

2024. 7. 4



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **58,000 원****현재주가 (7.3)** **56,400 원****상승여력** **2.8%**

KOSPI 2,794.01pt

시가총액 48,478억원

발행주식수 8,595만주

유동주식비율 31.19%

외국인비중 25.00%

52주 최고/최저가 69,400원/37,200원

평균거래대금 128.9억원

주요주주(%)

방준혁 외 15 인 24.84

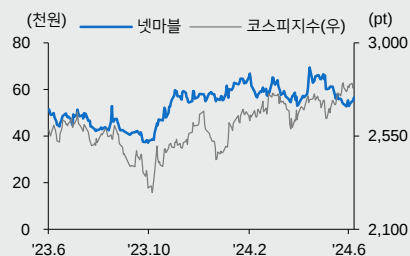
CJ ENM 21.78

HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -6.8 -0.9 12.9

상대주가 -10.5 -7.5 5.2

주가그래프**넷마블 251270****새로운 비용 절감의 길**

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 579억원으로 서프라이즈 예상
- ✓ 마케팅비 예상 하회 및 멀티 플랫폼 출시 신작의 PC 비중 상향에 기인
- ✓ PC 수요 자체 결체 수단 활용하며 모바일 대비 지급수수료를 약 25%p 낮아
- ✓ 추후 신작도 PC 비중 높인다면 타사 비 높았던 매출 연동 수수료 장기적 하향 가능
- ✓ 2024 흑자 경영 반영한 현 주가. 다음 스텝은 3분기 신작 성과 유지 여부

넷마블이 보여준 비용 절감 해법: PC로 매출처 이동

2분기 넷마블의 연결 매출 및 영업이익은 각각 7,465억원(+24% YoY)과 579억원(흑전 YoY)으로 시장 기대치 및 당사 기존 추정을 상회할 것으로 예상된다. 하이브 지분 유동화 수익 관련 세금이 이연되며 순이익도 기존 대비 상향했다. 매출은 기존 추정을 유지하나 1) 신작 중심의 플랫폼 변환을 통한 지급수수료를 하락 및 2) 마케팅 비용이 예상 대비 적게 집행되었다. 4월 <아스달>, 5월 <나혼렘> 및 <레이븐 2>까지 3개의 신작이 출시되어 YoY 500억원의 마케팅비 증액을 예상했으나 300억원 증가에 그친 것으로 추정된다. 2분기 각각 188/1,438/321억원 매출을 예상한다. 가장 주요한 비용 변화는 매출 연동 수수료였다. 2분기 신작이 모바일/PC 멀티 플랫폼으로 출시되었는데 특히 MMORPG 중심으로 앱수수료가 발생하지 않는 PC에서 절반 이상의 매출이 발생했다. 2분기 신작들의 PC 매출 비중은 전사 매출의 10%로 추정되며 이는 대상 매출의 지급수수료를 약 25% 감소시키는 효과가 있다.

연간 대작 지나온 시기. 다음 확인할 단계는 신작 성과 유지 여부

PC 비중 증가를 반영, 2024년 연결 이익을 922억원으로 상향한다. 퍼블리싱 마진 하락을 타개할 방법으로 PC 전환을 선택한 점은 탁월했다. 추후 신작 또한 PC로 집중시킨다면 정률 수수료가 장기적으로 하향될 수 있다. 이익 상향 및 자본 감소가 멈춘 점을 감안하여 지배 BPS에 적용하던 할인을 제거, 적정주가를 기존 51,000원에서 58,000원으로 상향한다. 2024 EBITDA에서 이자 및 법인세를 가감하면 127억원으로 3년만의 흑자 경영이 예상된다. 다만 영업권 등 무형자산을 제외(매년말 손상 진행중)한 순자본은 2조원으로 현 영업 레벨은 주가가 반영한 상태로 판단한다. 오랜만의 신작 성과는 괄목할 만하다. 다음 신작인 <7대지 키우기>(9월 말로 예상)까지 신작의 성과가 얼마나 오래 유지될 수 있는지 증명할 시기다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,673.4	-108.7	-819.2	-9,531	적전	63,533	-6.3	1.0	58.9	-14.6	58.9
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	적지	57,933	-19.5	1.0	57.1	-4.9	55.9
2024E	2,729.6	92.2	39.6	460	적지	58,393	122.6	1.0	24.6	0.8	48.0
2025E	2,456.8	3.4	-99.4	-1,157	적지	57,236	-48.8	1.0	37.3	-2.0	46.9
2026E	2,384.7	-17.0	123.9	1,442	흑전	58,678	39.1	1.0	40.4	2.5	50.5

