

# 넷마블 (251270)

## 2분기 역대 최대 영업이익 예상

2분기 영업이익 985억 원(YoY 흑전, QoQ +2,562%, OPM 11.6%)

2분기 매출 8,474억 원(YoY +41%, QoQ 45%), 영업이익 985억 원(YoY 흑전, QoQ +2,562%, OPM 11.6%)으로 역대 최고 영업이익을 기록할 것으로 예상된다. 구작들은 매출 하향 안정화 기조가 예상되나, <나 혼자만 레벨업: ARISE>가 출시 2개월 간 2,160억 원의 매출을 기록하면서 성장을 견인할 것으로 추정한다.

인건비는 1분기 수준이 경상 수준임을 고려했을 때, 1,797억 원(YoY -7%, QoQ +0%)으로 감소세를 이어간다. 지급수수료율은 자체 런처를 통한 PC 매출의 증가와 모바일 게임 믹스 개선으로 전분기 대비 1.8%p, 23년도 평균 대비 2.2%p 감소한 37%로 예상된다. 마케팅비는 다수의 신작에도 공동 마케팅 등 비용 감소 전략으로 매출 대비 비중은 20%를 넘지 않을 것으로 추정한다.

### <나 혼자만 레벨업: ARISE> 매출은 V자 형태를 그릴 것

2분기 나혼렐의 매출은 2,160억 원으로 추정한다. 해당 게임은 출시 하루 만에 27개국 모바일 매출 순위 상위 10위 권에 진입했으며, DAU 500만 명 이상, 일 매출 140억 원 이상을 기록했다. 센서타워는 한 달 간 누적 매출을 1,000억 원으로 추정하나, 이는 PC 매출이 누락된 값으로 실제 매출은 이를 상회할 것으로 예상된다.

매출은 장르 특성상 콘텐츠 고갈에 따라 3분기에는 전 분기 대비 하락할 것으로 예상하나, 4분기 애니메이션 2기 방영과 스팀 출시로 반등할 것으로 판단한다. 애니 2기에는 핵심 콘텐츠인 제주도 레이드 내용이 포함될 예정이며, 개발 로드맵에 따르면 게임 역시 제주도 관련 콘텐츠를 추가할 예정으로 큰 폭의 반등을 예상된다.

### 구조적인 영업 마진 개선

넷마블 마진을 압박하는 주 원인인 지급수수료는 구조적으로 낮아지고 있다. 올해부터 자체 런처를 활용한 PC 매출이 눈에 띄게 성장할 것이며, 자체IP 또는 신규IP 게임 비중 증가로 IP 수수료율도 낮아지고 있다. 수수료율은 올해 전년 대비 1.8%p 하락할 것으로 전망한다. 2분기 출시된 <아스달 연대기>와 <레이븐2>는 장르 특성 상 PC 매출 비중이 높으며, 나혼렐 게임도 더블 디жит 이상의 PC 매출 비중을 예상한다. <세븐나이츠>와 같은 자체 IP 또는 나 혼자만 레벨업과 같은 개발 초기 단계의 IP는 레거시 IP 대비 수수료율이 낮을 수밖에 없다.

작년 단행한 인력 효율화의 효과는 올해 온기 반영된다. 2분기 인건비는 전년 대비 하락 폭이 1분기 대비 확대될 것으로 추정한다. 올해에도 작년과 마찬가지로 보수적인 인력 관리 기조를 이어갈 것으로 예상된다.

### 목표주가 75,000원으로 하향, 게임주 Top Pick으로 유지

SOTP 밸류에이션에서 PER로 밸류에이션 방법을 교체함에 따라서 목표주가를 75,000원으로 하향 조정한다. 2분기 호실적에 이어서, 3분기와 4분기에도 나혼렐 업데이트와 신작 <일곱 개의 대죄 키우기> 출시로 견조한 실적을 이어갈 것으로 예상된다.

