



BUY (유지)

넷마블 (251270)

나혼렘이 지나간 자리

목표주가(12M) 68,000원
현재주가(10.17) 58,500원

3Q24 Pre: 하향 안정화

넷마블은 3분기 연결 기준 영업수익 6,809억원(+8.0%YoY, -12.9%QoQ), 영업이익 581억원(흑전YoY, -47.8%QoQ, OPM 8.5%)를 영업이익 컨센서스를 하회할 전망이다. 2분기 출시한 [나 혼자만 레벨업: ARISE], [레이븐2], [아스달 연대기: 세개의 세력]의 하향 안정화가 진행된 영향이다. 특히 [나 혼자만 레벨업: ARISE]의 경우 출시 직후 폭발적인 매출을 기록한 이후 9월 12일 첫 대규모 업데이트에도 불구하고 하락세를 반등시키지 못하고 있다. 2025년 1월 예정된 애니메이션 2기 방영으로 인한 IP 팬덤 효과를 제외하고는 회복을 기대하긴 어렵다고 판단한다. 8월 13일 출시한 [일곱 개의 대죄 키우기]는 방치형 RPG 신작으로 기대를 받았으나 유의미한 성과를 거두지 못한 것으로 파악된다. 3분기 영업비용은 6,229억원(-4.5%YoY, -7.2%QoQ), 지급수수료는 2,390억원(+0.0%YoY, -9.1%QoQ)로 추정한다. 전분기 나타났던 큰 폭의 지급수수료를 감소 효과는 2025년 [일곱 개의 대죄: 오리진] 출시로 재현될 전망이다.

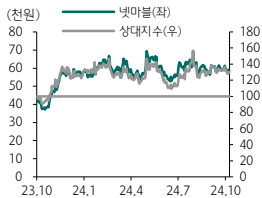
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,609.30
52주 최고/최저(원)	69,400/37,200
시가총액(십억원)	5,028.3
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	85,953.5
60일 평균 거래량(천주)	167.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.3
외국인지분율(%)	26.10
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 13 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,814.4	2,937.4
영업이익(십억원)	248.6	268.3
순이익(십억원)	224.3	211.1
EPS(원)	2,893	2,417
BPS(원)	63,344	65,032

Stock Price



일곱 개의 대죄: 오리진까지 가는 길

넷마블은 2024년 영업수익 2조 7,364억원(+9.4%YoY), 영업이익 2,317억원(흑전YoY, OPM 8.5%)를 기록할 것으로 전망하여 하향 조정한다. [나 혼자만 레벨업: ARISE]의 기존 예상 대비 빠른 매출 감소와 신작 [일곱 개의 대죄 키우기]의 부진을 반영했고 [데미스 리본]의 출시 예상 시점을 2025년 1분기로 변경한 영향이다. 2025년까지 다수의 신작이 예정되어 있으나 결국 [일곱 개의 대죄: 오리진]의 높은 성과가 필요하며 이를 현재 주가는 일부 반영하고 있다. 다수의 신작이 대기하고 있다는 점은 분명히 강점이지만 목표 주가의 상향을 위해서는 [일곱 개의 대죄: 오리진] 이외에 실적 추정치를 올릴 수 있을만한 라인업이 필요하다. 넷마블은 11월 지스타 2024에서 현재 출시 준비 중인(킹 아서: 레전드 라이즈, RF온라인 넥스트, 데미스 리본)외에 [왕좌의 게임: 킹스로드], [문길: STAR DIVE]를 공개할 예정이다. 추가 라인업의 가시화에 따라 향후 추정치는 상향될 수 있다.

Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,673.4	2,502.1	2,736.4	2,975.9
영업이익	(108.7)	(68.5)	231.7	348.5
세전이익	(941.5)	(158.6)	346.7	351.4
순이익	(819.2)	(255.7)	275.1	289.9
EPS	(9,531)	(2,975)	3,200	3,373
증감률	적전	적지	흑전	5.41
PER	(6.34)	(19.53)	18.28	17.34
PBR	0.88	0.93	0.87	0.82
EV/EBITDA	58.92	57.14	15.79	12.08
ROE	(14.56)	(4.90)	5.30	5.23
BPS	68,250	62,650	67,564	70,938
DPS	0	0	0	0

투자의견 Buy, 목표주가 68,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 68,000원을 유지한다. 2024년 2분기부터 신작들이 연이어 출시되며 이익을 창출하고 있다. 다만 보다 안정적인 이익 체력을 갖추기 위해서는 출시 분기 이후에도 꾸준한 매출 창출이 필요하기에 PLC 관리가 중요하다. 넷마블의 업사이드를 높이기 위해서는 1) 외부 IP 도입 게임의 PLC 확장, 2) 오리진 IP의 성공이 필요하다는 기존 의견 유지한다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

