

넷마블 (251270)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

59,000

상향

현재주가

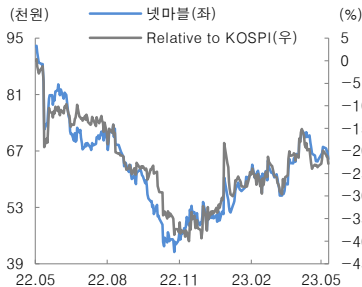
65,000

(23.05.11)

다지털컨텐츠업종

KOSPI	2491
시가총액	5,587십억원
시가총액비중	0.28%
지분금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	88,600원 / 41,950원
120일 평균거래대금	195억원
외국인지분율	22.69%
주요주주	방준혁 외 15 인 24.85% CJ ENM 21.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.3	4.7	28.5	-26.6
상대수익률	-6.2	3.8	28.1	-23.7



주요 라인업 매출 하락에 1분기 적자 폭 확대

- 1Q, 주요 라인업 매출 하락 및 신작 부재로 비용 통제에도 부진한 실적 기록
- 2Q부터 신작 출시 예정이나 반영 일수 부족, 마케팅비 증가로 2Q 적자 지속 예상
- 중국 관련 단기 모멘텀 발생 가능 판단. 단, 흥행과 실적 기여에 보수적 접근 추천

투자의견 MarketPerform 유지, TP 59,000원으로 기존 대비 7.3% 상향

SOTP 방식 적용. 1) 영업자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 peer의 12MF EV/EBITDA 평균(13x) 대비 30% 할증하여 약 4.3조원으로 추정. 중국 출시 모멘텀 반영하여 멀티플 30% 할증. 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 1조 2,627억원, 엔씨소프트 지분가치 5,027억원, 코웨이 지분가치 5,542억원 등 총 투자자산 지분가치 2조 3,195억원으로 가정

이를 반영한 목표주가는 기존 대비 7.3% 상향하나 현주가 대비 상승여력이 크지 않아 시장 수익률 의견 유지

비용 통제에도 기존 라인업 매출 하락에 실적 부진

1Q23 매출액 6,026억원(YoY -4.6%, QoQ -12.3%), 영업손실 -282억원(YoY, QoQ 적자지속). 매출, 영업이익 모두 컨센서스 하회하는 실적 기록

동사의 주요 게임 MCoC, 스피엑스 게임 3종 등의 매출 하락 및 신작 부재가 실적 부진에 영향. 2분기엔 2종(5월 모두의 마블: 메타월드, 6월 그랜드크로스W)의 신작이 있긴 하나 흥행 부진 및 반영 일수 부족으로 전반적인 게임 사업의 매출 반등은 어려울 것으로 예상

마케팅비 1,003억원 기록(YoY -11%, QoQ -18%) 기록. 신작 부재와 비용 통제 기조 영향. 다만, 2분기부터 연내 9종의 신작 출시 계획으로 마케팅비 증가 예상.

이에 따라 2분기는 적자 지속 예상

중국 게임 출시 관련. 출시 시점 가까워질수록 단기적 주가 모멘텀은 발생할 수 있겠지만, 흥행 및 실적 기여 관해서는 보수적인 접근 추천. 중국 출시 예정인 4종의 게임은 다른 지역에 기 출시한 바 있으며, 중국 시장의 눈높이가 높아졌기 때문에 한국 게임의 흥행 성과는 과거보다 낮아졌다고 판단. 또한 흥행을 가정한다 하더라도 넷마블 실적에 기여할 수 있는 RS는 20% 중반 수준으로 낮을 것으로 예상.

