

2023. 8. 9



▲ 인터넷/게임

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

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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 56,000 원

현재주가 (8.8) 47,550 원

상승여력 17.8%

KOSPI	2,573.98pt
시가총액	40,871억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.17%
외국인비중	23.25%
52주 최고/최저가	73,500원/41,950원
평균거래대금	88.9억원

주요주주(%)

방준혁 외 15 인	24.85
CJ ENM	21.78
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

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

주가그래프



넷마블 251270

2025년 이후 방향성 제시가 필요할 때

- ✓ 2분기 영업적자는 기대치 크게 하회. 인력 감축 비용 및 신작 마케팅 선집행이 주요
- ✓ 스피엑스 비롯한 기존 게임 감소세도 예상 대비 빠른 상황
- ✓ 신작 및 중국 판호 성과로 연내 턴어라운드는 유호
- ✓ 그러나 재무 개선 시기 지연되었고 자회사 무형가치 추가 손상 가능성 높아지는 등 투자포인트 훼손된 점이 다소 아쉬움. 적정주가 및 투자 의견 하향

2Q23 Review: 기존 게임 감소 및 비용 이슈로 기대치 하회

넷마블의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,033억원(-8.7% YoY)과 -372억원(적자 지속 YoY)으로 기대치를 크게 하회했다. 이는 1) 해외 자회사 인력 감축에 따른 일시적 퇴직금 및 2) 7월 말 출시된 <신의 탑>과 관련하여 2분기 일부 마케팅이 선집행된 데 따른다. 매출도 예상을 소폭 하회했는데, 소셜 카지노 시장의 부진으로 스피엑스 매출이 감익 전환된 것으로 추정된다. 국내 본격 출시된 <신의 탑>은 양호한 매출 순위를 기록하고 있다. 3분기 글로벌 마케팅이 진행될 예정이며 6월 말 출시된 <신석기시대>를 비롯하여 중국 추가 신작이 대기 중으로 연내 턴어라운드를 예상하는 기존 전망을 유지한다.

다음 먹을 거리, 그리고 기회비용에 대한 고민 커져

동사에 대한 적정주가를 83,000원에서 56,000원으로 조정하며 투자 의견을 Hold로 하향한다. 신규 적정주가는 2023년 예상 지배 BPS 1배를 적용하였다. 스피엑스를 비롯한 기존 게임 감소세가 예상보다 강해졌고, 예상 이익 하락에 따른 향후 영업권 손상이 추가적으로 발생할 것임을 감안하였다. 실적 발표를 통해 스피엑스 인수 관련 부채 리밸런싱 시기가 24년 6월까지로 또 한번 지연되었고, 기존 준비되었던 신작 외 이후 방향성을 결정할 2025년 이후 신작 계획이 부재해 청사진을 그리기 어려워졌다. 동사는 시장성 있는 지분의 좋은 매각 시기를 고민하기 위해 연간 천억원이 넘는 기회비용을 지불하고 있다. 1년 이내 자산 유동화를 통해 차입금을 추가 상환할 계획을 밝힌 바 있으나 1) 자회사 예상 수익률 하회에 따른 영업권 손상 및 2) 자산가치 하락이 가팔라지며 부채 감소에 따른 재무개선을 상쇄할 것으로 예상된다. 재무적 영킨 고리를 풀어내고 과거 모바일 퍼블리셔로 성장한 동사가 미래 회사 방향성에 대한 구체적인 청사진을 제시한다면 본질의 가치가 부각될 수 있을 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,506.9	151.0	240.2	2,796	-26.4	67,379	44.7	1.9	42.2	4.3	77.5
2022	2,673.4	-108.7	-819.2	-9,531	적전	63,533	-6.3	1.0	58.9	-14.6	58.9
2023E	2,675.9	-55.2	-607.6	-7,069	적지	56,464	-6.7	0.8	42.5	-11.8	63.4
2024E	2,972.8	47.4	277.7	3,231	흑전	59,695	14.7	0.8	22.2	5.6	54.2
2025E	2,680.8	-28.3	-136.9	-1,592	적전	58,102	-29.9	0.8	30.4	-2.7	55.1

