

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com



251270 · 게임

넷마블

장기 흥행에 성공하는 신작이 필요한 시기

(하향) Trading Buy	목표주가 68,000원	상승여력 11.5%	현재주가(24/2/7) 61,000원				
KOSPI	2,609.58	시가총액(십억원)	5,243	발행주식수(백만주)	86	외국인 보유비중(%)	23.8

Report summary

4Q23 Review: 컨센서스 상회

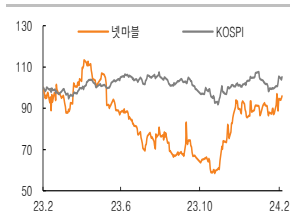
4분기 매출액 6,650억원(-3% YoY), 영업이익 180억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 6,570억원, 영업이익 70억원)를 상회했다. 온기 반영된 세븐나이츠키우기 매출액이 530억원(+69% QoQ)을 기록했다. 업데이트 효과가 발생한 마블 콘테스트 오브 챔피언스 매출은 QoQ 27% 증가한 800억원을 기록하며 호실적을 이끌었다. 대규모 당기순손실(1,830억원)은 하이브 매각 관련한 일시적 비용 발생에 따른 결과다

목표주가 68,000원 유지, 투자 의견 'Trading Buy'로 하향

목표주가는 68,000원(24F 타겟 EV/EBITDA 27배)으로 유지하나 최근 주가 상승에 따른 상승여력 하락으로 투자 의견은 'Trading Buy'로 하향한다. 23년 하반기 신작 신의탑, 세븐나이츠키우기가 오랜만에 국내에서 강력한 초기 성과를 냈음에도 결과적으로 탑라인 성장을 강하게 이끌지는 못했다. 장기적으로 매출에 안정적으로 기여할 수 있는 신작의 흥행이 필요한 시기다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.9	24.5	-0.3
상대주가	8.6	23.1	-6.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,507	2,673	2,501	2,631	2,673
영업이익 (십억원)	151	-109	-70	66	84
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-2.8	2.5	3.1
순이익 (십억원)	240	-819	-267	41	55
EPS (원)	2,795	-9,531	-3,099	474	643
ROE (%)	4.3	-14.6	-5.1	0.8	1.1
P/E (배)	44.7	-	-	128.7	94.9
P/B (배)	1.7	0.9	0.9	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 컨센서스 상회

4분기 매출액 6,650억원(-3% YoY), 영업이익 180억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스 (매출액 6,570억원, 영업이익 70억원)를 상회했다. 온기 반영된 세븐나이츠키우기 매출액이 530억원(+69% QoQ)을 기록했다. 업데이트 효과가 발생한 마블 콘테스트 오브 챔피언스 매출은 QoQ 27% 증가한 800억원을 기록하며 호실적을 이끌었다.

영업비용은 6,470억원(-9% YoY)을 기록하며 효율적인 비용 집행 기조가 유지되고 있음을 증명했다. 인건비가 1,830억원(-8% YoY)을 기록하며 YoY 감소세를 이어갔고, 마케팅비는 1,280억원(+4% YoY)을 기록하며 QoQ 12% 감소했다. 법인세 비용이 1,740억원을 기록하며 대규모 당기순손실로 이어졌는데 이는 하이브 매각 관련한 일시적 비용 발생에 따른 결과다.

풍부한 신작 라인업 대기

24년 상반기 5종 신작 아스달 연대기(MMORPG, 아시아), 나 혼자만 레벨업(액션 RPG, 글로벌), 레이븐2(MMORPG, 국내), 킹아서(수집형 RPG, 글로벌), 제2의나라(MMORPG, 중국)가 출격 대기 중이다. 나 혼자만 레벨업과 제2의나라(중국)가 기대작이다. 나 혼자만 레벨업은 애니메이션이 1월 초 출시돼 글로벌에서 상위 순위권에 안착해 IP 인지도를 올리고 있으며 3월 말까지 방영될 예정이다. 나 혼자만 레벨업 게임은 3월부터 OBT를 시작할 예정이다. 11월 지스타에 출품한 오픈월드 RPG 기대작 7대죄 오리진은 24년 말 출시 목표로 개발 중이나 콘텐츠 개발 부분이 방대한 관계로 25년 상반기 출시 가능성이 높다고 판단한다.

