

# 넷마블 (251270)

## 다함께 레벨업

### 1Q24 Review

매출액 5,854억원(YoY -2.9%, QoQ -12.0%), 영업이익 37억원(흑자전환), 지배순손실 4억원. 영업이익 기준 시장기대치 상회. 신작 부재로 매출 감소했으나, 인건비, 마케팅비 등 비용 효율화로 2분기 연속 흑전 달성

### 2분기 및 하반기

5/8 글로벌 출시된 '나혼렙' 첫날(24시간) 성과가, 초반 과금 유도가 높지 않음에도 일매출 140억원, 일 사용자수(DAU) 500만명, 78개국 앱스토어 다운로드 1위 기록 등 초대박 조짐을 보임. 매출 순위도 5/10 기준 한국 1위, 일본 6위, 미국 8위, 대만 3위 등 글로벌 IP로서의 흥행을 보이고 있음. 시장이 우려하는 액션RPG의 짧은 게임수명은 지속적인 스토리 업데이트 및 하반기 STEAM, 내년 콘솔 출시 등 플랫폼 다양화를 통해 보완하여 높은 매출 발생 기간을 하반기까지 이어갈 것으로 기대. BM에 대한 우려도 월정액 상품, 배틀패스, 커스텀가차, 픽업 가차 등이 사용자들에게 부담이 높지 않은 것으로 알려짐

이 외에도 정통 MMORPG '레이븐2' 5/29 국내 출시, 하반기 '일곱개의 대죄', '킹아서', 'RF 온라인', '데미스 리본' 4종의 기대 신작 출시가 예정되어 있어 2분기 및 하반기 큰 폭의 실적 개선 기대됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 86,000원 상향 조정

동사는 2.5조원의 국내외 높은 매출액에도 불구하고 타사 대비 높은 마케팅비 지출, 감가상각비, 이자비용 등 고정비가 높아 오랜 기간 적자 또는 BEP 수준의 실적을 기록하였으나, '나혼렙'의 글로벌 큰 흥행으로 의미 있는 실적 개선이 가능해졌다는 판단임. 또한, 지속적인 비용 효율화로 고정비 축소 추세가 이어지고 있어, 실적 개선 속도는 향후 가속화될 수 있을 것으로 예상됨. 동사에 대한 2024년 실적 추정치를 상향 조정하고 이를 반영한 목표주가도 86,000원으로 상향 조정, 투자의견 BUY를 유지함



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **86,000원 (U)**

현재주가 (5/10) **69,400원**

상승여력 **24%**

시가총액	59,652억원
총발행주식수	85,953,502주
60일 평균 거래대금	92억원
60일 평균 거래량	148,385주
52주 고/저	69,400원 / 37,200원
외인지분율	24.28%
배당수익률	0.00%
주요주주	방준혁 외 16인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.8	10.3	4.0
상대	15.9	6.0	(4.8)
절대 (달러환산)	15.7	7.1	0.8

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,854	-2.9	-12.0	6,272	-6.7
영업이익	37	흑전	-80.4	-82	145.1
세전계속사업이익	10	흑전	흑전	160	-93.7
지배순이익	-4	적지	적지	5	-2,273.1
영업이익률 (%)	0.6	흑전	-2.2 %pt	-1.3	+1.9 %pt
지배순이익률 (%)	-1.7	적지	적지	0.1	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	26,734	25,021	30,492	28,327
영업이익	-1,087	-685	3,512	2,745
지배순이익	-8,192	-2,557	2,198	1,650
PER	-8.1	-18.1	27.1	36.2
PBR	1.2	0.9	1.1	1.2
EV/EBITDA	70.3	54.1	15.2	18.1
ROE	-14.6	-4.9	4.4	3.4