표1 넷마블 2Q24 Preview

(십억원)	2Q24E	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	746.5	603.3	23.7	585.4	27.5	768.2	-2.8
영업이익	57.9	-37.2	흑전	3.7	1,469.5	49.8	16.3
세전이익	245.4	-64.7	흑전	0.9	2,8107.5	93.7	161.9
지배순이익	234.3	-27.1	흑전	-0.4	흑전	44.5	426.6

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표2 넷마블 적정주가 산출

(원)	비고
BPS	58,393
적정배수(X)	1.0
적정주가	58,000
현재주가	56,400
상승여력(%)	2.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

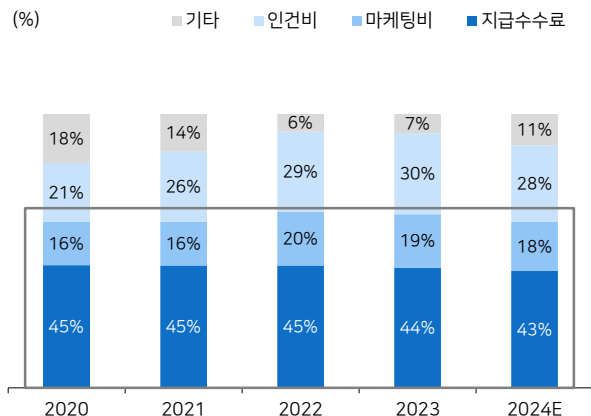
표3 넷마블 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사
23.04.19	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)
23.07.26	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투 (87.66%)
23.08.09	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
23.09.06	세븐나이트 키우기	모바일	넷마블넥서스 (99.93%)
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	넷마블몬스터 (75.67%)
3Q24	일곱개의 대죄 키우기	모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
	모두의마블2	모바일	넷마블엔투 (87.66%)
4Q24	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤, 구로발게임즈 (99.36%)
	RF 온라인 넥스트	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)
	데미스리본	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
2025	일곱개의 대죄: Origin	PC, 모바일, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.49%)

주: 상기 출시 일정은 넷마블의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

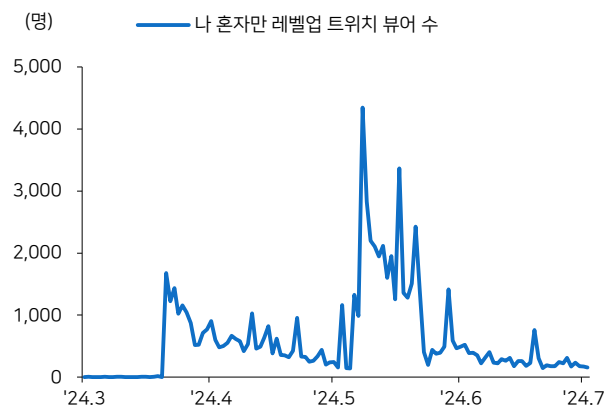
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 넷마블 매출 대비 비용 비중



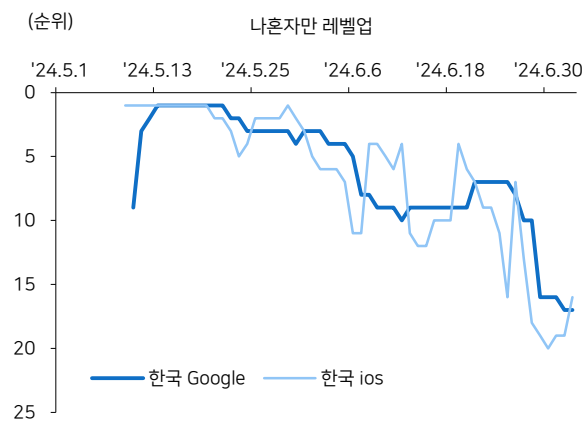
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림2 <나 혼자만 레벨업> 트위치 뷰어 수



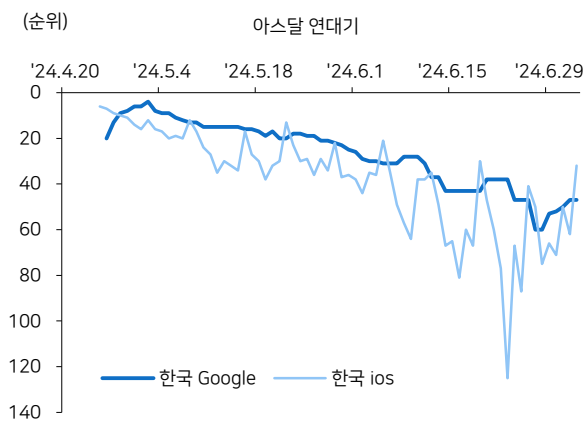
자료: TwitchTracker, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <나 혼자만 레벨업> 국내 매출 순위



