

2023. 1. 27



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **73,000 원**

현재주가 (1.26) **60,600 원**

상승여력 **20.5%**

KOSPI	2,468.65pt
시가총액	52,088억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.17%
외국인비중	22.69%
52주 최고/최저가	115,500원/41,950원
평균거래대금	221.0억원

주요주주(%)

방준혁 외 13 인	24.85
CJ ENM	21.78
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.8	-14.9	-47.5
상대주가	9.6	-16.8	-42.4

주가그래프



# 넷마블 251270

## 더하기에 더하기

- ✓ 2023년은 넷마블의 재무/영업 상 턴어라운드의 원년. 여기에 중국은 덤
- ✓ 최근 블록체인 반등으로 관련 게임 출시에 유리한 시기. <모두의 마블: 메타월드>가 이에 해당. <모두의 마블>에 부동산 NFT를 접목시킨 게임으로 글로벌 출시 예정
- ✓ 바텀업 변화와 산업 이벤트(중국 시장 재개+블록체인)를 모두 누릴 수 있는 업체
- ✓ 지속적 신작 도전을 가능하게 하는 재무적 뒷받침 동반되어 안정성도 확보. TP 상향

기존 투자포인트: 재무/영업의 턴어라운드+중국은 덤

동사 투자 포인트로 당사가 제시한 기존 근거는 재무 및 영업의 턴어라운드. 자회사 유상감자를 통한 차입금 일부 상환 및 보유 지분 가치 상승으로 유동화 가능 자산이 부채를 상회, 재무적 상황은 바닥을 지난 것으로 판단된다. 22년 유일한 신작이던 <세븐나이츠 레볼루션> 부진으로 적자 전환했으나 23년은 분기당 1개 이상의 신작 출시가 예정되어 있다. 중박 이상 게임이 1개만 나오더라도 영업상 턴어라운드가 가능할 것으로 본다. 여기에 중국 판호 발급은 덤이다.

신규 투자포인트: 블록체인, 자산 가격 반등을 활용하자

올해 첫 게임으로 <모두의 마블: 메타월드>가 1분기 내 출시될 예정이다. 뉴욕, 파리, 서울 그리고 방콕 등 주요 도시의 부동산 NFT 거래가 동반되는 게임으로, <모두의 마블>에 블록체인 '디센트럴랜드'가 결합된 구조라고 이해하면 쉽다. 코인 가격 상승기에는 투기적 수요로 인해 게임 내 매출 상승 효과를 누릴 수 있는데, 최근의 블록체인 반등은 동 게임의 성과 기대감을 높이기에 알맞아 보인다. <모두의 마블>은 2013년 출시 후 1년 반 동안 글로벌 4천억원 매출을 달성한 바 있다.

게임사의 신작 도전이 지속되기 위해서는 다가오는 기회에서 실패하더라도 다음을 기약할 수 있는 재무적 back up이 존재하는 지 여부가 중요하다. 당사 탐방 결과 1-2년 이내 재무적 리스크가 예상되는 작은 게임사들도 존재했다. 반면 동사는 1) 유동화 가능 자산이 부채를 충분히 커버하며 2) 현금 8천억원 이상 확보 및 3) 이외에도 코웨이 및 자사주 등 다양한 자산을 보유하고 있어 재무적 우려가 크지 않다. 바텀업 측면에서의 재무/영업 상 턴어라운드에 더해 다시 열린 중국 시장의 기회, 그리고 블록체인 가격 상승에 따른 신작 성과 기대감이 높아지는 시기다. 북벌류에 영업 가치를 가산하는 방식으로 변경, 적정주가를 73,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,484.8	272.1	313.0	3,647	98.5	62,986	36.1	2.1	30.3	6.3	45.5
2021	2,506.9	151.0	240.2	2,796	-26.4	67,379	44.7	1.9	42.2	4.3	77.5
2022E	2,652.5	-105.2	-429.9	-5,002	적전	62,377	-12.1	1.0	57.0	-7.7	66.7
2023E	3,293.6	195.7	175.5	2,042	흑전	64,418	29.7	0.9	16.7	3.2	55.0
2024E	3,459.8	209.6	164.3	1,912	1.0	66,330	31.7	0.9	15.5	2.9	39.2

기존 투자포인트.  
재무 및 영업 턴어라운드의 원년,  
중국은 덤

동사 투자 포인트로 당사가 제시한 기존 근거는 재무 및 영업의 턴어라운드다.

