



넷마블 (251270)

나혼렘을 이을 신작 필요

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Hold (유지)

목표주가(하향): 49,000원

현재 주가(4/16)	41,350 원
상승여력	▲18.5%
시가총액	35,542 억원
발행주식수	85,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	69,400 / 37,500 원
90 일 일평균 거래대금	81.55 억원
외국인 지분율	25.2%
주주 구성	
방준혁 (외 15 인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.1	-15.0	-29.9	-24.7
상대수익률(KOSPI)	7.8	-11.8	-23.7	-18.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,652	2,795
영업이익	-68	216	160	195
EBITDA	117	370	346	376
지배주주순이익	-256	26	71	186
EPS	-2,975	313	862	2,267
순차입금	1,401	1,009	1,291	1,032
PER	-19.5	165.2	48.0	18.2
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	54.7	14.7	14.0	12.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.9	0.5	1.3	3.6

주가 추이



동사의 1Q25 실적은 컨센서스에 부합한 것으로 추정합니다. 하반기 예정된 신작 ‘일곱개의 오리진’ 관련 정보 공개가 주가 모멘텀이 될 것으로 예상합니다. 실적 추정치 하향으로 목표주가를 4만 9천 원으로 낮춰 제시합니다.

1Q25 실적은 영업이익 컨센서스 부합 추정

동사의 1Q25 실적은 매출액 6,305억 원, 영업이익 296억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스에 부합한 것으로 추정된다. MCoC를 포함한 기존 게임들의 매출 감소세가 지속되었지만 2개 분기 연속 크게 빠진 나혼렘 매출은 전분기 수준에서 하향 안정화된 것으로 파악된다. 나혼렘 매출로 QoQ 4% 증가한 404억 원을 추정한다. 3월 20일 국내에 출시된 신작 RF온라인 넥스트는 양대 마켓 매출 1위를 기록 후 최근까지 구글 매출 1~2위를 유지 중이다. 영업비용은 QoQ 2% 감소하며 전반적 비용 통제 기조가 유지될 것으로 본다. 인건비와 마케팅비는 특이사항 없이 QoQ 각각 2% 감소, 4% 증가를 예상한다.

상대적으로 풍부한 신작 라인업, 유의미한 대작은 하반기

동사는 지난해 나혼렘 흥행으로 턴어라운드 성공했지만 빠르게 하향 안정화가 나타났다. 평균 이상의 히트레이쇼를 내긴하지만 초기 성과를 길게 끌고 가는 역량 입증에는 아직 부족하다는 판단이다. 하향된 기존 라인업들의 실적 레벨은 전분기 수준에서 지켜질 것으로 예상했지만, 이번 상반기에도 신작의 유의미한 기여가 없다면 실적 반등을 기대하긴 어렵다고 본다. 더 이상 기존 게임들의 매출 감소가 없다고 해도, 동사의 높은 밸류에이션을 정당화시키려면 추가 신작에 대한 정보나 흥행 기대감이 다시 붙어야 한다. 단기적인 모멘텀이 될 수 있는 것은 하반기 출시를 가정하는 ‘일곱개의 대죄: 오리진’ 관련 정보들이다.

목표주가 4만 9천 원으로 하향하고 투자의견 HOLD 유지

동사의 목표주가를 4만 9천 원으로 낮춰 제시한다. 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 5% 하향했고, 보유 지분 가치 하락을 반영했다. 피어들을 대비 밸류에이션 매력도 부족하고, 단기 모멘텀도 제한적인 점을 고려해 투자의견 hold를 유지한다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	585	782	647	649	630	649	670	703	2,673	2,502	2,664	2,652
YoY (%)	(2.9)	29.6	2.6	(2.5)	7.7	(17.0)	3.4	8.3	6.6	(6.4)	6.5	(0.5)
국내	100	188	149	110	119	122	127	133	425	423	546	502
해외	486	594	498	539	512	527	542	569	2,248	2,079	2,117	2,150
MCoC	59	70	52	77	77	69	65	62	289	270	265	274
일곱개의대죄:그랜드	41	31	26	27	27	25	26	28	180	150	131	106
나혼자만레벨업		156	84	40	40	36	34	36			280	147
영업비용	582	671	582	614	601	616	621	654	2,782	2,571	2,448	2,491
YoY (%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.1)	3.3	(8.3)	6.7	6.6	18.1	(7.6)	(4.8)	1.8
지급수수료	227	263	225	232	221	227	234	246	1,056	980	947	928
인건비	180	183	179	179	175	184	185	184	782	744	720	728
광고선전비	102	144	105	121	126	130	121	134	524	487	470	510
기타	34	42	36	45	41	36	40	49	187	174	157	166
감가상각비	39	40	37	38	38	39	40	42	232	185	154	159
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	29.6	33.6	48.9	48.3	(108.4)	(68.5)	215.6	160.4
YoY (%)	흑전	흑전	흑전	87.2	699.7	(69.8)	(25.4)	37.3	적전	적지	흑전	(25.6)
영업이익률 (%)	0.6	14.2	10.1	5.4	4.7	5.2	7.3	6.9	(4.1)	(2.7)	8.1	6.0
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	49.1	66.8	43.9	(89.1)	(906.4)	(303.9)	3.2	70.6
YoY (%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(58.8)	112.9	적지	적전	적지	흑전	2,095
순이익률 (%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	7.8	10.3	6.6	(12.7)	(33.9)	(12.1)	0.1	2.7

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 넷마블의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

