년 예정 대형 신작에 대한 출시 일정의 구체화가 필요해 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,673	2,502	2,650	2,656	2,600
영업이익 (십억원)	-109	-68	178	159	118
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	6.7	6.0	4.5
순이익 (십억원)	-819	-256	236	142	110
EPS (원)	-9,531	-2,975	2,742	1,648	1,285
ROE (%)	-14.6	-4.9	4.6	2.7	2.0
P/E (배)	-	-	25.3	42.1	54.0
P/B (배)	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
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	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	603	603	631	666	585	782	654	628	2,673	2,502	2,650	2,656
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	3.8%	-5.7%	6.6%	-6.4%	5.9%	0.2%
제2의나라	30	24	19	20	18	14	13	12	200	93	57	42
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	47	70	60	76	289	269	253	245
일곱개의대좌: 그랜드 크로스	42	36	32	40	41	31	25	24	180	150	121	89
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	18	16	14	14	114	87	62	48
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	29	22	12	11	0	0	74	39
쿠키잼	18	24	19	20	18	17	15	15	80	81	65	55
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156	94	70	-	-	320	247
레이븐2	-	-	-	-	-	31	28	20	-	-	79	65
아스달연대기	-	-	-	-	-	39	14	9	-	-	62	32
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	53	47	46	46	220	206	192	179
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	59	55	54	55	214	237	223	232
랏저 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	53	47	46	46	208	206	192	173
기타	259	265	290	273	252	236	233	231	1,168	1,088	951	1,209
EBITDA	20	11	25	62	43	151	80	60	123	117	334	313
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.2%	7.3%	19.3%	12.2%	9.6%	4.6%	4.7%	12.6%	11.8%
영업비용	631	641	652	647	582	671	614	606	2,782	2,571	2,472	2,497
지급수수료	247	240	239	254	227	263	226	225	1,056	980	942	946
인건비	188	193	181	183	180	183	183	183	779	745	729	742
마케팅비	100	113	146	128	102	144	123	118	524	487	486	490
기타	96	94	87	83	73	82	81	81	418	460	316	318
영업이익	-28	-37	-22	19	4	111	41	22	-109	-68	178	159
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	15.2%	적전	적지	흑전	-10.3%
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	6.3%	3.5%	-4.1%	-2.7%	6.7%	6.0%
지배주주순이익	-38	-27	-19	-172	0	170	41	26	-819	-256	236	142
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-25.8%	-0.1%	21.7%	6.2%	4.1%	-30.6%	-10.2%	8.9%	5.3%

