

넷마블 (251270)

한 분기 서프가 아니라 구조적인 개선

컨센서스를 큰 폭으로 상회하는 역대 최대 영업이익

2분기 매출 7,821억 원(YoY +30%, QoQ 34%), 영업이익 1,112억 원(YoY 흑전, QoQ +2,905%, OPM 14.2%)으로 컨센서스를 큰 폭으로 상회하며 역대 최고 영업이익을 기록했다. <나 혼자만 레벨업: ARISE>는 출시 2개월 간 매출 1,564억 원을 기록했다. MMORPG <레이븐2>도 일매출 9억 원을 기록하며 기대치를 상회했다.

당사 추정치 기준, 매출이 기대치에 미치지 못했음에도 이익에서 서프라이즈가 난 것은 비용의 구조적인 개선이 예상보다 빠른 속도로 진행되었기 때문이다. 지급수수료율은 PC 매출의 증가와 모바일 게임 믹스 개선으로 전분기 대비 5.2%p 감소한 34%를 기록했다. 당사 예상치인 37%를 큰 폭으로 하회했다. 지급수수료의 구조적인 감소는 내년까지 이어질 것으로 예상된다. 25년도 대형 신작인 <일곱 개의 대죄: 오리진> 역시 모바일/PC/콘솔 동시 글로벌 런칭 예정으로 나혼렐과 유사한 PC 매출 비중을 이어나갈 것으로 예상된다. 인건비는 1,827억 원(YoY -5%, QoQ +2%)으로 전년 대비 감소세를 이어갔다. 마케팅비 역시 대형 신작 3종에도 매출 대비 비중은 18%를 기록했다.

<나 혼자만 레벨업: ARISE>에 무엇을 더 기대할 수 있을까?

나혼렐 게임의 매출은 V자 반등을 기록할 것으로 예상된다. 3분기에는 전 분기 대비 하락할 것으로 예상하나, 내년 1월 예상되는 애니메이션 2기 방영 시점이 가까워질수록 반등할 것으로 예상된다. 애니 2기에는 핵심 콘텐츠인 제주도 레이드 관련 내용이 포함될 예정이며, 개발 로드맵에 따르면 게임 역시 제주도 관련 콘텐츠를 추가할 예정으로 큰 폭의 반등을 예상된다.

향후에는 1) 하반기 스팀 출시 2) 내년 콘솔 플랫폼 출시 3) 중국 출시 모멘텀이 남아있다. 단기적으로는 콘솔 버전 출시에 대한 기대감이 가장 크다. 나혼렐IP 개발 파트너인 소니가 퍼블리싱을 맡을 가능성인 높다고 판단하며, 2분기 매출에서 해외 매출 비중이 60%를 상회할 것으로 추정되는 만큼 콘솔 플랫폼에서의 업사이드가 높다고 판단한다.

<일곱 개의 대죄 키우기>는 <세븐나이트 키우기> 성과를 상회할 것

하반기 주요 신작인 <일곱 개의 대죄 키우기>는 올해 연간으로 매출 1,080억 원을 기록할 것으로 예상된다. 동기간 <세븐나이트 키우기> 매출은 847억 원이었다. 이번 신작은 세븐나이트와 달리 글로벌 인지도가 있는 IP이며, 한국 매출 비중이 높았던 세나키와 다르게 북미, 일본 등 글로벌 매출 비중이 높을 것으로 판단한다.

목표주가 90,000원 상향, 게임주 Top Pick으로 유지

이익 추정치 상향에 따라 목표주가를 75,000원에서 90,000원으로 상향한다. 목표주가는 24년도 예상 EPS에 PER 20배를 부여하여 산출했다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)

90,000원(상향)

종가(2024.08.08)