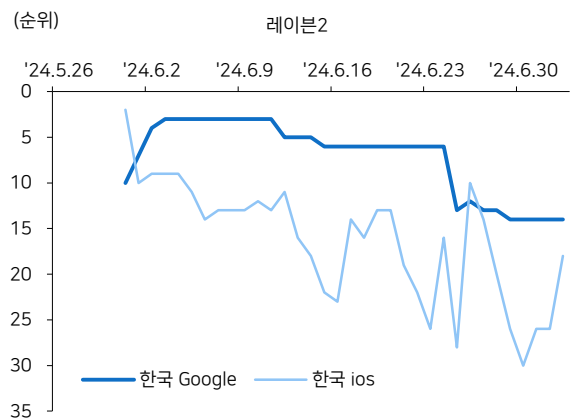
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 <아스달 연대기> 국내 매출 순위



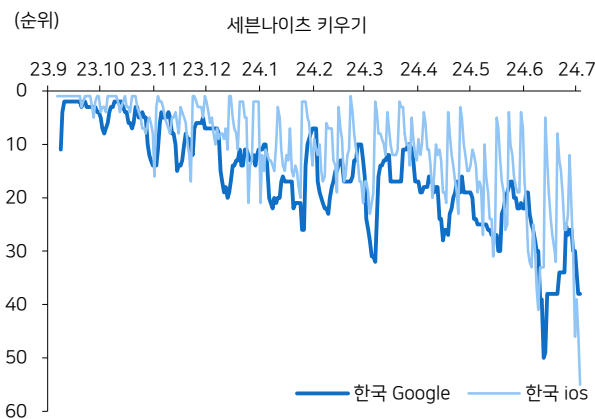
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 <레이븐2> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 <세븐나이츠 키우기> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표4 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출 추정												
매출	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	746.5	693.8	703.9	2,502.1	2,729.6	2,456.8	2,384.7
모바일게임	543.6	552.0	574.1	586.5	522.9	697.6	636.7	647.7	2,256.1	2,504.8	2,179.3	2,108.4
기타	59.0	51.4	56.5	79.0	62.5	48.9	57.1	56.3	245.9	224.8	277.5	276.3
% YoY												
매출	-4.6	-8.7	-9.2	-3.1	-2.9	23.7	10.0	5.8	-6.4	9.1	-10.0	-2.9
모바일게임	-7.3	-10.2	-11.5	-8.2	-3.8	26.4	10.9	10.4	-9.4	11.0	-13.0	-3.3
기타	30.9	11.2	24.0	65.7	5.9	-4.8	1.1	-28.8	33.2	-8.6	23.4	-0.4
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	688.6	665.1	702.0	2,570.5	2,637.4	2,453.4	2,401.7
% to sales	104.7	106.2	103.5	97.2	99.4	92.2	95.9	99.7	102.7	96.6	99.9	100.7
% YoY	-2.0	-7.9	-10.9	-9.0	-7.8	7.5	1.9	8.5	-7.6	2.6	-7.0	-2.1
지급수수료	281.9	271.2	264.8	281.4	248.5	300.4	304.7	312.2	1,099.3	1,165.8	1,075.7	1,024.4
인건비	187.7	193.3	179.4	182.6	178.3	189.2	189.1	207.7	743.0	764.2	741.7	723.9
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.1	114.3	128.8	486.8	487.8	418.0	437.0
감가상각비	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	39.3	39.1	39.2	185.4	156.6	148.0	139.5
기타	12.6	14.8	16.2	12.4	14.4	16.6	18.0	14.1	56.0	63.0	70.0	77.0
이익 추정												
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	57.9	28.7	1.9	-68.5	92.2	3.4	-17.0
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-89.7	적지	흑전	-96.3	적전
영업이익률(%)	-4.7	-6.2	-3.5	2.8	0.6	7.8	4.1	0.3	-2.7	3.4	0.1	-0.7
세전이익	-53.6	-64.7	-33.0	-7.3	0.9	245.4	7.3	-215.6	-158.6	38.0	80.2	115.3
% YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	111.0	43.7
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	234.3	8.2	-202.5	-255.7	39.6	-99.4	123.9
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	적전	흑전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673.4	2,502.1	2,729.6	2,456.8	2,384.7
매출액증가율(%)	6.6	-6.4	9.1	-10.0	-2.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,673.4	2,502.1	2,729.6	2,456.8	2,384.7
판매관리비	2,782.1	2,570.5	2,637.4	2,453.4	2,401.7
영업이익	-108.7	-68.5	92.2	3.4	-17.0
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	3.4	0.1	-0.7
금융손익	-148.2	-188.8	-153.9	-136.6	-116.7
종속/관계기업손익	80.2	112.9	88.9	93.3	98.0
기타영업외손익	-764.8	-14.2	10.8	106.1	151.0
세전계속사업이익	-941.5	-158.6	38.0	80.2	115.3
법인세비용	-55.1	145.3	48.0	229.2	40.9
당기순이익	-886.4	-303.9	-10.0	-149.0	74.4
지배주주지분 순이익	-819.2	-255.7	39.6	-99.4	123.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-408.4	-98.1	-11.3	-102.2	102.1
당기순이익(손실)	-886.4	-303.9	-10.0	-149.0	74.4
