

# 넷마블 (251270)

## 게임



### 이창영

02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>82,000원 (I)</b>
현재주가 (3/15)	<b>56,300원</b>
상승여력	<b>46%</b>

시가총액	48,392억원
총발행주식수	85,953,502주
60일 평균 거래대금	228억원
60일 평균 거래량	390,700주
52주 고	112,000원
52주 저	41,950원
외인지분율	22.38%
주요주주	방준혁 외 13인 24.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.5)	11.9	(48.6)
상대	1.5	11.0	(43.4)
절대(달려환산)	(2.2)	11.9	(51.0)

## 중국판호 + 턴어라운드 + Rock Bottom

### 투자 의견 BUY, 목표주가 82,000원으로 분석 재개

동사는 국내 상장 게임사 중 가장 높은 수익 창출력을 보유. 하지만, (1) 기 진행한 M&A의 낮은 시너지, 이로 발생한 (2) 약 2.7 조원의 순차입금 및 이자, (3) 영업권 상각에 따른 영업손실로 PSR 1.6배 기록 (엔씨소프트 3.6배, 크래프톤 4.5배). 그러나, 지난해 판호 획득한 4종의 게임이 올해 하반기부터 중국에서 서비스될 예정이며, 올해 이미 흥행이 검증되었거나, 충성도 높은 유명 IP기반의 총 9종의 자체개발 신규 게임이 출시될 예정, 하반기 턴어라운드 가능성이 높은 상황. 목표주가 82,000원은 하반기부터 중국 출시 게임이 본격화될 것을 반영했으며, 24년 동사 추정 EBITDA에 국내외 게임회사 23년 평균 EV/EBITDA를 10% 할인한 11.3배를 적용한 값과, 동사의 높은 수익 창출력(해외매출 85%)을 밸류에이션에 반영, 국내외 게임회사 23년 평균 PSR 2.7배를 동사 23년 예상 매출액에 적용한 값의 평균값으로 산출

### 중국 STORY

2022년 중국 게임시장 매출은 10년 만에 처음 마이너스 성장(-10%) 기록. 시진핑 집권 3기 내수 진작, 고용 창출을 위해 게임 산업을 육성하고, 빅테크 기업 지원책이 활발하게 펼쳐질 전망. 특히, 2023년 9월 항저우 아시안게임에서 처음으로 e스포츠가 정식종목으로 채택되어, 이제까지의 게임규제 일변도에서 게임 육성/지원정책으로 바뀔 것으로 예상

### 신작 Line-Up

**23년 상반기:** '모두의마블2'-전세계 2억명 유저의 IP, 누적 매출 8,000억원, 메타버스 게임. '신의탑'-누적조회수 45억회 웹툰 IP. **23년 하반기:** '나혼자만레벨업'-전세계 누적 조회수 142억회 웹툰 IP. **중국 서비스 게임:** 'A3'-누적 매출 1,500억원 배틀로얄 MMORPG, '샵타이탄'-중국 사전테스트 호평. '제2의나라'-한국, 대만, 일본, 홍콩, 마카오 1위 기록 IP, 누적 매출 3,900억원, 텐센트 현지화 및 퍼블리싱, 가장 큰 기대작. '신석기시대'-중국 개발사 및 퍼블리셔가 개발/서비스. 23년 신작게임 출시수는 게임사 중 가장 많음

### Turn Around

23년 주총에서 CFO를 (각자)대표이사로 신규 선임(예정), 비용 효율화에 박차. 전체 비용 중 28%의 인건비 상승률이 47%(3Q22누적)에서, 4분기 9%로 급격히 둔화. 23년 신작 9종 모두 자체개발 게임이기에 매출액 대비 지급수수료의 비중도 지속 하락 전망. 비용효율화의 지속과 신작 9종, 중국에서 서비스되는 4종의 게임 매출이 더해지는 하반기에는 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 전망

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,419	1.6	-6.6	6,541	-1.9
영업이익	-140	적지	적지	-162	13.7
세전계속사업이익	214	흑전	흑전	-339	163.2
지배순이익	160	흑전	흑전	-295	154.1
영업이익률 (%)	-2.2	적지	적지	-2.5	+0.3%pt
지배순이익률 (%)	2.5	흑전	흑전	-4.5	+7.0%pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	25,069	26,734	29,954	32,118
영업이익	1,510	-1,044	260	1,946
지배순이익	2,402	-8,170	583	1,863
PER	46.3	-6.4	83.0	26.0
PBR	1.8	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	41.8	55.7	23.1	12.6
ROE	4.3	-14.6	1.2	4.0

