



Marketperform(Maintain)

목표주가: 56,000원(상향)

주가(5/31): 55,900원

시가총액: 48,048억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/31)		2,577.12pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	83,500원	41,950원
등락률	-33.1%	33.3%
수익률	절대	상대
1M	-13.7%	-16.3%
6M	14.2%	9.6%
1Y	-32.1%	-29.6%

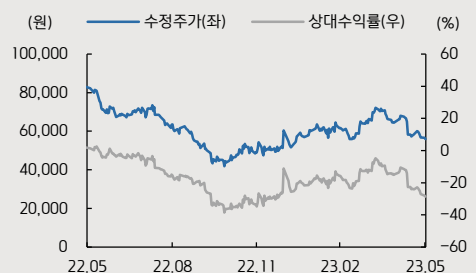
Company Data

발행주식수	85,954천주
일평균 거래량(3M)	227천주
외국인 지분율	22.7%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	63,756원
주요 주주	방준혁 외 15인 24.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,506.9	2,673.4	2,630.9	3,357.1
영업이익	151.0	-108.7	-124.4	86.9
EBITDA	301.6	123.7	66.4	271.4
세전이익	351.2	-941.5	-16.1	251.9
순이익	249.2	-886.4	-17.4	192.5
지배주주지분순이익	240.2	-819.2	13.2	212.5
EPS(원)	2,795	-9,531	154	2,472
증감률(% YoY)	-23.4	적전	흑전	1,508.6
PER(배)	44.7	-6.3	363.7	22.6
PBR(배)	1.86	0.95	0.88	0.85
EV/EBITDA(배)	42.2	58.9	105.2	25.8
영업이익률(%)	6.0	-4.1	-4.7	2.6
ROE(%)	4.3	-14.6	0.2	3.8
순차입금비율(%)	29.4	34.4	36.6	35.9

Price Trend



넷마블 (251270)

복합적 변수를 고려할 필요



동사 투자 의견을 Marketperform으로 유지하고 목표주가를 기존 5.2만원에서 5.6만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 동사의 주력 신작 성과가 충분히 반영될 24E 지배주주순이익 2,125억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 동사가 영업이익의 가시성과 성장성을 확보하기 위해서는 PLC 관리 및 멀티 플랫폼에 대응할 차별적 신작 비중의 증가가 필요하다는 판단이다.

>>> 동사 목표주가 소폭 상향 조정

동사 투자 의견을 Marketperform으로 유지하고 목표주가를 기존 5.2만원에서 5.6만원으로 소폭 상향 조정한다. 목표주가는 동사의 주력 신작 성과가 충분히 반영될 24E 지배주주순이익 2,125억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 기존 추정 로직 대비 변화된 점은 아스달 연대기와 나 혼자만 레벨업:ARISE 신작 출시 일정이 순연되면서 초기 분기 매출 적용 시점을 각각 기존 3Q23E, 4Q23E에서 4Q23E, 1Q24E로 1개 분기 순연 적용해 반영했고 게임별 초기 분기 일평균 매출은 최근 국내 게임시장 ARPU 증가 변수와 경쟁 강도 증가 등을 감안해 기존 15억원에서 10억원으로 현실적으로 조정 하였다. 해당 24E 일평균 매출은 아스달 연대기가 6억원, 나 혼자만 레벨업:ARISE가 7억원으로 하향 안정화되는 가정도 반영하였다. 중국 출시 예정 게임에 대한 추정 로직은 일곱개의 대죄가 3Q23E 출시를 전제로 초기 분기 일평균 총매출 5억원을 반영했고, 기술수수료 명목에 대한 RS로 10%를 가정했다. 제2의나라 경우는 4Q23E 출시를 전제했고 중국 성공의 선행지표로 간주될 수 있는 대만 등 중화권 매출 순위가 일곱개의 대죄 대비 다소 우호적이라는 점을 감안하여 초기 분기 일평균 총매출 8억원과 IP 로열티와 개발분을 합산한 RS로 20%를 가정했고 비용단에서 IP 로열티를 총매출 기준 10%로 반영하여 도출하였다. 다만 중국의 모바일게임 경쟁력이 크게 격상된 상태에서 단순 판호 발급이라는 모멘텀으로 성공을 예단하기는 어려우며, 전술하였듯이 현 주력 게임별 중화권 매출 순위가 상당폭 하향 안정화되었다는 점 등을 미루어볼 때 당사가 부여한 추정치는 중립 이상의 결과임을 부연 설명한다. 여기에 동사의 최대 기대작인 일곱개의 대죄 오리진 역시 개발 기간의 추가 소요분을 감안하여 출시 일정을 기존 1Q24E에서 2Q24E로 1개 분기 순연 적용했고, 다만 동 게임의 기대치를 감안해 초기 분기 일평균 매출은 기존 추정치인 15억원을 유지 반영하였다.

