



넷마블 (251270)

신작들의 하향 안정 레벨이 확인될 3분기

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 75,000원

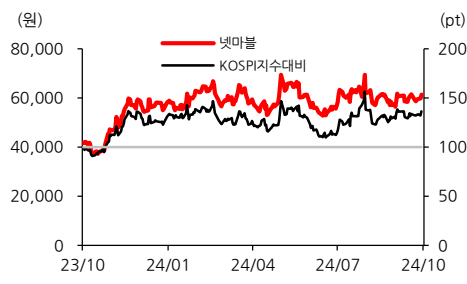
현재 주가(10/10)	59,800 원
상승여력	▲25.4%
시가총액	51,400 억원
발행주식수	85,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	69,400 / 37,200 원
90 일 일평균 거래대금	155.19 억원
외국인 지분율	26.1%
주주 구성	
방준혁 (외 16 인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.0	2.7	0.7	43.6
상대수익률(KOSPI)	3.0	12.1	4.6	35.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,673	2,502	2,752	2,898
영업이익	-109	-68	243	273
EBITDA	124	117	418	459
지배주주순이익	-819	-256	254	277
EPS	-9,531	-2,975	3,101	3,380
순차입금	1,999	1,603	1,301	889
PER	-6.3	-19.5	19.3	17.7
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	58.1	56.4	15.4	13.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-14.6	-4.9	5.0	5.2

주가 추이



넷마블의 3Q24 영업이익은 609 억 원으로 컨센서스를 소폭 하회한 것으로 추정합니다. 신작 기여가 없는 가운데 2 분기 출시된 신작들의 매출 하향세가 가팔랐습니다.

3Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 소폭 하회 추정

동사의 3Q24 실적은 매출액 6758억 원, 영업이익 609억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 소폭 하회한 것으로 추정된다. 신작이 없는 가운데 2분기에 출시된 나혼자만레벨업과 레이븐2의 매출 하락세가 가파르게 나타나며 기존 예상보다 전분기 대비 매출 감소세가 클 것으로 전망된다. 현재 나혼렙 매출 순위는 40위권까지 하락했다. 8월 글로벌 출시된 칠대좌키우기는 흥행 기대감이 높았지만 유의미한 성과가 없었던 것으로 파악된다. 전반적 비용 효율화 기조가 지속되며 인건비와 마케팅비는 QoQ 각각 2%, 18% 감소를 예상한다. 매출 대비 지급수수료 비중은 자체 런처 기반의 PC 매출 확대에 의해 크게 낮아진 전분기 대비 1.4%p 높아진 35%를 추정한다.