자료: 유안타증권

넷마블 실적 추이 및 전망

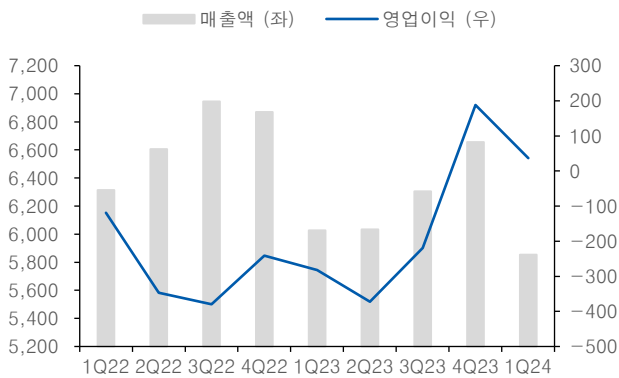
(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,026	6,033	6,306	6,656	5,854	8,210	8,172	8,255	26,734	25,021	30,492	28,327
YoY	-5%	-9%	-9%	-3%	-3%	36%	30%	24%	7%	-6%	22%	-7%
세븐나이츠 (세븐나이츠2)			315	532	293	261	234	261	461	848	1,048	848
젝팟월드	603	603	568	599	585	556	524	593	2,144	2,372	2,258	2,315
캐시프렌지	542	543	504	466	527	496	487	577	2,202	2,056	2,086	2,071
랏차슬롯	542	483	504	532	527	518	513	470	2,076	2,062	2,027	2,045
제2의나라	301	181	252	200	176	188	657	353	2,002	934	1,374	1,154
쿠키잼	181	241	189	200	176	178	177	276	802	811	806	728
마블콘테스트오브챔피언	542	724	631	799	468	570	574	899	2,886	2,696	2,512	2,343
해리포터	181	181	189	200	234	197	180	180	802	751	791	694
일곱개의대죄	422	362	315	399	410	405	378	308	1,802	1,498	1,500	1,349
나혼렘						1,890	1,350	810			4,050	810
기타 신작						270	450	630			1,350	3,105
기타	2,109	2,158	2,218	2,094	1,900	2,096	2,093	2,232	9,080	8,579	8,322	8,072
영업비용	6,308	6,405	6,525	6,468	5,817	7,002	7,040	7,120	27,821	25,706	26,979	25,582
인건비	1,875	1,932	1,806	1,828	1,795	1,803	1,791	1,789	7,821	7,441	7,179	7,249
마케팅비	1,003	1,131	1,458	1,276	1,015	1,424	1,413	1,389	5,243	4,868	5,241	4,858
지급수수료	2,471	2,403	2,391	2,535	2,274	3,000	2,988	3,079	10,562	9,800	11,341	10,491
기타(상각비 포함)	959	939	870	829	733	775	848	862	4,195	3,597	3,218	2,984
영업이익	-282	-372	-219	188	37	1,208	1,132	1,135	-1,087	-685	3,512	2,745
영업이익률	-5%	-6%	-3%	3%	1%	15%	14%	14%	-4%	-3%	12%	10%
YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	504%	적전	적지	흑전	-22%

자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 매출액 & 영업이익 추이

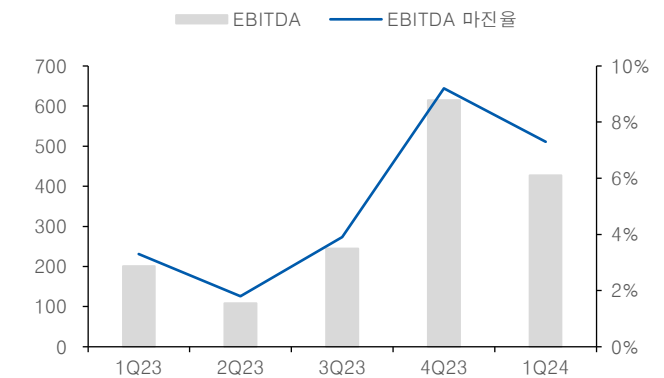
(단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

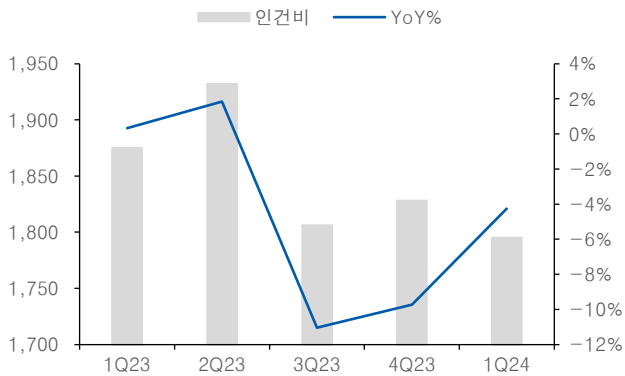
EBITDA & EBITDA 마진율

(단위: 억원)



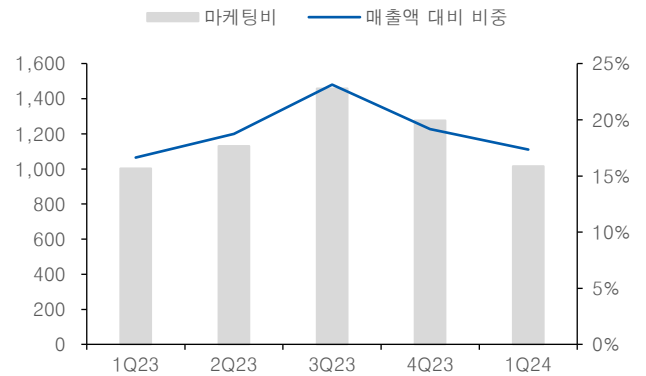
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

