

넷마블

251270

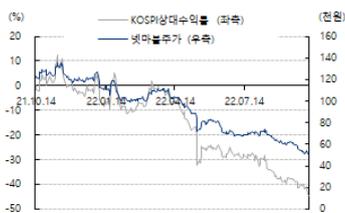
Oct 7, 2022

Buy 유지
TP 62,000 원 하향

Company Data

현재가(10/06)	50,900 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	135,000 원
52 주 최저가(보통주)	50,800 원
KOSPI (10/06)	2,237.86p
KOSDAQ (10/06)	706.01p
자본금	86 억원
시가총액	43,750 억원
발행주식수 (보통주)	8,595 만주
발행주식수 (우선주)	0 만주
평균거래량 (60 일)	19.1 만주
평균거래대금 (60 일)	108 억원
외국인자분 (보통주)	23.31%
주요주주	
방준혁 외 13 인	24.85%
CJENM	21.78%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.2	-53.5	-56.3
상대주가	-8.6	-43.2	-43.2

3분기 적자폭 축소 예상

3Q22 Preview

넷마블 3Q22 매출은 6,825억원(YoY +12.4%, QoQ +3.3%), 영업이익은 -60억원(YoY 적자 전환, QoQ 적자 지속)으로 매출은 시장 예상치(7,128억원)에 부합하지만 영업이익은 컨센서스(155억원)를 하회할 것으로 예상. 기존 게임 매출 하향 지속에도 불구하고 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 순위 반등, 2분기 출시한 '제2의 나라(글로벌)', '머지 쿡야 아일랜드' 포함 4종 신작 매출의 온기 반영, 3분기 론칭한 '세븐나이츠 레볼루션' 매출 일부 반영으로 매출은 QoQ +3.3% 전망. '세븐나이츠 레볼루션' 3Q22 평균 일매출은 5억원 추정.

영업비용 중 인건비는 인력충원 제한되며 YoY +18.6% 수준에 그칠 것으로 기대. 마케팅비 역시 2분기에 '세븐나이츠 레볼루션' 마케팅 일부가 선제 집행되고, 3분기 신작 출시 제한되며 YoY +35.0% 수준 예상.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 62,000원으로 하향

목표주가 산정을 2023년 EBITDA 기준, target EV/EBITDA는 글로벌 게임사 peer 23F EV/EBITDA 평균인 11.1배로 변경함으로써 목표주가 62,000원으로 하향하나 투자의견 Buy 유지.

유지 이유는 1) 4Q22 '오버프라이미(Early Access)', '모두의 마블: 메타월드'를 포함해 5종, 2023년에도 '일곱개의 대죄 오리진'을 포함한 10종 이상의 신작 출시가 예정되어 있어 신작 흥행시 매출 추정치 상향 가능성이 있으며, 2) 2022년 초 발표한 23개 예정 라인업 중 18개가 자체 IP 혹은 공동 개발 IP 기반으로 중장기적으로 지급수수료를 하락에 따른 마진 개선이 기대되기 때문. 3) 또한 2Q22에 'A3: Still Alive', 3Q22에 '제2의 나라: Cross Worlds'에 MBX 코인을 도입해 트래픽 리텐션과 인앱결제 유도, 게임 내 블록체인 경제 구축에 일부 성과를 보이고 있다는 점 긍정적

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	2,485	2,507	2,677	3,035	3,360
YoY(%)	14.0	0.9	6.8	13.4	10.7
영업이익(십억원)	272	151	-47	88	219
OP 마진(%)	10.9	6.0	-1.8	2.9	6.5
순이익(십억원)	338	249	-266	150	254
EPS(원)	3,647	2,795	-2,989	1,684	2,849
YoY(%)	100.1	-23.4	적전	흑전	69.2
PER(배)	36.1	44.7	-17.0	30.2	17.9
PCR(배)	28.4	32.5	-17.8	14.8	10.1
PBR(배)	2.1	1.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	29.2	40.6	70.6	29.5	18.5
ROE(%)	6.3	4.3	-4.6	2.6	4.3



