

2025. 7. 18



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 60,000 원**현재주가 (7.17)** 60,000 원**상승여력** 0.0%

KOSPI 3,192.29pt

시가총액 51,572억원

발행주식수 8,595만주

유동주식비율 36.69%

외국인비중 25.51%

52주 최고/최저가 69,400원/37,500원

평균거래대금 123.0억원

주요주주(%)

방준혁 외 12 인 24.33

HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52

CJ ENM 16.78

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 5.3 27.7 -1.0

상대주가 -2.7 0.9 -11.8

주가그래프**넷마블 251270****아는 맛의 무서움을 보여준 2분기**

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 893억원으로 높아진 시장 기대치도 웃돌 것
- ✓ 국내 모바일 RPG에 신작 집중되었기 때문. <뱀피르>도 유사 효과 기대
- ✓ 다만 글로벌에서 가장 부진한 모바일 RPG와 소셜 카지노에 집중된 포트폴리오는 밸류에이션 디레이팅에서 벗어나기 어려워
- ✓ 실적 개선을 반영한 주가. 추가 상승 위해서는 글로벌 성과 가져올 신작 필요

국내 집중된 신작 출시로 극강의 마케팅 효율 보여줄 2분기

2분기 넷마블의 연결 매출 및 영업이익은 각각 7,143억원(-8.7% YoY)과 893억원(-19.7% YoY)으로 상향된 시장 추정치를 웃도는 실적을 예상한다. 지난 5월 출시된 <세븐나이즈 리버스>와 3월 말 출시된 <RF 온라인 넥스트>가 기여했다. 메가 IP인 <왕자의 게임: 킹스로드>는 안착에 실패했다. 2분기 주요 성과를 가져온 신작이 모두 한국에 국한되게 출시되어 극강의 마케팅 효율이 예상된다.

모바일 RPG에 신작이 집중되고 마케팅 채널이 가장 잘 갖춰진 국내 출시에 집중되며 높은 2분기 성과를 이루었다. 하반기 주요 작품 중 <뱀피르> 또한 유사한 기여가 예상되어 관련 실적을 상향하였다. 2023년 4개, 2024년 5개 신작을 출시한 동사는 올해 상반기 3개에 이어 하반기 추가 3개의 신작을 가정했다. 글로벌 CBT가 아직 이루어지지 않았던 <일곱개의 대죄: Origin>은 2026년으로 예상했다.

국내 게임 업체에게 가장 쉬운 길, 좋은 실적 가져오나 밸류는 하락

과거 대비 높은 신작 타율은 긍정적으로 평가된다. 그러나 그 성과가 국내에 한정된 점은 다소 아쉽다. 동사는 글로벌에서 가장 부진한 1) 모바일 RPG와 2) 소셜 카지노에 집중되어 있어 실적 개선 대비 주가 상승이 더딜 것으로 판단한다. 당사는 글로벌 PC/콘솔로의 시도가 동반되어야 밸류에이션 디레이팅에서 벗어날 수 있다고 판단한다. 다만 최근 상법 개정으로 인해 넷마블네오의 상장 가능성이 낮아진 점은 투자자 부담을 경감시킨다. 실적 추정 상향을 반영하여 적정주가를 6만원으로 상향한다. 밸류에이션 톨(해당년도 지배 EPS에 10% 할인)은 기존 방식을 유지한다. 매년 더 많은 신작을 출시하며 동사의 실적은 개선되고 있다. 그러나 신작 출시 증가에 결국 한계가 오고, 모바일/국내 집중되는 실적은 투자 매력 우위를 점하기 어렵게 한다. 글로벌 성과를 가져오는 신작이 매력을 높일 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	-68.8	57,933	-19.5	1.0	54.9	-4.9	55.9
2024	2,663.8	215.6	25.6	298	-110.0	63,011	173.3	0.8	14.9	0.5	49.4
2025E	2,642.4	238.0	54.3	632	111.9	66,881	94.9	0.9	15.4	1.0	51.2
2026E	2,615.4	161.2	-13.7	-159	-125.2	64,443	-376.9	0.9	21.0	-0.2	51.5
2027E	2,470.8	179.8	17.2	201	-225.9	58,764	299.3	1.0	20.8	0.3	42.7