자료: 유안타증권

## 목표주가 82,000원 투자의견 BUY로 분석 재개

동사는 22년 기준 연간 2조 7천억원의 매출액을 발생시키는, 국내 상장 게임사 중 가장 높은 수익 창출력을 보유하고 있다. 하지만, (1) 지난 몇 년 동안 진행한 M&A의 낮은 시너지와, 이로 인해 발생한 (2) 2.7조원의 순차입금(22년 3분기 별도 기준) 및 이자, (3) 영업권 상각에 따른 영업손실로, 동사는 현재 경쟁 게임사 대비 상대적으로 낮은 매출액 대비 1.6배의 (엔씨소프트 3.6배, 크래프톤 4.5배) 기업가치를 유지하고 있다.

그러나, 동사 게임 4종(A3, 샵타이탄, 제2의나라, 신석기시대)이 22년 12월 중국 판호 획득, 23년 하반기부터 본격적으로 서비스될 예정이고, 이중 ‘제2의나라’는 텐센트가 현지화 개발/퍼블리싱할 예정이며, 이외에도 23년 상반기 ‘모두의마블2’, ‘신의탑’, 하반기 ‘아스달연대기’, ‘나 혼자만 레벨업’ 등 이미 흥행 검증되었거나, 충성도 높은 유명 IP 기반의 게임 등 총 9종의 신규 게임이 출시될 예정이기에, 하반기 턴어라운드 가능성이 높은 상황이다.

당사 리서치센터는 이러한 동사 하반기 중국 모멘텀과 신작 출시로 인한 흑자전환 가능성을 실적 추정에 반영하여, 목표주가 82,000원, 투자의견 BUY로 분석을 재개한다. 목표주가 82,000원은 현재 적자 상황과 하반기부터 중국 출시 게임이 본격화될 것을 반영하여, ① 24년 동사 추정 EBITDA에 국내외 게임회사 23년 평균 EV/EBITDA를 10% 할인한 11.3배를 적용한 값과, 동사의 높은 수익 창출력(해외매출 85%)을 밸류에이션에 반영, ② 국내외 게임회사 23년 평균 PSR 2.7배를 동사 23년 예상 매출액에 적용한 값의 평균값으로 산출하였다.

동사 매출액 중 약 27%(4Q22기준)가 소셜카지노 자회사 스피엑스의 매출인 관계로 업종 평균 멀티플 산정 시 유사 기업 15개 중 소셜카지노 기업 3개를 포함하여 산정하였다. 또한, 평균 멀티플 산정 시 Outlier는 배제하였다.

넷마블 목표주가 산정내역		(단위: 억원, 원)	
EV/EBITDA 방식 (A)		PSR 방식 (B)	
기업가치 (= a + b)	60,781	기업가치 (= c x d)	80,037
(a) 영업가치	54,579	(c) 국내외 게임사 평균 PSR	2.7
2023년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA x (1-10%)	11.3	(d) 넷마블 2023년 매출액(예상)	29,954
넷마블 2024년 EBITDA (예상)	4,812	발행주식수	85,953,502
(b) 자산가치	6,203	목표주가 (B)	93,117
순차입금	27,000		
하이브(18.2%) 지분가치	13,826		
엔씨소프트(8.9%) 지분가치	7,737		
코웨이(25.1%) 지분가치	9,329		
자기주식	2,311		
발행주식수	85,953,502		
목표주가 (A)	70,714		

자료: 유안타증권 리서치센터

EV/EBITDA 방식의 목표주가 70,714원(A)와 PSR방식의 목표주가 93,117원(B)의 평균인 82,000원을 넷마블 12개월 목표주가로 제시하고 투자의견 BUY로 분석을 재개한다.

넷마블 국내외 PEER 기업 밸류에이션 비교 (단위: 배)

