

2023. 11. 10



▲ 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) **51,000 원**

현재주가 (11.9) **46,900 원**

상승여력 **8.7%**

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,427.08pt |
| 시가총액 | 40,312억원 |
| 발행주식수 | 8,595만주 |
| 유동주식비율 | 31.17% |
| 외국인비중 | 22.87% |
| 52주 최고/최저가 | 72,100원/37,200원 |
| 평균거래대금 | 119.2억원 |

주요주주(%)

| | |
|--------------------------------|-------|
| 방준혁 외 16 인 | 24.86 |
| CJ ENM | 21.78 |
| HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. | 17.52 |

주가상승률(%)

| | | | |
|------|------------|------------|-------------|
| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | 13.4 | -30.1 | -1.5 |
| 상대주가 | 12.6 | -27.7 | -1.6 |

주가그래프



넷마블 251270

패를 모두 공개한 지금. 다음 스텝은?

- ✓ 3분기 적자는 예상 수준. 매출은 하회했으나 자사 IP 매출 비중 증가로 비용 save
- ✓ 4분기 신작 없어 마케팅비 QoQ 감소하며 적자 100억대까지 축소 가능
- ✓ 하이브 지분 유동화로 현금 확보. 긍정적으로 해석
- ✓ 신작과 자산 유동화라는 패를 공개한 시기
- ✓ 추가 자산 유동화 혹은 예상치 못한 신작 흥행한다면 주가 상승 이끌 것

3분기 예상 수준 기록

넷마블의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,306억원(-9% YoY)과 -219억원(적지 YoY)으로 당사 예상에 부합했다. 매출은 예상을 300억원 하회했는데 스피엑스와 기존 게임에서 예상을 하회한 것으로 추정된다. 7월 출시된 <신의탑>에 이어 9월 말 <세븐나이츠 키우기>의 3분기 매출은 564억원을 기록했다. 4분기 두 게임의 인기 반영이 예상되나 최근 하향 안정화된 순위를 고려했을 때 440억원의 매출 기여를 예상한다. 스피엑스 주요 3개 게임 매출은 YoY 14% 감소했는데 이를 감안 시 스피엑스의 3분기 매출은 YoY 5% 감소했을 것으로 추정된다. 3분기 중국 로열티는 126억원으로 추정된다. 기존 <신석기 시대>가 30위권 밖으로 밀려나며 내자 판호를 확보한 <스톤에이지>가 최근 중국에서 출시되었다. <신석기 시대>와 유사한 앱 순위 흐름을 보이고 있어 3분기와 유사한 4분기 중국 로열티를 예상한다.

패를 공개한 시기. 기대를 상회하는 새로운 포인트가 주가 상승 이끌 것

부진한 모바일 시장 흐름이 이어지며 동사 또한 4분기 준비해둔 신작을 2024년 상반기로 이연시켰다. 지스타 제외 시 4분기 특별한 마케팅 활동은 예정되어 있지 않다. 지난 7월 동사는 하이브 보유 지분 18% 중 6%를 매각하며 5,700억원의 현금을 확보했다. 내년 상반기까지 도래하는 차입금 1.7조원 및 매년 4분기 스피엑스 잔여 대금 지급에 관련 자금이 분배되어 쓰일 것으로 예상된다. 첫 자산 유동화라는 측면에서 이번 행보를 긍정적으로 해석한다. 그러나 앞으로 필요한 자금이 많은 만큼 추가적인 재무 구조 개선을 기대한다. 반면, 신작의 기여가 적자를 얼마나 축소시킬 수 있는지 가늠이 가능해졌다. <세나키> 성공으로 들떴으나 얇은 모바일 시장의 지갑으로 높은 수준의 수익 기여는 지속되지 못하고 있다. 투자자들이 기대하던 패가 공개되는 시기로 예상을 상회하는 새로운 포인트가 필요한 시기다.

| (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 | 2,459.5 | -99.5 | -244.0 | -2,839 | 적지 | 60,694 | -16.5 | 0.8 | 63.2 | -4.6 | 56.5 |
| 2024E | 2,603.5 | -52.2 | -281.9 | -3,280 | 적지 | 57,414 | -14.3 | 0.8 | 42.0 | -5.6 | 58.1 |
| 2025E | 2,453.4 | -75.3 | -194.5 | -2,263 | 적지 | 55,151 | -20.7 | 0.9 | 48.2 | -4.0 | 59.4 |

