

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

**넵툰** (217270)

게임사 인수 기준 변경으로 기대되는 매출 성장

체크포인트

- 넵툰은 게임 개발 및 퍼블리싱 사업과 광고 수익화 플랫폼 사업을 영위하고 있는 기업
- 투자포인트는 1) 회사 인수 기준 변경을 통한 게임 매출 성장 기대와 2) 사업 다각화에 따른 매출 성장 기대
- 넵툰의 2024년 매출액 1,026억원(+2.8%YoY), 영업이익 46억원(+114.3%YoY) 예상. 동사의 2024년 PBR은 0.7배로 밸류에이션 하단 위치
- 리스크 요인은 1) 보유 중인 크래프트 자본 가치 변화에 따른 당기순이익 변동성 확대와 2) 인수 기업의 실적 악화 시 예상되는 영업권 손상 차손 인식 개연성

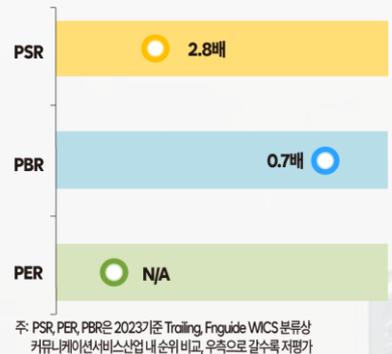
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



### 넵툰은 카카오 집단 소속의 모바일 게임 개발사

넵툰은 1) 게임 개발 및 퍼블리싱 사업과 2) 광고 수익화 플랫폼 사업을 영위하고 있는 기업. 모바일 게임사로 시작한 동사는 꾸준한 인수합병과 지분투자로 사업을 다각화. 사업부문은 게임(78.6%, 2023년 매출액 기준)과 광고(18.8%), 기타(2.6%)로 구분. 게임은 1) 캐주얼(63.2%), 2) 소셜카지노(2.3%)와 3) MOBA(다중사용자 온라인 전투 아레나)(13.1%)로 구성

### 투자포인트1. 게임사 인수 기준 변경을 통한 게임 매출 성장 기대

첫번째 투자 포인트는 검증된 게임사 사업 인수와 지분 투자를 통한 게임 매출 성장 기대. 설립초 다양한 장르 라인업 구축을 위해 게임 개발사를 인수하던 동사는 2021년~2022년 기점으로 게임사 인수 기준 변경. 즉, 1) 기존 히트작 개발로 검증되었고, 2) 수익성이 양호한 캐주얼 & 미드코어 모바일 게임 개발팀에 대한 인수와 투자로 변경. 또한 개발사 인수 전략 외에 흥행성 있는 게임의 퍼블리싱으로 전략적 접근을 시도. 이와 같은 전략에 힘입어 2023년 동사의 게임 매출액은 784억원으로 전년 대비 198.3% 급증

### 투자포인트2. 사업 다각화를 통한 매출 성장 기대

두번째 투자포인트는 광고 사업을 통한 매출 성장 기대. 동사는 2022년 애드엑스, 리메이크디지털과 애드테크플러스를 흡수 합병하며 광고 사업 시작. 애드엑스는 SSP(Supply-Side Platform)로 광고 수익화 플랫폼 제공사. 웹사이트나 애플리케이션의 퍼블리셔(콘텐츠 제공자)가 자신의 광고 인벤토리(광고 공간)를 효율적으로 관리하고 판매하는데 도움을 줌. 리메이크디지털은 퍼포먼스 마케팅 사업 유닛. 내부 게임 사업부와도 시너지 효과 기대. 1Q24 광고 매출액 43억원으로 전년 동기 대비 40% 성장

### Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	196	203	295	997	1,026
YoY(%)	8.9	3.3	45.3	238.5	2.8
영업이익(억원)	-87	-246	-287	22	46
OP 마진(%)	-44.2	-121.3	-97.3	2.2	4.5
지배주주순이익(억원)	462	777	-1,620	-157	212
EPS(원)	1,976	2,509	-4,645	-338	455
YoY(%)	흑전	27.0	적전	적지	흑전
PER(배)	13.5	11.2	N/A	N/A	13.2
PSR(배)	31.8	42.7	12.4	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	30.9	22.2
PBR(배)	5.4	2.3	1.3	0.9	0.7
ROE(%)	50.0	30.5	-41.7	-4.2	5.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (5/20)	6,020원
52주 최고가	13,340원
52주 최저가	5,900원
KOSDAQ (5/20)	84,708p
자본금	233억원
시가총액	2,806억원
액면가	500원
발행주식수	47백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	0.54%
주요주주	카카오게임즈 외 7인 48.25%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	-22.8	-31.7
상대주가	-1.3	-25.9	-32.1

### 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

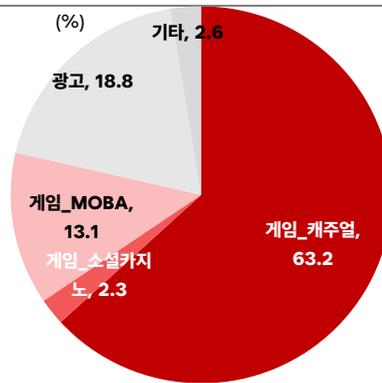
## 기업 개요

### 1 연혁

**넵툰은 게임개발과 광고수익화 플랫폼 사업을 영위하는 기업**

넵툰은 1) 게임 개발 및 퍼블리싱 사업과 2) 광고 수익화 플랫폼 사업을 영위하고 있는 기업이다. 현재 카카오 기업집단의 소속 회사로 계열 편입되어 있다. 모바일 게임사로 시작한 동사는 꾸준한 인수합병과 지분투자로 사업을 다각화하고 있다. 급격히 변화하는 환경 하에서 빠른 의사결정과 팀 단위의 조직력으로 기민하게 다양한 사업적 시도를 추진하고 있다. 동사의 사업부문은 크게 게임(78.6%, 2023년 매출액 기준)과 광고(18.8%), 기타(2.6%)로 구분된다. 게임은 1) 캐주얼(63.2%), 2) 소셜카지노(2.3%)와 3) MOBA(Multiplayer Online Battle Arena, 다중사용자 온라인 전투 아레나)(13.1%)로 구성되어 있다.

넵툰의 매출 구성



주: 2023년 매출액 기준, 자료: 넵툰, 한국IR협회의 기업리서치센터

**연혁: 2012년 설립, 2016년 코스닥 시장 상장**

넵툰은 2012년에 설립되었고, 2016년 스펙(대신밸런스 제1호 기업인수목적(주))과 합병을 통해 코스닥 시장에 상장했다.

넵툰은 캐주얼 중심의 모바일 게임 개발로 시작했다. 설립 직후 동사는 '프로야구 마스터' 퍼블리싱 계약을 체결했고, 그해 넥슨 프로야구 마스터 2013 앱스토어의 최고의 앱으로 선정되었다. 2013년에는 '프로야구 for Kakao'를 런칭하였고, 8월에는 LINE터치터러 런칭 & 일본 앱스토어 다운로드 1위를 달성했다. 2014년에는 넥스코리아의 투자를 유치하는 한편 MOBA게임 개발사인 (주)아크로베어즈를 인수하고, 'LINE퍼즐탄탄'을 런칭했다. 'LINE퍼즐탄탄'은 2015년 런칭한 '탄탄사천성 for Kakao'와 함께 넵툰 매출액 급증을 견인했다. 'LINE퍼즐탄탄'은 2015년 2월 3월에 각각 일본과 대만의 TOP Grossing 40위권과 20위권에 진입했다. '탄탄사천성 for Kakao'는 런칭한 2015년 5월에 국내 매출 40위권에 진입했다. 'LINE퍼즐탄탄'과 '탄탄사천성 for Kakao'의 인기로 인해 넵툰의 매출액은 2014년 16억원에서 2015년 100억원으로 급증했다. 동사는 소셜카지노 게임 개발사인 (주)에이치앤씨게임즈를 인수했다.

2016년 '프렌즈 사천성'과 '일본 프로야구 게임'을 런칭한 동사는 코스닥에 상장했다. 또한 RPG게임 개발사인 (주)오올블루를 인수하고 소셜카지노 게임 개발사 (주)펠릭스랩을 설립했다. 2017년에는 게임개발사의 지분투자에 적극적으로

나서기 시작했다. 2017년 지분 투자한 회사는 (주)블루홀(現 크래프트), (주)어썸키고, 밥게임즈(주)와 (주)핀업게임즈이다. 2018년에는 MCN(Multi Channel Network)관련 기업인 (주)샌드박스 네트워크와 e-Sports관련 기업인 (주)콩두컴퍼니에 투자했다. 2019년 동사는 현물출자를 통해 e-Sports와 MCN관련 신규 사업을 진행하는 넥스포츠를 설립했다.

2020년 게임 카테고리 확장을 위해 MOBA게임인 '이터널리턴'을 3년간 얼리엑세스로 서비스하기로 결정했다. 2021년 제 3자 배정 유상증자를 통해 동사의 최대주주는 (주)카카오게임즈로 변경되었다. 최대주주 변경 후, 넵툰의 사업인수와 지분투자는 지속되었다. 캐주얼게임 개발사인(주)플레이하드와 트리플라(주)를 인수했고, 여성향 게임개발사인 프리티비지(주)를 인수하고 (주)스토리타코와 (주)비비드스튜디오에 투자했다. 이 외 메타버스 개발사인 (주)맘모식스와 (주)퍼피레드를 인수하고 시기업인 (주)센티언스, (주)스피링크에도 투자했다.

2022년에는 애드테크 기업인 (주)애드엑스와 2023년에는 퍼포먼스 마케팅 기업인 리메이크디지털(주), 애드테크 기업인 (주)애드테크플러스와 합병했다. 2023년에는 트리플라에서 '고양이 스택바'를, 플레이하드에는 '우르르용병단'을 런칭했고 '고양이 스택바'는 누적 다운로드 1,000만을 돌파했다. 또한 '이터널리턴'을 정식 런칭했다. 올해는 캐주얼 게임 개발사인 (주)이케이게임즈를 인수했다.