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	2,618	2,630	2,650	2,656	1%	1%	2,832	2,896	-6%	-8%	신작 매출 상향 지급수수료 비중 감소 반영
영업이익	141	144	178	159	26%	10%	201	199	-12%	-20%	
지배주주순이익	137	135	236	142	72%	5%	146	138	61%	3%	
EBITDA	296	298	334	313	13%	5%	-	-	-	-	
영업이익률	5.4%	5.5%	6.7%	6.0%	-	-	7.1%	6.9%	-	-	
순이익률	5.2%	5.1%	8.9%	5.3%	-	-	5.2%	4.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q24 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	782	751	4%	775	1%
영업이익	111	80	39%	73	53%
지배주주순이익	170	72	135%	74	130%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F EBITDA (십억원)	334	
Target EV/EBITDA (배)	23	2019년 평균 EV/EBITDA. 대형 신작 출시 이후 매출 하향안정화 시기
목표 시가총액 (십억원)	6,878	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	69,400	
상승여력	15.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,502	2,650	2,656	2,600
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,650	2,656	2,600
판매비와관리비	2,571	2,472	2,497	2,481
조정영업이익	-68	178	159	118
영업이익	-68	178	159	118
비영업손익	-91	111	4	8
금융손익	-130	-112	-104	-98
관계기업등 투자손익	113	210	94	93
세전계속사업손익	-159	289	163	126
계속사업법인세비용	145	84	41	32
계속사업이익	-304	206	122	95
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	206	122	95
지배주주	-256	236	142	110
비지배주주	-48	-30	-19	-16
총포괄이익	-590	206	122	95
지배주주	-542	189	112	87
비지배주주	-48	17	10	8
EBITDA	117	334	313	272
FCF	-134	288	229	197
EBITDA 마진율 (%)	4.7	12.6	11.8	10.5
영업이익률 (%)	-2.7	6.7	6.0	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-10.2	8.9	5.3	4.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	906	903	1,103	1,338
현금 및 현금성자산	430	474	670	901
매출채권 및 기타채권	269	242	244	246
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	204	184	186	188
비유동자산	7,010	7,031	6,961	6,829
관계기업투자등	2,386	2,269	2,292	2,243
유형자산	344	422	472	527
무형자산	3,229	3,375	3,232	3,094
자산총계	7,916	7,934	8,064	8,167
유동부채	1,906	969	974	979
매입채무 및 기타채무	118	119	120	121
단기금융부채	1,456	552	552	553
기타유동부채	332	298	302	305
비유동부채	931	1,680	1,683	1,686
장기금융부채	646	1,392	1,392	1,392
기타비유동부채	285	288	291	294
부채총계	2,837	2,650	2,657	2,665
지배주주지분	4,979	5,215	5,357	5,468
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,128	1,364	1,506	1,616
비지배주주지분	100	70	50	34
자본총계	5,079	5,285	5,407	5,502

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-98	366	279	252
당기순이익	-304	206	122	95
비현금수익비용가감	440	339	285	270
유형자산감가상각비	57	0	0	0
무형자산상각비	129	156	153	153
기타	254	183	132	117
영업활동으로인한자산및부채의변동	-121	4	4	4
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	-84	-41	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	525	-367	-61	-71
유형자산처분(취득)	-36	-78	-50	-55
무형자산감소(증가)	13	-303	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	26	14	-1	-1
기타투자활동	522	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-540	-158	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-475	-158	1	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-66	0	0	0
현금의 증가	-73	44	196	231
기초현금	503	430	474	670
기말현금	430	474	670	901

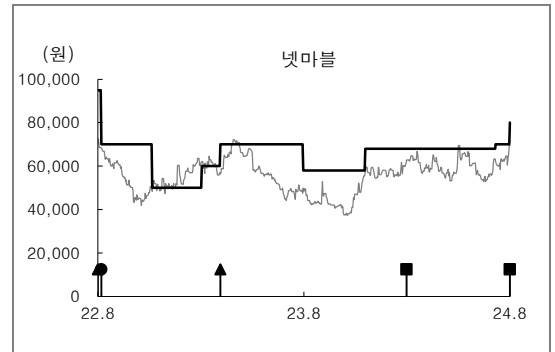
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	25.3	42.1	54.0
P/CF (x)	36.6	11.0	14.7	16.4
P/B (x)	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	57.3	22.3	23.1	25.7
EPS (원)	-2,975	2,742	1,648	1,285
CFPS (원)	1,587	6,332	4,733	4,240
BPS (원)	62,650	65,391	67,039	68,324
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	5.9	0.2	-2.1
EBITDA증가율 (%)	-5.5	185.4	-6.4	-13.1
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-10.3	-25.7
EPS증가율 (%)	-	-	-39.9	-22.0
매출채권 회전율 (회)	11.3	11.1	11.9	11.6
재고자산 회전율 (회)	900.4	968.8	961.4	931.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.6	2.6	1.5	1.2
ROE (%)	-4.9	4.6	2.7	2.0
ROIC (%)	-3.5	3.4	3.2	2.4
부채비율 (%)	55.9	50.1	49.1	48.4
유동비율 (%)	47.5	93.1	113.2	136.6
순차입금/자기자본 (%)	31.6	26.5	22.3	17.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.4	1.3	1.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-	-
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
2022.05.16	매수	95,000	-23.14	-12.11



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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 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.