지난해 동사의 부채는 유동화 가능 자산으로 분류되는 하이브와 엔씨소프트의 지분 가치를 상회한 바 있다. 그러나 자회사 유상감자를 활용한 차입금 일부 상환 및 보유 지분 가치 상승으로 인해 부채를 충분히 커버하며, 재무적 상황은 바닥을 지난 것으로 판단된다.

2020년 2천억, 21년 1,500억을 기록했던 동사의 연결 영업이익은 22년 -1천억 원(추정)까지 하락했다. 이는 2022년 동사의 유일한 타이틀급 신작이었던 <세븐 나이즈 레볼루션> 부진 영향이 컸다. 그러나 올해는 분기당 1개 이상의 신작 출시가 예정되어 있다. 중박 이상의 게임이 1개만 나오더라도 영업상 턴어라운드가 가능하다. 여기에 중국 판호 발급은 덤이다.

표1 넷마블 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	631.5	660.6	694.5	666.0	625.3	861.4	877.0	929.9	2,506.9	2,652.5	3,293.6	3,459.8
모바일게임	586.4	614.4	650.3	621.8	582.4	772.5	759.5	824.8	2,302.1	2,472.9	2,939.2	3,064.4
기타	45.1	46.2	44.2	44.2	42.9	88.9	117.5	105.0	204.8	179.7	354.3	395.5
<b>% YoY</b>												
매출	10.7	14.5	14.4	-11.5	-1.0	30.4	26.3	39.6	0.9	5.8	24.2	5.0
모바일게임	10.5	14.4	16.5	-8.0	-0.7	25.7	16.8	32.6	0.0	7.4	18.9	4.3
기타	13.3	14.7	-9.3	-41.9	-5.0	92.4	166.1	137.8	11.5	-12.3	97.2	11.6
<b>영업비용</b>												
영업비용	643.4	695.2	732.5	686.5	642.1	792.9	830.8	832.0	2,355.9	2,757.7	3,097.9	3,250.2
% to sales	101.9	105.2	105.5	103.1	102.7	92.0	94.7	89.5	94.0	104.0	94.1	93.9
% YoY	24.7	23.9	26.2	-1.7	-0.2	14.1	13.4	21.2	6.5	17.1	12.3	4.9
지급수수료	275.9	291.8	313.7	298.3	263.4	364.3	386.3	403.7	1,122.2	1,179.7	1,417.7	1,523.0
인건비	187.1	190.0	203.2	203.6	194.4	197.8	196.8	218.0	639.9	783.8	807.0	847.2
마케팅비	112.8	144.4	144.9	114.5	121.2	165.2	179.3	140.3	400.0	516.6	606.1	610.9
기타	67.7	69.1	70.8	70.2	63.1	65.6	68.4	70.0	193.7	277.7	267.1	269.1
<b>이익 추정</b>												
영업이익	-11.9	-34.6	-38.0	-20.6	-16.8	68.5	46.2	97.8	151.0	-105.2	195.7	209.6
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-44.5	적전	흑전	7.1
영업이익률(%)	-1.9	-5.2	-5.5	-3.1	-2.7	8.0	5.3	10.5	6.0	-4.0	5.9	6.1
세전이익	-58.3	-167.1	-288.7	-32.5	-23.6	78.1	67.0	101.4	351.2	-546.6	222.9	233.1
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-26.0	적전	흑전	4.6
지배주주순이익	-43.0	-118.3	-245.2	-23.4	-16.5	68.1	44.4	79.4	240.2	-429.9	175.5	164.3
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-23.2	적전	흑전	-6.3

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

당사가 추정하는 넷마블의 2023년 연결 영업이익은 1,957억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(300억원)와 괴리가 크다. 당사 추정치는 컨센서스와 매출 기준 약 3천억원의 차이를 보이는데 게임 흥행에 대한 가정 차이에서 기인했을 것으로 추정된다.