넵툰의 주요 연혁



자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

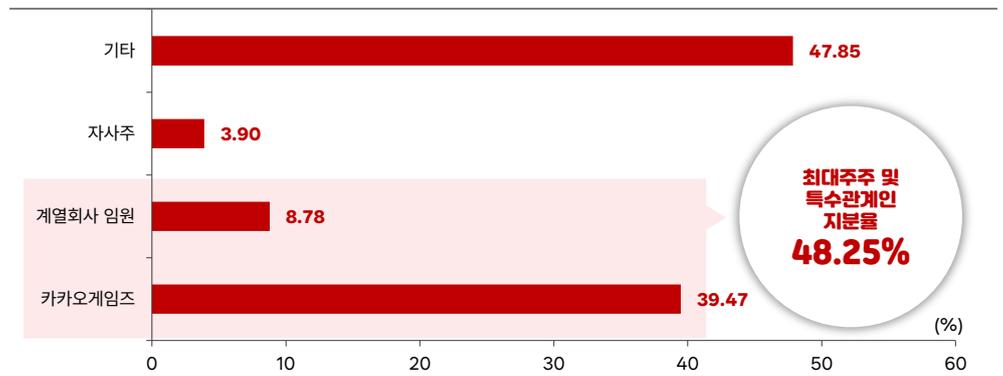
**주주 구성과 종속회사**

**넵툰의 최대주주는 카카오게임즈로 지분율 39.47% 보유**

2024년 3월말 기준으로 넵툰의 최대주주는 (주)카카오게임즈로 지분율 39.47%를 보유하고 있다. 카카오게임즈는 2017년부터 넵툰 지분 투자를 이어오고 있었고, 2021년 2월 제 3자배정 유상증자를 통해 최대주주가 되었다. 이 외 특수관계자로는 정옥 대표(지분율 5.31%) 등 계열회사 임원들이 있으며, 이들의 합계 지분율은 8.78%이다. 최대주주와 특수관계자의 지분 합계는 48.25%이다. 자사주로는 1,808,899주가 있으며, 지분율은 3.9%이다.

카카오게임즈는 (주)카카오가 지분율 40.88%를 보유한 카카오그룹 내 계열회사이다. 2023년말 자산과 자본총계는 각각 3.4조원, 1.6조원이었다. 매출액은 1.0조원이었으나, 당기순이익은 3,261억원 적자를 기록했다. 카카오게임즈는 자회사에서 개발한 게임과 외부에서 개발된 게임을 소싱하여 퍼블리싱하는 역할을 주로 담당하고 있으며, 게임개발 자회사로는 (주)라이온하트스튜디오, (주)엑스엘게임즈, (주)오션드라이브스튜디오와 (주)메타보라 등이 있다.

**넵툰의 주주 구성**



주: 2024년 3월말 기준, 자료: 넵툰, 한국R협회의 기업리서치센터

**넵툰의 종속회사:**

- 1) 넥스포츠
- 2) 플레이하드
- 3) 트라폴라
- 4) 님블뉴런
- 5) 코드독
- 6) 프리티비지
- 7) 엔크로키
- 8) 이케이게임즈

2024년 3월말 기준으로, 넵툰의 종속회사로는 (주)넥스포츠(지분율 100%), (주)플레이하드(52.18%), 트라폴라(주) (51.22%), (주)ним블뉴런(74.89%), (주)코드독(60.1%), 프리티비지(주)(58.33%)와 (주)엔크로키(50.12%), (주)이케이게임즈(50.1%)가 있다.

넥스포츠는 e-Sports와 MCN(Multi Channel Network)관련 사업을 총괄하여 영위하기 위해 2019년 6월에 현물출자를 통해 설립된 회사이다. 넵툰은 2018년 5월 MCN 사업을 영위하기 위해 샌드박스네트워크를, e-Sports 사업을 영위하기 위해 스틸에잇 지분을 인수했다. 2019년 넵툰은 샌드박스네트워크, 스틸에잇, 망고스틴 지분과 전환사채를 현물출자하여 넥스포츠를 설립하였다. 2024년 3월말 자산규모는 182억원으로 넵툰 자회사 중 가장 큰 규모이나, 현재는 실질적인 매출은 발생하지 않고 있다.

플레이하드와 트라폴라는 2021년에 인수한 캐주얼 게임사이다. 양사가 2023년에 출시한 게임 호조는 넵툰 매출액 급증의 주요인으로 작용했다. 2023년 1월 트라폴라는 ‘오양이스넥바’를, 3월 플레이하드는 ‘우르르용병단’을 런칭했다. 2024년 3월말 플레이하드와 트라폴라 자산 규모는 110억원과 77억원 규모이다. 2023년 플레이하드의 매출액은 238억원으로 전년대비 2.8배, 트라폴라는 269억원으로 전년대비 15.1배 증가했다.

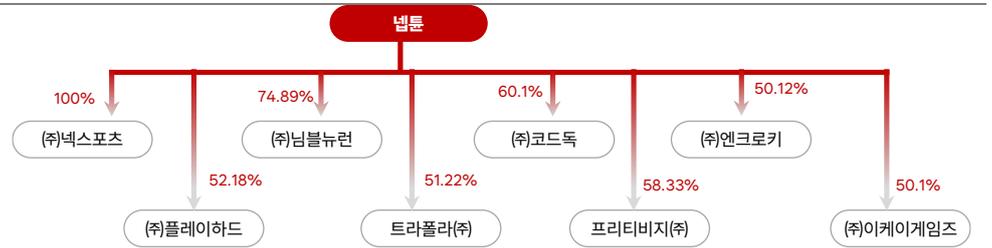
넵블뉴런은 2013년 설립된 RPG(Role-Playing Game) 게임 개발사이다. 과거 사명은 (주)오울블루로 넵툰이 2016년 9월에 동사 지분을 인수하기 시작했다. 2016년에 넵툰이 인수한 지분율은 63.54%였으나, 2022년 추가지분 취득을 통해 현재 지분율은 74.89%이다. 넵블뉴런은 작년 '이터벌리턴'을 정식 런칭하였다. 2024년 3월말 자산규모는 66억원이다. 2018년 이후 지속적인 적자로 인해 자본잠식 상태이나, 2020년을 기점으로 매출이 증가하고 있다는 점은 긍정적이다.

코드독은 2021년에 1월에 설립된 회사로, 넵툰이 2022년 애드엑스를 흡수합병하며 지배력을 획득한 회사이다. 모바일 게임 개발사로, 작년에 방치형 RPG게임 '봉술사 키우기'를 출시했다. 2024년 3월말 자산 규모는 51억원이며, 2023년 매출액은 2022년 대비 2.9배 증가한 21억원을 기록했다.

프리티비지는 2021년 3월에 설립된, 넵툰이 같은 해 6월 지분인수를 여성향 게임개발사이다. '러브언홀릭', '두근두근 러브언홀릭 교실'과 '지옥이 뭐가 나빠?' 등의 게임을 런칭했다. 2024년 3월말 자산은 17억원이며, 2023년 매출액은 22억원을 기록했다.

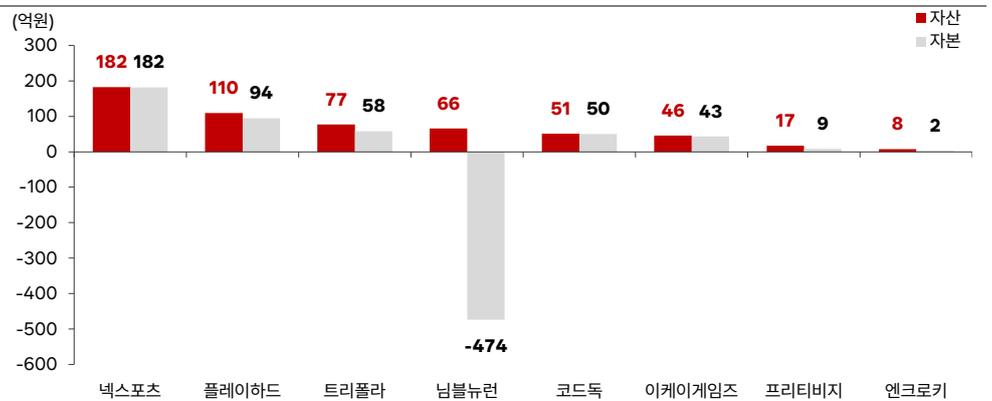
엔크로키는 2019년 10월에 모바일 게임 개발사이다. 엔크로기도 코드독과 같이 2022년 넵툰이 애드엑스를 흡수합병하며 지배력을 획득한 회사이다. 2024년 3월말 자산은 8억원이며, 2023년 매출액은 17억원을 기록했다.

넵툰의 지배구조



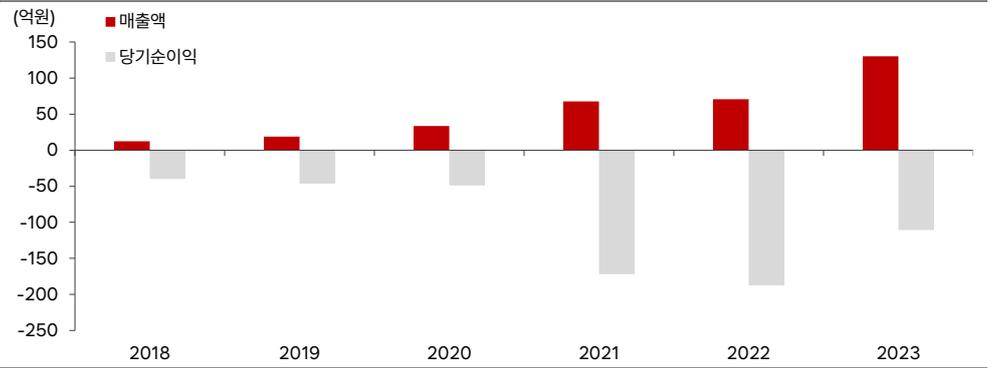
주: 2024년 3월말 기준, 자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

넵툰 종속회사의 자산과 자본 규모



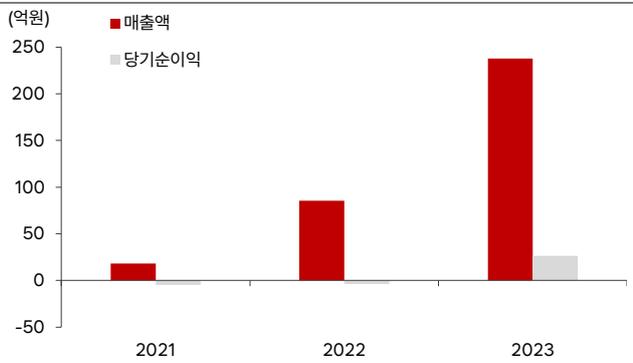
주: 2024년 3월말 기준, 자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