Marketperform 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	1Q22	4Q22	직전추정	잠정치	1Q23			2Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	631	687	655	603	-4.6	-12.3	642	609	-7.8	1.0
영업이익	-12	-20	-6	-28	적지	적지	-21	-20	적지	적지
순이익	-43	-412	-169	-37	적지	적지	-65	-30	적지	적지

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,507	2,673	2,613	2,837	2,669
영업이익	151	-104	-47	283	213
세전순이익	351	-937	-121	225	147
총당기순이익	249	-882	-101	169	111
지배지분순이익	240	-819	-88	154	101
EPS	2,795	-9,527	-1,020	1,789	1,171
PER	44.7	NA	NA	36.3	55.5
BPS	67,389	61,481	63,447	69,461	76,308
PBR	1.9	0.8	1.0	0.9	0.9
ROE	4.3	-14.8	-1.6	2.7	1.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	2,900	2,873	2,613	2,837	-9.9	-1.2
판매비와 관리비	2,846	2,734	2,660	2,555	-6.5	-6.5
영업이익	55	139	-47	283	적자조정	103.4
영업이익률	1.9	4.8	-1.8	10.0	적자조정	5.1
영업외손익	-58	-50	-74	-57	적자유지	적자유지
세전순이익	-3	89	-121	225	적자유지	153.1
자비차분순이익	-25	60	-88	154	적자유지	156.4
순이익률	-0.9	2.3	-3.9	6.0	적자유지	3.6
EPS(자비차분순이익)	-285	698	-1,020	1,789	적자유지	156.4

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
(A) SoTP Valuation		
(1) 영업 가치		
12MF EBITDA	285.7	Activision Blizzard, EA, Nintendo 등 글로벌 peer 9개사의 12MF EV/EBITDA 평균대비 30% 할증
Target EV/EBITDA	16.9	
적정 가치	4,345.5	
(2) 투자자산 가치		
하이브 적정가치	11,556.4	현재 추가 기준
지분율	18.2%	
할인율	40.0%	
하이브 지분가치 (a)	1,262.7	
엔씨소프트 적정가치	9,434.9	엔씨소프트 목표주가(43만원) 기준
지분율	8.9%	
할인율	40.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	502.7	
코웨이 적정가치	3,682.6	현재 추가 기준
지분율	25.1%	
할인율	40.0%	
코웨이 지분가치 (c)	554.2	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	2,319.5	
(3) 순현금	-1,575.1	4Q22 별도 기준 현금
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	5,089.9	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	59,217	
목표 주가(원)	59,000	
현재 주가(원)	65,000	
상승 여력	-9.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 넷마블 실적 추정표

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	631.5	660.6	694.4	686.9	602.6	608.8	680.7	720.7	2,673.4	2,612.8	2,837.2
제2의 나라	44.2	66.1	55.6	34.3	30.1	30.0	28.6	27.0	200.2	115.7	93.7
마블 콘테스트 오브 챔피언	56.8	66.1	76.4	89.3	54.2	53.9	52.9	51.3	288.6	212.4	122.5
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	44.2	46.2	41.7	48.1	42.2	42.9	39.1	45.1	180.2	169.3	161.3
리니지2 레볼루션	25.3	26.4	27.8	27.5	30.1	26.6	26.6	26.3	106.9	109.6	101.6
해리포터 호그와트 미스터리	18.9	19.8	20.8	20.6	18.1	17.5	17.2	16.7	80.2	69.5	61.4
블레이드&소울 레볼루션	25.3	19.8	20.8	20.6	24.1	19.8	19.6	19.2	86.5	82.7	72.5
스핀엑스 게임 3종	145.2	158.5	166.7	171.7	150.7	149.1	141.7	140.3	642.2	581.7	547.2
세븐나이츠레볼루션			20.8	18.4	17.1	16.4	15.8	15.0	39.2	64.3	46.0
기타 (기타, 신작, 중국판호)	271.5	257.6	263.9	256.4	236.0	252.4	339.3	379.8	1,049.4	1,207.5	1,684.7
영업비용	643.4	695.3	732.4	706.7	630.8	628.4	677.1	723.4	2,777.8	2,659.7	2,554.6
인건비	186.8	189.7	203.0	199.8	187.5	189.4	191.3	220.0	779.3	788.1	875.0
지급수수료	245.5	260.8	278.5	271.4	247.1	227.3	244.7	260.3	1,056.2	979.3	881.8
마케팅비	112.9	144.4	144.9	122.2	100.3	115.3	144.2	145.6	524.4	505.4	402.2
감가비	57.6	56.2	58.8	59.6	48.3	48.8	49.3	49.8	232.2	196.1	204.1
기타	40.6	44.2	47.2	53.7	47.6	47.6	47.7	47.7	185.7	190.7	191.4
영업이익	-11.9	-34.7	-38.0	-19.8	-28.2	-19.7	3.7	-2.7	-104.4	-46.9	282.7
영업이익률	-1.9%	-5.3%	-5.5%	-2.9%	-4.7%	-3.2%	0.5%	-0.4%	-3.9%	-1.8%	10.0%
지배주주지분 순이익	-43.0	-118.3	-245.2	-412.6	-37.7	-31.1	-7.2	-11.6	-819.2	-87.6	153.8
순이익률	-6.8%	-17.9%	-35.3%	-60.1%	-6.3%	-5.1%	-1.1%	-1.6%	-30.6%	-3.4%	5.3%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center
 주: 신작 및 중국에 출시되는 게임은 기타 매출에 포함

