

넷마블 (251270)

신작 흥행도 중요하지만,

투자의견	HOLD (유지)
목표주가	46,000 원 (하향)
현재주가	41,650 원 (04/04)
시가총액	3,580 (십억원)

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

- 1분기 매출액 6,040억원(+3%yoy), 영업이익 315억원(+753%yoy)으로 컨센서스(300억원) 소폭 상회할 전망
- 지난해 실적 성장에 크게 기여했던 나혼렘은 3분기(약 840억원), 4분기(약 390억원) 이어진 매출 하락세가 1분기에도 지속됨. 4분기 10주년 이벤트로 반등했던 마블COC 매출 또한 1분기 하향될 전망. 다만, 3/20일 출시된 신작 MMORPG 'RF 온라인 넥스트'가 출시 직후 앱스토어, 플레이스토어에서 각각 2일, 6일만에 일 매출 1위 자리에 오른 점을 감안하면 짧은 기간에도 유의미한 매출 기여 효과는 있을 것
- 비용에서는 인건비, 마케팅비 통제 기조가 이어지는 와중에 감가상각비의 경우 지난해 4분기 영업외에서 무형자산 손상차손 반영으로 올해 매분기 절감 효과 있을 것
- 지난해 출시된 나혼렘이 출시 초기 글로벌에서 크게 흥행했음에도 이후 매출이 빠르게 하향되면서 4분기에는 MCOC와 스피엑스 3종에 매출이 밀리는 등 IP 매출 장기화에는 실패한 모습을 보였음. 올해 넷마블은 다수의 신작 라인업(상반기 4종, 하반기 4종) 중 매출 흥행뿐만 아니라 중장기적으로 안정적인 매출 발생 가능한 IP 확보 여부가 주가 반등에 중요한 요소로 작용할 것
- 넷마블의 목표주가를 기존 5.8만원에서 4.6만원으로 하향함. 이는 신작 매출 감소로 MCOC 및 스피엑스 매출 비중 상승으로 인해 불투명해진 성장성을 반영해 타겟 EV/EBTIDA를 하향한 데 기인함

주가(원,04/04)	41,650		
시가총액(십억원)	3,580		
발행주식수	85,954천주		
52주 최고가	72,400원		
최저가	38,450원		
52주 일간 Beta	0.97		
3개월 일평균거래대금	81억원		
외국인 지분율	0.0%		
배당수익률(2024P)	0.0%		
주주구성			
방준혁 (외 15인)	58.6%		
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	6.5	-25.9	-20.3
절대기준	4.0	-30.0	-30.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	46,000	58,000	▼
영업이익(25)	169	120	▲
영업이익(26)	232	133	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E
매출액	2,673	2,502	2,664	2,547
영업이익	-109	-68	216	169
세전손익	-941	-159	76	156
당기순이익	-886	-304	3	121
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	1,274
증감률(%)	적전	적지	흑전	327.1
PER(배)	na	na	139.6	32.7
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	2.1
PBR(배)	1.0	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	12.4	14.3

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	604.0	661.8	630.7	650.9	2,663.8	2,547.4
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	3.2%	-15.4%	-2.6%	0.3%	6.5%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1	542.2	599.1	553.0	611.9	579.0	599.9	2,454.4	2,343.8
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	572.5	612.5	587.4	606.2	2,448.2	2,378.6
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.6%	-8.7%	1.0%	-1.2%	-4.8%	-2.8%
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	213.2	230.3	222.0	223.9	946.9	889.4
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	178.6	179.5	179.6	181.7	720.0	719.4
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	106.7	125.6	108.9	120.6	470.3	461.8
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	35.1	35.6	35.4	35.0	154.4	141.1
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	38.9	41.5	41.5	45.0	156.6	166.9
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	31.5	49.3	43.3	44.7	215.6	168.8
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.1%	752.6%	-55.7%	-33.9%	26.9%	흑자전환	-21.7%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	5.2%	7.4%	6.9%	6.9%	8.1%	6.6%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	5.1	-6.0	-6.1	-6.0	-139.3	-13.0
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	36.6	43.3	37.2	38.7	76.3	155.8
지배순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	25.7	30.7	26.2	26.9	25.6	109.5
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-81.9%	16.9%	흑자전환	흑자전환	327.1%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E
매출액	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,547.4
영업이익	-108.7	-68.5	215.6	168.8
세전이익	-941.5	-158.6	76.3	155.8
지배순이익	-819.2	-255.7	25.6	109.5
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	1,274
PER(배)	na	na	139.6	32.7
OPM(%)	-4.1%	-2.7%	8.1%	6.6%
NPM(%)	-30.6%	-10.2%	1.0%	4.3%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,547	2,662	2,571	2,661	-0.9%	0.0%
영업이익	169	232	120	133	40.8%	74.4%
세전이익	156	232	102	133	52.9%	74.4%
지배순이익	109	162	71	93	53.5%	74.2%
% of Sales						
영업이익	6.6%	8.7%	4.7%	5.0%		
세전이익	6.1%	8.7%	4.0%	5.0%		
지배순이익	4.3%	6.1%	2.8%	3.5%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 넷마블 목표주가 변경