69,400원

상승여력

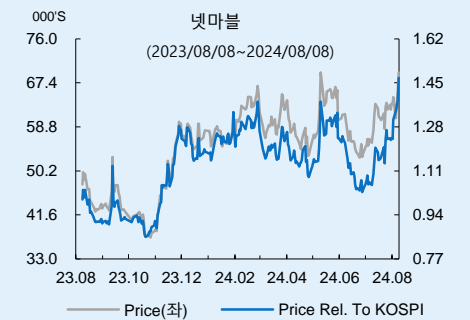
29.7 %

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	8,595만주
시가총액	5,965십억원
외국인지분율	25.3%
52주 주가	37,200~69,400원
60일평균거래량	263,259주
60일평균거래대금	15.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.6	14.3	10.3	46.0
상대수익률	35.1	21.2	12.8	46.6

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,502	2,998	3,298	3,628
영업이익(십억원)	-68	374	543	735
순이익(십억원)	-256	368	433	552
EPS(원)	-2,975	4,278	5,033	6,427
BPS(원)	57,933	58,883	60,588	63,687
PER(배)		16.2	13.8	10.8
PBR(배)	1.0	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	-4.9	7.3	8.4	10.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	53.4	12.6	9.2	6.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임]

윤예지 2122-9180 yj.yoon@hi-ib.com

표1. 넷마블 재무 정리

(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F
매출	2,673	2,501	2,998	603	603	631	665	585	782	739	892
나 혼자만 레벨업: ARISE			426						156	117	153
마블 CoC	289	269	256	54	72	63	80	47	70	61	77
잭팟월드	214	237	232	60	60	57	60	59	55	58	61
캐시프렌지	220	205	192	54	54	50	47	53	47	48	44
랏차슬롯	208	206	202	54	48	50	53	53	47	50	53
일곱개의 대죄: 그랜드 크로스	180	150	142	42	36	32	40	41	31	31	39
레이븐2			104						31	43	30
일곱개의 대죄 키우기			108							45	63
기타	908	957	1,110	217	229	259	253	228	305	275	302
영업비용	2,782	2,571	2,624	631	641	652	647	582	671	648	723
지급수수료	1,056	980	1,061	247	240	239	254	227	263	259	312
인건비	782	745	715	188	193	181	183	180	183	175	178
마케팅비	524	487	530	100	113	146	128	102	144	133	152
상각비	232	185	160	48	48	46	43	39	40	40	41
기타	187	174	158	48	46	41	40	34	42	41	41
영업이익	-109	-68	374	-28	-37	-22	18	4	111	90	169
OPM(%)			12				3	1	14	12	19
지배주주순이익	-819	-256	368	-38	-27	-19	-183	0	170	69	130
NPM(%)			12						22	9	15

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

표2. 넷마블 2분기 실적 분석

	2Q24P	추정치	차이(%)	1Q24	QoQ(%)	2Q23	YoY(%)
매출	782	847	-8	585	34	603	30
마블 CoC	70	63	12	47	50	72	-3
잭팟월드	55	62	-11	59	-6	60	-9
캐시프렌지	47	52	-9	53	-11	54	-14
랏차슬롯	47	48	-2	53	-11	48	-3
일곱개의 대죄: 그랜드 크로스	31	35	-11	41	-24	36	-14
나 혼자만 레벨업: ARISE	156	216	-28				
기타	305	261	17	228	34	229	33
영업비용	671	749	-10	582	15	641	5
지급수수료	263	314	-16	227	16	240	9
인건비	183	180	2	180	2	193	-5
마케팅비	144	169	-15	102	42	113	27
상각비	40	39	1	39	2	48	-17
기타	42	47	-11	34	21	46	-9
영업이익	111	99	13	4	2,905	-37	흑전
OPM(%)	14	12		1			
지배주주순이익	170	65	162	0	흑전	-27	흑전
NPM(%)	22	8					

