

Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (상향)

목표주가 73,000원

현재가 (9/2) 58,200원

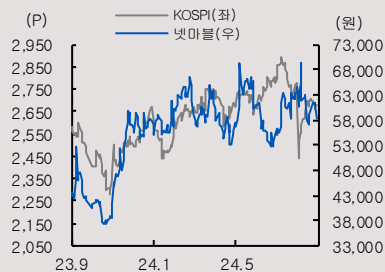
KOSPI (9/2)	2,681.00pt
시가총액	5,002십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
52주 최고가	69,400원
최저가	37,200원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	25.9%
배당수익률 (2024F)	0.0%

주주구성	
방준혁 외 14 인	24.34%
HAN RIVER	17.52%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-7%	29%
절대기준	-10%	-6%	35%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	Trading	▲
목표주가	73,000	64,000	▲
EPS(24)	2,715	192	▲
EPS(25)	1,903	559	▲

넷마블 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

넷마블 (251270)

이제 체질 개선이 끝나간다

목표주가 73,000원, 투자의견 매수 상향

넷마블 목표주가는 최근 1년 사이 PBR 상단값인 1.14배를 적용하여 산출하고 투자 의견은 매수로 상향. [나혼자만레벨업](이하 나혼렘)으로 게임 개발 경쟁우위 및 2분기 실적 서프라이즈를 통해 재무구조 개선 효과를 증명. 4분기 3개의 신작 출시 및 2025년 신작 게임 노출에 따른 신작 모멘텀으로 투자심리가 개선될 것으로 판단

개발력과 재무구조의 질적인 변화

게임 개발력과 재무구조 변화를 통한 구조적인 변화가 나타남. 우선 나혼렘 글로벌 흥행을 통해 견재한 개발력을 증명. 9월 대규모 업데이트 및 4분기 OTT 내 신규 시즌 방영에 따라 추가적인 매출 상승 가능성이 높음. 한국뿐만 아니라 미국, 일본에서 매출이 증가하면서 글로벌 퍼블리싱 경쟁력이 역시 확인됨. 4분기 신작 [킹아서], [RF온라인], [데미스리본]의 신작 게임이 실적 개선에 기여할 것으로 예상. 4분기 2025년 신작 라인업 및 [일곱개의대죄 오리진] 출시 일정 발표 기대

한편 수년에 걸친 비용 효율화 효과가 2분기 폭발적으로 반영. 2017년 이후 처음으로 분기 1천억원 이상의 영업이익을 기록. 인력 및 마케팅 최적화 기초가 유지되고 있기 때문에 4분기 및 2025년 신작 출시 효과가 클 것으로 분석. 2분기 하이브 지분 매각 후 부채를 상환 등으로 이자비용 역시 전년 대비 감소

2분기 실적 서프라이즈 기록

2분기는 매출액 7,821억원(YoY 29.6%, QoQ 33.6%), 영업이익 1,112억원(YoY 흑전, QoQ 2,905.4%)를 기록. 컨센서스 서프라이즈를 기록. 나혼렘이 전체 매출의 20%를 차지하며 가장 큰 기여. 영업이익은 자체 런처를 통한 PC 매출 확대에 따른 지급수수료 감소와 인력 감축 및 마케팅 효율화로 인한 비용 절감. 인건비는 전분기 대비 소폭 증가했고 마케팅비는 신작 출시로 인해 증가했으나 매출 대비 비율은 유지

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,760	2,945	3,038
영업이익	-109	-68	242	282	301
세전이익	-941	-159	303	217	241
지배주주순이익	-819	-256	233	164	182
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,715	1,903	2,121
증가율(%)	-440.9	-68.8	-191.3	-29.9	11.4
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.8	9.6	9.9
순이익률(%)	-33.1	-12.2	7.9	5.6	6.0
ROE(%)	-14.6	-4.9	4.5	3.0	3.2
PER	-6.3	-19.5	21.4	30.6	27.4
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	56.9	55.1	14.3	12.7	11.8

