

# 넷마블

## 251270

Oct 22, 2024

Buy

유지

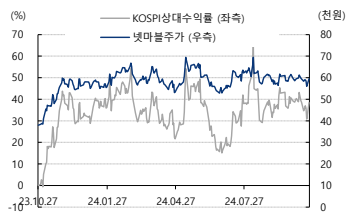
TP 82,000 원

유지

## Company Data

현재가(10/21)	59,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,400 원
52 주 최저가(보통주)	37,200 원
KOSPI (10/21)	2,604.92p
KOSDAQ (10/21)	759.95p
자본금	86 억원
시가총액	51,142 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	113 만주
평균거래대금(60 일)	67 억원
외국인지분(보통주)	26.08%
주요주주	
방준혁 외 13 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT	17.52%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	4.4	58.7
상대주가	1.1	3.9	44.7

## 내년 라인업이 공개될 시기

### 3Q24 preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회 예상

넷마블 3Q24 매출은 6,742억원(YoY +6.9%, QoQ -13.8%), 영업이익은 556억원(YoY 흑자 전환, OPM 8.2%)로 시장 예상치(매출 6,973억원, 이익 663억원) 하회 예상. 매출은 2Q24 출시한 '아스달 연대기', '나 혼자만 레벨업: ARISE', '레이븐2'의 매출 하향으로 전 분기비 QoQ -13.8% 기록 전망. '나 혼자만 레벨업: ARISE'의 9월 대규모 업데이트 효과가 크지 않아 시장 기대치 대비 매출 하향이 컸을 것으로 추정.

영업비용 중 인건비는 인력효율화 영향으로 1,814억원(YoY +0.5%, QoQ -0.7%), 마케팅비는 '일곱 개의 대죄 키우기' 외 신작 부재로 1,214억원(YoY -16.8%, QoQ -15.6%) 집행 추정. 지급수수료는 전분기비 자체 런치 기반의 PC 매출 비중이 컸던 '레이븐 2' 및 '아스달 연대기' 매출 감소로 매출 대비 지급수수료를 35%(QoQ +1.4%p)로 증가하며 2,360억원 (YoY -1.3%, QoQ -10.3%) 기록 전망.

### 투자의견 Buy 유지 & 목표주가 82,000원 유지

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 82,000원 유지. 3Q24는 대형 신작부재 및 기존작 매출 하향 이루어지는 와중에도 안정적인 영업이익 흑자를 기록하며 비용 효율화를 통한 기초 체력 개선 효과를 확인하는 분기가 될 것으로 전망.

2025년도 신작 라인업이 공식적으로 공개되지는 않았지만, 작년 지스타를 통해 B2C 시연을 진행한 '일곱개의 대죄: Origin' 외에도 '왕좌의 게임: 킹스로드'(오픈월드 RPG), '몬길: 스타 다이브'(액션 RPG) 등 흥행 외부/자체 IP를 기반으로 한 신작의 게임성이 24년 11월 지스타에서 공개될 예정. 3Q24 실적발표 이후 상기 3종의 게임을 포함해 2025년 라인업, 출시 시기 및 게임성이 구체화된다면 이를 반영하여 2025년 추정치의 상향이 이루어질 수 있을 것으로 전망.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,673	2,502	2,750	3,009	3,263
YoY(%)	6.6	-6.4	9.9	9.4	8.5
영업이익(십억원)	-109	-68	229	362	471
OP 마진(%)	-4.1	-2.7	8.3	12.0	14.4
순이익(십억원)	-886	-304	242	278	360
EPS(원)	-9,531	-2,975	3,052	3,513	4,558
YoY(%)	적전	적지	흑전	15.1	29.7
PER(배)	-6.3	-19.5	19.5	16.9	13.1
PCR(배)	19.3	27.1	7.9	7.7	6.8
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	58.5	56.6	16.7	11.9	9.1
ROE(%)	-14.6	-4.9	5.1	5.6	6.8



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 넷마블 [251270]

