

# 넷마블 (251270)

아직 갈 길이 멀다

투자의견  
**HOLD** (유지)

---

목표주가  
**47,000** 원 (하향)

---

현재주가  
**47,000** 원 (11/10)

---

시가총액  
**4,040** (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 6,306억원, 영업적자 219억원 기록. 컨센서스(-152억원) 하회
- 신의 탑(7/26), 그랜드크로스: 에이지오브타이탄(8/9, 중국), A3(8/16, 중국), 세븐나이츠 키우기(9/6) 등 4종 신작 에도 흥행 부진 및 마케팅 비용 증가로 인해 영업적자 지속. 기존 4분기 출시 예정이던 아스달연대기, 나혼자만레 벨업, 킹아서, 제2의나라(중국) 4종 모두 내년으로 출시 연기
- 4분기에는 세나키우기 온기 반영 효과 및 신작 부재로 인한 마케팅 비용 감소로 흑자전환 기대
- 올해 중국 출시 게임들의 매출도 기대에 미치지 못함. 24년 상반기 7개의 신작 출시를 예고했지만, 최근 비우호적 인 국내 모바일 게임 시장 환경을 고려한다면 내년도 유의미한 실적 개선을 기대하기엔 이른 단계
- 목표주가를 기존 5.5만원에서 4.7만원으로 하향. 이는 최근 하이브 일부 지분 매각으로 순현금 가치 상승분이 반영 됐으나, 2024년 실적 추정치 하향 및 기존 보유 지분 가치 하락을 반영한 것에 기인

주가(원, 11/10)	47,000
시가총액(십억원)	4,040

발행주식수	85,954천주
52주 최고가	73,300원
최저가	36,750원
52주 일간 Beta	1.36
3개월 일평균거래대금	118억원
외국인 지분율	22.9%
배당수익률(2023F)	0.0%

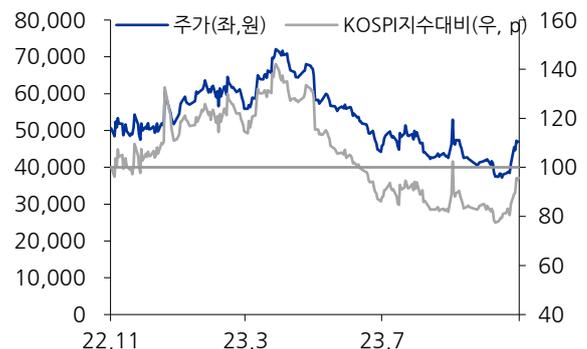
주주구성	
방준혁 (외 19인)	64.2%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	12.6%	-26.1%	-2.8%
절대기준	12.8%	-29.5%	-2.5%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	47,000	55,000	▼
영업이익(23)	-79	-62	▼
영업이익(24)	27	61	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,507	2,673	2,495	2,611
영업이익	151	-109	-79	27
세전손익	351	-941	-144	10
당기순이익	249	-886	-112	8
EPS(원)	2,795	-9,531	-911	83
증감률(%)	-23.3	적전	na	흑전
PER(배)	44.7	na	na	567.0
ROE(%)	4.3	-14.6	-1.5	0.2
PBR(배)	1.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	41.8	58.1	22.0	21.8

자료: 유진투자증권



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
<b>매출액</b>	<b>631.5</b>	<b>660.6</b>	<b>694.4</b>	<b>686.9</b>	<b>602.6</b>	<b>603.3</b>	<b>630.6</b>	<b>658.5</b>	<b>2673.4</b>	<b>2495.0</b>
(%yoy)	10.7%	14.5%	14.4%	-8.7%	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-4.1%	6.6%	-6.7%
모바일게임	586.4	614.4	648.9	639.2	543.6	558.2	353.1	673.7	2488.8	2128.6
PC 게임	9.1	8.7	9.9	7.1	7.8	8.7	12.1	8.3	34.8	36.9
기타	36.0	37.5	35.7	40.6	51.3	46.9	33.9	38.7	149.8	170.8
<b>영업비용</b>	<b>643.4</b>	<b>695.3</b>	<b>732.4</b>	<b>706.7</b>	<b>630.8</b>	<b>640.5</b>	<b>652.5</b>	<b>650.2</b>	<b>2777.8</b>	<b>2574.0</b>
(%yoy)	24.7%	23.9%	26.2%	1.2%	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-8.0%	17.9%	-7.3%
<b>영업이익</b>	<b>-11.9</b>	<b>-34.7</b>	<b>-38.0</b>	<b>-24.1</b>	<b>-28.2</b>	<b>-37.2</b>	<b>-21.9</b>	<b>8.3</b>	<b>-108.7</b>	<b>-79.0</b>
(%yoy)	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자전환	적자지속
OPM(%)	-1.9%	-5.3%	-5.5%	-3.5%	-4.7%	-6.2%	-3.5%	1.3%	-4.1%	-3.2%
<b>영업외손익</b>	<b>-46.4</b>	<b>-132.4</b>	<b>-250.7</b>	<b>-403.3</b>	<b>-25.4</b>	<b>-27.5</b>	<b>-11.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>-832.7</b>	<b>-64.9</b>
세전이익	-58.3	-167.1	-288.7	-427.4	-53.6	-64.7	-33.0	7.4	-941.5	-143.9
<b>지배순이익</b>	<b>-43.0</b>	<b>-118.3</b>	<b>-245.3</b>	<b>-412.6</b>	<b>-37.7</b>	<b>-27.1</b>	<b>-19.0</b>	<b>5.5</b>	<b>-819.2</b>	<b>-78.3</b>
(%yoy)	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자전환	적자지속

