

신작 러시에도 안심하기는 이르다

Analyst 김현용

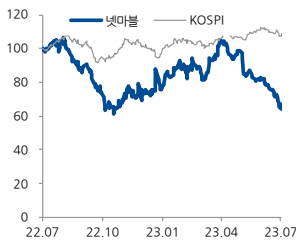
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

현재주가 (7/12)	46,200원		
상승여력	8.2%		
시가총액	39,711억원		
발행주식수	85,954천주		
자본금/액면가	86억원/100원		
52주 최고가/최저가	73,500원/41,950원		
일평균 거래대금 (60일)	105억원		
외국인지분율	22.96%		
주요주주	방준혁 외 15 인 24.85%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-18.0	-35.3	-16.0
상대주가(%p)	-15.5	-35.7	-22.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	-169	831	68,000
After	-792	298	50,000
Consensus	-739	1,022	69,444
Cons. 차이	N/A	-70.8%	-28.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

전분기와 유사한 영업손실이 예상되는 부진했던 2분기 실적

2분기 동사 라인업은 모두의 마블2: 메타월드 외 뚜렷한 신작이 없었던 상황. 게다가 한국, 일본을 제외한 제한된 지역에서의 출시로 신작 매출 기여가 크지 않았던 것으로 파악됨. 이에 따라 2분기 실적은 매출액 6,055억원(YoY -8.3%), 영업손실 265억원(YoY 적자지속)으로 기대치를 하회할 전망이다. 일부 해외 자회사 인력 조정을 비롯해 비용 효율화에 힘쓰고 있으나, 모두의 마블2 및 신의 탑 등 마케팅비 집행이 전분기비 늘어나며 적자 폭 축소는 어려울 것으로 예상

3분기 출시 신작이 온분기 반영되는 4분기 흑자 전환 가능할 전망

상반기 신작이 뜸했던 동사는 3분기 신의탑: 새로운 세계(7/26), 그랜드 크로스: 에이지 오브 타이탄(8월 글로벌 론칭), 세븐나이츠 키우기(9월)를 주력으로 다수의 신작을 쏟아낼 예정. 3분기에는 신작 성과가 일부 반영되며 매출이 전분기비 10.8% 성장하고 판호 게임인 신석기시대 흥행성과 반영으로 적자 폭은 200억원 이상 줄어들 것으로 전망됨. 그러나 영업 흑자전환은 3분기 신작이 온분기 반영되고 나혼자만 레벨업, 아스달 연대기 등 대작이 연달아 출시되는 4분기가 될 것으로 예상함

연매출 4천억원 이상의 흥행 신작이 절실한 시점

동사는 세븐나이츠2(2020)가 크게 흥행한 이래 제2의 나라(2021)를 히트시켰고, 2019년작 일곱 개의 대죄가 여전히 매출 기여도가 크지만, 연매출 4천억원 이상의 메가히트 IP는 전무한 실정. 다수 신작 출시가 예정되어 있어 모멘텀은 풍부하다고 판단되지만, 장기 우상향하는 성장 곡선을 그리기 위한 핵심은 결국 실적. 따라서 자체 IP인 세븐나이츠(9월), 그랜드크로스(8월)에서 신작이 크게 흥행하는 것이 가장 이상적

신작 효과 지연 반영함에 따라 목표주가는 5만원으로 하향

동사에 대해 투자의견을 M.PERFORM으로 유지하고, 목표주가는 5만원으로 기존 대비 26% 하향 조정함. 목표주가 하향은 신작 효과가 지연되며 흑자 전환 시기가 1분기 늦어지는 점을 반영한 것에 기인. 투자의견 M.PERFORM 유지의 근거는 1)다수 신작 출시에도 확실한 흥행 IP 부재로 턱어라운드 시점이 늦어졌고, 2)1.6조원에 달하는 순차입금 영향으로 영업 흑전을 하더라도 당기순 손실이 한동안 이어질 가능성이 높기 때문

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	25,069	1,510	2,402	3,016	2,795	-23.4	44.7	1.9	42.1	4.3	0.4
2022	26,734	-1,087	-8,192	1,237	-9,531	적전	N/A	1.0	58.3	NA	0.0
2023F	26,149	-309	-680	3,397	-792	적지	N/A	0.7	16.7	NA	0.0
2024F	28,784	851	256	4,705	298	흑전	154.0	0.7	11.4	0.5	0.0
2025F	30,143	1,561	539	4,972	628	110.8	73.1	0.7	9.7	1.0	0.0

