

넷마블 (251270/KS)

실적도 레벨업 필요

SK증권 리서치센터

중립(하향)

목표주가: 55,000 원(유지)

현재주가: 57,100 원

상승여력: -3.7%



Analyst
남효지

hjnam@skc.co.kr
3773-9288

Company Data

| | |
|----------|-----------|
| 발행주식수 | 8,595 만주 |
| 시가총액 | 4,908 십억원 |
| 주요주주 | |
| 방준혁(외16) | 24.84% |
| CJ ENM | 21.78% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(24/01/23) | 57,100 원 |
| KOSPI | 2,478.61pt |
| 52주 최고가 | 72,100 원 |
| 52주 최저가 | 37,200 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 10 십억원 |

주가 및 상대수익률



4Q23 Preview: OP 58 억원, 오랜만에 흑전

일부 게임 성수기 효과, 중국 출시작들의 로열티 매출 반영, <세븐나이츠 키우기> 온기 반영에도 불구하고, 기존 게임들의 매출 감소 영향이 지속되며 매출액은 전분기대비 5.6% 성장에 그친다. 다만 신작 출시 부재로 마케팅비는 전분기대비 10.8% 감소, 전체 영업비용도 통제 기조가 지속되며 전분기대비 -5.6% 감소한다. 영업이익은 8 개 분기만에 흑자전환에 성공하나 시장의 눈높이는 하회할 것으로 예상된다.

연초부터 신작 대기 중

상반기 기대작인 <나 혼자만 레벨업: ARISE>는 인기 웹툰 IP를 기반으로 한 게임으로, 원작 웹툰은 글로벌 143 억 조회 수를 기록했다. <나혼렙> 애니메이션은 현재 넷플릭스에서 주요국 상위권을 기록 중으로 게임이 잘 구현된다면 IP 파워에 힘입어 글로벌 흥행도 기대해볼 수 있다. 올해 <나혼렙>의 매출액 기여는 1,837 억원으로 전망한다. 이에 이어 <아스달 연대기: 세 개의 세력>, <레이븐 2>, 중국 <제 2의 나라: Cross Worlds> 등 출시를 준비하고 있어 작년보다 실적이 개선될 것임에는 의심의 여지가 없다. 24년 영업이익은 572 억원으로 전망한다.

이미 주가는 레벨업

올해 출시될 신작 및 실적 턴어라운드에 대한 기대감은 이미 주가에 충분히 반영되어 있다. 다수의 신작 출시에 따라 영업가치에 멀티플 프리미엄 적용, 하이브 지분 매각으로 유입된 현금으로 차입금 상환과 추가적인 매각 가능성을 고려해 적용 할인율을 축소했음에도 불구하고 현 주가에서 상승 여력은 제한적으로 판단되어 투자의견을 중립으로 하향한다. 상대적으로 신작 출시가 많음에도 불구하고 흥행 지속성이 떨어지고, 자체 IP 기반 신작이 적어 지급수수료는 증가하고 있어 이익률 개선이 쉽지 않은 상황이다. 이에 더해 차입금 영향으로 재무적 부담도 상당해 재무 구조 개선이 필요하다. 당분간 주가는 신작 관련 뉴스 및 흥행도에 따라 등락이 반복될 수 있으나 추세적인 주가 상승을 위해서는 실적 회복이 뒷받침되어야 한다.

영업실적 및 투자지표

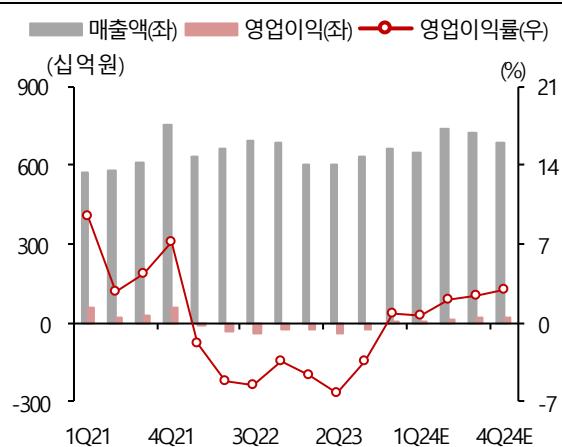
| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 2,485 | 2,507 | 2,673 | 2,502 | 2,789 | 2,957 |
| 영업이익 | 십억원 | 272 | 151 | -109 | -82 | 57 | 89 |
| 순이익(자본주주) | 십억원 | 313 | 240 | -819 | -96 | -15 | 9 |
| EPS | 원 | 3,646 | 2,795 | -9,531 | -1,112 | -171 | 99 |
| PER | 배 | 36.1 | 44.7 | -6.3 | -52.3 | -325.2 | 560.2 |
| PBR | 배 | 1.9 | 1.7 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 30.3 | 422 | 58.9 | 64.8 | 28.5 | 26.5 |
| ROE | % | 6.3 | 4.3 | -14.6 | -1.8 | -0.3 | 0.2 |