## Company Brief

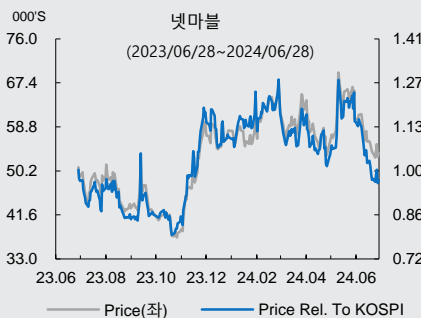
Buy (Maintain)

목표주가(12M) 75,000원(하향)  
 증가(2024.06.28) 53,700원  
 상승여력 39.7%

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	8,595만주
시가총액	4,616십억원
외국인지분율	25.0%
52주 주가	37,200~69,400원
60일평균거래량	206,215주
60일평균거래대금	12.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-13.5	-7.6	9.4
상대수익률	-16.9	-15.4	-12.9	0.3

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,502	3,043	3,348	3,682
영업이익(십억원)	-68	312	479	671
순이익(십억원)	-256	202	398	517
EPS(원)	-2,975	2,348	4,632	6,012
BPS(원)	57,933	56,953	58,257	60,941
PER(배)		22.9	11.6	8.9
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	-4.9	4.1	8.0	10.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	53.4	11.5	8.0	5.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임]

윤예지 2122-9180 yj.yoon@hi-ib.com

표1. 넷마블 재무 정리

(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
<b>매출</b>	<b>2,673</b>	<b>2,501</b>	<b>3,043</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>631</b>	<b>665</b>	<b>585</b>	<b>847</b>	<b>756</b>	<b>854</b>
마블 CoC	289	269	248	54	72	63	80	47	63	61	77
잭팟월드	214	237	239	60	60	57	60	59	62	58	61
캐시프렌지	220	205	196	54	54	50	47	53	52	48	44
랏차슬롯	208	206	203	54	48	50	53	53	48	50	53
칠대좌: 그랜드 크로스	180	150	145	42	36	32	40	41	35	31	39
세븐나이츠 카우기		85	101			32	53	29	26	24	21
나 혼자만 레벨업: ARISE			531						216	135	180
기타	908	957	1,033	217	229	259	253	228	261	274	270
중국 합산(순매출)		47	86			20	27	20	22	23	21
<b>영업비용</b>	<b>2,782</b>	<b>2,571</b>	<b>2,732</b>	<b>631</b>	<b>641</b>	<b>652</b>	<b>647</b>	<b>582</b>	<b>749</b>	<b>672</b>	<b>729</b>
지급수수료	1,056	980	1,137	247	240	239	254	227	314	280	316
인건비	782	745	712	188	193	181	183	180	180	175	178
마케팅비	524	487	561	100	113	146	128	102	169	136	154
상각비	232	185	158	48	48	46	43	39	39	40	40
기타	187	174	163	48	46	41	40	34	47	41	41
<b>영업이익</b>	<b>-109</b>	<b>-70</b>	<b>312</b>	<b>-28</b>	<b>-37</b>	<b>-22</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>99</b>	<b>84</b>	<b>126</b>
OPM(%)			10				3	1	12	11	15
<b>지배주주순이익</b>	<b>-819</b>	<b>-267</b>	<b>202</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-19</b>	<b>-183</b>	<b>0</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>83</b>
NPM(%)			7						8	7	10

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

표2. 넷마블 PER 밸류에이션

	(십억원)	비고
<b>기업가치</b>	<b>6,054</b>	
24F 지배순이익	202	
PER	30	
<b>목표주가</b>	<b>75,000</b>	
현재주가	53,700	
상승여력(%)	40	