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

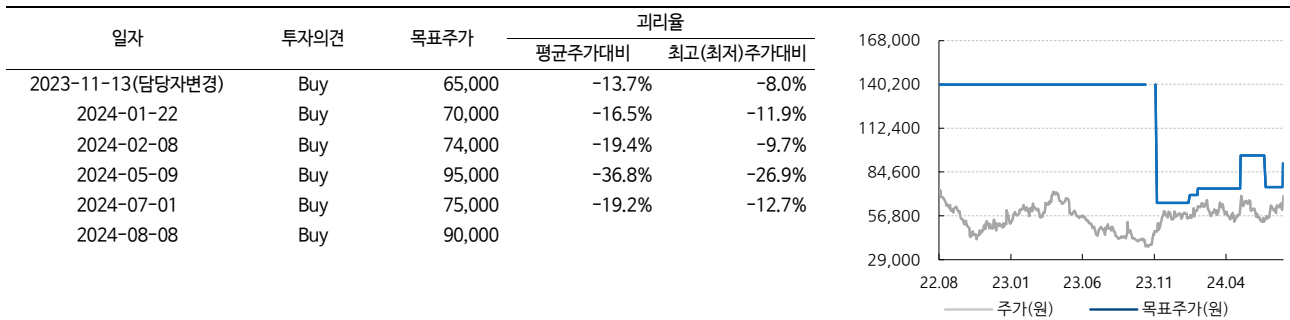
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	906	909	1,370	1,881	매출액	2,502	2,998	3,298	3,628
현금 및 현금성자산	430	387	820	1,297	증가율(%)	-6.4	19.8	10.0	10.0
단기금융자산	82	90	99	109	매출원가	-	-	-	-
매출채권	272	325	358	394	매출총이익	2,502	2,998	3,298	3,628
재고자산	3	3	4	4	판매비와관리비	2,571	2,624	2,756	2,893
비유동자산	7,010	6,440	6,197	6,078	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	344	283	237	202	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,229	3,106	2,997	2,901	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,916	7,349	7,567	7,959	영업이익	-68	374	543	735
유동부채	1,906	1,391	1,277	1,166	증가율(%)	적지	흑전	45.1	35.4
매입채무	32	39	42	47	영업이익률(%)	-2.7	12.5	16.5	20.3
단기차입금	1,311	811	711	611	이자수익	16	15	29	45
유동성장기부채	86	86	86	86	이자비용	147	112	105	98
비유동부채	931	931	931	931	지분법이익(손실)	113	113	113	113
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-14	43	301	301
장기차입금	372	372	372	372	세전계속사업이익	-159	363	824	1,052
부채총계	2,837	2,322	2,208	2,098	법인세비용	145	129	206	263
지배주주지분	4,980	5,061	5,208	5,474	세전계속이익률(%)	-6.3	12.1	25.0	29.0
자본금	9	9	9	9	당기순이익	-304	234	618	789
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900	순이익률(%)	-12.1	7.8	18.7	21.8
이익잉여금	1,128	1,496	1,929	2,481	지배주주귀속 순이익	-256	368	433	552
기타자본항목	-58	-344	-630	-916	기타포괄이익	-286	-286	-286	-286
비지배주주지분	100	-35	151	388	총포괄이익	-590	-52	332	503
자본총계	5,079	5,027	5,359	5,862	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-98	575	954	1,101	주당지표(원)				
당기순이익	-304	234	618	789	EPS	-2,975	4,278	5,033	6,427
유형자산감가상각비	57	61	46	35	BPS	57,933	58,883	60,588	63,687
무형자산상각비	129	100	88	78	CFPS	-817	6,147	6,599	7,744
지분법관련손실(이익)	113	113	113	113	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	525	329	26	-76	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-36	-	-	-	PER		16.2	13.8	10.8
무형자산의 처분(취득)	13	23	21	19	PBR	1.0	1.2	1.1	1.1
금융상품의 증감	677	500	200	100	PCR	-71.1	11.3	10.5	9.0
재무활동 현금흐름	-540	-565	-165	-165	EV/EBITDA	53.4	12.6	9.2	6.6
단기금융부채의증감	-298	-500	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-176	-	-	-	ROE	-4.9	7.3	8.4	10.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	17.8	20.5	23.4
배당금지급	-2	-	-	-	부채비율	55.9	46.2	41.2	35.8
현금및현금성자산의증감	-73	-43	432	477	순부채비율	24.7	15.8	4.7	-5.7
기초현금및현금성자산	503	430	387	820	매출채권회전율(x)	10.3	10.0	9.7	9.7
기말현금및현금성자산	430	387	820	1,297	재고자산회전율(x)	900.4	1,002.3	963.1	963.1

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

넷마블 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%