



# 넷마블 (251270)

대기중인 라인업 본격화

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 150,000원

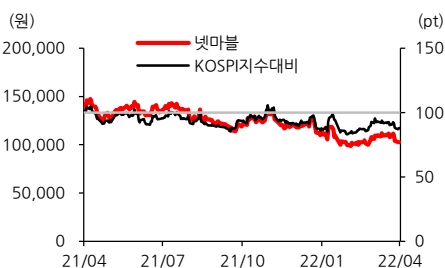
현재 주가(4/13)	104,500원
상승여력	▲43.5%
시가총액	89,821억원
발행주식수	85,954천주
52 주 최고가 / 최저가	147,500 / 98,600원
90 일 일평균 거래대금	229.95억원
외국인 지분율	22.9%
주주 구성	
방준혁 (외 16 인)	64.2%
엔씨소프트 (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.2	-7.1	-12.9	-24.5
상대수익률(KOSPI)	-5.3	1.2	-5.2	-10.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021	2022E
매출액	2,179	2,485	2,507	3,231
영업이익	203	272	151	282
EBITDA	321	384	302	564
지배주주순이익	156	313	240	301
EPS	1,824	3,648	2,795	3,502
순차입금	-1,543	87	1,766	1,118
PER	50.7	36.1	44.7	29.8
PBR	1.8	2.1	1.9	1.4
EV/EBITDA	19.9	29.6	41.5	17.9
배당수익률	n/a	0.6	0.6	0.7
ROE	3.5	6.3	4.3	4.9

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 신작 부재로 인해 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 하지만, 이번달부터 다수의 신작 출시가 예정되어 일정 수준 이상의 흥행 시에는 밸류에이션 상승 요인이 될 것으로 예상합니다.

**1분기 실적은 컨센서스 하회한 것으로 추정**

동사의 1분기 실적은 매출액 6950억 원, 영업이익 382억 원으로 영업이익 컨센서스 661억 원을 크게 하회한 것으로 추정한다. 기존 게임 <A3> 글로벌 버전에 토큰 기반 P2E 기능을 추가한 것 말고는 신작 출시가 부재했고, 기존 게임들의 매출도 감소한 것으로 파악된다. <A3>는 P2E 업데이트 이후 매출 반등이 나타났지만 워낙 기존 레벨이 낮아 유의미한 수준은 아닌 것으로 예상된다. 인건비는 1855억 원으로 높았던 전분기 수준이 지속됐고, 광고선전비는 신작이 없었음에도 불구하고 스펀덱스의 통상적인 마케팅 집행으로 인해 전분기 대비 증가했을 것으로 추정한다. 이에 따라 영업이익률은 5.5%까지 낮아질 것으로 예상된다.

**연내 10개의 라인업 보유, 자체IP 게임 성과가 중요**

1분기 실적 부진이 예상됨에도 불구하고 2분기부터 이어질 신작 라인업에 주목해야 한다. 4월 출시 예정인 <골든브로스>는 NFT 코스튬을 착용해 플레이를 하면서 게임 토큰을 획득하고 이를 넷마블에프앤씨의 기축통화 '아이템큐브'로 현금화시키는 게임이다. 이외에도 <세븐나이즈 레볼루션>, <제2의나라:크로스월드>, <챔피언스:어센션> 등 올해만 10종 이상의 신작을 계획하고 있어 경쟁사들 중 가장 모멘텀이 풍부하다. 우리는 이 중 <모두의마블:메타월드>를 주목하는데, 기존 모두의마블이 지닌 특성인 부동산 시스템에 NFT를 적용한 게임이다. 동사의 메인 IP로 볼 수 있는 모두의마블은 블록체인과 메타버스를 한번에 구현하기에 가장 적합한 장르라는 면에서 기대감을 높여야 한다고 판단한다.

