



Marketperform(Maintain)

목표주가: 57,000원(하향)

주가(10/30): 57,300원

시가총액: 49,251억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,593.79pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	69,400원
등락률	-17.4%
수익률	절대
1M	-3.7%
6M	2.5%
1Y	39.4%
	최저가
	49.4%
	상대
	-3.7%
	6.4%
	27.3%

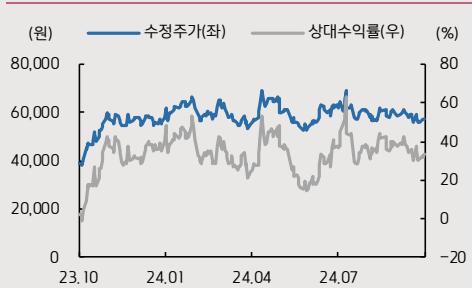
Company Data

발행주식수	85,954천주
일평균 거래량(3M)	161천주
외국인 지분율	26.2%
배당수익률(24E)	0.9%
BPS(24E)	56,576원
주요 주주	방준혁 외 13인
	24.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,673.4	2,502.1	2,782.9	2,826.2
영업이익	-108.7	-68.5	229.9	191.9
EBITDA	123.7	117.0	393.7	350.6
세전이익	-941.5	-158.6	252.4	241.5
순이익	-886.4	-303.9	178.7	185.7
지배주주지분순이익	-819.2	-255.7	210.4	213.7
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,447	2,487
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	1.6
PER(배)	-6.3	-19.5	23.4	23.0
PBR(배)	0.95	1.00	1.01	1.04
EV/EBITDA(배)	58.9	57.1	16.1	17.4
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.3	6.8
ROE(%)	-14.6	-4.9	4.3	4.4
순차입금비율(%)	34.4	31.3	27.4	23.5

Price Trend



기업 업데이트

넷마블 (251270)

유연한 전략이 요구



동사에 대한 목표주가를 기준 6.4만원에서 5.7만원으로 하향하고, 투자의견을 Marketperform으로 유지한다. 동사 내외부 멀티 IP를 활용해 게임성을 중심으로 유저들에게 인정받을 수 있는 콘솔 신작 공개를 하여 브랜드 이미지를 제고하고 IP별 마일스톤에 대한 누적을 통해 실적의 안정성을 높여나갈 필요가 명확하다.

>>> 동사 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기준 6.4만원에서 5.7만원으로 하향하고, 투자의견을 Marketperform으로 유지한다. 목표주가는 25E 지배주주순이익 2,137억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 타겟 밸류에이션은 동사 다작 중심의 신작 라인업에 대한 추정치 미반영에 대한 반대급부로서, 기존 22.5배에서 상향 적용한 결과로, 신작 출시 이후 매출 지속성에 약점을 보이는 동사 상황을 고려할 때 우호적 밸류에이션을 적용한 것임을 강조한다.

>>> 신작 추정치 및 3Q 프리뷰

동사 주요 출시 게임인 나 혼자만 레벨업, 레이븐2 24E 일평균 매출은 각각 15억원, 5억원으로 추정치를 조정했으며, 동 게임별 25E 일평균 매출은 각각 7억원, 2.7억원으로 추정 반영하였는 바, 동사의 주요 약점인 PLC 관리 문제가 해당 게임별 투영되었다고 할 수 있다. 당사가 내년 동사 메인 신작으로 감안 중인 일곱개의 대죄 오리진은 초기 분기 기준 3Q25E 일평균 매출 15억원과 25E 일평균 매출 13.1억원을 추정치로 유지하고 있는 상황이다. 3Q24E 동사 매출액과 영업이익은 각각 7,048억원과 612억원을 전망한다. 2분기 출시작인 나 혼자만 레벨업과 아스달 연대기 매출이 전분기대비 각각 26%, 66% 감소될 것으로 예상하고, 여기에 기존 라인업의 자연 감소 등이 추가되면서 총 매출은 전분기대비 10% 감소할 것으로 전망된다. 비용단에서는 인건비와 마케팅비의 효율적 관리 기제가 지속되고 있긴 하나 탑라인 감소 등 영향으로 영업이익은 전분기대비 45% 감소하면서 이익 지속성과 가시성이 열어진 상황이다.