* K-IFRS 연결 기준

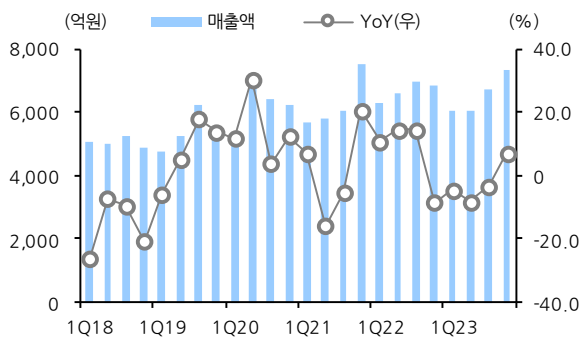
<표1> 넷마블 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	5,704	5,772	6,070	7,523	6,315	6,606	6,944	6,869	6,026	6,055	6,711	7,357	24,848	25,069	26,734	26,149
한국	1,654	1,526	1,810	1,642	1,021	1,021	1,150	1,059	983	1,154	1,704	1,607	6,939	6,632	4,251	5,448
북미	2,053	2,078	2,064	3,235	3,094	3,237	3,333	3,503	2,892	2,785	2,861	3,311	8,727	9,430	13,168	11,849
유럽	684	635	546	828	758	793	903	824	783	787	703	883	2,875	2,693	3,278	3,156
동남아	513	693	668	752	632	727	625	550	603	545	671	662	2,436	2,626	2,533	2,481
일본	513	577	728	677	505	528	486	481	422	484	477	515	2,402	2,496	2,001	1,898
기타	285	263	254	389	305	300	447	452	343	299	295	379	1,469	1,192	1,505	1,316
% YoY	7.0	-15.8	-5.5	20.6	10.7	14.4	14.4	-8.7	-4.6	-8.3	-3.4	7.1	14.1	0.9	6.6	-2.2
한국	6.6	-10.9	10.6	-19.4	-38.3	-33.1	-36.5	-35.5	-3.7	13.0	48.2	51.7	-4.4	-4.4	-35.9	28.2
북미	16.8	-15.8	-15.4	57.1	50.7	55.8	61.5	8.3	-6.5	-14.0	-14.2	-5.5	35.0	8.1	39.6	-10.0
유럽	28.4	-22.8	-29.1	10.5	10.7	24.9	65.2	-0.4	3.4	-0.7	-22.1	7.1	46.9	-6.3	21.7	-3.7
동남아	7.0	-8.2	15.5	20.6	23.0	4.9	-6.4	-27.0	-4.6	-25.0	7.4	20.5	44.7	7.8	-3.6	-2.0
일본	-19.7	-15.8	26.0	35.7	-1.6	-8.4	-33.3	-29.0	-16.5	-8.3	-1.9	7.1	-16.5	3.9	-19.8	-5.1
기타	-22.2	-36.2	-39.5	43.9	7.0	14.0	76.2	16.2	12.3	-0.3	-34.0	-16.1	-4.8	-18.9	26.3	-12.5
매출액	5,704	5,772	6,070	7,523	6,315	6,606	6,944	6,869	6,026	6,055	6,711	7,357	24,848	25,069	26,734	26,149
MMO	1,640	1,770	2,326	1,874	1,150	1,392	1,397	1,053	924	1,044	1,543	1,903	6,219	7,610	4,992	5,415
RPG	1,858	1,770	1,570	1,514	1,271	1,392	1,597	1,777	1,559	1,450	1,415	1,480	9,068	6,712	6,037	5,904
Casual	1,421	1,383	1,280	2,883	2,904	2,975	3,127	3,159	2,714	2,785	2,958	3,102	6,026	6,966	12,165	11,558
Others	547	608	640	937	726	570	532	592	577	522	514	564	2,621	2,732	2,420	2,178
% 비중																
MMO	30.0	32.0	40.0	26.0	19.0	22.0	21.0	16.0	16.0	18.0	24.0	27.0	26.0	31.7	19.5	21.6
RPG	34.0	32.0	27.0	21.0	21.0	22.0	24.0	27.0	27.0	25.0	22.0	21.0	37.9	27.9	23.6	23.6
Casual	26.0	25.0	22.0	40.0	48.0	47.0	47.0	48.0	47.0	48.0	46.0	44.0	25.2	29.0	47.5	46.1
Others	10.0	11.0	11.0	13.0	12.0	9.0	8.0	9.0	10.0	9.0	8.0	8.0	10.9	11.4	9.4	8.7
영업비용	5,162	5,610	5,804	6,983	6,434	6,953	7,324	7,110	6,308	6,320	6,764	7,066	22,127	23,559	27,821	26,458
지급수수료	2,342	2,434	2,546	2,829	2,455	2,608	2,785	2,714	2,471	2,433	2,643	2,781	10,251	10,151	10,562	10,329
인건비	1,434	1,546	1,579	1,829	1,868	1,897	2,030	2,025	1,875	1,957	1,971	1,998	5,312	6,388	7,820	7,801
마케팅비	776	1,004	1,004	1,216	1,129	1,444	1,449	1,222	1,003	1,287	1,465	1,284	3,924	4,000	5,244	5,039
기타	610	626	675	1,109	982	1,004	1,060	1,149	959	643	685	1,003	2,640	3,020	4,195	3,289
영업이익	542	162	266	540	-119	-347	-380	-241	-282	-265	-53	291	2,720	1,510	-1,087	-309
% YoY	165.5	-80.2	-69.6	-34.5	적전	적전	적전	적전	137.0	-23.6	-86.1	-220.7	34.2	-44.5	적전	-71.6
영업이익률(%)	9.5	2.8	4.4	7.2	-1.9	-5.3	-5.5	-3.5	-4.7	-4.4	-0.8	4.0	10.9	6.0	-4.1	-1.2

