

# 넷마블 (251270)

## 변화와 재평가

2024년 7월 31일

✓ 투자판단	매수 (상향)	✓ 목표주가	88,000 원 (상향)
✓ 상승여력	41.5%	✓ 현재주가 (7월 30일)	62,200 원

### 신한생각 변화로 인한 재평가로 인한 큰 폭 주가 상승 전망

오랜 기간 부진을 끝내고 완전히 달라진 실적과 신작, 그리고 상장사 중 가장 안정적인 포트폴리오로 재평가되며 주가 큰 폭 상승 전망

### 펀더멘털과 실적의 긍정적 변화, 그리고 재평가

[실적 전망] 2Q24 영업이익은 1,017억원으로 컨센서스 683억원을 크게 상회할 전망. 2024F 영업이익 2,719억원(vs 컨센서스 1,928억원), 2025F 영업이익 3,118억원(vs 컨센서스 1,891억원) 추정. 신작들과 PC 비중 증가로 인한 지급수수료율 하락이라는 구조적 변화에 기인. 비용구조 변화는 올해/내년 이익률을 높일 지속성 이슈이며, <일곱개의대죄> IP 기반 작품들을 포함한 다양한 장르 신작들의 흥행 가능성이 높아진 것도 긍정적. 분기 영업이익 500~700억원 수준 기초 체력으로 형성하며 안정성도 확보 예상

[신작] 2024년 8~9월 중 <일곱개의대죄 키우기> 출시를 예상하며 초기 일매출 11억원 이상으로 실적 기여 전망. <일곱개의대죄:오리진>은 1H25 출시 예상하며 일매출 20억원 이상의 초기 성과 및 멀티 플랫폼 성과에 따른 개발력 재평가 전망. 그 외 <킹아서>, <데미스리본> 등 상장사 중 가장 다양한 장르 개발/관리 능력 보유 부각될 것

### Valuation & Risk

투자의견을 '중립'에서 '매수'로 상향하며 목표주가는 88,000원(시가총액 기준 7.6조원) 제시. 12M Fwd EPS 3,511원에 목표 배수 25배를 적용. 높은 해외 매출 비중, 안정적 포트폴리오, 신작 흥행 성공률 상승이 멀티플 재평가 이끌 것. 향후 가파른 이익 성장과 PC/콘솔/모바일 멀티 플랫폼 성과 발생시 과거 수준의 PER 30~40배 수준으로 회복 가능. 성장성과 프리미엄 요소를 바라보며 적극적으로 매수에 임해야할 시점

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,673.4	(108.7)	(819.2)	-	-	1.0	58.9	-
2023	2,502.1	(68.5)	(255.7)	-	-	1.0	57.1	-
2024F	2,866.6	271.9	248.7	21.5	4.8	1.0	15.8	-
2025F	3,111.4	311.8	316.0	16.9	5.8	1.0	13.6	-
2026F	3,234.7	298.6	309.1	17.3	5.4	0.9	13.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [개입]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

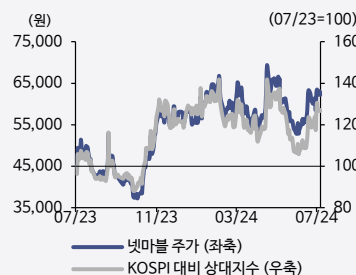
시가총액	5,346.3십억원
발행주식수(유동비율)	86.0 백만주 (36.7%)
52주 최고가/최저가	69,400 원/37,200 원
일평균 거래액 (60 일)	18,447 백만원
외국인 지분율	25.2%

### 주요주주 (%)

방준혁 외 15 인	24.3
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.5

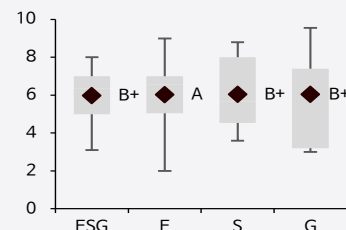
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	15.8	11.3	28.8	7.2
상대	18.4	9.4	22.7	4.6

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## I. 변화

### 변화를 통한 성장 전략, 감(感) 잡았다

#### 트렌드 파악, 신작 흥행 성공률 향상

2023년은 넷마블이 실적, 재무 측면에서 가장 힘든 시기를 보내면서도 완전히 달라진 모습을 보여준 변곡점 같은 해였다. 2021년 이후 인력 대비 적은 신작 수에 연달아 흥행에 실패하며 2022~2023년에는 분기 2~300억대의 적자까지 겪었다. 그러나 턴어라운드의 시작이 되었던 게임이 등장하는데 <신의탑:새로운 세계>와 <세븐나이즈 키우기>였다. <신의탑>은 웹툰 IP의 특성상 콘텐츠 볼륨과 BM 구조가 제한적이기 때문에 뛰어난 지속성 자체는 예상하지 않았다. 그러나 넷마블이 보여준 역량은, IP 인지도에도 불구하고 게임화 했을 때 항상 치참한 결과를 보였던 <신의탑>을 첫 분기 5억원 이상의 일매출을 만들어내는 고품질리티 프로덕트로 구현할 수 있는 표현력이었다. <일곱개의대죄>와 <제2의나라>를 통해 보여줬던 카툰렌더링과 애니/웹툰 IP의 게임화 역량은 국내 최고 수준이라 할 만하다.

넷마블을 분기 영업이익 흑자로 만들어준 작품은 AAA급 신작이 아니었다. 게임 업계에서는 ‘인디’로 분류하거나 심지어 1인 개발작이 대부분이었던 ‘키우기류’, ‘방치형’으로 불리는 장르의 <세븐나이즈 키우기>였다. 구글플레이/앱스토어 매출순위 1위까지 기록할 수 있었던 것은 <세븐나이즈>라는 IP의 영향도 있겠지만 저퀄리티 박리다매가 일반적이었던 방치형 RPG의 퀄리티와 BM을 함께 강화한 덕분이다. 이후 매운 맛(과금강도가 강한)의 중국산 방치형 게임들도 다수 등장하며 캐주얼 메가 트렌드 속 하나의 주요 장르로 자리잡게 되었다. 이후 당사는 보유 IP들을 이용해 코어-캐주얼 투트랙 개발 전략을 보여주었고, 2024년 하반기부터 내년 상반기까지 출시될 <일곱개의대죄 키우기>와 <일곱개의대죄:오리진>은 강력한 IP로 여러 장르의 다수 유저를 사로잡을 계획이다.

당사는 신작의 흥행 기준을 국내 타겟 3억원, 글로벌 타겟 5억원 이상의 일매출로 설정한다. 넷마블이 작년 하반기부터 보여줬던 행보는 국내에 한정되고 트렌드가 꺾인 MMORPG뿐만 아니라 방치형, 액션, 수집형 등 다양한 장르로 Hit Ratio를 높였다. 산업 트렌드를 다시 따라잡기 시작했고 그 안에서 넷마블만이 할 수 있는 걸 정확하게 파악해 감을 잡았다는 판단이다. 게임이라는 예술의 영역은 감 잡은 회사의 연전연승을 기대하게 만든다.

#### 최근 신작들 출시 분기 일매출 성과 추정

게임명	출시시기	출시 분기 평균 일매출	최고 매출 순위 (한국/구글)
신의 탑: 새로운 세계	3Q23	5억원 이상	4위
세븐나이즈 키우기	3Q23	8억원 이상	2위
아스달연대기	2Q24	3억원 이상	4위
나혼자만레벨업	2Q24	20억원 이상	1위
레이븐2	2Q24	3억원 이상	3위

자료: 센서타워, 회사 자료, 신한투자증권 추정

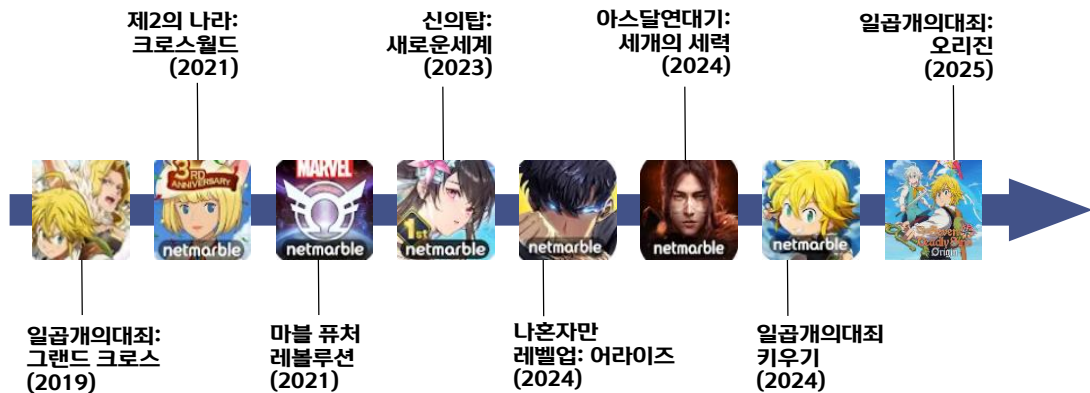
## IP 조달 및 활용 역량

게임 산업은 예전이나 지금이나 플랫폼이 아닌 ‘개발사’가 갑이다. 게이머들은 플랫폼의 영향력이 아닌 게임 자체에 대한 평가와 IP를 보고 접근하기 때문이다. 그런 측면에서 IP 홀더들은 높은 컷대를 내세우며 자기 IP를 잘 활용할 수 있는 기업이 아니거나 혹여나 훼손 가능성이 있는 곳에는 IP를 대여하지 않는다. 디즈니나 마블 IP가 대표적이다. 그보다 더 까다로운 곳이 바로 일본인데, 일본 애니메이션/만화 시장은 유명할 정도로 네트워크와 네임밸류를 중요시한다. IP 라이선스 계약을 맺고 신규 게임을 개발하거나, 심지어 IP 콜라보 이벤트만 하려고 해도 많은 검수 끝에 콘텐츠를 공개할 수 있다.