연내 신작 보다는 2025년 신작 라인업을 기대

신작 매출 기여가 거의 없는 이번 3분기 실적을 통해 하향되고 있는 모바일 라인업들의 실적 레벨이 확인될 것으로 예상된다. 더 이상 기존 게임들의 매출 감소가 없다고 해도, 동사의 높은 밸류에이션을 정당화시키려면 추가 신작에 대한 정보나 흥행 기대감이 다시 붙어야 한다. 사전예약을 시작한 킹아서:레전드라이즈를 포함해 3개의 신작이 연내 예정되어 있지만 가시화된 출시 작품은 1개라고 본다. 단기적인 모멘텀이 될 수 있는 것은 1) 11월 지스타에서 선보일 미공개 신작들, 2) 25년 예정된 일곱개의대죄: Origin에 대한 구체적인 정보다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 올해 실적 기준 P/E 19.3배에서 거래되고 있는 밸류에이션 관점에서 보면 동사에 대한 투자 매력도는 낮다. 나혼렙의 초대배 흥행과 연간 4~5개에 해당하는 촘촘한 출시 라인업도 높은 경쟁우위가 될 수 있지만 높은 트래픽과 매출을 유지시키는 모습이 확인되어야 추가적인 프리미엄 부여가 가능할 것으로 예상된다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	603	603	631	666	585	782	676	709	2,673	2,502	2,752	2,898
YoY (%)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	29.6	7.2	6.5	6.6	(6.4)	10.0	5.3
국내	98	84	110	131	100	188	141	148	425	423	576	605
해외	504	519	521	535	486	594	535	561	2,248	2,079	2,176	2,293
리니지 2 레볼루션	30	18	19	20	18	16	16	17	107	87	67	66
MCoC	54	72	63	80	59	70	65	71	289	270	265	271
일곱개대죄:그랜드크로스	42	36	32	40	41	31	27	28	180	150	127	95
나혼자만레벨업						156	86	77			320	255
레이븐 2						31	38	30			99	105
영업비용	631	641	653	647	582	671	615	642	2,782	2,571	2,509	2,625
YoY (%)	(1.9)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	4.7	(5.8)	(0.8)	18.1	(7.6)	(2.4)	4.6
지급수수료	247	240	239	254	227	263	237	248	1,056	980	975	1,014
인건비	188	193	181	183	180	183	180	188	782	744	730	756
광고선전비	100	113	146	128	102	144	118	121	524	487	484	507
기타	48	46	41	40	34	42	40	43	187	174	158	188
감가상각비	48	48	46	43	39	40	41	43	232	185	162	159
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.8	3.7	111.2	60.9	67.5	(108.4)	(68.5)	237.4	276.9
YoY (%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	259.2	적전	적지	흑전	12.2
영업이익률 (%)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	14.2	9.0	9.5	(4.1)	(2.7)	8.8	9.4
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.4)	(185.6)	(9.9)	162.3	38.0	47.0	(906.4)	(303.9)	226.5	247.4
YoY (%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	9.3
순이익률(%)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	20.7	5.6	6.6	(33.9)	(12.1)	8.2	8.5

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,507	2,673	2,502	2,752	2,898
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	151	-109	-68	243	273
EBITDA	302	124	117	418	459
순이자손익	-12	-89	-117	-83	-73
외화관련손익	32	-123	-34	0	0
지분법손익	209	79	423	264	197
세전계속사업손익	351	-941	-159	343	355
당기순이익	249	-886	-304	237	277
지배주주순이익	240	-819	-256	254	277
증가율(%)					
매출액	1,780.4	6.6	-6.4	10.0	5.3
영업이익	751.0	적전	적지	흑전	12.2
EBITDA	1,107.8	-59.0	-5.5	257.6	9.8
순이익	흑전	적전	적지	흑전	16.6
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	6.0	-4.1	-2.7	8.8	9.4
EBITDA 이익률	12.0	4.6	4.7	15.2	15.8
세전이익률	14.0	-35.2	-6.3	12.5	12.3
순이익률	9.9	-33.2	-12.1	8.6	9.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	137	-408	-98	86	277
당기순이익	249	-886	-304	237	277
자산상각비	151	232	185	175	186
운전자본증감	-116	-73	-121	-63	0
매출채권 감소(증가)	20	12	-80	-3	-17
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-99	-8	-15	-34	9
투자현금흐름	-1,158	-40	525	285	133
유형자산처분(취득)	-86	-38	-36	-31	-42
무형자산 감소(증가)	-15	-82	13	42	-1
투자자산 감소(증가)	1,333	126	32	12	-2
재무현금흐름	1,099	-549	-540	-300	0
차입금의 증가(감소)	1,283	-443	-493	-294	0
자본의 증가(감소)	-150	-52	-2	0	0
배당금의 지급	-157	-52	-2	0	0
총현금흐름	339	201	136	170	278
(-)운전자본증가(감소)	-329	331	50	-12	0
(-)설비투자	86	39	36	32	42
(+)자산매각	-15	-81	13	42	-1
Free Cash Flow	568	-250	63	192	235
(-)기타투자	2,834	-212	-445	-188	-177
잉여현금	-2,267	-38	508	380	412
NOPLAT	107	-79	-50	168	213
(+) Dep	151	232	185	175	186
(-)운전자본투자	-329	331	50	-12	0
(-)Capex	86	39	36	32	42
OpFCF	500	-216	49	323	357

