

2024. 5. 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 (5.9) 64,800 원

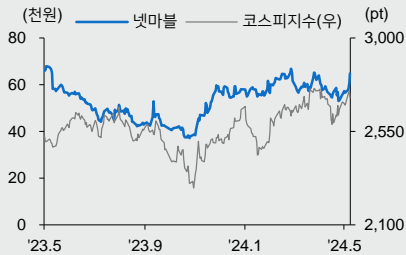
상승여력 -21.3%

KOSPI	2,712.14pt
시가총액	55,698억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.18%
외국인비중	24.28%
52주 최고/최저가	67,100원/37,200원
평균거래대금	74.4억원

주요주주(%)	
방준혁 외 16 인	24.84
CJ ENM	21.78
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	38.2	-3.4
상대주가	8.8	23.6	-10.6

주가그래프



넷마블 251270

나혼렙 성공적 런칭, 그 후

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 2개 분기 연속 흑자 전환 성공
- ✓ 2분기 출시 게임에 대한 마케팅비, 1분기 집행되지 않은 탓. 제외 시 무난했던 실적
- ✓ 4분기 하이브 지분 매각은 재무에 확연한 효과 발휘. 다만 이번 공시는 주담대 형태
- ✓ 나혼렙 초기 성과 성공적. 외부 IP 기반 게임의 낮은 마진 극복하고 retention ratio 유지에 성공한다면 유의미한 이익 추정 상황 가능

마케팅 비용 2분기로 이연된 점 제외하면 무난했던 1분기

1분기 넷마블의 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,854억원(-2.9% YoY)과 37억원을 기록하며 2개 분기 연속 흑자전환에 성공했다. 1분기 매출은 당사 추정에 부합했으나 4월 <아스달 연대기>, 5월 8일 <나혼자만 레벨업: 어라이즈(이하 나혼렙)>에 이어 5월 29일 <레이븐2> 출시가 예정되어 있는 관계로 관련 마케팅이 1분기부터 집행될 것으로 예상했으나 2분기 비용이 집중되며 1분기는 전년 동기와 유사한 마케팅비가 집행되었다. 이를 제외한 비용 부문 내 특이사항은 없었다.

동사에 따르면, 나혼렙의 출시 후 24시간 매출은 140억원을 기록했다. 과거 리니지 W의 출시 첫날 매출은 160억원 수준이었는데 첫 분기 일평균 매출은 60억원대였다. 당사는 나혼렙의 2분기 일평균 매출을 34억원으로 가정한다. 상기 비율에 비 MMORPG 장르임을 감안하였다. 최근 한미일 옥외 광고 및 <레이븐2> TV 광고 등이 집행되고 있어 연간 마케팅비 전망을 상향한다. 외부 IP 활용 게임 매출 비중은 지급수수료율에 영향을 미친다. 1분기 해당 비중은 29%로 최근 5년 내 최저치를 기록했다. 그러나 <아스달>, <나혼렙> 성과로 2분기 20%p QoQ 상승, 수수료율 상향이 예상된다. 단, PC 매출 비중이 클 경우 하락 요인으로 작용한다.

나혼렙 성공적 런칭. 유의미한 이익 상향의 조건

실적발표와 함께 4분기에 이은 하이브 지분 2.6% 처분 결정을 공시했다. 그러나 이는 내용상 주식담보대출에 해당해 금융 비용은 감소하기 어려워 보인다. 4분기 자산 유동화를 통한 차입 감소 노력은 확실히 빛을 발했다. 이로 인해 8개 분기 만에 처음으로 순자산 감소가 멈췄다. 오랜만의 대작 출현이 단비 같은 역할을 하고 있다. 외부 IP 기반 게임의 낮은 마진 극복 및 retention ratio를 유지하는 데 성공한다면 유의미한 이익 추정 상황이 가능할 것으로 판단한다.