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2506.9	2673.4	2495.0	2610.6
영업이익	151.0	-108.7	-79.0	27.5
세전이익	351.2	-941.5	-143.9	10.3
지배순이익	240.2	-819.2	-78.3	7.1
EPS(원)	2,795	-9,531	-911	83
PER(배)	44.7	na	na	567.0
OPM(%)	6.0%	-4.1%	-3.2%	1.1%
NPM(%)	9.6%	-30.6%	-3.1%	0.3%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 목표주가 변경

구분	(십억원, 원, 배)
<b>게임사업부문 가치 (A)</b>	<b>3,217</b>
2024년 추정 EBITDA	213.1
Target PER(배)	15.1
<b>투자자산 가치 (B)</b>	<b>1,722</b>
코웨이 (지분율 25.51%)	663.4
하이브 (지분율 12.08%)	700.1
엔씨소프트 (지분율 8.88%)	358.2
<b>순현금 (C)</b>	<b>-912.0</b>
<b>총 기업가치 (십억원)</b>	<b>4,027</b>
총발행주식수 (천주)	85,953
<b>목표주가 (원)</b>	<b>47,000</b>

자료: Dart, 유진투자증권

주: 투자자산 가치 할인율 40% 적용, 하이브 일부 지분 매각 순현금 반영

도표 4. 세븐나이츠 키우기 매출 순위 (플레이스토어)



도표 5. 신의 탑 매출 순위 (플레이스토어)

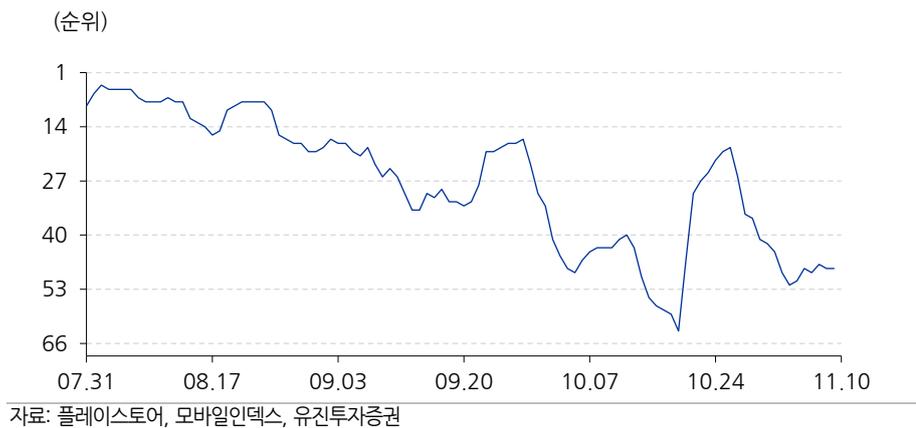


도표 6. 그랜드크로스: 에이지오브타이탄 매출 순위 (플레이스토어)



도표 7. 중국 외자판호 발급 출시 게임 매출 순위 (앱스토어)



자료: 앱스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

## 넷마블(251270.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>8,223</b>	<b>10,664</b>	<b>8,936</b>	<b>8,324</b>	<b>8,341</b>
유동자산	1,821	1,963	997	651	745
현금성자산	1,515	1,541	578	182	274
매출채권	211	233	215	263	263
재고자산	5	4	3	3	3
비유동자산	6,403	8,701	7,938	7,673	7,596
투자자산	4,688	4,279	4,006	3,993	4,155
유형자산	423	323	336	142	45
기타	1,292	4,099	3,596	3,538	3,396
<b>부채총계</b>	<b>2,573</b>	<b>4,656</b>	<b>3,314</b>	<b>3,491</b>	<b>3,500</b>
유동부채	1,634	3,056	2,294	2,515	2,518
매입채무	176	229	213	300	300
유동성이자부채	1,234	2,211	1,783	1,914	1,914
기타	224	616	298	301	304
비유동부채	939	1,600	1,020	976	982
비유동이자부채	361	1,178	795	801	801
기타	578	422	225	175	181
<b>자본총계</b>	<b>5,651</b>	<b>6,008</b>	<b>5,622</b>	<b>4,834</b>	<b>4,841</b>
지배지분	5,407	5,791	5,461	4,680	4,687
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,887	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,226	2,235	1,378	1,299	1,306
기타	286	(349)	177	(526)	(526)
비지배지분	244	216	161	154	154
<b>자본총계</b>	<b>5,651</b>	<b>6,008</b>	<b>5,622</b>	<b>4,834</b>	<b>4,841</b>
총차입금	1,595	3,389	2,577	2,715	2,715
순차입금	80	1,848	1,999	2,533	2,441

