

# 넷마블

## 251270

Aug 09, 2023

**Buy** 유지  
**TP 77,000 원** 유지

Company Data

현재가(08/08)	47,550 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	73,500 원
52 주 최저가(보통주)	41,950 원
KOSPI (08/08)	2,573.98p
KOSDAQ (08/08)	892.34p
자본금	86 억원
시가총액	40,871 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	17.9 만주
평균거래대금(60 일)	86 억원
외국인자분(보통주)	23.25%
주요주주	
방준혁 외 13 인	24.85%
CJENM	21.78%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	-21.3	-33.5
상대주가	4.0	-24.0	-35.6

### 재무구조 개선에 대한 의지 피력

2Q23 Review: 매출 컨센서스 부합 & 영업이익 하회

넷마블 2Q23 매출은 6,033억원(YoY -8.7%, QoQ +0.1%)으로 시장 예상치(6,134억원)에 부합하였으나, 영업이익은 일회성 퇴직위로금 발생 및 마케팅비 영향으로 -372억원(YoY 적자 지속, QoQ 적자 지속)으로 컨센서스(-259억원)을 하회. 매출은 기존작들의 매출 하향 및 '모두의 마블2: 메타월드'(글로벌)의 초기 성과 부진에도 '마블 콘테스트 오브 챔피언스'의 업데이트 영향으로 전분기와 유사한 수준을 기록.

영업비용 중 인건비는 인력 조정에 따른 일회성 퇴직 위로금 지급으로 1,932억원(YoY +1.8%, QoQ +3.0%) 수준을 기록하였으며, 마케팅비는 신작 출시에 따른 사전 마케팅비 집행으로 1,131억원(YoY -21.7%, QoQ +12.8%) 집행. 변동비 비중이 높은 지급수수료는 자체 IP 게임 매출 비중 증가에 따라 2,403억원(YoY -7.9%, QoQ -2.8%, 매출 대비 39.8%) 기록.

투자의견 Buy & 목표주가 77,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 77,000원 유지. 2023년 7월 26일 런칭한 '신의 탑: 새로운 세계'는 8월 8일 기준 앱스토어 매출 1위, 구글플레이 매출 8위를 기록하는 등 기대 이상의 성과를 보이고 있으며, 글로벌 기준으로도 '일곱개의 대죄' 글로벌 런칭 당시와 유사한 지표를 보이고 있음. 이에 따라 글로벌 인지도가 높은 IP 기반의 '나 혼자만 레벨업: ARISE'(4Q23 출시 예정)의 성공 가능성 역시 높은 것으로 판단.

한편, 기존 10월 만기였던 외화차입금에 대해 2024년 6월 만기의 원화 차입금으로 차환함으로써 환율리스크를 헷자하고, 새로운 만기 전까지 유의미한 규모의 차입금 상환을 진행할 것이라는 의지를 밝힌 점이 긍정적. 넷마블이 보유한 타법인 지분 매각, 자회사 배당금 수익 등 다양한 방안이 고려되고 있는 것으로 파악되며 재무구조 개선에 따른 영업외손익 개선시 밸류에이션 부담이 경감될 것으로 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	2,507	2,673	2,642	2,935	3,196
YoY(%)	0.9	6.6	-1.2	11.1	8.9
영업이익(십억원)	151	-109	-48	66	174
OP 마진(%)	6.0	-4.1	-1.8	2.2	5.4
순이익(십억원)	249	-886	-299	102	193
EPS(원)	2,795	-9,531	-2,393	1,140	2,168
YoY(%)	-23.4	적전	적지	흑전	90.1
PER(배)	44.7	-6.3	-19.9	41.7	21.9
PCR(배)	32.5	19.3	6.1	4.6	4.3
PBR(배)	1.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	40.6	58.5	40.1	23.5	16.5
ROE(%)	4.3	-14.6	-3.8	1.8	3.4