목표주가 68,000원 유지, 투자 의견 'Trading Buy'로 하향

목표주가는 68,000원(24F 타겟 EV/EBITDA 27배)으로 유지하나 최근 주가 상승에 따른 상승여력 하락으로 투자 의견은 'Trading Buy'로 하향한다. 주요 기대작인 나 혼자만 레벨업과 제2의나라(중국) 출시 전까지 단기 모멘텀은 추가로 발생할 가능성이 높다. 이번 실적발표에서 지속적인 차입금 상황에 대한 의지를 보여준 점도 긍정적인 부분이다. 다만 작년부터 출시하고 있는 신작들이 초기 성과는 괜찮으나 매출이 빠르게 하향 안정화되는 점은 아쉬운 부분이다. 23년 하반기 신작 신의탑, 세븐나이츠키우기가 오랜만에 국내에서 강력한 초기 성과를 났음에도 결과적으로 탑라인 성장을 강하게 이끌지는 못했다. 장기적으로 매출에 안정적으로 기여할 수 있는 신작의 흥행이 필요한 시기다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	603	603	631	665	612	634	684	701	2,507	2,673	2,501	2,631
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.2%	1.5%	5.0%	8.5%	5.4%	0.9%	6.6%	-6.4%	5.2%
제2의나라	30	24	19	20	19	19	19	18	258	200	93	75
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	50	49	48	47	313	289	269	192
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	40	43	41	40	39	241	180	150	163
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	19	18	17	16	141	114	87	70
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	27	24	23	22	0	0	0	96
쿠키잼	18	24	19	20	20	19	19	18	93	80	81	76
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	48	47	47	47	41	220	206	189
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	62	63	65	67	32	214	237	258
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	52	51	50	49	30	208	206	202
기타	259	265	290	273	273	301	357	377	1,462	1,168	1,087	1,309
EBITDA	20	11	25	60	31	41	80	83	302	123	116	235
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.1%	5.1%	6.5%	11.6%	11.9%	12.0%	4.6%	4.6%	8.9%
영업비용	631	641	653	647	623	635	647	660	2,356	2,782	2,571	2,565
지급수수료	247	240	239	254	226	234	243	252	1,013	1,056	980	956
인건비	188	193	181	183	184	185	186	187	639	779	745	742
마케팅비	100	113	146	128	130	132	134	137	396	524	487	532
기타	96	94	87	83	83	83	84	84	220	418	460	334
영업이익	-28	-37	-22	18	-12	-1	37	41	151	-109	-70	66
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	132.4%	-44.5%	적전	적지	흑전
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.7%	-1.9%	-0.2%	5.5%	5.9%	6.0%	-4.1%	-2.8%	2.5%
지배주주순이익	-38	-27	-19	-183	-18	-5	28	36	240	-819	-267	41
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-27.5%	-2.9%	-0.9%	4.1%	5.1%	9.6%	-30.6%	-10.7%	1.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	
매출액	2,460	2,584	2,501	2,631	2%	2%	2,493	2,785	0%	-6%	- 차입금 추가 상황에 대한 의지를 보여줌에 따라 24년 말 예상 순차입금 수준을 5천억원으로 변경 - 신작 출시 일정 변동 반영
영업이익	-81	75	-70	66	-	-12%	-81	63	-14%	4%	
지배주주순이익	-92	58	-267	41	-	-	-82	21	-	-	
EBITDA	108	258	116	235	7%	-9%	-	-	-	-	
영업이익률	-3.3%	2.9%	-2.8%	2.5%	-	-	-3.2%	2.3%	-	-	
순이익률	-3.7%	2.2%	-10.7%	1.5%	-	-	-3.3%	0.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	665	623	7%	657	1%
영업이익	18	7	-	7	-
지배주주순이익	-183	-8	-	-14	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F EBITDA (십억원)	235	
Target EV/EBITDA (배)	27	2020년 평균 EV/EBITDA. 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	5,847	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	68,000	
현재주가 (원)	61,000	
상승여력	11.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,673	2,501	2,631	2,673
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,501	2,631	2,673
판매비와관리비	2,782	2,571	2,565	2,588
조정영업이익	-109	-70	66	84
영업이익	-109	-70	66	84
비영업손익	-832	-102	-54	-51
금융손익	-100	-82	-71	-67
관계기업등 투자손익	80	119	129	136
세전계속사업손익	-941	-172	12	33
계속사업법인세비용	-55	141	3	8
계속사업이익	-886	-313	9	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-886	-313	9	25
지배주주	-819	-267	41	55
비지배주주	-67	-47	-32	-30
총포괄이익	-880	-313	9	25
지배주주	-821	-292	8	23
비지배주주	-59	-21	1	2
EBITDA	124	116	235	262
FCF	-447	-251	137	156
EBITDA 마진율 (%)	4.6	4.6	8.9	9.8
영업이익률 (%)	-4.1	-2.8	2.5	3.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-30.6	-10.6	1.6	2.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	997	900	1,424	1,544
현금 및 현금성자산	503	338	856	971
매출채권 및 기타채권	214	280	284	287
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	277	279	281	283
비유동자산	7,938	7,008	6,504	6,418
관계기업투자등	2,537	1,979	1,583	1,599
유형자산	336	339	327	317
무형자산	3,596	3,222	3,125	3,033
자산총계	8,936	7,908	7,928	7,962
유동부채	2,294	1,901	1,908	1,914
매입채무 및 기타채무	130	131	132	134
단기금융부채	1,783	1,384	1,387	1,388
기타유동부채	381	386	389	392
비유동부채	1,020	929	933	935
장기금융부채	795	705	705	705
기타비유동부채	225	224	228	230
부채총계	3,314	2,829	2,841	2,850
지배주주지분	5,461	4,965	5,005	5,060
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,378	1,111	1,152	1,207
비지배주주지분	161	114	82	52
자본총계	5,622	5,079	5,087	5,112