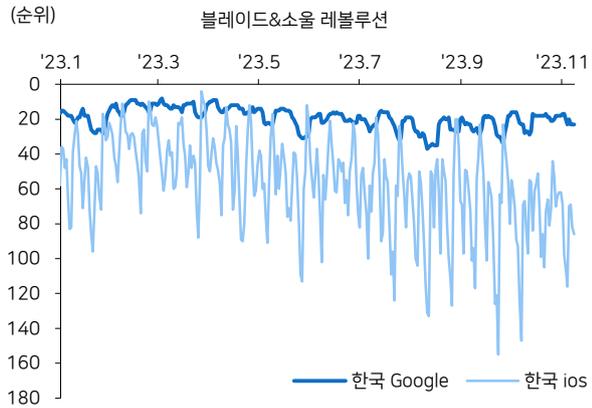
| (십억원) | 3Q23P | 3Q22 | % YoY | 2Q23 | % QoQ | 컨센서스 | % diff. | 당사추정치 | % diff. |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|---------|
| 매출액 | 630.6 | 694.4 | -9.2 | 603.3 | 4.5 | 659.1 | -4.3 | 661.3 | -4.6 |
| 영업이익 | -21.9 | -38.0 | 적지 | -37.2 | 적지 | -15.2 | N/A | -21.4 | N/A |
| 세전이익 | -33.0 | -288.7 | 적지 | -64.7 | 적지 | -33.0 | N/A | -75.8 | N/A |
| 지배순이익 | -19.0 | -245.3 | 적지 | -27.1 | 적지 | -19.5 | N/A | -43.6 | 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 (80.5%) | 자회사개발 |
| 23.09.06 | 세븐나이트 키우기 | 모바일 | 넷마블넥서스(99.93%) | 자회사개발 |
| 1H24 | 나 혼자만 레벨업: 어라이즈 | PC, 모바일 | 넷마블네오 (78.5%) | 자회사개발 |
| | 아스달 연대기 | PC, 모바일 | 넷마블에프앤씨 (80.5%) | 자회사개발 |
| | 레이븐2 | PC, 모바일 | 넷마블몬스터(75.67%) | 자회사개발 |
| | 킹 아서: 레전드 라이즈 | PC, 모바일 | 카밤, 구로발게임즈 (99.36%) | 자회사개발 |
| | 파라곤: 디 오버 프라임 | PC, 콘솔 | 넷마블에프앤씨 (80.5%) | 자회사개발 |
| | 모두의마블2: 메타월드 한국 | PC, 모바일 | 넷마블엔투 (87.66%) | 자회사개발 |
| 2H24 | 일곱개의 대죄: Origin | PC, 모바일, 콘솔 | 넷마블에프앤씨 (80.5%) | 자회사개발 |
| | RF 온라인 넥스트 | PC, 모바일 | 넷마블엔투 (87.66%) | 자회사개발 |
| | 데미스리본 | PC, 모바일 | 넷마블에프앤씨 (80.5%) | 자회사개발 |

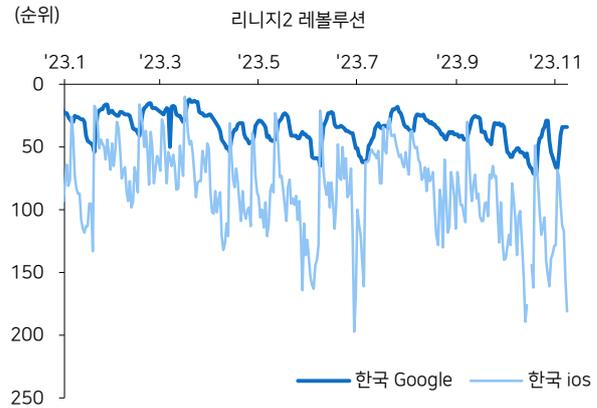
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 블레이드&소울 레볼루션 국내 매출 순위



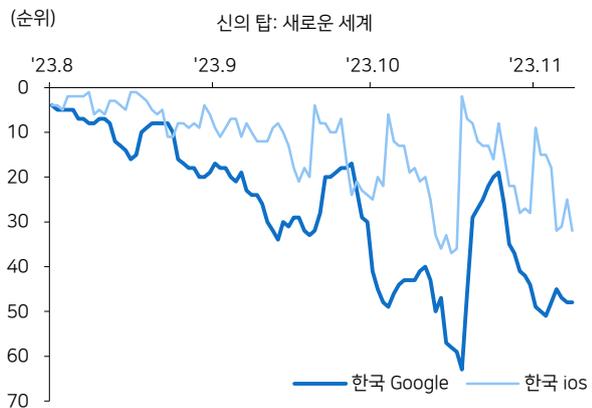
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지2 레볼루션 국내 매출 순위