구분	(십억원, 원, 배)
게임사업부문 가치 (A)	3,409
2025년 추정 EBITDA	309.9
Target EV/EBITDA(배)	11.0
투자자산 가치 (B)	1,579
코웨이 (지분율 25.51%)	856.2
하이브 (지분율 9.44%)	544.1
엔씨소프트 (지분율 8.88%)	179.1
순차입금 (C)	1,009.0
총 기업가치 (십억원)	3,979
총발행주식수 (천주)	85,953
목표주가 (원)	46,000

자료: Dart, 유진투자증권

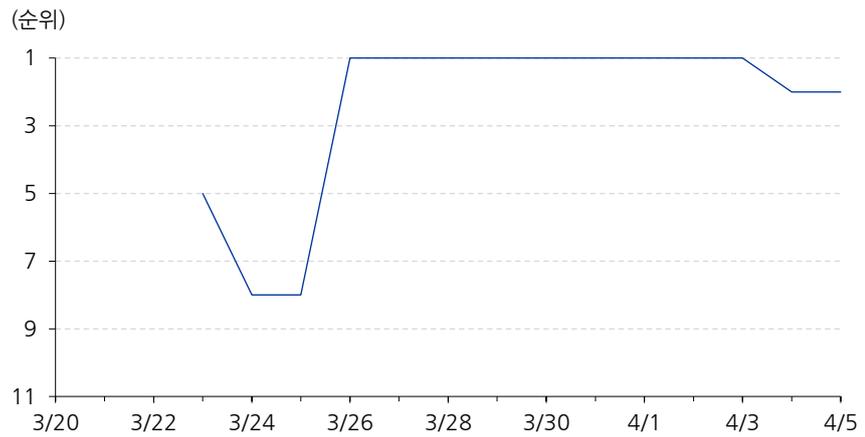
주: 투자자산 가치 할인을 40% 적용,

도표 5. 나혼렙 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. RF 온라인 넥스트 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 7. 레이븐 2 매출 순위 (플레이스토어)



도표 8. 아스달 연대기 매출 순위 (플레이스토어)

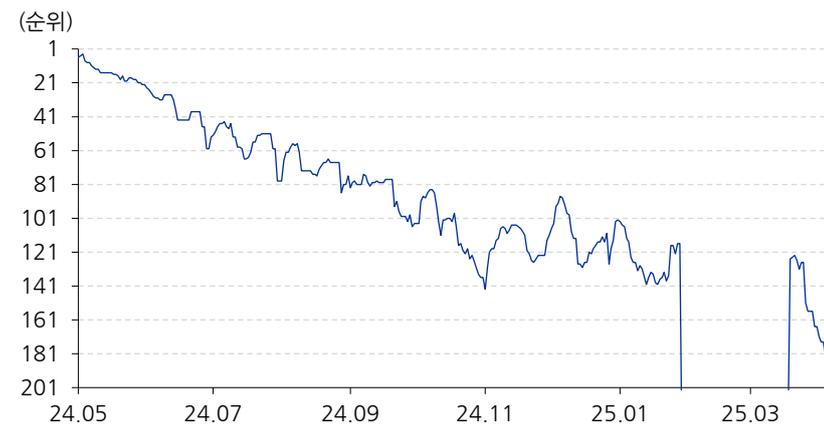


도표 9. 넷마블 신작 출시 일정

출시	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
3/20	RF 온라인 넥스트	넷마블엔투	국내	MMORPG	모바일/PC
2Q25	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	글로벌	수집형 AFK RPG	모바일
	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블네오	글로벌	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC
	세븐나이츠 리버스	넷마블넥서스	글로벌	턴제 RPG	모바일/PC
2H25	The RED: 피의 계승자	넷마블네오	국내	MMORPG	모바일/PC
	문갈: 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