>>> 콘솔 플랫폼 역량 강화 요구

동사는 오랜 시간 동안 모바일 위주 신작과 사업 전략을 구사해 왔지만 인게임 BM을 중심으로 매출 지속성을 유지하지 못하는 등 PLC 관리에 여러 문제점을 노출해 왔으며, 향후 시장의 메인 세그먼트로 자리잡을 콘솔 플랫폼 개발 역량 강화에 소극적인 모습을 보이고 있다. 동사 내외부 멀티 IP를 활용해 게임성을 중심으로 유저에게 인정받을 수 있는 콘솔 신작 공개를 하여 브랜드 이미지를 제고하고 IP별 마일스톤에 대한 누적을 통해 실적의 안정성을 높여나갈 필요가 명확한 바, 이제는 모바일에 집중한 과거와 달리 콘솔 플랫폼 중심으로 유연한 개발 전략을 구사해 기업가치에 대한 레벨업을 만들어낼 필요성이 존재한다 할 수 있다.

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	704.8	710.6	2,502.1	2,782.9	2,826.2
모바일 게임	543.6	552.0	574.1	584.3	520.4	722.2	643.6	638.8	2,253.9	2,525.0	2,560.4
온라인 게임	7.8	7.3	7.1	9.4	8.6	7.0	6.8	9.0	31.6	31.4	30.3
기타	51.3	44.1	49.4	71.8	56.4	52.9	54.4	62.8	216.6	226.4	235.5
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	670.9	643.5	656.8	2,570.5	2,553.0	2,634.4
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	111.2	61.2	53.8	-68.5	229.9	191.9
영업이익률(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	8.7%	7.6%	-2.7%	8.3%	6.8%
영업외순익	-25.4	-27.4	-11.1	-26.2	-2.8	106.2	21.3	-102.1	-90.1	22.5	49.7
법인세차감전순이익	-53.6	-64.7	-33.0	-7.3	0.9	217.4	82.5	-48.3	-158.6	252.4	241.5
법인세차감전순이익률(%)	-8.9%	-10.7%	-5.2%	-1.1%	0.1%	27.8%	11.7%	-6.8%	-6.3%	9.1%	8.5%
법인세비용	-7.8	-20.6	-4.5	178.2	10.7	55.1	19.1	-11.2	145.3	73.7	55.8
법인세율(%)	14.6%	31.9%	13.7%	-2431.7%	1236.3%	25.3%	23.1%	23.1%	-91.6%	29.2%	23.1%
당기순이익	-45.8	-44.1	-28.5	-185.6	-9.9	162.3	63.4	-37.1	-303.9	178.7	185.7
당기순이익률(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.7%	9.0%	-5.2%	-12.1%	6.4%	6.6%
지배주주지분	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	169.5	70.9	-29.6	-255.7	210.4	213.7
비지배주주지분	-8.1	-17.0	-9.5	-13.7	-9.4	-7.2	-7.5	-7.5	-48.2	-31.7	-28.0

주: 나 혼자만 레벨업, 아스달 연대기 및 레이븐2 매출은 모바일 플랫폼으로 일괄 분류

자료: 넷마블, 키움증권

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	2,911.7	2,975.6	2,973.1	2,782.9	2,826.2	2,832.1	-4.4%	-5.0%	-4.7%
영업이익	331.9	329.5	287.5	229.9	191.9	153.8	-30.7%	-41.8%	-46.5%
영업이익률	11.4%	11.1%	9.7%	8.3%	6.8%	5.4%	-3.1%	-4.3%	-4.2%
법인세차감전순이익	346.6	323.0	323.9	252.4	241.5	239.1	-27.2%	-25.2%	-26.2%
당기순이익	250.6	247.7	248.3	178.7	185.7	183.9	-28.7%	-25.0%	-25.9%
지배주주지분	277.2	263.7	260.3	210.4	213.7	209.9	-24.1%	-18.9%	-19.4%