넵툰뉴런의 매출액과 당기순이익 추이



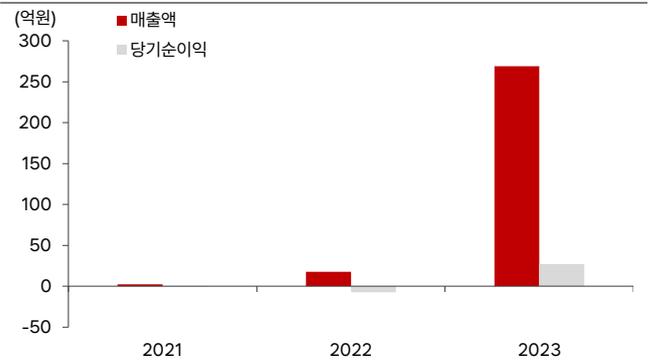
자료: 넵툰, 한국IR협회의 기업리서치센터

플레이하드의 매출액과 당기순이익 추이



자료: 넵툰, 한국IR협회의 기업리서치센터

트라폴라의 매출액과 당기순이익 추이



자료: 넵툰, 한국IR협회의 기업리서치센터

 **산업 현황**

**1 게임 산업**

**넵툰은 게임개발사**

넵툰은 게임 개발 및 퍼블리싱 사업을 하는 회사로, 게임 산업에 속해 있다.

**2022년 국내 게임시장 규모는**

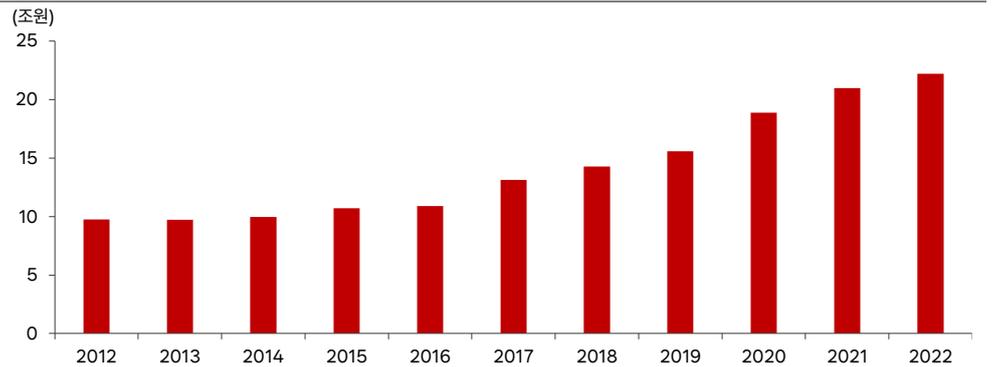
넵툰은 주요 사업으로 게임 사업을 영위하고 있다.

**22.2조원으로**

**10년간 연평균 8.6% 성장**

2022년 국내 게임시장의 규모는 22조 2,149억원으로 2012년부터 연평균 8.6% 성장해왔다. 특히 게임시장은 2020년 코로나 시기에 21.3% 고성장이었으며, 2021년에도 전년대비 11.2% 성장하며 견조한 모습을 보여주었다. 코로나 시기에 사회적 거리두기가 시행되면서 실내 활동의 증가가 게임 시장의 고성장을 견인했다. 2022년 게임시장은 전년대비 5.8% 증가하며, 성장률이 둔화되었다.

**국내 게임 시장 규모 추이**



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

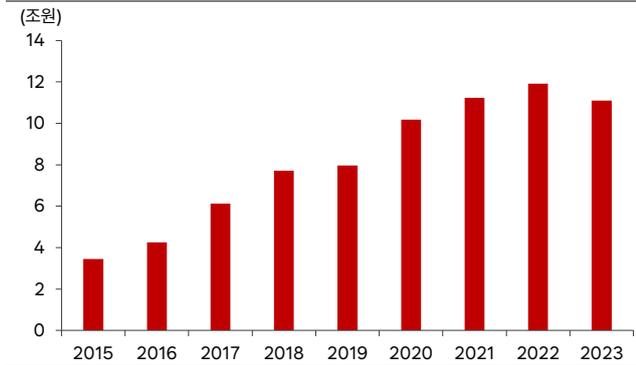
**국내 주요 상장 게임사들의**

**2023년 매출액은 전년 대비**

**6.9% 감소**

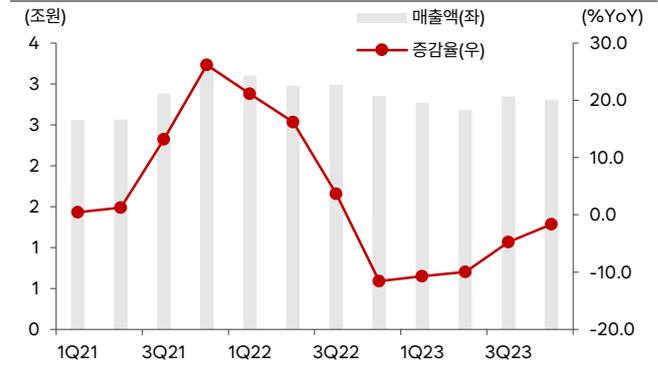
한국콘텐츠진흥원은 아직 2023년 게임산업 시장 규모에 대한 자료는 제공하고 있지 않으나, 2023년에는 시장규모가 2022년 대비 감소했을 것으로 예상된다. 왜냐하면 국내 주요 상장 19개 게임사의 2023년 매출액이 11.1조원으로 2022년 11.9조원 대비 6.9% 감소했기 때문이다. 이는 1) 리프닝으로 인한 모바일 게임 수요 약화, 2) 중국의 외자판호 발급 규제 강화, 3) 재택 근무 및 인건비 상승으로 신작 출시 연기 등이 주요 요인으로 작용했다. 다만, 긍정적인 점은 2022년 4분기부터 급감했던 매출액 성장률은 2023년 3분기 이후 감소 폭이 줄어들고 있다는 것이다.

국내 주요 19개 상장 게임사의 합산 연간 매출액 추이



주: 네오위즈, 넥슨게임즈, 넷마블, 더블유게임즈, 데브시스터즈, 미투온, 액션스퀘어, 엔씨소프트, 웹젠, 위메이드, 위메이드맥스, 위메이드플레이, 조이시티, 카카오게임즈, 컴투스, 컴투스홀딩스, 크래프톤, 펠아비스, 넵툰  
합산 기준, 자료: FnGuide, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 주요 19개 상장 게임사의 분기별 매출액과 증감율 추이

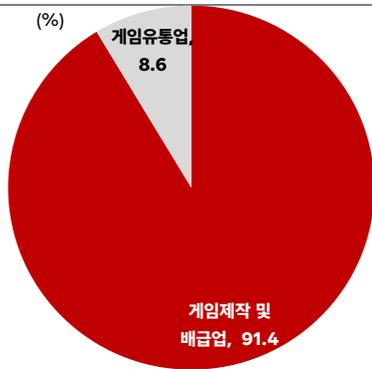


주: 네오위즈, 넥슨게임즈, 넷마블, 더블유게임즈, 데브시스터즈, 미투온, 액션스퀘어, 엔씨소프트, 웹젠, 위메이드, 위메이드맥스, 위메이드플레이, 조이시티, 카카오게임즈, 컴투스, 컴투스홀딩스, 크래프톤, 펠아비스, 넵툰  
합산 기준, 자료: FnGuide, 한국R협회의 기업리서치센터

**국내 게임시장에서 비중이 높은 게임 플랫폼은 모바일 게임**

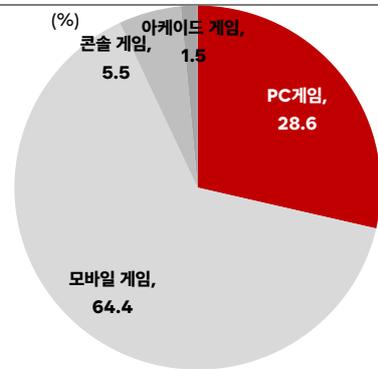
국내 게임시장은 크게 게임 제작 및 배급업과 게임유통업으로 구분된다. 2022년 기준으로 게임 제작 및 배급업은 전체 게임시장의 91.4%를 차지하고 게임유통업은 8.6%의 비중을 차지하고 있다. 게임 제작 및 배급업은 이용 플랫폼에 따라 1) 모바일 게임, 2) PC 게임, 3) 콘솔 게임과 4) 아케이드 게임으로 구분된다. 국내 게임시장은 모바일 게임 규모가 다른 국가 대비 크다. 2022년 기준으로 전체 국내 게임제작 및 배급업 시장 대비 1) 모바일 게임, 2) PC 게임, 3) 콘솔 게임과 4) 아케이드 게임은 각각 64.4%, 28.6%, 5.5%, 1.5% 비중을 차지하고 있다.

국내 게임 시장의 분야별 비중



주: 2022년 기준, 자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 게임제작 및 배급업의 플랫폼별 게임 비중



주: 2022년 기준, 자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

**국내 게임의 주요 수출국은 중국 및 일본**

2022년 기준 국내 게임 산업 수출액은 89.8억달러(원화 11.6조원, 한국은행 2022년 연평균 매매기준율 1,291.95원 적용시)이며, 수입액은 2.6억 달러였다. 모바일 게임의 수출 규모(55.6억 달러)가 가장 크며, 수입에서는 모바일 게임 수입 규모(1.9억달러)가 크다. 수출국 중에서는 중국이 30.1%로 가장 높은 비중을 차지하고, 일본, 동남아가 각각 14.4%, 14.2%를 차지하고 있다. 일본의 경우 2020년 3.8%에서, 2021년 10.5%로, 2022년에는 14.4%를 차지하며 비중이 빠르게 증가하고 있다. 일본의 경우 2010년 초반까지 게임산업을 적극 육성하던 중국은 커지는 미성년자의 게임 중독 우려로 2018년 게임 판호 발급 규제를 도입했다. 이의 일환으로 정부가 온라인 게임 라이선스 발급을 통제하고 있으며, 이를 통해 신작 출시 속도를 조절하고 있다.