넷마블 수익 추정 표

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 602.6 | 603.3 | 630.6 | 665.9 | 648.0 | 736.3 | 720.7 | 684.3 | 2,673.4 | 2,502.4 | 2,789.3 |
| 모바일 | 543.6 | 552.0 | 574.1 | 611.4 | 592.6 | 675.7 | 657.5 | 619.7 | 2,488.8 | 2,281.0 | 2,545.5 |
| 온라인 | 7.8 | 7.3 | 7.1 | 8.1 | 7.6 | 11.4 | 12.6 | 13.7 | 34.8 | 30.3 | 45.2 |
| 기타 | 51.3 | 44.1 | 49.4 | 46.4 | 47.8 | 49.3 | 50.6 | 50.9 | 149.8 | 191.1 | 198.6 |
| 영업비용 | 630.8 | 640.6 | 652.4 | 660.1 | 643.5 | 721.2 | 703.3 | 664.2 | 2,782.1 | 2,583.9 | 2,732.1 |
| 인건비 | 187.5 | 193.2 | 180.6 | 209.2 | 200.0 | 203.9 | 204.4 | 219.3 | 782.1 | 770.5 | 827.6 |
| 마케팅비 | 100.3 | 113.1 | 145.8 | 115.3 | 128.6 | 142.0 | 134.7 | 120.1 | 524.3 | 474.5 | 525.4 |
| 지급수수료 | 247.1 | 240.3 | 239.1 | 242.4 | 225.2 | 283.2 | 272.7 | 233.8 | 1,056.2 | 968.9 | 1,014.8 |
| 기타 | 95.9 | 94.0 | 86.9 | 93.2 | 89.7 | 92.1 | 91.5 | 91.0 | 419.6 | 370.0 | 364.3 |
| 영업이익 | -28.2 | -37.2 | -21.9 | 5.8 | 4.5 | 15.1 | 17.4 | 20.1 | -108.7 | -81.5 | 57.2 |
| 영업이익률 | -4.7% | -6.2% | -3.5% | 0.9% | 0.7% | 21% | 24% | 29% | -4.1% | -3.3% | 2.0% |
| 순이익 | -45.8 | -44.1 | -28.5 | -15.4 | -16.0 | -4.2 | -1.8 | 1.4 | -886.4 | -133.7 | -20.6 |
| 지배주주순이익 | -37.7 | -27.1 | -19.0 | -11.8 | -11.5 | -2.9 | -1.3 | 1.0 | -819.2 | -95.6 | -14.7 |
| YoY growth rate | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -4.6% | -8.7% | -9.2% | -3.1% | 7.5% | 22.0% | 14.3% | 2.8% | 6.6% | -6.4% | 11.5% |
| 모바일 | -7.3% | -10.2% | -11.5% | -4.3% | 9.0% | 22.4% | 14.5% | 1.4% | 8.1% | -8.4% | 11.6% |
| 온라인 | -15.1% | -15.7% | -28.7% | 14.8% | -2.5% | 55.3% | 78.9% | 68.5% | 22.3% | -13.1% | 49.5% |
| 기타 | 42.5% | 17.4% | 38.7% | 14.1% | -6.8% | 11.8% | 2.4% | 9.9% | -15.1% | 27.6% | 3.9% |
| 영업비용 | -2.0% | -7.9% | -10.9% | -7.1% | 20% | 12.6% | 7.8% | 0.6% | 18.1% | -7.1% | 5.7% |
| 인건비 | 0.3% | 1.8% | -11.0% | 3.3% | 6.7% | 5.5% | 13.1% | 4.8% | 22.4% | -1.5% | 7.4% |
| 마케팅비 | -11.1% | -21.7% | 0.6% | -5.6% | 28.2% | 25.6% | -7.6% | 4.2% | 31.1% | -9.5% | 10.7% |
| 지급수수료 | 0.7% | -7.9% | -14.1% | -10.7% | -8.9% | 17.9% | 14.0% | -3.6% | 4.0% | -8.3% | 4.7% |
| 기타 | -2.4% | -6.3% | -18.2% | -18.8% | -6.4% | -2.0% | 5.3% | -2.4% | 38.9% | -11.8% | -1.5% |
| 영업이익 | 적자 | 적자 | 적자 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 248.3% | 적전 | 적자 | 흑전 |
| 영업이익률 | -2.8%p | -0.9%p | 2.0%p | 4.4%p | 5.4%p | 8.2%p | 5.9%p | 2.1%p | -10.1%p | 0.8%p | 5.3%p |
| 순이익 | 적자 | 적자 | 적자 | 적자 | 적자 | 적자 | 적자 | 흑전 | 적전 | 적자 | 적자 |

