

넷마블 (251270/KS)

신작 앞두고 변동성 높아지는 구간

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 55,000 원(유지)

현재주가: 54,900 원

상승여력: 0.2%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,719 십억원
주요주주	
방준혁(외16)	24.84%
CJENM	21.78%

Stock Data

주가(24/04/16)	54,900 원
KOSPI	2,609.63 pt
52주 최고가	70,900 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 preview: 신작 부재로 미미한 분기

1 분기 매출액 5,898 억원(-11.4% QoQ, 이하 동일), 영업이익 -75 억원(적전), 순이익 -169 억원(적지)으로 영업이익은 컨센서스에 부합하는 수준을 기록할 것으로 추정된다. 기존 게임들의 매출 감소, 신작 부재로 전체 매출은 감소했고, 영업비용도 상각비, 마케팅비 감소로 전분기대비 7.6%감소했다. 마케팅비는 1,171 억원(-8.3%)으로 3월 <나 혼자만 레벨업: ARISE> 미디어 쇼케이스 진행 외 특이사항은 없다.

4월부터 연이은 신작 출시 예정

사전 예약자 200 만명을 기록한 <아스달 연대기: 세 개의 세력>가 4/24 한국, 대만, 홍콩, 마카오에 출시된다. <나 혼자만 레벨업: ARISE>는 사전등록 오픈 5 일 만에 예약자 500 만명 달성, 3/21 태국과 캐나다에서 OBT 시작해 태국 앱스토어 매출 1 위, 캐나다 매출 10 위권을 기록했다. 5/8 글로벌 정식 서비스 예정이고 연내 스팀 확장 계획이다. 연초 방영된 애니메이션이 아시아, 미국 등 다양한 지역에서 OTT 시청 상위권을 기록했고, 미국과 일본에서 대형 옥외광고를 진행하며 사전 마케팅을 강화해 흥행 기대감을 높이고 있다. <아스달연대기: 세 개의 세력>과 <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 올해 매출은 1,000 억원을 상회할 것으로 추정한다. 다크 판타지 MMORPG <레이븐 2>도 3/25 티저 오픈, 4/18 온라인 쇼케이스 진행 후 2Q24에 출시될 것으로 예상된다. <킹 아서: 레전드 라이즈>도 2Q24 출시 예정이다.

게임 운영 능력 입증 필요

올해는 작년대비 출시 예정작들이 많다. 상반기는 출시 초기 매출 및 마케팅비 집행으로 영업 적자를 기록하겠지만 3 분기부터는 신작 매출 온기 반영으로 흑자 달성이 전망된다. 하반기에도 기대작 출시가 예정대로 진행된다면 안정적인 실적 흐름을 보일 수 있다. 동사의 장점이자 단점은 게임 라인업이 많다는 점이다. 흥행 기대작에 리소스를 효율적으로 배분하고 자체 IP 를 강화해 지급수수료와 마케팅비 집행을 조절하고, 출시 게임의 라이프 사이클을 안정적으로 운영할 수 있다는 것을 입증할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

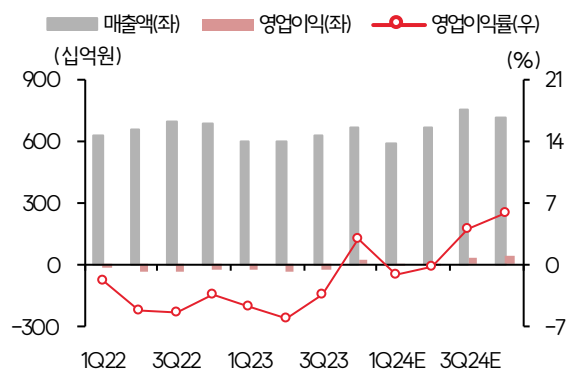
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	2,723	2,992	3,072
영업이익	십억원	151	-109	-68	64	134	164
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	-21	37	66
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	-246	428	769
PER	배	44.7	-6.3	-19.5	-223.3	128.1	71.3
PBR	배	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	29.6	24.1	22.2
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	-0.4	0.7	1.3