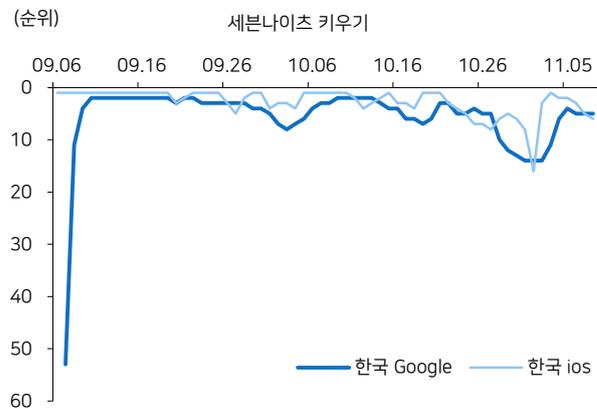
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신의 탑: 새로운 세계 국내 매출 순위



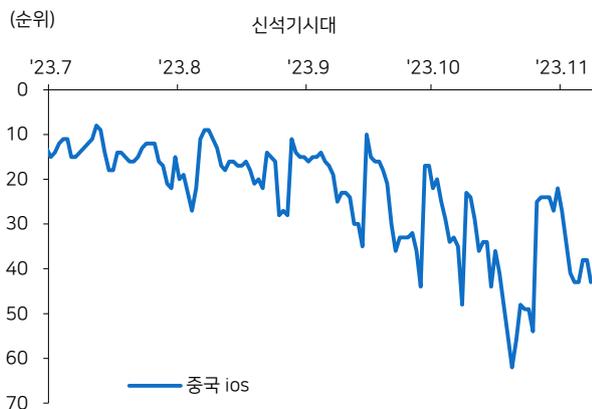
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 세븐나이츠 키우기 국내 매출 순위



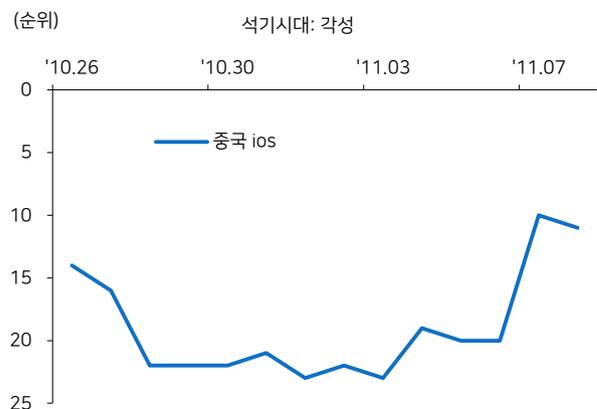
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신석기시대 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 석기시대: 각성 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