그림 1. 2023년 신작 라인업

글로벌 출시

2023년 상반기

- 그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄 (전략)
- 신의 탑: 새로운 세계 (수집형 RPG)

2023년 하반기

- 나 혼자만 레벨업: ARISE (액션 RPG)
- 아스달 연대기 (MMORPG)
- 원탁의 기사 (전략 RPG)
- 세븐나이츠 키우기 (방치형 RPG)
- 파리곤: 디 오버프라임 (TPS MOBA)
- 하이프스쿼드 (액션 배틀)
- 모두의마블2: 메타월드 (캐주얼, 한국/일본 출시)

중국 출시

2023년

- 일곱개의 대죄
- A3: Still Alive
- 삼타이탄
- STONEAGE (신석기시대)
- 제2의 나라: 크로스월드

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

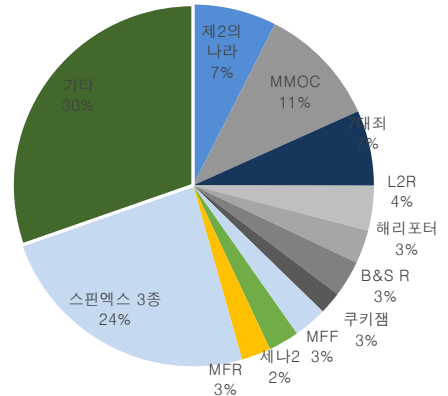
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 3Q21년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 14인 64%, 엔씨소프트 7%, 국민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

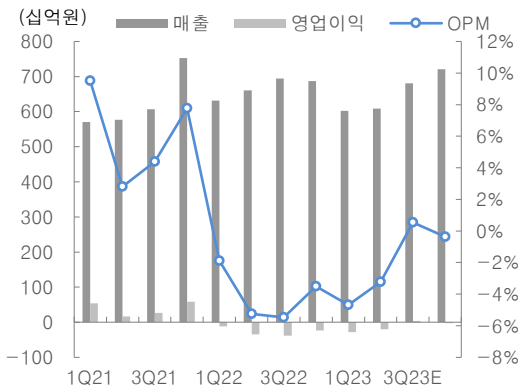
게임별 매출 비중 (2022년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