넷마블 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	589.8	665.2	752.3	715.6	2,673.4	2,502.1	2,723.0
모바일	543.6	552.0	574.1	584.3	527.8	597.1	681.7	641.9	2,488.8	2,253.9	2,448.6
온라인	7.8	7.3	7.1	9.4	7.9	12.2	12.8	13.1	34.8	31.6	46.0
기타	51.3	44.1	49.4	71.8	54.1	56.0	57.8	60.5	149.8	216.6	228.5
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	597.3	666.3	721.3	674.4	2,782.1	2,570.5	2,659.4
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	185.4	186.7	188.0	193.0	782.1	744.1	753.2
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	117.1	148.5	165.4	138.9	524.3	486.8	569.9
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	212.0	248.0	284.7	258.2	1,056.2	980.0	1,002.9
기타	95.9	94.0	86.9	82.9	82.8	83.1	83.2	84.3	419.6	359.6	333.4
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	-7.5	-1.1	31.0	41.2	-108.7	-68.5	63.6
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	-1.3%	-0.2%	4.1%	5.8%	-4.1%	-2.7%	2.3%
순이익	-45.8	-44.1	-28.5	-185.6	-16.9	-13.2	10.9	-8.7	-886.4	-303.9	-27.9
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-12.8	-10.0	8.3	-6.6	-819.2	-255.7	-21.1
YoY growth rate											
매출액	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.1%	10.3%	19.3%	7.5%	6.6%	-6.4%	8.8%
모바일	-7.3%	-10.2%	-11.5%	-8.6%	-2.9%	8.2%	18.8%	9.9%	8.1%	-9.4%	8.6%
온라인	-15.1%	-15.7%	-28.7%	33.2%	1.6%	66.4%	81.1%	39.5%	22.3%	-9.3%	45.7%
기타	42.5%	17.4%	38.7%	76.7%	5.6%	27.0%	17.0%	-15.7%	-15.1%	44.6%	5.5%
영업비용	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-9.0%	-5.3%	4.0%	10.6%	4.3%	18.1%	-7.6%	3.5%
인건비	0.3%	1.8%	-11.0%	-9.7%	-1.1%	-3.3%	4.1%	5.6%	22.4%	-4.9%	1.2%
마케팅비	-11.1%	-21.7%	0.6%	4.4%	16.7%	31.3%	13.5%	8.8%	31.1%	-7.1%	17.1%
지급수수료	0.7%	-7.9%	-14.1%	-6.6%	-14.2%	3.2%	19.1%	1.9%	4.0%	-7.2%	2.3%
기타	-2.4%	-6.3%	-18.2%	-27.8%	-13.6%	-11.6%	-4.3%	1.7%	38.9%	-14.3%	-7.3%
영업이익	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	118.6%	적전	적지	흑전
영업이익률	-2.8%p	0.9%p	2.0%p	6.3%p	3.4%p	6.0%p	7.6%p	2.9%p	-10.1%p	1.3%p	5.1%p
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적전	적지	적지

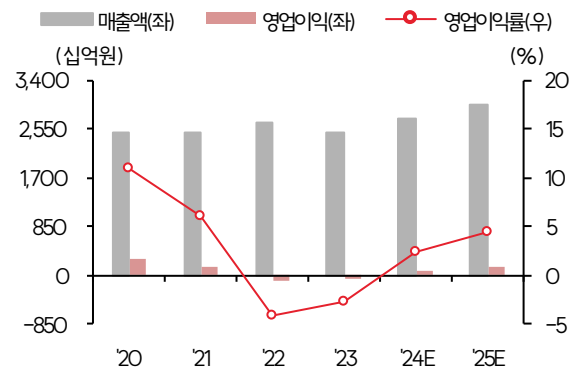
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



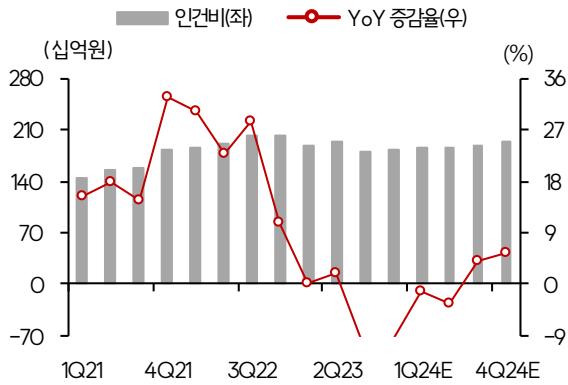
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



