

넷마블 (251270/KS)

같이 레벨업 하실래요?

SK증권 리서치센터

매수(상향)

목표주가: 78,000 원(상향)

현재주가: 64,800 원

상승여력: 20.4%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

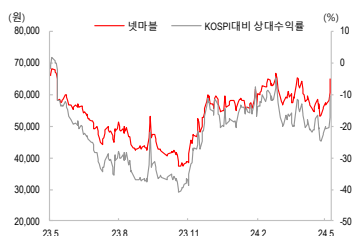
Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	5,570 십억원
주요주주	
방준혁(외16)	24.84%
CJENM	21.78%

Stock Data

주가(24/05/09)	64,800 원
KOSPI	2,712.14 pt
52주 최고가	67,100 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Review: 레벨업 하기 전 몸 만들기 성공

매출액 5,854 억원(-12.0% QoQ, 이하 동일), 영업이익 37 억원(-80.4%), 순이익 -99 억원(적지)으로 영업이익은 컨센서스 -92 억원을 상회했다. 신작 부재로 매출은 감소했으나 인건비, 마케팅비 등 비용 전반을 통제하며 2개 분기 연속 흑자 달성에 성공했다.

2분기부터 급격한 실적 개선

5/8 <나 혼자만 레벨업: ARISE> 출시, 글로벌 27개국 앱스토어에서 매출 Top10에 진입했다. 웹툰의 인기가 높았던 한국, 일본, 미국에서 앱스토어 매출 최고 순위 1위, 3위, 9위를 기록했고, 주요 국가에서도 상위권에 진입했다. 출시 후 24시간 기준 DAU 500만 명, 매출 140 억원으로 동사 론칭 게임 중 최고 실적을 기록했다. 웹툰을 기반으로 해 풍부한 스토리를 보유하고 있다는 것이 장점, 추후 꾸준한 콘텐츠 업데이트도 준비 중이다. 뿐만 아니라 하반기에는 스팀 플랫폼 출시, 내년 콘솔 플랫폼 출시를 계획하고 있어 콘텐츠 업데이트와 트래픽 관리만 잘 된다면 라이프 사이클 장기화도 가능해 보인다. <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 올해 매출을 5,226 억원으로 전망한다.

4/24 <아스달 연대기: 세 개의 세력>, 5/8 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 5/29 <레이븐 2> 출시로 2 분기는 신작 효과가 뚜렷하게 나타나며 매출액은 8,978 억원(+53.4% QoQ), 영업이익 641 억원(+1,631.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 전반적으로 영업 비용 레벨이 낮아진데다, 마케팅비도 작년 수준과 유사하게 집행할 것을 가정하면 큰 폭의 실적 개선이 가능해 보인다.

진짜 달라지기로 마음먹은 걸까?

넷마블은 하이브 보유 지분 2.64%를 2,199 억원에 매각했다. 작년 11월 5,235 억원 처분에 이어 반년 만에 자산 유동화를 진행했다. 이는 차입금 상환에 활용해 이자 비용 부담을 줄여 재무구조를 개선할 계획이다. <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 흥행과 보유 자산 유동화로 동사의 큰 약점이었던 불안정한 실적과 재무구조가 개선된다. 24E OP 추정치를 +164.5% 상향하며 목표주가를 7.8 만원으로 상향, 투자의견 매수로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	3,070	2,909	2,967
영업이익	십억원	151	-109	-68	168	136	160
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	53	43	76
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	615	496	880
PER	배	44.7	-6.3	-19.5	105.3	130.8	73.6
PBR	배	1.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	22.0	25.5	24.4
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	1.1	0.8	1.5

넷마블 목표주가 산정

항목					비고
1) 영업가치					
2Q24E~1Q25E 합산 EBITDA					382.7
Target Multiple					15.3
적정 영업 가치					5,870.1
2) 투자지분 가치	시가총액	지분율	할인율	지분가치	글로벌 peers 24E EV/EBITDA 평균값
엔씨소프트	4,186.4	8.9%	40%	223.1	과거 3개월 평균 시가총액 40% 할인
하이브	8,680.8	9.4%	40%	491.7	
코웨이	4,138.2	25.1%	40%	622.7	
투자자산 가치					1,337.4
3) 순차입금					810.0
합산 가치 1)+2)-3)					6,397.5
주식 수 (천 주)					81,934.6
적정 주가(원)					78,081
목표 주가(원)					78,000
현재 주가(원)					64,800
상승 여력					20.4%