(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
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	적지	57,933	-19.5	1.0	57.1	-4.9	55.9
2024E	2,781.3	-13.1	-9.0	-104	흑전	57,829	-621.9	1.1	47.6	-0.2	52.2
2025E	2,504.1	-29.6	31.8	370	237.1	58,199	175.0	1.1	49.8	0.6	48.5

(십억원)	1Q24P	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	585.4	602.6	-2.9	665.6	-12.0	627.2	-6.7	599.9	-2.4
영업이익	3.7	-28.2	흑전	18.8	-80.3	-8.2	N/A	-20.4	N/A
세전이익	0.9	-53.6	흑전	-7.3	흑전	16.0	-94.4	-46.0	N/A
지배순이익	-0.4	-37.7	적지	-171.9	적지	0.5	N/A	-30.3	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

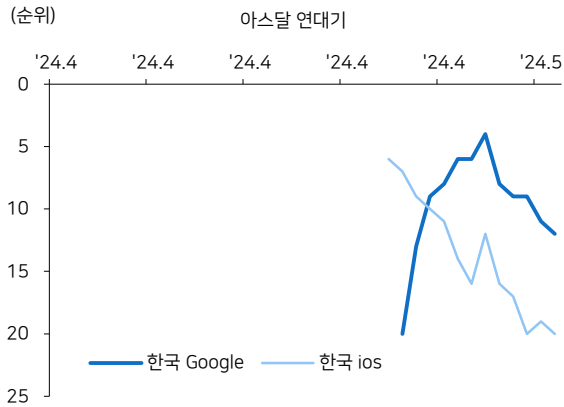
처분주식수	1,100,000
처분금액	2,200억원
처분금액	199,900원/주
처분 후 소유주식수	3,930,813
처분 후 지분비율	9.44%
처분 목적	보유주식 매각을 통한 유동성 확보
비고	주가 스왑 계약으로 양수인의 주식 매각 시 매각금액과 정산기준금액(매각주식수×기준가격)의 차액을 정산

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사
23.04.19	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투
23.07.26	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투
23.08.09	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨
23.09.06	세븐나이츠 키우기	모바일	넷마블넥서스
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	넷마블에프앤씨
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	넷마블몬스터
2H24	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤, 구로발게임즈
	일곱개의 대죄 키우기	모바일	넷마블에프앤씨
	RF 온라인 넥스트	PC, 모바일	넷마블엔투
	데미스리본	PC, 모바일	넷마블에프앤씨
2025	일곱개의 대죄: Origin	PC, 모바일, 콘솔	넷마블에프앤씨

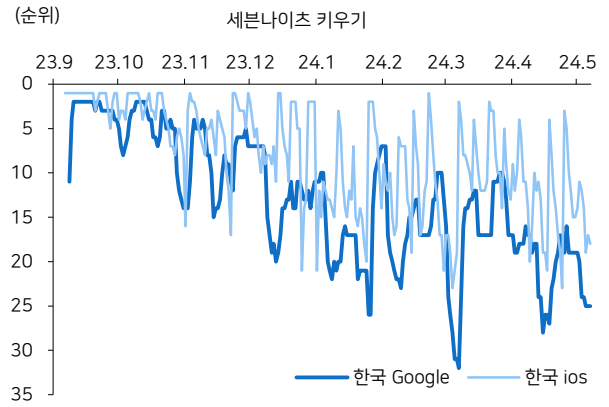
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 <아스달 연대기> 국내 매출 순위



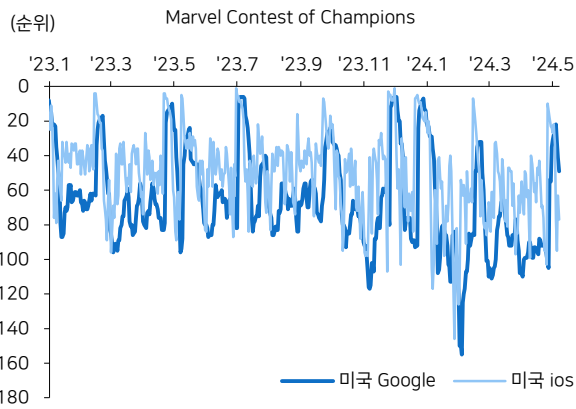
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 <세븐나이트 키우기> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <MCOC> 미국 매출 순위



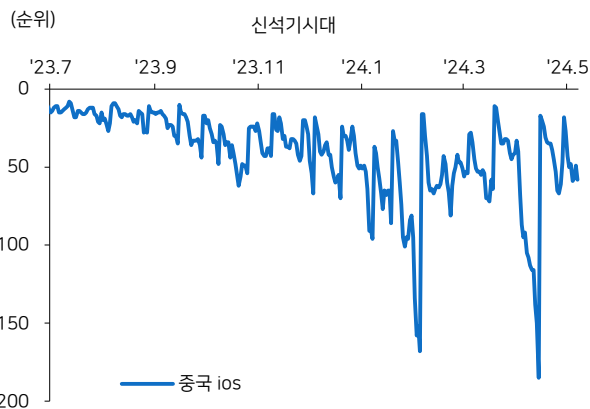
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표4 <나 혼자만 레벨업> 5/8 iOS 매출 순위