국내 게임의 국가별 수출 비중

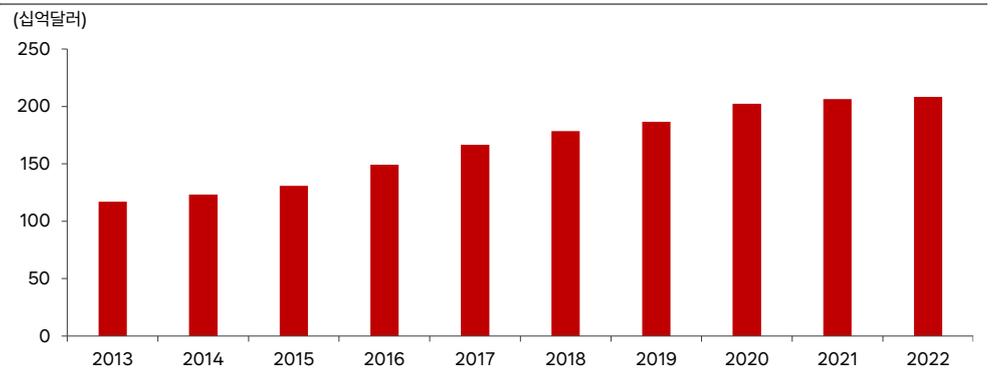


주: 2022년 기준, 자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

**2022년 글로벌 게임시장 규모는 2,082억달러로 지난 10년간 6.3% 성장. 한국 게임시장은 글로벌 게임시장에서 7.8% 비중 차지**

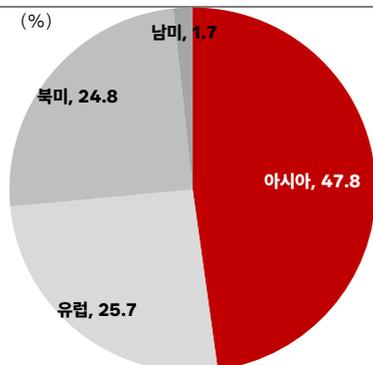
2022년 기준 글로벌 게임시장 규모는 2,082억 달러로 지난 10년간 연평균 6.3% 성장했다. 권역별로 게임 점유율을 살펴보면, 아시아가 47.8%를 차지해 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 유럽과 북미가 각각 25.7%, 24.8%를 차지하고 있다. 한국 게임시장은 글로벌 게임시장에서 7.8%의 비중을 차지하고 있다. 한국 게임시장은 2016년 글로벌 시장에서 5.4% 비중을 차지한 이후 지속적으로 비중이 증가하는 추이를 보이고 있다. 글로벌 게임시장의 플랫폼별 점유율을 살펴보면, 모바일 게임, 콘솔 게임, PC게임과 아케이드 게임이 각각 44%, 28.4%, 17.5%, 10.1%를 차지하고 있다. 국내 게임 시장과 비교 시, 국내는 모바일 게임에서 우위를 점하고 있으며, 콘솔 게임에서는 열위에 있다.

글로벌 게임 시장 규모 추이



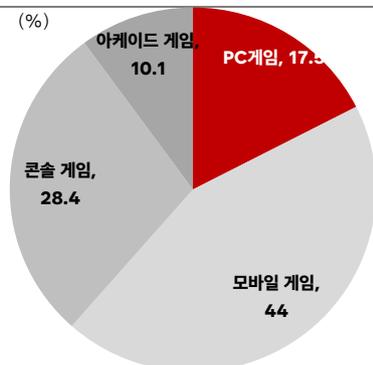
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

글로벌 게임시장의 권역별 비중



주: 2022년 기준, 자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

글로벌 게임시장의 플랫폼별 비중



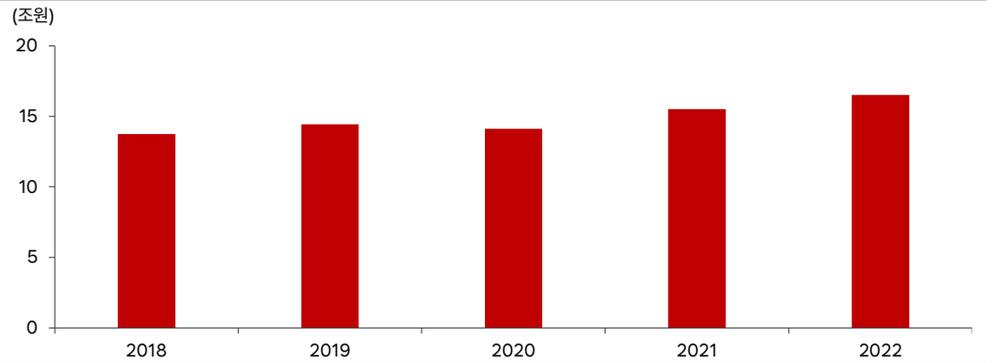
주: 2022년 기준, 자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

**광고 산업**

**2022년 기준 국내 광고산업 시장 규모는 16.5조원**

2022년 기준 국내 광고산업 시장 규모는 16.5조원으로 전년대비 6.5% 증가했다. 지난 5년간 연평균 5.3% 성장했다. 2020년 코로나로 인해 2.1% 역성장하였으나, 2021년에는 확장적 통화 및 재정 정책 하에 경기회복 기대감으로 국내 광고산업 시장은 9.9% 성장했다.

광고산업 시장 규모 추이



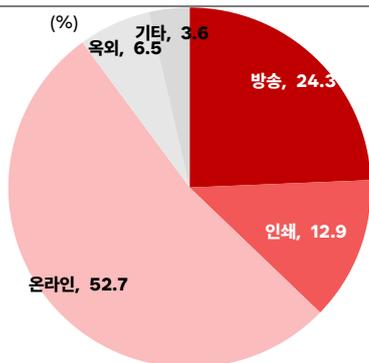
자료: 한국방송광고진흥공사, 한국IR협회의 기업리서치센터

**온라인 광고 시장 비중은 52.7%로 매체 중 가장 높음**

광고 시장은 매체 유형에 따라 방송광고, 인쇄광고, 온라인 광고, 옥외 광고와 기타 광고로 구분된다. 방송광고는 세부적으로 지상파TV(KBS, MBC, SBS 등), 케이블 TV, IP TV, 라디오와 기타(위성방송, SO)로 나뉘어진다. 인쇄 광고는 신문과 잡지로, 온라인 광고는 PC와 모바일로 구분할 수 있다.

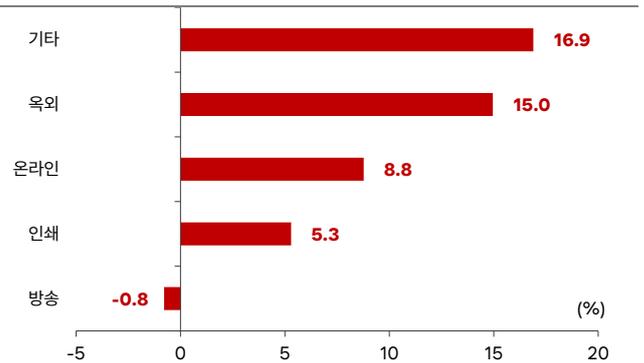
2022년 매체별 광고 시장을 살펴보면, 대부분 매체 광고는 전년대비 성장했으나 방송 광고만 0.8% 감소했다. 상대적으로 높은 성장률을 기록한 매체는 옥외광고와 온라인광고로 각각 15.0%, 8.8% 증가했다.

매체 유형별 광고 시장 비중



주: 2022년 기준, 자료: 한국방송광고진흥공사, 한국IR협회의 기업리서치센터

2022년 매체 유형별 증감율(2021년 대비)



주: 2022년 기준, 자료: 한국방송광고진흥공사, 한국IR협회의 기업리서치센터

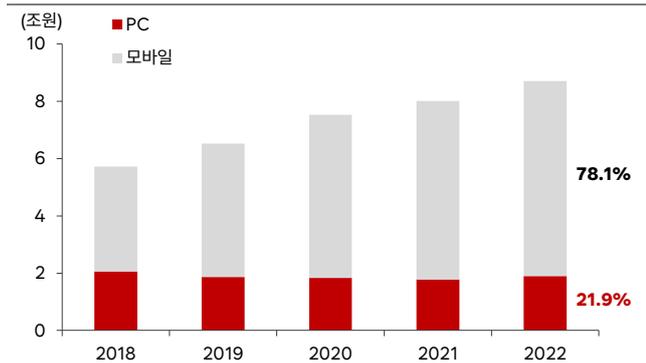
**모바일 광고가 온라인 광고 성장을 견인. 최근 검색광고 시장 비중이 디스플레이 광고 비중 상회**

광고산업 시장 내에서 비중이 가장 큰 매체는 온라인으로 총 광고비의 52.7%를 차지하고 있다. 온라인 광고는 지난 5년간 연평균 12.8% 증가하며, 높은 성장률을 보여주었다. 온라인 광고는 PC광고와 모바일광고로 구분되는데, 지난 5년간 모바일 광고가 연평균 18.9% 증가하며 온라인 광고 성장을 견인했다. 반면, PC광고는 연평균 0.1% 감소했다.

2022년 기준으로 온라인 광고 내 모바일 광고 비중은 78.1%이다.