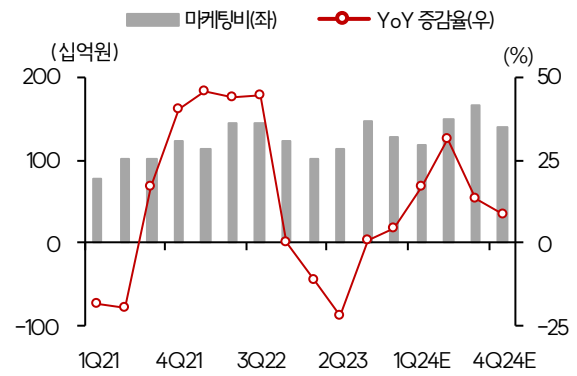
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 효율화 지속



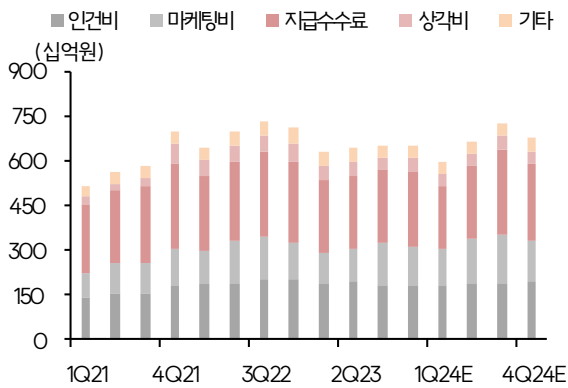
자료: 넷마블, SK 증권

24E 매출대비 마케팅비 비중 20.9% 추정



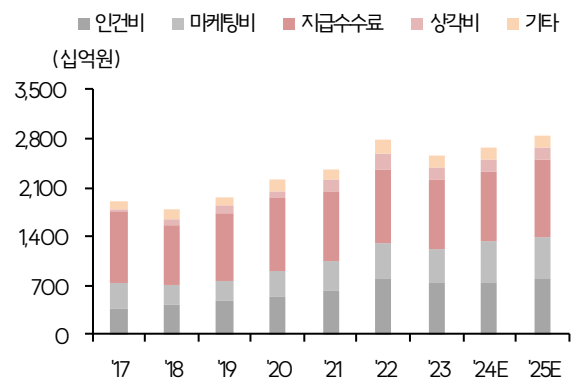
자료: 넷마블, SK 증권

분기 영업비용 추이



자료: 넷마블, SK 증권

연간 영업비용 추이



자료: 넷마블, SK 증권

〈나 혼자만 레벨업〉 미국 옥외 광고



자료: 언론 보도, SK 증권

〈나 혼자만 레벨업〉 일본 옥외 광고



자료: 언론 보도, SK 증권

〈아스달 연대기: 세 개의 세력〉, 4/24 출시



자료: 언론 보도, SK 증권

〈레이븐 2〉, 2Q24 출시 예정



자료: 언론 보도, SK 증권

〈킹 아서: 레전드 라이즈〉, 2Q24 출시 예정



자료: 언론 보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997	906	999	1,159	1,373
현금및현금성자산	503	430	580	711	936
매출채권 및 기타채권	215	272	292	314	306
재고자산	3	3	3	3	3
비유동자산	7,938	7,010	7,047	7,103	6,918
장기금융자산	1,047	636	637	639	639
유형자산	336	344	295	255	223
무형자산	3,596	3,229	3,122	3,026	2,939
자산총계	8,936	7,916	8,046	8,262	8,291
유동부채	2,294	1,906	2,043	2,189	2,138
단기금융부채	1,783	1,456	1,566	1,682	1,642
매입채무 및 기타채무	130	118	185	198	194
단기충당부채	1	2	3	3	3
비유동부채	1,020	931	952	973	966
장기금융부채	795	646	646	646	646
장기매입채무 및 기타채무	13	14	14	14	14
장기충당부채	1	0	0	0	0
부채총계	3,314	2,837	2,995	3,162	3,104
지배주주지분	5,461	4,980	4,958	4,995	5,061
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	1,107	1,144	1,210
비지배주주지분	161	100	93	105	126
자본총계	5,622	5,079	5,051	5,100	5,187
부채와자본총계	8,936	7,916	8,046	8,262	8,291