국가	순위
한국	1
브루나이	1
몰디브	2
인도네시아	2
라오스	3
프랑스	3
싱가폴	4
홍콩	4
말레이시아	4
태국	4
일본	4
마카오	5
필리핀	5
독일	5
대만	7
오스트리아	7
벨기에	10

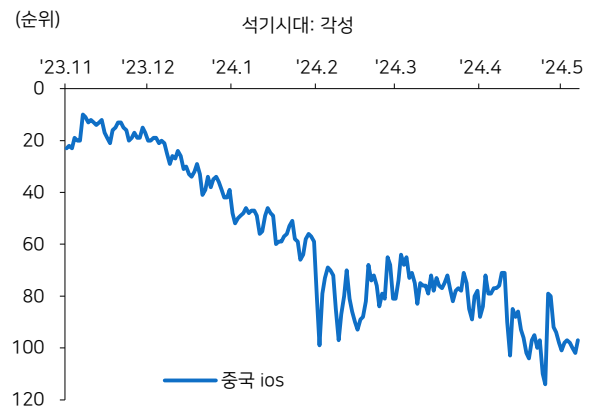
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 <신석기시대> 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 <석기시대: 각성> 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표5 넷마블 실적 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출 추정												
매출	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	777.8	708.6	709.6	2,673.4	2,502.1	2,781.3	2,504.1
모바일게임	543.6	552.0	574.1	586.5	529.1	727.8	650.3	652.2	2,488.8	2,256.1	2,559.4	2,278.2
기타	59.0	51.4	56.5	79.0	56.3	50.0	58.3	57.4	184.6	245.9	221.9	225.9
% YoY												
매출	-4.6	-8.7	-9.2	-3.1	-2.9	28.9	12.4	6.6	6.6	-6.4	11.2	-10.0
모바일게임	-7.3	-10.2	-11.5	-8.2	-2.7	31.9	13.3	11.2	8.1	-9.4	13.4	-11.0
기타	30.9	11.2	24.0	65.7	-4.7	-2.6	3.1	-27.4	-9.9	33.2	-9.8	1.8
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	772.5	725.3	714.9	2,782.1	2,570.5	2,794.4	2,533.6
% to sales	104.7	106.2	103.5	97.2	99.4	99.3	102.4	100.7	104.1	102.7	100.5	101.2
% YoY	-2.0	-7.9	-10.9	-9.0	-7.8	20.6	11.2	10.5	18.1	-7.6	8.7	-9.3
지급수수료	281.9	271.2	264.8	281.4	251.8	357.5	342.5	337.1	1,196.4	1,099.3	1,288.9	1,125.4
인건비	187.7	188.6	186.7	186.7	179.5	182.5	188.0	205.6	783.0	749.7	755.6	731.2
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	176.4	146.4	124.2	524.3	486.8	548.5	479.8
감가상각비	48.3	48.1	46.3	42.7	39.5	39.8	39.6	39.7	232.4	185.4	158.6	150.4
기타	12.6	19.5	8.9	8.3	9.4	16.3	8.9	8.3	46.1	49.3	42.8	46.8
이익 추정												
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	5.3	-16.8	-5.3	-108.7	-68.5	-13.1	-29.6
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	적지	적지	적지
영업이익률(%)	-4.7	-6.2	-3.5	2.8	0.6	0.7	-2.4	-0.7	-4.1	-2.7	-0.5	-1.2
세전이익	-53.6	-64.7	-33.0	-7.3	0.9	223.2	-13.6	-2.7	-941.5	-158.6	207.7	265.5
% YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적지	흑전	27.8
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	76.5	-5.7	-79.4	-819.2	-255.7	-9.0	31.8
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적전	적지	적지	흑전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,506.9	2,673.4	2,502.1	2,781.3	2,504.1
매출액증가율(%)	0.9	6.6	-6.4	11.2	-10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,506.9	2,673.4	2,502.1	2,781.3	2,504.1
판매관리비	2,355.9	2,782.1	2,570.5	2,794.4	2,533.6
영업이익	151.0	-108.7	-68.5	-13.1	-29.6
영업이익률(%)	6.0	-4.1	-2.7	-0.5	-1.2
금융손익	28.3	-148.2	-188.8	-107.0	-123.2
중속/관계기업손익	209.8	80.2	112.9	118.5	124.4
기타영업외손익	-38.0	-764.8	-14.2	209.9	293.8
세전계속사업이익	351.2	-941.5	-158.6	207.7	265.5
법인세비용	102.0	-55.1	145.3	187.5	197.5
당기순이익	249.2	-886.4	-303.9	20.2	68.1