도표 1. 3Q24 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	3Q24F	3Q23	2Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	680.9	630.6	782.1	8.0	(12.9)	700.9	(2.8)
영업이익	58.1	(21.9)	111.2	(365.4)	(47.8)	67.0	(13.3)
당기순이익	48.0	(28.5)	162.3	(268.6)	(70.4)	54.5	(11.9)
영업이익률(%)	8.5	(3.5)	14.2			9.6	
당기순이익률(%)	7.0	(4.5)	20.7			7.8	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	602.6	603.3	630.6	664.9	585.4	782.1	680.9	688.0	2,501.4	2,736.4	2,975.9
YoY(%)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.2)	(2.9)	29.6	8.0	3.5	(6.4)	9.4	8.8
영업비용	630.8	640.6	652.4	647.2	581.7	670.9	622.9	629.3	2,571.0	2,504.7	2,627.4
YoY(%)	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	4.7	(4.5)	(2.8)	(7.6)	(2.6)	4.9
인건비	187.5	193.2	180.6	183.3	179.5	182.7	182.4	181.5	744.6	726.1	747.9
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	239.0	249.1	980.0	978.5	1,036.6
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	118.9	120.1	486.8	484.2	533.2
기타(상각비 포함)	95.9	94.0	86.9	82.8	73.3	81.5	82.6	78.7	359.6	316.0	309.7
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	17.7	3.7	111.2	58.1	58.7	(69.6)	231.7	348.5
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	231.8	적전	흑전	50.4
영업이익률(%)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.7	0.6	14.2	8.5	8.5	(2.8)	8.5	11.7
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(185.6)	(9.9)	162.3	39.8	61.7	(303.9)	253.9	277.6
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	9.3
당기순이익률(%)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	20.7	5.8	9.0	(12.1)	9.3	9.3

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673.4	2,502.1	2,736.4	2,975.9	2,974.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,673.4	2,502.1	2,736.4	2,975.9	2,974.9
판매비	2,782.1	2,570.5	2,504.7	2,627.4	2,593.5
영업이익	(108.7)	(68.5)	231.7	348.5	381.4
금융손익	(148.2)	(188.8)	(129.2)	(112.8)	(79.0)
종속/관계기업손익	80.2	112.8	137.6	137.6	137.6
기타영업외손익	(764.8)	(14.2)	106.6	(21.9)	(21.9)
세전이익	(941.5)	(158.6)	346.7	351.4	418.1
법인세	(55.1)	145.3	92.8	73.8	87.8
계속사업이익	(886.4)	(303.9)	253.9	277.6	330.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(886.4)	(303.9)	253.9	277.6	330.3
비배주주지분 손이익	(67.2)	(48.2)	(21.2)	(12.3)	(14.7)
지배주주순이익	(819.2)	(255.7)	275.1	289.9	345.0
지배주주지분포괄이익	(821.3)	(542.0)	419.0	284.8	338.9
NOPAT	(102.3)	(131.2)	169.7	275.3	301.3
EBITDA	123.7	117.0	388.0	495.0	517.9
성장성(%)					
매출액증가율	6.64	(6.41)	9.36	8.75	(0.03)
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	62.23	9.44
EBITDA증가율	(58.99)	(5.42)	231.62	27.58	4.63
영업이익증가율	적전	적지	흑전	50.41	9.44
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	5.38	19.01
EPS증가율	적전	적지	흑전	5.41	19.00
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	4.63	4.68	14.18	16.63	17.41
영업이익률	(4.07)	(2.74)	8.47	11.71	12.82
계속사업이익률	(33.16)	(12.15)	9.28	9.33	11.10

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	3,200	3,373	4,014
BPS	68,250	62,650	67,564	70,938	74,952
CFPS	2,343	1,587	4,427	5,125	5,605
EBITDAPS	1,439	1,361	4,514	5,759	6,026
SPS	31,103	29,109	31,836	34,623	34,611
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(6.34)	(19.53)	18.28	17.34	14.57
PBR	0.88	0.93	0.87	0.82	0.78
PCFR	25.78	36.61	13.21	11.41	10.44
EV/EBITDA	58.92	57.14	15.79	12.08	10.39
PSR	1.94	2.00	1.84	1.69	1.69
재무비율(%)					
ROE	(14.56)	(4.90)	5.30	5.23	5.88
ROA	(8.36)	(3.03)	3.47	3.61	4.17
ROIC	(2.50)	(3.59)	4.87	8.08	9.25
부채비율	58.94	55.85	45.08	41.37	38.37
순부채비율	34.43	31.30	17.08	13.95	3.56
이자보상비율(배)	(0.96)	(0.47)	2.10	3.87	4.73