내년 라인업이 공개될 시기

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	674.2	708.2	2,506.9	2,673.4	2,502.1	2,749.9
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	6.9%	6.4%	0.9%	6.6%	-6.4%	9.9%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	64.0	74.9	312.7	288.6	269.6	256.2
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	145.7	149.9	150.5	642.2	649.0	608.1
세븐나이트 키우기	-	-	31.5	53.2	29.3	19.0	15.4	13.1	-	-	84.8	76.8
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	37.2	36.5	240.7	180.2	149.8	146.0
아스달 연대기	-	-	-	-	-	39.1	18.4	11.0	-	-	-	68.5
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156.4	67.9	47.5	-	-	-	271.8
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	34.0	23.8	-	-	-	89.2
일곱 개의 대죄 키우기	-	-	-	-	-	-	7.2	12.0	-	-	-	19.2
킹 아서: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	-	-	24.0	-	-	-	24.0
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	30.0	-	-	-	30.0
데미스 리본	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	-	15.0
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	337.5	331.8	346.8	332.8	304.4	286.0	284.3	270.4	1,803.1	1,562.5	1,348.9	1,145.1
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	618.6	649.7	2,355.9	2,782.1	2,570.6	2,520.9
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	236.0	251.4	1,015.1	1,056.2	980.0	977.8
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	181.4	180.2	638.8	782.1	744.1	723.8
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	121.4	136.7	400.0	524.3	486.8	503.2
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	39.9	41.0	151.4	187.1	174.3	156.7
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	40.0	40.5	150.6	232.4	185.4	159.4
영업이익	- 28.2	- 37.2	- 21.9	18.8	3.7	111.2	55.6	58.5	151.0	- 108.7	- 68.5	228.9
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	211.0%	55.5%	적자전환	적자지속	흑자전환
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	8.2%	8.3%	6.0%	-4.1%	-2.7%	8.3%
당기순이익	- 45.8	- 44.1	- 28.4	- 185.6	- 9.9	162.3	55.5	33.6	249.2	- 886.4	- 303.9	241.5
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	8.2%	4.7%	9.9%	-33.2%	-12.1%	8.8%

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2024-04-24	아스달 연대기: 세 개의 세력	MMORPG	한국/대만/홍콩/마카오	PC/모바일	공동 제작
2024-05-08	나 혼자만 레벨업: ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
2024-05-29	레이븐2	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2024-08-13	일곱 개의 대죄 키우기	병치형 RPG	글로벌	모바일	외부 IP
4Q24	킹 아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	RF 온라인 넥스트	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	데미스 리본	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
1H25	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	PC/콘솔/모바일	외부 IP
2025	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	문갈: 스타 다이브	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	세븐나이트 리버스	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

내년 라인업이 공개될 시기

### [넷마블 251270]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,750	3,009	3,263
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,750	3,009	3,263
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,782	2,571	2,521	2,647	2,793
영업이익	-109	-68	229	362	471
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.3	12.0	14.4
EBITDA	124	117	380	493	585
EBITDA Margin (%)	4.6	4.7	13.8	16.4	17.9
영업외손익	-833	-90	91	6	6
관계기업손익	80	113	144	144	144
금융수익	327	73	67	67	67
금융비용	-476	-262	-191	-160	-160
기타	-765	-14	71	-45	-45
법인세비용차감전순이익	-941	-159	320	367	476
법인세비용	-55	145	78	90	116
계속사업순이익	-886	-304	242	278	360
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	242	278	360
당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	8.8	9.2	11.0
비지배지분순이익	-67	-48	-21	-24	-32
지배지분순이익	-819	-256	262	302	392
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	9.5	10.0	12.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	-286	30	30	30
포괄순이익	-880	-590	272	308	390
비지배지분포괄이익	-59	-48	22	25	32
지배지분포괄이익	-821	-542	250	283	359

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	332	347	413
당기순이익	-886	-304	242	278	360
비현금항목의 가감	1,088	440	316	291	280
감가상각비	54	57	45	35	28
외환손익	152	36	31	31	31
자본법평가손익	-80	-113	-144	-144	-144
기타	962	461	384	368	365
자산부채의 증감	-73	-121	-48	-49	-49
기타현금흐름	-536	-113	-177	-172	-178
투자활동 현금흐름	-40	525	84	134	133
투자자산	58	545	100	150	150
유형자산	-39	-36	0	0	0
기타	-60	16	-16	-16	-17
재무활동 현금흐름	-549	-540	-193	-123	-123
단기차입금	-327	-251	-43	-43	-43
사채	0	-160	0	0	0
장기차입금	-52	-16	-16	-16	-16
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-2	0	0	0
기타	-118	-111	-135	-65	-65
현금의 증감	-851	-73	230	384	475
기초 현금	1,354	503	430	660	1,044
기말 현금	503	430	660	1,044	1,519
NOPLAT	-102	-131	173	273	356
FCF	18	-103	276	355	421