번호	기업명	EV/EBITDA		P/B	P/S	
		2022	2023E	2023E	2022	2023E
1	텐센트홀딩스	19.5	16.5	3.0	5.5	4.9
2	액티비전	18.2	15.7	2.9	7.7	6.6
3	넷이즈	12.7	11.7	5.0	4.0	3.7
4	일렉트로닉 아츠	10.6	12.8	4.1	4.1	4.3
5	넥슨	19.4	15.3	2.8	7.8	6.6
6	크래프톤	6.5	7.2	1.4	4.4	4.5
7	엔씨소프트	10.4	10.9	2.4	3.5	3.6
8	스퀘어엔릭스	9.5	10.8	2.4	2.2	2.2
9	플레이티카*	5.7	6.0	N/A	1.4	1.4
10	카카오게임즈	16.8	13.1	1.8	3.2	2.6
11	펄어비스	55.1	26.6	3.0	7.1	5.8
12	SCIPLAY	9.4	8.8	2.9	3.1	2.9
13	컴투스	29.3	17.9	0.7	1.2	1.1
14	더블유게임즈*	3.4	3.2	0.9	1.3	1.2
15	컴투스 홀딩스	529.2	39.3	1.0	2.8	1.9
	평균	16.2	12.6	2.4	2.8	2.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 음영된 부분은 Outlier 로 평균산정에서 배제함, \*표시는 소셜카지노 기업

넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,315	6,606	6,944	6,869	6,419	7,066	7,625	8,844	24,848	25,069	26,734	29,954	32,118
YoY	11%	14%	14%	-9%	2%	7%	10%	29%	14%	1%	7%	12%	7%
세븐나이츠 (세븐나이츠2)	253	-	208	-	-	-	-	208	802	1,292	461	208	1,292
잭팟월드	442	528	556	618	587	603	595	658	-	451	2,144	2,443	2,293
캐시프렌지	568	528	556	550	561	555	558	612	-	602	2,202	2,286	2,244
랏차슬롯	442	528	556	550	553	551	552	607	-	451	2,076	2,262	2,169
제2의나라	442	661	556	343	449	396	423	615	-	1,891	2,002	1,884	2,525
모두의마블1, 2	-	-	-	-	-	270	270	270	107	693	-	810	1,286
쿠키잼	189	198	208	206	207	186	177	200	1,047	928	802	770	707
마블콘테스트오브챔피언	568	661	764	893	663	622	578	720	3,537	3,127	2,886	2,584	2,188
마블퓨처파이트		198	139	206	86	146	116	171	883	344	543	519	425
리니지2레볼루션	253	264	278	275	221	223	222	245	2,212	1,407	1,069	911	792
해리포터	189	198	208	206	166	167	167	184	1,121	1,042	802	683	594
블소레볼	253	198	208	206	207	165	186	193	1,869	1,099	865	752	647
일곱개의대죄	442	462	417	481	449	372	410	430	4,133	2,407	1,802	1,661	1,385
A3	-	-	-	-	-	-	270	360	1,076	458	-	630	1,076
신작	-	-	-	-	-	540	810	1,080	-	-	-	2,430	3,645
기타	2,273	2,180	2,292	2,335	2,270	2,269	2,292	2,292	8,062	8,407	9,080	9,123	8,849
영업비용	6,434	6,953	7,324	7,067	6,559	7,136	7,511	8,488	22,128	23,559	27,778	29,694	30,509
인건비	1,869	1,897	2,030	1,998	1,990	1,964	1,987	2,206	5,313	6,388	7,794	8,147	8,227
마케팅비	1,128	1,444	1,449	1,222	1,001	1,238	1,369	1,593	3,924	4,000	5,243	5,202	5,199
지급수수료	2,455	2,608	2,785	2,714	2,548	2,790	2,997	3,482	10,251	10,151	10,562	11,818	12,553
기타(상각비 포함)	982	1,004	1,060	1,133	1,019	1,144	1,158	1,207	2,640	3,020	4,179	4,528	4,530
영업이익	-119	-347	-380	-198	-140	-70	115	356	2,720	1,510	-1,044	260	1,946
영업이익률	-1.9%	-5.3%	-5.5%	-2.9%	-2.2%	-1.0%	1.5%	4.0%	10.9%	6.0%	-3.9%	0.9%	6.1%
YoY	-122%	-314%	-243%	-137%	18%	-80%	-130%	-280%	33%	-169%	-45%	-125%	648%
유무형자산 감가상각비	576	562	588	596	598	621	638	760	1,118	1,506	2,322	2,618	2,866
EBITDA	457	215	208	398	458	551	753	1,116	3,838	3,016	1,278	2,878	4,812

자료: 유안타증권 리서치센터

## 중국 STORY

2022년 중국 게임시장 매출은 10년 만에 처음으로 마이너스 성장(-10%)을 기록하였다. 청소년 보호를 위한 게임 사용시간 규제, 코로나로 인한 개발 지연, 국내 산업 보호를 위한 외자판호 발급 급감 등이 이유인 것으로 분석된다.