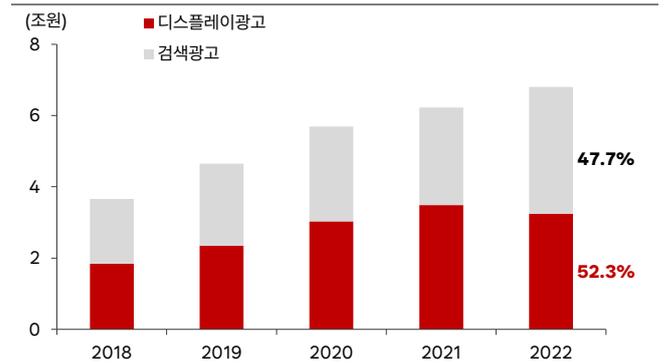
2017년 이후 2021년까지 모바일 광고 내 디스플레이 광고 비중이 검색 광고 시장 비중보다 컸다. 특히, 2019년 코로나로 인해 비대면 환경에 놓인 기업들은 소비자에게 다가가고자 디스플레이 광고 비중을 소폭 늘렸다. 2021년 기준 모바일 시장 내 디스플레이 광고 비중은 56%였다. 그러나 2022년 디스플레이 광고는 전년 대비 6.9% 감소한 반면, 검색광고가 30% 급증하며, 검색 광고 비중이 52.3%로 디스플레이 광고 비중(47.7%)을 상회하기 시작했다. 이는 경기불황과 구글의 서드파티 쿠키 중단에 따른 결과였다. 구글은 2020년부터 디스플레이 광고의 타겟팅에 핵심 자료인 쿠키 데이터를 개인정보 보호 이슈로 제공 중단하겠다고 발표했고, 이후 디스플레이 광고는 원하는 오디언스 타겟에게 명확하게 노출되는 힘을 잃으면서 광고주들의 선호도가 낮아졌다. 서드파티 쿠키 중단은 2024년 3분기부터 본격적으로 진행될 예정이다. 현재 구글은 쿠키를 대체할 방법으로 플록(FLoC)과 API 활용을 제시하고 있다. 플록은 사용자를 특정하지 않고도 비슷한 관심을 가진 유저들을 자체적으로 그룹핑(Grouping)하여 광고를 전달할 수 있게 하는 방식이다. 다만, 개인정보 침해 우려 이슈는 여전히 대립 중으로 구글은 이를 보완하기 위한 기술적 방안을 강구하고 있다.

온라인광고 시장 내 PC와 모바일 광고 시장 추이



자료: 한국방송광고진흥공사, 한국IR협회의 기업리서치센터

온라인광고 시장 내 디스플레이광고와 검색광고 시장 추이



자료: 한국방송광고진흥공사, 한국IR협회의 기업리서치센터

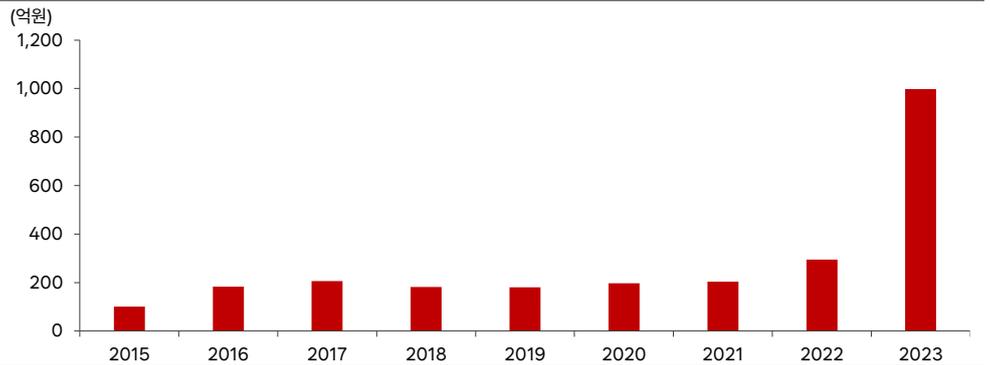
 **투자포인트**

**1** **게임사 인수 기준 변경을 통한 게임 매출 성장 기대**

**투자포인트1. 게임 매출 성장 기대**

넵툰의 첫번째 투자 포인트는 검증된 게임사 사업 인수와 지분 투자를 통한 게임 매출 성장 기대이다.

넵툰의 매출액 추이



자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

- 1) 2022년 기점으로 게임사 인수 기준 변경**
- 2) 개발사 인수 전략 외 퍼블리싱으로 전략적 접근 시도**
- 3) 다양한 장르의 캐주얼 게임과 특색 있는 게임 개발 집중**

넵툰은 설립 초기부터 게임 개발사를 인수하면서 다양한 게임 장르 라인업을 구축해 갔다. 2014년에는 MOBA게임 개발사인 아크로베어즈를, 2015년에는 소셜 카지노 게임 개발사인 에이치앤씨게임즈를 인수했다. 2016년에도 RPG게임 개발사인 오울블루를 인수했다. 2017년부터는 게임사 사업 인수 외에 지분 투자를 병행했다. 2017년 지분 투자한 회사로는 블루홀(現 크래프톤), 어쌔킨그, 밥게임즈와 핀업게임즈가 있다. 이와 같이 설립 초기부터 2020년까지 초까지 동사의 게임 개발사 인수 기준은 장르의 다양화, 새로운 기획 등이 기준이었다. 그러나 이 시기 동사의 매출액은 200억 원 내외에 머물면서, 매출 성장은 가시화되지 않았다.

동사는 2022년을 기점으로 게임사 인수 기준을 변경한다. 즉, 1) 기존 히트작 개발로 검증되었고, 2) 수익성이 양호한 캐주얼 & 미드코어 모바일 게임 개발팀에 대한 인수와 투자로 변경되었다. 동사는 게임사를 인수 또는 합병한 이후에도 팀 단위로 움직이며, 각 개발팀의 독립성과 장기적인 보상 체계를 통해 양질의 게임을 지속적으로 개발하도록 유도하고 있다.

또한, 올해부터는 비용 소모가 큰 게임 개발사를 인수하는 전략 외에 퍼블리싱으로 전략적 접근을 시도할 예정이다. 즉, 성공 확률이 높은 '게임'에 대해선 개별 게임을 동사가 퍼블리싱해서 수익을 추구하는 전략을 구사할 계획이다. 현재 동사는 올해 게임 2종과 계약을 맺고 퍼블리싱 서비스를 시작하는 것이 목표이다.

동사의 적극적인 게임사 인수 전략으로, 시장은 게임사 또는 게임 개발팀이 개발한 게임들간의 카니발라이제이션(신작이 기존 주력 게임 시장을 잠식하는 현상)을 우려하고 있다. 동사는 시장의 우려를 불식시키기 위해 다양한 장르의 캐주얼 게임과 특색 있는 게임 개발에 집중하고 있다. 세부 장르로 구분하면, 3매치 게임, 코스톱/포커 게임, 타이쿤 게임,

방치형 RPG게임, 리듬액션 게임 등을 런칭했다. 넵툰은 다양한 국가의 이용자를 대상으로, 각 스튜디오마다 특색 있는 신작을 런칭하고 서비스를 제공하고 있다.

작년 동사의 게임 매출액은 784억원으로 전년 대비 198.3% 급증했다. 이는 2021년 인수한 캐주얼게임 개발사인 트리폴라와 플레이하드의 신작이 흥행했기 때문이다.

2023년 1월 트리폴라는 '고양이 스넥바'를 출시했다. '고양이 스넥바'는 고양이 캐릭터가 등장하는 방치형 타이쿤 게임으로 귀여운 아트웍의 여성향 타이쿤 게임이다. 여성 유저가 60% 비중을 차지하고 있으며, 작년 누적 다운로드 2,500만건을 기록했다. 한국 외에 미국과 일본 등 해외에서도 서비스 중이며, 작년 매출 중 해외 매출 비중이 76%를 차지했다. 작년 매출액은 269억원을 기록했다. 트리폴라는 올해 신작 게임 3종을 출시할 예정이다. 이미 3월 '고양이 나무꾼'을 애플 앱스토어에서 글로벌 론칭을 했는데, 사전예약 단계에서 누적 90만명 이상의 사전 예약자를 확보했다.

작년 3월에는 플레이하드에서 수집형 캐주얼 RPG게임 '우르르 용병단'을 출시했다. '우르르 용병단'은 작년 3월 출시 후 12월까지 누적 다운로드 600만 건을 기록했다. 한국 외에 미국과 대만, 일본 등에서 서비스 중이며, 작년 매출의 65%가 해외매출에서 발생했다. 작년 매출액은 238억원을 기록했다. 플레이하드는 'Easy to Play, Hard to Master' 기조로 인앱 매출이 높은 라이트코어 게임 개발을 목표로 하고 있으며, 올해 신작 2종을 출시할 예정이다.

동사가 올해 인수한 이케이게임즈는 지난 9년간 4번의 성공 경험을 보유한 개발사이다. 'F급 용사 키우기' 포함 성공작 4종을 개발해 누적 매출액 320억원을 기록하고 있다. 대표는 네오위즈 출신이다. 'F급 용사 키우기'는 해외 매출 비중이 높은 방치형 RPG게임으로 작년 매출액 138억원을 기록했다. 올해 1월 방치형 RPG신작 '999위 용사'를 글로벌로 출시했으며, 하반기에도 신작을 출시할 예정이다.

**넵툰의 게임 대표작**

대표작	자회사/사업유닛	주요 장르	주요 국가	2023년 매출
고양이 스넥바	트리폴라	방치형 타이쿤	US,KR,JP	269 억원
무한의 계단	엔플레이스튜디오	아케이드/도트 픽셀 아트	KR	75 억원
우르르 용병단	플레이하드	수집형 캐주얼 RPG/미국식 카툰 아트	KR,US,TW	238 억원
F급 용사 키우기	이케이게임즈	방치형 RPG/도트 픽셀 아트	US	138 억원
탄탄사천성 외	컨센츠사업본부(넵툰)	퍼즐 게임/카카오프렌즈 IP	JP	25 억원
야고 런	엔크로키	리듬액션게임/빨간내복야코 IP	KR	16 억원

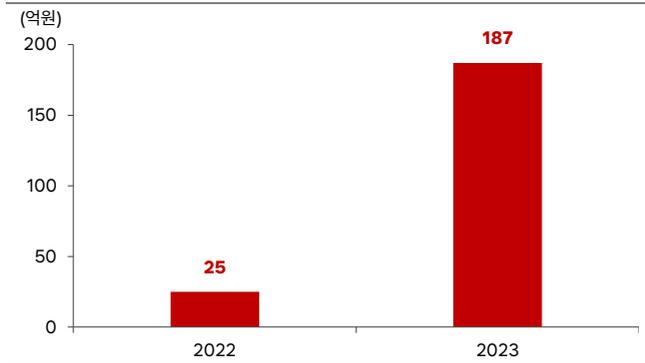
자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

**사업 다각화를 통한 매출 성장 기대**

**투자포인트2. 광고 사업을 통한 매출 성장 기대**

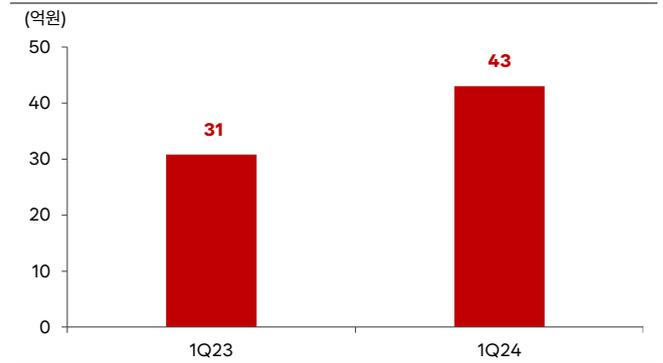
넵툰의 두번째 투자포인트는 사업 다각화를 통한 매출 성장 기대이다. 동사는 2022년 애드엑스, 2023년에는리메이크디지털과 애드테크플러스를 흡수 합병하며 사업을 다각화했다. 이로 인해 기존에는 게임매출만 발생했다면, 2022년부터는 광고 매출도 발생하기 시작했다. 2022년 25억원에 불과했던 광고 매출액은 2023년 187억원으로 급증했다. 또한 올해에도 매출 증가세가 이어지며, 1분기 광고 매출액은 43억원으로 전년 동기 대비 40% 성장했다.