**투자의견 Buy와 목표주가 15만 원 유지**

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 현재 동사의 주가는 올해 실적 기준 PER 30배로 기존 게임들의 매출 하락세를 감안하면 고평가 부담이 존재한다. 하지만 신작 라인업 중 자체 IP를 활용한 게임이 대다수이기 때문에, 일정 수준 이상의 흥행시에는 안정적인 이익 레벨 확보로 밸류에이션 확장을 기대할수 있다는 점에서 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지한다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	570	577	607	751	695	767	855	915	2,179	2,485	2,506	3,231
YoY (%)	7.0	(15.8)	(5.5)	20.4	21.8	32.8	40.8	21.7	7.8	14.0	0.8	28.9
국내	168	150	182	165	140	160	190	186	726	694	666	677
해외	402	427	425	586	555	607	664	728	1,453	1,791	1,840	2,554
리니지 2 레볼	46	35	30	30	29	27	26	27	304	221	141	115
MCoC	68	75	79	90	83	76	75	79	332	354	313	287
블&소 레볼	34	29	24	23	21	22	21	22	92	187	110	99
일곱개의대죄	86	75	42	38	34	30	27	25	124	392	241	231
제2의나라		69	121	68	62	61	60	59			258	354
영업비용	516	561	580	694	657	699	767	826	1,976	2,213	2,351	2,949
YoY (%)	0.7	(7.1)	4.6	28.1	27.2	24.6	32.2	19.0	11.0	12.0	6.3	25.4
지급수수료	234	243	255	281	260	287	320	342	954	1,025	1,013	1,209
인건비	143	155	158	183	185	193	196	223	477	531	639	797
광고선전비	78	100	100	118	121	127	149	151	292	392	396	548
기타	35	37	36	45	42	46	51	55	135	152	152	194
감가상각비	26	26	32	68	49	46	51	55	118	112	151	201
영업이익	54.2	16.2	26.6	57.5	38.2	67.7	87.7	88.8	202.6	272.0	154.5	282.4
YoY (%)	165.7	(80.2)	(69.6)	(30.3)	(29.4)	317.9	229.5	54.5	(16.2)	34.3	(43.2)	82.8
영업이익률 (%)	9.5	2.8	4.4	7.7	5.5	8.8	10.3	9.7	9.3	10.9	6.2	8.7
당기순이익	61.9	48.2	35.7	107.1	47.6	70.2	82.5	100.7	169.8	338.0	249.2	301.0
YoY (%)	7.8	(43.5)	(61.4)	4.1	(23.1)	45.5	131.2	(6.0)	5.4	99.1	(26.3)	20.8
순이익률(%)	10.9	8.4	5.9	14.3	6.9	9.2	9.7	11.0	7.8	13.6	9.9	9.3

주: 4Q21부터 스피엑스게임즈 실적 반영

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
매출액	2,021	2,179	2,485	2,507	3,231
매출총이익	2,021	2,179	2,485	2,507	3,231
영업이익	242	203	272	151	282
EBITDA	322	321	384	302	564
순이자손익	54	47	3	-12	-17
외화관련손익	16	13	13	32	25
지분법손익	9	13	196	209	119
세전계속사업손익	290	218	475	351	423
당기순이익	215	170	338	249	301
지배주주순이익	190	156	313	240	301
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-16.6	7.8	14.0	0.9	28.9
영업이익	-52.6	-16.1	34.2	-44.5	87.0
EBITDA	-44.0	-0.3	19.6	-21.4	87.0
순이익	-40.4	-21.0	99.1	-26.3	20.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	12.0	9.3	10.9	6.0	8.7
EBITDA 이익률	15.9	14.7	15.4	12.0	17.5
세전이익률	14.4	10.0	19.1	14.0	13.1
순이익률	10.6	7.8	13.6	9.9	9.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
영업현금흐름	235	381	372	137	1,057
당기순이익	215	170	338	249	301
자산상각비	80	118	112	151	282
운전자본증감	-37	45	-27	-116	-7
매출채권 감소(증가)	104	35	-110	20	-43
재고자산 감소(증가)	-1	-2	0	0	-1
매입채무 증가(감소)	-28	-31	21	-99	14
투자현금흐름	-505	-247	-1,529	-1,158	-355
유형자산처분(취득)	-23	-79	-210	-86	-274
무형자산 감소(증가)	-17	-25	-27	-15	-16
투자자산 감소(증가)	-169	-4	292	1,343	-11
재무현금흐름	-99	-107	867	1,099	-66
차입금의 증가(감소)	135	104	916	1,238	0
자본의 증가(감소)	-31	0	0	-63	-66
배당금의 지급	-31	0	0	-63	-66
총현금흐름	343	334	423	339	1,064
(-)운전자본증가(감소)	67	111	-172	-419	7
(-)설비투자	23	80	210	86	274
(+)자산매각	-17	-25	-27	-15	-16
Free Cash Flow	236	118	357	657	768
(-)기타투자	267	-16	1,782	2,934	55
잉여현금	-31	135	-1,425	-2,277	713
NOPLAT	179	158	194	107	201
(+) Dep	80	118	112	151	282
(-)운전자본투자	67	111	-172	-419	7
(-)Capex	23	80	210	86	274
OpFCF	169	85	267	590	202