그러나, 시진핑 집권 3기로 접어들며 게임 산업을 정부 차원에서 육성하고, 빅테크 기업 진흥 정책이 활발하게 펼쳐질 것으로 전망된다. 특히, 2023년 9월 개최 예정인 항저우 아시안게임에서 처음으로 e스포츠가 정식 종목으로 채택되어, 이제까지의 게임규제 일변도에서 육성/지원정책으로 바뀔 것으로 예상된다.

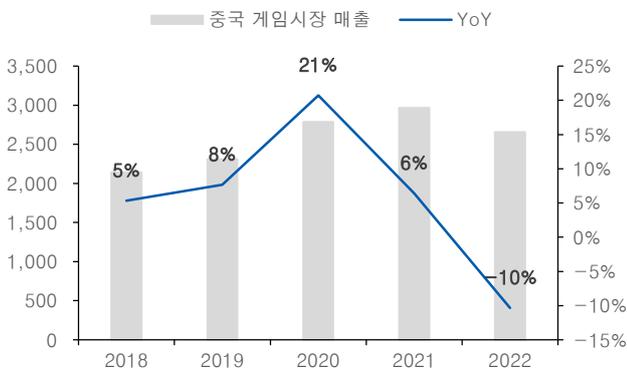
규제의 가장 큰 원인이었던 청소년의 게임 중독 문제가 어느정도 해결되었다고 보고 있는데다가, 시진핑 3기 내수 진작 및 성장을 위한 신산업 육성의 한 맥락으로 게임산업 규제를 완화할 것으로 예상된다.

중국 공산당 기관지 인민일보에 비디오게임을 국가 산업 구성과 기술 혁신에 큰 의미가 있는 산업으로 표현하면서, 당국의 게임 산업에 대한 규제 완화가 관측되기 시작했다고 논평한 바 있다.

중국 빅테크 기업에 대한 규제도 완화되고 있다. 빅데이터 유출을 이유로 지난 18개월 동안 ‘디디추싱’의 신규 사용자 등록을 금지하였으나, 최근(1월) 등록을 재개하며, 경제성장 촉진에 빅테크 기업의 기여를 추진하고 있다.

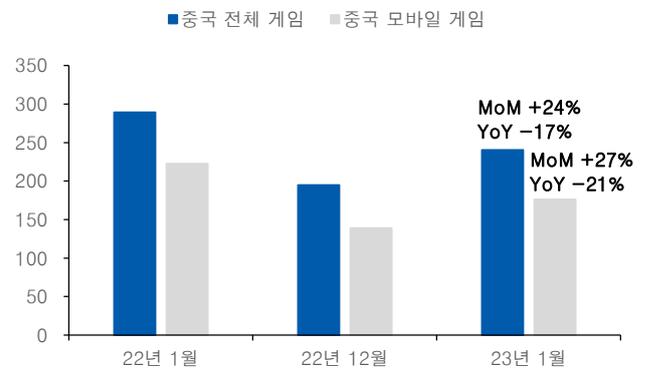
2022년 12월 28일 한국게임 6종을 포함한 외산게임 44종에 대해 판호 발급을 본격화한 것도 이러한 중국 게임산업 육성을 위한 규제 완화의 한 맥락이라는 판단이다.

2018~2022년 중국 게임시장 매출액 & YoY (단위: 억 위안)



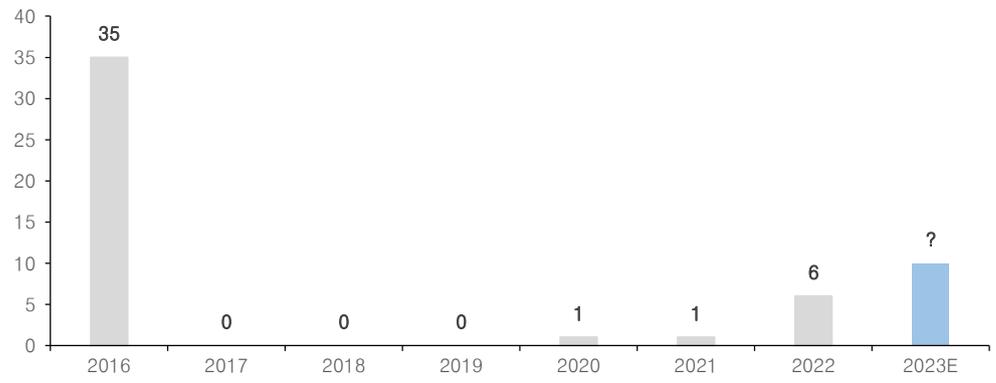
자료: 중국영상디지털출판협회, 중국게임산업연구원, 한국콘텐츠진흥원 제인용