>>> 핵심 게임별 PLC 관리 및 전략적 변화 필요

동사가 영업이익의 가시성과 성장성을 확보하기 위해서는 다수 라이브 게임별 PLC 관리를 통해 사업의 중장기 지속성을 높여야 하며, 일곱개의 대죄 오리진 타입의 멀티 플랫폼에 대응할 수 있는 차별적 신작에 대한 개발 비중을 높여야 할 것으로 제언한다. 다만 동사가 해당 전략에 과거 대비 유연하게 대응하고 있는 점을 긍정적으로 판단하며, 이에 대한 견고한 성과가 창출될 경우 동사에 대한 투자 의견이 상향 조정될 수 있음을 짚고 가고자 한다.

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	631.5	660.6	694.5	686.9	602.6	615.4	632.3	780.6	2,673.4	2,630.9	3,357.1
모바일 게임	586.4	614.4	648.9	639.2	543.6	565.8	584.4	727.6	2,488.8	2,421.5	3,140.1
온라인 게임	9.1	8.7	9.9	7.1	7.8	8.3	8.7	8.3	34.8	33.0	31.7
기타	36.0	37.5	35.7	40.6	51.3	41.3	39.2	44.7	149.8	176.5	185.3
영업비용	643.4	695.2	732.5	710.9	630.8	643.4	670.8	810.4	2,782.1	2,755.4	3,270.2
영업이익	-11.9	-34.6	-38.0	-24.1	-28.2	-28.0	-38.5	-29.7	-108.7	-124.4	86.9
영업이익률(%)	-1.9%	-5.2%	-5.5%	-3.5%	-4.7%	-4.6%	-6.1%	-3.8%	-4.1%	-4.7%	2.6%
영업외손익	-46.4	-132.4	-250.7	-403.3	-25.4	15.9	74.8	43.0	-832.8	108.3	164.9
법인세차감전순이익	-58.3	-167.1	-288.7	-427.4	-53.6	-12.1	36.4	13.3	-941.5	-16.1	251.9
법인세차감전순이익률(%)	-9.2%	-25.3%	-41.6%	-62.2%	-8.9%	-2.0%	5.8%	1.7%	-35.2%	-0.6%	7.5%
법인세비용	-6.5	-46.6	-11.3	9.2	-7.8	-2.9	8.8	3.2	-55.1	1.2	59.4
법인세율(%)	11.2%	27.9%	3.9%	-2.2%	14.6%	24.2%	24.2%	24.2%	5.9%	-7.7%	23.6%
당기순이익	-51.8	-120.5	-277.5	-436.6	-45.8	-9.2	27.6	10.1	-886.4	-17.4	192.5
당기순이익률(%)	-8.2%	-18.2%	-40.0%	-63.6%	-7.6%	-1.5%	4.4%	1.3%	-33.2%	-0.7%	5.7%
지배주주지분	-43.0	-118.3	-245.2	-412.6	-37.7	-1.7	35.1	17.6	-819.2	13.2	212.5
비지배주주지분	-8.7	-2.2	-32.3	-24.0	-8.1	-7.5	-7.5	-7.5	-67.2	-30.6	-20.0

자료: 넷마블, 키움증권

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	3,020.4	3,714.0	3,496.1	2,630.9	3,357.1	3,153.9	-12.9%	-9.6%	-9.8%
영업이익	-41.8	142.4	34.9	-124.4	86.9	-18.1	적합	-39.0%	적전
영업이익률	-1.4%	3.8%	1.0%	-4.7%	2.6%	-0.6%	-3.3%	-1.2%	-1.6%
법인세차감전순이익	182.6	315.7	228.0	-16.1	251.9	166.8	적전	-20.2%	-26.8%
당기순이익	138.4	238.8	172.8	-17.4	192.5	126.4	적전	-19.4%	-26.8%
지배주주지분	138.4	238.8	172.8	13.2	212.5	142.4	-90.5%	-11.0%	-17.6%

