넷마블
(251270)

나혼렙의 빈자리

투자의견
HOLD(유지)

목표주가
58,000 원(하향)

현재주가
54,200 원(11/07)

시가총액
4,659(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_ 02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 6,473억원(+2.7%yoy), 영업이익 655억원(흑전yoy) 기록. 컨센서스(608억원) 부합
- 전분기 출시된 나혼렙의 3분기 매출액은 약 840억원(일매출 9.2억원)을 기록. 2분기 나혼렙 매출액 1,560억원(일매출 30억원)과 비교해 온기 반영됐음에도 불구하고 매출이 고점대비 다소 빠르게 하향됨. 이외 2분기 신작인 레이븐2와 아스달연대기 또한 매출 하향 곡선을 그리고 있음
- 2분기 신작들의 매출이 예상보다 빠르게 감소해 이를 만회하기 위해서는 결국 또 다시 신작 흥행이 필요한 상황
- 현재 남은 신작 일정은 4분기 킹아서, 레이븐2 지역확장/25년 상반기 킹오브파이터AFK, RF온라인넥스트, 왕좌의게임:킹스로드, 세븐나이츠 리버스/25년 하반기 더레드:피의 계승자, 일곱개의대죄 오리진, 몬길: 스타다이브, 데미스리본 등이 있음
- 신작 출시 일정을 고려할 때, 내년 1분기까지 매출 감소는 불가피할 것으로 추정됨. 이에 25년 연간 추정치를 하향하고, 목표주가를 기존 6.6만원에서 5.8만원으로 하향함

주가(원, 11/7)	54,200
시가총액(십억원)	4,659
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	72,400원
최저가	44,550원
52주 일간 Beta	0.85
3개월 일평균거래대금	90억원
외국인 지분율	26.2%
배당수익률(2023F)	0.0%
주주구성	
방준혁 (외 19인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-7.6	-0.3	16.5
절대기준	-9.4	-6.6	21.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	58,000	66,000	▼
영업이익(24)	182	249	▼
영업이익(25)	120	199	▼

12 월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,673	2,502	2,635	2,571
영업이익	-109	-68	182	120
세전손익	-941	-159	259	102
당기순이익	-886	-304	172	79
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,220	828
증감률(%)	적전	na	흑전	-62.7
PER(배)	na	na	24.4	65.5
ROE(%)	-14.6	-4.9	3.9	1.5
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	58.1	56.4	13.4	16.2

자료: 유진투자증권

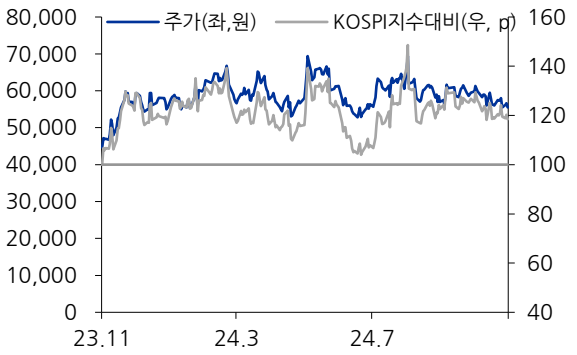
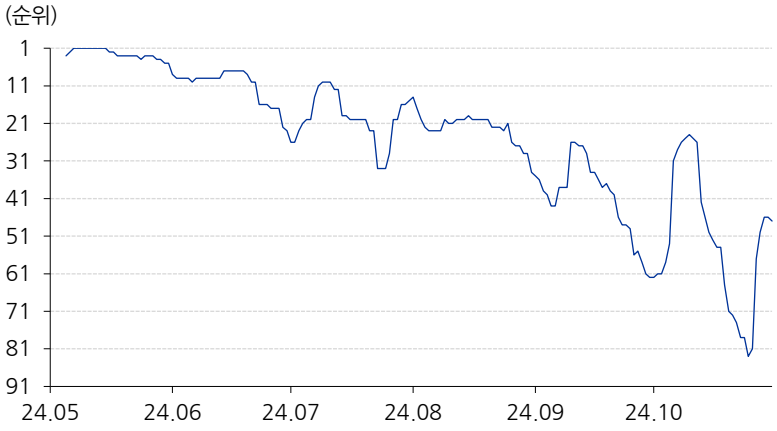


도표 1. **넷마블 연간 실적 추정치 변경**

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,635	2,571	2,779	2,746	-5.2%	-6.4%
영업이익	182	120	249	199	-26.9%	-39.7%
EBITDA	477	381	585	425	-18.5%	-10.4%
순이익	172	79	254	141	-32.2%	-43.7%
% of Sales						
영업이익	6.9%	4.7%	8.9%	7.2%		
EBITDA	18.1%	14.8%	21.0%	15.5%		
순이익	6.5%	3.1%	9.1%	5.1%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 2. **나혼렙 매출 순위(플레이스토어)**