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	<b>372</b>	<b>137</b>	<b>(408)</b>	<b>(435)</b>	<b>193</b>
당기순이익	338	249	(886)	(112)	8
자산상각비	112	151	232	378	270
기타비현금성손익	(27)	(60)	855	(927)	(270)
운전자본증감	(27)	(116)	(73)	35	1
매출채권감소(증가)	(110)	20	12	(7)	0
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	1	0	0
매입채무증가(감소)	21	(99)	(8)	86	0
기타	62	(36)	(78)	(43)	1
<b>투자현금</b>	<b>(1,529)</b>	<b>(1,158)</b>	<b>(40)</b>	<b>(63)</b>	<b>(105)</b>
단기투자자산감소	293	1,333	126	(1)	(4)
장기투자증권감소	(1,737)	(87)	0	(27)	(50)
설비투자	210	86	39	8	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(27)	(15)	(82)	(23)	(31)
<b>재무현금</b>	<b>867</b>	<b>1,099</b>	<b>(549)</b>	<b>57</b>	<b>0</b>
차입금증가	898	1,283	(443)	58	0
자본증가	9	(150)	(52)	(0)	0
배당금지급	0	157	52	0	0
<b>현금 증감</b>	<b>(317)</b>	<b>96</b>	<b>(851)</b>	<b>(427)</b>	<b>87</b>
기초현금	1,575	1,257	1,354	503	76
기말현금	1,257	1,354	503	76	163
Gross Cash flow	423	339	201	(441)	192
Gross Investment	1,849	2,606	239	27	100
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(2,267)</b>	<b>(38)</b>	<b>(468)</b>	<b>92</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>2,485</b>	<b>2,507</b>	<b>2,673</b>	<b>2,495</b>	<b>2,611</b>
증가율(%)	0.0	0.9	6.6	(6.7)	4.6
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,485</b>	<b>2,507</b>	<b>2,673</b>	<b>2,495</b>	<b>2,611</b>
판매 및 일반관리비	2,213	2,356	2,782	2,574	2,583
기타영업손익	0	6	18	(7)	0
<b>영업이익</b>	<b>272</b>	<b>151</b>	<b>(109)</b>	<b>(79)</b>	<b>27</b>
증가율(%)	0.0	(44.5)	적전	적지	흑전
<b>EBITDA</b>	<b>384</b>	<b>302</b>	<b>124</b>	<b>299</b>	<b>298</b>
증가율(%)	0.0	(21.4)	(59.0)	141.4	(0.3)
<b>영업외손익</b>	<b>203</b>	<b>200</b>	<b>(833)</b>	<b>(65)</b>	<b>(17)</b>
이자수익	26	24	24	28	16
이자비용	23	36	113	143	80
지분법손익	196	209	79	104	92
기타영업손익	4	3	(823)	(55)	(45)
<b>세전순이익</b>	<b>475</b>	<b>351</b>	<b>(941)</b>	<b>(144)</b>	<b>10</b>
증가율(%)	0.0	(26.0)	적전	적지	흑전
법인세비용	137	102	(55)	(32)	2
<b>당기순이익</b>	<b>338</b>	<b>249</b>	<b>(886)</b>	<b>(112)</b>	<b>8</b>
증가율(%)	0.0	(26.3)	적전	적지	흑전
지배주주지분	313	240	(819)	(78)	7
증가율(%)	0.0	(23.2)	적전	적지	흑전
비지배지분	25	9	(67)	(34)	1
<b>EPS(원)</b>	<b>3,646</b>	<b>2,795</b>	<b>(9,531)</b>	<b>(911)</b>	<b>83</b>
증가율(%)	0.0	(23.3)	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	3,646	2,795	(9,531)	(911)	83
증가율(%)	0.0	(23.3)	적전	적지	흑전

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,646	2,795	(9,531)	(911)	83
BPS	62,986	67,379	63,533	54,444	54,527
DPS	767	528	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	36.1	44.7	n/a	n/a	567.0
PBR	2.1	1.9	0.7	0.9	0.9
EV/EBITDA	29.6	41.8	48.8	22.0	21.8
배당수익률	0.6	0.4	n/a	n/a	n/a
PCR	26.7	31.7	20.1	n/a	21.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	10.9	6.0	(4.1)	(3.2)	1.1
EBITDA이익률	15.4	12.0	4.6	12.0	11.4
순이익률	13.6	9.9	(33.2)	(4.5)	0.3
ROE	6.3	4.3	(14.6)	(1.5)	0.2
ROIC	14.5	4.1	(2.0)	(1.4)	0.6
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	1.4	30.8	35.6	52.4	50.4
유동비율	111.5	64.2	43.5	25.9	29.6
이자보상배율	11.8	4.2	(1.0)	(0.6)	0.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	13.3	11.3	11.9	10.4	9.9
재고자산회전율	509.8	583.8	786.3	906.0	977.0
매입채무회전율	15.3	12.4	12.1	9.7	8.7

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