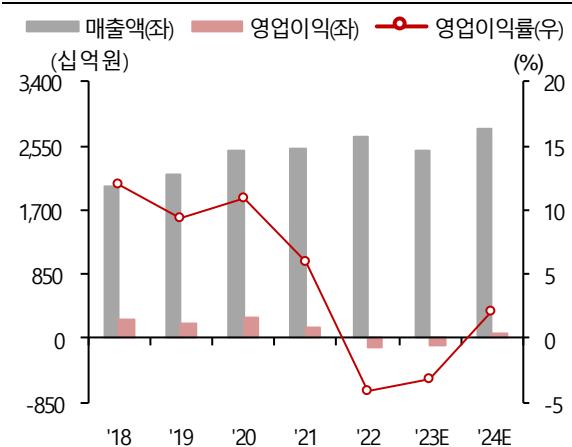
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료 : 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 목표주가 산출

| 항목 | | | | | 비고 |
|-----------------|---------|-------|----------------|-------------------------------------|-------------------------|
| 1) 영업가치 | | | | | |
| '24E EBITDA | | | 251.5 | | |
| Target Multiple | | | 15.5 | 글로벌 peers 24E EV/EBITDA 평균값에 할증 20% | |
| 적정 영업 가치 | | | 3,905.0 | | |
| 2) 투자지분 가치 | 시가총액 | 지분율 | 할인율 | 지분가치 | |
| 엔씨소프트 | 5330.2 | 8.9% | 40% | 284.0 | 과거 3 개월 평균 시가총액 40% 할인 |
| 하이브 | 9,350.5 | 12.1% | 20% | 903.6 | 지분 추가 매각 가능성 고려해 할인율 축소 |
| 코웨이 | 3,791.7 | 25.1% | 40% | 570.6 | 과거 3 개월 평균 시가총액 40% 할인 |
| 투자자산 가치 | | | | 1,758.2 | |
| 3) 순차입금 | | | | 1,175.7 | |
| 합산 가치 1)+2)-3) | | | | 4,487.5 | |
| 주식 수 (천 주) | | | | 81,934.6 | |
| 적정 주가(원) | | | | 54,769 | |
| 목표 주가(원) | | | | 55,000 | |
| 현재 주가(원) | | | | 57,100 | |
| 상승 여력 | | | | -3.7% | |

