

2023. 2. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **73,000 원**

현재주가 (2.9) **61,800 원**

상승여력 **18.1%**

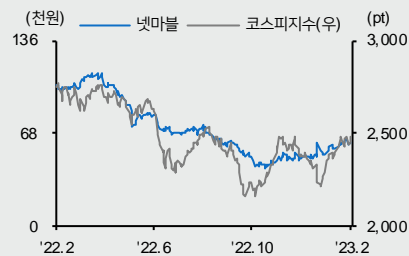
KOSPI	2,481.52pt
시가총액	53,119억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.17%
외국인비중	22.43%
52주 최고/최저가	112,000원/41,950원
평균거래대금	230.0억원

주요주주(%)

방준혁 외 13 인	24.85
CJ ENM	21.78
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.7	-15.9	-40.0
상대주가	9.6	-15.2	-33.1

주가그래프



# 넷마블 251270

## 계획대로 간다

- ✓ 4분기 영업적자는 198억원으로 기대치에 부합
- ✓ 특히 인건비 타이팅 효과 잘 드러난 분기. 2023년 인력 증가는 없을 예정
- ✓ 중국 판호 발급 게임에 대한 업데이트도 진행. 2분기부터 중국 출시 시작
- ✓ 배기 정책 수단으로써 효용성 및 아시아 게임에 근거, 완화된 중국 정책 유지 전망
- ✓ 산업 이벤트에 더해 재무/영업 턴어라운드로 바텀업 측면에도 투자 유효한 업체

### 4Q22 Review: 비용 효율화로 기대치 충족

넷마블의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 6,869억원(-8.7% YoY)과 -198억원(적전 YoY)으로 예상 수준의 적자로 2022년 실적을 마감했다. 4분기 동사의 감가상각액은 596억원으로 EBITDA는 398억원을 기록했다. 분기 이자 비용은 300억원 초반으로 세전손실은 현금 유출보다는 스피넥스 영업권 손상차손으로 추정된다.

지난 3분기 해외 자회사를 시작으로 인력 조정이 진행되고 있다. 이로 인해 인건비는 4분기 임에도 불구하고 2분기 1,900억원 대비 100억 증가에 그친 2천억원을 기록했다. 동사는 2023년 절대 규모 측면에서도 인력 증가는 없을 것이라고 밝혔다. 2분기 모두의 마블을 시작으로 전년과 달리 다량의 신작이 준비되어 있는데 비용 효율화 및 신작 효과로 2분기 이후 턴어라운드가 예상된다. 중국 판호에 대해서는 2/3분기 내 <A3>, <삼타이탄>, <신석기시대>를 출시할 계획이라고 밝혔다. 매출 기대감이 가장 큰 <제2의 나라>는 텐센트 퍼블리싱으로 4분기 출시가 예상된다.

### 바텀업, 탑다운 스토리를 모두 누릴 수 있는 업체

당사는 엔터테인먼트의 배기 정책 수단으로써의 효용성에 주목, 중국의 완화된 규제 정책이 적어도 1년간 이어질 것으로 판단한다. 특히 오는 9월 항저우 아시아 게임에서 e스포츠(게임)가 정식 종목으로 첫 채택된 만큼 글로벌 이목이 집중될 가능성이 높다. 적어도 폐막까지는 완화된 현재 규제 정책이 이어질 것으로 판단한다.

동사는 재무 및 영업 상 턴어라운드에 더해 중국의 새로이 열린 기회를 누릴 수 있는 업체다. 더불어 조만간 출시될 <모두의 마블: 메타월드>를 통해 블록체인 반등으로 인한 투기적 수요의 유입, 그리고 이에 따른 게임 내 매출 상승 효과를 기대할 수 있다. 적정주가 73,000원 및 Buy 투자 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,484.8	272.1	313.0	3,647	98.5	62,986	36.1	2.1	30.3	6.3	45.5
2021	2,506.9	151.0	240.2	2,796	-26.4	67,379	44.7	1.9	42.2	4.3	77.5
2022P	2,673.4	-104.4	-817.0	-9,505	적전	62,527	-6.4	1.0	60.0	-14.6	63.9
2023E	3,168.8	125.7	11.8	137	흑전	62,665	451.1	1.0	21.5	0.2	54.7
2024E	3,394.1	198.8	111.8	1,301	1,244.6	63,966	47.5	1.0	16.8	2.1	50.3