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	714.3	782.1	-8.7	623.9	14.5	666.2	7.2	701.4	1.8
영업이익	89.3	111.2	-19.7	49.7	79.6	11.3	690.0	69.4	28.6
세전이익	122.5	217.4	-43.6	97.6	25.6	11.6	956.0	73.6	66.3
지배주주 순이익	109.1	169.5	-35.6	75.6	44.3	3.2	3309.2	61.6	77.2
영업이익률(%)	12.5	14.2		8.0		1.7		9.9	
세전이익률(%)	17.1	27.8		15.6		1.7		10.5	
순이익률(%)	15.3	21.7		12.1		0.5		8.8	

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,642.4	2,663.8	-0.8	2,646.5	-0.2	2,795.5	-5.5
영업이익	238.0	215.6	10.4	91.2	161.0	275.7	-13.7
세전이익	136.3	76.3	78.6	38.5	253.9	321.8	-57.7
지배주주 순이익	54.3	25.6	111.9	-52.9	N/A	223.6	-75.7
영업이익률(%)	9.0	8.1		3.4		9.9	
세전이익률(%)	5.2	2.9		1.5		11.5	
순이익률(%)	2.1	1.0		-2.0		8.0	

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 29% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 14% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 넷마블 지역별 매출 비중(소셜 카지노/그 외 구분)

	2020	2021	2022	2023	2024
합계	2,484.8	2,506.9	2,673.4	2,502.1	2,663.8
한국	692	663	421	421	546
북미/유럽 (소셜카지노 제외)	690	1,046	898	720	763
아시아	484	512	453	400	407
기타	148	119	154	176	180
스핀엑스(소셜카지노)		167	746	785	767
3중		139	641	639	607
3중 외		28	105	146	160
YoY		1%	7%	-6%	6%
한국		-4%	-36%	0%	30%
북미/유럽 (소셜카지노 제외)		52%	-14%	-20%	6%
아시아		6%	-11%	-12%	2%
기타		-20%	29%	14%	2%
스핀엑스(소셜카지노)				5%	-2%
3중				0%	-5%
3중 외				38%	10%
비중					
한국	28%	26%	16%	17%	21%
북미/유럽 (소셜카지노 제외)	28%	42%	34%	29%	29%
아시아	19%	20%	17%	16%	15%
기타	6%	5%	6%	7%	7%
스핀엑스(소셜카지노)		7%	28%	31%	29%

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표4 넷마블 장르별 매출 비중

	2020	2021	2022	2023	2024
RPG	1,587	1,495	1,170	1,115	1,396
캐주얼	626	560	523	352	286
소셜카지노 (4Q21 인수)		167	746	785	767
용역 등 기타매출	272.3	285.1	233.7	250.5	215.0
합계	2,484.8	2,506.9	2,673.4	2,502.1	2,663.8
YoY					
RPG		-6%	-22%	-5%	25%
캐주얼		-10%	-7%	-33%	-19%
소셜카지노			348%	5%	-2%
용역 등 기타매출		5%	-18%	7%	-14%
Total		1%	7%	-6%	6%
비중					
RPG	64%	60%	44%	45%	52%
캐주얼	25%	22%	20%	14%	11%
소셜카지노	0%	7%	28%	31%	29%
용역 등 기타매출	11%	11%	9%	10%	8%

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표5 넷마블 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.04.19	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
23.07.26	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
23.08.09	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (79.71%)	자회사개발
23.09.06	세븐나이트 키우기	모바일	넷마블넥스(99.93%)	자회사개발
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (79.71%)	자회사개발
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
24.08.13	일곱개의 대죄 키우기	모바일	넷마블에프앤씨 (79.71%)	자회사개발
24.11.20	레이븐2 대만/홍콩/마카오	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
24.11.27	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카뎀, 구로발게임즈 (100%)	자회사개발
25.03.20	RF 온라인 넥스트(한국)	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
25.05.15	세븐나이트 리버스(한국)	PC, 모바일	넷마블넥스(99.93%)	자회사개발
25.05.21	왕좌의 게임: 킹스로드(서구권)	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
3Q25	뱀피르(한국)	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
2H25	킹 오브 파이터 AFK(글로벌)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
4Q25	몬칼: 스타 다이브	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
2H25	나 혼자만 레벨업: 오버드라이브	PC(스팀), 콘솔	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
2026 이후	프로젝트 SOL	PC, 모바일	알트나인	자회사개발
	일곱개의 대죄: Origin	PC, 모바일, 콘솔	넷마블에프앤씨 (79.71%)	자회사개발
	스톤에이지: 펫월드	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
	프로젝트 EVILBANE	미정	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
	나 혼자만 레벨업: 카르마	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발