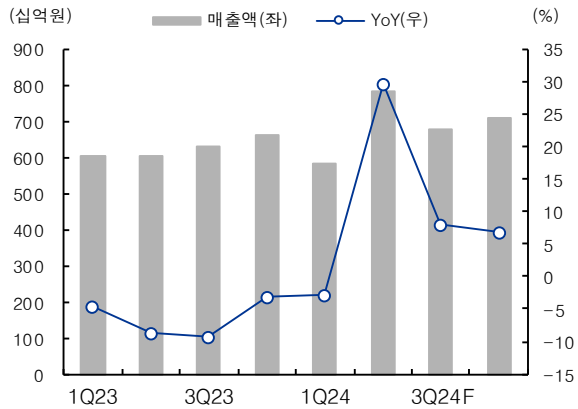
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 넷마블의 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	03	603	631	666	585	782	681	711	2,502	2,760	2,945
QoQ	-12.3%	0.1%	4.5%	5.6%	-12.0%	33.6%	-12.9%	4.3%			
YoY	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	8.1%	6.8%	-6.4%	10.3%	6.7%
영업이익	-28	-37	-22	19	4	111	63	65	-68	242	282
OPM	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	9.2%	9.1%	-2.7%	8.8%	9.6%
QoQ	적지	적지	적지	흑전	-80.4%	2905.4%	-43.8%	3.7%			
YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	244.0%	적지	흑전	16.3%
세전이익	-54	-65	-33	-7	1	217	40	45	-159	303	217
QoQ	적지	적지	적지	적지	흑전	24936.9%	-81.4%	10.4%			
YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	-28.6%
순이익(지배)	-38	-27	-19	-172	0	169	31	34	-256	233	164
NIM	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-25.8%	-0.1%	21.7%	4.5%	4.7%	-10.2%	8.5%	5.6%
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-82.0%	10.4%			
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	-29.9%

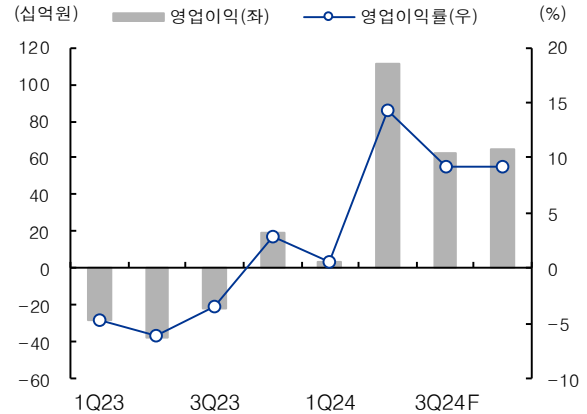
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 1. 넷마블의 매출액 및 YoY 추이



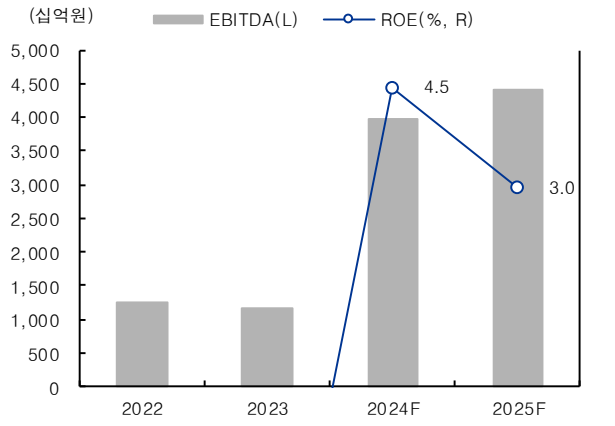
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 2. 넷마블의 영업이익 및 영업이익률 추이



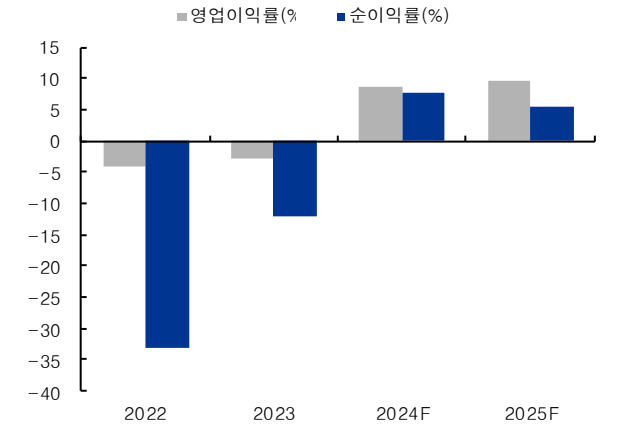
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 3. 넷마블의 EBITDA 및 ROE 추이



