



기업 업데이트

Marketperform(Maintain)

목표주가: 62,000원(하향)

주가(8/22): 65,500원

시가총액: 56,300억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/22)		2,462.50pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	136,500원	65,500원
등락률	-52.0%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-6.3%	-8.9%
6M	-34.8%	-28.4%
1Y	-48.4%	-34.5%

Company Data

발행주식수	85,954천주
일평균 거래량(3M)	197천주
외국인 지분율	23.2%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	68,441원
주요 주주	방준혁 외 13인 24.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,484.8	2,506.9	2,656.6	3,335.7
영업이익	272.0	151.0	-111.1	109.0
EBITDA	383.8	301.6	62.5	291.7
세전이익	474.6	351.2	-226.5	257.4
순이익	338.0	249.2	-173.1	195.1
지배주주지분순이익	313.0	240.2	-162.2	195.1
EPS(원)	3,647	2,795	-1,887	2,270
증감률(% YoY)	100.1	-23.4	적전	흑전
PER(배)	36.1	44.7	-34.7	28.9
PBR(배)	2.09	1.86	0.96	0.90
EV/EBITDA(배)	30.3	42.2	126.8	27.4
영업이익률(%)	10.9	6.0	-4.2	3.3
ROE(%)	6.3	4.3	-2.8	3.2
순차입금비율(%)	1.4	29.4	34.4	33.3

Price Trend



넷마블 (251270)

본질적 개선이 필요



동사 투자의견 Marketperform을 유지하고 목표주가를 10만원에서 6.2만원으로 하향 조정한다. 단기적으로 적자 기조가 지속된다는 점과 향후 동사 이익 회복을 위한 가정을 긍정적으로 투영했으며, 게임 업체에 부여할 수 있는 최상단 PER을 적용했다는 관점에서 매우 우호적인 밸류에이션을 부여했음을 투자자들은 감안할 필요가 있다.

>>> 동사 목표주가 하향 조정

동사 투자의견을 Marketperform으로 유지하고 목표주가를 기존 10만원에서 6.2만원으로 하향 조정한다. 목표주가는 23E 지배주주지분순이익 1,951억원에 목표 PER 30배 및 연간 할인율 10%를 적용한 결과치이다. 단기적으로 적자 기조가 지속된다는 점과 향후 동사 이익 회복을 위한 가정을 긍정적으로 투영했으며, 게임 업체에 부여할 수 있는 최상단 PER을 적용했다는 관점에서 매우 우호적 밸류에이션을 부여했음을 투자자들은 감안할 필요가 있다. 당사는 향후 동사 핵심 신작이 될 것으로 기대하는 일곱개의대죄 오리진 초기 분기 일평균 매출을 3Q23E 기준 30억원으로 상당히 우호적인 추정치로 반영했으며, 출시 시기 역시 현시점에서 지연 변수가 있을 수 있음을 양지해야 한다. 또한 다수 신작 기반 성과 잠재력을 반영해 23E 주력 신작 이외 기타 모바일게임 매출을 전년대비 일평균 매출 기준 5억원 수준으로 추가 반영한 부분 역시 우호적인 전제가 포함되어 있다.

>>> 유저가 원하는 개발 방향 정립 필요

동사는 다작 모바일 게임 출시를 통해 매출 및 실적 성장성을 도모하는 전략을 추구해 왔으나 PLC 관리 및 매출 지속성 문제 등으로 실적 가시성과 성장성에 문제를 겪고 있는 단계이다. 향후 동사가 해당 문제를 해결하고 지속 성장을 도모하기 위해서는 유저가 원하는 개발 방향을 정립하고 이에 적합한 게임성 및 사업적 BM을 조정해야 할 것으로 판단한다. 특히 글로벌 게임사들의 주요 관심사인 트리플 A급 신작 제작을 위한 투자 등을 지속적으로 함으로써 향후 콘솔을 포함한 멀티 플랫폼에서 성과를 창출해야 할 것으로 판단한다.

>>> 업사이드 리스크 판단 및 투자 방향성 점검

동사의 업사이드 리스크는 다작 중심의 신작 출시를 통해 기대 이상의 성과를 기록할 수 있다는 점으로 제시하며, 향후 다수 신작 기반 인게임 영상 공개시 이를 점검하여 신작별 성과 수준을 체크해야 할 것으로 판단한다. 투자자들은 이와 함께 동사 기존 라인업 매출 지속성 여부를 확인해 투자 비중을 조절해야 할 것으로 판단한다.