그리고 이런 까다로운 IP들을 모두 조달해본 개발사는 우리나라에서 넷마블이 유일하다. 넷마블은 다작을 만드는 회사인 만큼 IP가 매우 중요하다. 꾸준히 다작을 내서 매년 공백 없이 현금흐름을 일으켜야하기 때문이다. 마블과 디즈니, <리니지> <블&소> <킹오브파이터즈> 등 게임 IP, <아스달연대기> <해리포터> 등 미디어 IP, <일곱개의대죄> <나혼자만레벨업> <제2의나라> 등 애니/웹툰 IP까지 전 영역을 개발했고 외부 IP 활용작들의 성과는 긍정적이었다. 아래의 그림과 같이 외부 IP 작품들은 현재 동사의 꾸준한 현금흐름을 발생시키고 있고 IP 라이선스 수수료 수익을 일으키고 싶은 글로벌 IP 홀더들은 앞으로도 동사에 적극적인 태도를 보일 전망이다.

과거 한국/중국의 여러 개발사들이 <신의탑>, <노블레스>, <원펀맨> 등 유명 IP들로 게임을 개발했다가 전혀 성과를 못내고 사라졌다. 좋은 IP가 좋은 게임으로 무조건 연결되는 건 아니다. 그러나 동사의 외부 IP 활용 역량을 고려했을 때 앞으로 카툰 렌더링이 적합한 IP들은 상당 부분 넷마블로 모여들 것으로 보인다.

### 유명 IP를 활용한 넷마블 개발 작품



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 지급수수료율 구조적 변화, 수익성 대폭 개선

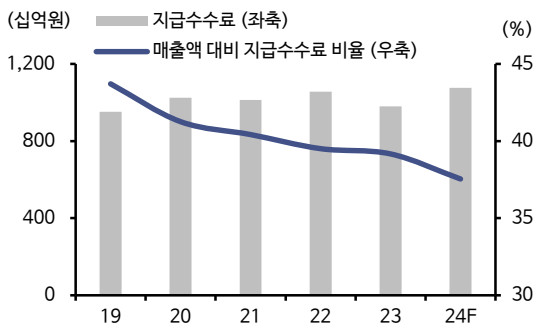
당사는 넷마블의 2Q24 영업이익 1,017억원(vs 컨센서스 683억원), 2024F 영업이익 2,719억원(vs 컨센서스 1,928억원)으로 추정하며 분기/연간, 그리고 2025년 실적까지 큰 폭의 서프라이즈를 전망한다. 이는 단순히 2Q24에 출시된 신작 3종의 성과뿐만 아니라 지급수수료라는 비용 항목의 구조적 변화에 기인한다.

구글과 애플은 마켓 플레이스 조성자로서의 독점적 지위를 이용해 모바일 게임 결제시 구글페이먼트/애플페이먼트를 이용하도록 강제했다. 덕분에 구글과 애플은 결제액의 30%라는 높은 수수료를 반강제적으로 수취해 큰 수익을 거뒀다. 그러나 수 년 전부터 반독점 기조가 세계적으로 나타남에 따라 구글플레이스토어와 애플 앱스토어에 외부 결제 시스템을 허용하기 시작했고, 최근 유럽에서는 EU의 압박에 따라 애플 인앱결제 수수료가 30%에서 17%로 인하되기도 했다. 개발자들이 자체 런처에서 별도의 PG를 사용할 경우 수익성은 높일 수 있지만 앱 마켓에서 피쳐드 광고에서 제외될 가능성이 높기에 눈치를 볼 수 밖에 없었다. 또한 하나의 마케팅 수단으로 자리잡은 매출순위 집계에서 구글/애플페이먼트 외 결제액은 제외되기 때문에 딜레마였다.

넷마블은 2Q24 출시한 <아스달연대기>, <나혼자만레벨업>, <레이븐2> 세 게임을 모두 PC 자체 런처에서 결제하도록 허용해 이익률 높이기에 나섰다. 특히 세 게임은 초반 매출 규모가 크고 PC 조작이 가능한 장르인 덕분에 효과가 컸을 것으로 예상된다. 세 게임의 PC 매출 비중은 50% 이상으로 추정하며 PC 자체 런처에서 결제된 금액에 대해서는 30%의 마켓수수료 대신 PG수수료 및 기타 비용을 포함한 약 7.5%의 수수료만 부과된다. 이익률이 22.5%p 개선되는 것이다. 넷마블은 향후 신작들에 대해서도 프로모션을 통해 PC 과금을 유도할 것이며 지급수수료율이 급격히 낮아지면서 영업이익률 향상에 기여할 전망이다.

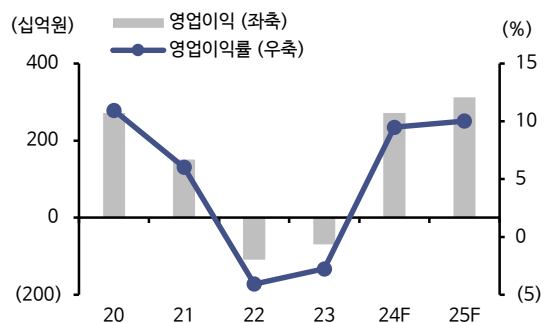
과거 대비 자체 IP 활용도를 높이고 마켓 수수료를 낮춤에 따라 매출액 대비 지급수수료 비율이 2019년 43.7%, 2021년 40.4%에서 2024년 37.5%까지 하락할 전망이다. 캐주얼 게임은 모바일 결제가 불가피하지만 RPG, 액션, 어드벤처 등 코어 장르에 대해서는 PC 결제 비중 상승에 따른 이익률 개선이 기대된다.

#### 매출액 대비 지급수수료 비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

#### 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

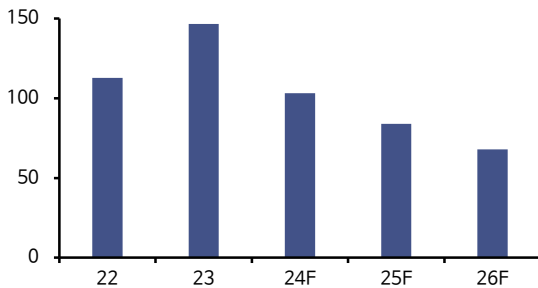
### 이자 비용 축소, 자산 유동화 통한 재무구조 및 EPS 개선

넷마블은 2021년 세계 4위 소셜카지노 게임 개발사 ‘스핀엑스’를 약 2.5조원에 인수하면서 재무 부담이 높아졌다. 달러 부채를 일으켜 인수한 후 카카오뱅크 및 카카오게임즈 지분을 매각하여 부담을 줄이고자 했지만 달러 가치가 급격히 상승하며 이자 비용은 커져만 갔고, 2023년 2분기에는 약 420억원에 이르렀다. 신작 성과까지 부진해 적자전환하자 2023년 11월과 2024년 5월 두 차례 하이브 지분을 매각해 채무를 상환 중이다.

동사의 EPS 성장을 가로막고 있던 대규모 이자비용이 2024년부터 큰 폭 감소세를 보일 것이다. 2023년 1,467억원 발생한 이자비용은 2024년과 2025년 각각 1,031억원, 840억원으로 감소할 것으로 추정한다. 높은 해외 매출 비중으로 인해 발생했던 달러자산 평가이익이나, 코웨이 및 하이브 지분에서 발생하는 지분법 이익이 대부분 이자비용으로 인해 상쇄되었다. 이제 양의 영업현금으로 빠른 속도의 부채상환이 가능할 것이다. 한편 스핀엑스는 인수 이후 분기 1,500~1,700억원의 매출을 기여하며 미운오리에서 캐시카우가 되어가고 있다.

