

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

251270 · 게임

넷마블

추가적인 신작 흥행 절실

(유지)

매수

목표주가

58,000원 ▼

상승여력

22.0%

현재주가(23/8/8)

47,550원

KOSPI	2,573.98	시가총액(십억원)	4,087	발행주식수(백만주)	86	외국인 보유비중(%)	23.3
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

2Q23 Review: 구조조정에 따른 수익성 악화

2분기 매출액 6,033억원(-9% YoY), 영업손실 372억원(적자지속 YoY)으로 매출액은 컨센서스 부합했으나 영업이익이 컨센서스(영업손실 260억원)를 큰 폭으로 하회했다. 2분기 영업이익률이 -6.2%(1분기: -4.7%)로 수익성이 크게 악화되었는데 이는 구조조정에 따른 인건비 증가 영향이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 17% 하향

목표주가를 58,000원(-17%, 타겟 EV/EBITDA 27배)으로 하향 조정한다. 주가의 본격적 반등을 위해서는 1) 신작 흥행 통한 영업이익 흑자 전환 또는 2) 영업외손실 축소 통한 당기순이익 흑자 전환이 필요해 보인다. 전자는 중국 출시를 앞둔 일곱개의대죄(9월 예상), 제2의나라(12월 예상) 흥행이, 후자는 대규모 차입금 상환이 필요한 부분이다. 금번 실적 발표에서 차입금에 대한 상환 의지를 강력하게 드러낸 만큼 1H24까지 유의미한 규모의 차입금 상환이 이어질 것으로 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.9	-21.3	-33.5
상대주가	4.0	-24.0	-35.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,507	2,673	2,499	2,699	2,800
영업이익 (십억원)	151	-109	-70	68	139
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-2.8	2.5	5.0
순이익 (십억원)	240	-819	-99	69	122
EPS (원)	2,795	-9,531	-1,150	798	1,419
ROE (%)	4.3	-14.6	-1.8	1.3	2.2
P/E (배)	44.7	-	-	59.6	33.5
P/B (배)	1.7	0.9	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0

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

2Q23 Review: 구조조정에 따른 수익성 악화

2분기 매출액 6,033억원(-9% YoY), 영업손실 372억원(적자지속 YoY)으로 매출액은 컨센서스 부합했으나 영업이익이 컨센서스(영업손실 260억원)를 큰 폭으로 하회했다. 제2의나라(-20% QoQ), 일곱개의대죄(-14% QoQ), 리니지2레볼루션(-40% QoQ), B&S레볼루션(-25% QoQ)의 매출 감소 있었으나 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 매출이 업데이트 효과로 QoQ 33% 상승하며 이를 상쇄했다.

2분기 영업이익률이 -6.2%(1분기: -4.7%)로 수익성이 크게 악화되었는데 이는 구조조정에 따른 인건비 증가 영향이다. 해외 자회사 인력을 축소함에 따른 퇴직 위로금이 일시적으로 발생하였다. 마케팅비도 신작 출시에 따른 사전 마케팅비 집행으로 QoQ 13% 증가하며 1,130억원을 기록했다.

신의탑이 선방 중이나 추가적인 신작 흥행 절실

신의탑이 일매출 5~6억원 수준(당사 자체 추정)으로 기대 이상의 성과를 기록하고 있는 것으로 추정되나 동사의 분기 300억원 수준의 적자를 메울 수준은 아니다. 3분기에도 80억원 수준의 영업손실을 기록할 것으로 예상된다.

9~12월 출격을 예고하고 있는 신작들 중에서 신의탑 이상의 흥행이 있어야 4분기 흑자 전환 가능할 것으로 판단한다. 9월 세븐나이츠 키우기(글로벌)와 킹아서(글로벌), 11월 모두의마블2(국내), 4분기 나혼자만 레벨업, 아스달 연대기가 출시될 예정이다. 중국으로도 일곱개의대죄(9월), 제2의나라(4분기 말)가 출격을 앞두고 있다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 17% 하향

목표주가 산정 기준을 24년(기존 23년)으로 변경하며 목표주가를 58,000원(-17%, 타겟 EV/EBITDA 27배)으로 하향 조정한다. 기존작 하향 안정화, 연기된 신작 일정을 반영해 23F, 24F EBITDA를 각 53%, 23% 하향한다.