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	570.4	577.2	607.1	752.3	631.5	660.6	678.9	685.7	2,506.9	2,656.6	3,335.7
모바일 게임	530.5	536.9	558.4	676.2	586.4	614.4	633.0	637.6	2,302.1	2,471.3	3,141.2
온라인 게임	9.3	7.2	6.3	5.5	9.1	8.7	6.7	5.8	28.4	30.3	31.8
기타	30.5	33.1	42.3	70.5	36.0	37.5	39.2	42.3	176.4	155.0	162.7
영업비용	516.2	561.0	580.4	698.3	643.4	695.2	696.8	732.3	2,355.9	2,767.7	3,226.7
영업이익	54.2	16.1	26.7	54.0	-11.9	-34.6	-17.9	-46.6	151.0	-111.1	109.0
영업이익률(%)	9.5%	2.8%	4.4%	7.2%	-1.9%	-5.2%	-2.6%	-6.8%	6.0%	-4.2%	3.3%
영업외손익	40.4	46.4	29.3	84.0	-46.4	-132.4	39.8	23.6	200.2	-115.4	148.4
법인세차감전순이익	94.6	62.5	56.0	138.0	-58.3	-167.1	21.9	-23.0	351.2	-226.5	257.4
법인세차감전순이익률(%)	16.6%	10.8%	9.2%	18.3%	-9.2%	-25.3%	3.2%	-3.4%	14.0%	-8.5%	7.7%
법인세비용	32.7	14.4	20.3	34.6	-6.5	-46.6	5.3	-5.6	102.0	-53.4	62.3
법인세율(%)	34.5%	23.0%	36.2%	25.1%	11.2%	27.9%	24.2%	24.2%	29.0%	23.6%	24.2%
당기순이익	61.9	48.1	35.7	103.4	-51.8	-120.5	16.6	-17.5	249.2	-173.1	195.1
당기순이익률(%)	10.9%	8.3%	5.9%	13.7%	-8.2%	-18.2%	2.4%	-2.5%	9.9%	-6.5%	5.8%
지배주주지분	56.4	45.7	30.1	108.0	-43.0	-118.3	16.6	-17.5	240.2	-162.2	195.1
비지배주주지분	5.5	2.4	5.6	-4.6	-8.7	-2.2	0.0	0.0	8.9	-10.9	0.0

자료: 넷마블, 키움증권

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	3,293.8	3,639.6	3,642.7	2,656.6	3,335.7	3,479.3	-19.3%	-8.4%	-4.5%
영업이익	240.9	275.9	208.0	-111.1	109.0	117.6	적전	-60.5%	-43.5%
영업이익률	7.3%	7.6%	5.7%	-4.2%	3.3%	3.4%	-11.5%	-4.3%	-2.3%
법인세차감전순이익	391.0	465.0	431.5	-226.5	257.4	284.3	적전	-44.6%	-34.1%
당기순이익	283.5	337.1	312.8	-173.1	195.1	215.5	적전	-42.1%	-31.1%
지배주주지분	276.4	328.7	305.0	-162.2	195.1	215.5	적전	-40.6%	-29.3%

