

# 넷마블

## 251270

Nov 13, 2023

Buy

유지

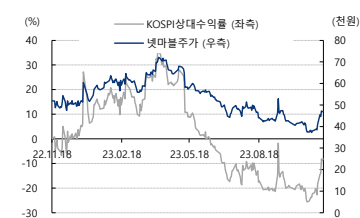
TP 53,000 원

하향

## Company Data

현재가(11/10)	47,000 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	72,100 원
52 주 최저가(보통주)	37,200 원
KOSPI (11/10)	2,409.66p
KOSDAQ (11/10)	789.31p
자본금	86 억원
시가총액	40,398 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.2 만주
평균거래대금(60 일)	104 억원
외국인자분(보통주)	22.88%
주요주주	
방준혁 외 16 인	24.86%
CJENM	21.78%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.8	-29.5	-2.5
상대주가	12.5	-27.0	-2.8

## 기존작 빠른 하향에도 지속적인 개선은 진행 중

### 3Q23 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회

넷마블 3Q23 매출은 6,306억원(YoY -9.2%, QoQ +4.5%), 영업이익은 -219억원(YoY 적자 지속, QoQ 적자 지속)으로 컨센서스(매출 6,591억원, 영업이익 -152억원)을 하회. 매출은 '세븐나이즈 키우기', '신의 탑: 새로운 세계' 등 신작 출시 효과가 '마블 콘테스트 오브 챔피언스'(QoQ -12.9%), '캐시 프렌지'(QoQ -7.1%), '책꽂 월드'(QoQ -5.9%) 등 기존작 매출의 예상 대비 가파른 하향을 상쇄.

영업비용 중 인건비는 인력 감소로 1,806억원(YoY -11.0%, QoQ -6.5%) 수준을 기록하였으며, 마케팅비는 신작(세븐나이즈 키우기, 신의 탑: 새로운 세계 등) 출시로 1,458억원(YoY +0.6%, QoQ +28.9%) 집행. 변동비 비중이 높은 지급수수료는 자체 IP 게임 매출 증가에 따라 2,391억원(YoY -14.1%, QoQ -0.5%, 매출 대비 37.9%) 기록.

### 투자의견 Buy 유지 & 목표주가 53,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가 53,000원으로 하향. 목표주가 하향은 2024년 추정 EBITDA 2,387억원에 target EV/EBITDA 17.4배를 적용, 순차입금 규모는 최근 하이브 지분 매각을 고려하여 1.09조원으로 가정하였으며, 코웨이, 하이브, 엔씨소프트 지분가치 할인율은 40%를 적용. 기존작 매출 하향이 예상 대비 가파르게 이루어지고 있으나 인건비 효율화 및 자체 IP 게임 매출 증가로 수익성 개선이 점진적으로 진행중.

타라인 측면에서 넷마블은 이번 실적 발표에서 2024년 라인업(1H24 7종, 2H24 3종)을 제시했음을 반영해 2024년은 매출의 YoY +10.4% 성장 및 연간 이익 흑자전환 추정. 신작 출시 후 매출의 하향이 빠르게 이루어진다는 점을 고려해 시장 컨센서스(748억원) 대비 낮은 이익 추정치를 제시하지만, 이익 체질의 지속적인 개선이 이루어지고 있는 점 긍정적으로 판단. 1Q24 출시 예정인 '나 혼자만 레벨업'(24년 평균 일매출 4.9억원 추정)과 '아스달 연대기'(24년 평균 일매출 3.4억원 추정)의 흥행 정도와 지속 정도가 중요.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	2,507	2,673	2,471	2,728	2,954
YoY(%)	0.9	6.6	-7.6	10.4	8.3
영업이익(십억원)	151	-109	-86	57	151
OP 마진(%)	6.0	-4.1	-3.5	2.1	5.1
순이익(십억원)	249	-886	-181	6	89
EPS(원)	2,795	-9,531	-1,444	50	706
YoY(%)	-23.4	적전	적지	흑전	1,298.0
PER(배)	44.7	-6.3	-32.6	930.8	66.6
PCR(배)	32.5	19.3	5.6	4.9	4.8
PBR(배)	1.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	40.6	58.5	52.7	24.2	18.0
ROE(%)	4.3	-14.6	-2.3	0.1	1.1