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



넷마블 [251270]
3분기 적자폭 축소 예상

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	532.9	685.7	642.3	623.9	570.4	577.2	607.0	752.3	631.5	660.6	682.5	702.2	2,506.9	2,676.8	3,035.2
성장률(YoY %)	11.6%	30.3%	3.6%	12.4%	7.0%	-15.8%	-5.5%	20.6%	10.7%	14.4%	12.4%	-6.7%	0.9%	6.8%	13.4%
MCoC	74.6	89.1	96.3	93.6	68.4	75.0	78.9	90.3	56.8	66.1	69.6	69.9	312.7	262.4	242.2
스핀오프 3종	-	-	-	-	-	-	-	150.5	145.2	158.5	146.3	134.3	150.5	584.4	469.2
제2의나라	-	-	-	-	-	69.3	121.4	67.7	44.2	66.1	55.2	49.7	258.4	215.1	173.6
L2R	58.6	54.9	57.8	49.9	45.6	34.6	30.4	30.1	25.3	26.4	21.4	20.3	140.7	93.4	70.9
BSR	42.6	61.7	51.4	31.2	34.2	28.9	24.3	22.6	25.3	19.8	16.0	15.2	109.9	76.3	53.2
일곱개의 대죄	64.0	144.0	109.2	74.9	85.6	75.0	42.5	37.6	44.2	46.2	36.8	35.0	240.7	162.2	141.1
쿠키잼	26.6	27.4	25.7	25.0	22.8	23.1	24.3	22.6	18.9	19.8	19.0	18.1	92.8	75.9	63.2
해리포터	21.3	27.4	32.1	31.2	28.5	28.9	24.3	22.6	18.9	19.8	21.1	20.0	104.2	79.9	78.6
세븐나이즈 레볼루션	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32.5	39.1	-	71.6	119.9
일곱개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	218.0
기타	245.1	281.1	269.8	318.2	285.2	242.4	261.0	308.4	252.6	237.8	264.7	300.6	1,097.1	1,055.7	1,405.3
영업비용	512.5	604.0	554.9	541.4	516.2	561.0	580.4	698.3	643.4	695.3	688.5	696.6	2,355.9	2,723.8	2,947.7
지급수수료	227.2	287.7	263.8	246.4	234.2	243.4	254.6	282.9	245.5	260.8	269.4	272.9	1,015.1	1,048.6	1,168.3
인건비	124.5	131.2	137.8	137.8	143.4	154.6	157.9	182.9	186.9	189.7	187.3	187.1	638.8	751.0	760.7
마케팅비	95.0	124.9	85.7	86.8	77.6	100.4	100.4	121.6	112.8	144.4	135.6	139.5	400.0	532.2	608.7
기타	37.8	32.4	40.6	41.4	34.9	37.0	35.6	43.9	40.6	44.2	40.0	41.0	151.4	165.8	185.2
감가상각비	28.0	27.8	27.0	29.0	26.1	25.6	31.9	67.0	57.6	56.2	56.2	56.2	150.6	226.2	224.8
영업이익	20.4	81.7	87.4	82.5	54.2	16.2	26.6	54.0	11.9	34.7	6.0	5.6	151.0	47.0	87.5
성장률(YoY %)	-39.6%	146.1%	3.5%	61.5%	165.2%	-80.2%	-69.6%	-34.5%	-122.0%	-314.2%	-122.5%	-89.6%	55.5%	즉자전환	즉자전환
OPM(%)	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	9.5%	2.8%	4.4%	7.2%	-1.9%	-5.3%	-0.9%	0.8%	6.0%	-1.8%	2.9%
순이익	57.5	85.3	92.5	102.8	61.9	48.2	35.7	103.4	51.8	120.6	116.2	22.1	249.2	266.4	145.0
NPM(%)	10.8%	12.4%	14.4%	16.5%	10.9%	8.4%	5.9%	13.7%	-8.2%	-18.3%	-17.0%	3.2%	9.9%	즉자전환	즉자전환

