

넷마블 (251270)

Netmarble: ReBirth

투자의견

BUY(상향)

목표주가

60,000 원(상향)

현재주가

44,950 원(05/08)

시가총액

3,864(십억원)

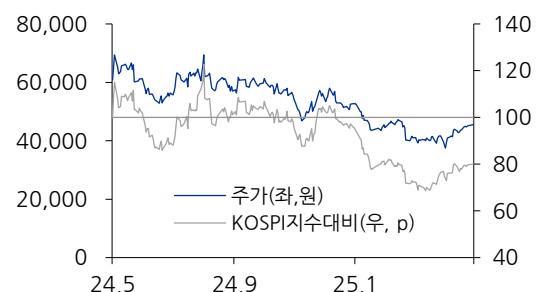
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 6,239억원(+7%yoy), 영업이익 497억원(+1246%yoy) 기록. 컨센서스(305억원) 상회
- 나혼렘은 지난해 5월 출시 이후 지난 분기까지 매출이 빠르게 하향됐지만, 12월과 3월 업데이트 효과로 1분기 매출이 qoq로 100억원 수준 반등함. 5월 진행될 1주년 업데이트 효과까지 더해지면 2분기 유의미한 매출 상승 기대
- 4분기 10주년 이벤트로 반등했던 마블COC 매출은 1분기 예상대로 하향됐지만, 3/20 출시된 신작 MMORPG 'RF 온라인 넥스트'는 부진한 시장환경에도 불구하고 4월 매출 순위 2위를 기록하는 등 선전을 이어감. 5/8 현재 일간 5위를 기록하고 있으나 매출 순위 하락 속도를 감안해도 기존 추정치를 상회할 것으로 전망됨
- 비용에서는 인력 감소로 인건비가 qoq, yoy 모두 감소했으며 4분기 무형자산 손상차손 반영으로 감가상각비도 전 분기 대비 약 60억원 감소함
- 넷마블은 지난해 나혼렘의 흥행에도 불구하고 올해 1분기까지 주가 부진이 이어졌음. 이는 크게 1) 높은 매출 기저, 2) 비용 부담, 3) 신작 성과 부진 등 세 가지 이유에 기인함. 하지만 매출 기저로 작용했던 나혼렘 매출이 안정화 단계로 접어들기 시작했으며, 비용 또한 인건비, 마케팅비, 상각비가 잘 통제되고 있음. 물론 아직까지 신작 성과에 대한 불확실성은 남아있지만, 2분기 '세븐나이트: 리버스'(5/15), 하반기 '몬길: STAR DIVE', '일곱개의대죄:Origin'은 기대감을 갖기엔 충분하다고 판단함
- 이에 넷마블에 대한 투자의견을 BUY로 상향하고 목표주가 또한 기존 4.6만원에서 6만원으로 상향함

주가(원,05/08)	44,950		
시가총액(십억원)	3,864		
발행주식수	85,954천주		
52주 최고가	72,400원		
최저가	37,500원		
52주 일간 Beta	1.08		
3개월 일평균거래대금	80억원		
외국인 지분율	25.1%		
배당수익률(2025F)	0.0%		
주주구성			
방준혁 (외 15인)	58.6%		
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	6.2	-16.5	-19.9
절대기준	16.8	-15.8	-25.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	▲
목표주가	60,000	46,000	▲
영업이익(25)	277	169	▲
영업이익(26)	304	232	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,694	2,815
영업이익	-68	216	277	304
세전손익	-159	28	266	304
당기순이익	-304	-41	207	230
EPS(원)	-2,975	-203	2,176	2,474
증감률(%)	na	na	흑전	13.7
PER(배)	na	na	20.7	18.2
ROE(%)	-4.9	-0.4	4.0	4.4
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	56.4	12.2	9.7	11.1