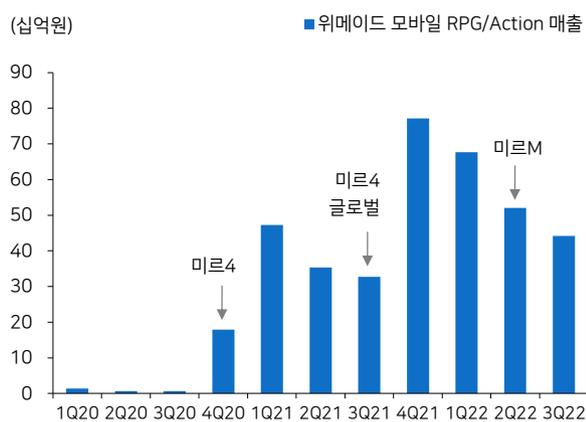
당사는 스피엑스의 2023년 매출 및 영업이익 기여는 각각 7,664억원(+6% YoY)과 1,603억원(+6% YoY)으로 2022년과 유사한 수준으로 가정했다. 스피엑스를 제외한다면 기존 영업 회사를 통한 영업이익은 354억원에 해당한다. 2022년 하반기 해외 자회사 구조조정을 시작으로 국내 자회사의 흡수합병, 인력 재배치가 진행되고 있는 만큼 2023년 인건비 증가가 제한적일 것으로 가정했다.

**신규 투자포인트.**  
**블록체인 가격 상승기 이용하기**

시장 금리의 peak out과 함께 2021년 4분기 이후 부진했던 코인 시장에도 최근 변화가 일고 있다. 코인 가격의 변화는 시장 내 거래 가능한 블록체인을 보유한 게임 업체 중심으로 주가 변동성을 확대시키고 있다.

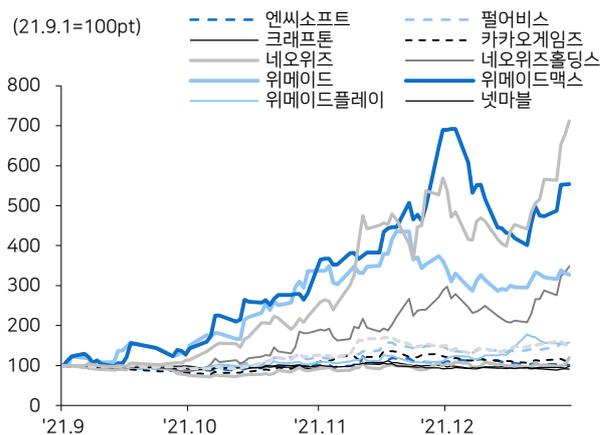
당사는 국내 대표 NFT 블록체인에 해당했던 위믹스의 성공 방정식이 '흑철'과 '위믹스' 두 개의 가격 요인이 블록체인 가격 상승기, 승수 효과를 발생시킨 데 근거했다고 판단한다. 또한 인게임 이코노미에 미치는 영향이 제한적이어야 게임 내 NFT가 성공적으로 안착할 수 있을 것으로 본다. 이에 근거하여 MMORPG보다는 캐주얼, 소셜카지노 게임이 NFT를 접목시키기에 보다 적합한 장르라고 판단된다.

**그림1 P2E 접목시킨 <미르4 글로벌> 성공으로 위메이드 모바일 RPG 매출 급증**



자료: 위메이드, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 2021년 NFT 모멘텀이 작용했을 때 게임주 주가: 블록체인 연관 업체 상승 커**



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

앞선 위믹스의 사례와 마찬가지로 코인 가격이 상승하는 시기에는 가격의 상승 효과 기대하는 투기적 게임 수요가 발생하며 게임사의 매출에 실질적 영향을 미친다. 이에 대한 직접적 수혜를 누리기 위해서는 1) NFT를 적용한 2) 신규 3) 캐주얼 게임이 유리할 것으로 판단한다. 기존 게임보다 신규 게임의 가능성을 높게 점치는 이유는 NFT 시장의 빠른 턴오버 때문이다.

당사 탐방 결과 위믹스 사태 이후 블록체인 기술이 결합된 게임을 준비하던 대부분의 회사에서 관련 프로젝트가 후순위로 밀려났다. 블록체인에 사운을 건 위메이드를 제외하면, 넷마블, 카카오게임즈, 컴투스 정도가 예정된 수순에 맞게 프로젝트를 준비하고 있었다.

