

# 넷마블 (251270)

## 비용은 줄고 매출은 늘고

### 4Q23 Review

매출액 6,649억원(QoQ +5.4%, YoY -3.2%), 영업이익 177억원 흑자전환, 지배순손실 1,828억원 기록. 시장 기대치 상회. 신작 부재에도 '세븐나이츠 키우기' 실적 온기 반영 및 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 업데이트 효과로 전분기대비 매출 증가. 마케팅비 감소로 영업이익 8분기만에 흑자전환 시현

### 2024년 전망

2024년 상반기(주로 2분기) '아스달 연대기: 세 개의 세력(MMORPG, 모바일/PC)', '나 혼자만 레벨업: ARISE(액션RPG, 모바일/PC)', '레이븐2(MMORPG, 모바일/PC)', '킹 아서: 레전드 라이즈(수집형 전략 RPG, 모바일/PC)' 등 자체개발 신작 4종과 '제2의 나라: Cross Worlds(MMORPG, 모바일)'의 중국 출시가 예정되어 있음

하반기 '일곱개의 대죄: 오리진' 외에 다수의 자체개발 신작 게임 출시 및 중국 진출(판호)이 계획되고 있어 국내 게임사 중 신작 모멘텀이 가장 풍부한 상황임

또한, 인건비, 마케팅비 등 비용 효율화, 스펀엑스 관련 감가상각비 감소, 차입금 이자 감소 등 비용면에서도 고정비 감소에 따른 이익레버리지가 예상되는 바, 2024년 연간 흑자전환이 기대됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 68,000원 상향

동사는 최근 '킹오브파이터 올스타' 포함 국내 게임사 중 가장 많은 7개의 판호를 보유하고 있고, 2024년 추가 획득이 가능할 것으로 예상됨. 중국 게임시장은 규제와 규제완화를 반복하고 있으나, 여전히 국내 게임사에게는 성장의 최대 기회시장이고, 동사가 가장 큰 수혜주라는 판단임. 동사의 비용 효율화 추세, 2024년 출시될 다수의 신작 및 중국 진출을 반영한 실적 추정치를 상향하여, 목표주가를 68,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지함



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 68,000원 (U)

현재주가 (2/07) 61,000원

상승여력 11%

시가총액	52,432억원
총발행주식수	85,953,502주
60일 평균 거래대금	92억원
60일 평균 거래량	163,843주
52주 고/저	72,100원 / 37,200원
외인지분율	23.77%
배당수익률	0.00%
주요주주	방준혁 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.9	36.6	(0.3)
상대	8.6	27.9	(6.4)
절대 (달러환산)	8.9	34.6	(5.8)

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,649	-3.2	5.4	6,568	1.2
영업이익	177	흑전	흑전	69	157.4
세전계속사업이익	-212	적지	적지	-357	40.6
지배순이익	-1,828	적지	적지	-141	-1,193.1
영업이익률 (%)	2.7	흑전	흑전	1.0	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	-27.5	적지	적지	-2.2	-25.3 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	25,069	26,734	25,014	28,602
영업이익	1,510	-1,087	-696	1,721
지배순이익	2,402	-8,192	-2,666	1,777
PER	46.3	-8.1	-18.7	29.5
PBR	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	43.4	70.3	55.8	18.0
ROE	4.3	-14.6	-5.1	3.3