#### 연간 이자비용 추이 및 전망

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

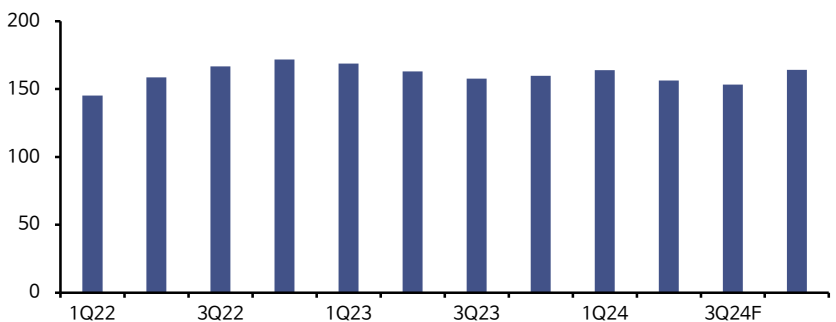
#### 보유 자산 및 유동화 내역

내용	금액
카카오뱅크 2021년 8월 10일 1.27% 매각	4,302억원
카카오게임즈 2021년 8월 13일 4.32% 매각	2,371억원
카카오뱅크 2021년 8월 25일 0.34% 매각	1,331억원
카카오뱅크 2021년 12월 9일 1.60% 매각	4,816억원
하이브 2023년 11월 6% 매각	5,500억원
하이브 2024년 5월 2.64% 매각	2,200억원
엔씨소프트 지분 8.88% 보유	3,500억원
코웨이 지분 25.08% 보유	1조 1,200억원

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

#### 스핀엑스(소셜 카지노) 매출 추이

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 빠른 중국 진출 도와줄 2대 주주 텐센트

넷마블의 오랜 주주인 텐센트는 현재 17.52%의 지분으로 2대 주주이며, 향후 넷마블 신작들의 중국 진출을 도울 전망이다. 이미 <스톤에이지> IP 게임을 중국에 공급하거나 여러 신작들의 판호를 발급받아 대부분 출시까지 진행되었다. 다만 이제 막 중국 시장이 다시 개방됨에 따라 2~3년 전에 이미 출시된 게임들이 대부분 판호를 받고 출시되어 미래시로 인한 부정적 매출 효과가 있었다. 이제는 흥행에 성공한 신작들의 판호발급을 적시성 있게 진행해 판호 발급 후 1년 내로 정식출시까지 이어질 수 있을 전망이고, 다작을 개발하고 출시하는 넷마블은 텐센트에게 중요한 신작 조달원일 것이다. 텐센트도 몸집이 커진 지금 자체 개발작만으로 큰 폭의 성장하기는 쉽지 않아 외부 개발작들의 퍼블리싱에도 적극적이기에 그 수혜가 동사에 있을 것이다.

#### 중국 외자판호 발급 받은 넷마블 개발작

게임명	개발사	장르	플랫폼	판호 발급 시점
제2의나라: 크로스월드	넷마블네오	MMORPG	모바일	2022년 12월
샵타이탄	카밤 (넷마블 자회사)	시뮬레이션	모바일	2022년 12월
A3: 스틸 얼라이브	넷마블엔투	MMORPG	모바일	2022년 12월
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	넷마블 (고단샤)	MMORPG	모바일	2023년 3월
킹 오브 파이터 올스타	넷마블	액션 RPG	모바일	2024년 2월

자료: NPPA, 신한투자증권

#### <제2의나라> 2024년 2월 중국 출시



자료: 언론 보도, 신한투자증권

#### <일곱개의대죄> 2023년 10월 중국 출시



자료: 언론 보도, 신한투자증권



## II. 재평가

### 성장기에 프리미엄으로 작동할 넷마블의 강점

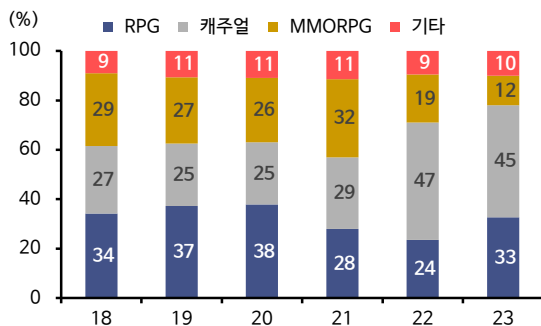
넷마블은 상장 이후 게임 기업들의 평균보다 높은 멀티플을 유지해왔다. 2022년 적자를 기록하기 전인 2019~2021년에는 약 25~40배에 달하는 PER을 기록했는데, 다른 개발사 대비 프리미엄을 받을 요인이 분명 존재하기 때문이다. 물론 2022년 이후에는 급격히 이익 규모가 감소하면서 동사의 강점이나 경쟁력이 많이 떨어졌지만 다시 성장이 시작되고 이익의 규모가 과거 수준 이상으로 높아진다면 다시 프리미엄 요인들이 부각될 전망이다.

### 압도적인 장르 다양성이 만들어낸 안정적 매출

2년간 넷마블의 실적 부진은 매출 하락보다는 비용 통제 실패가 컸다. 인건비와 마케팅비 등 고정비가 비대해져 효율적이지 못했기 때문이다. 반면 매출액은 신작의 낮은 흥행 성공률에도 불구하고 연간 2.5조원 수준을 유지했는데 이걸 다수의 작품과 장르 다양성에서 비롯된 안정성 덕분이다.

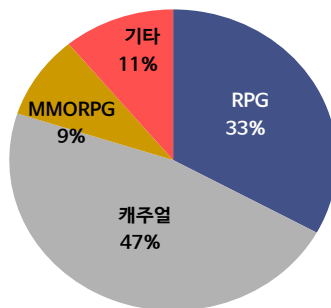
넷마블은 국내 상장사 중 가장 많은 수의 작품을 서비스하고 다양한 장르의 라인업을 보유한다. 2023년 기준 캐주얼 45%, RPG 33%, MMORPG 12%, 기타 10%의 안정적 비중을 기록했다. 2015년 이후 넷마블은 <리니지2 레볼루션>, <블 & 소 레볼루션>과 같은 MMORPG로 폭발적 성장을 이뤄내 2018년 MMORPG 비중이 30%에 달했으나 1Q24에는 9%에 불과했다. 과거 모바일 게임 시장 초창기부터 캐주얼 중심으로 안정적인 매출 흐름을 보였고 MMO로 영업 레버리지를 만들어냈다. 그리고 해외로 눈을 돌려 마블, 해리포터, 쿠키잼 등 북미 카뎀을 중심으로 안정적 매출원을 강화했고 충분히 분산된 포트폴리오를 보유하게 되었다. MMORPG나 코어 장르 게임 개발에만 초점을 둔 국내 대부분의 개발사들은 신작 성과나 출시 후 라이프 사이클에 따른 급격한 분기별 매출 변동을 겪는다. 동사는 신작 흥행에 실패하더라도 견고한 캐시카우 덕분에 변동이 거의 없으나, 신작 흥행시 레버리지 효과가 나타나기에 프리미엄의 요인이 될 수 있다.

연간 장르별 매출 비중



자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

1Q24 장르별 매출 비중

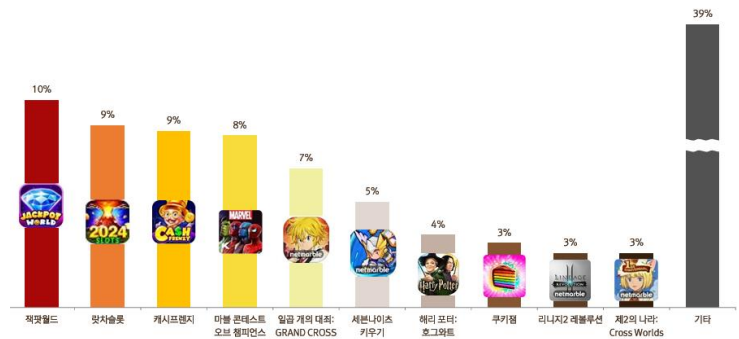


자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

넷마블의 다작 중심 안정적 포트폴리오는 2024년과 2025년에도 이어질 예정이다. 지금과 마찬가지로 단일 게임이 전체 매출의 10% 비중을 넘어서지 않을 것이며, 편중되지 않는 다양한 장르의 신작으로 넓은 게임 유저층을 흡수할 것이다.





2024년 하반기 주요 신작으로는 방치형 RPG <일곱개의대죄 키우기>, 수집형 전략 RPG <킹아서:레전드라이즈>, MMORPG <RF 온라인 넥스트>, 서브컬처 수집형 RPG <데미스 리본>이 있다. 이 중 <일곱개의대죄 키우기>가 가장 성과가 클 것으로 예상되지만, 동사의 높아진 신작 및 BM 퀄리티 덕분에 나머지 게임들도 수억원 수준의 일매출 성과는 만들어줄 전망이다. 전사 매출의 1~3%를 차지하는 규모의 신작들이 하나 둘 더해지면서 하반기 동사의 외형 성장은 지속될 전망이다. 또한 대부분 모바일과 PC 플레이를 동시에 지원하는데, 앞에서 언급했던 PC 매출 비중 증가 및 지급수수료를 하락 추세에도 기여할 것으로 예상된다.