넵툰의 광고 사업부 매출 추이



자료: 넵툰, 한국IR협회의 기업리서치센터

넵툰의 광고 사업부 1Q24 매출과 1Q23 매출 비교



자료: 넵툰, 한국IR협회의 기업리서치센터

**애드엑스, SSP(Supply-Side Platform)으로 광고 수익화 플랫폼 제공사.**

**리메이크디지털은 퍼포먼스**

**마케팅 사업 유닛.**

**내부 게임 사업부에도 시너지 효과 기대**

애드엑스는 모바일 앱 광고 Mediation(매개, 중개자)이자 SSP(Supply-Side Platform)이다. SSP는 디지털 광고 시스템에서 중요한 역할을 하는 기술 플랫폼으로, 주로 웹사이트나 애플리케이션의 퍼블리셔(콘텐츠 제공자)가 자신의 광고 인벤토리(광고 공간)를 효율적으로 관리하고 판매하는데 도움을 준다.

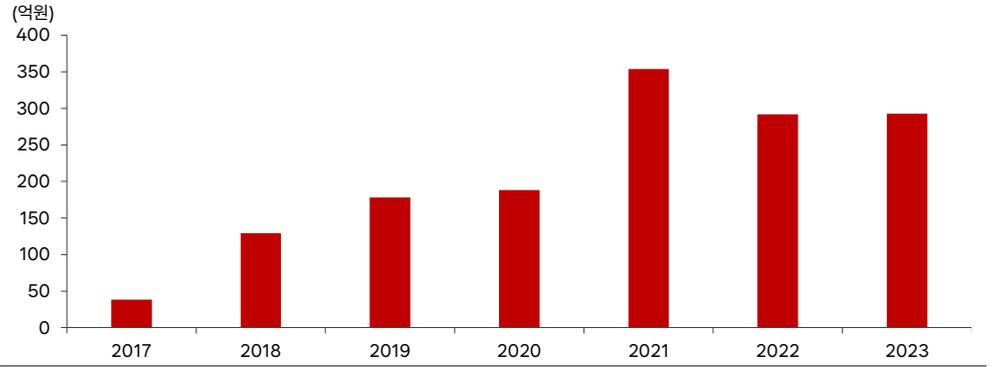
애드엑스는 2016년에 설립되었으며, 2020년 카카오게임즈가 2대 주주로 참여하기 시작했다. 애드엑스는 자체 알고리즘을 개발해 이를 기반으로 모바일 앱 광고 수익 최적화 서비스를 제공하고 있다. 자체 개발한 대표적인 알고리즘은 'Dynamic Waterfall'이다. 'Dynamic Waterfall'은 광고 네트워크 단가 변동에 동적으로 대응하기 위해 과거 및 예측 데이터를 기반으로 광고 지표를 만들고, 자체 알고리즘을 개발하여 Mediation을 운영한다. 애드엑스는 2022년 국내에서 유일하게 Google Certified Publishing Partner로 선정되었다. 2023년 동사의 광고 거래액은 292억원, 매출 44억원을 기록했다. 글로벌 경기침체로 광고 단가가 10.5% 하락한 가운데에서도 광고거래액이 전년 대비 0.17% 감소에 그쳤다는 점은 긍정적이었다. 이는 매체 영업이 증가한 결과인데, 동사는 컴투스, 한컴, KT 등 100여개의 매체사를 확보하고 있다.

애드파이는 애드엑스가 운영 중인 SSP이자 Ad Exchange 플랫폼이다. 구글, 메타 등이 지원하지 않는 매체(잠금화면, 리워드앱, 키보드앱)를 포함한 다양한 광고 매체의 수익을 극대화하는 플랫폼으로 RTB(Real-Time Bidding) 규격에 맞춰 범용성을 갖추었다. 2023년 애드파이의 광고 거래액은 299억원이었으며, 매출은 70억원을 기록했다. 넷지헬스케어, 번개장터, SK플래닛 등 40여개사의 매체사를 고객으로 확보하고 있다. 특히, 애드엑스는 2023년 6월 신규 Ad Exchange 플랫폼을 런칭하였는데, 6개월만에 누적 광고 거래액 33억원을 달성했다. Ad Exchange는 국내외 SSP와 연동하여 비독점적인 매체를 대량으로 늘려가는 방식을 추가하여, 또 하나의 성장 동력으로 기대된다.

리메이크디지털은 넷마블 퍼포먼스 마케팅팀 팀장이 창업을 한, 게임 분야의 전문 지식을 갖춘 퍼포먼스 마케팅 사업 유닛이다. 퍼포먼스 마케팅(Performance Marketing)은 광고주가 광고 캠페인의 성과에 따라 비용을 지불하는 디지털(온라인) 마케팅 전략이다. 즉, 광고주가 클릭, 전환, 판매 등의 특정활동이 발생할 때만 비용을 지불하는 방식이다. 넵툰은 리메이크디지털을 인수함으로써 광고 수익화 뿐만 아니라 마케팅 역량을 추가하여 내부 개발사의 신규 게임 출시를 지원하는 최적의 환경을 조성했다. 쿠팡, 카카오엔터테인먼트, 아임웹과 같은 대기업과 연간 계약 체결을 통해 안정적인 매출을 기록하고 있으며, 2023년에는 광고거래액 115억원, 매출 12억원을 기록했다.

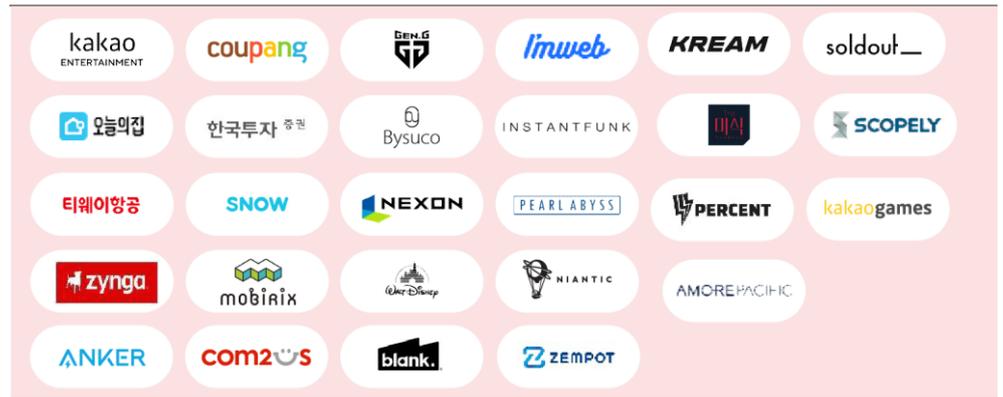
이와 같은 동사의 광고 사업은 내부 게임 개발사와 협업 하에 시너지 효과도 발생 가능할 것으로 기대된다.

에드엑스의 광고 거래액 추이



자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

리메이크디지털의 광고주 풀



자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

 **2023년 실적 Review**

**2023년 매출액**  
**997억원(+238.5%YoY),**  
**영업이익 22억원(흑자전환) 기록**

넵툰의 2023년 매출액은 997억원으로 전년대비 238.5% 급증했다.

게임사업 부문 매출액은 784억원으로 전년도 263억원에서 198.3% 증가했다. 이는 2021년 인수한 캐주얼게임 개발사인 트리플라와 플레이하드의 신작이 흥행했기 때문이다. 트리플라가 작년 1월 출시한 '고양이 스택바'는 연간 매출액 269억원을, 플레이하드가 작년 3월 출시한 '우르르 용병단'은 연간 매출액 238억원을 기록했다. 2022년 엔플라이스 스튜디오는 애드엑스의 자회사로 2022년 애드엑스를 합병하며 지배력을 획득했다, 2023년 합병을 완료했다. 엔플라이스 스튜디오의 '무한의 계단'도 2023년 75억원의 매출을 달성해 게임 매출액 성장에 기여했다.

광고사업 부문 매출액은 187억원으로 전년도 25억원에서 634.4% 급증했다. 이는 2022년 11월 애드엑스가 합병된 이후 2023년 매출이 연간 반영되고, 신규 Ad Exchange플랫폼을 런칭 후 6개월만에 누적광고액이 33억원을 달성한 데 따른 것이다.

동사의 2023년 영업이익은 22억원으로 전년도 적자에서 흑자로 전환되었다. 수익성이 높은 광고사업 부문 매출 비중 증가와 게임 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 주요했다.

영업외이익 부문에서 관계기업투자주식손상차손 133억원이 반영되며, 지배주주 기준 당기순이익은 157억원 적자를 기록했다.