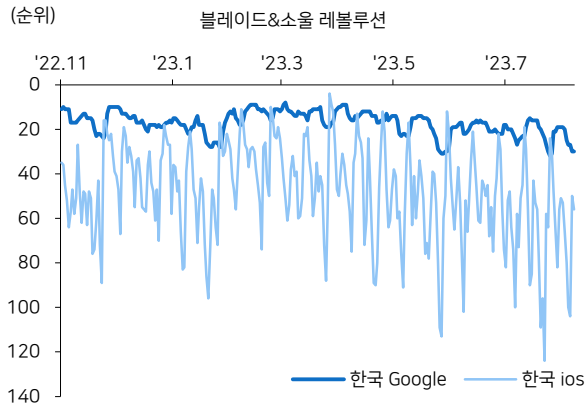
(십억원)	2Q23P	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	603.3	660.6	-8.7	602.6	0.1	613.5	-1.7	611.6	-1.4
영업이익	-37.2	-34.7	적지	-28.2	적지	-25.9	N/A	-28.0	N/A
세전이익	-64.7	-167.1	적지	-53.6	적지	-49.4	N/A	-30.4	N/A
지배순이익	-27.1	-118.3	적지	-37.7	적지	-33.4	N/A	-14.5	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
23.04.19	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
23.07.26	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
23.08.09	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
23.09	세븐나이트 키우기	모바일	넷마블넥스스(99.93%)	자회사개발
23.09	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤, 구로발게임즈 (99.36%)	자회사개발
4Q23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
4Q23	아스달 연대기	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
4Q23	모두의마블2: 메타월드 (한국 11월/일본 미정)	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
2024	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
2024	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발

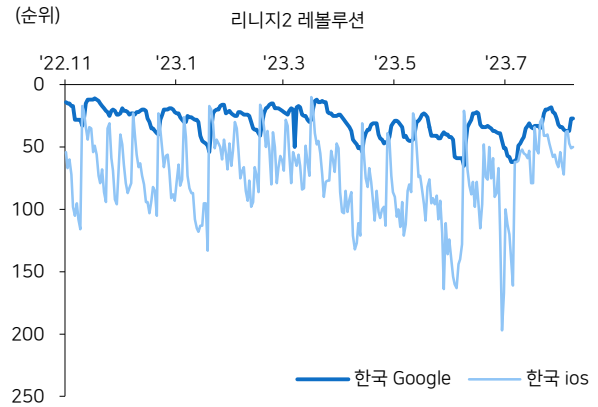
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 블레이드&소울 레볼루션 국내 매출 순위



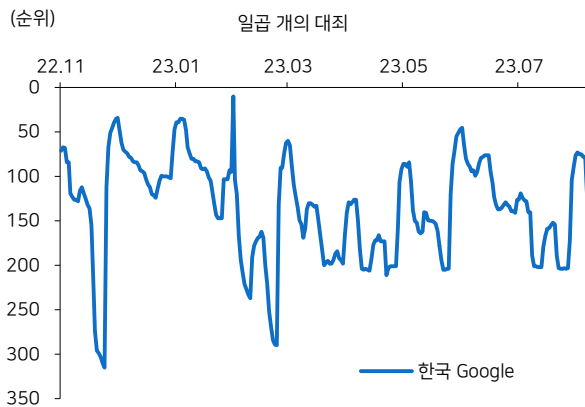
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지2 레볼루션 국내 매출 순위



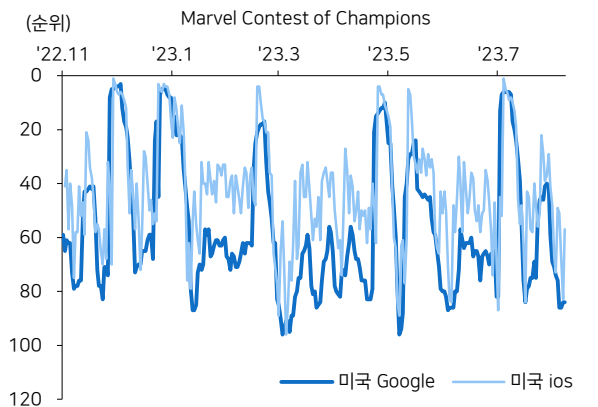
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일곱 개의 대죄 국내 매출 순위



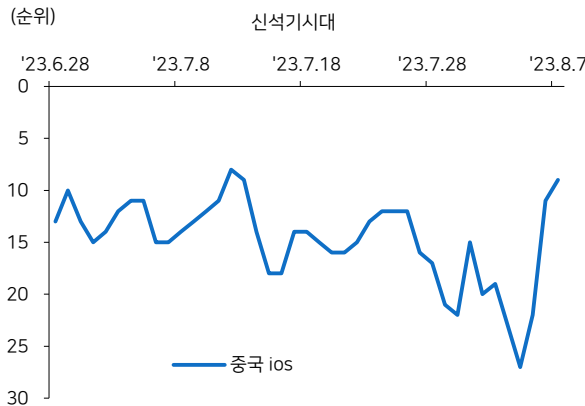
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MCOC 미국 매출 순위