(십억원)	4Q22P	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	<b>686.9</b>	752.3	-8.7	694.4	-1.1	692.2	-0.8	666.0	3.1
영업이익	<b>-19.8</b>	54.0	적전	-38.0	적지	-20.4	N/A	-20.6	N/A
세전이익	<b>-430.8</b>	138.0	적전	-288.7	적지	-43.5	N/A	-32.5	N/A
지배순이익	<b>-410.4</b>	107.9	적전	-245.3	적지	-31.8	N/A	-23.4	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	<b>631.5</b>	<b>660.6</b>	<b>694.5</b>	<b>686.9</b>	<b>615.1</b>	<b>782.4</b>	<b>856.0</b>	<b>915.2</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,673.4</b>	<b>3,168.8</b>	<b>3,394.1</b>
모바일게임	586.4	614.4	650.3	625.5	572.3	738.5	796.1	858.2	2,302.1	2,476.5	2,965.1	3,176.3
기타	45.1	46.2	44.2	61.4	42.9	43.9	60.0	57.0	204.8	196.9	203.7	217.7
<b>% YoY</b>												
매출	10.7	14.5	14.4	-8.7	-2.6	18.4	23.3	33.2	0.9	6.6	18.5	7.1
모바일게임	10.5	14.4	16.5	-7.5	-2.4	20.2	22.4	37.2	0.0	7.6	19.7	7.1
기타	13.3	14.7	-9.3	-19.2	-5.0	-5.0	35.8	-7.3	11.5	-3.8	3.4	6.9
<b>영업비용</b>												
% to sales	101.9	105.2	105.5	102.9	104.9	96.3	95.1	90.7	94.0	103.9	96.0	94.1
% YoY	24.7	23.9	26.2	1.2	0.3	8.4	11.1	17.5	6.5	17.9	9.5	5.0
지급수수료	275.9	291.8	313.7	308.7	264.2	333.0	372.9	394.0	1,122.2	1,190.1	1,364.0	1,470.9
인건비	187.1	190.0	203.2	199.8	196.5	197.5	196.5	215.6	639.9	780.0	805.9	837.5
마케팅비	112.8	144.4	144.9	122.2	119.7	156.7	176.1	144.6	400.0	524.3	597.1	614.5
기타	67.7	69.1	70.8	76.0	65.2	66.5	68.4	76.0	193.7	283.5	276.0	272.4
<b>이익 추정</b>												
영업이익	<b>-11.9</b>	<b>-34.6</b>	<b>-38.0</b>	<b>-19.8</b>	<b>-30.3</b>	<b>28.8</b>	<b>42.2</b>	<b>85.1</b>	<b>151.0</b>	<b>-104.4</b>	<b>125.7</b>	<b>198.8</b>
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-44.5	적전	흑전	58.1
영업이익률(%)	-1.9	-5.2	-5.5	-2.9	-4.9	3.7	4.9	9.3	6.0	-3.9	4.0	5.9
세전이익	-58.3	-167.1	-288.7	-430.8	-37.7	38.1	63.1	7.9	351.2	-944.9	71.3	136.6
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-26.0	적전	흑전	91.5
지배주주순이익	-43.0	-118.3	-245.2	-410.4	-69.4	33.2	41.8	6.2	240.2	-817.0	11.8	111.8
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-23.2	적전	흑전	849.6

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

**표3 지난 12월 중국 판호를 확보한 동사의 게임들**

게임명	플랫폼	출판 단위	운영 단위	퍼블리싱 회사 관련 사항
A3: 스틸얼라이브	모바일	East China Normal University Press	Nextjoy	<도라에몽 스피드>, <내 이름은 MT> 서비스, e스포츠 중계 및 뉴스 플랫폼 'Nextjoy Sports' 운영
삼 타이탄 (Kabam)	모바일	Tianjin Electronic Publishing	Galaxy Matrix	넷마블 스톤에이지 IP 기반 <신석기시대> 개발, <마블 퓨처파이트>, <십이전기> 등 퍼블리싱
제2의 나라: CROSS WORLDS	모바일	iDreamSky	iDreamSky	텐센트 계열사, <꿈의 정원>, <검은사막M> 등 퍼블리싱, 님블뉴런 이터널리턴 IP 기반 <이터널 리턴: 인피니트> 개발

자료: 중국 국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

**표4 넷마블 2022~2023 게임 출시 일정**

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
1Q22	넷마블 프로야구 2022	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q22	제2의 나라: CROSS WORLDS 글로벌	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
2Q22	머지 쿤야 아일랜드	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q22	디즈니 미러 가디언즈	모바일	Kabam(100%)	자회사개발
3Q22	골든브로스	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
3Q22	세븐나이츠 레블루션	PC, 모바일	넷마블넥스(99.93%)	자회사개발
4Q22	킹 오브 파이터즈: 아레나	모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
4Q22	샬롯의 테이블	모바일	엔트리(70%)	자회사개발
1H23	모두의 마블: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
1H23	그랜드크로스W	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
1H23	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2H23	아스달 연대기	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
2H23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
2H23	원탁의 기사	모바일	구로발게임즈(99.36%)	자회사개발
2H23	세븐나이츠 핑거	모바일		
	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