자료: 키움증권

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	634.6	662.2	806.5	917.1	602.6	615.4	632.3	780.6	-5.0%	-7.1%	-21.6%	-14.9%
영업이익	-38.5	-30.2	-3.8	30.9	-28.2	-28.0	-38.5	-29.7	적속	적속	적합	적전
영업이익률	-6.1%	-4.6%	-0.5%	3.4%	-4.7%	-4.6%	-6.1%	-3.8%	1.4%	0.0%	-5.6%	-7.2%
법인세차감전순이익	23.2	31.5	57.9	70.1	-53.6	-12.1	36.4	13.3	적전	적전	-37.2%	-81.1%
당기순이익	17.6	23.9	43.9	53.1	-45.8	-9.2	27.6	10.1	적전	적전	-37.2%	-81.1%
지배주주지분	17.6	23.9	43.9	53.1	-37.7	-1.7	35.1	17.6	적전	적전	-20.1%	-67.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

Table of Income Statement data from 2021A to 2025F, including items like 매출액, 영업이익, EBITDA, and 순이익.

현금흐름표

(단위 :십억원)

Table of Cash Flow Statement data from 2021A to 2025F, categorized into 영업활동, 투자활동, and 재무활동.

재무상태표

(단위 :십억원)

Table of Balance Sheet data from 2021A to 2025F, showing 유동자산, 비유동자산, 자산총계, and 부채총계.

투자지표

(단위 :원, %, 배)

Table of Investment Metrics data from 2021A to 2025F, including EPS, BPS, PBR, ROE, and 기타지표.

Compliance Notice

- 당사는 5월 31일 현재 '넷마블(251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

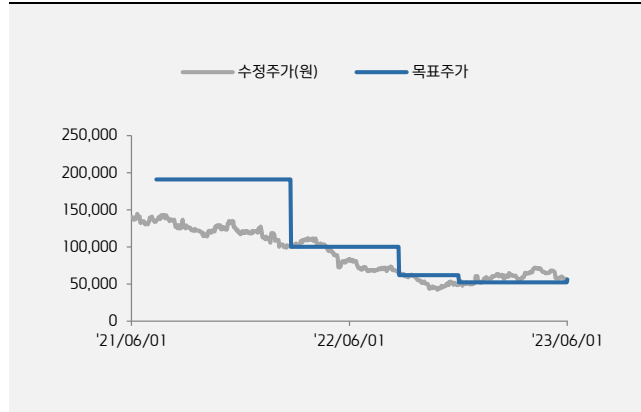
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2021-07-12	BUY(Maintain)	191,000원	6개월	-30.19	-25.13
	2021-09-08	BUY(Maintain)	191,000원	6개월	-34.21	-25.13
담당자 변경	2022-02-23	Marketperform(Reinitiate)	100,000원	6개월	-14.23	12.00
	2022-08-23	Marketperform(Maintain)	62,000원	6개월	-15.13	3.39
	2022-12-01	Marketperform(Maintain)	52,000원	6개월	15.25	38.65
	2023-06-01	Marketperform(Maintain)	56,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

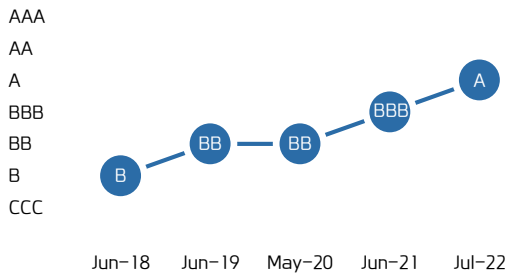
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

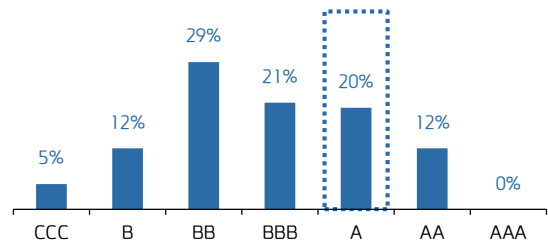
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.5	4.7		
환경	6.7	8.1	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.2	5.0%	
사회	5.0	4.6	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.0	3.4	26.0%	▲0.9
개인정보 보호와 데이터 보안	6.1	5.7	25.0%	
지배구조	5.9	4.5	44.0%	▲1.4
기업 지배구조	7.2	5.3		▲1.2
기업 활동	5.0	5.4		▲1.1

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Nintendo Co., Ltd.	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	AA	▲
THE WALT DISNEY COMPANY	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	A	◀▶
Netmarble Corporation	●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	A	▲
COMCAST CORPORATION	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ● ●	BBB	▲
ACTIVISION BLIZZARD, INC.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	●	BBB	◀▶
NETFLIX, INC.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치