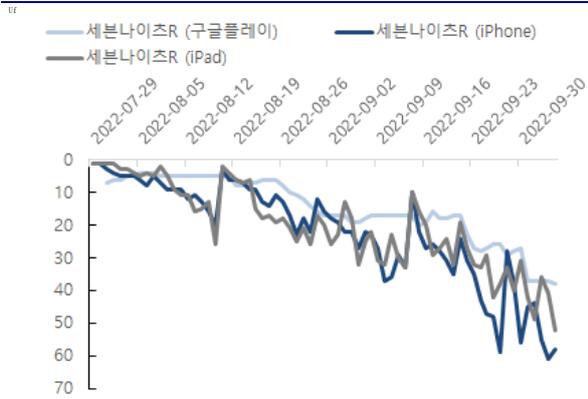
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2Q22	제2의나라: Cross Worlds	MMORPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱
	BTS드림: 타이타닉 하우스(소프트북칭)	리듬/퍼즐	캐나다	모바일	자체
	머지 콩야 아일랜드	머지	글로벌	모바일	자체
	디즈니 미러 가디언즈	RPG	글로벌	모바일	자체
3Q22	골든브로스	캐주얼	글로벌	PC/모바일	자체
	세븐나이즈 레볼루션	MMORPG	한국	PC/모바일	자체
4Q22	오버프라임 (Early Access)	TPS & MOBA	글로벌	PC/콘솔	자체
	몬스터 아레나 얼티밋 배틀	CCG	글로벌	PC/모바일	자체
	킹 오브 파이터즈: 아레나	대전 격투	글로벌	PC/모바일	자체
	살롯의 테이블	캐주얼	글로벌	모바일	자체
	모두의 마블 메타월드	캐주얼	글로벌	PC/모바일	자체
2023	레이븐: 아랑	TPS & MOBA	글로벌	PC/모바일	자체
	몬스터 길들이기 2 (가제)	-	글로벌	PC/모바일	자체
	그랜드크로스 W	전략	글로벌	PC/모바일	자체
	그랜드크로스 S	-	글로벌	모바일	자체
	하이프스쿼드	액션 배틀	글로벌	PC	자체
	RF 프로젝트	-	글로벌	PC/모바일	자체
	챔피언스: 어센션	대전 RPG	글로벌	모바일	자체
	원탁의 기사	-	글로벌	모바일	자체
	아스달 연대기	MMORPG	글로벌	PC/모바일	공동 IP
	나 혼자만 레벨업	-	글로벌	PC/모바일	공동 IP
	일곱 개의 대죄 오리진	MMORPG	글로벌	PC/모바일/콘솔	퍼블리싱
	왕좌의 게임 (가제)	MMORPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱
	DC Heroes & Villains	퍼플 RPG	글로벌	모바일	퍼블리싱

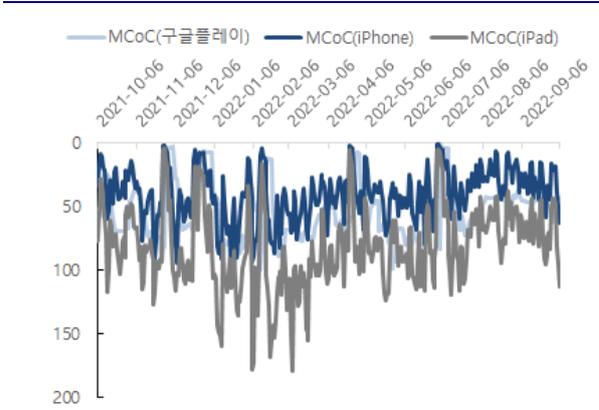
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 세븐나이츠 레볼루션 국내 모바일 게임 매출 순위