자료: 키움증권

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전					변경 후					차이(% , %P)		
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	
매출액	773.4	770.8	691.4	661.2	704.8	710.6	667.6	639.7	-8.9%	-7.8%	-3.4%	-3.2%	
영업이익	113.4	103.5	79.9	44.9	61.2	53.8	55.2	21.9	-46.0%	-48.0%	-30.9%	-51.3%	
영업이익률	14.7%	13.4%	11.6%	6.8%	8.7%	7.6%	8.3%	3.4%	-6.0%	-5.9%	-3.3%	-3.4%	
법인세차감전순이익	131.7	-3.3	101.4	66.4	82.5	-48.3	77.6	44.3	-37.4%	적확	-23.5%	-33.3%	
당기순이익	100.7	-2.5	77.8	50.9	63.4	-37.1	59.7	34.1	-37.0%	적확	-23.2%	-33.1%	
지배주주지분	105.7	2.5	81.8	54.9	70.9	-29.6	66.7	41.1	-32.9%	적전	-18.4%	-25.2%	

자료: 키움증권

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673.4	2,502.1	2,782.9	2,826.2	2,832.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,673.4	2,502.1	2,782.9	2,826.2	2,832.1
판관비	2,782.1	2,570.5	2,553.0	2,634.4	2,678.3
영업이익	-108.7	-68.5	229.9	191.9	153.8
EBITDA	123.7	117.0	393.7	350.6	307.8
영업외손익	-832.8	-90.1	22.5	49.7	85.3
이자수익	12.8	16.4	24.1	31.3	37.6
이자비용	112.8	146.7	146.7	146.7	146.7
외환관련이익	226.5	36.7	23.5	24.0	24.5
외환관련손실	349.1	70.8	55.5	56.6	57.7
종속 및 관계기업손익	80.2	112.8	147.8	189.7	212.8
기타	-690.4	-38.5	29.3	8.0	14.8
법인세차감전이익	-941.5	-158.6	252.4	241.5	239.1
법인세비용	-55.1	145.3	73.7	55.8	55.2
계속사업순손익	-886.4	-303.9	178.7	185.7	183.9
당기순이익	-886.4	-303.9	178.7	185.7	183.9
지배주주순이익	-819.2	-255.7	210.4	213.7	209.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.6	-6.4	11.2	1.6	0.2
영업이익 증감율	-172.0	-37.0	-435.6	-16.5	-19.9
EBITDA 증감율	-59.0	-5.4	236.5	-10.9	-12.2
지배주주순이익 증감율	-441.0	-68.8	-182.3	1.6	-1.8
EPS 증감율	적전	적지	흑전	1.6	-1.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.3	6.8	5.4
EBITDA Margin(%)	4.6	4.7	14.1	12.4	10.9
지배주주순이익률(%)	-30.6	-10.2	7.6	7.6	7.4