| 표3 넷마블 실적 전망 | | | | | | | | | | | | |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
| 매출 추정 | | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 631.5 | 660.6 | 694.5 | 686.9 | 602.6 | 603.3 | 630.6 | 622.9 | 2,506.9 | 2,673.4 | 2,459.5 | 2,603.5 |
| 모바일게임 | 586.4 | 614.4 | 648.9 | 639.2 | 543.6 | 552.0 | 551.7 | 551.6 | 2,302.1 | 2,488.8 | 2,198.8 | 2,230.8 |
| 기타 | 45.1 | 46.2 | 45.5 | 47.7 | 59.0 | 51.4 | 78.9 | 71.3 | 204.8 | 184.6 | 260.7 | 372.7 |
| % YoY | | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 10.7 | 14.5 | 14.4 | -8.7 | -4.6 | -8.7 | -9.2 | -9.3 | 0.9 | 6.6 | -8.0 | 5.9 |
| 모바일게임 | 10.5 | 14.4 | 16.2 | -5.5 | -7.3 | -10.2 | -15.0 | -13.7 | 0.0 | 8.1 | -11.7 | 1.5 |
| 기타 | 13.3 | 14.7 | -6.4 | -37.3 | 30.9 | 11.2 | 73.3 | 49.5 | 11.5 | -9.9 | 41.2 | 43.0 |
| 영업비용 | 643.4 | 695.2 | 732.5 | 710.9 | 630.8 | 640.6 | 652.5 | 635.1 | 2,355.9 | 2,782.1 | 2,559.0 | 2,655.7 |
| % to sales | 101.9 | 105.2 | 105.5 | 103.5 | 104.7 | 106.2 | 103.5 | 102.0 | 94.0 | 104.1 | 104.0 | 102.0 |
| % YoY | 24.7 | 23.9 | 26.2 | 1.8 | -2.0 | -7.9 | -10.9 | -10.7 | 6.5 | 18.1 | -8.0 | 3.8 |
| 지급수수료 | 275.9 | 291.8 | 313.7 | 315.0 | 281.9 | 271.2 | 239.1 | 266.9 | 1,122.2 | 1,196.4 | 1,059.1 | 1,147.5 |
| 인건비 | 187.1 | 190.0 | 203.2 | 202.7 | 187.7 | 187.7 | 180.6 | 188.4 | 639.9 | 783.0 | 744.4 | 744.7 |
| 마케팅비 | 112.8 | 144.4 | 144.9 | 122.2 | 100.3 | 113.1 | 145.8 | 108.4 | 400.0 | 524.3 | 467.6 | 480.4 |
| 감가상각비 | 57.6 | 56.1 | 58.9 | 59.8 | 48.3 | 48.1 | 46.4 | 46.8 | 150.6 | 232.4 | 189.6 | 189.0 |
| 기타 | 10.1 | 12.9 | 11.9 | 11.2 | 12.6 | 20.5 | 40.6 | 24.6 | 43.2 | 46.1 | 98.2 | 94.1 |
| 이익 추정 | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | -11.9 | -34.6 | -38.0 | -24.1 | -28.2 | -37.2 | -21.9 | -12.2 | 151.0 | -108.7 | -99.5 | -52.2 |
| % YoY | 적전 | 적전 | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | -44.5 | 적전 | 적지 | 적지 |
| 영업이익률(%) | -1.9 | -5.2 | -5.5 | -3.5 | -4.7 | -6.2 | -3.5 | -2.0 | 6.0 | -4.1 | -4.0 | -2.0 |
| 세전이익 | -58.3 | -167.1 | -288.7 | -427.4 | -53.6 | -64.7 | -33.0 | -170.1 | 351.2 | -941.5 | -321.5 | -471.4 |
| % YoY | 적전 | 적전 | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | -26.0 | 적전 | 적지 | 적지 |
| 지배주주순이익 | -43.0 | -118.3 | -245.2 | -412.6 | -37.7 | -27.1 | -19.0 | -160.2 | 240.2 | -819.2 | -244.0 | -281.9 |
| % YoY | 적전 | 적전 | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | -23.2 | 적전 | 적지 | 적지 |

