

넷마블 (251270)

다작 출시가 투자포인트



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 75,000원

현재 주가(2/7)	61,000원
상승여력	▲23.0%
시가총액	52,432억원
발행주식수	85,954천주
52 주 최고가 / 최저가	72,100 / 37,200원
90 일 일평균 거래대금	94.59억원
외국인 지분율	23.8%
주주 구성	
방준혁 (외 1인)	64.1%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.9	36.6	24.5	-0.3
상대수익률(KOSPI)	8.7	29.8	23.4	-6.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,673	2,501	2,699	3,067
영업이익	-109	-70	45	133
EBITDA	124	108	187	279
지배주주순이익	-819	-279	30	42
EPS	-9,998	-3,402	369	514
순차입금	1,999	2,201	2,212	2,224
PER	-6.0	-20.5	165.2	118.8
PBR	1.0	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	58.1	75.9	39.9	26.8
배당수익률	0.9	0.8	0.9	0.9
ROE	-14.6	-5.2	0.6	0.8

주가 추이



동사의 4Q23 실적은 시장 기대치를 큰 폭 상회했습니다. 지연되었던 신작들의 출시 일정이 임박했습니다. 기대작을 포함한 다수의 상반기 라인업이 주가 기대감으로 반영될 수 있는 구간입니다.

4Q23 영업이익 컨센서스 상회

동사의 4Q23 실적은 매출액 6649억 원, 영업이익 177억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 69억 원을 크게 상회했다. 성수기 시즌 효과로 일부 게임들의 매출 호조세가 나타났고, 9월 출시된 세븐나이츠키우기의 성과가 온기로 반영됐다. MCOC도 업데이트 효과로 매출에 기여했다. 전반적인 보수적인 비용 집행 기조가 유지되고 신작 출시가 없어 마케팅비는 QoQ 12.5% 감소했다. 순손실은 1950억 원을 기록했는데, 하이브 지분 매각 관련 법인세가 1738억 원으로 크게 증가했다.

경쟁사 대비 다양하고 빠른 다작 출시가 투자포인트

우리는 동사의 2024년 실적으로 매출액 2.7조 원(YoY 7.9%), 영업이익 449억 원(YoY 흑전)을 전망한다. 인건비 및 마케팅 효율화를 통한 비용구조 개선 기조는 올해에도 지속될 것으로 예상한다. 미뤄진 3종(나혼자만레벨업, 아스달연대기, 제2의나라/중국)을 포함한 7종의 신작이 2분기부터 출시될 예정인데, 흥행을 담보할 수는 없지만 촘촘한 론칭 일정으로 인한 모멘텀이 경쟁사 대비 많다는 점이 긍정적이다. 특히 나혼자만레벨업 애니메이션은 흥행 증으로 4월 출시를 앞둔 마케팅 측면에서는 긍정적이다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지하며, 크래프톤과 함께 게임업종 최선호주 의견도 유지한다. 이익기반의 펀더멘털이나 밸류에이션 관점으로 본다면 동사가 적절한 대안은 아니다. 다만 부진한 업황이 지속되고 있고 그 어떤 모멘텀이 없는 업종 내에서 다작의 출시 예정 라인업을 갖고 있다는 것만으로도 투자포인트가 된다고 판단한다. 기대작을 포함한 신작들의 출시가 일정이 임박했고 하이브 보유 지분 매각으로 재무구조가 개선(기존 차입금 1.8조 원 → 1.3조 원 수준)되고 있는 점도 긍정적이다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	603	603	631	665	641	661	682	714	2,673	2,501	2,699	3,067
YoY (%)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.2)	6.4	9.6	8.2	7.4	6.6	(6.4)	7.9	13.7
국내	98	84	110	131	135	140	145	151	425	423	570	648
해외	504	519	521	534	507	522	537	563	2,248	2,078	2,129	2,419
리니지 2 레볼	30	18	19	20	20	19	19	18	107	87	76	69
MCoC	54	72	63	80	78	82	76	79	289	269	315	282
일곱개의대죄	42	36	32	40	39	41	37	39	180	150	156	125
제2의나라	30	24	19	20	19	19	18	18	200	93	74	63
쿠키잼	18	24	19	20	19	19	18	19		81	75	72
영업비용	631	641	653	647	636	653	673	693	2,782	2,571	2,654	2,935
YoY (%)	(1.9)	(7.9)	(10.9)	(8.9)	0.8	1.9	3.1	7.0	18.1	(7.6)	3.2	10.6
지급수수료	247	240	239	254	244	251	259	271	1,056	980	1,026	1,166
인건비	188	193	181	183	188	193	206	204	782	745	790	818
광고선전비	100	113	146	128	111	116	119	121	524	487	467	537
기타	48	46	41	40	42	43	44	46	187	174	175	199
감가상각비	48	48	46	43	51	50	44	50	232	185	195	215
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	17.7	5.9	8.5	9.2	21.4	(108.4)	(69.6)	44.9	132.5
YoY (%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	20.9	적전	적지	흑전	195
영업이익률 (%)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.7	0.9	1.3	1.3	3.0	(4.1)	(2.8)	1.7	4.3
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(195.0)	4.5	5.3	5.8	14.7	(906.4)	(313.3)	30.2	42.1
YoY (%)	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	39.1
순이익률(%)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(29.3)	0.7	0.8	0.8	2.1	(33.9)	(12.5)	1.1	1.4