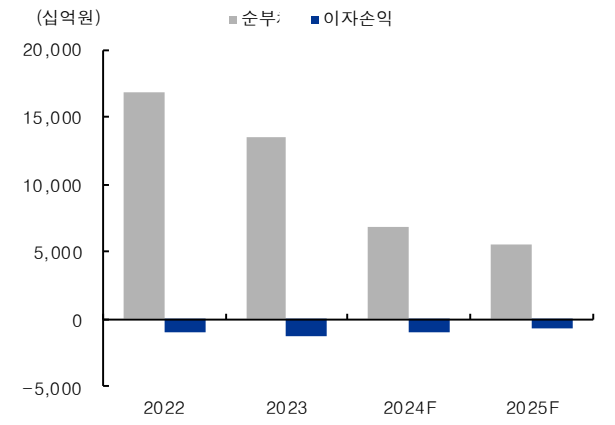
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 넷마블의 영업이익률 및 순이익률 추이



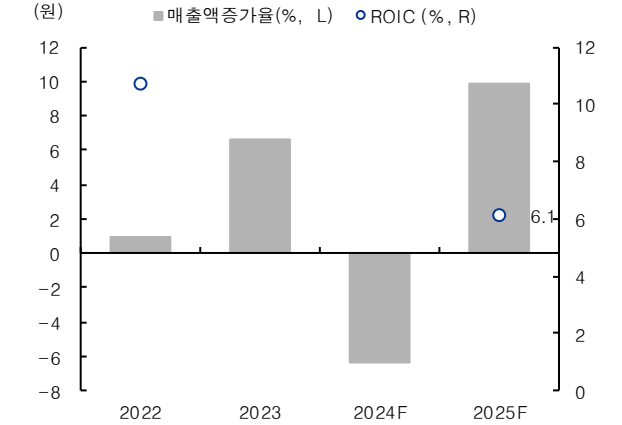
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 넷마블의 순부채 및 이자손익 추이



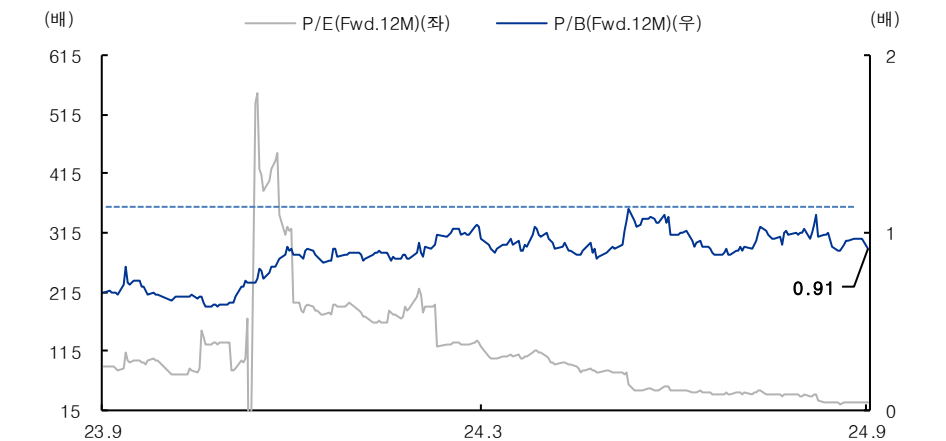
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 넷마블의 매출 증가율 및 ROIC 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 넷마블의 12개월 FW PER과 PBR 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,760	2,945	3,038
증가율(%)	6.6	-6.4	10.3	6.7	3.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,760	2,945	3,038
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	2,782	2,571	2,517	2,663	2,737
판매비율(%)	104.1	102.8	91.2	90.4	90.1
영업이익	-109	-68	242	282	301
증가율(%)	-172.0	-37.0	-453.8	16.3	6.9
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.8	9.6	9.9
순금융손익	-148	-189	-121	-65	-60
이자손익	-100	-130	-94	-65	-60
기타	-48	-59	-27	0	0
기타영업외손익	-765	-14	121	0	0
중속/관계기업손익	80	113	61	0	0
세전이익	-941	-159	303	217	241
법인세	-55	145	87	53	59
법인세율	5.8	-91.2	28.7	24.4	24.5
계속사업이익	-886	-304	217	164	182
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	217	164	182
증가율(%)	-455.7	-65.7	-171.3	-24.5	11.4
당기순이익률(%)	-33.1	-12.2	7.9	5.6	6.0
지배주주당기순이익	-819	-256	233	164	182
기타포괄이익	6	-286	149	0	0
총포괄이익	-880	-590	365	164	182
EBITDA	124	117	403	444	467
증가율(%)	-59.0	-5.5	244.2	10.4	5.1
EBITDA마진율(%)	4.6	4.7	14.6	15.1	15.4