 **2024년 1분기 실적 Review**

**2024년 1분기 매출액**  
**246억원(+29.0%YoY),**  
**영업이익 7억원(흑자전환) 기록**

2024년 1분기 넵툰의 매출액은 246억원으로 전년동기 대비 29.0% 증가했다. 사업부문별로 보면, 게임 사업부 매출액은 201억원으로 전년동기 대비 26.8% 증가했고, 광고 사업부 매출액은 43억원으로 전년동기 대비 40.4% 증가했다. 트라톨라의 신작 모바일 게임 '고양이 나무꾼'가 출시되고 넵툰이 올해 인수한 이케이게임즈가 방치형 RPG게임 '999위 용사'를 정식 출시하며 매출 증가를 견인하는 요인으로 작용했다.

동사의 영업이익은 7억원으로 전년동기 적자(15억원 적자)에서 흑자로 전환되었다. 특히, 동사가 보유하고 있는 크래프톤(433,330주, 지분율 0.9%)의 주가가 급등하며 230억원의 평가이익이 금융수익으로 반영되었다. 이로 인해 동사의 지배주주 기준 당기순이익은 221억원으로 전년동기 대비 687.9% 급증했다.

### 2024년 실적 전망

**2024년 매출액**  
**1,026억원(+2.8%YoY),**  
**영업이익 46억원(+114.3%YoY)**  
**예상**

당사는 넵툰의 2024년 매출액을 1,026억원으로 전년 대비 2.8% 증가할 것으로 전망한다. 영업이익은 46억원으로 2023년 대비 114.3% 증가하고 영업이익률은 4.5%로 2.3%p 상승할 것으로 추정된다.

넵툰의 게임 매출액은 825억원으로 5.3% 증가할 예정이다. 트리플라의 신작 3종과 플레이하드의 라이트신작 2종이 올해 출시될 예정이다. 또한 이케이게임즈의 인수에 따른 매출액 증가도 예상되나, 작년에 출시한 '우르르 용병단'과 '고양이 스낵바'의 Retention Rate이 하락함에 따라 매출 증가율은 둔화될 것으로 전망한다. 광고 매출액은 196억원으로 4.5% 성장이 예상된다.

영업이익은 1) 매출액 증가에 따른 영업레버리지 효과와 2) 게임업계의 구조조정 등에 따른 인건비 증가율 둔화가 예상됨에 따라 흑자를 이어갈 전망이다.

다만, 올해 초 동사가 보유한 크래프톤 주가가 급등한 가운데, 크래프톤 주가 변동성이 당기순이익에 미치는 영향이 클 것으로 예상된다. 당사는 올해 연간 크래프톤의 평가손익을 1분기 수준으로 가정해 추정했다.

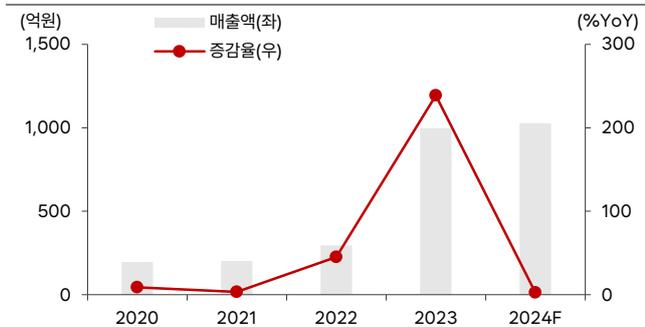
#### 실적 전망

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	196	203	295	997	1,026
게임	142	103	263	784	825
광고			25	187	196
기타	54	100	6	27	5
영업이익	-87	-246	-287	22	46
당기순이익	462	777	-1,620	-157	212
<hr/>					
%YoY					
매출액	89	3.3	45.3	238.5	2.8
영업이익	적지	적지	적지	흑전	114.3
당기순이익	흑전	68.2	적전	적지	흑전
<hr/>					
영업이익률	-44.2	-121.3	-97.3	2.2	4.5
당기순이익률	235.7	382.8	-549.2	-15.7	20.7

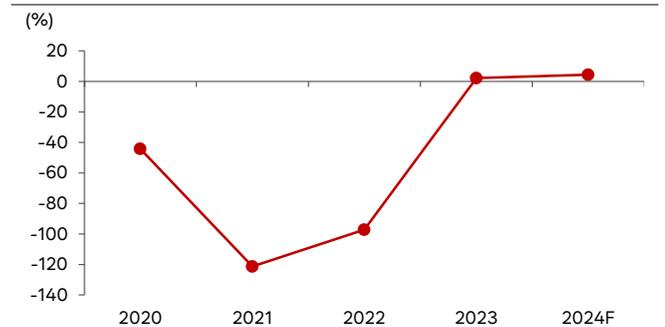
자료: 한국IR협의회 리서치센터

넵툰의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

넵툰의 영업이익률 추이 및 전망



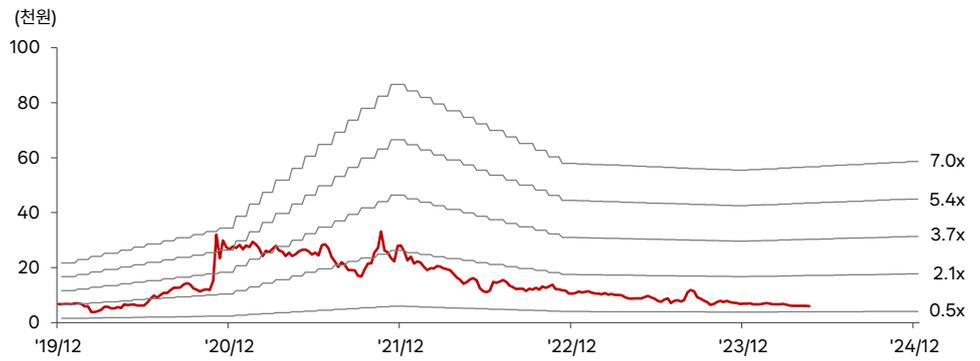
자료: 넵툰, 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### 넵툰의 2024년 PBR은 0.7배로 밸류에이션 하단 위치

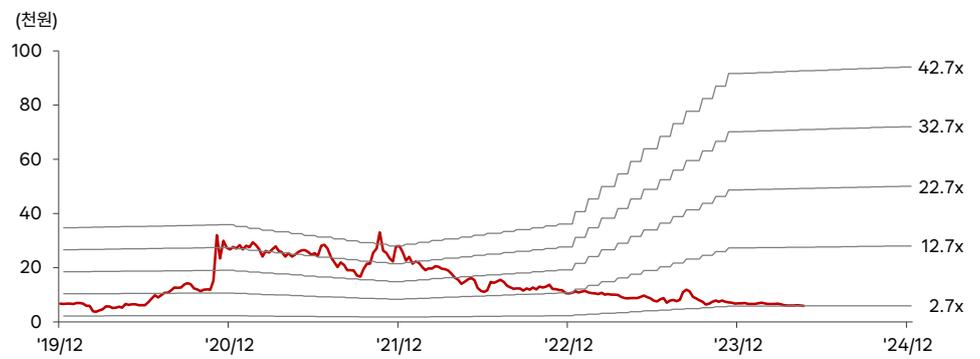
현재 넵툰의 2024년 PBR은 0.7배이다. 2020년 이후 동사의 주가는 PBR Band 0.7배에서 7.0배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면, 현재 동사의 주가는 밸류에이션 하단에 위치해 있다. 참고로 PSR측면에서도 동사의 주가는 밸류에이션 하단에 위치해 있다. 현재 넵툰의 2024년 PSR은 2.7배인데, 2020년 이후 주가는 PSR Band 2.6배에서 54.0배 사이에서 움직였다.

#### 넵툰의 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### 넵툰의 PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 넵툰은 경쟁사와 2024년 PER비교 시 높은 편

넵툰과 같은 게임 개발사로 웹젠, 컴투스, 위메이드맥스, 위메이드플레이, 조이시티가 있다.

웹젠은 2000년에 설립된 게임회사로 2003년에 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 3D MMORPG로 시장에서 크게 인기를 얻은 무 온라인을 개발한 게임사이다. 동사는 현재 '무 온라인', 'R2', 'Metin2', '샷온라인' 등의 온라인 게임과 '무 모나크', '라그나돌', '어둠의 실력자가 되고 싶어서', '무 오리진(MU IP)', 'R2M(R2 IP)' 등의 모바일 게임, 그리고 '무 이그니션2(MU IP)' 등의 웹게임을 주요 게임으로 서비스하고 있다. 또한 IP제휴사업 부분에서 MU IP를 활용한 다수의 게임들이 해외에서 서비스되고 있다.

컴투스 1998년 설립되었고, 2007년 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 모바일 게임 개발 및 공급을 주요 영업으로 하고 있으며, 2000년 초부터 해외 시장에 진출해 현재 미국, 중국, 일본, 대만, 싱가포르, 독일 등에 현지 법인을 두고 전세계 주요 국가에 모바일 게임을 서비스하고 있다. 주요 게임으로는 글로벌 RPG게임인 '서머너즈 워:천국의 아레나', '서머너즈워: 크로니클', '서머너즈 워: 백년전쟁', 'MLB9이닝스', '컴투스프로야구', '뉘시의 신' 등이 있다. 동사는 종속회사인 위즈웍스튜디오를 통해 미디어 사업도 영위하고 있다. 2023년 매출액 기준으로 게임사업부와 미디어사업부 매출 비중은 각각 76%, 24%이다.

위메이드맥스와 위메이드플레이는 위메이드의 자회사이다.

위메이드맥스는 1997년에 설립되었고, 2009년 코스닥 시장에 상장했다. 동사의 대표게임으로는 '실크로드 온라인'이 있다. 동사는 넵툰과 같이 게임 개발사에 대한 적극적인 투자를 단행해 모바일 게임 개발 자회사인 라이트콘, 위메이드넥스트, 위메이드커넥트, 라이크잇게임즈, 넥셀론, 니트로인스를 인수 및 설립했다. 동사는 블록체인 게임도 출시해 서비스 중이다.

위메이드플레이는 2010년에 설립되어, 2013년 코스닥 시장에 상장했다. 동사의 주요 게임으로는 '애니팡 시리즈', '디즈니 팝 타운', '위 베어 베어스 더 퍼즐', 'Slot Mate' 등이 있으며, 주요 모바일 게임을 개발하여 서비스하고 있다.