회사	출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태	연계 블록체인
넷마블	1Q23	모두의 마블: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사 개발	마브렉스
		챔피언스 어센션	모바일	Jam City(50.25%)	자회사 개발	마브렉스
		그랜그 크로스: 메타월드	PC, 모바일	메타버스월드(80%)	자회사 개발	마브렉스
컴투스	1Q23	냥시의 신: 크루	모바일	컴투스	자체개발	엑스플라
		미니게임천국	모바일	컴투스	자체개발	엑스플라
		워킹데드: 아이덴티티	모바일	컴투스	자체개발	엑스플라
		서머너즈 워: 크로니클 글로벌	PC, 모바일	컴투스	자체개발	엑스플라
		월드 오브 제노니아	PC, 모바일	컴투스	자체개발	엑스플라
		골프스타: 챔피언십	모바일	컴투스	자체개발	엑스플라
		거상M 징비록	모바일	알피지 리퍼블릭	퍼블리싱	엑스플라
카카오게임즈	2023	보라배틀		메타보라(61.6%)	자회사 개발	보라
NHN	미정	우파루 NFT		NHN빅풋(합병)	자체개발	위믹스
	미정	위믹스 스포츠		NHN빅풋(합병)	자체개발	위믹스
위메이드	1Q23	미르M 글로벌	모바일	위메이드	자체개발	위믹스

자료: 메리츠증권 리서치센터

과거 대비 투자자들의 NFT와 블록체인에 대한 높아진 이해도만큼, 단순한 연결고리보다는 코인 시장의 반등에 따른 수혜를 업체의 실적으로 연결시킬 수 있는 선별적 투자가 필요하다고 판단한다.

최근의 블록체인 반등은 1분기 출시 예정인 동사의 신작 <모두의 마블: 메타월드>에 대한 기대를 높이기엔 좋은 조건으로 판단된다. 코인 가격 상승기에는 투기적 수요가 게임 내 발생하며 매출 상승 효과로 이어질 수 있기 때문이다. 신작에 대한 시장의 기대감이 높은 상태였다면 신규 포인트로 적합하지 않으나 동 게임에 대한 시장의 눈높이는 아직 높지 않아 보인다.

<모두의 마블: 메타월드>는 뉴욕, 파리, 서울 그리고 방콕 등 주요 도시를 배경으로 부동산 NFT를 접목시킨 게임으로, 2013년 출시 후 1년 반 동안 글로벌 4천억 원 매출을 달성했던 <모두의 마블>에 블록체인 '디센트럴랜드'가 결합된 구조라고 이해하면 쉽다. P2E 게임이 허가되지 않은 한국/중국을 제외한 글로벌 출시가 예정되어 있다.

그림3 1분기 출시 예정인 <모두의 마블: 메타월드>



자료: 넷마블

그림4 부동산 NFT 거래가 예고된 <모두의 마블: 메타월드>



자료: 넷마블

적정주가 73,000원으로 상향

동사의 적정주가를 기존 63,000원에서 73,000원으로 상향한다. 기존 적정주가는 PBR 1배로 영업 가치를 배제한 최소 가치에 해당했다. 최근 블록체인 반등으로 동사의 영업가치가 부각되기 쉬운 환경에 예상보다 빠르게 노출되고 있다고 판단한다. 이를 반영, 보유 자산 가치에 영업 가치를 가산하는 방식으로 변경했다. 당사의 신규 적정주가는 2023년 지배 PER 기준 29.7배에 해당한다.

게임사의 신작 도전이 지속되기 위해서는 다가오는 기회에서 실패하더라도 다음을 기약할 수 있는 재무적 back up이 존재해야 한다. 당사 탐방 결과 1-2년 이내 재무적 리스크가 예상되는 작은 게임사들도 존재했다. 반면 동사는 1) 하이브 지분 가치만으로도 부채가 커버될 수 있는 수준으로 재무구조가 안정화되었다. 이 뿐만 아니라 2) 연결 기준 현금 8천억원 가량을 현재 확보하고 있으며 3) 코웨이 및 자사주 등 다양한 자산을 보유하고 있어 재무적 우려가 크지 않다.

표3 넷마블 적정주가 산출

	2023E 예상 순이익 (십억원)	적용 배수	적용 가치 (십억원)	비고
(1) 영업가치	177	22	3,895	2023E 컨센서스 기준 카카오게임즈 PER 적용
	자산 가치 (십억원)	할인율		
(2) 보유 자산 가치	3,459	20%	2,767	
유동화 가능 자산	2,205			하이브, 엔씨소프트 지분만을 대상, 최근 한달 평균 주가 기준
비유동성 자산	1,255			코웨이, 자사주 지분만을 대상, 최근 한달 평균 주가 기준
(3) 순부채 (2023말E)			365	23년말 기준 이자발생 부채 1.7조원 및 현금+투자부동산 1.3조원 예상
(1)+(2)-(3)			6,297	
주식 수(천주)			85,954	
적정주가(원)			73,000	73,263원 반올림
현재주가(원)			60,600	
상승여력(%)			20.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