자료: SK 증권

<나 혼자만 레벨업: ARISE>



자료 : 넷마블, SK 증권

<나 혼자만 레벨업: ARISE>



자료 : 넷마블, SK 증권

<아스달연대기: 세 개의 세력>



자료 : 넷마블, SK 증권

<레이븐 2>



자료 : 넷마블, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,963 | 997 | 1,019 | 785 | 898 |
| 현금및현금성자산 | 1,354 | 503 | 671 | 428 | 505 |
| 매출채권 및 기타채권 | 233 | 215 | 209 | 214 | 239 |
| 재고자산 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 비유동자산 | 8,701 | 7,938 | 7,583 | 7,478 | 7,606 |
| 장기금융자산 | 1,392 | 1,047 | 619 | 620 | 625 |
| 유형자산 | 323 | 336 | 330 | 281 | 239 |
| 무형자산 | 4,099 | 3,596 | 3,655 | 3,529 | 3,408 |
| 자산총계 | 10,664 | 8,936 | 8,602 | 8,263 | 8,503 |
| 유동부채 | 3,056 | 2,294 | 2,213 | 1,889 | 2,094 |
| 단기금융부채 | 2,211 | 1,783 | 1,728 | 1,393 | 1,550 |
| 매입채무 및 기타채무 | 166 | 130 | 207 | 212 | 236 |
| 단기충당부채 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동부채 | 1,600 | 1,020 | 1,039 | 1,045 | 1,068 |
| 장기금융부채 | 1,178 | 795 | 823 | 823 | 823 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 13 | 13 | 15 | 15 | 15 |
| 장기충당부채 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 부채총계 | 4,656 | 3,314 | 3,252 | 2,934 | 3,162 |
| 지배주주지분 | 5,791 | 5,461 | 5,230 | 5,216 | 5,224 |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 3,897 | 3,897 | 3,899 | 3,899 | 3,899 |
| 기타자본구성요소 | -1,059 | -525 | -528 | -528 | -528 |
| 자기주식 | -405 | -405 | -405 | -405 | -405 |
| 이익잉여금 | 2,235 | 1,378 | 1,282 | 1,267 | 1,276 |
| 비지배주주지분 | 216 | 161 | 119 | 114 | 117 |
| 자본총계 | 6,008 | 5,622 | 5,350 | 5,329 | 5,341 |
| 부채와자본총계 | 10,664 | 8,936 | 8,602 | 8,263 | 8,503 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 159 | -365 | 131 | 165 | 221 |
| 당기순이익(손실) | 249 | -886 | -134 | -21 | 12 |
| 비현금성항목등 | 90 | 1,088 | 265 | 303 | 296 |
| 유형자산감가상각비 | 44 | 54 | 56 | 49 | 42 |
| 무형자산상각비 | 107 | 178 | 132 | 125 | 121 |
| 기타 | -60 | 855 | 77 | 129 | 134 |
| 운전자본감소(증가) | -116 | -73 | 16 | 11 | 47 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 20 | 12 | -4 | -6 | -24 |
| 재고자산의감소(증가) | -0 | 1 | -0 | -0 | -0 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -99 | -8 | 4 | 6 | 24 |
| 기타 | -36 | -78 | 16 | 11 | 47 |
| 법인세납부 | -65 | -493 | 2 | 3 | -2 |
| 투자활동현금흐름 | -1,133 | 7 | 204 | -71 | -298 |
| 금융자산의감소(증가) | 1,333 | 126 | 36 | -2 | -8 |
| 유형자산의감소(증가) | -86 | -38 | -29 | 0 | 0 |
| 무형자산의감소(증가) | -15 | -82 | -191 | 0 | 0 |
| 기타 | -2,365 | 2 | 388 | -69 | -290 |
| 재무활동현금흐름 | 1,175 | -525 | -279 | -335 | 157 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 881 | -373 | -148 | -335 | 157 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 497 | -8 | -15 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 10 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -157 | -52 | -2 | 0 | 0 |
| 기타 | -56 | -92 | -115 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 96 | -851 | 168 | -243 | 77 |
| 기초현금 | 1,257 | 1,354 | 503 | 671 | 428 |
| 기말현금 | 1,354 | 503 | 671 | 428 | 505 |
| FCF | 73 | -403 | 102 | 165 | 221 |