지배주주지분 순이익	240.2	-819.2	-255.7	-9.0	31.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,962.6	997.3	905.8	1,117.4	1,439.0
현금및현금성자산	1,353.7	503.0	430.3	650.8	1,017.5
매출채권	201.6	189.6	254.6	291.4	262.3
재고자산	4.0	2.8	2.7	3.0	2.8
비유동자산	8,701.2	7,938.2	7,010.1	6,641.8	6,235.6
유형자산	322.8	336.0	344.4	338.1	331.7
무형자산	4,099.0	3,596.1	3,228.8	2,866.5	2,504.3
투자자산	3,869.5	3,572.6	3,008.8	3,029.1	3,011.5
자산총계	10,663.8	8,935.6	7,915.9	7,759.2	7,674.6
유동부채	3,056.2	2,294.0	1,905.6	1,867.9	1,965.7
매입채무	57.0	49.0	32.2	39.4	31.6
단기차입금	1,671.0	1,507.0	1,311.4	1,311.4	1,211.4
유동성장기부채	57.1	222.4	86.3	0.0	160.0
비유동부채	1,599.9	1,019.8	931.3	792.0	541.6
사채	159.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	539.3	455.5	371.6	371.6	211.6
부채총계	4,656.1	3,313.8	2,836.8	2,660.0	2,507.3
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,896.7	3,897.5	3,900.0	3,900.0	3,900.0
기타포괄이익누계액	710.5	702.6	422.4	422.4	422.4
이익잉여금	2,234.6	1,377.5	1,128.5	1,119.5	1,151.3
비지배주주지분	216.2	160.9	99.5	128.7	164.9
자본총계	6,007.7	5,621.8	5,079.0	5,099.2	5,167.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	137.5	-408.4	-98.1	41.8	158.5
당기순이익(손실)	249.2	-886.4	-303.9	20.2	68.1
유형자산상각비	44.0	54.1	56.5	56.4	56.4
무형자산상각비	106.6	178.3	128.9	102.2	102.2
운전자본의 증감	-115.5	-73.4	-121.0	-18.5	56.2
투자활동 현금흐름	-1,157.5	-40.4	524.9	335.0	378.2
유형자산의증가(CAPEX)	-86.4	-38.7	-36.2	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	876.5	377.2	676.6	98.2	142.0
재무활동 현금흐름	1,099.1	-549.1	-540.3	-156.3	-170.0
차입금의 증감	1,794.0	-811.9	-475.5	-156.3	-170.0
자본의 증가	10.0	0.7	2.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	96.2	-850.7	-72.7	220.5	366.6
기초현금	1,257.5	1,353.7	503.0	430.3	650.8
기말현금	1,353.7	503.0	430.3	650.8	1,017.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	29,171	31,103	29,109	32,359	29,133
EPS(지배주주)	2,796	-9,531	-2,975	-104	370
CFPS	3,949	2,343	1,587	4,003	4,393
EBITDAPS	3,509	1,439	1,361	1,693	1,501
BPS	67,379	63,533	57,933	57,829	58,199
DPS	528	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	44.7	-6.3	-19.5	-621.9	175.0
PCR	31.7	25.8	36.6	16.2	14.8
PSR	4.3	1.9	2.0	2.0	2.2
PBR	1.9	1.0	1.0	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	301.6	123.7	117.0	145.5	129.0
EV/EBITDA	42.2	58.9	57.1	47.6	49.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.3	-14.6	-4.9	-0.2	0.6
EBITDA 이익률	12.0	4.6	4.7	5.2	5.2
부채비율	77.5	58.9	55.9	52.2	48.5
금융비용부담률	1.4	4.2	5.9	4.6	4.7
이자보상배율(x)	4.2	-1.0	-0.5	-0.1	-0.3
매출채권회전율(x)	13.1	13.7	11.3	10.2	9.0
재고자산회전율(x)	583.8	786.3	900.4	973.3	859.1

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	<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>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