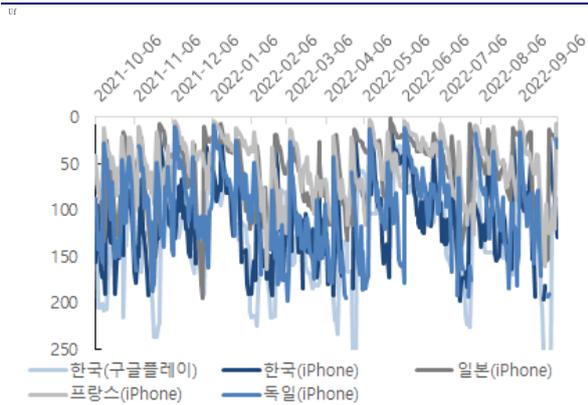
자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 마블 콘테스트 오브 챔피언스 미국 매출 순위



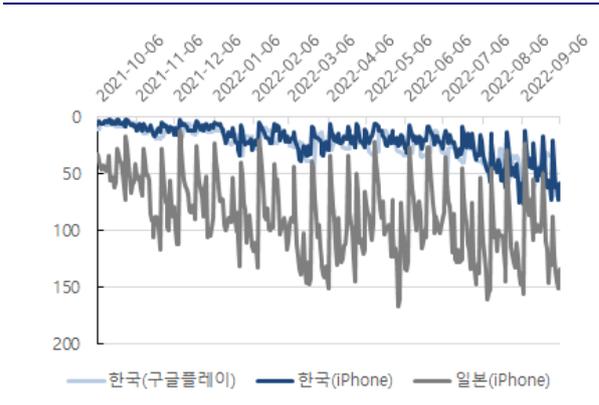
자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 일곱개의 대죄 국가별 모바일 게임 매출 순위



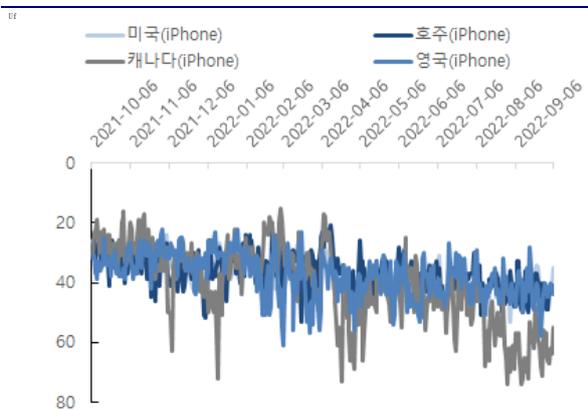
자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 제2의나라:크로스월드 국가별 모바일 게임 매출 순위



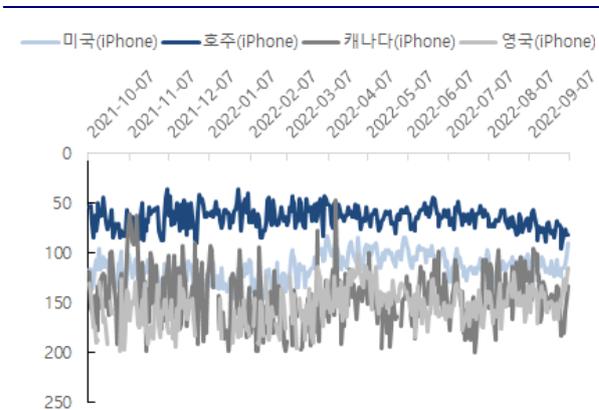
자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 캐시프렌지 국가별 모바일 게임 매출 순위