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408.4	-98.1	455.5	480.1	454.7
당기순이익	-886.4	-303.9	178.7	185.7	183.9
비현금항목의 가감	1,087.8	440.3	512.3	440.3	405.6
유형자산감가상각비	54.1	56.5	57.4	58.0	58.4
무형자산감가상각비	178.3	128.9	106.3	100.7	95.6
지분법평가손익	-81.4	-423.5	-147.8	-189.7	-212.8
기타	936.8	678.4	496.4	471.3	464.4
영업활동자산부채증감	-73.4	-121.0	-52.2	12.3	16.6
매출채권및기타채권의감소	11.9	-80.4	-30.5	-4.7	-0.6
재고자산의감소	1.1	-0.3	-0.3	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-8.0	-14.6	10.6	7.9	7.8
기타	-78.4	-25.7	-32.0	9.1	9.4
기타현금흐름	-536.4	-113.5	-183.3	-158.2	-151.4
투자활동 현금흐름	-40.4	524.9	290.5	290.0	289.6
유형자산의 취득	-38.7	-36.2	-60.0	-60.0	-60.0
유형자산의 처분	0.5	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-82.0	12.6	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	377.2	676.6	502.5	502.1	501.7
단기금융자산의감소(증가)	131.4	56.7	-2.1	-2.1	-2.2
기타	-428.8	-185.2	-99.9	-100.0	-99.9
재무활동 현금흐름	-549.0	-540.3	-50.0	-91.0	-91.0
차입금의 증가(감소)	-424.6	-473.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-52.5	-2.2	0.0	-41.0	-41.0
기타	-71.9	-64.6	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	147.1	40.8	-457.6	-457.8	-458.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-850.7	-72.7	238.4	221.4	195.4
기초현금 및 현금성자산	1,353.7	503.0	430.3	668.7	890.2
기말현금 및 현금성자산	503.0	430.3	668.7	890.2	1,085.5

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997.3	905.8	1,180.0	1,411.3	1,612.6
현금 및 현금성자산	503.0	430.3	668.7	890.2	1,085.5
단기금융자산	138.8	82.1	84.1	86.2	88.4
매출채권 및 기타채권	215.3	271.5	302.0	306.7	307.3
재고자산	2.8	2.7	3.0	3.1	3.1
기타유동자산	137.4	119.2	122.2	125.1	128.3
비유동자산	7,938.2	7,010.1	6,610.2	6,257.7	5,933.6
투자자산	3,572.6	3,008.8	2,654.1	2,341.6	2,052.7
유형자산	335.9	344.4	347.0	349.0	350.6
무형자산	3,596.1	3,228.8	3,172.4	3,121.7	3,076.1
기타비유동자산	433.6	428.1	436.7	445.4	454.2
자산총계	8,935.6	7,915.9	7,790.1	7,669.0	7,546.2
유동부채	2,294.0	1,905.5	1,921.7	1,935.2	1,948.8
매입채무 및 기타채무	213.2	171.8	182.4	190.3	198.1
단기금융부채	1,782.6	1,456.2	1,456.2	1,456.2	1,456.2
기타유동부채	298.2	277.5	283.1	288.7	294.5
비유동부채	1,019.8	931.3	937.7	944.3	951.1
장기금융부채	794.8	645.7	645.7	645.7	645.7
기타비유동부채	225.0	285.6	292.0	298.6	305.4
부채총계	3,313.8	2,836.8	2,859.4	2,879.5	2,899.9
자본지분	5,460.9	4,979.5	4,862.9	4,749.6	4,632.5
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.4	3,900.0	3,900.0	3,900.0	3,900.0
기타자본	-525.2	-479.9	-479.9	-479.9	-479.9
기타포괄손익누계액	702.5	422.4	136.4	-149.6	-435.7
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,297.9	1,470.6	1,639.5
비자지분	160.9	99.5	67.9	39.9	13.9
자본총계	5,621.8	5,079.0	4,930.8	4,789.5	4,646.4
투자지표					
					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-9,531	-2,975	2,447	2,487	2,442
BPS	63,533	57,933	56,576	55,258	53,895
CFPS	2,343	1,587	8,039	7,283	6,858
DPS	0	0	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-6.3	-19.5	23.4	23.0	23.5
PER(최고)	-13.7	-24.6	29.6		
PER(최저)	-4.4	-12.4	21.3		
PBR	0.95	1.00	1.01	1.04	1.06
PBR(최고)	2.06	1.27	1.28		
PBR(최저)	0.66	0.63	0.92		
PSR	1.94	2.00	1.77	1.74	1.74
PCFR	25.8	36.6	7.1	7.9	8.4
EV/EBITDA	58.9	57.1	16.1	17.4	19.1
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	22.9	22.1	22.3
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
ROA	-9.0	-3.6	2.3	2.4	2.4
ROE	-14.6	-4.9	4.3	4.4	4.5
ROIC	-7.1	-0.6	4.6	4.2	3.5
매출채권회전율	11.9	10.3	9.7	9.3	9.2
재고자산회전율	786.3	900.4	968.2	926.4	920.3
부채비율	58.9	55.9	58.0	60.1	62.4
순차입금비율	34.4	31.3	27.4	23.5	20.0
이자보상배율	-1.0	-0.5	1.6	1.3	1.0
총차입금	2,577.4	2,101.9	2,101.9	2,101.9	2,101.9
순차입금	1,935.6	1,589.5	1,349.1	1,125.5	928.0
NOPLAT	123.7	117.0	393.7	350.6	307.8
FCF	-241.0	17.5	168.2	212.5	182.9