2023년 1월 중국 전체 게임, 모바일 게임시장 매출 YoY & MoM (단위: 억 위안)



자료: Gammadata, 유안타증권 리서치센터

국내 게임 연도별 중국 판호 발급수 (2016 ~ 2023E)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

## 신작 Line-Up

넷마블 신작 라인업

출시 일정	게임명	장르	플랫폼	개발사(지분율)	출시지역
1H23	모두의마블2: 메타월드	캐주얼	PC/모바일	넷마블엔투(86.78%)	글로벌
	그랜드크로스 W	전략	PC/모바일	넷마블에프앤씨(82.12%)	글로벌
	신의 탑: 새로운 세계	수집형 RPG	모바일	넷마블엔투(86.78%)	글로벌
2H23	아스달 연대기	MMORPG	PC/모바일	넷마블에프앤씨(82.12%)	글로벌
	나 혼자만 레벨업:ARISE	액션 RPG	PC/모바일	넷마블네오(78.5%)	글로벌
	원탁의 기사	전략 MMORPG	모바일	Kabam(100%)	글로벌
	세븐나이츠 핑거 (가제)	방치형 RPG	모바일	넷마블넥서스(99.93%)	글로벌
2023	파라곤: 디 오버프라임	TPS MOBA	PC/콘솔	넷마블에프앤씨(82.12%)	글로벌
	하이프스쿼드	액션 배틀	PC	넷마블엔투(86.78%)	글로벌
	A3: Still Alive	배틀로얄 MMORPG	모바일	넷마블엔투(86.78%)	중국
	샷타이탄	시뮬레이션 RPG	PC	Kabam(100%)	중국
	제2의나라 : 크로스월드	RPG	모바일	넷마블네오(78.5%) 텐센트 현지화&퍼블리싱	중국
	신석기시대	미공개	미공개	중국 개발사&퍼블리싱	중국

자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블은 2023년 신작 9종과 기존 게임 4종의 중국 출시를 진행 중이다. 대부분의 게임들이 기존에 흥행했던 IP(‘모두의마블’ - 전세계 2억명의 IP, 누적 매출액 약 8,000억원, 메타버스 게임), 웹툰 등에서 메가 히트를 기록한 유명 IP(‘신의탑’ - 누적 조회수 45억회, 2020 대한민국 콘텐츠 대상 대통령상 수상, ‘나 혼자만 레벨업’ - 전 세계 누적 조회수 142억 회, 일본에서 애니메이션으로 제작)를 기반으로 게임 개발 중, 신규 유저를 끌어오는데 상대적으로 유리하고, 검증된 스토리를 배경으로 제작되는 콘텐츠이기에 흥행 가능성이 높다는 의견이다.

이하에서는 현재 시장 기대가 높은, 하반기 중국에서 서비스될 4종의 게임을 상술해 보기로 하겠다.

### 1. A3 : Still Alive

- 87% 자회사 넷마블엔투 개발, 배틀로얄 MMORPG 모바일 게임
- 2020년 3월 출시 후 누적 약 1,500억 원의 매출 기록
- 중국 현지 업체 ‘명일세계’ 를 통해 23년 2~3분기 출시 예정

### 2. 샷타이탄

- 100% 미국 자회사 Kabam Games 개발, 시뮬레이션 RPG, PC 게임, 2020년 5월 출시
- 판호 발급 전 중국에서 테스트한 결과 좋은 반응, 특별한 현지화없이 출시 예정. 중국 현지 기업 ‘갤럭시 매트릭스’ 가 23년 2~3분기 퍼블리싱 예정

3. 제2의 나라: 크로스월드

- 78.5% 자회사 넷마블네오 개발, 모바일 RPG 게임, 2021년 6월 출시. 출시 직후 한국, 일본, 대만, 홍콩, 마카오 5개 지역에서 인기 1위, 매출 Top 4에 진입. 22년 4분기 누적 약 3,900억원의 매출을 기록 중이다 (4Q22 약 340억원)
- ‘제2의나라’ 는 일본 게임 개발사 레벨파이브( ‘요괴워치’ , ‘레이튼 교수’ 등 개발) 와 스튜디오지브리( ‘이웃집 토토로’ , ‘하울의 움직이는 성’ , ‘바람계곡의 나우시카’ 등의 애니메이션 제작)가 합작, ‘니노쿠니 시리즈’ 를 원작으로 한 판타지 RPG 게임
- 23년 4분기 텐센트가 새로이 중국 현지화 개발하여 출시 예정. 넷마블은 ‘제2의나라’ 게임 판권에 대한 IP 수수료를 일본 ‘지브리’ 등과 배분
- 대만, 홍콩, 마카오 등에서 크게 흥행했던 IP이며 텐센트 개발/퍼블리싱 예정, 중국 출시 4종 중 가장 기대가 큼