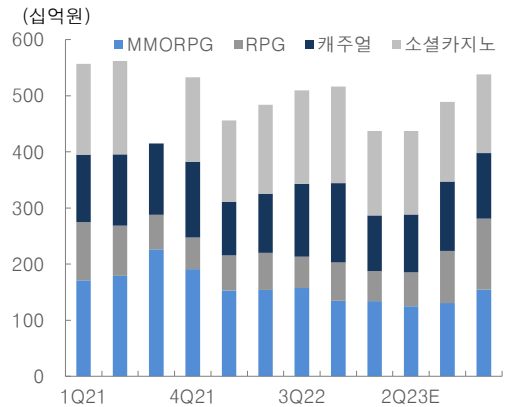
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



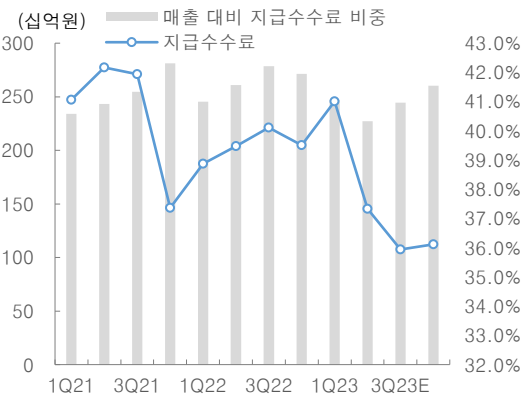
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

장르별 매출 추이 및 전망



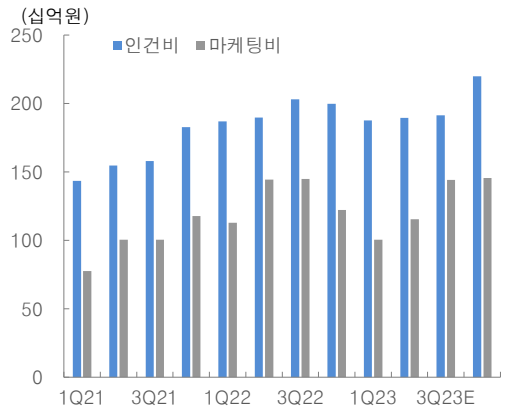
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,507	2,673	2,613	2,837	2,669
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,507	2,673	2,613	2,837	2,669
판매비용포함비	2,356	2,778	2,660	2,555	2,456
영업이익	151	-104	-47	283	213
영업이익률	6.0	-3.9	-1.8	10.0	8.0
EBITDA	302	39	98	427	358
영업외손익	200	-833	-74	-57	-66
관계기업손익	210	80	0	0	0
금융수익	102	327	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-74	-471	-74	-57	-66
외환관련손실	25	16	16	16	16
기타	-38	-770	0	0	0
법인세비용차감전순이익	351	-937	-121	225	147
법인세비용	-102	55	21	-56	-37
계속사업순이익	249	-882	-101	169	111
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	249	-882	-101	169	111
당기순이익률	9.9	-33.0	-3.9	6.0	4.1
비재계분순이익	9	-63	-13	15	10
재계분순이익	240	-819	-88	154	101
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	25	25	25	25	25
포괄순이익	503	-628	153	422	364
비재계분포괄이익	15	-63	18	49	33
재계분포괄이익	488	-566	135	373	332

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,795	-9,527	-1,020	1,789	1,171
PER	44.7	NA	NA	27.9	42.6
BPS	67,389	61,481	63,447	69,461	76,308
PBR	1.9	0.8	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	3,509	455	1,135	4,973	4,167
EV/EBITDA	42.2	177.8	83.9	18.3	20.8
SPS	29,171	31,103	30,398	33,009	31,052
PSR	4.3	1.6	2.1	2.0	2.1
CFPS	3,949	-9,651	788	4,822	3,915
DPS	528	770	640	640	640