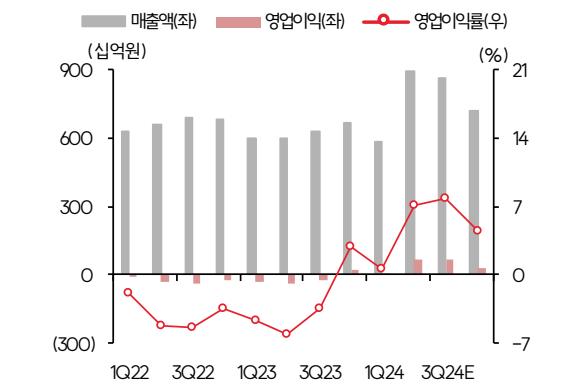
자료: SK 증권

넷마블 수익 추정 표

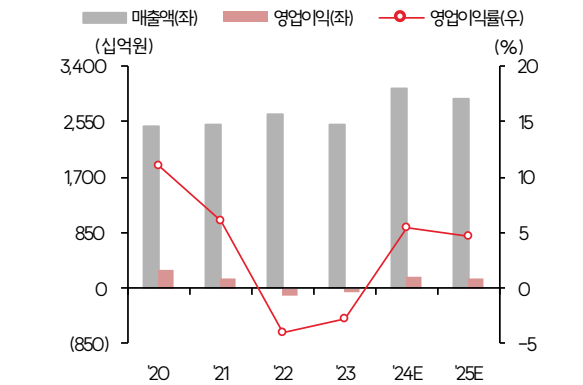
(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	897.8	865.9	721.4	2,502.1	3,070.5	2,909.1
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	833.7	798.0	688.9	2,570.5	2,902.3	2,773.2
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	183.1	188.0	193.0	744.1	743.6	792.0
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	200.5	190.4	140.0	486.8	632.4	548.1
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	356.0	331.0	274.3	980.0	1,188.7	1,108.7
기타	95.9	94.0	86.9	82.9	73.3	94.2	88.6	81.5	359.6	337.6	324.3
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	64.1	67.9	32.5	-68.5	168.2	135.9
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	7.1%	7.8%	4.5%	-2.7%	5.5%	4.7%
순이익	-45.8	-44.1	-28.5	-185.6	-9.9	41.1	44.5	-18.7	-303.9	57.0	53.5
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	32.7	35.4	-14.9	-255.7	52.9	42.6
YoY growth rate											
매출액	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	48.8%	37.3%	8.4%	-6.4%	22.7%	-5.3%
영업비용	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-9.0%	-7.8%	30.2%	22.3%	6.5%	-7.6%	12.9%	-4.4%
인건비	0.3%	1.8%	-11.0%	-9.7%	-4.3%	-5.2%	4.1%	5.6%	-4.9%	-0.1%	6.5%
마케팅비	-11.1%	-21.7%	0.6%	4.4%	1.2%	77.3%	30.6%	9.7%	-7.1%	29.9%	-13.3%
지급수수료	0.7%	-7.9%	-14.1%	-6.6%	-8.0%	48.2%	38.4%	8.2%	-7.2%	21.3%	-6.7%
기타	-2.4%	-6.3%	-18.2%	-27.8%	-23.6%	0.2%	2.0%	-1.6%	-14.3%	-6.1%	-3.9%
영업이익	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	72.7%	적지	흑전	-19.2%
영업이익률	-2.8%p	0.9%p	2.0%p	6.3%p	5.3%p	13.3%p	11.3%p	1.7%p	1.3%p	8.2%p	-0.8%p
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	-6.2%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



연간 실적 추이 및 전망



분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
(단위: 십억원)	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	589.8	665.2	752.3	715.6	585.4	897.8	865.9	721.4	-0.7%	35.0%	15.1%	0.8%
영업이익	-7.5	-1.1	31.0	41.2	3.7	64.1	67.9	32.5	흑전	흑전	118.6%	-21.0%
지배주주순이익	-16.9	-13.2	10.9	-8.7	-9.9	41.1	44.5	-18.7	적지	흑전	307.3%	적지

