

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(%)**

	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
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 온기 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

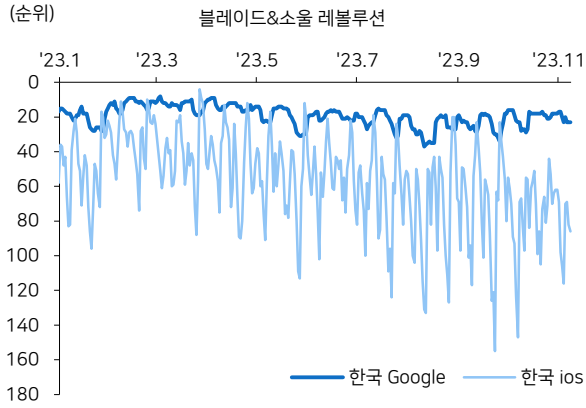
(십억원)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	630.6	694.4	-9.2	603.3	4.5	659.1	-4.3	661.3	-4.6
영업이익	-21.9	-38.0	적지	-37.2	적지	-15.2	N/A	-21.4	N/A
세전이익	-33.0	-288.7	적지	-64.7	적지	-33.0	N/A	-75.8	N/A
지배순이익	-19.0	-245.3	적지	-27.1	적지	-19.5	N/A	-43.6	N/A

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	넷마블넥스스(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

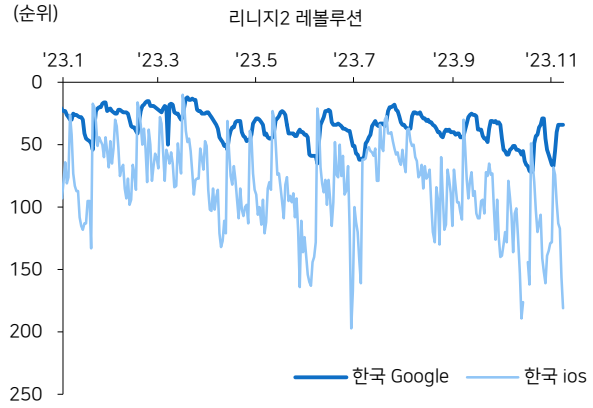
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 블레이드&소울 레볼루션 국내 매출 순위



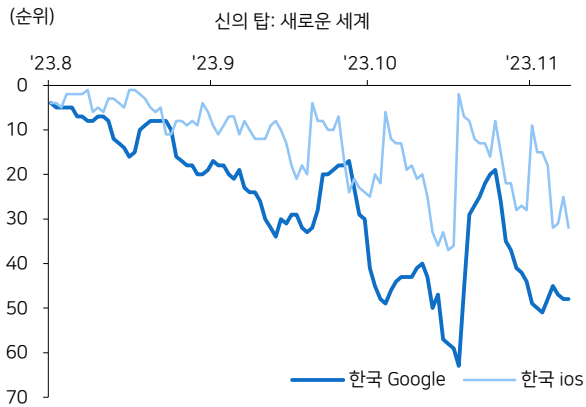
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지2 레볼루션 국내 매출 순위



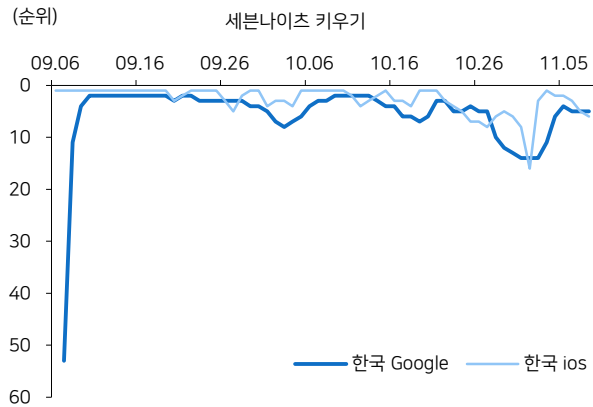
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신의 탑: 새로운 세계 국내 매출 순위



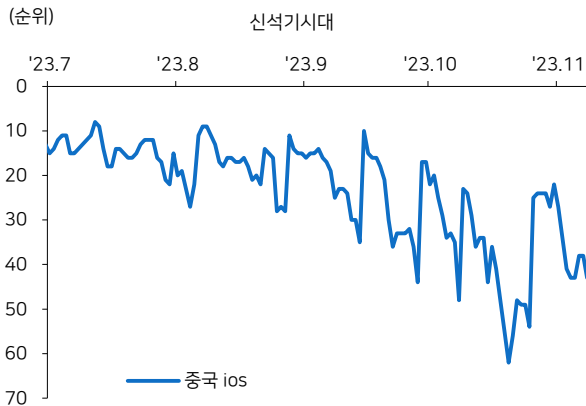
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 세븐나이츠 키우기 국내 매출 순위