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	718.4	685.6	666.0	2,663.8	2,693.9
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.1%	5.9%	2.6%	6.5%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1	542.2	599.1	572.9	668.5	633.9	615.0	2,454.4	2,490.3
PC 게임	7.1	7.0	8.6	6.9	7.5	7.3	7.7	8.0	29.6	30.5
기타	48.0	39.0	49.8	42.9	43.5	42.6	44.0	43.0	179.7	173.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	623.6	612.0	606.8	2,448.2	2,416.6
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-7.0%	5.2%	-1.1%	-4.8%	-1.3%
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	250.0	241.3	229.1	946.9	939.5
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	173.5	174.0	179.6	720.0	699.2
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	125.6	126.7	120.0	470.3	486.5
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	32.5	32.5	33.0	154.4	129.9
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	42.0	37.5	45.1	156.6	161.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	94.8	73.6	59.2	215.6	277.3
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.1%	1246%	-14.8%	12.3%	68.0%	흑자전환	28.6%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	13.2%	10.7%	8.9%	8.1%	10.3%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	5.1	-4.5	-6.1	-6.0	-139.3	-11.5
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	54.8	90.3	67.5	53.2	76.3	265.8
지배순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	38.5	64.1	47.6	36.9	25.6	187.1
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-62.2%	112.0%	흑자전환	흑자전환	629.6%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,693.9	2,815.1
영업이익	-68.5	215.6	277.3	304.4
세전이익	-158.6	76.3	265.8	304.5
지배순이익	-255.7	25.6	187.1	212.6
EPS(원)	-2,975	-203	2,176	2,474
PER(배)	na	na	20.7	18.2
OPM(%)	-2.7%	8.1%	10.3%	10.8%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	6.9%	7.6%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,694	2,815	2,547	2,662	5.8%	5.7%
영업이익	277	304	169	232	63.9%	31.0%
세전이익	266	304	156	232	70.5%	31.0%
지배순이익	187	213	109	162	71.6%	31.5%
% of Sales						
영업이익	10.3%	10.8%	6.6%	8.7%		
세전이익	9.9%	10.8%	6.1%	8.7%		
지배순이익	6.9%	7.6%	4.3%	6.1%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 넷마블 목표주가 변경

구분	(십억원, 원, 배)
게임사업부문 가치 (A)	4,478.8
2025 년 추정 EBITDA	407.2
Target EV/EBITDA(배)	11.0
투자자산 가치 (B)	1,705.1
코웨이 (지분율 25.51%)	946.2
하이브 (지분율 9.44%)	586.1
엔씨소프트 (지분율 8.88%)	172.8
순차입금 (C)	1,009.0
총 기업가치 (십억원)	5,175
총발행주식수 (천주)	85,953
목표주가 (원)	60,000

자료: Dart, 유진투자증권

주: 투자자산 가치 할인율 40% 적용,

도표 5. 나혼렙 매출 순위 (플레이스토어)

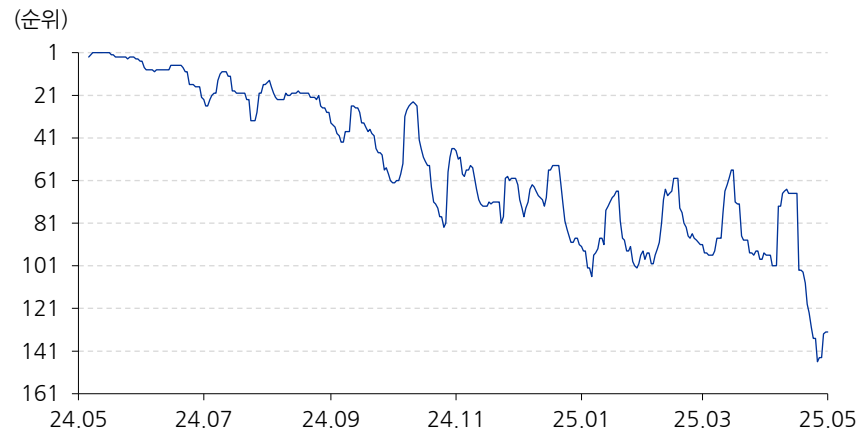


도표 6. RF 온라인 넥스트 매출 순위 (플레이스토어)