인건비 & YoY% 추이 (단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

마케팅비 & 매출액 대비 비중 (단위: 억원)



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

나 혼자만 레벨업:어라이즈 매출 순위 (iOS 5월 10일 17시 기준)

순위	대한민국	일본	미국	중국	대만
1					
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					

자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

PEER 기업 밸류에이션

기업명	2024 EV/EBITDA
TENCENT	13.4
NETEASE	9.7
ELECTRONIC ARTS	13.6
넥슨	11.8
엔씨소프트	10.8
크래프톤	11.0
<b>평균</b>	<b>11.7</b>

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

변경 전		변경 후	
기업가치 = (A) + (B)	58,335	기업가치 = (A) + (B)	73,761
(A) 영업가치	39,583	(A) 영업가치	60,594
2024년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	11.1	2024년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	11.7
넷마블2024년 추정 EBITDA	3,566	넷마블2024년 추정 EBITDA	5,179
(B) 자산가치	18,752	(B) 자산가치	13,167
순차입금	9,000	순차입금	12,000
하이브 (12.08%) 지분가치	10,667	하이브 (9.44%) 지분가치	7,860
엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	5,168	엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	3,605
코웨이 (25.1%) 지분가치	9,466	코웨이 (25.1%) 지분가치	10,929
자기주식	2,452	자기주식	2,773
발행주식수	85,953,503	발행주식수	85,953,502
목표주가	67,868	<b>목표주가</b>	<b>85,815</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	26,734	25,021	30,492	28,327	28,033
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	26,734	25,021	30,492	28,327	28,033
판매비	27,821	25,705	26,979	25,582	25,121
영업이익	-1,087	-685	3,512	2,745	2,912
EBITDA	1,237	1,170	5,179	4,343	4,442
영업외손익	-8,328	-901	-211	-379	-90
외환관련손익	-1,226	-341	105	0	0
이자손익	-1,000	-1,303	-1,064	-1,072	-836
관계기업관련손익	802	1,128	343	369	406
기타	-6,904	-386	404	324	340
법인세비용차감전순손익	-9,415	-1,586	3,302	2,366	2,821
법인세비용	-551	1,453	938	591	705
계속사업순손익	-8,864	-3,039	2,363	1,774	2,116
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8,864	-3,039	2,363	1,774	2,116
지배지분순이익	-8,192	-2,557	2,198	1,650	1,968
포괄순이익	-8,804	-5,899	-823	-953	-611
지배지분포괄이익	-8,213	-5,420	-785	-909	-583

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-4,084	-981	4,027	3,606	3,664
당기순이익	-8,864	-3,039	2,363	1,774	2,116
감가상각비	541	565	597	636	666
외환손익	-1,579	28	-105	0	0
중속, 관계기업관련손익	-802	-1,128	-343	-369	-406
자산부채의 증감	-734	-1,210	110	336	156
기타현금흐름	7,355	3,803	1,405	1,229	1,132
투자활동 현금흐름	-404	5,249	-6,855	-1,226	-1,170
투자자산	579	5,447	-3,775	13	135
유형자산 증가 (CAPEX)	-387	-362	-800	-800	-800
유형자산 감소	5	4	0	0	0
기타현금흐름	-602	160	-2,280	-439	-505
재무활동 현금흐름	-5,490	-5,403	921	-63	-116
단기차입금	-5,941	-1,902	-1,959	-63	493
사채 및 장기차입금	-2,178	-2,853	2,672	0	-609
자본	7	25	0	0	0
현금배당	-525	-22	0	0	0
기타현금흐름	3,145	-651	209	0	0
연결범위변동 등 기타	1,471	408	573	-2,287	-2,539
현금의 증감	-8,507	-727	-1,335	30	-160
기초 현금	13,537	5,030	4,303	2,969	2,999
기말 현금	5,030	4,303	2,969	2,999	2,839
NOPLAT	-1,087	-1,312	3,512	2,745	2,912
FCF	-4,471	-1,343	3,227	2,806	2,864