### 1Q24 주요 게임들의 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 하반기 주요 신작 라인업

일곱 개의 대죄 키우기	킹 아서: 레전드 라이즈	RF 온라인 넥스트	데미스 리본
			
글로벌 방치형 RPG	글로벌 수집형 전략 RPG	한국 MMORPG	글로벌 수집형 RPG
<ul style="list-style-type: none"> <li>• '일곱 개의 대죄' IP 세계관</li> <li>• 원터치 드로우의 쉬운 게임성</li> <li>• 작고 귀여워진 캐릭터</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• '원탁의 기사' IP 기반 다크 판타지 세계관</li> <li>• 언리얼엔진5 고퀄리티 그래픽</li> <li>• 퍼즐 및 기믹을 활용한 시네마틱 스토리텔링</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20년간 서비스한 'RF 온라인' IP</li> <li>• 우주 배경의 사실적인 SF 세계관</li> <li>• 3개 국가의 RvR 대립</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 넷마블 오리지널 IP 세계관</li> <li>• 고퀄리티의 매력적인 캐릭터</li> <li>• 월드를 탐험하며 펼쳐지는 서브컬처 스토리</li> </ul>

자료: 회사 자료, 신한투자증권



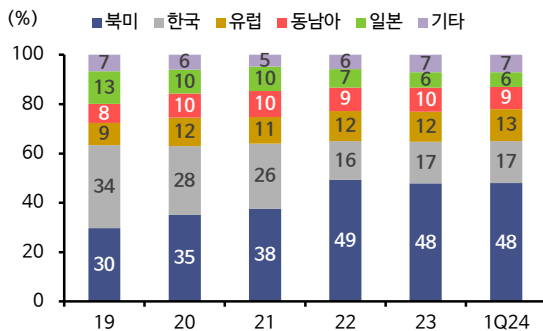
### 높은 해외 비중, 지역별 유저 수요에 맞춘 서비스 제공

한국 게임 개발사들의 주가가 2021년 이후 크게 하락한 것은 대부분 해외 진출에 실패했기 때문이다. 2010년대 대부분 개발사들이 단기에 큰 성과를 낼 수 있는 모바일 MMORPG에 집중했고 그 기간이 너무 오래 지속되어 다른 장르를 개발할만한 R&D가 충분하지 않았다. 그러나 넷마블은 상장 당시부터 해외 매출 비중이 높았고 이후에도 외부 IP를 조달하거나 해외 개발사 인수를 통해 글로벌 전 지역을 대응할 수 있는 개발력을 내재화했다.

해외 진출이 어려운 이유는 특정 장르가 전 세계 모든 유저들에게 인기를 얻기 어렵기 때문이다. 한국/대만에는 모바일 MMO의 인기가 여전히 존재하지만 일본/미국 매출 순위에서는 찾아볼 수 없다. 대신 퍼즐/수집형 캐주얼 게임들이 북미/유럽 모바일 플랫폼에서는 훨씬 인기가 많거나 전략 시뮬레이션의 꾸준함이 지속되고, 일본에서는 서브컬처가 압도적 시장 비중을 차지해 각 국가와 지역에 맞는 콘텐츠의 신작을 개발해야한다. 동사는 1Q24 기준 한국 매출 비중이 17%에 불과하며, <마블> <해리포터> 등 유명 IP 활용 캐주얼 타이틀을 다수 보유한 카밤과 잼시티의 북미 지역이 48%를 차지한다. 그 외 유럽 13%, 동남아 9%, 일본 6%, 기타 지역 7%를 기록했다.

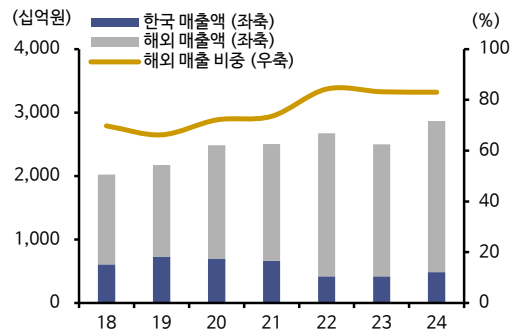
해외 매출 비중은 2018년 70%에서 1Q24 기준 83%까지 증가했다. 이제 개발사들이 모바일 게임 시장 자체의 성장에 기대기 보단 해외로 진출하며 영향력을 해야 성장할 수 있는 환경이 되었다. 상장 이후로 항상 한국 개발사 중 가장 높은 멀티플을 받아왔던 것은 다수 작품의 매출이 전 세계에 퍼져있는 안정성도 큰 역할을 했다. 어느 지역에서든 게임을 흥행시킬 수 있는 장르적 자유도와 지역별 맞춤 IP 및 콘텐츠를 보유하고 있는 것은 확실히 한국 개발사 중 유일하기에 이 점 또한 성장기에 들어선 동사의 멀티플에 프리미엄을 부여할 수 있는 중요한 장점이라 판단한다.

지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국 제외한 해외 지역 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### III. 전망

#### 기대 신작, 실적, 주가 전망

##### 〈일곱개의대죄 키우기〉 - 방치형 RPG

넷마블은 2019년 일본 유명 IP 기반 턴제 RPG 〈일곱개의대죄:그랜드크로스〉의 글로벌 흥행에 성공했다. 카툰 렌더링과 애니메이션 IP의 게임화에 대한 역량을 확실히 검증했던 이 게임은 올해와 내년 각각 다른 장르로 새로 태어날 예정이다. 먼저 2024년 8~9월 출시를 예상하는 〈일곱개의대죄 키우기〉는 방치형 RPG로 전투 장면에서는 귀여운 2등신 SD 캐릭터를, 컷씬에서는 몰입도와 충성도를 높일 수 있는 애니메이션과 유사한 아트의 캐릭터를 등장시켰다. 모바일 플랫폼에서의 캐주얼 트렌드에 맞춰 유명 IP를 이용해 라이트 유저들을 유입시키고, 과한 경쟁이나 과금 피로도 부담을 낮춰 플레이 지속성을 높였을 것으로 예상된다. 자체 IP로 개발했던 〈세븐나이츠 키우기〉의 흥행 이후 운영/BM 노하우를 이용해 여러 IP들로 확장하는 전략의 일환으로 보이며, 〈세븐나이츠〉 대비 한국뿐만 아니라 일본/미국 인지도가 높은 만큼 더 큰 성과가 예상된다.

기존에 ‘키우기’류 장르는 인디 개발사나 1인 개발자들의 영역으로 여겨졌고, 그만큼 매출 규모도 작고 지속성도 떨어졌다. 그러나 넷마블은 〈세븐나이츠 키우기〉에서 게임의 퀄리티와 BM을 동시에 강화하며 지속 가능한 타이틀로 발전시켰고 출시 첫 분기 8억원의 일매출과 구글/애플 매출순위 1위까지 기록했다. 이러한 역량과 더 강력한 IP 효과가 더해져 〈일곱개의대죄 키우기〉는 8~9월 중 출시 이후 첫 분기 기준 11억원의 일매출을 추정하며 4Q24 실적 성장에 크게 기여할 전망이다.

#### 2024년 8~9월 출시 예상되는 〈일곱개의대죄 키우기〉 (방치형 RPG)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

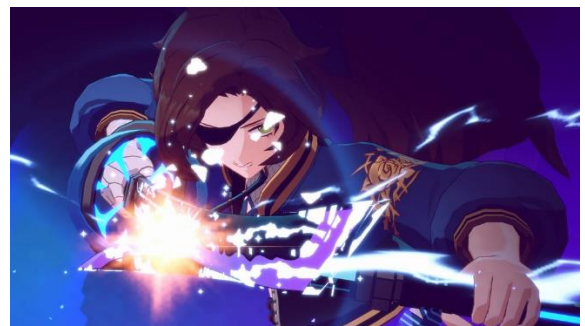
### 〈일곱개의대죄:오리진〉 - 오픈월드 RPG (PC/콘솔/모바일)

‘키우기’와 완전 반대에 위치한 오픈월드 RPG 〈일곱개의대죄:오리진〉은 2025년 상반기 출시 예정으로, 당사는 2025년 출시 예정인 넷마블의 신작 중 가장 큰 매출 성과를 보일 것으로 전망한다. 지스타2023을 통해서도 퀄리티와 유저들의 관심이 검증된 이 게임은 게임전문 기자단의 평가로 ‘게임 오브 지스타’로 선정되기도 했다. 스토리와 세계관이 정해져 있는 웹툰/애니 IP 기반의 게임은 콘텐츠 볼륨이 제한적이라는 인식을 깨고, 이 게임은 스토리 모드뿐만 아니라 사냥, 채집, 낚시, 요리 등 일반적인 콘솔 오픈월드 게임에 존재하는 대부분의 콘텐츠를 제공한다. 트레일러나 플레이 영상이 공개되었을 땐 〈원신〉, 〈젤다의전설〉과 유사하다는 평들이 많았지만, 직접 체험해본 느낌은 장르 및 콘텐츠 유사성보다 〈일곱개의대죄〉 특유의 캐릭터 스타일과 전투 방식에 더 초점을 둘 수 있었다.