자료: 키움증권

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E
매출액	816.2	879.7	856.6	811.1	660.6	678.9	685.7	669.5	-19.1%	-22.8%	-20.0%	-17.5%
영업이익	57.1	79.4	69.5	40.5	-34.6	-17.9	-46.6	-20.7	적전	적전	적전	적전
영업이익률	7.0%	9.0%	8.1%	5.0%	-5.2%	-2.6%	-6.8%	-3.1%	-12.2%	-11.7%	-14.9%	-8.1%
법인세차감전순이익	96.3	117.9	109.3	88.5	-167.1	21.9	-23.0	16.4	적전	-81.4%	적전	-81.5%
당기순이익	69.8	85.5	79.2	64.2	-120.5	16.6	-17.5	12.4	적전	-80.6%	적전	-80.6%
지배주주지분	68.1	83.4	77.2	62.6	-118.3	16.6	-17.5	12.4	적전	-80.1%	적전	-80.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,484.8	2,506.9	2,656.6	3,335.7	3,479.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,484.8	2,506.9	2,656.6	3,335.7	3,479.3
판관비	2,212.7	2,355.9	2,767.7	3,226.7	3,361.7
영업이익	272.0	151.0	-111.1	109.0	117.6
EBITDA	383.8	301.6	62.5	291.7	311.6
영업외손익	202.6	200.2	-115.4	148.4	166.7
이자수익	16.0	7.8	6.2	5.9	5.8
이자비용	23.1	36.2	36.2	36.2	36.2
외환관련이익	41.4	56.4	18.0	18.0	18.0
외환관련손실	28.9	24.6	15.9	15.9	15.9
중속 및 관계기업손익	192.0	209.8	135.8	168.4	186.2
기타	5.2	-13.0	-223.3	8.2	8.8
법인세차감전이익	474.6	351.2	-226.5	257.4	284.3
법인세비용	136.6	102.0	-53.4	62.3	68.8
계속사업손익	338.0	249.2	-173.1	195.1	215.5
당기순이익	338.0	249.2	-173.1	195.1	215.5
지배주주순이익	313.0	240.2	-162.2	195.1	215.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.1	0.9	6.0	25.6	4.3
영업이익 증감율	34.2	-44.5	-173.6	-198.1	7.9
EBITDA 증감율	19.6	-21.4	-79.3	366.7	6.8
지배주주순이익 증감율	100.7	-23.3	-167.5	-220.3	10.5
EPS 증감율	100.1	-23.4	적전	흑전	10.5
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.9	6.0	-4.2	3.3	3.4
EBITDA Margin(%)	15.4	12.0	2.4	8.7	9.0
지배주주순이익률(%)	12.6	9.6	-6.1	5.8	6.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	372.3	137.5	-17.9	202.3	301.8
당기순이익	338.0	249.2	-173.1	195.1	215.5
비현금항목의 가감	84.8	90.2	39.5	131.9	132.0
유형자산감가상각비	39.2	44.0	54.9	59.1	65.8
무형자산감가상각비	72.6	106.6	118.7	123.6	128.2
지분법평가손익	-195.8	-210.5	-135.8	-168.4	-186.2
기타	168.8	150.1	1.7	117.6	124.2
영업활동자산부채증감	-27.1	-115.5	75.7	-48.7	36.8
매출채권및기타채권의감소	-110.0	19.7	-13.9	-63.2	-13.4
재고자산의감소	-0.2	-0.3	-0.2	-1.1	-0.2
매입채무및기타채무의증가	21.2	-98.7	12.0	24.5	12.7
기타	61.9	-36.2	77.8	-8.9	37.7
기타현금흐름	-23.4	-86.4	40.0	-76.0	-82.5
투자활동 현금흐름	-1,529.1	-1,157.5	-583.1	-587.3	-591.6
유형자산의 취득	-210.4	-86.4	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-26.9	-15.1	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-2,876.2	876.5	-169.6	-173.1	-176.8
단기금융자산의감소(증가)	493.1	-12.0	-13.5	-14.2	-14.9
기타	1,091.2	-1,921.0	-100.0	-100.0	-99.9
재무활동 현금흐름	866.7	1,099.1	-93.3	-50.0	-95.1
차입금의 증가(감소)	918.2	1,296.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-157.0	-43.3	0.0	-45.1
기타	-51.5	-39.9	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	-27.3	17.2	353.7	353.5	353.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-317.3	96.2	-340.6	-81.4	-31.5
기초현금 및 현금성자산	1,574.8	1,257.5	1,353.7	1,013.1	931.7
기말현금 및 현금성자산	1,257.5	1,353.7	1,013.1	931.7	900.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,820.7	1,962.6	1,654.7	1,657.1	1,659.6
현금 및 현금성자산	1,257.5	1,353.7	1,013.1	931.7	900.2
단기금융자산	258.3	270.2	283.8	297.9	312.8
매출채권 및 기타채권	210.7	233.3	247.2	310.4	323.7
재고자산	4.6	4.0	4.2	5.3	5.5
기타유동자산	89.6	101.4	106.4	111.8	117.4
비유동자산	6,402.7	8,701.2	9,141.2	9,608.3	10,085.8
투자자산	4,536.2	3,869.5	4,174.9	4,516.4	4,879.4
유형자산	423.1	322.8	367.9	408.8	443.0
무형자산	1,291.8	4,099.0	4,180.2	4,256.6	4,328.5
기타비유동자산	151.6	409.9	418.2	426.5	434.9
자산총계	8,223.4	10,663.8	10,795.9	11,265.4	11,745.4
유동부채	1,633.5	3,056.2	3,099.0	3,155.8	3,202.5
매입채무 및 기타채무	175.5	228.6	240.6	265.0	277.8
단기금융부채	1,233.9	2,211.3	2,211.3	2,211.3	2,211.3
기타유동부채	224.1	616.3	647.1	679.5	713.4
비유동부채	939.3	1,599.9	1,608.8	1,617.9	1,627.2
장기금융부채	361.4	1,178.0	1,178.0	1,178.0	1,178.0
기타비유동부채	577.9	421.9	430.8	439.9	449.2
부채총계	2,572.8	4,656.1	4,707.8	4,773.7	4,829.7
지배지분	5,407.1	5,791.4	5,882.8	6,286.4	6,710.4
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,886.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7
기타자본	-1,008.6	-1,059.0	-1,059.0	-1,059.0	-1,059.0
기타포괄손익누계액	1,294.1	710.5	964.0	1,217.6	1,471.2
이익잉여금	1,226.2	2,234.6	2,072.4	2,222.4	2,392.9
비지배지분	243.5	216.2	205.3	205.3	205.3
자본총계	5,650.6	6,007.7	6,088.1	6,491.7	6,915.7
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,647	2,795	-1,887	2,270	2,507
BPS	62,986	67,379	68,441	73,137	78,070
CFPS	4,928	3,949	-1,555	3,804	4,043
DPS	767	528	0	550	550
주가배수(배)					
PER	36.1	44.7	-34.7	28.9	26.1
PER(최고)	56.1	54.0	-69.4		
PER(최저)	21.9	40.1	-34.4		
PBR	2.09	1.86	0.96	0.90	0.84
PBR(최고)	3.25	2.24	1.91		
PBR(최저)	1.27	1.66	0.95		
PSR	4.54	4.29	2.12	1.69	1.62
PCFR	26.7	31.7	-42.1	17.2	16.2
EV/EBITDA	30.3	42.2	126.8	27.4	25.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	18.6	17.4	0.0	23.1	20.9
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.6	0.4	0.0	0.8	0.8
ROA	4.8	2.6	-1.6	1.8	1.9
ROE	6.3	4.3	-2.8	3.2	3.3
ROIC	32.5	-2.0	-1.9	2.1	2.2
매출채권회전율	13.3	11.3	11.1	12.0	11.0
재고자산회전율	509.8	583.8	650.8	704.1	645.8
부채비율	45.5	77.5	77.3	73.5	69.8
순차입금비율	1.4	29.4	34.4	33.3	31.5
이자보상배율	11.8	4.2	-3.1	3.0	3.2
총차입금	1,595.3	3,389.3	3,389.3	3,389.3	3,389.3
순차입금	79.5	1,765.3	2,092.4	2,159.6	2,176.3
NOPLAT	383.8	301.6	62.5	291.7	311.6
FCF	386.7	-123.8	-129.1	-76.8	26.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 22일 현재 '넷마블(251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