4. 스톤에이지(신석기시대)

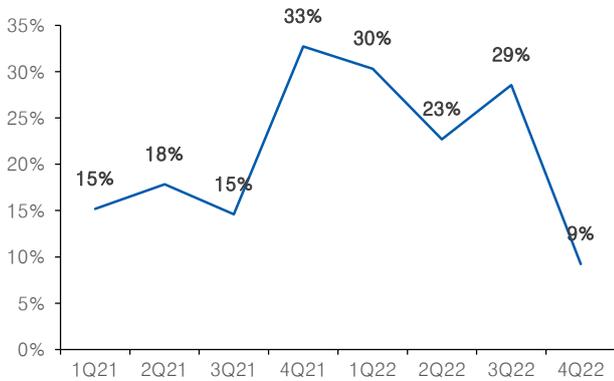
- ‘스톤에이지’ 는 일본 ‘Japan System Supply’ 가 최초 개발한 턴제 2D PC RPG 게임. 2003년 넷마블이 국내 서비스. 2011년 IP를 획득(구매)함
- 넷마블이 보유한 ‘스톤에이지’ IP를 기반으로 중국 개발사(진바오 전자음향출판회사)가 새로이 게임을 개발하고, 현지 배급사 지라프 게임 컴퍼니(Giraffe Game Company)가 23년 2~3분기 서비스 예정. 중국 현지 개발사 개발 게임으로 중국 내자 판호 획득

## Turn Around

4분기 연속 영업적자를 기록하고 있는 동사는 23년 주총에서 CFO출신을 (각자)대표이사로 신규 선임(예정)하면서 비용효율화에 박차를 가하고 있다.

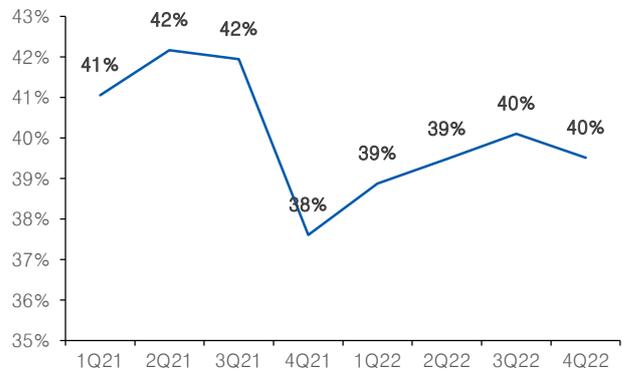
아래의 차트에 따르면 전체 비용 중 28%를 차지하는 인건비 상승률이 22년 4분기부터 급격히 둔화되고 있다. 또한, 플랫폼 수수료 외에 퍼블리싱 게임에 대한 개발사 지급수수료가 포함되어 있는 지급수수료도, 23년 신작 9종 모두 자체개발 게임이기에 매출액 대비 지급수수료의 비중은 지속적으로 하락할 것으로 전망된다.