〈일곱개의대죄:오리진〉은 넷마블의 가장 성공적인 PC/콘솔/모바일 멀티 플랫폼 작품이 될 전망이다. 오픈월드 RPG 장르 특성상 큰 화면으로 플레이하고자 하는 수요가 많아 멀티 플랫폼 지원은 긍정적이며, 〈일곱개의대죄:크로스월드〉가 2019년 작품임에도 아직 큰 매출을 만들어내고 있다는 점도 운영 능력에서 좋은 점수를 줄 만하다. 글로벌 유저들의 수요를 잘 파악해 적당한 강도의 BM도 설정할 수 있는 역량이 있다는 판단이다. 〈일곱개의대죄:오리진〉은 2025년에 출시되어 첫 분기 평균 일매출 20억원 이상의 대규모 흥행이 가능할 전망이다.

〈일곱개의대죄〉 IP를 수집형 RPG, 방치형 RPG, 그리고 오픈월드 RPG로까지 다양하게 해석할 수 있는 건 높게 평가해야할 역량이다. 유명 IP는 게임 개발에서 양날의 검으로 작동하는데, 유명 IP라서 마케팅 단계에서의 수월함은 있을 수 있지만 그만큼 퀄리티에 대한 기대감이 높아 실망으로 이어지기도 쉽기 때문이다. 대단한 IP를 이용해 MMORPG가 아니라 수집형, 방치형, 오픈월드라는 트렌드에 적합한 장르를 선택한 것도 훌륭한 판단이라 생각하고 감(感)을 잡았다는 걸 확인할 수 있는 부분이었다. 또한 PC/모바일/콘솔 아우르는 개발 방향성과 인력을 갖춘 점도 흥행 이후 높은 멀티플을 받을 수 있는 요인이 될 것이다.

#### 2025년 상반기 출시 예정인 〈일곱개의대죄:오리진〉 (오픈월드 RPG, PC/콘솔/모바일)



자료: 회사 자료, 신한투자증권



### 〈킹아서:레전드라이즈〉 - 전략/턴제 RPG (PC/모바일)

〈킹아서:레전드라이즈〉는 재무적 기여도 기대할 수 있지만 흥행시 멀티플을 높여줄 수 있는 타이틀이다. 전략 장르는 일반 개발사가 대작을 모방하기에도 어려울 정도로 난이도가 높으며, 해당 장르 전문 개발사만의 밸런스 조정 노하우와 경험이 필수적인 영역이다. 이러한 전략 장르는 북미 지역에서 특히 인기가 많은데 〈킹아서:레전드라이즈〉는 아시아권에서 인기 많았던 RPG 요소를 더해 최근 출시된 모바일 전략 장르 중엔 가장 고도화된 콘텐츠를 제공할 전망이다.

플레이 방식은 여러 장르가 섞인 모습을 보일 것으로 예상된다. 공개된 영상에 따르면 스토리를 진행하면서 본인의 캐릭터를 육성해야할 뿐만 아니라, 스쿼드를 구성해 턴제 전투까지 진행하게 된다. ‘원탁의 기사’ 스토리를 기반으로 한 중세 배경 작품이며 PC 플레이도 지원해 전략 장르 코어 유저층까지 공략을 목표로한다. 신선함을 쏘아올린 구로발게임즈와 넷마블의 북미 자회사로서 현지 퍼블리싱 역량을 보유한 카밤의 시너지가 기대된다.

### 2024년 하반기 출시 예정인 〈킹아서:레전드라이즈〉 전략/턴제 RPG (PC/모바일)



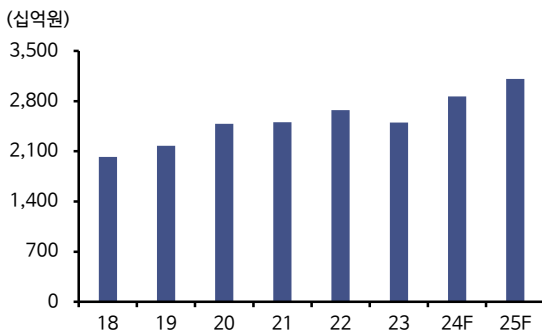
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 실적 전망 - 서프라이즈와 컨센서스 대폭 상향 예상

넷마블은 2Q24뿐만 아니라 2024년, 2025년 컨센서스 대비 큰 폭의 실적 서프라이즈가 예상된다. 2Q24 영업이익은 1,017억원으로 컨센서스 683억원을 49% 상회할 전망이다. 연간으로는 2024F 영업이익 2,719억원(vs 컨센서스 1,928억원), 2025F 영업이익 3,118억원(vs 컨센서스 1,891억원)으로 추정했는데, 이는 기대 신작들과 향후 PC 비중 증가로 인한 지급수수료를 하락이라는 구조적 변화에 기인한다. 최근 시장은 2Q24 호실적이 신작 출시에 따른 일시적 매출 증가 영향이라 예상하고 있지만, 일시적이지 않다는 것이 당사가 제시하는 투자포인트다.

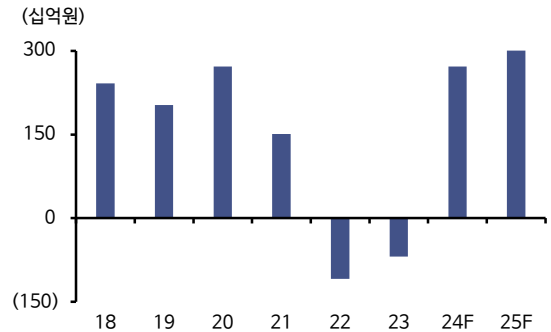
2021년부터 2023년까지는 스핀엑스 매출 연결효과를 제외하면 역성장 수준의 부진이었지만 1) 현재 트렌드에 적합한 신작 출시를 위한 감(感)을 잡았고, 2) 유명 IP를 활용한 신작들의 흥행이 전망되며, 3) 구조조정과 마케팅비 통제, 지급수수료를 하락으로 인한 강력한 영업 레버리지 효과가 2024년부터 나타나며 큰 폭의 성장이 예상된다. 특히 영업이익은 현재보다 주가가 3배 가까이 높았던 2020~2021년 수준으로 회복할 것이고, 분기 기초체력은 영업이익 500~700억원 수준으로 형성되며 안정성을 확보할 전망이다.

넷마블 매출액 추이 및 전망



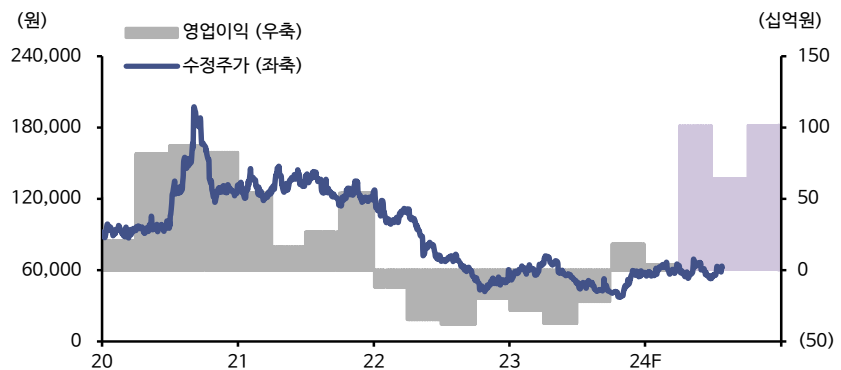
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 및 주가 추이



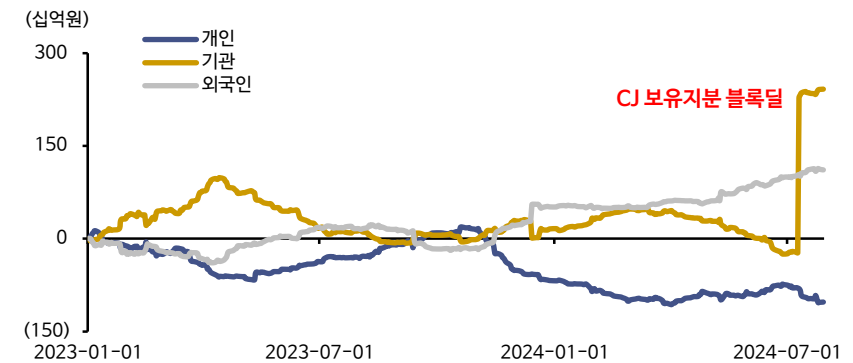
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

### 수급 분석 - 빈 집을 채우기만 해도 주가는 오른다

개인/기관/외국인 투자주체 모두 2023년 이후 뚜렷한 방향성을 가진 수급을 보이지 않았고, 2023년 4분기 이후 외국인 지분은 소폭 증가했다. 7월 CJ가 보유한 넷마블 지분 5%가 NH투자증권에 PRS 계약을 통해 매각되는 기관 수급상 특이 사항이 발생했지만 그 외에는 큰 움직임이 없었다. 외국인 투자자 지분율은 2023년초 22.34%에서 최근 25.25% 수준으로 소폭 증가했는데 이 또한 유의미한 수준의 변동은 아니다. 즉 ‘빈 집’이라는 뜻이다.