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E										
매출액	631.5	660.6	694.4	686.9	602.6	603.3	654.8	781.4	2,506.9	2,673.4	2,642.1										
성장률(YoY %)	10.7%	14.4%	14.4%	-8.7%	-4.6%	-8.7%	-5.7%	13.8%	0.9%	6.6%	-1.2%										
MCoC	56.8	66.1	76.4	89.3	54.2	72.4	79.4	86.8	312.7	288.6	292.9										
스핀오프 3종	145.2	158.5	166.7	171.7	168.7	162.9	156.4	148.6	150.5	642.2	636.7										
제2의나라	44.2	66.1	55.6	34.3	30.1	24.1	23.2	30.4	258.4	200.2	107.9										
L2R	25.3	26.4	27.8	27.5	30.1	18.1	16.5	14.8	140.7	106.9	79.5										
BSR	25.3	19.8	20.8	20.6	24.1	18.1	17.4	16.5	109.9	86.5	76.1										
일곱개의 대죄	44.2	46.2	41.7	48.1	42.2	36.2	41.7	55.0	240.7	180.2	175.1										
쿠키잼	18.9	19.8	20.8	20.6	18.1	24.1	23.2	22.0	92.8	80.2	87.4										
해리포터	18.9	19.8	20.8	20.6	18.1	18.1	18.5	17.8	104.2	80.2	72.5										
아스달 연대기	-	-	-	-	-	-	-	30.0	-	-	30.0										
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	-	-	37.5	-	-	37.5										
그랜드크로스	-	-	-	-	-	-	15.9	22.1	-	-	38.0										
신의탑: 새로운 세계	-	-	-	-	-	-	26.8	29.4	-	-	56.2										
킹 아서: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	-	5.0	14.7	-	-	19.7										
세븐나이츠 키우기	-	-	-	-	-	-	7.5	19.3	-	-	26.8										
기타	252.6	237.8	243.0	254.2	216.9	229.3	223.3	236.4	1,097.1	987.6	905.9										
영업비용	643.4	695.3	732.4	710.9	630.8	640.5	671.1	747.9	2,355.9	2,782.1	2,690.3										
지급수수료	245.5	260.8	278.5	271.4	247.1	240.3	260.2	306.6	1,015.1	1,056.2	1,054.1										
인건비	186.9	189.7	203.0	202.5	187.5	193.2	189.0	189.1	638.8	782.1	758.7										
마케팅비	112.8	144.4	144.9	122.2	100.3	113.1	122.4	143.0	400.0	524.3	478.8										
기타	40.6	44.2	47.2	55.1	47.6	45.9	51.4	60.8	151.4	187.1	205.7										
감가상각비	57.6	56.2	58.8	59.8	48.3	48.0	48.2	48.4	150.6	232.4	192.9										
영업이익	-	11.9	-	34.7	-	38.0	-	24.0	-	28.2	-	37.2	-	16.3	33.6	151.0	-	108.7	-	48.2	
성장률(YoY %)	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	55.5%	적자전환	적자지속										
OPM(%)	-1.9%	-5.3%	-5.5%	-3.5%	-4.7%	-6.2%	-2.5%	4.3%	6.0%	-4.1%	-1.8%										
순이익	-	51.8	-	120.6	-	277.5	-	436.6	-	45.8	-	44.1	-	29.8	-	179.4	249.2	-	886.4	-	299.1
NPM(%)	-8.2%	-18.3%	-40.0%	-63.6%	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-23.0%	9.9%	-33.2%	-11.3%										

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2023년 7월	신의 탑: 새로운 세계 (7/26)	수집형 RPG	글로벌	모바일	자체
2023년 8월	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄 (8/9)	MMORTS	글로벌	PC/모바일	자체
2023년 9월	세븐나이츠 키우기 (9월 초)	방치형 RPG	글로벌	모바일	자체
	킹아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	글로벌	모바일	자체
	일곱개의 대죄 IP 게임 (9월)	RPG	중국	모바일	외부 IP
4Q23	아스달 연대기 (가제)	MMORPG	글로벌	PC/모바일	공동 IP
	나 혼자만 레벨업: ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	공동 IP
	모두의마블2: 메타월드 (11월)	캐주얼	한국	PC/모바일	자체
	제2의나라: 크로스월드 (4분기말)	MMORPG	중국	모바일	외부 IP
2H23 중	A3: Still Alive	MMORPG	중국	PC/모바일	자체
	파라곤: 디 오버프라임	TPS MOBA	글로벌	PC/콘솔	자체

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,507	2,673	2,642	2,935	3,196
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,507	2,673	2,642	2,935	3,196
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,356	2,782	2,690	2,869	3,022
영업이익	151	-109	-48	66	174
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-1.8	2.2	5.4
EBITDA	302	124	148	237	323
EBITDA Margin (%)	12.0	4.6	5.6	8.1	10.1
영업외손익	200	-833	-292	54	54
관계기업손익	210	80	84	84	84
금융수익	102	327	339	339	339
금융비용	-74	-471	-443	-243	-243
기타	-38	-770	-272	-126	-126
법인세비용차감전순이익	351	-941	-341	120	227
법인세비용	102	-55	-42	18	34
계속사업순이익	249	-886	-299	102	193
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	249	-886	-299	102	193
당기순이익률 (%)	9.9	-33.2	-11.3	3.5	6.0
비지배지분순이익	9	-67	-93	4	7
지배지분순이익	240	-819	-206	98	186
지배순이익률 (%)	9.6	-30.6	-7.8	3.3	5.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	254	6	302	302	302
포괄순이익	503	-880	3	404	495
비지배지분포괄이익	15	-59	0	0	0
지배지분포괄이익	488	-821	3	404	495