1Q21~4Q22 넷마블 인건비 YoY 증가율



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

1Q21~4Q22 넷마블 매출액 대비 지급수수료 비율

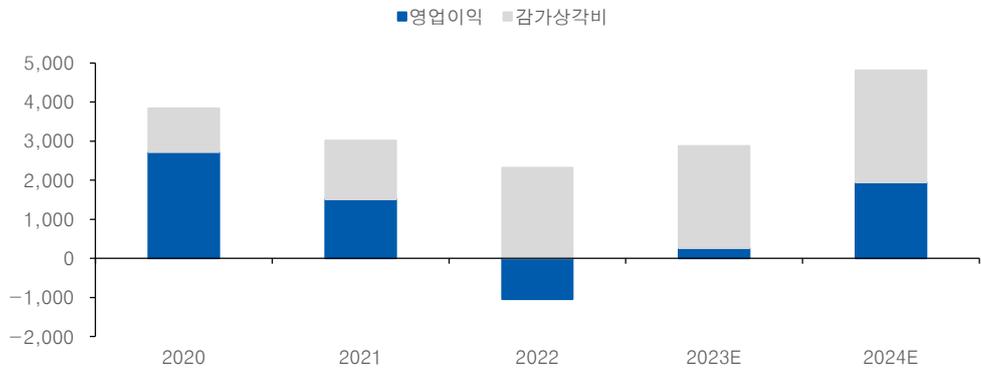


자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

이러한 비용효율화의 지속과 신작 9종, 중국에서 서비스되는 4종 게임의 매출이 더해지는 하반기에는 실적 턴어라운드 가능성이 있을 것으로 전망된다. 현재 동사 영업적자 이유 중 하나는, 21년 인수한 ‘스핀엑스’의 매년 약 1,000억원에 달하는 영업권 상각 때문인데, 현금 유출이 되지 않는 회계적 비용이기에 미래 현금흐름의 현재가치(기업가치) 측면에서는 의미가 없긴 하지만, 하반기 회계적인 측면에서도 흑자전환이 된다면 동사 기업가치는 증가할 수 있을 것으로 판단한다.

넷마블 EBITDA 전망(2020 ~ 2024E)

(단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	
매출액	25,069	26,734	29,954	32,118	34,613	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	25,069	26,734	29,954	32,118	34,613	
판매비	23,559	27,779	29,694	30,172	30,484	
영업이익	1,510	-1,044	260	1,946	4,128	
EBITDA	3,016	1,278	2,878	4,812	7,167	
영업외손익	2,002	-8,405	602	810	1,398	
외환관련손익	318	-4,111	90	339	593	
이자손익	-284	-852	-575	-329	-70	
관계기업관련손익	2,098	1,187	1,068	774	822	
기타	-130	-4,629	19	25	53	
법인세비용차감전순손익	3,512	-9,449	862	2,756	5,526	
법인세비용	1,020	-386	216	689	1,382	
계속사업순손익	2,492	-9,064	647	2,067	4,145	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,492	-9,064	647	2,067	4,145	
지배지분순이익	2,402	-8,170	583	1,863	3,736	
포괄순이익	5,027	-4,112	2,118	3,619	5,786	
지배지분포괄이익	4,876	-3,740	1,927	3,293	5,264	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	1,375	-4,878	4,278	5,942	8,014	
당기순이익	2,492	-9,064	647	2,067	4,145	
감가상각비	440	575	633	696	766	
외환손익	-297	4,386	-90	-339	-593	
중속, 관계기업관련손익	-2,098	-1,187	-1,068	-774	-822	
자산부채의 증감	-1,155	1,713	1,531	1,367	1,352	
기타현금흐름	1,994	-1,301	2,625	2,926	3,166	
투자활동 현금흐름	-11,575	1,044	-2,722	-3,417	-4,505	
투자자산	12,036	868	219	-226	-1,064	
유형자산 증가 (CAPEX)	-864	-278	-878	-1,128	-1,378	
유형자산 감소	5	2	2	2	2	
기타현금흐름	-22,752	451	-2,065	-2,065	-2,065	
재무활동 현금흐름	10,991	-11,530	-4,838	-5,718	-6,246	
단기차입금	8,806	-9,284	-1,453	-1,453	-1,453	
사채 및 장기차입금	4,154	-454	-1,300	-1,300	-1,300	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-1,570	-1,467	-1,760	-2,640	-3,168	
기타현금흐름	-399	-325	-325	-325	-325	
연결범위변동 등 기타	172	4,807	1,601	5,875	6,975	
현금의 증감	962	-10,557	-1,682	2,681	4,238	
기초 현금	12,575	13,537	2,981	1,299	3,979	
기말 현금	13,537	2,981	1,299	3,979	8,217	
NOPLAT	1,510	-1,044	260	1,946	4,128	
FCF	511	-5,156	3,400	4,813	6,636	