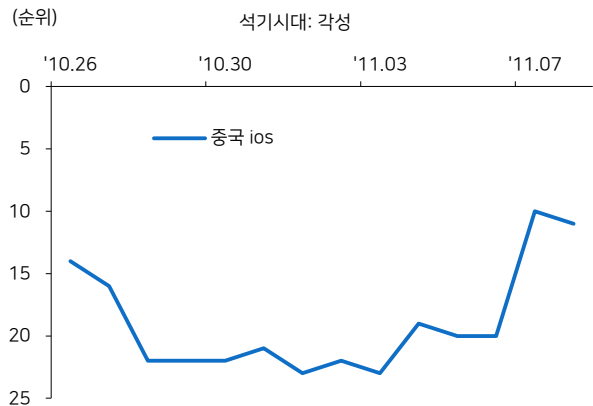
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

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
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>631.5</b>	<b>660.6</b>	<b>694.5</b>	<b>686.9</b>	<b>602.6</b>	<b>603.3</b>	<b>630.6</b>	<b>622.9</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,459.5</b>	<b>2,603.5</b>
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
<b>% YoY</b>												
<b>매출</b>	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
<b>영업비용</b>	<b>643.4</b>	<b>695.2</b>	<b>732.5</b>	<b>710.9</b>	<b>630.8</b>	<b>640.6</b>	<b>652.5</b>	<b>635.1</b>	<b>2,355.9</b>	<b>2,782.1</b>	<b>2,559.0</b>	<b>2,655.7</b>
% 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
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>-11.9</b>	<b>-34.6</b>	<b>-38.0</b>	<b>-24.1</b>	<b>-28.2</b>	<b>-37.2</b>	<b>-21.9</b>	<b>-12.2</b>	<b>151.0</b>	<b>-108.7</b>	<b>-99.5</b>	<b>-52.2</b>
% 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
<b>세전이익</b>	<b>-58.3</b>	<b>-167.1</b>	<b>-288.7</b>	<b>-427.4</b>	<b>-53.6</b>	<b>-64.7</b>	<b>-33.0</b>	<b>-170.1</b>	<b>351.2</b>	<b>-941.5</b>	<b>-321.5</b>	<b>-471.4</b>
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-26.0	적전	적지	적지
<b>지배주주순이익</b>	<b>-43.0</b>	<b>-118.3</b>	<b>-245.2</b>	<b>-412.6</b>	<b>-37.7</b>	<b>-27.1</b>	<b>-19.0</b>	<b>-160.2</b>	<b>240.2</b>	<b>-819.2</b>	<b>-244.0</b>	<b>-281.9</b>
% 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
<b>매출액</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,459.5</b>	<b>2,603.5</b>	<b>2,453.4</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>151.0</b>	<b>-108.7</b>	<b>-99.5</b>	<b>-52.2</b>	<b>-75.3</b>
영업이익률(%)	6.0	-4.1	-4.0	-2.0	-3.1
금융손익	28.3	-143.1	-209.2	-212.8	-155.6
종속/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
<b>당기순이익</b>	<b>249.2</b>	<b>-886.4</b>	<b>-297.7</b>	<b>-334.4</b>	<b>-234.4</b>
지배주주지분 순이익	240.2	-819.2	-244.0	-281.9	-194.5

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>1,962.6</b>	<b>997.3</b>	<b>1,116.2</b>	<b>967.9</b>	<b>996.3</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>8,701.2</b>	<b>7,938.2</b>	<b>7,214.5</b>	<b>6,919.6</b>	<b>6,583.0</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>10,663.8</b>	<b>8,935.6</b>	<b>8,330.8</b>	<b>7,887.5</b>	<b>7,579.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,056.2</b>	<b>2,294.0</b>	<b>2,091.1</b>	<b>2,089.8</b>	<b>2,192.8</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>1,599.9</b>	<b>1,019.8</b>	<b>915.5</b>	<b>808.0</b>	<b>631.2</b>
사채	159.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	539.3	455.5	405.5	405.5	245.5
<b>부채총계</b>	<b>4,656.1</b>	<b>3,313.8</b>	<b>3,006.7</b>	<b>2,897.8</b>	<b>2,824.0</b>
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
<b>자본총계</b>	<b>6,007.7</b>	<b>5,621.8</b>	<b>5,324.1</b>	<b>4,989.7</b>	<b>4,755.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>137.5</b>	<b>-408.4</b>	<b>-138.7</b>	<b>-293.3</b>	<b>-16.2</b>
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,157.5</b>	<b>-40.4</b>	<b>520.4</b>	<b>200.4</b>	<b>245.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-86.4	-38.7	-150.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	876.5	377.2	587.6	63.7	109.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,099.1</b>	<b>-549.1</b>	<b>-222.4</b>	<b>-120.0</b>	<b>-170.0</b>
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
<b>주당데이터(원)</b>					
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
<b>Valuation(Multiple)</b>					
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
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
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