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 3. **레이븐 2 매출 순위(플레이스토어)**

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

실적전망 및 밸류에이션

도표 4. **넷마블 실적 추이**

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	619.9	603.0	657.3	638.0	672.5	2634.7	2570.8
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-6.8%	3.0%	-16.0%	-1.4%	8.5%	5.3%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1		570.0	556.0	611.0	592.3	624.3	1883.1	2383.6
PC 게임	7.1	7.0		8.9	7.5	7.3	7.7	8.0	23.0	30.5
기타	48.0	39.0		41.0	39.5	39.0	38.0	40.2	128.0	156.7
영업비용	581.7	670.9	581.8	618.5	585.0	642.1	603.5	620.6	2452.9	2451.1
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-4.4%	0.6%	-4.3%	3.7%	0.3%	-4.6%	-0.1%
영업이익	3.7	111.2	65.5	1.3	18.0	15.2	34.5	52.0	181.7	119.7
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	-92.6%	387.2%	-86.3%	-47.3%	3886%	흑자전환	-34.1%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	0.2%	3.0%	2.3%	5.4%	7.7%	6.9%	6.0%
영업외손익	-2.8	106.1	-23.3	-2.3	10.0	-12.0	-9.0	-7.0	77.7	-18.0
세전이익	0.9	217.3	42.2	-1.0	28.0	3.2	25.5	45.0	259.4	101.7
지배순이익	-0.4	169.5	22.4	-0.7	19.7	2.3	18.0	31.2	190.8	71.2
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-98.6%	-19.8%	흑자전환	흑자전환	-62.7%

자료: 유진투자증권

도표 5. **연간 실적 추정 및 밸류에이션**

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2673.4	2501.4	2634.7	2570.8
영업이익	-108.7	-69.6	181.7	119.7
세전이익	-941.5	-172.5	259.4	101.7
지배순이익	-819.2	-266.6	190.8	71.2
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,220	828
PER(배)	na	na	24.4	65.5
OPM(%)	-4.1%	-2.8%	6.9%	4.7%
NPM(%)	-30.6%	-10.7%	7.2%	2.8%

자료: 유진투자증권

도표 6.

구분	(십억원, 원, 배)
게임사업부문 가치 (A)	**3,983**
2024 년 추정 EBITDA	274.7
Target PER(배)	14.5
투자자산 가치 (B)	**1,614**
코웨이 (지분율 25.51%)	804.6
하이브 (지분율 9.44%)	514.3
엔씨소프트 (지분율 8.88%)	295.4
순현금 (C)	**-571.8**
총 기업가치 (십억원)	**5,026**
총발행주식수 (천주)	85,953
목표주가 (원)	**58,000**

자료: Dart, 유진투자증권
주: 투자자산 가치 할인율 30% 적용,

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	10,664	8,936	7,916	7,410	7,507
유동자산	1,963	997	906	529	749
현금성자산	1,541	578	499	150	348
매출채권	233	215	272	243	264
재고자산	4	3	3	2	2
비유동자산	8,701	7,938	7,010	6,881	6,758
투자자산	4,279	4,006	3,437	3,381	3,518
유형자산	323	336	344	192	61
기타	4,099	3,596	3,229	3,308	3,179
부채총계	4,656	3,314	2,837	2,585	2,611
유동부채	3,056	2,294	1,906	899	913
매입채무	229	213	172	130	141
유동성이자부채	2,211	1,783	1,456	489	489
기타	616	298	278	280	283
비유동부채	1,600	1,020	931	1,687	1,698
비유동이자부채	1,178	795	646	1,388	1,388
기타	422	225	286	299	311
자본총계	6,008	5,622	5,079	4,825	4,896
지배지분	5,791	5,461	4,980	4,744	4,815
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,900	3,901	3,901
이익잉여금	2,235	1,378	1,128	1,314	1,385
기타	(349)	177	(58)	(480)	(480)
비지배지분	216	161	100	81	81
자본총계	6,008	5,622	5,079	4,825	4,896
총차입금	3,389	2,577	2,102	1,876	1,876
순차입금	1,848	1,999	1,603	1,726	1,528