자료: 유안타증권

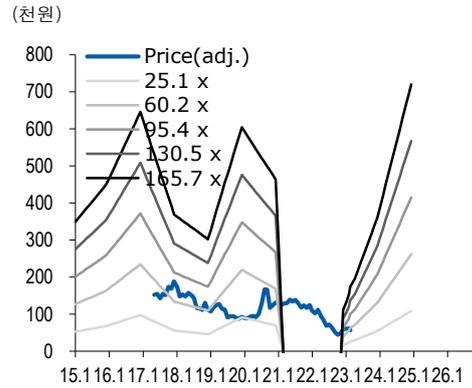
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	
유동자산	19,626	7,001	5,102	7,745	11,973	
현금및현금성자산	13,537	2,981	1,299	3,979	8,217	
매출채권 및 기타채권	2,333	1,596	1,502	1,576	1,667	
재고자산	40	33	37	40	43	
비유동자산	87,012	82,805	76,192	73,233	71,373	
유형자산	3,228	3,181	3,423	3,853	4,463	
관계기업등 지분관련자산	24,772	25,938	26,787	27,787	29,673	
기타투자자산	13,923	7,026	4,153	4,765	5,497	
자산총계	106,638	89,807	81,294	80,978	83,345	
유동부채	30,562	23,067	22,180	21,645	21,279	
매입채무 및 기타채무	2,286	1,892	2,176	2,502	2,877	
단기차입금	16,710	11,077	9,624	8,171	6,718	
유동성장기부채	571	2,723	2,423	2,123	1,823	
비유동부채	15,999	10,520	10,569	9,737	8,529	
장기차입금	5,393	2,916	2,416	1,916	1,416	
사채	1,597	1,598	1,098	598	98	
부채총계	46,561	33,586	32,749	31,382	29,808	
지배지분	57,914	54,334	46,470	47,313	51,026	
자본금	86	86	86	86	86	
자본잉여금	38,967	38,968	38,968	38,968	38,968	
이익잉여금	22,346	13,714	13,864	15,294	18,598	
비지배지분	2,162	1,886	2,075	2,283	2,511	
자본총계	60,072	56,220	48,546	49,596	53,537	
순차입금	12,821	17,351	15,980	10,046	2,055	
총차입금	29,060	21,446	18,393	15,140	11,387	

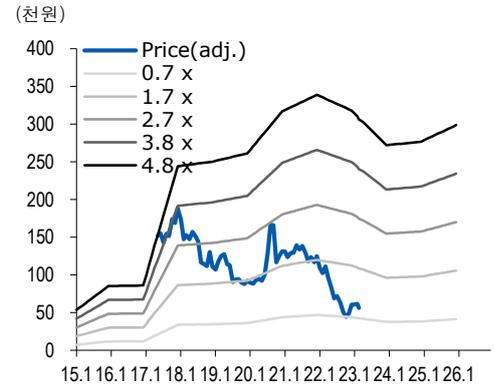
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	
EPS	2,795	-9,505	678	2,167	4,347	
BPS	70,683	66,314	56,717	57,745	62,277	
EBITDAPS	3,509	1,487	3,349	5,599	8,339	
SPS	29,171	31,103	34,850	37,366	40,269	
DPS	528	528	528	528	528	
PER	46.3	-6.4	83.0	26.0	13.0	
PBR	1.8	0.9	1.0	1.0	0.9	
EV/EBITDA	41.8	55.7	23.1	12.6	7.4	
PSR	4.4	1.9	1.6	1.5	1.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	0.9	6.6	12.0	7.2	7.8	
영업이익 증가율 (%)	-44.5	적전	흑전	648.0	112.1	
지배순이익 증가율 (%)	-23.2	적전	흑전	219.7	100.5	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	6.0	-3.9	0.9	6.1	11.9	
지배순이익률 (%)	9.6	-30.6	1.9	5.8	10.8	
EBITDA 마진 (%)	12.0	4.8	9.6	15.0	20.7	
ROIC	3.9	-2.4	0.5	4.1	10.4	
ROA	2.5	-8.3	0.7	2.3	4.5	
ROE	4.3	-14.6	1.2	4.0	7.6	
부채비율 (%)	77.5	59.7	67.5	63.3	55.7	
순차입금/자기자본 (%)	22.1	31.9	34.4	21.2	4.0	
영업이익/금융비용 (배)	4.2	-1.1	0.4	4.2	13.1	

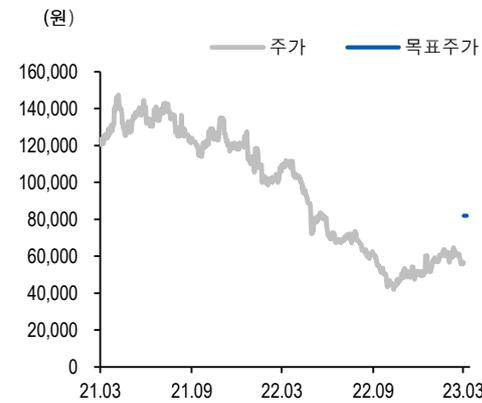
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-16	BUY	82,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.