자료: 상기 출시 일정은 넷마블의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

표6 넷마블네오 2021-2024 실적

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업수익	138.9	94.0	55.3	121.0
영업비용	64.7	69.6	58.9	74.2
인건비	51.7	57.6	48.3	61.2
주식보상비용	0.4	0.2	0.1	0.6
지급수수료	5.4	5.8	4.2	5.9
광고선전비	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.1	6.0	6.3	6.4
영업이익	74.2	24.4	-3.6	46.8
영업외수익	1.7	1.5	4.2	2.7
영업외비용	0.4	0.7	0.7	2.0
세전이익	75.5	25.1	-0.1	47.6
당기순이익	60.5	19.7	1.8	36.7

자료: 넷마블네오, 메리츠증권 리서치센터

표7 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	714.3	649.8	654.5	2,502.1	2,663.8	2,642.4	2,615.4
모바일게임	522.9	736.9	599.7	599.8	575.6	667.5	599.3	601.9	2,256.1	2,459.3	2,444.3	2,417.9
기타	62.5	45.2	47.6	49.2	48.3	46.7	50.5	52.6	245.9	204.5	198.2	197.5
% YoY												
매출	-2.9	29.6	2.7	-2.5	6.6	-8.7	0.4	0.8	-6.4	6.5	-0.8	-1.0
모바일게임	-3.8	33.5	4.5	2.3	10.1	-9.4	-0.1	0.3	-9.4	9.0	-0.6	-1.1
기타	5.9	-12.1	-15.7	-37.7	-22.8	3.4	6.1	7.0	33.2	-16.8	-3.1	-0.3
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	625.0	577.4	627.9	2,570.5	2,448.2	2,404.5	2,454.3
% to sales	99.4	85.8	89.9	94.6	92.0	87.5	88.8	95.9	102.7	91.9	91.0	93.8
% YoY	-7.8	4.7	-10.8	-5.1	-1.3	-6.8	-0.8	2.3	-7.6	-4.8	-1.8	2.1
지급수수료	248.5	290.3	248.8	264.2	243.6	276.6	248.8	287.3	1,099.3	1,051.7	1,056.3	1,102.2
인건비	178.3	181.1	179.0	178.5	171.8	180.2	173.4	174.8	743.0	716.8	700.2	703.7
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	114.2	122.3	109.3	118.4	486.8	470.3	464.2	481.3
감가상각비	39.0	39.8	37.3	38.2	31.9	31.9	30.5	30.5	185.4	154.4	124.8	110.1
기타	14.4	16.0	12.2	12.4	12.7	14.0	15.4	16.9	56.0	55.0	59.0	57.0
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	89.3	72.5	26.6	-68.5	215.6	238.0	161.1
% YoY	흑전	흑전	흑전	87.0	1,246.1	-19.7	10.6	-24.6	적지	흑전	10.4	-32.3
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	12.5	11.2	4.1	-2.7	8.1	9.0	6.2
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	122.5	-33.0	-50.8	-158.6	76.3	136.3	37.0
% YoY	흑전	흑전	흑전	적지	11,136.7	-43.6	적전	적지	적지	흑전	78.6	-72.9
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	109.1	-52.7	-77.6	-255.7	25.6	54.3	-13.7
% YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-35.6	적전	적지	적지	흑전	111.9	적전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,642.4	2,615.4	2,470.8
매출액증가율(%)	-6.4	6.5	-0.8	-1.0	-5.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,642.4	2,615.4	2,470.8
판매관리비	2,570.5	2,448.2	2,404.5	2,454.3	2,291.0
영업이익	-68.5	215.6	238.0	161.2	179.8
영업이익률(%)	-2.7	8.1	9.0	6.2	7.3
금융손익	-188.8	-115.4	-35.5	-113.7	-126.6
종속/관계기업손익	112.9	108.7	121.9	128.0	134.4
기타영업외손익	-14.2	-132.7	-89.3	-138.4	-91.8
세전계속사업이익	-158.6	76.3	136.3	37.0	95.8
법인세비용	145.3	73.1	90.3	59.0	152.7
당기순이익	-303.9	3.2	46.0	-22.0	-57.0
지배주주지분 손이익	-255.7	25.6	54.3	-13.7	17.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-98.1	287.7	379.9	79.9	5.3