조이스티는 1994년에 설립되어 2008년 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 자체 개발한 온라인 스포츠게임 '프리스타일 시리즈'를 비롯해 '캐리비안의 해적:전쟁의 물결', '간첩배틀:토탈워페어' 등 전략 시뮬레이션 전쟁 게임, 보드게임등 다양한 장르의 모바일 게임과 프리스타일 IP를 활용한 콘솔게임 '3on3프리스타일' 등을 서비스하고 있다. 동사는 2020년 웹툰회사 로드비웹툰에 투자했으며, 2022년에는 다날과 메타버스 서비스 MOU를 체결했다.

이 중 2024년 시장 컨센서스가 존재하는 기업은 웹젠, 컴투스, 조이스티가 있다. 이들과 2024년 PER을 비교 시 넵툰의 PER은 높은 편이다. 넵툰의 2024년 PER은 13.2배인 반면, 웹젠, 컴투스, 조이스티는 각각 5.5배, 11.6배, 10.6배이기 때문이다.

넵툰과 주요 경쟁사의 재무지표 및 밸류에이션 지표 비교

(단위: 억원, %, 배)

		넵툰	웹젠	컴투스	위메이드맥스	위메이드플레이	조이스티
주가(원)		6,010	16,860	44,100	10,170	9,630	2,480
시가총액 (억원)		2,801	5,893	5,617	3,386	1,105	1,734
자산총계 (억원)	2021	4,661	6,153	18,588	534	1,912	2,375
	2022	4,263	6,469	18,988	1,228	4,041	2,477
	2023	4,084	7,031	17,160	1,299	3,916	2,423
	2024E	4,238	7,381	18,094			2,548
자본총계 (억원)	2021	3,933	5,041	11,739	226	1,579	972
	2022	3,843	5,721	11,390	769	2,130	989
	2023	3,686	6,217	11,147	833	2,181	1,060
	2024E	3,868	6,572	11,723			1,179
매출액 (억원)	2021	203	2,848	5,587	355	1,057	2,013
	2022	295	2,421	6,773	862	1,340	1,638
	2023	997	1,963	7,396	698	1,217	1,496
	2024E	1,026	2,567	7,808			1,608
영업이익(억원)	2021	-246	1,030	526	3	85	218
	2022	-287	830	-151	253	9	74
	2023	22	499	-332	38	-4	253
	2024E	46	673	116			168
영업이익률(%)	2021	-121.3	36.2	9.4	0.8	8.0	10.8
	2022	-97.3	34.3	-2.2	29.3	0.7	4.5
	2023	2.2	25.4	-4.5	5.4	-0.4	16.9
	2024E	4.5	26.2	1.5			10.4
지배당기순이익(억원)	2021	777	869	1,294	-13	142	70
	2022	-1,620	724	334	253	-4	32
	2023	-157	576	398	64	43	55
	2024E		715	292			119
ROE(%)	2021	30.5	18.5	12.1	-5.5	9.4	8.0
	2022	-41.7	13.5	2.9	50.8	-0.2	3.3
	2023	-4.2	9.7	3.5	8.0	2.0	5.4
	2024E	5.6	11.2	2.6			10.6
PER(배)	2021	11.2	11.8	15.7	N/A	23.1	65.4
	2022	N/A	7.4	23.0	11.9	N/A	86.6
	2023	N/A	9.9	15.9	72.8	33.0	34.0
	2024E	13.2	5.5	11.6			10.6
PBR(배)	2021	2.3	1.7	1.6	31.9	1.9	4.8
	2022	1.2	0.8	0.6	4.1	0.6	2.8
	2023	0.8	0.8	0.5	5.6	0.6	1.8
	2024E	0.7	0.6	0.4			1.3
PSR(배)	2021	4.27	3.6	3.6	20.6	3.1	2.3
	2022	12.4	2.2	1.1	3.5	1.1	1.7
	2023	3.2	2.9	0.9	6.7	1.2	1.3
	2024E	2.7	1.8	0.6			0.9
배당수익률(%)	2021	-	-	0.8	-	-	-
	2022	-	2.4	2.2	-	-	-
	2023	-	1.8	5.3	-	-	-

주: 주가, 시가총액은 2024년 5월 20일 기준 / 넵툰의 2024년 실적은 당사 추정치 기준, 웹젠, 컴투스, 조이스티의 2024년 실적은 시장 컨센서스 기준  
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 리서치센터


**리스크 요인**
**리스크 요인은 1) 크래프톤 주가에  
따른 당기순이익 변동성과 2)  
적극적인 게임사 인수 전략에 따른  
영업권 손상 차손 인식 개연성**

넵툰의 리스크 요인은 보유하고 있는 크래프톤 지분 주가에 따른 순이익 변동성이다.

넵툰은 크래프톤 지분을 433,330주(지분율 0.9%)를 보유하고 있다. 당사는 이를 당기손익-공정가치측정금융자산으로 분류 중이다. 이에 따라 크래프톤의 주가 추이에 따른 평가손익은 손익계산서 영업외수익에서 인식되어 당해 당기 순이익에 영향을 미친다. 특히, 영업이익 규모가 크지 않은 상황에서 크래프톤 지분 평가손익은 당기순이익 규모를 좌우할 수 있다.

다만, 지난 2년간 산업 불황으로 인해 부진했던 게임주들이 올해 실적 개선 기대로 양호한 주가 흐름을 보이고 있다는 점은 단기적으로 넵툰에 긍정적이다. 참고로, 당사의 추정치에는 크래프톤의 평가손익이 1분기 수준으로 반영되어 있어, 추후 주가 상승 시 당기순이익이 상승할 수 있다.

이 외에 당사가 적극적으로 게임사와 광고사들을 인수하는 전략을 지속적으로 펼쳐왔다는 점에서, 인수한 회사들의 실적 악화 시 영업권 손상 차손 및 관계기업투자주식 손상차손을 인식할 수 있는 개연성이 있다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	196	203	295	997	1,026
증가율(%)	8.9	3.3	45.3	238.5	2.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	196	203	295	997	1,026
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	283	449	581	976	980
판매비율(%)	144.4	221.2	196.9	97.9	95.5
EBITDA	-63	-220	-246	92	113
EBITDA 이익률(%)	-32.2	-108.5	-83.5	9.2	11.1
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	23.6
영업이익	-87	-246	-287	22	46
영업이익률(%)	-44.2	-121.3	-97.3	2.2	4.5
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	114.3
영업외손익	659	1,211	-1,612	-244	246
금융수익	676	1,323	21	125	307
금융비용	7	138	1,488	197	58
기타영업외손익	-10	25	-145	-171	-3
중속/관계기업관련손익	-22	-9	-67	-50	-20
세전계속사업이익	550	956	-1,966	-272	272
증가율(%)	흑전	73.7	적전	적지	흑전
법인세비용	112	258	-261	-105	46
계속사업이익	438	698	-1,705	-167	226
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	438	698	-1,705	-167	226
당기순이익률(%)	223.2	343.9	-578.6	-16.8	22.0
증가율(%)	흑전	59.1	적전	적지	흑전
지배주주지분 순이익	462	777	-1,620	-157	212

**현금흐름표**

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	-81	-198	-296	15	60
당기순이익	438	698	-1,705	-167	226
유형자산 상각비	9	11	15	20	16
무형자산 상각비	14	15	26	50	52
외환손익	1	0	5	4	0
운전자본의감소(증가)	-43	59	-78	-85	15
기타	-500	-981	1,441	193	-249
투자활동으로인한현금흐름	356	-1,747	463	30	-118
투자자산의 감소(증가)	471	-1,819	188	75	-213
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-23	-6	-2	-12
기타	-111	95	281	-43	107
재무활동으로인한현금흐름	-93	2,012	-196	79	-94
차입금의 증가(감소)	-1	-20	5	90	-94
사채의증가(감소)	-91	18	-28	-1	0
자본의 증가	0	2,014	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	0	-173	-10	0
기타현금흐름	-0	1	-2	4	-13
현금의증가(감소)	182	67	-31	128	-165
기초현금	82	264	331	300	428
기말현금	264	331	300	428	263

**재무상태표**

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	428	451	482	723	567
현금성자산	264	331	300	428	263
단기투자자산	122	51	26	50	52
매출채권	21	24	119	206	212
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	20	46	37	38	39
비유동자산	1,184	4,209	3,780	3,361	3,672
유형자산	7	23	24	19	16
무형자산	126	335	1,778	1,719	1,810
투자자산	1,033	3,804	1,935	1,589	1,812
기타비유동자산	18	47	43	34	34
자산총계	1,613	4,661	4,263	4,084	4,238
유동부채	315	252	205	338	263
단기차입금	15	17	113	236	141
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	300	235	92	102	122
비유동부채	211	536	261	104	107
사채	0	38	13	14	14
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	211	498	248	90	93
부채총계	527	788	466	442	370
지배주주지분	1,163	3,933	3,843	3,686	3,899
자본금	119	159	232	233	233
자본잉여금	824	2,777	4,471	4,499	4,499
자본조정 등	17	14	-232	-252	-252
기타포괄이익누계액	-20	-19	-19	-22	-22
이익잉여금	223	1,001	-609	-772	-560
자본총계	1,086	3,873	3,796	3,642	3,868

**주요투자지표**

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	13.5	11.2	N/A	N/A	13.2
P/B(배)	5.4	2.3	1.3	0.9	0.7
P/S(배)	31.8	42.7	12.4	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	30.9	22.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	1,976	2,509	-4,645	-338	455
BPS(원)	4,905	12,385	8,278	7,914	8,369
SPS(원)	839	655	845	2,145	2,202
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	50.0	30.5	-41.7	-4.2	5.6
ROA	31.7	22.2	-38.2	-4.0	5.4
ROIC	-12.7	47.5	-43.3	-7.1	2.1
안정성(%)					
유동비율	135.7	179.1	235.2	214.2	215.6
부채비율	48.5	20.3	12.3	12.1	9.6
순차입금비율	-13.6	-4.8	-6.6	-8.9	-6.6
이자보상배율	-29.7	-67.3	-75.9	3.3	6.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
매출채권회전율	9.4	9.0	4.1	6.1	4.9
재고자산회전율	32,732.8	36,619.3	3,279.4	4,574.3	3,861.3

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자들의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
넵툰	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.