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-9,531	-2,975	2,715	1,903	2,121
BPS	63,533	57,933	62,362	64,265	66,386
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-6.3	-19.5	21.4	30.6	27.4
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	56.9	55.1	14.3	12.7	11.8
성장성지표(%)					
매출증가율	6.6	-6.4	10.3	6.7	3.2
EPS증가율	-440.9	-68.8	-191.3	-29.9	11.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-14.6	-4.9	4.5	3.0	3.2
ROA	-9.0	-3.6	2.7	2.0	2.2
ROIC	-24.8	-8.5	6.2	4.6	5.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	58.9	55.9	47.0	46.1	45.1
순차입금 비율(%)	30.0	26.5	12.5	9.8	7.5
이자보상배율(배)	-1.0	-0.5	2.2	3.2	3.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.7	11.3	9.8	9.7	10.0
재고자산회전율	786.3	900.4	1,142.0	1,389.7	1,419.5
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,241	1,369	1,497
현금및현금성자산	503	430	739	867	986
유가증권	72	64	51	51	51
매출채권	190	255	306	302	305
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	6,759	6,818	6,897
유형자산	336	344	324	334	348
무형자산	3,596	3,229	3,334	3,354	3,385
투자자산	3,573	3,009	2,626	2,627	2,628
자산총계	8,936	7,916	8,000	8,187	8,395
유동부채	2,294	1,906	866	867	867
매입채무및기타채무	49	32	25	25	26
단기차입금	1,507	1,311	222	222	222
유동성장기부채	222	86	88	88	88
비유동부채	1,020	931	1,692	1,716	1,741
사채	0	0	399	399	399
장기차입금	456	372	687	687	687
부채총계	3,314	2,837	2,559	2,582	2,607
지배주주지분	5,461	4,980	5,360	5,524	5,706
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,901	3,901	3,901
자본조정등	-525	-480	-480	-480	-480
기타포괄이익누계액	703	422	574	574	574
이익잉여금	1,378	1,128	1,356	1,520	1,702
비지배주주지분	161	100	81	81	81
자본총계	5,622	5,079	5,441	5,605	5,787
비이자부채	1051	996	1090	1113	1138
총차입금	2,263	1,841	1,469	1,469	1,469
순차입금	1,688	1,347	678	551	432

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	252	334	348
당기순이익	-886	-304	217	164	182
비현금성 비용 및 수익	1,088	440	176	228	225
유형자산감가상각비	54	57	59	62	65
무형자산상각비	178	129	101	100	101
운전자본변동	-73	-121	-77	8	0
매출채권등의 감소	12	-80	-40	5	-4
재고자산의 감소	1	0	0	0	0
매입채무등의 증가	-8	-15	-8	0	0
기타 영업현금흐름	-537	-113	-64	-66	-59
투자활동 현금흐름	-40	525	430	-227	-250
유형자산의 증가(CAPEX)	-39	-36	-26	-72	-79
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-82	13	32	-120	-132
투자자산의 감소(증가)	-32	511	441	-1	-1
기타	113	37	-18	-34	-38
재무활동 현금흐름	-549	-540	-393	21	21
차입금의 증가(감소)	-52	-16	338	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-497	-524	-731	21	21
기타 및 조정	146	40	20	-1	0
현금의 증가	-851	-73	309	127	119
기초현금	1,354	503	430	739	867
기말현금	503	430	739	867	986

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이전 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	87
Trading Buy (중립)	16	10.4
중립	4	2.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