자료: 유안타증권

넷마블 실적 추이 및 전망

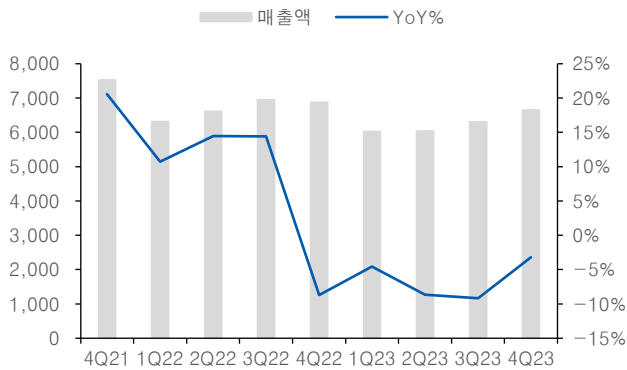
(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	6,026	6,033	6,306	6,649	6,308	6,887	7,743	7,663	26,734	25,014	28,602	30,759
YoY	-5%	-9%	-9%	-3%	5%	14%	23%	15%	7%	-6%	14%	8%
세븐나이츠 (세븐나이츠2)			315	532	450	360	360	450	461	847	1,620	847
잭팟월드	603	603	568	598	598	558	527	575	2,144	2,372	2,258	2,315
캐시프렌지	542	543	504	465	521	495	485	585	2,202	2,055	2,086	2,071
랏차슬롯	542	483	504	532	522	491	481	533	2,076	2,061	2,027	2,044
제2의나라	301	181	252	199	179	223	683	369	2,002	934	1,452	1,193
모두의마블1, 2		135	90	90	72	81	225	270		315	648	925
쿠키잼	181	241	189	199	203	183	183	238	802	811	806	728
마블콘테스트오브챔피언	542	724	631	798	646	601	612	652	2,886	2,695	2,511	2,343
마블퓨처파이트	60	60	63	80	85	70	72	97	543	264	323	264
리니지2레볼루션	301	181	189	199	206	194	175	201	1,069	871	776	741
해리포터	181	181	189	199	172	166	163	197	802	750	699	652
블소레볼	241	181	169	175	175	169	156	233	865	766	734	675
일곱개의대죄	422	362	315	399	357	378	362	403	1,802	1,498	1,500	1,349
A3			108	90	89	86	84	99		198	359	250
신작		180	270	0	45	810	1,170	895		450	2,920	6,716
기타	2,109	1,978	1,948	2,091	1,988	2,023	2,006	1,866	9,080	8,126	7,883	7,646
영업비용	6,308	6,405	6,525	6,472	6,376	6,640	6,970	6,894	27,821	25,710	26,881	27,542
인건비	1,875	1,932	1,806	1,833	1,828	1,822	1,817	1,811	7,821	7,446	7,277	7,349
마케팅비	1,003	1,131	1,458	1,276	1,328	1,356	1,386	1,341	5,243	4,868	5,410	5,402
지급수수료	2,471	2,403	2,391	2,535	2,398	2,596	2,902	2,880	10,562	9,800	10,777	11,466
기타(상각비 포함)	959	939	870	828	822	867	866	862	4,195	3,596	3,417	3,326
영업이익	-282	-372	-219	177	-68	247	773	769	-1,087	-696	1,721	3,217
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.7%	-1.1%	3.6%	10.0%	10.0%	-4.1%	-2.8%	6.0%	10.5%
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	334%	적전	적지	흑전	87%

자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 매출액 및 YoY% 추이

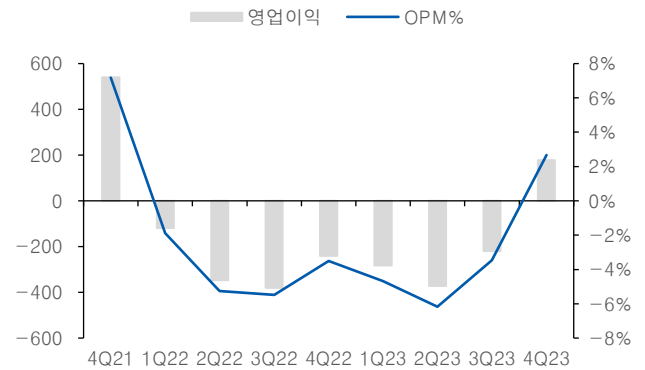
(단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 영업이익 및 OPM% 추이