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	997.3	905.8	1,231.7	1,246.0	1,798.7
금융자산	641.8	512.4	735.0	676.9	1,259.2
현금성자산	503.0	430.3	673.2	608.0	1,193.2
매출채권	189.6	254.6	356.4	410.1	388.1
재고자산	2.8	2.7	2.8	3.2	3.1
기타유동자산	163.1	136.1	137.5	155.8	148.3
비유동자산	7,938.2	7,010.1	6,716.2	6,891.1	6,623.1
투자자산	3,572.6	3,008.8	2,619.3	2,940.7	2,809.2
금융자산	1,035.9	623.0	495.9	497.9	497.1
유형자산	335.9	344.4	314.5	267.4	227.4
무형자산	3,596.1	3,228.8	3,324.2	3,224.7	3,128.3
기타비유동자산	433.6	428.1	458.2	458.3	458.2
자산총계	8,935.6	7,915.9	7,948.0	8,137.1	8,421.8
유동부채	2,294.0	1,905.5	981.3	1,048.4	1,021.0
금융부채	1,782.6	1,456.2	482.9	492.0	488.3
매입채무	49.0	32.2	33.3	38.3	36.3
기타유동부채	462.4	417.1	465.1	518.1	496.4
비유동부채	1,019.8	931.3	1,488.2	1,332.6	1,314.5
금융부채	794.8	645.7	1,187.6	987.6	987.6
기타비유동부채	225.0	285.6	300.6	345.0	326.9
부채총계	3,313.8	2,836.8	2,469.5	2,381.1	2,335.4
지배주주지분	5,460.9	4,979.5	5,402.0	5,691.9	6,036.9
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.4	3,900.0	3,901.1	3,901.1	3,901.1
자본조정	(525.2)	(479.9)	(479.5)	(479.5)	(479.5)
기타포괄이익누계액	702.5	422.4	573.6	573.6	573.6
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,398.1	1,688.1	2,033.1
비지배주주지분	160.9	99.5	76.4	64.1	49.4
자본총계	5,621.8	5,079.0	5,478.4	5,756.0	6,086.3
순금융부채	1,935.6	1,589.5	935.5	802.7	216.7

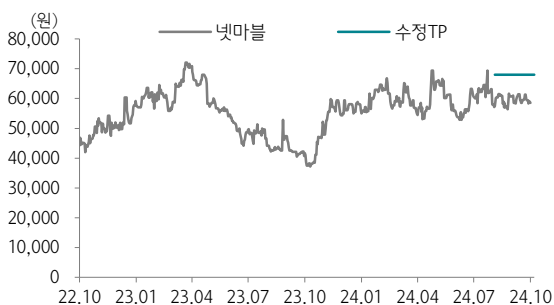
현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(408.4)	(98.1)	184.4	371.9	303.6
당기순이익	(886.4)	(303.9)	253.9	277.6	330.3
조정	551.4	326.8	38.5	15.5	5.5
감가상각비	232.4	185.4	156.3	146.5	136.5
외환거래손익	151.6	35.7	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(79.0)	(423.1)	(270.5)	(137.6)	(137.6)
기타	246.4	528.8	152.7	6.6	6.6
영업활동 자산부채변동	(73.4)	(121.0)	(108.0)	78.8	(32.2)
투자활동 현금흐름	(40.4)	524.9	558.0	(197.6)	265.4
투자자산감소(증가)	377.2	802.8	527.1	(183.8)	269.1
자본증가(감소)	(38.2)	(36.2)	(11.3)	0.0	0.0
기타	(379.4)	(241.7)	42.2	(13.8)	(3.7)
재무활동 현금흐름	(549.0)	(427.7)	(505.8)	(190.9)	(3.7)
금융부채증가(감소)	(811.9)	(475.5)	(431.4)	(190.9)	(3.7)
자본증가(감소)	0.7	2.5	1.2	0.0	0.0
기타재무활동	314.7	45.3	(75.6)	0.0	0.0
배당지급	(52.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(850.7)	(0.9)	411.7	(65.3)	585.2
Unlevered CFO	201.4	136.4	380.5	440.5	481.8
Free Cash Flow	(447.1)	(134.3)	172.5	371.9	303.6

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY 담당자 변경	68,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 10월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 10월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자조건 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.15%	4.41%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 10월 15일