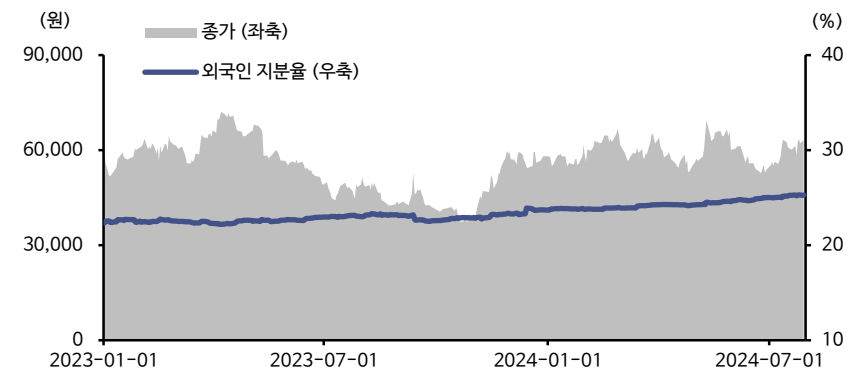
CJ가 보유한 넷마블 지분에 대해서는 우려가 존재한다. 그러나 오버행 우려만으로 주가가 하방 압력을 받기에는 너무 큰 폭의 실적 및 펀더멘털 개선이 일어나고 있기에 오히려 그러한 우려는 기회를 만든다는 판단이다. 기관투자자들의 경우 대부분 벤치마크 대비 비중 축소 상태일 것으로 예상되는데, 턱아라운드인한 업사이드 리스크를 대비해 비중을 중립으로만 채우더라도 주가 상승은 충분히 이루어질 가능성이 높아보인다.

#### 투자 주체별 수급 동향



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

#### 외국인 지분율 및 주가 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



### 밸류에이션 - 투자이전 '매수', 목표주가 88,000원 제시

넷마블에 대한 투자이전을 '중립'에서 '매수'로 상향하고, 목표주가는 88,000원으로 제시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 3,511원에 목표 배수 25배를 적용했다. 높은 해외 매출 비중과 안정적인 포트폴리오, 신작 흥행 성공률 상승은 해외 피어 개발사들의 멀티플 하단이자 국내 개발사들에겐 상단 수준에 해당하는 25배가 적합하다는 판단이다.

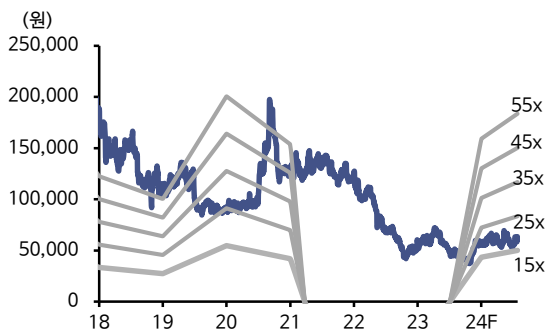
재무상태나 신작 성과가 지금보다 나았던 2018~2021년 당시 PER 25~45배 수준의 주가를 기록하기도 했는데, 현재의 가파른 이익 성장과 향후 기대작들의 성과를 고려했을 때 충분히 25배는 적용이 가능해 보인다. 오히려 PC/콘솔/모바일 멀티 플랫폼에서의 성과나, 동사가 이전에 시도해보지 못했던 새로운 장르에서의 흥행이 만들어진다면 35~45배 수준으로 PER이 회복될 가능성도 존재한다. 따라서 이제는 넷마블의 성장 및 프리미엄 요소 등 긍정적 측면을 바라보며 적극적으로 매수에 임해야할 때다.

넷마블 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	248.6	315.9	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	8,193	8,193	
EPS	3,034	3,855	
12M Fwd EPS (A)		3,511	시가총액 기준 7.6조원
목표 PER (B)		25	
(A) * (B)		87,771	
목표 주가		88,000	
현재 주가 (7/30)		62,200	
상승여력 (%)		41.5%	

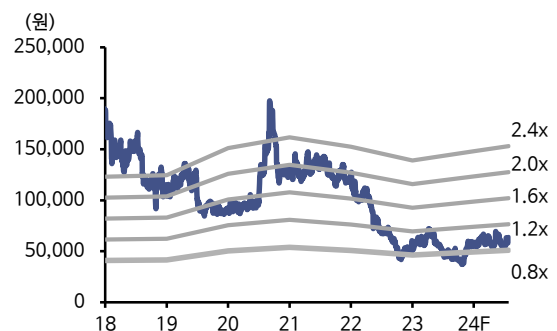
자료: 신한투자증권

넷마블 12M Fwd PER Band



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

넷마블 12M Fwd PBR Band



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

## 넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	788.4	706.9	785.9	2,502.1	2,866.6	3,111.4
(%YoY)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	30.7	12.1	18.1	(6.4)	14.6	8.5
(%QoQ)	(12.3)	0.1	4.5	5.5	(12.0)	34.7	(10.3)	11.2			
영업비용	630.8	640.6	652.4	647.2	581.7	686.7	642.2	684.1	2,571.0	2,594.7	2,799.6
(%YoY)	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	7.2	(1.6)	5.7	(7.6)	0.9	7.9
(%QoQ)	(11.3)	1.5	1.9	(0.8)	(10.1)	18.1	(6.5)	6.5			
<b>[비용구성]</b>											
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	290.4	263.9	294.6	980.0	1,076.2	1,158.2
인건비	187.5	193.2	180.6	183.3	179.5	181.3	183.1	184.9	744.6	728.8	758.4
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	137.0	116.5	121.1	486.8	476.1	527.2
D&A	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	39.4	39.8	40.2	185.4	158.5	169.1
기타	47.6	45.8	40.7	40.1	34.3	38.6	38.9	43.2	174.2	155.0	186.7
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.4	3.7	101.7	64.7	101.8	(69.0)	271.9	311.8
(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	454.4	적지	흑전	14.7
(%QoQ)	적지	적지	적지	흑전	(79.8)	2,648.2	(36.3)	57.2			
(%OPM)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	12.9	9.2	12.9	(2.8)	9.5	10.0
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(185.6)	(9.9)	76.4	54.3	115.2	(303.9)	236.1	313.1
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	32.6
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(28.9)	112.0			
(%NPM)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	9.7	7.7	14.7	(12.1)	8.2	10.1
지배기업순이익	(37.7)	(27.1)	(19.0)	(171.9)	(0.4)	77.2	53.3	118.7	(255.7)	248.7	316.0
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	27.0
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(31.0)	122.8			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 넷마블 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	248.6	315.9	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	8,193	8,193	
EPS	3,034	3,855	
12M Fwd EPS (A)		3,511	시가총액 기준 7.6조원
목표 PER (B)		25	
(A) * (B)		87,771	
목표 주가		88,000	
현재 주가 (7/30)		62,200	
상승여력 (%)		41.5%	

자료: 신한투자증권 추정

## 넷마블 2Q24F 실적 Preview

(십억원)	2Q24F	1Q24	%QoQ	2Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	788.4	585.4	34.7	603.3	30.7	770.3	2.4
영업이익	101.7	3.7	2,648.2	(37.2)	흑전	68.3	48.9
순이익	77.2	(0.4)	흑전	(27.1)	흑전	67.3	14.6
영업이익률	12.9	0.6		(6.2)		8.9	
순이익률	9.8	(0.1)		(4.5)		8.7	

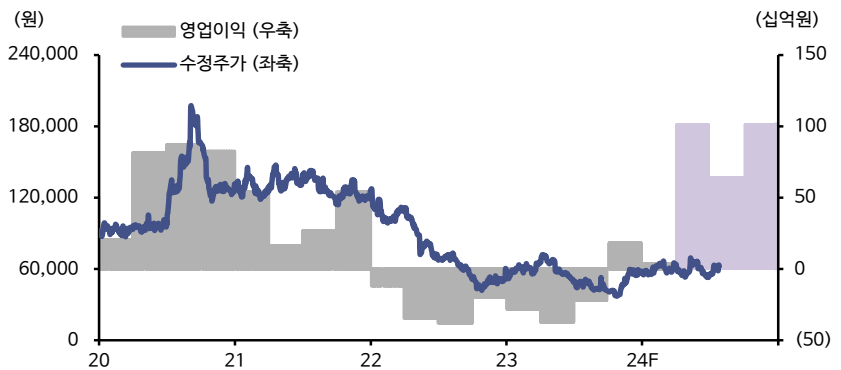
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 넷마블 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,822.2	2,866.6	1.6	2,879.3	3,111.4	8.1
영업이익	192.8	271.9	41.0	189.1	311.8	64.9
순이익	137.7	248.7	80.6	127.7	316.0	147.4