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-408	-191	182	206
당기순이익	-886	-313	9	25
비현금수익비용가감	1,088	373	208	219
유형자산감가상각비	54	57	57	60
무형자산감가상각비	178	129	112	118
기타	856	187	39	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	-73	-63	4	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	-64	-3	-3
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	0	0	0
법인세납부	-493	-141	-3	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-40	186	-62	-76
유형자산처분(취득)	-38	-60	-45	-50
무형자산감소(증가)	-82	245	-15	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	94	1	-2	-1
기타투자활동	-14	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-549	-719	3	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-812	-488	3	1
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-52	0	0	0
기타재무활동	314	-231	0	0
현금의 증가	-851	-165	518	115
기초현금	1,354	503	338	856
기말현금	503	338	856	971

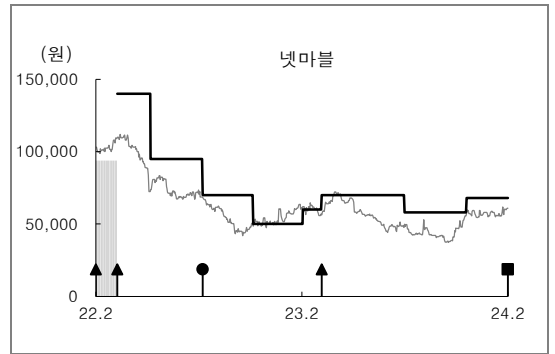
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	128.7	94.9
P/CF (x)	25.8	82.6	24.1	21.5
P/B (x)	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	59.4	58.0	27.3	23.9
EPS (원)	-9,531	-3,099	474	643
CFPS (원)	2,343	703	2,527	2,834
BPS (원)	68,250	62,473	62,947	63,590
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	6.6	-6.4	5.2	1.6
EBITDA증가율 (%)	-59.0	-6.3	102.9	11.6
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	28.5
EPS증가율 (%)	-	-	-	35.6
매출채권 회전율 (회)	13.7	11.3	10.3	10.4
재고자산 회전율 (회)	786.3	911.4	966.5	950.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-9.0	-3.7	0.1	0.3
ROE (%)	-14.6	-5.1	0.8	1.1
ROIC (%)	-2.6	-3.3	1.4	1.9
부채비율 (%)	58.9	55.7	55.8	55.7
유동비율 (%)	43.5	47.4	74.6	80.7
순차입금/자기자본 (%)	35.6	31.7	21.5	19.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	-0.8	0.8	1.1

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-	-
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67
2022.11.14	중립	50,000	8.28	27.20
2022.08.16	중립	70,000	-23.04	-2.86
2022.05.16	매수	95,000	-23.14	-12.11
2022.03.18	매수	140,000	-28.01	-20.00
2022.01.03	분석 대상 제외	-	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.