주가의 본격적 반등을 위해서는 1) 신작 흥행 통한 영업이익 흑자 전환 또는 2) 영업외 손실 축소 통한 당기순이익 흑자 전환이 필요해 보인다. 전자는 중국 출시를 앞둔 일곱개의대죄(9월 예상), 제2의나라(12월 예상) 흥행이, 후자는 대규모 차입금 상환이 필요한 부분이다. 금번 실적 발표에서 차입금에 대한 상환 의지를 강력하게 드러낸 만큼 1H24까지 유의미한 규모의 차입금 상환이 이어질 것으로 판단한다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	631	661	694	687	603	603	638	655	2,507	2,673	2,499	2,699
(% YoY)	10.7%	14.5%	14.4%	-8.7%	-4.6%	-8.7%	-8.1%	-4.7%	0.9%	6.6%	-6.5%	8.0%
제2의나라	44	66	56	34	30	24	21	20	258	200	95	79
마블 콘테스트 오브 챔피언스	57	66	76	89	54	72	80	78	313	289	284	297
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	44	46	42	48	42	36	33	32	241	180	144	120
리니지2 레볼루션	25	26	28	34	30	18	17	16	141	114	82	58
블레이드 & 소울 레볼루션	25	20	21	21	24	18	14	14	110	87	70	48
해리포터	19	20	21	21	18	18	21	20	105	80	77	78
쿠키잼	19	20	21	21	18	24	24	23	93	80	89	88
캐시프렌지(Cash Frenzy)	57	53	56	55	54	54	54	53	41	220	216	208
잭팟월드(Jackpot World)	44	53	56	62	60	60	62	64	32	214	247	276
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	44	53	56	55	54	48	47	46	30	208	196	176
기타	253	238	264	247	217	229	266	287	1,144	1,002	999	1,272
EBITDA	46	22	21	36	20	11	39	52	302	123	122	257
마진율	7.2%	3.3%	3.0%	5.2%	3.3%	1.8%	6.2%	7.9%	12.0%	4.6%	4.9%	9.5%
영업비용	643	695	733	711	631	641	647	650	2,356	2,782	2,569	2,632
지급수수료	246	261	279	271	247	240	250	250	1,013	1,056	987	997
인건비	187	190	203	200	188	193	188	189	639	779	758	765
마케팅비	113	144	145	122	100	113	115	117	396	524	445	488
기타	98	100	106	113	96	94	94	94	220	418	460	381
영업이익	-12	-35	-38	-24	-28	-37	-8	4	151	-109	-70	68
(% YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	-44.5%	적전	적지	흑전
영업이익률	-1.9%	-5.2%	-5.5%	-3.5%	-4.7%	-6.2%	-1.3%	0.6%	6.0%	-4.1%	-2.8%	2.5%
지배주주순이익	-43	-118	-245	-413	-38	-27	-25	-9	240	-819	-99	69
순이익률	-6.8%	-17.9%	-35.3%	-60.1%	-6.3%	-4.5%	-3.9%	-1.4%	9.6%	-30.6%	-3.9%	2.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	2,860	3,061	2,499	2,699	-13%	-12%	2,648	3,067	-6%	-12%	
영업이익	23	103	-70	68	-	-34%	-45	129	55%	-47%	
지배주주순이익	69	137	-99	69	-	-50%	-89	60	-	14%	
EBITDA	258	333	122	257	-53%	-23%	-	-	-	-	
영업이익률	0.8%	3.4%	-2.8%	2.5%	-	-	-1.7%	4.2%	-	-	
순이익률	2.4%	4.5%	-3.9%	2.5%	-	-	-3.4%	2.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q22 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	603	696	-13%	613	-2%
영업이익	-37	-10	-	-26	-
지배주주순이익	-27	5	-	-33	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F EBITDA (십억원)	257	
Target EV/EBITDA (배)	27	넷마블 2019년 평균 EV/EBITDA
목표 시가총액 (십억원)	4,990	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	58,000	
현재주가 (원)	47,550	
상승여력	22.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,673	2,499	2,699	2,800
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,499	2,699	2,800
판매비와관리비	2,782	2,569	2,632	2,661
조정영업이익	-109	-70	68	139
영업이익	-109	-70	68	139
비영업손익	-832	-94	24	25
금융손익	-100	-90	-89	-87
관계기업등 투자손익	80	159	190	194
세전계속사업손익	-941	-164	92	164
계속사업법인세비용	-55	-40	23	41
계속사업이익	-886	-124	69	123
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-886	-124	69	123
지배주주	-819	-99	69	122
비지배주주	-67	-25	1	1
총포괄이익	-880	-124	69	123
지배주주	-821	-116	65	115
비지배주주	-59	-8	5	8
EBITDA	124	122	257	337
FCF	-447	7	218	276
EBITDA 마진율 (%)	4.6	4.9	9.5	12.0
영업이익률 (%)	-4.1	-2.8	2.5	5.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-30.6	-4.0	2.6	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	997	977	1,162	1,392
현금 및 현금성자산	503	478	656	881
매출채권 및 기타채권	214	217	221	224
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	277	279	282	284
비유동자산	7,938	7,835	7,734	7,637
관계기업투자등	2,537	2,562	2,588	2,614
유형자산	336	339	325	313
무형자산	3,596	3,466	3,352	3,240
자산총계	8,936	8,812	8,895	9,029
유동부채	2,294	2,296	2,305	2,312
매입채무 및 기타채무	130	131	132	134
단기금융부채	1,783	1,779	1,783	1,785
기타유동부채	381	386	390	393
비유동부채	1,020	1,019	1,024	1,027
장기금융부채	795	795	795	795
기타비유동부채	225	224	229	232
부채총계	3,314	3,314	3,329	3,339
지배주주지분	5,461	5,362	5,431	5,553
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,378	1,279	1,347	1,469
비지배주주지분	161	135	136	137
자본총계	5,622	5,497	5,567	5,690