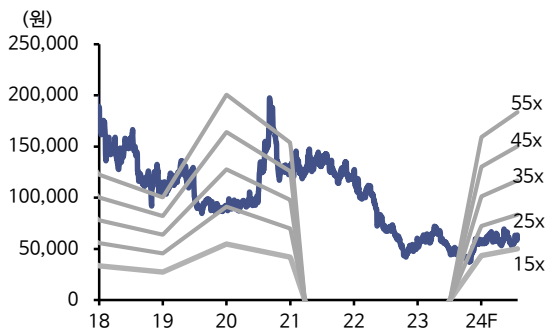
자료: 신한투자증권 추정

## 넷마블 영업이익 및 주가 추이



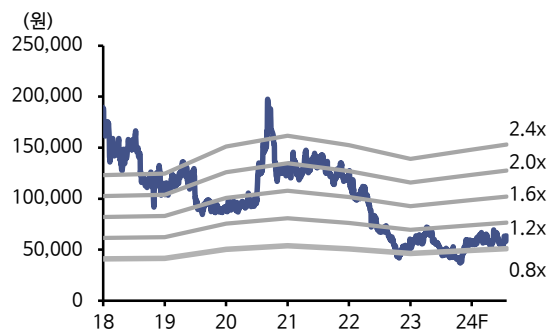
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

## 넷마블 12M Fwd PER Band



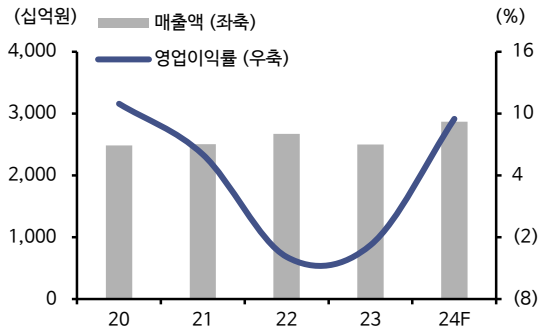
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 넷마블 12M Fwd PBR Band



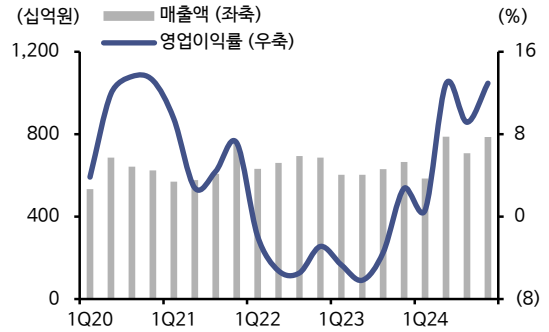
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 연간 실적 추이 및 전망



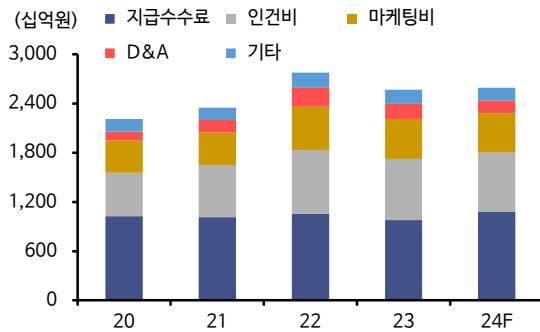
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 분기 실적 추이 및 전망



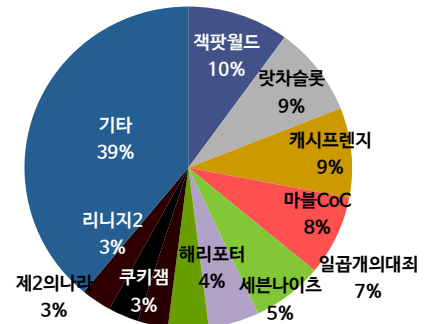
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 연간 비용 추이 및 전망



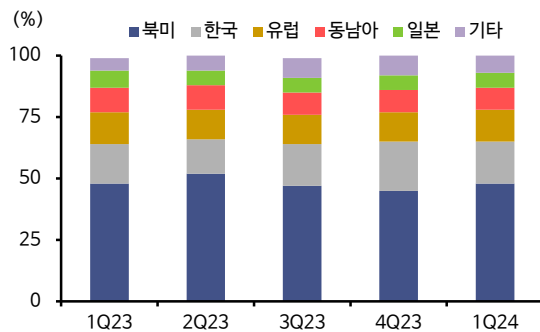
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 게임별 매출비중(1Q24)



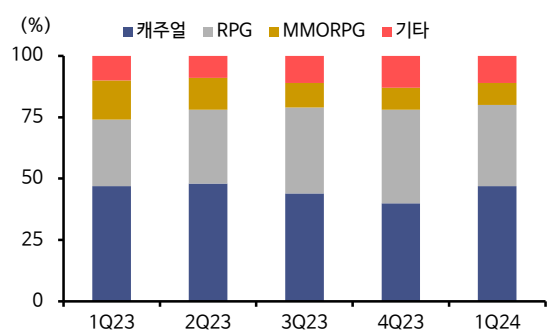
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 장르별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

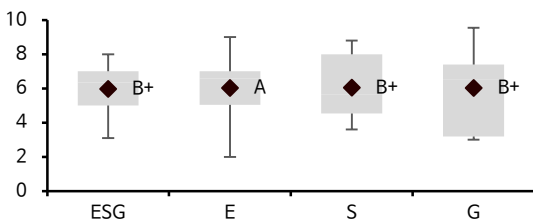
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 환경: 지속 확대되는 친환경 투자
- ◆ 사회: 활발한 고객소통으로 만족도 매년 상승
- ◆ 지배구조: 핵심지표 준수를 개선되는 중

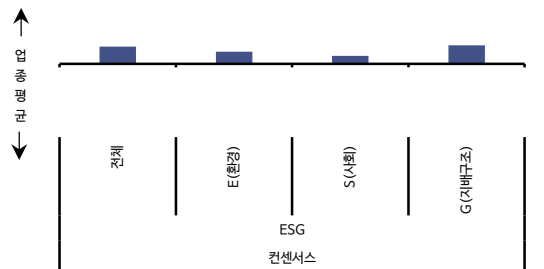
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

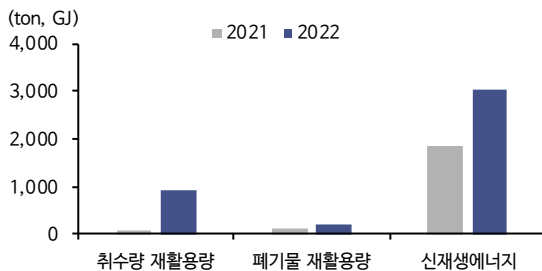
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