1천억원의 영업적자를 기록한 것으로 추정되는 2022년 기준으로도 사용권 자산 상각이 큰 비중을 차지하는 감가상각비를 감안하면 EBITDA는 1,270억원으로 (+) 흐름을 이어갔다. <세븐나이트 레볼루션> 1개에 불과했던 지난해 신작 사정과 달리, 올해에는 분기당 평균 1개의 신작이 예정되어 있어 영업 현금 흐름개선에 대한 기대 또한 높아졌다.

최근 반등에도 불구하고 동사의 현 시가총액은 PBR(지배기준) 1배 수준에 불과하다. 바텀업 측면의 재무/영업 상 턴어라운드에 더해 다시 열린 중국 시장의 기회, 그리고 블록체인 가격 상승에 따른 신작 성과 기대감이 높아지는 시기다. 동사에 대한 비중 확대를 추천한다.

표4 지난 12월 중국 판호를 확보한 동사의 게임들				
게임명	플랫폼	출판 단위	운영 단위	퍼블리싱 회사 관련 사항
제2의 나라: CROSS WORLDS	모바일	iDreamSky	iDreamSky	텐센트 계열사, <곰의 정원>, <검은사막M> 등 퍼블리싱, 님블뉴런 이터널리턴 IP 기반 <이터널 리턴: 인피니트> 개발
삼 타이탄 (Kabam)	모바일	Tianjin Electronic Publishing	Galaxy Matrix	넷마블 스톤에이지 IP 기반 <신석기시대> 개발, <마블 퓨처파이트>, <십이전기> 등 퍼블리싱
A3: 스틸얼라이브	모바일	East China Normal University Press	Nextjoy	<도라에몽 스피드>, <내 이름은 MT> 서비스, e스포츠 중계 및 뉴스 플랫폼 'Nextjoy Sports' 운영

자료: 중국 국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

표5 넷마블 2022~2023 게임 출시 일정				
출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
1Q22	넷마블 프로야구 2022	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q22	제2의 나라: CROSS WORLDS 글로벌	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
2Q22	머지 쿵야 아일랜드	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q22	디즈니 미러 가디언즈	모바일	Kabam(100%)	자회사개발
3Q22	골든브로스	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
3Q22	세븐나이트 레볼루션	PC, 모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사개발
4Q22	킹 오브 파이터즈: 아레나	모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
4Q22	샬롯의 테이블	모바일	엔트리(70%)	자회사개발
4Q22	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
1Q23	모두의 마블: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q23	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
3Q23	아스달 연대기	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
4Q23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
	챔피언스 어센션	모바일	Jam City(50.25%)	자회사개발
	그랜드크로스W	모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
	그랜드 크로스: 메타월드	PC, 모바일	메타버스월드(80%)	자회사개발

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

## 넷마블 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,652.5</b>	<b>3,293.6</b>	<b>3,459.8</b>
매출액증가율 (%)	14.0	0.9	5.8	24.2	5.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,484.8	2,506.9	2,652.5	3,293.6	3,459.8
판매관리비	2,212.7	2,355.9	2,757.7	3,097.9	3,250.2
<b>영업이익</b>	<b>272.1</b>	<b>151.0</b>	<b>-105.2</b>	<b>195.7</b>	<b>209.6</b>
영업이익률	10.9	6.0	-4.0	5.9	6.1
금융손익	11.7	28.3	-330.8	-44.5	-57.9
중속/관계기업손익	192.0	209.8	121.7	127.8	134.2
기타영업외손익	-1.1	-38.0	-232.4	-56.1	-52.8
세전계속사업이익	474.6	351.2	-546.6	222.9	233.2
법인세비용	136.6	102.0	-70.5	45.9	54.3
<b>당기순이익</b>	<b>338.1</b>	<b>249.2</b>	<b>-476.2</b>	<b>177.0</b>	<b>178.9</b>
지배주주지분 순이익	313.0	240.2	-429.9	175.5	164.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>372.3</b>	<b>137.5</b>	<b>-438.8</b>	<b>168.8</b>	<b>64.2</b>
당기순이익(손실)	338.1	249.2	-476.2	177.0	178.9
유형자산상각비	39.2	44.0	54.4	54.4	54.4
무형자산상각비	72.6	106.6	177.8	160.0	160.0
운전자본의 증감	-27.1	-115.5	-547.9	-170.7	-252.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,529.1</b>	<b>-1,157.5</b>	<b>402.2</b>	<b>256.4</b>	<b>256.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-210.5	-86.4	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-2,876.2	876.5	459.5	205.3	192.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>866.7</b>	<b>1,099.1</b>	<b>-414.3</b>	<b>-367.1</b>	<b>-650.0</b>
차입금의 증감	988.6	1,794.0	-371.0	-367.1	-650.0
자본의 증가	6.2	10.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-317.3	96.2	-450.9	58.1	-329.6
기초현금	1,574.8	1,257.5	1,353.7	902.8	961.0
기말현금	1,257.5	1,353.7	902.8	961.0	631.4