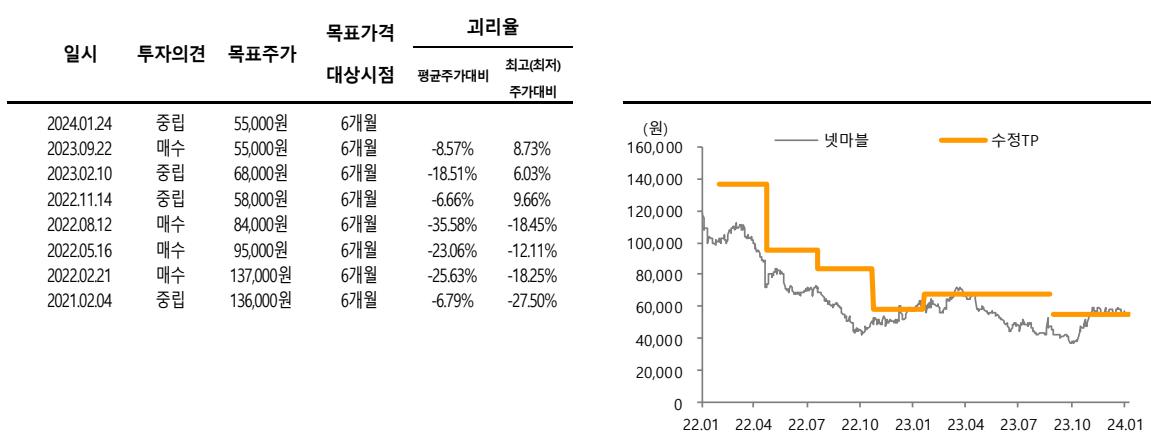
자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,507 | 2,673 | 2,502 | 2,789 | 2,957 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 2,507 | 2,673 | 2,502 | 2,789 | 2,957 |
| 매출총이익률(%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와 관리비 | 2,356 | 2,782 | 2,584 | 2,732 | 2,868 |
| 영업이익 | 151 | -109 | -82 | 57 | 89 |
| 영업이익률(%) | 6.0 | -4.1 | -3.3 | 2.0 | 3.0 |
| 비영업순익 | 200 | -833 | -88 | -81 | -75 |
| 순금융순익 | -28 | -100 | -132 | -132 | -132 |
| 외환관련순익 | 32 | -123 | -28 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자순익 | 210 | 80 | 131 | 106 | 112 |
| 세전계속사업이익 | 351 | -941 | -169 | -24 | 14 |
| 세전계속사업이익률(%) | 14.0 | -35.2 | -6.8 | -0.9 | 0.5 |
| 계속사업법인세 | 102 | -55 | -35 | -3 | 2 |
| 계속사업이익 | 249 | -886 | -134 | -21 | 12 |
| 증단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 249 | -886 | -134 | -21 | 12 |
| 순이익률(%) | 9.9 | -33.2 | -5.3 | -0.7 | 0.4 |
| 지배주주 | 240 | -819 | -96 | -15 | 9 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 9.6 | -30.6 | -3.8 | -0.5 | 0.3 |
| 비지배주주 | 9 | -67 | -38 | -6 | 4 |
| 총포괄이익 | 503 | -880 | -265 | -21 | 12 |
| 지배주주 | 488 | -821 | -230 | -17 | 10 |
| 비지배주주 | 15 | -59 | -35 | -4 | 2 |
| EBITDA | 302 | 124 | 107 | 231 | 251 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 0.9 | 6.6 | -6.4 | 11.5 | 6.0 |
| 영업이익 | -44.5 | 적전 | 적지 | 흑전 | 55.0 |
| 세전계속사업이익 | -260 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| EBITDA | -21.4 | -59.0 | -13.8 | 116.9 | 8.6 |
| EPS | -23.3 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 2.6 | -9.0 | -1.5 | -0.2 | 0.1 |
| ROE | 4.3 | -14.6 | -1.8 | -0.3 | 0.2 |
| EBITDA마진 | 12.0 | 4.6 | 4.3 | 8.3 | 8.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 64.2 | 43.5 | 46.0 | 41.5 | 42.9 |
| 부채비율 | 77.5 | 58.9 | 60.8 | 55.1 | 59.2 |
| 순차입금/자기자본 | 29.4 | 34.4 | 33.5 | 31.9 | 33.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 8.3 | 1.1 | 0.7 | 1.5 | 1.6 |
| 배당성향 | 18.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 2,795 | -9,531 | -1,112 | -171 | 99 |
| BPS | 72,095 | 68,250 | 65,567 | 65,396 | 65,495 |
| CFPS | 4,547 | -6,827 | 1,077 | 1,854 | 1,990 |
| 주당 현금배당금 | 528 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 44.7 | -6.3 | -52.3 | -325.2 | 560.2 |
| PBR | 1.7 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| PCR | 27.5 | -8.8 | 53.9 | 29.9 | 27.9 |
| EV/EBITDA | 42.2 | 58.9 | 64.8 | 28.5 | 26.5 |
| 배당수익률 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |



Compliance Notice

작성자(님호자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 24일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 95.38% | 중립 | 4.62% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|