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

## 넷마블 [251270]

기존작 빠른 하향에도 지속적인 개선은 진행 중

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	631.5	660.6	694.4	686.9	602.6	603.3	630.6	634.5	2,506.9	2,673.4	2,471.0	2,727.5
성장률(YoY %)	10.7%	14.4%	14.4%	-8.7%	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-7.6%	0.9%	6.6%	-7.6%	10.4%
MCoC	56.8	66.1	76.4	89.3	54.2	72.4	63.1	68.9	312.7	288.6	258.6	218.8
스핀엑스 3종	145.2	158.5	166.7	171.7	168.7	162.9	157.7	149.8	150.5	642.2	639.0	565.3
제2의나라	44.2	66.1	55.6	34.3	30.1	24.1	18.9	18.0	258.4	200.2	91.2	79.3
L2R	25.3	26.4	27.8	27.5	30.1	18.1	18.9	17.0	140.7	106.9	84.2	63.0
일곱개의 대죄	44.2	46.2	41.7	48.1	42.2	36.2	31.5	36.1	240.7	180.2	146.0	142.5
쿠기잼	18.9	19.8	20.8	20.6	18.1	24.1	18.9	18.0	92.8	80.2	79.1	67.2
아스달 연대기	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	101.9
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	153.1
신의탑: 새로운 세계	-	-	-	-	-	-	31.5	13.0	-	-	44.5	41.6
킹 아서: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.5
세븐나이츠 키우기	-	-	-	-	-	-	31.5	58.0	-	-	89.5	97.8
레이븐2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.3
킹 아서: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.5
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44.3
데미스 리본	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.9
기타	252.6	237.8	243.0	295.4	259.1	265.5	258.5	255.7	1,097.1	1,028.8	1,038.8	1,005.6
영업비용	643.4	695.3	732.4	710.9	630.8	640.5	652.5	633.5	2,355.9	2,782.1	2,557.3	2,670.2
지급수수료	245.5	260.8	278.5	271.4	247.1	240.3	239.1	240.6	1,015.1	1,056.2	967.1	1,036.3
인건비	186.9	189.7	203.0	202.5	187.5	193.2	180.6	180.5	638.8	782.1	741.8	739.5
마케팅비	112.8	144.4	144.9	122.2	100.3	113.1	145.8	119.9	400.0	524.3	479.1	517.0
기타	40.6	44.2	47.2	55.1	47.6	45.9	40.6	46.4	151.4	187.1	180.5	196.0
감가상각비	57.6	56.2	58.8	59.8	48.3	48.0	46.4	46.1	150.6	232.4	188.8	181.4
영업이익	- 11.9	- 34.7	- 38.0	- 24.0	- 28.2	- 37.2	- 21.9	- 1.0	151.0	- 108.7	- 86.3	57.3
성장률(YoY %)	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	55.5%	적자전환	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-1.9%	-5.3%	-5.5%	-3.5%	-4.7%	-6.2%	-3.5%	0.2%	6.0%	-4.1%	-3.5%	2.1%
순이익	- 51.8	- 120.6	- 277.5	- 436.6	- 45.8	- 44.1	- 28.4	- 62.8	249.2	- 886.4	- 181.1	6.3
NPM(%)	-8.2%	-18.3%	-40.0%	-63.6%	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-9.9%	9.9%	-33.2%	-7.3%	0.2%

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
1H24	아스달 연대기: 세 개의 세력	MMORPG	한국/대만/홍콩/마카오	PC/모바일	공동 제작
	나 혼자만 레벨업ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	레이븐2	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	파라곤: 디 오버프라임	TPS MOBA	글로벌	PC/콘솔	자체 IP
	킹 아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	글로벌	PC/콘솔	자체 IP
	모두의 마블2	캐주얼	한국	PC/모바일	자체 IP
	제2의 나라: Cross World	MMORPG	중국	모바일	자체 IP
2H24	일곱개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	PC/콘솔/모바일	외부 IP
	RF 온라인 넥스트	MMORPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	데미스 리본	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

기존작 빠른 하향에도 지속적인 개선은 진행 중

[도표 3] 넷마블 SOTP Valuation Table

부문	단위	24F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		4,153	
	십억원	24F EBITDA	238.7	
	배	target EV/EBITDA	17.4	글로벌 게임사 peer 24F EV/EBITDA 평균
지분가치			1,521	
코웨이	십억원	부문 가치	576	
	십억원	시가총액	3,823	
	%	지분율	25.1%	
	%	할인율	40%	40% 할인
하이브	십억원	부문 가치	640	
	십억원	시가총액	8,830	
	%	지분율	12.1%	최근 지분 매각 고려
	%	할인율	40%	40% 할인
엔씨소프트	십억원	지분 가치	305	
	십억원	시가총액	5,730	
	%	지분율	8.9%	
	%	할인율	40%	40% 할인
순차입금			- 1,091	
적정시가총액	십억원		4,584	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		53,327	
목표주가	원		53,000	
현재주가	원		47,000	
상승여력	%		12.8%	