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,149	1,550	2,043
현금및현금성자산	503	430	660	1,044	1,519
매출채권 및 기타채권	215	272	291	314	337
재고자산	3	3	3	3	4
기타유동자산	276	201	195	189	184
비유동자산	7,938	7,010	6,872	6,704	6,553
유형자산	336	344	300	265	237
관계기업투자금	2,537	2,386	2,399	2,361	2,324
기타금융자산	1,036	623	623	623	623
기타비유동자산	4,030	3,657	3,551	3,455	3,369
자산총계	8,936	7,916	8,021	8,254	8,596
유동부채	2,294	1,906	1,801	1,769	1,737
매입채무 및 기타채무	213	172	175	178	182
차입금	1,507	1,311	1,269	1,226	1,184
유동성채무	222	86	16	16	16
기타유동부채	351	336	342	349	356
비유동부채	1,020	931	873	831	805
차입금	456	372	356	341	325
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	564	560	517	490	480
부채총계	3,314	2,837	2,675	2,600	2,542
지배지분	5,461	4,980	5,242	5,544	5,936
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,378	1,128	1,391	1,693	2,085
기타자본변동	-525	-480	-480	-480	-480
비지배지분	161	100	105	111	119
자본총계	5,622	5,079	5,347	5,655	6,054
총차입금	2,524	2,043	1,862	1,761	1,669

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	3,052	3,513	4,558
PER	-6.3	-19.5	19.5	16.9	13.1
BPS	63,533	57,933	60,985	64,498	69,056
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	1,439	1,361	4,420	5,731	6,804
EV/EBITDA	58.5	56.6	16.7	11.9	9.1
SPS	31,103	29,109	31,993	35,004	37,968
PSR	1.9	2.0	1.9	1.7	1.6
CFPS	209	-1,198	3,211	4,134	4,901
DPS	0	0	0	0	0

#### 재무비율

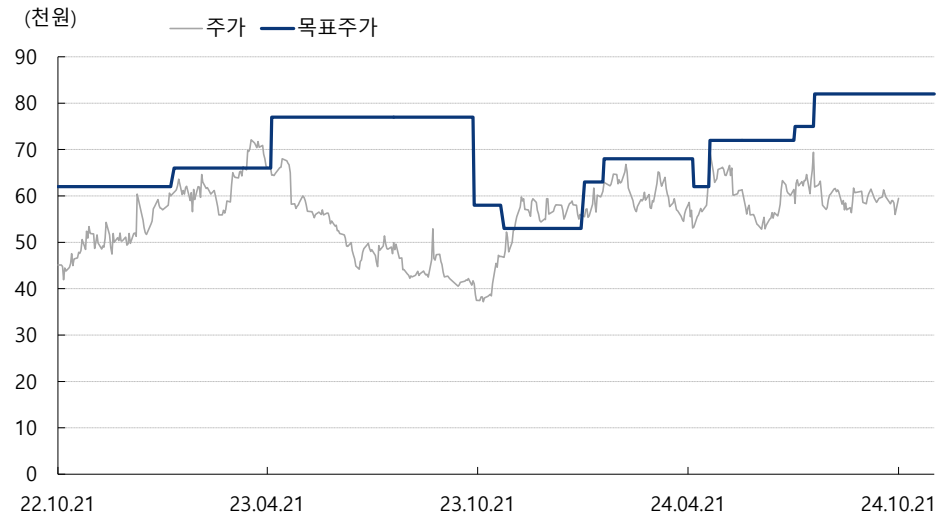
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	6.6	-6.4	9.9	9.4	8.5
영업이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	58.0	30.2
순이익 증가율	적 전	적 지	흑 전	14.9	29.7
수익성					
ROIC	-2.7	-3.6	5.0	8.2	11.0
ROA	-8.4	-3.0	3.3	3.7	4.7
ROE	-14.6	-4.9	5.1	5.6	6.8
안정성					
부채비율	58.9	55.9	50.0	46.0	42.0
순차입금비율	28.3	25.8	23.2	21.3	19.4
이자보상배율	-1.0	-0.5	1.7	2.7	3.7

## 넷마블 [251270]

내년 라인업이 공개될 시기

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)	2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)	2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)	2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)	2024.10.21	매수	82,000		
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)					
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)					
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)					
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37					
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)					
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)					

자료: 교보증권 리서치센터

## 넷마블 [251270]

내년 라인업이 공개될 시기

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0%	3.3%	0.7%	0.0%

#### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

#### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하