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	7,890	8,073
유동자산	997	906	1,115	790	905
현금성자산	578	499	684	379	486
매출채권	215	272	295	274	280
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	7,062	7,100	7,169
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,618	3,765
유형자산	336	344	340	296	276
기타	3,596	3,229	3,245	3,185	3,128
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,624	2,645
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,258	1,267
매입채무	213	265	344	250	255
유동성이자부채	1,783	1,398	636	636	636
기타	298	278	368	372	375
비유동부채	1,020	897	1,355	1,366	1,378
비유동이자부채	795	443	1,057	1,057	1,057
기타	225	454	298	310	322
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,266	5,428
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,208	5,370
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,255	1,417
기타	177	792	1,207	890	890
비지배지분	161	100	58	58	58
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,266	5,428
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,693	1,693
순차입금	1,999	1,342	1,009	1,314	1,207

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	(624)	268
당기순이익	(886)	(304)	3	121	175
자산상각비	232	185	154	173	148
기타비현금성손익	855	255	(305)	(988)	(166)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	(71)	2
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	21	(6)
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	(94)	6
기타	(78)	(26)	(19)	2	2
투자현금	(40)	466	37	(145)	(166)
단기투자자산감소	126	32	(37)	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	518	229	(48)	(68)
설비투자	39	36	17	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(82)	13	21	(69)	(69)
재무현금	(549)	(481)	(221)	460	0
차입금증가	(443)	(493)	(203)	0	0
자본증가	(52)	(2)	0	460	0
배당금지급	52	2	0	0	0
현금 증감	(851)	(73)	148	(309)	103
기초현금	1,354	503	430	578	269
기말현금	503	430	578	269	371
Gross Cash flow	201	136	385	(553)	267
Gross Investment	239	(312)	(39)	211	160
Free Cash Flow	(38)	449	424	(765)	107

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,547	2,662
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	(4.4)	4.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,547	2,662
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,379	2,430
기타영업손익	18	(8)	(5)	(3)	2
영업이익	(109)	(68)	216	169	232
증가율(%)	적전	적지	흑전	(21.7)	37.4
EBITDA	124	117	370	341	380
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	(7.7)	11.2
영업외손익	(833)	(90)	(139)	(13)	0
이자수익	24	29	25	16	16
이자비용	113	147	107	82	82
지분법손익	79	423	244	70	55
기타영업외손익	(823)	(396)	(300)	(17)	11
세전순이익	(941)	(159)	76	156	232
증가율(%)	적전	적지	흑전	104.2	48.9
법인세비용	(55)	145	73	34	57
당기순이익	(886)	(304)	3	121	175
증가율(%)	적전	적지	흑전	3,677.7	44.1
지배주주지분	(819)	(256)	26	109	162
증가율(%)	적전	적지	흑전	327.1	47.9
비지배지분	(67)	(48)	(22)	12	13
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	1,274	1,884
증가율(%)	적전	적지	흑전	327.1	47.9
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	1,274	1,884
증가율(%)	적전	적지	흑전	327.1	47.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	1,274	1,884
BPS	63,533	57,933	63,011	60,596	62,480
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	139.6	32.7	22.1
PBR	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	58.1	54.2	12.4	14.3	12.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	25.8	36.6	9.3	n/a	13.4
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	6.6	8.7
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	13.4	14.3
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	4.8	6.6
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	2.1	3.1
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	3.7	5.0
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	24.9	22.2
유동비율	43.5	46.7	82.7	62.8	71.4
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	2.1	2.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	11.9	10.3	9.4	9.0	9.6
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,198.4	1,234.5
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	8.6	10.5

Compliance Notice

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

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

(2025.03.31 기준)