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	906	891	1,302	1,763	매출액	2,502	3,043	3,348	3,682
현금 및 현금성자산	430	364	747	1,173	증가율(%)	-6.4	21.6	10.0	10.0
단기금융자산	82	90	99	109	매출원가	-	-	-	-
매출채권	272	330	363	400	매출총이익	2,502	3,043	3,348	3,682
재고자산	3	3	4	4	판매비와관리비	2,571	2,732	2,868	3,012
비유동자산	7,010	6,440	6,197	6,078	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	344	283	237	202	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,229	3,106	2,997	2,901	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,916	7,331	7,500	7,841	영업이익	-68	312	479	671
유동부채	1,906	1,392	1,278	1,167	증가율(%)	적지	흑전	53.8	39.9
매입채무	32	39	43	47	영업이익률(%)	-2.7	10.2	14.3	18.2
단기차입금	1,311	811	711	611	이자수익	16	15	27	41
유동성장기부채	86	86	86	86	이자비용	147	112	105	98
비유동부채	931	931	931	931	지분법이익(손실)	113	113	113	113
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-14	43	301	301
장기차입금	372	372	372	372	세전계속사업이익	-159	300	758	984
부채총계	2,837	2,323	2,209	2,098	법인세비용	145	86	190	246
지배주주지분	4,980	4,895	5,007	5,238	세전계속이익률(%)	-6.3	9.9	22.7	26.7
자본금	9	9	9	9	당기순이익	-304	215	569	738
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900	순이익률(%)	-12.1	7.1	17.0	20.0
이익잉여금	1,128	1,330	1,728	2,245	지배주주귀속 순이익	-256	202	398	517
기타자본항목	-58	-344	-630	-916	기타포괄이익	-286	-286	-286	-286
비지배주주지분	100	112	283	505	총포괄이익	-590	-71	283	452
자본총계	5,079	5,008	5,291	5,743	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

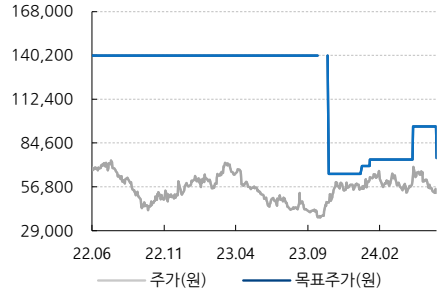
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-98	552	904	1,050	주당지표(원)				
당기순이익	-304	215	569	738	EPS	-2,975	2,348	4,632	6,012
유형자산감가상각비	57	61	46	35	BPS	57,933	56,953	58,257	60,941
무형자산상각비	129	100	88	78	CFPS	-817	4,217	6,198	7,329
지분법관련손실(이익)	113	113	113	113	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	525	329	26	-76	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-36	-	-	-	PER		22.9	11.6	8.9
무형자산의 처분(취득)	13	23	21	19	PBR	1.0	0.9	0.9	0.9
금융상품의 증감	677	500	200	100	PCR	-71.1	12.7	8.7	7.3
재무활동 현금흐름	-540	-565	-165	-165	EV/EBITDA	53.4	11.5	8.0	5.6
단기금융부채의증감	-298	-500	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-176	-	-	-	ROE	-4.9	4.1	8.0	10.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	15.5	18.3	21.3
배당금지급	-2	-	-	-	부채비율	55.9	46.4	41.8	36.5
현금및현금성자산의증감	-73	-66	383	426	순부채비율	24.7	16.3	6.1	-3.7
기초현금및현금성자산	503	430	364	747	매출채권회전율(x)	10.3	10.1	9.7	9.7
기말현금및현금성자산	430	364	747	1,173	재고자산회전율(x)	900.4	1,009.1	963.1	963.1

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

넷마블 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13(담당자변경)	Buy	65,000	-13.7%	-8.0%
2024-01-22	Buy	70,000	-16.5%	-11.9%
2024-02-08	Buy	74,000	-19.4%	-9.7%
2024-05-09	Buy	95,000	-36.8%	-26.9%
2024-07-01	Buy	75,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%