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

기존작 빠른 하향에도 지속적인 개선은 진행 중

### [넷마블 251270]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,507	2,673	2,471	2,728	2,954
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,507	2,673	2,471	2,728	2,954
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,356	2,782	2,557	2,670	2,803
영업이익	151	-109	-86	57	151
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-3.5	2.1	5.1
EBITDA	302	124	110	228	300
EBITDA Margin (%)	12.0	4.6	4.5	8.4	10.2
영업외손익	200	-833	-132	-50	-50
관계기업손익	210	80	82	82	82
금융수익	102	327	232	232	232
금융비용	-74	-471	-464	-370	-370
기타	-38	-770	18	6	6
법인세비용차감전순이익	351	-941	-218	7	101
법인세비용	102	-55	-37	1	12
계속사업순이익	249	-886	-181	6	89
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	249	-886	-181	6	89
당기순이익률 (%)	9.9	-33.2	-7.3	0.2	3.0
비지배지분순이익	9	-67	-57	2	28
지배지분순이익	240	-819	-124	4	61
지배순이익률 (%)	9.6	-30.6	-5.0	0.2	2.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	254	6	302	302	302
포괄순이익	503	-880	121	308	391
비지배지분포괄이익	15	-59	0	0	0
지배지분포괄이익	488	-821	121	308	391

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	137	-408	858	996	1,058
당기순이익	249	-886	-181	6	89
비현금항목의 가감	90	1,088	1,145	1,145	1,122
감가상각비	44	54	44	35	28
외환손익	-30	152	281	281	281
자본법평가손익	-210	-80	-82	-82	-82
기타	286	962	903	912	895
자산부채의 증감	-116	-73	-68	-92	-91
기타현금흐름	-86	-536	-38	-64	-62
투자활동 현금흐름	-1,158	-40	4	-23	-34
투자자산	1,204	58	0	0	0
유형자산	-86	-39	0	0	0
기타	-2,275	-60	4	-23	-34
재무활동 현금흐름	1,099	-549	-310	-227	-377
단기차입금	881	-373	-25	-150	-300
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	415	-52	-5	-5	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-157	-52	0	0	0
기타	-40	-72	-279	-72	-72
현금의 증감	96	-851	111	187	-133
기초 현금	1,257	1,354	503	614	801
기말 현금	1,354	503	614	801	668
NOPLAT	107	-102	-72	50	133
FCF	56	18	57	129	191

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,963	997	1,044	1,227	1,100
현금및현금성자산	1,354	503	614	801	668
매출채권 및 기타채권	233	215	196	210	223
재고자산	4	3	3	3	3
기타유동자산	372	276	231	213	206
비유동자산	8,701	7,938	7,558	7,267	7,198
유형자산	323	336	292	257	229
관계기업투자금	2,477	2,537	2,617	2,697	2,777
기타금융자산	1,392	1,036	904	704	704
기타비유동자산	4,509	4,030	3,745	3,609	3,488
자산총계	10,664	8,936	8,602	8,494	8,299
유동부채	3,056	2,294	2,058	1,912	1,616
매입채무 및 기타채무	229	213	209	214	218
차입금	1,671	1,507	1,482	1,332	1,032
유동성채무	57	222	15	15	15
기타유동부채	1,100	351	351	351	351
비유동부채	1,600	1,020	1,050	1,084	1,121
차입금	539	456	451	446	441
사채	160	0	0	0	0
기타비유동부채	901	564	599	638	680
부채총계	4,656	3,314	3,108	2,996	2,738
지배지분	5,791	5,461	5,337	5,341	5,402
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	2,235	1,378	1,253	1,258	1,318
기타자본변동	-1,059	-525	-525	-525	-525
비지배지분	216	161	157	157	159
자본총계	6,008	5,622	5,494	5,499	5,561
총차입금	2,906	2,524	2,321	2,203	1,939

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,795	-9,531	-1,444	50	706
PER	44.7	-6.3	-32.6	930.8	66.6
BPS	67,379	63,533	62,089	62,140	62,846
PBR	1.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	3,509	1,439	1,282	2,656	3,489
EV/EBITDA	40.6	58.5	52.7	24.2	18.0
SPS	29,171	31,103	28,748	31,732	34,367
PSR	4.3	1.9	1.6	1.5	1.4
CFPS	650	209	665	1,503	2,224
DPS	528	0	0	0	0

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	0.9	6.6	-7.6	10.4	8.3
영업이익 증가율	-44.5	적 전	적 지	흑 전	163.1
순이익 증가율	-26.3	적 전	적 지	흑 전	1,298.0
수익성					
ROIC	3.9	-2.7	-2.0	1.4	4.0
ROA	2.5	-8.4	-1.4	0.1	0.7
ROE	4.3	-14.6	-2.3	0.1	1.1
안정성					
부채비율	77.5	58.9	56.6	54.5	49.2
순차입금비율	27.3	28.3	27.0	25.9	23.4
이자보상배율	4.2	-1.0	-0.9	0.6	1.9

## 넷마블 [251270]

기존작 빠른 하향에도 지속적인 개선은 진행 중

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)					
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)					
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)					
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)					
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)					
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)					
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)					
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)					
2023.11.13	매수	53,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

기존작 빠른 하향에도 지속적인 개선은 진행 중

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2%	2.9%	2.9%	0.0%

#### [ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

#### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하