(단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

신작 라인업


모바일

PC

콘솔


24년 상반기 신작

아스달 연대기: 세 개의 세력




한국, 대만, 홍콩, 마카오  
MMORPG

나 혼자만 레벨업: ARISE




글로벌  
액션 RPG

레이븐2




한국  
MMORPG

킹 아서: 레전드 라이즈



글로벌  
수집형 전략 RPG

제2의 나라: Cross Worlds



중국  
MMORPG

자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 목표주가 변경내역		(단위: 억원, 배, 원)	
변경 전		변경 후	
기업가치 = (A) + (B)	48,436	기업가치 = (A) + (B)	58,335
(A) 영업가치	34,657	(A) 영업가치	39,583
2024년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	11.3	2024년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	11.1
넷마블2024년 추정 EBITDA	3,067	넷마블2024년 추정 EBITDA	3,566
(B) 자산가치	13,779	(B) 자산가치	18,752
순차입금	13,000	순차입금	9,000
하이브 (12.08%) 지분가치	9,887	하이브 (12.08%) 지분가치	10,667
엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	4,074	엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	5,168
코웨이 (25.1%) 지분가치	10,929	코웨이 (25.1%) 지분가치	9,466
자기주식	1,889	자기주식	2,452
발행주식수	85,953,502	발행주식수	85,953,503
목표주가	56,351	목표주가	67,868

자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	25,069	26,734	25,014	28,602	30,759
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,069	26,734	25,014	28,602	30,759
판매비	23,559	27,821	25,710	26,881	27,542
영업이익	1,510	-1,087	-696	1,721	3,217
EBITDA	3,016	1,237	1,193	3,566	5,034
영업외손익	2,002	-8,328	-1,029	827	1,366
외환관련손익	318	-1,226	-262	128	137
이자손익	-284	-1,000	-1,298	-819	-442
관계기업관련손익	2,098	802	1,546	2,234	2,457
기타	-130	-6,904	-1,015	-715	-786
법인세비용차감전순이익	3,512	-9,415	-1,725	2,548	4,583
법인세비용	1,020	-551	1,409	637	1,146
계속사업순이익	2,492	-8,864	-3,134	1,911	3,437
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,492	-8,864	-3,134	1,911	3,437
지배지분순이익	2,402	-8,192	-2,666	1,777	3,266
포괄순이익	5,027	-8,804	-4,287	5,811	7,337
지배지분포괄이익	4,876	-8,213	-3,628	4,721	5,961

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,375	-4,084	426	7,679	8,862
당기순이익	2,492	-8,864	-3,134	1,911	3,437
감가상각비	440	541	566	593	608
외환손익	-297	-1,579	-47	-128	-137
중속, 관계기업관련손익	-2,098	-802	-1,546	-2,234	-2,457
자산부채의 증감	-1,155	-734	-74	1,462	1,379
기타현금흐름	1,994	7,355	4,661	6,074	6,032
투자활동 현금흐름	-11,575	-404	8,243	-380	679
투자자산	12,036	579	7,370	-2,754	-1,843
유형자산 증가 (CAPEX)	-864	-387	-495	-800	-700
유형자산 감소	5	5	2	0	0
기타현금흐름	-22,752	-602	1,367	3,174	3,222
재무활동 현금흐름	10,991	-5,490	-6,882	-3,522	696
단기차입금	12,267	-5,941	-3,872	-2,018	547
사채 및 장기차입금	5,672	-2,178	-631	-2,153	-500
자본	100	7	17	0	0
현금배당	-1,570	-525	-21	0	0
기타현금흐름	-5,479	3,145	-2,374	650	650
연결범위변동 등 기타	172	1,471	-1,896	-3,045	-3,610
현금의 증감	962	-8,507	-108	732	6,627
기초 현금	12,575	13,537	5,030	4,922	5,655
기말 현금	13,537	5,030	4,922	5,655	12,281
NOPLAT	1,510	-1,087	-1,265	1,721	3,217
FCF	511	-4,471	-69	6,879	8,162