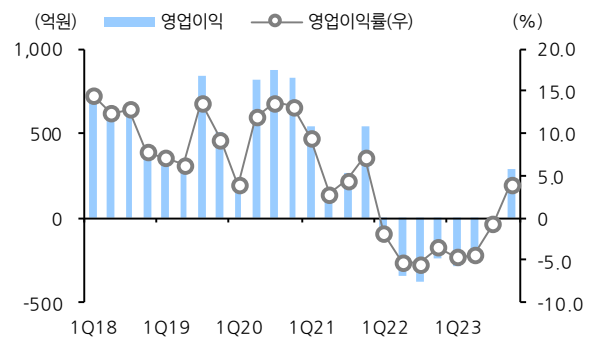
자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



자료 : 넷마블, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	25,069	26,734	26,149	28,784	30,143
증가율 (%)	0.9	6.6	-2.2	10.1	4.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	25,069	26,734	26,149	28,784	30,143
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	0.9	6.6	-2.2	10.1	4.7
판매관리비	23,559	27,821	26,458	27,933	28,583
판매비율(%)	94.0	104.1	101.2	97.0	94.8
EBITDA	3,016	1,237	3,397	4,705	4,972
EBITDA 이익률 (%)	12.0	4.6	13.0	16.3	16.5
증가율 (%)	-21.4	-59.0	174.6	38.5	5.7
영업이익	1,510	-1,087	-309	851	1,561
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-1.2	3.0	5.2
증가율 (%)	-44.5	적전	적지	흑전	83.3
영업외손익	-97	-9,130	-1,212	-769	-986
금융수익	1,022	3,275	597	296	373
금융비용	739	4,706	2,281	1,340	1,359
기타영업외손익	-380	-7,699	472	275	0
종속/관계기업관련손익	2,098	802	527	304	239
세전계속사업이익	3,512	-9,415	-994	386	814
세전계속사업이익률	14.0	-35.2	-3.8	1.3	2.7
증가율 (%)	-26.0	적전	적지	흑전	110.8
법인세비용	1,020	-551	-168	75	159
계속사업이익	2,492	-8,864	-826	311	655
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,492	-8,864	-826	311	655
당기순이익률 (%)	9.9	-33.2	-3.2	1.1	2.2
증가율 (%)	-26.3	적전	적지	흑전	110.8
지배주주지분 순이익	2,402	-8,192	-680	256	539
비지배주주지분 순이익	89	-672	-146	55	115
기타포괄이익	2,536	60	-172	0	0
총포괄이익	5,027	-8,804	-998	311	655

(단위: 억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,375	-4,084	3,782	3,804	3,538
당기순이익	2,492	-8,864	-826	311	655
유형자산 상각비	440	541	705	609	477
무형자산 상각비	1,066	1,783	3,001	3,246	2,934
외환손익	-297	-1,579	365	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,155	-734	1,210	-57	-289
기타	-1,170	4,770	-672	-304	-239
투자활동으로인한현금흐름	-11,575	-404	-153	-467	1,905
투자자산의 감소(증가)	2,181	721	79	-476	1,857
유형자산의 감소	5	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-864	-387	-80	0	0
기타	-12,898	-744	-152	9	47
재무활동으로인한현금흐름	10,991	-5,490	-3,945	-7	-33
차입금의 증가(감소)	20,316	-8,552	-3,108	-7	-33
사채의증가(감소)	2	-1,597	0	0	0
자본의 증가	100	7	0	0	0
배당금	-1,570	-525	0	0	0
기타	-7,858	5,175	-837	0	0
기타현금흐름	172	1,471	137	0	0
현금의증가(감소)	962	-8,507	-178	3,331	5,409
기초현금	12,575	13,537	5,030	4,852	8,183
기말현금	13,537	5,030	4,852	8,183	13,592