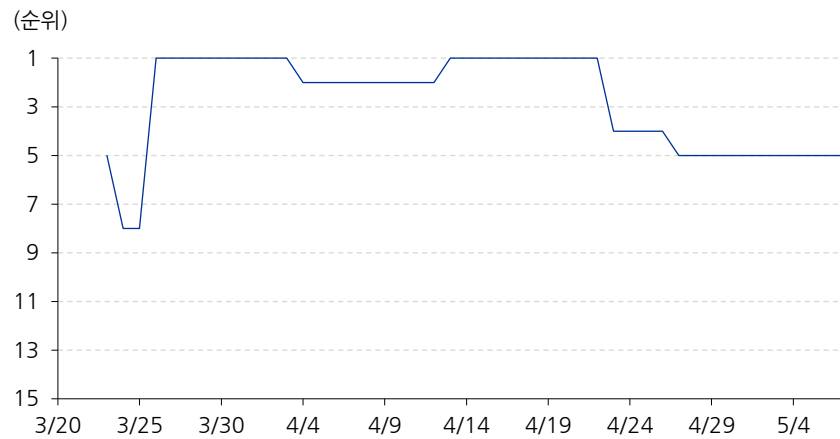
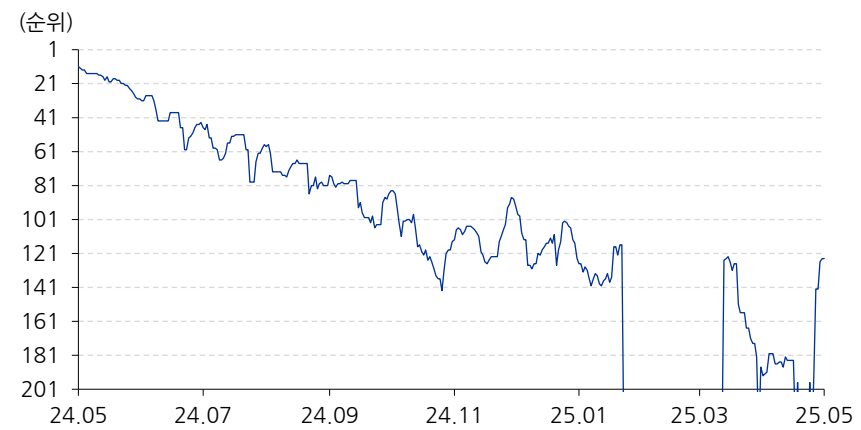


도표 7. 레이븐 2 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 아스달 연대기 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 9. 넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
3/20	RF 온라인 넥스트	넷마블엔투	국내	MMORPG	모바일/PC
5/15	세븐나이츠 리버스	넷마블넥스스	글로벌	턴제 RPG	모바일/PC
5/21	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블네오	글로벌	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC
2Q25	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	글로벌	수집형 AFK RPG	모바일
2H25	뱀피르	넷마블네오	국내	MMORPG	모바일/PC
	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
	나 혼자만 레벨업: ARISE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG	콘솔/PC
	프로젝트 SOL	알트나인	글로벌	MMORPG	모바일/PC
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 10. 세븐나이츠 리버스(5/15 출시 예정)



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 11. 왕좌의 게임: 킹스로드(5/21 출시 예정)