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

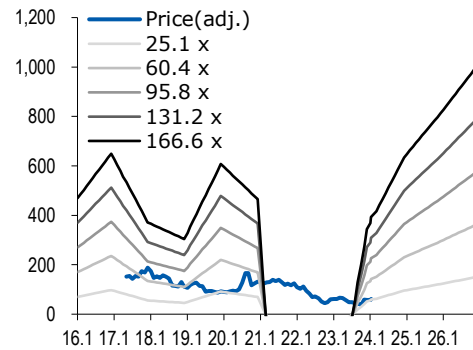
재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	19,626	9,973	9,367	10,560	17,553
현금및현금성자산	13,537	5,030	4,922	5,655	12,281
매출채권 및 기타채권	2,333	2,153	2,163	2,297	2,450
재고자산	40	28	27	32	34
비유동자산	87,012	79,382	70,014	71,866	72,847
유형자산	3,228	3,359	3,491	3,699	3,791
관계기업 등 지분관련자산	24,772	25,366	18,401	21,871	23,521
기타투자자산	13,923	10,359	6,629	5,912	6,106
자산총계	106,638	89,356	79,381	82,426	90,400
유동부채	30,562	22,940	19,067	16,358	17,521
매입채무 및 기타채무	2,286	2,132	2,030	2,340	2,517
단기차입금	16,710	15,070	11,193	9,093	9,593
유동성장기부채	571	2,224	2,138	1,138	1,338
비유동부채	15,999	10,198	9,281	8,573	8,048
장기차입금	5,393	4,555	3,845	2,245	1,945
사채	1,597	0	0	0	0
부채총계	46,561	33,138	28,348	24,931	25,568
지배지분	57,914	54,609	49,924	56,251	63,417
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,967	38,974	38,992	38,992	38,992
이익잉여금	22,346	13,775	11,109	12,886	16,152
비지배지분	2,162	1,609	1,109	1,243	1,415
자본총계	60,077	56,218	51,034	57,495	64,832
순차입금	17,653	19,356	15,482	10,467	3,796
총차입금	33,893	25,774	21,270	17,098	17,144

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,795	-9,531	-3,102	2,068	3,799
BPS	70,683	66,649	60,932	68,654	77,400
EBITDAPS	3,509	1,439	1,388	4,148	5,857
SPS	29,171	31,103	29,102	33,276	35,786
DPS	528	0	0	0	0
PER	46.3	-8.1	-18.7	29.5	16.1
PBR	1.8	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	43.4	70.3	55.8	18.0	11.5
PSR	4.4	2.5	2.0	1.8	1.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	0.9	6.6	-6.4	14.3	7.5
영업이익 증가율 (%)	-44.5	적전	적지	흑전	86.9
지배순이익 증가율 (%)	-23.2	적전	적지	흑전	83.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-2.8	6.0	10.5
지배순이익률 (%)	9.6	-30.6	-10.7	6.2	10.6
EBITDA 마진 (%)	12.0	4.6	4.8	12.5	16.4
ROIC	3.9	-2.7	-6.5	4.3	6.8
ROA	2.5	-8.4	-3.2	2.2	3.8
ROE	4.3	-14.6	-5.1	3.3	5.5
부채비율 (%)	77.5	58.9	55.5	43.4	39.4
순차입금/자기자본 (%)	30.5	35.4	31.0	18.6	6.0
영업이익/금융비용 (배)	4.2	-1.0	-0.5	1.8	4.6

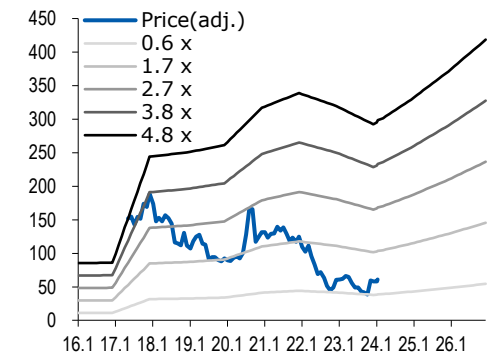
P/E band chart

(천원)

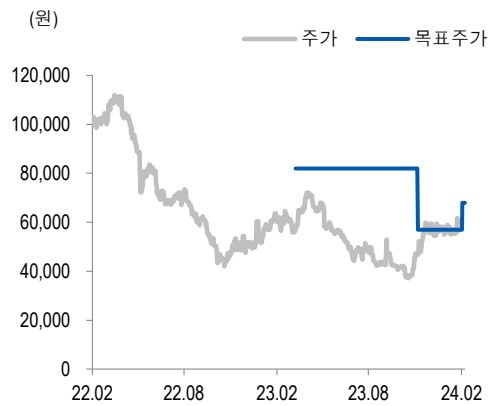


P/B band chart

(천원)



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-08	BUY	68,000	1년		
2023-11-13	BUY	57,000	1년	-0.76	8.25
2023-03-16	BUY	82,000	1년	-36.52	-12.07

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.