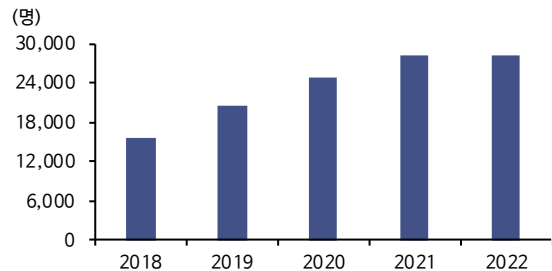
### Key Chart

#### 넷마블 재활용 및 신재생에너지 사용 지표



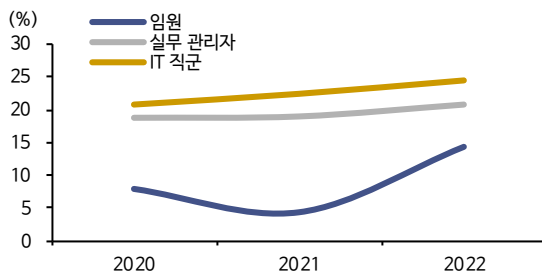
자료: 넷마블, 신한투자증권

#### 넷마블 사회공헌활동 수혜 인원 현황



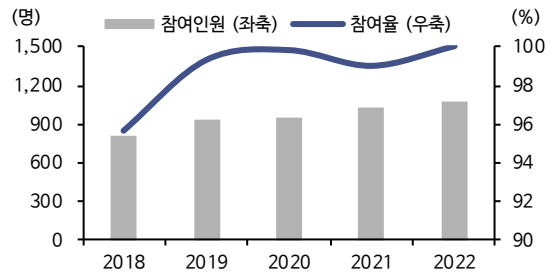
자료: 넷마블, 신한투자증권

#### 넷마블 2022년 여성 임직원 비율



자료: 넷마블, 신한투자증권

#### 넷마블 정도경영 자체 교육 성과 추이



자료: 넷마블, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>8,935.6</b>	<b>7,915.9</b>	<b>8,706.1</b>	<b>8,995.3</b>	<b>9,369.8</b>
유동자산	997.3	905.8	1,298.8	1,825.4	2,089.9
현금및현금성자산	503.0	430.3	739.9	1,280.3	1,505.0
매출채권	189.6	254.6	300.6	292.9	314.9
재고자산	2.8	2.7	3.2	3.1	3.4
비유동자산	7,938.2	7,010.1	7,407.3	7,169.9	7,280.0
유형자산	335.9	344.4	323.5	258.7	257.1
무형자산	3,596.1	3,228.8	3,252.5	3,152.3	3,057.0
투자자산	3,572.6	3,008.8	3,352.1	3,279.8	3,486.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>3,313.8</b>	<b>2,836.8</b>	<b>3,318.8</b>	<b>3,294.9</b>	<b>3,363.3</b>
유동부채	2,294.0	1,905.5	1,915.1	1,899.7	1,943.6
단기차입금	1,507.0	1,311.4	1,228.2	1,228.2	1,228.2
매입채무	49.0	32.2	38.0	37.1	39.8
유동성장기부채	222.4	86.3	87.2	87.2	87.2
비유동부채	1,019.8	931.3	1,403.7	1,395.1	1,419.7
사채	0.0	0.0	398.8	398.8	398.8
장기차입금(경기금융부채 포함)	794.8	645.7	667.8	667.8	667.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,621.8</b>	<b>5,079.0</b>	<b>5,387.3</b>	<b>5,700.5</b>	<b>6,006.5</b>
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.4	3,900.0	3,900.5	3,900.5	3,900.5
기타자본	(525.2)	(479.9)	(479.6)	(479.6)	(479.6)
기타포괄이익누계액	702.5	422.4	497.7	497.7	497.7
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,377.2	1,693.1	2,002.2
<b>지배주주지분</b>	<b>5,460.9</b>	<b>4,979.5</b>	<b>5,304.3</b>	<b>5,620.3</b>	<b>5,929.4</b>
비지배주주지분	160.9	99.5	83.0	80.2	77.1
*충차입금	2,577.4	2,101.9	2,451.0	2,449.2	2,454.3
*순차입금(순현금)	1,935.6	1,589.5	1,616.7	1,076.5	851.0

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(408.4)</b>	<b>(98.1)</b>	<b>462.5</b>	<b>467.9</b>	<b>493.3</b>
당기순이익	(886.4)	(303.9)	236.1	313.1	306.0
유형자산상각비	54.1	56.5	70.6	64.9	60.7
무형자산상각비	178.3	128.9	102.3	100.2	97.1
외환환산손실(이익)	(157.9)	2.8	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	38.3	(30.9)	(10.9)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(79.0)	(423.1)	(22.7)	0.0	0.0
운전자본변동	(73.4)	(121.0)	54.0	(10.3)	29.5
(법인세납부)	(492.7)	(3.8)	(42.2)	(69.3)	(66.6)
기타	1,010.3	596.4	75.1	69.3	66.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(40.4)</b>	<b>524.9</b>	<b>(468.9)</b>	<b>74.4</b>	<b>(273.8)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(38.7)	(36.2)	(43.9)	0.0	(59.5)
유형자산의감소	0.5	0.4	0.5	0.0	0.3
무형자산의감소(증가)	(82.0)	12.6	16.4	0.0	(1.8)
투자자산의감소(증가)	88.8	550.6	(395.9)	72.3	(206.9)
기타	(9.0)	(2.5)	(46.0)	2.1	(5.9)
<b>FCF</b>	<b>(258.7)</b>	<b>(83.2)</b>	<b>365.9</b>	<b>417.3</b>	<b>343.3</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(549.0)</b>	<b>(540.3)</b>	<b>300.8</b>	<b>(1.8)</b>	<b>5.0</b>
차입금의 증가(감소)	(424.6)	(473.5)	313.0	(1.8)	5.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(52.5)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(71.9)	(64.6)	(12.2)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	147.1	40.8	15.1	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(850.7)</b>	<b>(72.7)</b>	<b>309.5</b>	<b>540.5</b>	<b>224.6</b>
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	739.9	1,280.3
기말현금	503.0	430.3	739.9	1,280.3	1,505.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,502.1</b>	<b>2,866.6</b>	<b>3,111.4</b>	<b>3,234.7</b>
증감률 (%)	6.6	(6.4)	14.6	8.5	4.0
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,502.1</b>	<b>2,866.6</b>	<b>3,111.4</b>	<b>3,234.7</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>2,782.1</b>	<b>2,570.5</b>	<b>2,594.7</b>	<b>2,799.6</b>	<b>2,936.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>(108.7)</b>	<b>(68.5)</b>	<b>271.9</b>	<b>311.8</b>	<b>298.6</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	14.7	(4.3)
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	9.5	10.0	9.2
영업외손익	(832.8)	(90.1)	23.9	61.0	43.4
금융손익	(148.2)	(188.8)	(110.9)	(92.9)	(84.4)
기타영업외손익	(764.8)	(14.2)	112.1	153.8	127.8
중소 및 관계기업관련손익	80.2	112.8	22.7	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(941.5)</b>	<b>(158.6)</b>	<b>295.7</b>	<b>372.8</b>	<b>342.0</b>
법인세비용	(55.1)	145.3	48.7	69.3	66.6
계속사업이익	(886.4)	(303.9)	247.1	303.5	275.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(886.4)</b>	<b>(303.9)</b>	<b>236.1</b>	<b>313.1</b>	<b>306.0</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	32.6	(2.3)
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	8.2	10.1	9.5
(지배주주)당기순이익	(819.2)	(255.7)	248.7	316.0	309.1
(비지배주주)당기순이익	(67.2)	(48.2)	(12.6)	(2.8)	(3.0)
총포괄이익	(880.4)	(589.9)	313.2	313.1	306.0
(지배주주)총포괄이익	(821.3)	(542.0)	348.7	348.6	340.7
(비지배주주)총포괄이익	(59.1)	(47.9)	(35.5)	(35.5)	(34.7)
<b>EBITDA</b>	<b>123.7</b>	<b>117.0</b>	<b>444.8</b>	<b>476.9</b>	<b>456.4</b>
증감률 (%)	(59.0)	(5.5)	280.3	7.2	(4.3)
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	15.5	15.3	14.1

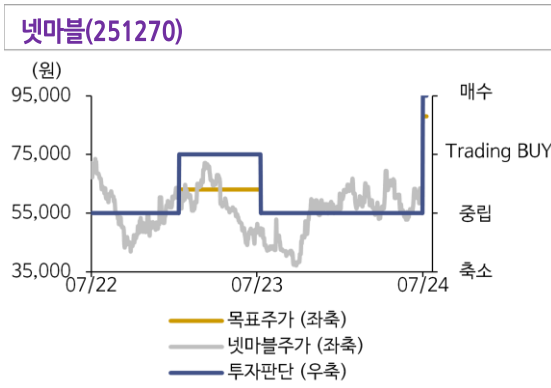
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(10,312)	(3,535)	2,747	3,643	3,561
EPS (지배순이익, 원)	(9,531)	(2,975)	2,893	3,676	3,596
BPS (자본총계, 원)	65,405	59,091	62,677	66,320	69,881
BPS (지배지분, 원)	63,533	57,933	61,712	65,388	68,984
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(5.9)	(16.4)	22.6	17.1	17.5
PER (지배순이익, 배)	(6.3)	(19.5)	21.5	16.9	17.3
PBR (자본총계, 배)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	58.9	57.1	15.8	13.6	13.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	15.5	15.3	14.1
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	9.5	10.0	9.2
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	8.2	10.1	9.5
ROA (%)	(9.0)	(3.6)	2.8	3.5	3.3
ROE (지배순이익, %)	(14.6)	(4.9)	4.8	5.8	5.4
ROIC (%)	(7.3)	(2.4)	7.0	7.2	7.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	58.9	55.9	61.6	57.8	56.0
순차입금비율 (%)	34.4	31.3	30.0	18.9	14.2
현금비율 (%)	21.9	22.6	38.6	67.4	77.4
이자보상배율 (배)	(1.0)	(0.5)	2.1	2.3	2.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(8.1)	(24.0)	(49.1)	(49.8)	(50.6)
재고자산회수기간 (일)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	26.7	32.4	35.3	34.8	34.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권



## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 11일	중립	-	-	-
2023년 01월 12일		6개월경과	-	-
2023년 02월 10일	Trading BUY	63,000	(7.9)	14.4
2023년 08월 09일	중립	-	-	-
2024년 02월 10일		6개월경과	-	-
2024년 07월 31일	매수	88,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 넷마블을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 29일 기준)

매수 (매수)	92.97%	Trading BUY (중립)	5.08%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------