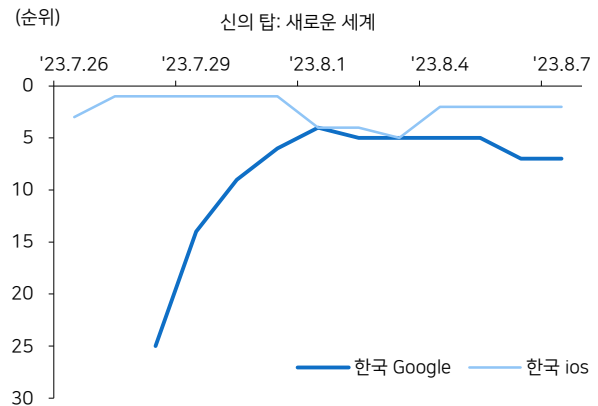
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신석기시대 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신의 탑: 새로운 세계 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표3 넷마블 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	631.5	660.6	694.5	686.9	602.6	603.3	666.8	803.1	2,506.9	2,673.4	2,675.9	2,972.8
모바일게임	586.4	614.4	648.9	639.2	543.6	549.5	588.3	739.9	2,302.1	2,488.8	2,421.2	2,559.2
기타	45.1	46.2	45.5	47.7	59.0	53.8	78.6	63.2	204.8	184.6	254.7	413.6
% YoY												
매출	10.7	14.5	14.4	-8.7	-4.6	-8.7	-4.0	16.9	0.9	6.6	0.1	11.1
모바일게임	10.5	14.4	16.2	-5.5	-7.3	-10.6	-9.3	15.8	0.0	8.1	-2.7	5.7
기타	13.3	14.7	-6.4	-37.3	30.9	16.5	72.5	32.6	11.5	-9.9	38.0	62.4
영업비용	643.4	695.2	732.5	710.9	630.8	640.5	686.0	773.8	2,355.9	2,782.1	2,731.1	2,925.4
% to sales	101.9	105.2	105.5	103.5	104.7	106.2	102.9	96.3	94.0	104.1	102.1	98.4
% YoY	24.7	23.9	26.2	1.8	-2.0	-7.9	-6.4	8.8	6.5	18.1	-1.8	7.1
지급수수료	275.9	291.8	313.7	315.0	281.9	277.6	303.4	364.4	1,122.2	1,196.4	1,227.4	1,341.2
인건비	187.1	190.0	203.2	202.7	187.7	193.2	190.4	200.5	639.9	783.0	771.8	797.0
마케팅비	112.8	144.4	144.9	122.2	100.3	113.1	136.9	153.7	400.0	524.3	504.0	557.8
감가상각비	57.6	56.1	58.9	59.8	48.3	48.0	47.8	48.2	150.6	232.4	192.4	192.1
기타	10.1	12.9	11.9	11.2	12.6	8.6	7.6	6.9	43.2	46.1	35.6	37.3
이익 추정												
영업이익	-11.9	-34.6	-38.0	-24.1	-28.2	-37.2	-19.2	29.4	151.0	-108.7	-55.2	47.4
% 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	-2.9	3.7	6.0	-4.1	-2.1	1.6
세전이익	-58.3	-167.1	-288.7	-427.4	-53.6	-64.7	-47.9	-481.0	351.2	-941.5	-647.2	398.9
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-26.0	적전	적지	흑전
지배주주순이익	-43.0	-118.3	-245.2	-412.6	-37.7	-27.1	-81.0	-461.8	240.2	-819.2	-607.6	277.7
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-23.2	적전	적지	흑전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,506.9	2,673.4	2,675.9	2,972.8	2,680.8
매출액증가율(%)	0.9	6.6	0.1	11.1	-9.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,506.9	2,673.4	2,675.9	2,972.8	2,680.8
판매관리비	2,355.9	2,782.1	2,731.1	2,925.4	2,709.1
영업이익	151.0	-108.7	-55.2	47.4	-28.3
영업이익률(%)	6.0	-4.1	-2.1	1.6	-1.1
금융손익	28.3	-143.1	-256.4	-188.0	-129.9
중속/관계기업손익	209.8	80.2	87.1	91.4	96.0
기타영업외손익	-38.0	-769.9	-427.6	448.1	-147.4
세전계속사업이익	351.2	-941.5	-647.2	398.9	-209.6
법인세비용	102.0	-55.1	54.0	115.7	-64.9
당기순이익	249.2	-886.4	-660.0	283.2	-144.8
지배주주지분 순이익	240.2	-819.2	-607.6	277.7	-136.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,962.6	997.3	1,169.3	1,448.2	1,612.9
현금및현금성자산	1,353.7	503.0	715.3	929.7	1,141.4
매출채권	201.6	189.6	244.2	291.4	262.7
재고자산	4.0	2.8	5.1	5.6	2.8
비유동자산	8,701.2	7,938.2	6,937.6	6,639.5	6,299.7
유형자산	322.8	336.0	329.8	323.7	317.6