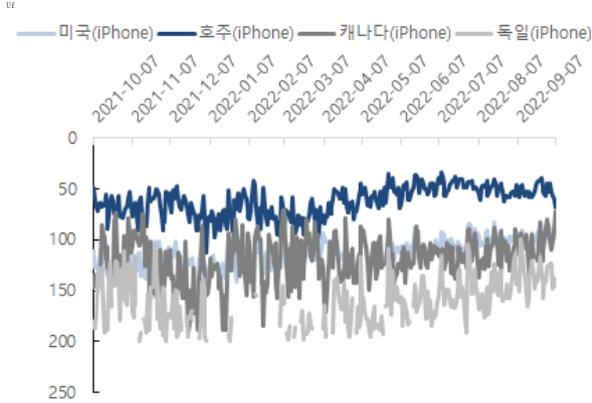
자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 잭팟월드 국가별 모바일 게임 매출 순위



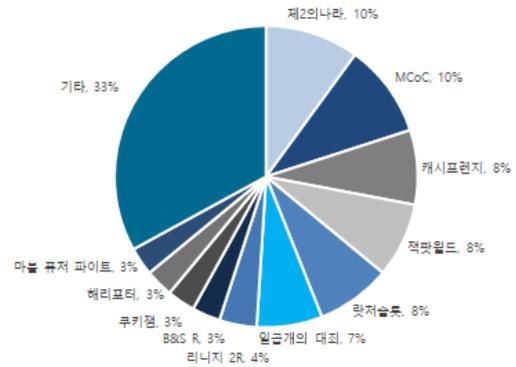
자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 랫처슬롯 국가별 모바일 게임 매출 순위



자료: Sensor Tower, 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 넷마블 2Q22 게임별 매출 비중



자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 넷마블 Valuation Table

부문	단위	2022F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		3,467	
	십억원	2023년 EBITDA	312.3	
	배	target EV/EBITDA	11.1	글로벌 게임사 peer 23F EV/EBITDA 평균
지분가치			1,885	
코웨이	십억원	부문 가치	716	
	십억원	시가총액	4,074	
	%	지분율	25.1%	
	%	할인율	30%	상장사 30% 할인
하이브	십억원	부문 가치	691	
	십억원	시가총액	5,417	
	%	지분율	18.2%	
	%	할인율	30%	상장사 30% 할인
엔씨소프트	십억원	지분 가치	478	
	십억원	시가총액	7,695	
	%	지분율	8.9%	
	%	할인율	30%	상장사 30% 할인
적정시가총액	십억원		5,352	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		62,265	
목표주가	원		62,000	
현재주가	원		50,900	
상승여력	%		21.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,485	2,507	2,677	3,035	3,360
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,485	2,507	2,677	3,035	3,360
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,213	2,356	2,724	2,948	3,142
영업이익	272	151	-47	88	219
영업이익률 (%)	10.9	6.0	-1.8	2.9	6.5
EBITDA	384	302	89	212	334
EBITDA Margin (%)	15.4	12.0	3.3	7.0	9.9
영업외손익	203	200	-309	113	120
관계기업손익	192	210	123	123	123
금융수익	75	102	77	84	92
금융비용	-63	-74	-489	-74	-74
기타	-1	-38	-21	-21	-21
법인세비용차감전순이익	475	351	-356	200	339
법인세비용	137	102	-89	50	85
계속사업순이익	338	249	-266	150	254
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	338	249	-266	150	254
당기순이익률 (%)	13.6	9.9	-10.0	4.9	7.6
비지배지분순이익	25	9	-10	5	9
지배지분순이익	313	240	-257	145	245
지배순이익률 (%)	12.6	9.6	-9.6	4.8	7.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	767	254	947	947	947
포괄순이익	1,105	503	681	1,097	1,201
비지배지분포괄이익	21	15	21	33	36
지배지분포괄이익	1,084	488	660	1,064	1,165