자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	7,315	7,521	7,757
유동자산	997	906	408	725	948
현금성자산	578	499	(28)	280	484
매출채권	215	272	299	307	324
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	6,907	6,796	6,809
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,618	3,765
유형자산	336	344	249	79	25
기타	3,596	3,229	3,181	3,099	3,020
부채총계	3,314	2,837	2,701	2,720	2,744
유동부채	2,294	1,906	973	980	993
매입채무	213	172	166	170	180
유동성이자부채	1,783	1,456	527	527	527
기타	298	278	280	283	286
비유동부채	1,020	931	1,728	1,739	1,751
비유동이자부채	795	646	1,435	1,435	1,435
기타	225	286	293	304	316
자본총계	5,622	5,079	4,614	4,801	5,013
지배지분	5,461	4,980	4,540	4,727	4,940
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,904	3,904	3,904
이익잉여금	1,378	1,128	1,106	1,293	1,505
기타	177	(58)	(478)	(478)	(478)
비지배지분	161	100	74	74	74
자본총계	5,622	5,079	4,614	4,801	5,013
총차입금	2,577	2,102	1,963	1,963	1,963
순차입금	1,999	1,603	1,990	1,683	1,479

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	(422)	423	340
당기순이익	(886)	(304)	(41)	207	230
자산상각비	232	185	231	297	177
기타비현금성손익	855	255	(944)	(219)	(170)
운전자본증감	(73)	(121)	(128)	(2)	(6)
매출채권감소(증가)	12	(80)	(30)	(8)	(17)
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	4	4	10
기타	(78)	(26)	(101)	1	1
투자현금	(40)	525	72	(120)	(141)
단기투자자산감소	126	32	(46)	(5)	(5)
장기투자증권감소	0	518	201	(49)	(69)
설비투자	39	36	13	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(82)	13	24	(44)	(44)
재무현금	(549)	(540)	(232)	0	0
차입금증가	(443)	(493)	(225)	0	0
자본증가	(52)	(2)	(0)	0	0
배당금지급	52	2	0	0	0
현금 증감	(851)	(73)	(569)	303	199
기초현금	1,354	503	430	(139)	165
기말현금	503	430	(139)	165	364
Gross Cash flow	201	136	(241)	425	346
Gross Investment	239	(372)	10	117	142
Free Cash Flow	(38)	508	(250)	308	204

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,694	2,815
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	1.1	4.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,694	2,815
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,417	2,511
기타영업손익	18	(8)	(5)	(1)	4
영업이익	(109)	(68)	216	277	304
증가율(%)	적전	적지	흑전	28.6	9.8
EBITDA	124	117	447	574	481
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	282.2	28.4	(16.1)
영업외손익	(833)	(90)	(187)	(12)	0
이자수익	24	29	25	16	16
이자비용	113	147	107	82	82
지분법손익	79	423	242	70	55
기타영업손익	(823)	(396)	(346)	(16)	11
세전순이익	(941)	(159)	28	266	304
증가율(%)	적전	적지	흑전	835.0	14.6
법인세비용	(55)	145	69	58	75
당기순이익	(886)	(304)	(41)	207	230
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	10.9
지배주주지분	(819)	(256)	(17)	187	213
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	13.7
비지배지분	(67)	(48)	(23)	20	17
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	(203)	2,176	2,474
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	13.7
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	(203)	2,176	2,474
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	13.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	(203)	2,176	2,474
BPS	63,533	57,933	52,819	54,995	57,469
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	20.7	18.2
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	58.1	56.4	13.1	9.7	11.1
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	25.8	36.6	n/a	9.1	11.2
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	10.3	10.8
EBITDA이익율	4.6	4.7	16.8	21.3	17.1
순이익율	(33.2)	(12.1)	(1.5)	7.7	8.2
ROE	(14.6)	(4.9)	(0.4)	4.0	4.4
ROIC	(2.0)	(1.3)	(8.4)	6.1	6.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	31.6	43.1	35.0	29.5
유동비율	43.5	47.5	41.9	74.0	95.5
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	3.4	3.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	11.9	10.3	9.3	8.9	8.9
재고자산회전율	786.3	900.4	1,075.0	1,190.1	1,193.9
매입채무회전율	12.1	13.0	15.8	16.1	16.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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 저작물로서 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