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,507	2,673	2,501	2,699	3,067
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	151	-109	-70	45	133
EBITDA	302	124	108	187	279
순이자손익	-12	-89	-120	-124	-123
외화관련손익	32	-123	-28	0	0
지분법손익	209	79	105	0	0
세전계속사업손익	351	-941	-175	43	59
당기순이익	249	-886	-313	30	42
지배주주순이익	240	-819	-279	30	42
증가율(%)					
매출액	0.9	6.6	-6.4	7.9	13.7
영업이익	-44.5	적전	적지	흑전	195.0
EBITDA	-21.4	-59.0	-12.8	73.0	49.4
순이익	-26.3	적전	적지	흑전	39.1
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	6.0	-4.1	-2.8	1.7	4.3
EBITDA 이익률	12.0	4.6	4.3	6.9	9.1
세전이익률	14.0	-35.2	-7.0	1.6	1.9
순이익률	9.9	-33.2	-12.5	1.1	1.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	137	-408	99	180	193
당기순이익	249	-886	-313	30	42
자산상각비	151	232	177	142	146
운전자본증감	-116	-73	10	1	-2
매출채권 감소(증가)	20	12	-48	-19	-31
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-99	-8	-14	14	23
투자현금흐름	-1,158	-40	-105	-151	-165
유형자산처분(취득)	-86	-38	-52	-93	-106
무형자산 감소(증가)	-15	-82	-4	-33	-33
투자자산 감소(증가)	1,333	126	30	-3	-3
재무현금흐름	1,099	-549	-30	-43	-43
차입금의 증가(감소)	1,283	-443	14	0	0
자본의 증가(감소)	-150	-43	-44	-43	-43
배당금의 지급	-157	-43	-43	-43	-43
총현금흐름	339	201	89	179	196
(-)운전자본증감(감소)	-329	331	17	-1	2
(-)설비투자	86	39	52	93	106
(+)자산매각	-15	-81	-4	-33	-33
Free Cash Flow	568	-250	16	54	55
(-)기타투자	2,834	-212	52	22	23
잉여현금	-2,267	-38	-37	32	32
NOPLAT	107	-79	-50	32	94
(+) Dep	151	232	177	142	146
(-)운전자본투자	-329	331	17	-1	2
(-)Capex	86	39	52	93	106
OpFCF	500	-216	58	81	132