유형자산상각비	54.1	56.5	56.0	56.0	56.0
무형자산상각비	178.3	128.9	100.6	100.6	100.6
운전자본의 증감	-73.4	-121.0	-69.0	-16.5	-30.8
투자활동 현금흐름	-40.4	524.9	389.0	207.1	184.1
유형자산의증가(CAPEX)	-38.7	-36.2	-60.0	-60.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	377.2	676.6	292.2	110.9	98.6
재무활동 현금흐름	-549.1	-540.3	-356.3	-70.0	258.3
차입금의 증감	-811.9	-475.5	-356.3	-70.0	258.3
자본의 증가	0.7	2.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-850.7	-72.7	21.4	34.8	544.5
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	451.7	486.5
기말현금	503.0	430.3	451.7	486.5	1,031.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997.3	905.8	943.7	930.9	1,458.9
현금및현금성자산	503.0	430.3	451.7	486.5	1,031.1
매출채권	189.6	254.6	277.8	250.0	242.7
재고자산	2.8	2.7	3.0	2.8	2.8
비유동자산	7,938.2	7,010.1	6,560.2	6,296.0	6,058.8
유형자산	336.0	344.4	348.5	352.5	366.5
무형자산	3,596.1	3,228.8	2,998.2	2,767.5	2,536.9
투자자산	3,572.6	3,008.8	2,805.5	2,787.9	2,787.2
자산총계	8,935.6	7,915.9	7,504.0	7,226.9	7,517.7
유동부채	2,294.0	1,905.6	1,167.1	1,271.5	1,127.8
매입채무	49.0	32.2	38.1	30.5	28.7
단기차입금	1,507.0	1,311.4	711.4	711.4	711.4
유동성장기부채	222.4	86.3	0.0	170.0	0.0
비유동부채	1,019.8	931.3	1,267.8	1,035.4	1,395.5
사채	0.0	0.0	400.0	400.0	550.0
장기차입금	455.5	371.6	371.6	201.6	501.6
부채총계	3,313.8	2,836.8	2,434.9	2,306.9	2,523.4
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.5	3,900.0	3,900.0	3,900.0	3,900.0
기타포괄이익누계액	702.6	422.4	422.4	422.4	422.4
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,168.0	1,068.6	1,192.6
비지배주주지분	160.9	99.5	49.9	0.4	-49.2
자본총계	5,621.8	5,079.0	5,069.0	4,920.0	4,994.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	31,103	29,109	31,757	28,583	27,744
EPS(지배주주)	-9,531	-2,975	460	-1,157	1,442
CFPS	2,343	1,587	2,310	2,587	2,915
EBITDAPS	1,439	1,361	2,895	1,861	1,625
BPS	63,533	57,933	58,393	57,236	58,678
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-6.3	-19.5	122.6	-48.8	39.1
PCR	25.8	36.6	24.4	21.8	19.3
PSR	1.9	2.0	1.8	2.0	2.0
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	123.7	117.0	248.8	160.0	139.6
EV/EBITDA	58.9	57.1	24.6	37.3	40.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.6	-4.9	0.8	-2.0	2.5
EBITDA 이익률	4.6	4.7	9.1	6.5	5.9
부채비율	58.9	55.9	48.0	46.9	50.5
금융비용부담률	4.2	5.9	4.4	4.4	4.7
이자보상배율(x)	-1.0	-0.5	0.8	0.0	-0.1
매출채권회전율(x)	13.7	11.3	10.3	9.3	9.7
재고자산회전율(x)	786.3	900.4	955.2	842.9	853.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.01.12	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-50.5	-30.3	
2022.10.11				담당자 변경	-73.1	-70.2	
2022.10.11	Indepth	Hold	65,000	이효진	-29.6	-22.2	
2022.11.14	산업브리프	Hold	53,000	이효진	-3.1	14.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	63,000	이효진	-9.0	-3.8	
2023.01.27	기업브리프	Buy	73,000	이효진	-14.8	-1.2	
2023.04.12	산업브리프	Buy	83,000	이효진	-32.7	-13.6	
2023.08.09	기업브리프	Hold	56,000	이효진	-20.9	-5.5	
2023.10.12	산업브리프	Hold	51,000	이효진	10.4	36.1	
2024.07.04	기업브리프	Hold	58,000	이효진	-	-	