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	372	137	-239	155	251
당기순이익	338	249	-266	150	254
비현금항목의 가감	85	90	11	151	188
감가상각비	39	44	37	31	26
외환손익	2	-30	-2	-2	-2
지분법평가손익	-192	-210	-123	-123	-123
기타	236	286	99	246	288
자산부채의 증감	-27	-116	-46	-57	-55
기타현금흐름	-24	-86	63	-89	-135
투자활동 현금흐름	-1,529	-1,158	-2,328	-2,342	-2,352
투자자산	-1,252	1,204	-87	-87	-87
유형자산	-210	-86	0	0	0
기타	-67	-2,275	-2,241	-2,255	-2,265
재무활동 현금흐름	867	1,099	1,251	1,213	1,213
단기차입금	664	881	881	881	881
사채	159	0	0	0	0
장기차입금	95	415	415	415	415
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-157	-43	-43	-43
기타	-51	-40	-2	-40	-40
현금의 증감	-317	96	1,001	1,358	1,461
기초 현금	1,575	1,257	1,354	2,355	3,713
기말 현금	1,257	1,354	2,355	3,713	5,174
NOPLAT	194	107	-35	66	164
FCF	68	56	54	133	223

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,821	1,963	2,929	4,283	5,747
현금및현금성자산	1,257	1,354	2,355	3,713	5,174
매출채권 및 기타채권	211	233	250	282	312
재고자산	5	4	4	5	5
기타유동자산	348	372	320	283	256
비유동자산	6,403	8,701	8,862	9,035	9,216
유형자산	423	323	286	255	229
관계기업투자금	2,148	2,477	2,774	3,071	3,368
기타금융자산	2,388	1,392	1,392	1,392	1,392
기타비유동자산	1,443	4,509	4,410	4,316	4,227
자산총계	8,223	10,664	11,792	13,318	14,964
유동부채	1,634	3,056	4,059	5,041	6,038
매입채무 및 기타채무	176	229	232	241	248
차입금	513	1,671	2,552	3,432	4,313
유동성채무	306	57	95	95	95
기타유동부채	638	1,100	1,180	1,274	1,383
비유동부채	939	1,600	2,037	2,475	2,915
차입금	162	539	955	1,370	1,786
사채	159	160	160	160	160
기타비유동부채	618	901	922	945	970
부채총계	2,573	4,656	6,095	7,516	8,953
지배지분	5,407	5,791	5,491	5,593	5,794
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,887	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,226	2,235	1,934	2,036	2,238
기타자본변동	-1,009	-1,059	-1,059	-1,059	-1,059
비지배지분	244	216	205	209	216
자본총계	5,651	6,008	5,696	5,802	6,011
총차입금	1,181	2,906	4,264	5,585	6,907

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,647	2,795	-2,989	1,684	2,849
PER	36.1	44.7	-17.0	30.2	17.9
BPS	62,986	67,379	63,886	65,067	67,412
PBR	2.1	1.9	0.8	0.8	0.8
EBITDAPS	4,473	3,509	1,033	2,470	3,884
EV/EBITDA	29.2	40.6	70.6	29.5	18.5
SPS	28,959	29,171	31,142	35,312	39,095
PSR	4.5	4.3	1.6	1.4	1.3
CFPS	792	650	632	1,546	2,600
DPS	767	528	528	528	528

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	14.0	0.9	6.8	13.4	10.7
영업이익 증가율	34.2	-44.5	적전	흑전	150.0
순이익 증가율	99.1	-26.3	적전	흑전	69.2
수익성					
ROIC	12.3	3.9	-0.9	1.8	4.5
ROA	4.5	2.5	-2.3	1.2	1.7
ROE	6.3	4.3	-4.6	2.6	4.3
안정성					
부채비율	45.5	77.5	107.0	129.6	149.0
순차입금비율	14.4	27.3	36.2	41.9	46.2
이자보상배율	11.8	4.2	-0.8	1.2	2.3

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)					
2022.10.07	매수	62,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하