당기순이익(손실)	-303.9	3.2	46.0	-22.0	-57.0
유형자산상각비	56.5	53.5	47.0	40.4	33.8
무형자산상각비	128.9	100.9	77.7	69.7	61.7
운전자본의 증감	-121.0	-34.8	209.1	-8.2	-33.2
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	-88.5	-23.5	421.9
유형자산의증가(CAPEX)	-36.2	-17.3	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	676.6	189.4	19.6	24.9	333.0
재무활동 현금흐름	-480.9	-220.7	-165.2	-34.2	-534.2
차입금의 증감	-736.4	-148.4	-131.1	0.0	-500.0
자본의 증가	-847.5	4.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.7	147.5	126.2	22.3	-107.0
기초현금	503.0	430.3	577.9	704.0	726.3
기말현금	430.3	577.9	704.0	726.3	619.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	905.8	1,114.8	1,325.5	1,341.5	1,244.5
현금및현금성자산	430.3	577.9	704.0	726.3	619.4
매출채권	254.6	277.3	301.9	298.8	325.4
재고자산	2.7	2.1	2.1	2.1	2.0
비유동자산	7,010.1	7,062.3	6,967.9	6,882.9	6,374.5
유형자산	344.4	339.8	342.7	352.3	368.6
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,167.5	3,097.7	2,906.0
투자자산	3,008.8	2,928.1	2,908.5	2,883.7	2,550.7
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,293.3	8,224.4	7,618.9
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,455.0	1,445.3	1,134.5
매입채무	32.2	27.9	27.6	27.4	25.8
단기차입금	1,311.4	505.0	505.0	505.0	205.0
유동성장기부채	86.3	131.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	897.1	1,355.0	1,352.6	1,349.6	1,146.0
사채	0.0	399.2	399.2	399.2	199.2
장기차입금	371.6	597.9	597.9	597.9	597.9
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,807.6	2,794.9	2,280.5
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	776.9	776.9	776.9
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,478.1	1,268.6	780.4
비지배주주지분	99.5	57.8	-263.0	-109.6	287.5
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,485.7	5,429.5	5,338.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	29,109	30,991	30,743	30,428	28,746
EPS(지배주주)	-2,975	298	632	-159	201
CFPS	1,587	4,482	3,908	2,500	2,087
EBITDAPS	1,361	4,305	4,220	3,156	3,203
BPS	57,933	63,011	66,881	64,443	58,764
DPS	0	417	417	417	417
배당수익률(%)	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	-19.5	173.3	94.9	-376.9	299.3
PCR	36.6	11.5	15.4	24.0	28.7
PSR	2.0	1.7	2.0	2.0	2.1
PBR	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0
EBITDA(십억원)	117.0	370.0	362.8	271.3	275.3
EV/EBITDA	54.9	14.9	15.4	21.0	20.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.9	0.5	1.0	-0.2	0.3
EBITDA 이익률	4.7	13.9	13.7	10.4	11.1
부채비율	55.9	49.4	51.2	51.5	42.7
금융비용부담률	5.9	4.0	3.7	3.6	3.2
이자보상배율(x)	-0.5	2.0	2.4	1.7	2.3
매출채권회전율(x)	11.3	10.0	9.1	8.7	7.9
재고자산회전율(x)	900.4	1,100.6	1,252.1	1,250.7	1,221.4

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 추천 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 하시기 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