## 넷마블 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,673.4</b>	<b>3,168.8</b>	<b>3,394.1</b>
매출액증가율 (%)	14.0	0.9	6.6	18.5	7.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,484.8	2,506.9	2,673.4	3,168.8	3,394.1
판매관리비	2,212.7	2,355.9	2,777.9	3,043.0	3,195.3
<b>영업이익</b>	<b>272.1</b>	<b>151.0</b>	<b>-104.4</b>	<b>125.7</b>	<b>198.8</b>
영업이익률	10.9	6.0	-3.9	4.0	5.9
금융손익	11.7	28.3	-446.5	-48.2	-64.3
중속/관계기업손익	192.0	209.8	93.6	98.3	103.2
기타영업외손익	-1.1	-38.0	-480.9	-104.6	-101.1
세전계속사업이익	474.6	351.2	-944.9	71.3	136.6
법인세비용	136.6	102.0	-38.6	61.5	4.6
<b>당기순이익</b>	<b>338.1</b>	<b>249.2</b>	<b>-906.4</b>	<b>9.8</b>	<b>132.0</b>
지배주주지분 순이익	313.0	240.2	-817.0	11.8	111.8

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,820.7</b>	<b>1,962.6</b>	<b>1,051.7</b>	<b>966.7</b>	<b>1,310.1</b>
현금및현금성자산	1,257.5	1,353.7	503.1	419.5	705.8
매출채권	181.8	201.6	189.6	244.2	291.4
재고자산	4.6	4.0	0.3	5.1	5.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,402.7</b>	<b>8,701.2</b>	<b>7,965.4</b>	<b>7,557.5</b>	<b>7,172.4</b>
유형자산	423.1	322.8	368.4	364.1	359.7
무형자산	1,291.8	4,099.0	3,601.1	3,336.3	3,071.5
투자자산	4,536.2	3,869.5	3,585.9	3,447.2	3,331.2
<b>자산총계</b>	<b>8,223.4</b>	<b>10,663.8</b>	<b>9,017.1</b>	<b>8,524.2</b>	<b>8,482.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,633.5</b>	<b>3,056.2</b>	<b>2,478.8</b>	<b>2,196.3</b>	<b>1,790.6</b>
매입채무	70.5	57.0	64.6	88.5	101.1
단기차입금	513.2	1,671.0	1,476.0	1,476.0	1,176.0
유동성장기부채	306.5	57.1	447.1	130.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>939.3</b>	<b>1,599.9</b>	<b>1,037.0</b>	<b>816.8</b>	<b>1,048.8</b>
사채	159.5	159.7	-0.3	-0.3	-0.3
장기차입금	161.9	539.3	309.3	179.3	479.3
<b>부채총계</b>	<b>2,572.8</b>	<b>4,656.1</b>	<b>3,515.8</b>	<b>3,013.1</b>	<b>2,839.4</b>
<b>자본금</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>
자본잉여금	3,886.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7
기타포괄이익누계액	1,294.1	710.5	1,110.5	1,110.5	1,110.5
이익잉여금	1,226.2	2,234.6	1,417.7	1,429.4	1,541.3
비지배주주지분	243.5	216.2	126.9	124.9	145.0
<b>자본총계</b>	<b>5,650.6</b>	<b>6,007.7</b>	<b>5,501.3</b>	<b>5,511.1</b>	<b>5,643.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>372.3</b>	<b>137.5</b>	<b>-665.0</b>	<b>166.6</b>	<b>153.0</b>
당기순이익(손실)	338.1	249.2	-906.4	9.8	132.0
유형자산상각비	39.2	44.0	54.4	54.4	54.4
무형자산상각비	72.6	106.6	177.9	164.8	164.8
운전자본의 증감	-27.1	-115.5	-771.9	-49.9	-94.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,529.1</b>	<b>-1,157.5</b>	<b>152.6</b>	<b>217.0</b>	<b>283.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-210.5	-86.4	-100.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-2,876.2	876.5	377.2	237.1	219.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>866.7</b>	<b>1,099.1</b>	<b>-338.3</b>	<b>-467.1</b>	<b>-150.0</b>
차입금의 증감	988.6	1,794.0	-295.0	-467.1	-150.0
자본의 증가	6.2	10.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-317.3	96.2	-850.7	-83.6	286.3
기초현금	1,574.8	1,257.5	1,353.7	503.1	419.5
기말현금	1,257.5	1,353.7	503.1	419.5	705.8

### Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,959	29,171	31,103	36,866	39,487
EPS(지배주주)	3,647	2,796	-9,505	137	1,301
CFPS	4,928	3,949	1,803	4,331	3,887
EBITDAPS	4,473	3,509	1,487	4,012	4,862
BPS	62,986	67,379	62,527	62,665	63,966
DPS	767	528	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.1	44.7	-6.4	451.1	47.5
PCR	26.7	31.7	33.5	14.3	15.9
PSR	4.5	4.3	1.9	1.7	1.6
PBR	2.1	1.9	1.0	1.0	1.0
EBITDA	383.8	301.6	127.8	344.9	417.9
EV/EBITDA	30.3	42.2	60.0	21.5	16.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.3	4.3	-14.6	0.2	2.1
EBITDA 이익률	15.4	12.0	4.8	10.9	12.3
부채비율	45.5	77.5	63.9	54.7	50.3
금융비용부담률	0.9	1.4	4.1	3.6	3.0
이자보상배율(x)	11.8	4.2	-1.0	1.1	1.9
매출채권회전율(x)	15.1	13.1	13.7	14.6	12.7
재고자산회전율(x)	509.8	583.8	1,255.0	1,168.9	630.7

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