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
유동자산	2,591	2,560	1,821	1,963	2,659
현금성자산	2,308	2,150	1,508	1,624	2,271
매출채권	187	154	210	232	275
재고자산	3	5	5	4	5
비유동자산	2,842	3,246	6,403	8,701	8,883
투자자산	1,349	1,627	4,688	4,279	4,453
유형자산	174	236	423	323	541
무형자산	1,319	1,384	1,292	4,099	3,889
자산총계	5,433	5,806	8,223	10,664	11,541
유동부채	587	665	1,634	3,056	3,098
매입채무	183	100	114	166	180
유동성이자부채	278	339	1,234	2,211	2,211
비유동부채	295	493	939	1,600	1,617
비유동이자부채	108	268	361	1,178	1,178
부채총계	882	1,158	2,573	4,656	4,715
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,849	3,881	3,887	3,897	3,897
이익잉여금	761	914	1,226	2,235	2,470
자본조정	-245	-352	286	-349	235
자기주식	-160	-405	-405	-405	-405
자본총계	4,552	4,648	5,651	6,008	6,826

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
주당지표					
EPS	2,227	1,824	3,648	2,795	3,502
BPS	51,303	51,919	62,986	67,379	76,904
DPS	0	0	767	770	770
CFPS	4,023	3,900	4,928	3,948	12,381
ROA(%)	3.5	2.8	4.5	2.5	2.7
ROE(%)	4.4	3.5	6.3	4.3	4.9
ROIC(%)	13.6	10.3	13.2	4.1	5.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	50.1	50.7	36.1	44.7	29.8
PBR	2.2	1.8	2.1	1.9	1.4
PSR	4.7	3.6	4.5	4.3	2.8
PCR	27.7	23.7	26.7	31.7	8.4
EV/EBITDA	23.6	19.9	29.6	41.5	17.9
배당수익률	n/a	n/a	0.6	0.6	0.7
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	19.4	24.9	45.5	77.5	69.1
Net debt/Equity	-42.2	-33.2	1.5	29.4	16.4
Net debt/EBITDA	-597.6	-481.1	22.7	585.5	198.3
유동비율	441.3	385.2	111.5	64.2	85.8
이자보상배율(배)	417.0	23.1	11.8	4.2	5.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	27.5	30.7	16.8	40.3	37.4
현금+투자자산	72.5	69.3	83.2	59.7	62.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	7.8	11.5	22.0	36.1	33.2
자기자본	92.2	88.5	78.0	63.9	66.8

[ Compliance Notice ]

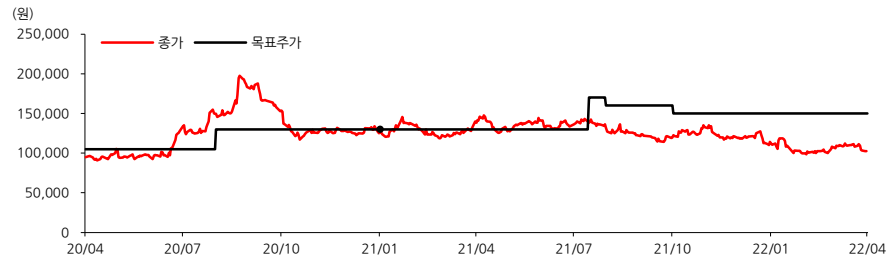
(공표일: 2022년 4월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 넷마블의 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자이견 변동 내역 ]

일 시	2020.04.13	2020.08.13	2020.10.20	2020.12.03	2021.07.27	2021.08.12
투자이견	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	105,000	130,000	130,000	130,000	170,000	160,000
일 시	2021.09.01	2021.10.14	2022.02.10	2022.02.28	2022.04.14	
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	160,000	150,000	150,000	150,000	150,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.08.13	Hold	130,000	5.57	-10.00
2021.07.27	Buy	170,000	-19.31	-16.18
2021.08.12	Buy	160,000	-22.75	-14.69
2021.10.14	Buy	150,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%