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-408	67	263	326
당기순이익	-886	-124	69	123
비현금수익비용가감	1,088	208	267	292
유형자산감가상각비	54	57	59	62
무형자산상각비	178	135	130	136
기타	856	16	78	94
영업활동으로인한자산및부채의변동	-73	0	5	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	-2	-2	-2
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	0	0	0
법인세납부	-493	40	-23	-41
투자활동으로 인한 현금흐름	-40	-64	-63	-77
유형자산처분(취득)	-38	-60	-45	-50
무형자산감소(증가)	-82	-5	-15	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	94	1	-3	-2
기타투자활동	-14	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-549	-3	4	2
장단기금융부채의 증가(감소)	-812	-3	4	2
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-52	0	0	0
기타재무활동	314	0	0	0
현금의 증가	-851	-25	178	225
기초현금	1,354	503	478	656
기말현금	503	478	656	881

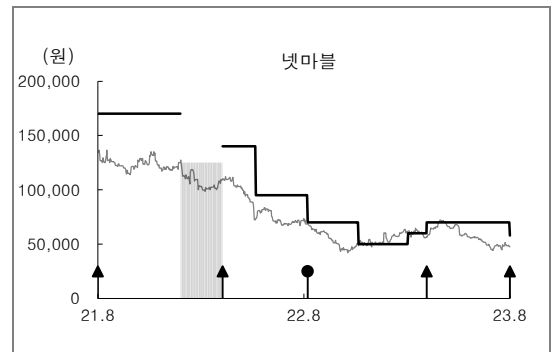
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	59.6	33.5
P/CF (x)	25.8	49.0	12.2	9.8
P/B (x)	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	59.4	50.5	23.4	17.1
EPS (원)	-9,531	-1,150	798	1,419
CFPS (원)	2,343	970	3,911	4,831
BPS (원)	68,250	67,100	67,898	69,317
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	-6.5	8.0	3.7
EBITDA증가율 (%)	-59.0	-1.1	109.9	31.5
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	105.2
EPS증가율 (%)	-	-	-	77.7
매출채권 회전율 (회)	13.7	13.1	14.0	14.4
재고자산 회전율 (회)	786.3	910.9	979.1	960.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-9.0	-1.4	0.8	1.4
ROE (%)	-14.6	-1.8	1.3	2.2
ROIC (%)	-2.6	-1.3	1.4	3.0
부채비율 (%)	58.9	60.3	59.8	58.7
유동비율 (%)	43.5	42.6	50.4	60.2
순차입금/자기자본 (%)	35.6	35.6	32.0	27.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	-0.7	0.7	1.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2023.08.09	매수	58,000	-	-
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		-	-
2021.11.12	1년 경과 이후	170,000	-28.24	-20.59
2020.11.12	매수	170,000	-23.51	-13.24



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.09%	7.88%	2.42%	0.61%

* 2023년 06월 30일 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.