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,820.7</b>	<b>1,962.6</b>	<b>1,475.2</b>	<b>1,508.2</b>	<b>1,235.7</b>
현금및현금성자산	1,257.5	1,353.7	902.8	961.0	631.4
매출채권	181.8	201.6	213.3	244.2	291.4
재고자산	4.6	4.0	0.3	5.1	5.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,402.7</b>	<b>8,701.2</b>	<b>7,743.7</b>	<b>7,340.6</b>	<b>6,960.3</b>
유형자산	423.1	322.8	318.4	314.1	309.7
무형자산	1,291.8	4,099.0	3,721.2	3,461.2	3,201.2
투자자산	4,536.2	3,869.5	3,294.2	3,155.4	3,039.5
<b>자산총계</b>	<b>8,223.4</b>	<b>10,663.8</b>	<b>9,218.9</b>	<b>8,848.8</b>	<b>8,196.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,633.5</b>	<b>3,056.2</b>	<b>2,581.8</b>	<b>2,245.5</b>	<b>1,175.1</b>
매입채무	70.5	57.0	63.6	94.4	103.9
단기차입금	513.2	1,671.0	1,300.0	1,300.0	500.0
유동성장기부채	306.5	57.1	347.1	130.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>939.3</b>	<b>1,599.9</b>	<b>1,105.6</b>	<b>894.7</b>	<b>1,133.6</b>
사채	159.5	159.7	-0.3	-0.3	-0.3
장기차입금	161.9	539.3	409.3	279.3	579.3
<b>부채총계</b>	<b>2,572.8</b>	<b>4,656.1</b>	<b>3,687.4</b>	<b>3,140.3</b>	<b>2,308.6</b>
<b>자본금</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>3,886.7</b>	<b>3,896.7</b>	<b>3,896.7</b>	<b>3,896.7</b>	<b>3,896.7</b>
기타포괄이익누계액	1,294.1	710.5	710.5	710.5	710.5
이익잉여금	1,226.2	2,234.6	1,804.7	1,980.2	2,144.5
비지배주주지분	243.5	216.2	170.0	171.5	186.0
<b>자본총계</b>	<b>5,650.6</b>	<b>6,007.7</b>	<b>5,531.5</b>	<b>5,708.5</b>	<b>5,887.4</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,959	29,171	30,860	38,318	40,252
EPS(지배주주)	3,647	2,796	-5,002	2,042	1,912
CFPS	4,928	3,949	2,040	6,201	5,692
EBITDAPS	4,473	3,509	1,477	4,771	4,933
BPS	62,986	67,379	62,377	64,418	66,330
DPS	767	528	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.1	44.7	-12.1	29.7	31.7
PCR	26.7	31.7	29.6	9.8	10.6
PSR	4.5	4.3	2.0	1.6	1.5
PBR	2.1	1.9	1.0	0.9	0.9
EBITDA	383.8	301.6	127.0	410.1	424.0
EV/EBITDA	30.3	42.2	57.0	16.7	15.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.3	4.3	-7.7	3.2	2.9
EBITDA 이익률	15.4	12.0	4.8	12.5	12.3
부채비율	45.5	77.5	66.7	55.0	39.2
금융비용부담률	0.9	1.4	6.0	5.2	4.0
이자보상배율(x)	11.8	4.2	-0.7	1.2	1.5
매출채권회전율(x)	15.1	13.1	12.8	14.4	12.9
재고자산회전율(x)	509.8	583.8	1,245.2	1,215.0	642.9

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