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	137	-408	730	1,088	1,159
당기순이익	249	-886	-299	102	193
비현금항목의 가감	90	1,088	1,140	1,149	1,123
감가상각비	44	54	44	35	28
외환손익	-30	152	281	281	281
자본법평가손익	-210	-80	-84	-84	-84
기타	286	962	900	917	898
자산부채의 증감	-116	-73	-77	-94	-92
기타현금흐름	-86	-536	-35	-69	-65
투자활동 현금흐름	-1,158	-40	4	-23	-34
투자자산	1,204	58	0	0	0
유형자산	-86	-39	0	0	0
기타	-2,275	-60	4	-23	-34
재무활동 현금흐름	1,099	-549	-310	-627	-577
단기차입금	881	-373	-25	-550	-500
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	415	-52	-5	-5	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-157	-52	0	0	0
기타	-40	-72	-279	-72	-72
현금의 증감	96	-851	17	-118	-205
기초 현금	1,257	1,354	503	520	402
기말 현금	1,354	503	520	402	197
NOPLAT	107	-102	-42	56	148
FCF	56	18	77	133	204

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,963	997	963	843	647
현금및현금성자산	1,354	503	520	402	197
매출채권 및 기타채권	233	215	208	225	240
재고자산	4	3	3	3	3
기타유동자산	372	276	231	213	206
비유동자산	8,701	7,938	7,558	7,267	7,198
유형자산	323	336	292	257	229
관계기업투자금	2,477	2,537	2,617	2,697	2,777
기타금융자산	1,392	1,036	904	704	704
기타비유동자산	4,509	4,030	3,745	3,609	3,488
자산총계	10,664	8,936	8,521	8,111	7,845
유동부채	3,056	2,294	2,061	1,516	1,021
매입채무 및 기타채무	229	213	213	218	223
차입금	1,671	1,507	1,482	932	432
유동성채무	57	222	15	15	15
기타유동부채	1,100	351	351	351	351
비유동부채	1,600	1,020	1,050	1,084	1,121
차입금	539	456	451	446	441
사채	160	0	0	0	0
기타비유동부채	901	564	599	638	680
부채총계	4,656	3,314	3,111	2,600	2,142
지배지분	5,791	5,461	5,255	5,353	5,540
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	2,235	1,378	1,172	1,270	1,456
기타자본변동	-1,059	-525	-525	-525	-525
비지배지분	216	161	155	158	163
자본총계	6,008	5,622	5,410	5,511	5,703
총차입금	2,906	2,524	2,321	1,803	1,339

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

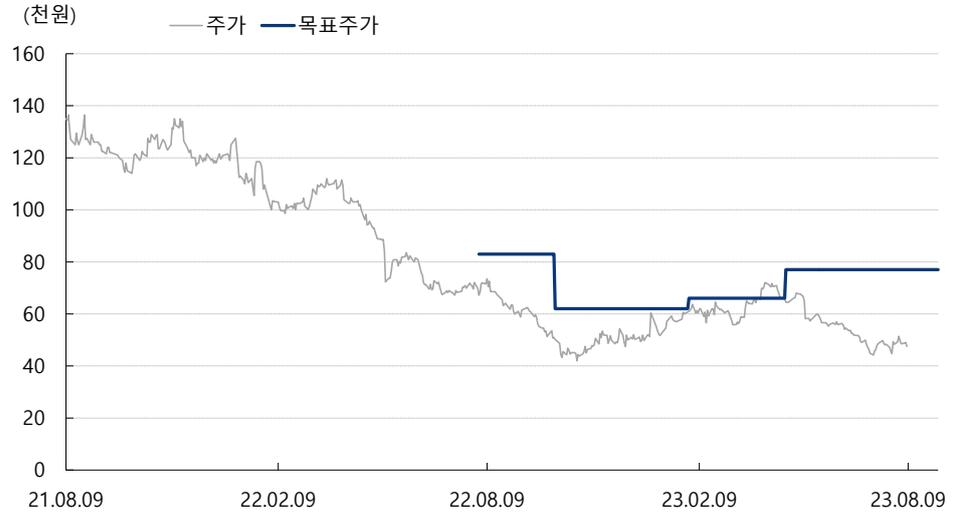
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,795	-9,531	-2,393	1,140	2,168
PER	44.7	-6.3	-19.9	41.7	21.9
BPS	67,379	63,533	61,140	62,280	64,448
PBR	1.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	3,509	1,439	1,725	2,756	3,755
EV/EBITDA	40.6	58.5	40.1	23.5	16.5
SPS	29,171	31,103	30,739	34,151	37,183
PSR	4.3	1.9	1.5	1.4	1.3
CFPS	650	209	900	1,546	2,377
DPS	528	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	0.9	6.6	-1.2	11.1	8.9
영업이익 증가율	-44.5	적전	적지	흑전	163.5
순이익 증가율	-26.3	적전	적지	흑전	90.1
수익성					
ROIC	3.9	-2.7	-1.2	1.6	4.4
ROA	2.5	-8.4	-2.4	1.2	2.3
ROE	4.3	-14.6	-3.8	1.8	3.4
안정성					
부채비율	77.5	58.9	57.5	47.2	37.6
순차입금비율	27.3	28.3	27.2	22.2	17.1
이자보상배율	4.2	-1.0	-0.5	0.9	3.6

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)					
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)					
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)					
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)					
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)					
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)					
2023.08.09	매수	77,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.5%	0.0%	1.5%	0.0%

[ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하