무형자산	4,099.0	3,596.1	3,299.9	3,003.9	2,707.9
투자자산	3,869.5	3,572.6	2,894.3	2,918.3	2,900.7
자산총계	10,663.8	8,935.6	8,106.9	8,087.7	7,912.6
유동부채	3,056.2	2,294.0	2,199.0	1,953.8	2,050.3
매입채무	57.0	49.0	49.1	60.0	48.2
단기차입금	1,671.0	1,507.0	1,657.0	1,357.0	1,257.0
유동성장기부채	57.1	222.4	0.0	0.0	160.0
비유동부채	1,599.9	1,019.8	946.0	888.9	762.1
사채	159.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	539.3	455.5	455.5	455.5	295.5
부채총계	4,656.1	3,313.8	3,145.0	2,842.7	2,812.4
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,896.7	3,897.5	3,897.5	3,897.5	3,897.5
기타포괄이익누계액	710.5	702.6	702.6	702.6	702.6
이익잉여금	2,234.6	1,377.5	769.9	1,047.6	910.7
비지배주주지분	216.2	160.9	108.6	114.1	106.2
자본총계	6,007.7	5,621.8	4,961.8	5,245.0	5,100.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	137.5	-408.4	-620.2	330.3	82.0
당기순이익(손실)	249.2	-886.4	-660.0	283.2	-144.8
유형자산상각비	44.0	54.1	56.1	56.1	56.1
무형자산상각비	106.6	178.3	136.3	136.0	136.0
운전자본의 증감	-115.5	-73.4	-43.5	-53.6	130.6
투자활동 현금흐름	-1,157.5	-40.4	924.9	204.1	249.7
유형자산의증가(CAPEX)	-86.4	-38.7	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	876.5	377.2	765.4	67.4	113.6
재무활동 현금흐름	1,099.1	-549.1	-92.4	-320.0	-120.0
차입금의 증감	1,794.0	-811.9	-92.4	-320.0	-120.0
자본의 증가	10.0	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	96.2	-850.7	212.3	214.4	211.7
기초현금	1,257.5	1,353.7	503.0	715.3	929.7
기말현금	1,353.7	503.0	715.3	929.7	1,141.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	29,171	31,103	31,132	34,587	31,189
EPS(지배주주)	2,796	-9,531	-7,069	3,231	-1,592
CFPS	3,949	2,343	-5,135	6,637	-626
EBITDAPS	3,509	1,439	1,596	2,787	1,906
BPS	67,379	63,533	56,464	59,695	58,102
DPS	528	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	44.7	-6.3	-6.7	14.7	-29.9
PCR	31.7	25.8	-9.3	7.2	-76.0
PSR	4.3	1.9	1.5	1.4	1.5
PBR	1.9	1.0	0.8	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	301.6	123.7	137.2	239.5	163.9
EV/EBITDA	42.2	58.9	42.5	22.2	30.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.3	-14.6	-11.8	5.6	-2.7
EBITDA 이익률	12.0	4.6	5.1	8.1	6.1
부채비율	77.5	58.9	63.4	54.2	55.1
금융비용부담률	1.4	4.2	3.8	3.1	3.1
이자보상배율(x)	4.2	-1.0	-0.5	0.5	-0.3
매출채권회전율(x)	13.1	13.7	12.3	11.1	9.7
재고자산회전율(x)	583.8	786.3	672.3	552.4	632.8

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.07.15	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-28.3	-20.6	
2021.10.08	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-31.9	-20.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	Indepth	Hold	65,000	이효진	-29.6	-22.2	
2022.11.14	산업브리프	Hold	53,000	이효진	-3.1	14.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	63,000	이효진	-9.0	-3.8	
2023.01.27	기업브리프	Buy	73,000	이효진	-14.8	-1.2	
2023.04.12	산업브리프	Buy	83,000	이효진	-32.7	-13.6	
2023.08.09	기업브리프	Hold	56,000	이효진	-	-	