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,507	2,673	2,502	2,635	2,571
증가율(%)	0.0	6.6	(6.4)	5.3	(2.4)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,507	2,673	2,502	2,635	2,571
판매 및 일반관리비	2,356	2,782	2,571	2,453	2,451
기타영업손익	0	18	(8)	(5)	(0)
영업이익	151	(109)	(68)	182	120
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	(34.1)
EBITDA	302	124	117	477	381
증가율(%)	0.0	(59.0)	(5.5)	307.7	(20.1)
영업외손익	200	(833)	(90)	78	(18)
이자수익	24	24	29	23	16
이자비용	36	113	147	94	72
지분법손익	209	79	423	240	70
기타영업손익	3	(823)	(396)	(91)	(32)
세전순이익	351	(941)	(159)	259	102
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	(60.8)
법인세비용	102	(55)	145	87	22
당기순이익	249	(886)	(304)	172	79
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	(53.9)
지배주주지분	240	(819)	(256)	191	71
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	(62.7)
비지배지분	9	(67)	(48)	(19)	8
EPS(원)	2,795	(9,531)	(2,975)	2,220	828
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	(62.7)
수정EPS(원)	2,795	(9,531)	(2,975)	2,220	828
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	(62.7)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	137	(408)	(98)	(279)	266
당기순이익	249	(886)	(304)	172	79
자산상각비	151	232	185	295	261
기타비현금성손익	(60)	855	255	(1,134)	(207)
운전자본증감	(116)	(73)	(121)	(86)	(8)
매출채권감소(증가)	20	12	(80)	32	(21)
재고자산감소(증가)	(0)	1	(0)	0	(0)
매입채무증가(감소)	(99)	(8)	(15)	(52)	11
기타	(36)	(78)	(26)	(66)	1
투자현금	(1,158)	(40)	525	224	(70)
단기투자자산감소	1,333	126	32	12	(2)
장기투자증권감소	(87)	0	518	205	(48)
설비투자	86	39	36	12	0
유형자산처분	1	0	0	1	0
무형자산처분	(15)	(82)	13	42	(1)
재무현금	1,099	(549)	(540)	(300)	0
차입금증가	1,283	(443)	(493)	(294)	0
자본증가	(150)	(52)	(2)	(0)	0
배당금지급	157	52	2	0	0
현금 증감	96	(851)	(73)	(334)	196
기초현금	1,257	1,354	503	430	96
기말현금	1,354	503	430	96	291
Gross Cash flow	339	201	136	(172)	274
Gross Investment	2,606	239	(372)	(126)	76
Free Cash Flow	(2,267)	(38)	508	(46)	198

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,795	(9,531)	(2,975)	2,220	828
BPS	67,379	63,533	57,933	55,194	56,022
DPS	528	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	44.7	n/a	n/a	24.4	65.5
PBR	1.9	1.0	0.9	1.0	1.0
EV/ EBITDA	41.8	58.1	53.5	13.4	16.2
배당수익율	0.4	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	31.7	25.8	34.2	n/a	17.0
수익성(%)					
영업이익율	6.0	(4.1)	(2.7)	6.9	4.7
EBITDA이익율	12.0	4.6	4.7	18.1	14.8
순이익율	9.9	(33.2)	(12.1)	6.5	3.1
ROE	4.3	(14.6)	(4.9)	3.9	1.5
ROIC	4.1	(2.0)	(1.3)	3.3	2.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	30.8	35.6	31.6	35.8	31.2
유동비율	64.2	43.5	47.5	58.9	82.1
이자보상배율	4.2	(1.0)	(0.5)	1.9	1.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	11.3	11.9	10.3	10.2	10.2
재고자산회전율	583.8	786.3	900.4	1,152.1	1,331.6
매입채무회전율	12.4	12.1	13.0	17.5	19.0

자료: 유진투자증권

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 기관투자가 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 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

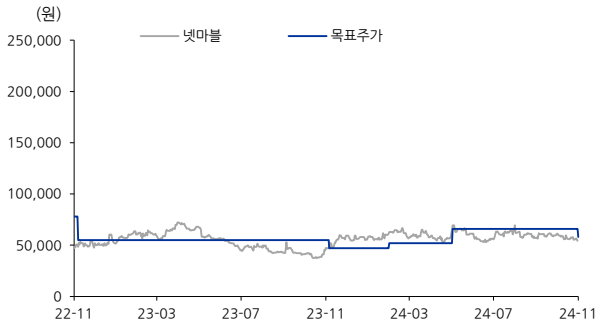
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2022-11-14	Hold	55,000	1년	-3.1	31.1
2022-11-30	Hold	55,000	1년	-2.8	31.1
2023-01-18	Hold	55,000	1년	-2.6	-32.4
2023-06-23	Hold	55,000	1년	-18.4	-3.8
2023-08-09	Hold	55,000	1년	-21.9	-3.8
2023-11-13	Hold	47,000	1년	20.4	31.3
2023-11-22	Hold	47,000	1년	22.0	15.5
2024-02-08	Hold	52,000	1년	14.9	2.1
2024-05-10	Hold	66,000	1년	-9.6	-20.0
2024-05-30	Hold	66,000	1년	-10.6	5.2
2024-08-09	Hold	66,000	1년	-10.7	-4.2
2024-11-08	Hold	58,000	1년		

넷마블(251270.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 정의훈