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,963	997	948	962	988
현금성자산	1,541	578	545	533	522
매출채권	233	215	253	272	303
재고자산	4	3	3	3	3
비유동자산	8,701	7,938	7,777	7,783	7,798
투자자산	4,279	4,006	3,750	3,773	3,796
유형자산	323	336	356	402	455
무형자산	4,099	3,596	3,671	3,608	3,548
자산총계	10,664	8,936	8,725	8,745	8,786
유동부채	3,056	2,294	2,401	2,427	2,462
매입채무	229	213	188	202	225
유동성이자부채	2,211	1,783	1,922	1,922	1,922
비유동부채	1,600	1,020	1,012	1,019	1,026
비유동이자부채	1,178	795	823	823	823
부채총계	4,656	3,314	3,413	3,446	3,489
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,899	3,899	3,899
이익잉여금	2,235	1,378	1,099	1,086	1,084
자본조정	-349	177	182	182	182
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	6,008	5,622	5,312	5,299	5,297

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	2,795	-9,998	-3,402	369	514
BPS	67,379	63,533	60,368	60,215	60,199
DPS	528	530	530	530	530
CFPS	3,948	2,343	1,033	2,082	2,276
ROA(%)	2.5	-8.4	-3.2	0.3	0.5
ROE(%)	4.3	-14.6	-5.2	0.6	0.8
ROIC(%)	4.1	-2.0	-1.2	0.7	2.2
Multiples(x, %)					
PER	44.7	-6.0	-20.5	165.2	118.8
PBR	1.9	1.0	1.2	1.0	1.0
PSR	4.3	1.9	2.4	1.9	1.7
PCR	31.7	25.8	67.4	29.3	26.8
EV/EBITDA	41.8	58.1	75.9	39.9	26.8
배당수익률	0.4	0.9	0.8	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	77.5	58.9	64.3	65.0	65.9
Net debt/Equity	30.8	35.6	41.4	41.7	42.0
Net debt/EBITDA	612.9	1,616.3	2,039.8	1,185.3	797.6
유동비율	64.2	43.5	39.5	39.6	40.1
이자보상배율(배)	4.2	n/a	n/a	0.3	0.9
자산구조(%)					
투하자본	40.7	47.1	50.1	50.0	50.0
현금+투자자산	59.3	52.9	49.9	50.0	50.0
자본구조(%)					
차입금	36.1	31.4	34.1	34.1	34.1
자기자본	63.9	68.6	65.9	65.9	65.9

[Compliance Notice]

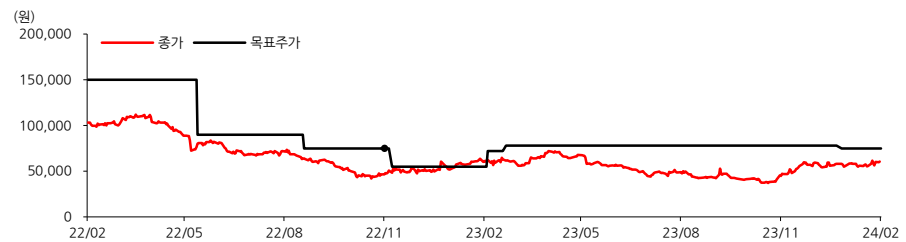
(공표일: 2024년 2월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.02.10	2022.02.28	2022.04.14	2022.05.19	2022.08.25	2022.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	150,000	150,000	150,000	90,000	75,000	55,000
일 시	2022.11.17	2023.01.20	2023.02.10	2023.02.27	2023.04.04	2023.05.12
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	55,000	72,000	78,000	78,000	78,000
일 시	2023.05.23	2023.06.07	2024.01.02	2024.02.08		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	78,000	78,000	75,000	75,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.19	Buy	90,000	-19.74	-7.22
2022.08.25	Buy	75,000	-29.97	-14.53
2022.11.14	Hold	55,000	-1.74	15.64
2023.02.10	Buy	72,000	-15.38	-10.28
2023.02.27	Buy	78,000	-32.03	-7.56
2024.01.02	Buy	75,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%