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	0.9	6.6	-2.3	8.6	-5.9
영업이익 증감률	-44.5	작전	작지	흑전	-24.5
순이익 증감률	-26.3	작전	작지	흑전	-34.6
수익성					
ROIC	3.7	-2.4	-1.0	5.4	4.1
ROA	1.6	-1.0	-0.5	2.7	1.9
ROE	4.3	-14.8	-1.6	2.7	1.6
안정성					
부채비율	77.5	86.0	83.3	76.2	69.3
순차입금비율	29.4	45.0	42.4	32.8	23.8
이자보상비율	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 빗바들 대신증권 Research Center

재무상태표 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,963	1,329	1,390	1,779	2,174
현금및현금성자산	1,354	757	861	1,259	1,687
매출채권 및 기타채권	233	247	242	260	246
재고자산	4	4	4	4	4
기타유동자산	372	320	283	256	236
비유동자산	8,701	8,868	8,980	9,132	9,344
유형자산	323	364	399	430	456
관계기업투자금	2,477	2,645	2,732	2,819	2,906
기타비유동자산	5,901	5,859	5,849	5,884	5,982
자산총계	10,664	10,196	10,370	10,912	11,518
유동부채	3,056	3,115	3,113	3,118	3,114
매입채무 및 기타채무	229	232	231	236	232
차입금	1,671	1,671	1,671	1,671	1,671
유동상채무	57	95	95	95	95
기타유동부채	1,100	1,116	1,116	1,116	1,116
비유동부채	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
차입금	699	699	699	699	699
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	901	901	901	901	901
부채총계	4,656	4,714	4,713	4,718	4,714
자본계분	5,791	5,284	5,453	5,970	6,559
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	2,235	1,372	1,222	1,323	1,371
기타자본변동	-349	7	326	742	1,282
비재계분	216	197	204	223	245
자본총계	6,008	5,482	5,657	6,193	6,804
순차입금	1,765	2,468	2,401	2,030	1,622

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	137	-804	72	325	290
당기순이익	249	-882	-101	169	111
비현금영향목의가감	90	52	168	246	226
감가상각비	151	143	144	145	145
외환손익	-30	-2	-2	-2	-2
자본법정평가손익	-210	-80	0	0	0
기타	179	-9	26	103	83
자산부채의증감	-116	-46	-33	-50	-26
기타현금흐름	-86	72	37	-40	-20
투자활동 현금흐름	-1,158	1,699	1,759	1,748	1,739
투자자산	1,204	-171	-92	-93	-95
유형자산	-86	-86	-86	-86	-86
기타	-2,275	1,956	1,937	1,927	1,920
재무활동 현금흐름	1,099	-55	-113	-102	-102
단기차입금	881	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	415	0	0	0	0
유상증자	10	0	0	0	0
현금배당	-157	-43	-63	-52	-52
기타	-50	-12	-50	-50	-50
현금의 증감	96	-596	104	398	428
기초 현금	1,257	1,354	757	861	1,259
기말 현금	1,354	757	861	1,259	1,687
NOPLAT	107	-98	-39	212	160
FCF	156	-41	19	270	218

[Compliance Notice]

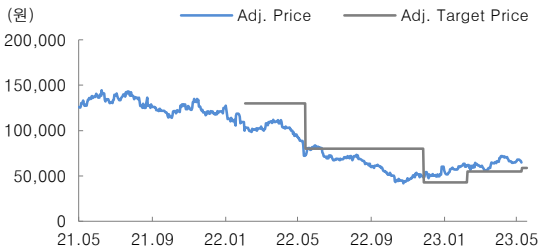
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당시 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.05.12	23.05.11	23.02.10	22.11.29	22.11.16	22.05.16
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform	6개월 경과	Buy
목표주가	59,000	55,000	55,000	43,000	80,000	80,000
과다율(평균%)			16.38	28.00	(36.81)	(20.74)
과다율(최대/최소%)		(100.00)	1.64	10.35	(33.25)	4.38
제시일자	22.02.10	22.02.04				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	130,000	130,000				
과다율(평균%)	(21.72)	(20.77)				
과다율(최대/최소%)	(13.85)	(20.77)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230509)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상