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,963	997	906	983	1,417
현금성자산	1,541	578	499	576	988
매출채권	233	215	272	278	295
재고자산	4	3	3	2	2
비유동자산	8,701	7,938	7,010	6,964	6,840
투자자산	4,279	4,006	3,437	3,324	3,343
유형자산	323	336	344	332	318
무형자산	4,099	3,596	3,229	3,308	3,179
자산총계	10,664	8,936	7,916	7,947	8,257
유동부채	3,056	2,294	1,906	950	971
매입채무	229	213	172	148	157
유동성이자부채	2,211	1,783	1,456	489	489
비유동부채	1,600	1,020	931	1,687	1,698
비유동이자부채	1,178	795	646	1,388	1,388
부채총계	4,656	3,314	2,837	2,636	2,670
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,900	3,901	3,901
이익잉여금	2,235	1,378	1,128	1,377	1,654
자본조정	-349	177	-58	-57	-57
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	6,008	5,622	5,079	5,311	5,588

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	2,795	-9,531	-2,975	3,101	3,380
BPS	67,379	63,533	57,933	60,844	64,066
DPS	528	0	0	0	0
CFPS	3,948	2,343	1,587	1,974	3,229
ROA(%)	2.5	-8.4	-3.0	3.2	3.4
ROE(%)	4.3	-14.6	-4.9	5.0	5.2
ROIC(%)	4.1	-2.0	-1.3	4.5	5.8
Multiples(x, %)					
PER	44.7	-6.3	-19.5	19.3	17.7
PBR	1.9	1.0	1.0	1.0	0.9
PSR	4.3	1.9	2.0	1.9	1.8
PCR	31.7	25.8	36.6	30.3	18.5
EV/EBITDA	41.8	58.1	56.4	15.4	13.1
배당수익률	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	77.5	58.9	55.9	49.6	47.8
Net debt/Equity	30.8	35.6	31.6	24.5	15.9
Net debt/EBITDA	612.9	1,616.3	1,371.0	311.0	193.5
유동비율	64.2	43.5	47.5	103.5	145.9
이자보상배율(배)	4.2	n/a	n/a	2.2	2.7
자산구조(%)					
투하자본	40.7	47.1	48.4	49.2	45.6
현금+투자자산	59.3	52.9	51.6	50.8	54.4
자본구조(%)					
차입금	36.1	31.4	29.3	26.1	25.1
자기자본	63.9	68.6	70.7	73.9	74.9

[Compliance Notice]

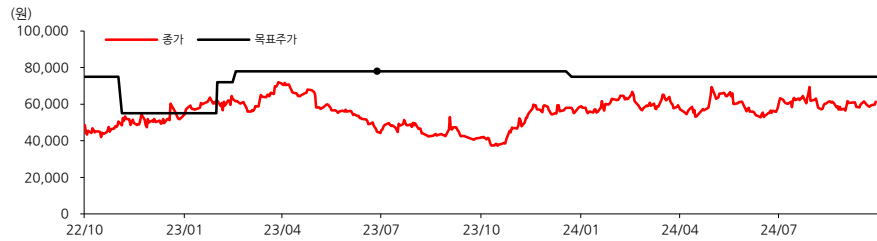
(공표일: 2024년 10월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.11.14	2022.11.17	2023.01.20	2023.02.10	2023.02.27	2023.04.04
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	55,000	55,000	72,000	78,000	78,000
일 시	2023.05.12	2023.05.23	2023.06.07	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	78,000	78,000	78,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2024.09.03	2024.10.11				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	75,000	75,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.14	Hold	55,000	-1.74	15.64
2023.02.10	Buy	72,000	-15.38	-10.28
2023.02.27	Buy	78,000	-32.03	-7.56
2024.01.02	Buy	75,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%