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408	-98	157	214	196
당기순이익(손실)	-886	-304	-28	49	87
비현금성항목등	1,088	440	268	274	266
유형자산감가상각비	54	57	50	40	32
무형자산상각비	178	129	107	96	87
기타	855	255	112	138	147
운전자본감소(증가)	-73	-121	28	29	-10
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	-20	-22	7
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	13	14	-5
기타	-1,029	-117	-105	-150	-169
법인세납부	-493	-4	7	-12	-22
투자활동현금흐름	-40	525	-199	-197	68
금융자산의감소(증가)	126	32	-5	-5	2
유형자산의감소(증가)	-38	-36	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	0	0	0
기타	-46	516	-194	-192	66
재무활동현금흐름	-549	-540	110	116	-40
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	110	116	-40
장기금융부채의증가(감소)	-70	-195	0	0	0
자본의증가(감소)	1	3	0	0	0
배당금지급	-52	-2	0	0	0
기타	-54	-48	-0	0	0
현금의 증가(감소)	-851	-73	149	132	224
기초현금	1,354	503	430	580	711
기말현금	503	430	580	711	936
FCF	-447	-134	157	214	196

자료 : 넷마블, SK증권 추정

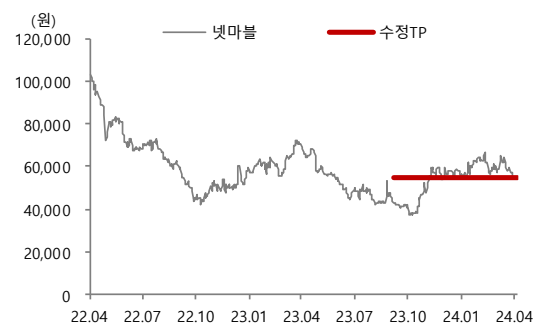
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,723	2,992	3,072
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,723	2,992	3,072
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,782	2,571	2,659	2,858	2,908
영업이익	-109	-68	64	134	164
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	2.3	4.5	5.3
비영업손익	-833	-90	-98	-73	-55
순금융손익	-100	-130	-119	-126	-125
외환관련손익	-123	-34	0	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	125	137	141
세전계속사업이익	-941	-159	-35	61	109
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	-1.3	2.0	3.6
계속사업법인세	-55	145	-7	12	22
계속사업이익	-886	-304	-28	49	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	-28	49	87
순이익률(%)	-33.2	-12.1	-1.0	1.6	2.8
지배주주	-819	-256	-21	37	66
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	-0.8	1.2	2.2
비지배주주	-67	-48	-7	12	21
총포괄이익	-880	-590	-28	49	87
지배주주	-821	-542	-27	46	83
비지배주주	-59	-48	-1	2	4
EBITDA	124	117	220	270	283

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	6.6	-6.4	8.8	9.9	2.7
영업이익	적전	적지	흑전	110.4	22.8
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	79.6
EBITDA	-59.0	-5.5	88.3	22.6	4.8
EPS	적전	적지	적지	흑전	79.6
수익성 (%)					
ROA	-9.0	-3.6	-0.3	0.6	1.1
ROE	-14.6	-4.9	-0.4	0.7	1.3
EBITDA마진	4.6	4.7	8.1	9.0	9.2
안정성 (%)					
유동비율	43.5	47.5	48.9	52.9	64.2
부채비율	58.9	55.9	59.3	62.0	59.8
순차입금/자기자본	34.4	31.3	30.6	29.9	24.3
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	1.6	1.8	1.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	-246	428	769
BPS	68,250	62,650	62,404	62,832	63,602
CFPS	-6,827	-817	1,576	2,013	2,151
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-6.3	-19.5	-223.3	128.1	71.3
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	-8.8	-71.1	34.8	27.3	25.5
EV/EBITDA	58.9	57.1	29.6	24.1	22.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.24	중립	55,000원	6개월		
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%
2022.02.21	매수	137,000원	6개월	-25.63%	-18.25%



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 04월 17일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------