자료: 유안타증권

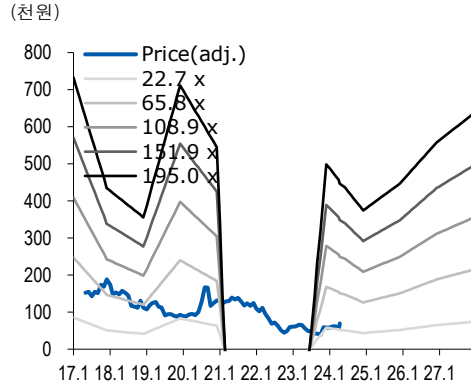
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,973	9,058	8,348	7,921	7,748
현금및현금성자산	5,030	4,303	2,969	2,999	2,839
매출채권 및 기타채권	2,153	2,715	2,883	2,632	2,613
재고자산	28	27	34	31	30
비유동자산	79,382	70,101	73,133	72,322	71,676
유형자산	3,359	3,444	3,648	3,811	3,946
관계기업 등 지분관련 자산	25,366	23,858	28,356	28,356	28,062
기타투자자산	10,359	6,230	5,507	5,494	5,653
자산총계	89,356	79,159	81,481	80,243	79,424
유동부채	22,940	19,055	17,083	17,110	17,745
매입채무 및 기타채무	2,132	1,718	2,131	1,945	1,925
단기차입금	15,070	13,114	11,014	11,014	11,514
유동성장기부채	2,224	863	-137	-137	63
비유동부채	10,198	9,313	13,709	13,396	12,553
장기차입금	4,555	3,716	5,037	5,037	4,737
사채	0	0	0	0	0
부채총계	33,138	28,368	30,792	30,506	30,299
지배지분	54,609	49,795	49,529	48,452	47,693
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,974	39,000	39,000	39,000	39,000
이익잉여금	13,775	11,285	13,483	15,133	17,101
비지배지분	1,609	995	1,161	1,285	1,433
자본총계	56,218	50,790	50,690	49,737	49,126
순차입금	19,356	15,895	17,778	17,758	17,783
총차입금	25,774	21,019	21,731	21,668	21,552

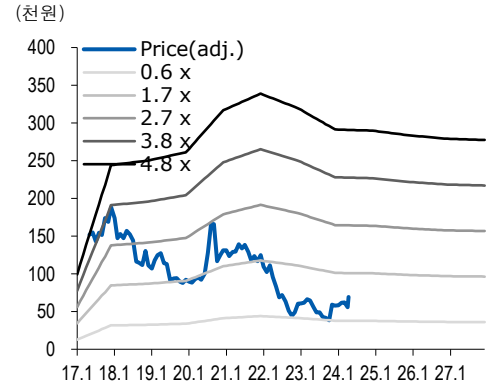
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	2,557	1,920	2,289
BPS	66,649	60,774	60,449	59,135	58,208
EBITDAPS	1,439	1,361	6,025	5,053	5,168
SPS	31,103	29,109	35,474	32,956	32,614
DPS	0	0	0	0	0
PER	-8.1	-18.1	27.1	36.2	30.3
PBR	1.2	0.9	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA	70.3	54.1	15.2	18.1	17.8
PSR	2.5	1.9	2.0	2.1	2.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	6.6	-6.4	21.9	-7.1	-1.0
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-21.9	6.1
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-24.9	19.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	11.5	9.7	10.4
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	7.2	5.8	7.0
EBITDA 마진 (%)	4.6	4.7	17.0	15.3	15.8
ROIC	-2.7	-3.6	9.0	5.4	6.6
ROA	-8.4	-3.0	2.7	2.0	2.5
ROE	-14.6	-4.9	4.4	3.4	4.1
부채비율 (%)	58.9	55.9	60.7	61.3	61.7
순차입금/자기자본 (%)	35.4	31.9	35.9	36.7	37.3
영업이익/금융비용 (배)	-1.0	-0.5	2.9	2.3	3.1

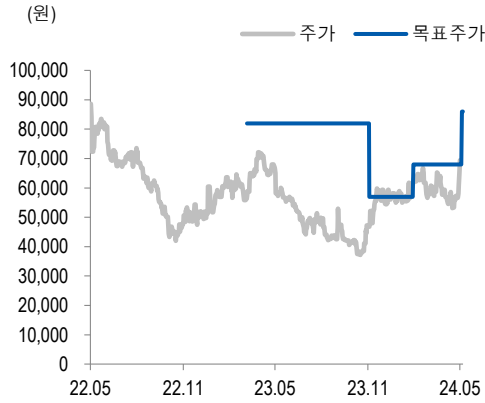
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-05-13	BUY	86,000	1년		
2024-02-08	BUY	68,000	1년	-11.93	2.06
2023-11-13	BUY	57,000	1년	-0.76	8.25
2023-03-16	BUY	82,000	1년	-36.52	-12.07

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	16.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-05-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.