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,506.9 | 2,673.4 | 2,459.5 | 2,603.5 | 2,453.4 |
| 매출액증가율(%) | 0.9 | 6.6 | -8.0 | 5.9 | -5.8 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 2,506.9 | 2,673.4 | 2,459.5 | 2,603.5 | 2,453.4 |
| 판매관리비 | 2,355.9 | 2,782.1 | 2,559.0 | 2,655.7 | 2,528.6 |
| 영업이익 | 151.0 | -108.7 | -99.5 | -52.2 | -75.3 |
| 영업이익률(%) | 6.0 | -4.1 | -4.0 | -2.0 | -3.1 |
| 금융손익 | 28.3 | -143.1 | -209.2 | -212.8 | -155.6 |
| 중속/관계기업손익 | 209.8 | 80.2 | 83.6 | 87.7 | 92.1 |
| 기타영업외손익 | -38.0 | -769.9 | -96.3 | -294.1 | -189.3 |
| 세전계속사업이익 | 351.2 | -941.5 | -321.5 | -471.4 | -328.1 |
| 법인세비용 | 102.0 | -55.1 | -23.8 | -137.0 | -93.7 |
| 당기순이익 | 249.2 | -886.4 | -297.7 | -334.4 | -234.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 240.2 | -819.2 | -244.0 | -281.9 | -194.5 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 1,962.6 | 997.3 | 1,116.2 | 967.9 | 996.3 |
| 현금및현금성자산 | 1,353.7 | 503.0 | 662.2 | 449.4 | 509.1 |
| 매출채권 | 201.6 | 189.6 | 244.2 | 291.4 | 274.6 |
| 재고자산 | 4.0 | 2.8 | 5.1 | 5.6 | 2.8 |
| 비유동자산 | 8,701.2 | 7,938.2 | 7,214.5 | 6,919.6 | 6,583.0 |
| 유형자산 | 322.8 | 336.0 | 427.4 | 414.5 | 401.5 |
| 무형자산 | 4,099.0 | 3,596.1 | 3,305.1 | 3,019.0 | 2,733.0 |
| 투자자산 | 3,869.5 | 3,572.6 | 3,068.5 | 3,092.6 | 3,074.9 |
| 자산총계 | 10,663.8 | 8,935.6 | 8,330.8 | 7,887.5 | 7,579.3 |
| 유동부채 | 3,056.2 | 2,294.0 | 2,091.1 | 2,089.8 | 2,192.8 |
| 매입채무 | 57.0 | 49.0 | 41.2 | 46.0 | 40.7 |
| 단기차입금 | 1,671.0 | 1,507.0 | 1,507.0 | 1,507.0 | 1,407.0 |
| 유동성장기부채 | 57.1 | 222.4 | 50.0 | 0.0 | 160.0 |
| 비유동부채 | 1,599.9 | 1,019.8 | 915.5 | 808.0 | 631.2 |
| 사채 | 159.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 539.3 | 455.5 | 405.5 | 405.5 | 245.5 |
| 부채총계 | 4,656.1 | 3,313.8 | 3,006.7 | 2,897.8 | 2,824.0 |
| 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 | 1,133.5 | 851.6 | 657.1 |
| 비지배주주지분 | 216.2 | 160.9 | 107.3 | 54.7 | 14.9 |
| 자본총계 | 6,007.7 | 5,621.8 | 5,324.1 | 4,989.7 | 4,755.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 137.5 | -408.4 | -138.7 | -293.3 | -16.2 |
| 당기순이익(손실) | 249.2 | -886.4 | -297.7 | -334.4 | -234.4 |
| 유형자산상각비 | 44.0 | 54.1 | 58.6 | 62.9 | 62.9 |
| 무형자산상각비 | 106.6 | 178.3 | 131.1 | 126.0 | 126.0 |
| 운전자본의 증감 | -115.5 | -73.4 | -51.9 | -60.1 | 121.4 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,157.5 | -40.4 | 520.4 | 200.4 | 245.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -86.4 | -38.7 | -150.0 | -50.0 | -50.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 876.5 | 377.2 | 587.6 | 63.7 | 109.7 |
| 재무활동 현금흐름 | 1,099.1 | -549.1 | -222.4 | -120.0 | -170.0 |
| 차입금의 증감 | 1,794.0 | -811.9 | -222.4 | -120.0 | -170.0 |
| 자본의 증가 | 10.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 96.2 | -850.7 | 159.2 | -212.8 | 59.7 |
| 기초현금 | 1,257.5 | 1,353.7 | 503.0 | 662.2 | 449.4 |
| 기말현금 | 1,353.7 | 503.0 | 662.2 | 449.4 | 509.1 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 29,171 | 31,103 | 28,614 | 30,290 | 28,543 |
| EPS(지배주주) | 2,796 | -9,531 | -2,839 | -3,280 | -2,263 |
| CFPS | 3,949 | 2,343 | -367 | -3,461 | -1,901 |
| EBITDAPS | 3,509 | 1,439 | 1,049 | 1,592 | 1,323 |
| BPS | 67,379 | 63,533 | 60,694 | 57,414 | 55,151 |
| DPS | 528 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 44.7 | -6.3 | -16.5 | -14.3 | -20.7 |
| PCR | 31.7 | 25.8 | -127.9 | -13.6 | -24.7 |
| PSR | 4.3 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.6 |
| PBR | 1.9 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| EBITDA(십억원) | 301.6 | 123.7 | 90.1 | 136.8 | 113.7 |
| EV/EBITDA | 42.2 | 58.9 | 63.2 | 42.0 | 48.2 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.3 | -14.6 | -4.6 | -5.6 | -4.0 |
| EBITDA 이익률 | 12.0 | 4.6 | 3.7 | 5.3 | 4.6 |
| 부채비율 | 77.5 | 58.9 | 56.5 | 58.1 | 59.4 |
| 금융비용부담률 | 1.4 | 4.2 | 4.0 | 3.5 | 3.5 |
| 이자보상배율(x) | 4.2 | -1.0 | -1.0 | -0.6 | -0.9 |
| 매출채권회전율(x) | 13.1 | 13.7 | 11.3 | 9.7 | 8.7 |
| 재고자산회전율(x) | 583.8 | 786.3 | 617.9 | 483.8 | 579.1 |

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 | Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소) |

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 86.5% |
| 중립 | 13.5% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