자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

	변경 전		변경 후		% chg.	
(단위: 십억원)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,723.0	2,992.1	3,070.5	2,909.1	12.8%	-2.8%
영업이익	63.6	133.8	168.2	135.9	164.5%	1.6%
지배주주순이익	-27.9	48.6	57.0	53.5	흑전	10.1%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997	906	1,081	1,275	1,478
현금및현금성자산	503	430	659	857	1,048
매출채권 및 기타채권	215	272	294	291	300
재고자산	3	3	3	3	3
비유동자산	7,938	7,010	7,068	6,901	6,863
장기금융자산	1,047	636	638	637	638
유형자산	336	344	295	255	223
무형자산	3,596	3,229	3,122	3,026	2,939
자산총계	8,936	7,916	8,149	8,176	8,341
유동부채	2,294	1,906	2,059	2,036	2,097
단기금융부채	1,783	1,456	1,578	1,560	1,608
매입채무 및 기타채무	130	118	186	184	190
단기충당부채	1	2	3	3	3
비유동부채	1,020	931	954	951	960
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	3,013	2,986	3,056
지배주주지분	5,461	4,980	5,032	5,075	5,151
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	1,181	1,224	1,300
비지배주주지분	161	100	104	115	134
자본총계	5,622	5,079	5,136	5,190	5,285
부채와자본총계	8,936	7,916	8,149	8,176	8,341

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408	-98	245	185	226
당기순이익(손실)	-886	-304	57	53	95
비현금성항목등	1,088	440	318	270	259
유형자산감가상각비	54	57	50	40	32
무형자산상각비	178	129	107	96	87
기타	855	255	161	134	141
운전자본감소(증가)	-73	-121	31	-5	12
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	-23	3	-9
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	14	-2	6
기타	-1,029	-117	-189	-147	-164
법인세납부	-493	-4	-28	-13	-24
투자활동현금흐름	-40	525	-221	31	-82
금융자산의감소(증가)	126	32	-6	1	-2
유형자산의감소(증가)	-38	-36	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	0	0	0
기타	-46	516	-215	31	-80
재무활동현금흐름	-549	-540	122	-18	48
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	122	-18	48
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	228	198	192
기초현금	1,354	503	430	659	857
기말현금	503	430	659	857	1,048
FCF	-447	-134	245	185	226

자료 : 넷마블, SK증권 추정

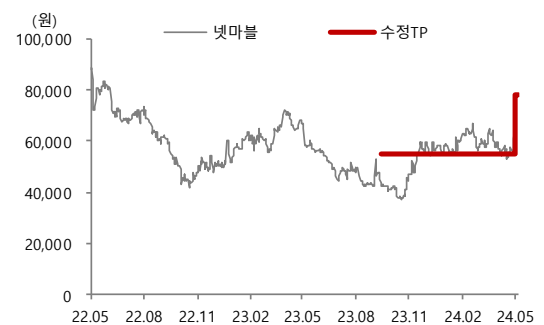
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	3,070	2,909	2,967
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	3,070	2,909	2,967
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,782	2,571	2,902	2,773	2,806
영업이익	-109	-68	168	136	160
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	5.5	4.7	5.4
비영업손익	-833	-90	-84	-69	-42
순금융손익	-100	-130	-134	-121	-117
외환관련손익	-123	-34	0	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	84	67	68
세전계속사업이익	-941	-159	85	67	119
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	2.8	2.3	4.0
계속사업법인세	-55	145	28	13	24
계속사업이익	-886	-304	57	53	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	57	53	95
순이익률(%)	-33.2	-12.1	1.9	1.8	3.2
지배주주	-819	-256	53	43	76
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	1.7	1.5	2.6
비지배주주	-67	-48	4	11	19
총포괄이익	-880	-590	57	53	95
지배주주	-821	-542	54	51	91
비지배주주	-59	-48	3	2	4
EBITDA	124	117	325	272	279

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66	-64	22.7	-53	2.0
영업이익	적전	적지	흑전	-192	18.1
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-209	77.6
EBITDA	-590	-5.5	177.7	-162	2.6
EPS	적전	적지	흑전	-195	77.6
수익성 (%)					
ROA	-9.0	-3.6	0.7	0.7	1.2
ROE	-14.6	-4.9	1.1	0.8	1.5
EBITDA마진	4.6	4.7	10.6	9.4	9.4
안정성 (%)					
유동비율	43.5	47.5	52.5	62.6	70.5
부채비율	58.9	55.9	58.7	57.5	57.8
순차입금/자기자본	34.4	31.3	28.8	24.3	21.1
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	2.1	1.8	1.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	615	496	880
BPS	68,250	62,650	63,265	63,761	64,641
CFPS	-6,827	-817	2,438	2,080	2,262
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-63	-19.5	105.3	130.8	73.6
PBR	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
PCR	-8.8	-71.1	26.6	31.2	28.7
EV/EBITDA	58.9	57.1	22.0	25.5	24.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.10	매수	78,000원	6개월		
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
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 05월 10일 기준)

매수	95.88%	중립	4.12%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------