* KIFRS 연결기준

(단위: 억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	19,626	9,973	9,747	13,025	18,163
현금성자산	13,537	5,030	4,852	8,183	13,592
단기투자자산	1,872	751	805	796	748
매출채권	2,016	1,896	2,031	2,008	1,888
재고자산	40	28	30	30	28
기타유동자산	1,331	1,631	1,746	1,726	1,624
비유동자산	87,012	79,382	76,071	72,996	67,967
유형자산	3,228	3,359	2,805	2,196	1,719
무형자산	40,990	35,961	33,837	30,592	27,657
투자자산	38,695	35,726	35,059	35,839	34,221
기타비유동자산	4,099	4,336	4,370	4,370	4,370
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	106,638	89,356	85,818	86,021	86,130
유동부채	30,562	22,940	20,099	20,029	19,674
단기차입금	16,710	15,070	11,834	11,834	11,834
매입채무	570	490	525	519	488
유동성장기부채	571	2,224	2,219	2,219	2,219
기타유동부채	12,711	5,155	5,522	5,458	5,134
비유동부채	15,999	10,198	10,505	10,467	10,276
사채	1,597	0	0	0	0
장기차입금	5,393	4,555	4,451	4,451	4,451
장기금융부채	4,382	2,609	2,804	2,804	2,804
기타비유동부채	4,627	3,034	3,249	3,212	3,021
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	46,561	33,138	30,604	30,497	29,951
지배주주지분	57,914	54,609	53,739	53,995	54,534
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,967	38,974	38,975	38,975	38,975
자본조정 등	-10,590	-5,252	-5,255	-5,255	-5,255
기타포괄이익누계액	7,105	7,025	6,839	6,839	6,839
이익잉여금	22,346	13,775	13,095	13,351	13,890
비지배주주지분	2,162	1,609	1,475	1,530	1,645
자본총계	60,077	56,218	55,214	55,525	56,180

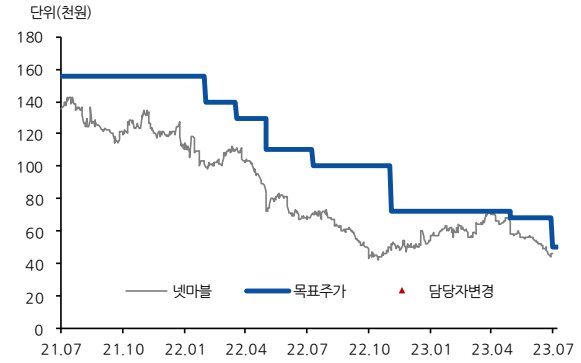
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	2,899	-10,312	-961	361	762
EPS(지배순이익 기준)	2,795	-9,531	-792	298	628
BPS(자본총계 기준)	69,894	65,405	64,237	64,599	65,360
BPS(지배지분 기준)	67,379	63,533	62,521	62,819	63,446
DPS	528	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	43.1	N/A	N/A	126.9	60.2
P/E(지배순이익 기준)	44.7	N/A	N/A	154.0	73.1
P/B(자본총계 기준)	1.8	0.9	0.7	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(Reported)	42.1	58.3	16.7	11.4	9.7
배당수익률	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-26.4	적전	적지	흑전	110.8
EPS(지배순이익 기준)	-23.4	적전	적지	흑전	110.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.3	-15.2	-1.5	0.6	1.2
ROE(지배순이익 기준)	4.3	-14.6	-1.3	0.5	1.0
ROA	2.6	-9.0	-0.9	0.4	0.8
안정성 (%)					
부채비율	77.5	58.9	55.4	54.9	53.3
순차입금비율	28.7	33.0	28.9	22.7	12.8
이자보상배율	4.2	NA	NA	0.6	1.1

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.11.16	BUY	156,000	-17.14	-5.45
2021.05.16	AFTER 6M	156,000	-18.94	-7.37
2022.02.11	BUY	140,000	-25.19	-20.00
2022.03.29	BUY	130,000	-23.35	-14.23
2022.05.13	BUY	110,000	-32.83	-24.09
2022.07.21	BUY	100,000	-42.39	-26.50
2022.11.14	BUY	72,000	-17.73	0.14
2023.05.12	M.PERFORM	68,000	-20.72	-14.41
2023.07.13	M.PERFORM	50,000		

▶ 최근 2년간 넷마블 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성사 김현웅의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
매도	0건	0%

- 본 조사는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.