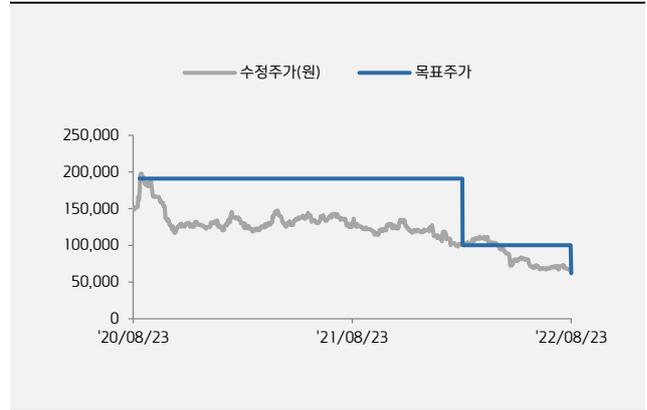
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2020-09-02	Outperform(Upgrade)	191,000원	6개월	-25.18	3.40
	2021-01-13	BUY(Upgrade)	191,000원	6개월	-26.86	3.40
	2021-07-12	BUY(Maintain)	191,000원	6개월	-30.19	-25.13
	2021-09-08	BUY(Maintain)	191,000원	6개월	-34.21	-25.13
담당자 변경	2022-02-23	Marketperform(Reinitiate)	100,000원	6개월	-14.23	12.00
	2022-08-23	Marketperform(Maintain)	62,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/07/01~2022/06/30)

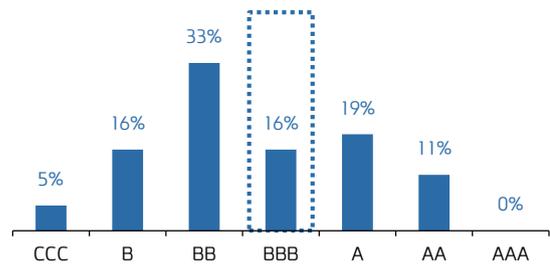
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.7	4.5		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	4.6	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	3.1	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	6.1	6.1	25.0%	
지배구조	4.6	3.9	44.0%	▲0.1
기업 지배구조	6.2	4.8		▲0.2
기업 활동	3.9	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 04월	확률형 게임 아이템 조작 논란에 공정거래위원회 현장 조사

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	● ●	●	●	● ●	● ● ●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	N/A	◀▶
Mango Excellent Media Co Ltd	●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	N/A	◀▶
BILIBILI INC.	●	●	● ● ●	● ●	● ● ●	N/A	▲
CABLE ONE, INC.	● ●	● ● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶
Netmarble Corporation	●	● ●	● ●	● ● ● ●	● ●	BBB	▲

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치