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 '넷마블(251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

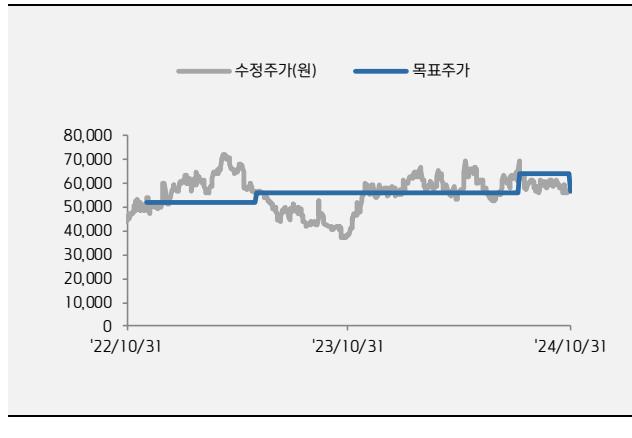
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2022-12-01	Marketperform(Maintain)	52,000원	6개월	15.25	38.65	
	2023-06-01	Marketperform(Maintain)	56,000원	6개월	-9.62	1.79	
	2023-08-09	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-16.31	6.79	
	2024-02-08	Marketperform(Downgrade)	56,000원	6개월	7.24	23.93	
	2024-08-08	Marketperform(Maintain)	64,000원	6개월	-7.10	8.44	
	2024-10-31	Marketperform(Maintain)	57,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

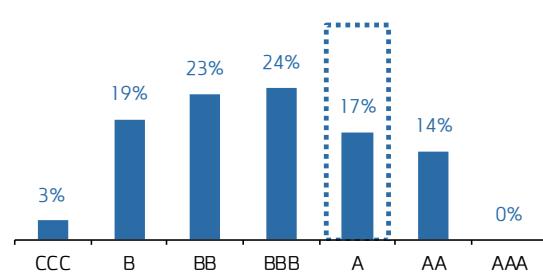
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.3	4.6		
환경	8.3	8.3	5.0%	▲1.6
탄소 배출	8.3	8.4	5.0%	▲1.6
사회	5.1	4.8	51.0%	▲0.1
인력 자원 개발	3.9	3.7	26.0%	▼0.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.4	5.8	25.0%	▲0.3
지배구조	5.1	4.5	44.0%	▼0.8
기업 지배구조	6.7	5.3		▼0.5
기업 활동	4.1	5.3		▼0.9

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ●	● ●	● ●	● ● ●	A	↔
CyberAgent, Inc.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ● ●	●	● ● ●	A	↔
Netmarble Corporation	● ●	● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ●	●	A	↔
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Bandai Namco Holdings Inc.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	B	↔
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	↔

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ↔ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치