게임 영업 가치	3,114	
25E EBITDA	346	
Target EV/EBITDA	9.0	국내외 peer 12mf EV/EBITDA 평균 10% 할인 적용
지분 가치	1,105	50% 할인 적용
코웨이	580	
엔씨소프트	139	
하이브	386	
적정 기업가치	4,219	
발행주식수(천주)	85,693	
적정주가(원)	49,233	
목표주가(원)	49,000	
현재주가(원)	41,700	
상승여력	17.5%	

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,664	2,652	2,795
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,652	2,795
영업이익	-109	-68	216	160	195
EBITDA	124	117	370	346	376
순이자손익	-89	-117	-83	-53	-52
외화관련손익	-123	-34	-7	0	0
지분법손익	79	423	244	197	170
세전계속사업손익	-941	-159	76	91	238
당기순이익	-886	-304	3	71	186
지배주주순이익	-819	-256	26	71	186
증가율(%)					
매출액	637.7	-6.4	6.5	-0.5	5.4
영업이익	적전	적지	흑전	-25.6	21.6
EBITDA	21.1	-5.5	216.4	-6.4	8.6
순이익	적전	적지	흑전	2,094.9	163.2
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-4.1	-2.7	8.1	6.0	7.0
EBITDA 이익률	4.6	4.7	13.9	13.1	13.5
세전이익률	-35.2	-6.3	2.9	3.4	8.5
순이익률	-33.2	-12.1	0.1	2.7	6.6

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-408	-98	288	-349	223
당기순이익	-886	-304	3	71	186
자산상각비	232	185	154	186	181
운전자본증감	-73	-121	-35	-65	14
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	0	44
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	-74	-40
투자현금흐름	-40	466	37	62	32
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-38	-40
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	-69	-69
투자자산 감소(증가)	126	32	-37	-4	-4
재무현금흐름	-549	-481	-221	0	0
차입금의 증가(감소)	-443	-540	-203	0	0
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	0	0
배당금의 지급	-52	-2	0	0	0
총현금흐름	201	136	385	-283	209
(-)운전자본증가(감소)	331	16	-205	65	-14
(-)설비투자	39	36	17	38	40
(+)자산매각	-81	13	21	-69	-69
Free Cash Flow	-250	97	593	-457	113
(-)기타투자	-212	-351	169	-174	-146
잉여현금	-38	449	424	-282	260
NOPLAT	-79	-50	9	125	152
(+) Dep	232	185	154	186	181
(-)운전자본투자	331	16	-205	65	-14
(-)Capex	39	36	17	38	40
OpFCF	-216	84	351	207	307

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	997	906	1,115	839	1,060
현금성자산	578	499	684	401	661
매출채권	215	272	295	295	252
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	7,062	7,007	6,959
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,500	3,524
유형자산	336	344	340	321	307
무형자산	3,596	3,229	3,245	3,185	3,128
자산총계	8,936	7,916	8,177	7,845	8,018
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,289	1,264
매입채무	213	265	344	270	230
유동성이자부채	1,783	1,456	636	636	636
비유동부채	1,020	897	1,355	1,366	1,378
비유동이자부채	795	443	1,057	1,057	1,057
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,655	2,643
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,216	1,402
자본조정	177	792	1,207	853	853
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,190	5,376

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-9,531	-2,975	313	862	2,267
BPS	63,533	57,933	63,011	59,709	61,870
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,343	1,587	4,482	-3,297	2,430
ROA(%)	-8.4	-3.0	0.3	0.9	2.3
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	1.3	3.6
ROIC(%)	-2.0	-1.3	0.3	3.5	4.3
Multiples(x, %)					
PER	-6.3	-19.5	165.2	48.0	18.2
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
PSR	1.9	2.0	1.7	1.3	1.3
PCR	25.8	36.6	11.5	-12.5	17.0
EV/EBITDA	58.1	54.7	14.7	14.0	12.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	58.9	55.9	49.4	51.2	49.2
Net debt/Equity	35.6	27.6	18.4	24.9	19.2
Net debt/EBITDA	1,616.3	1,197.9	272.7	372.7	274.2
유동비율	43.5	46.7	82.7	65.1	83.8
이자보상배율(배)	n/a	n/a	2.0	1.9	2.3
자산구조(%)					
투하자본	47.1	47.0	46.1	47.7	45.5
현금+투자자산	52.9	53.0	53.9	52.3	54.5
자본구조(%)					
차입금	31.4	27.2	23.6	24.6	23.9
자기자본	68.6	72.8	76.4	75.4	76.1

[Compliance Notice]

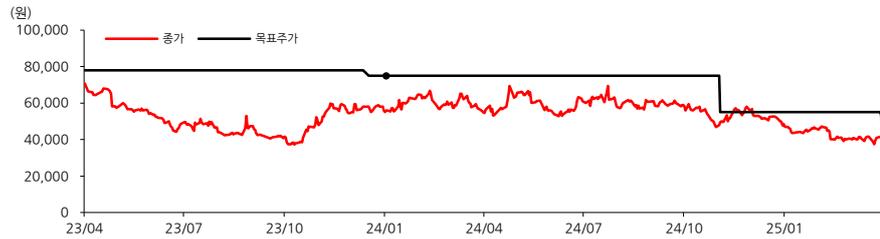
(공표일: 2025년 4월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.05.12	2023.05.23	2023.06.07	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	78,000	78,000	78,000	75,000	75,000	75,000
일시	2024.09.03	2024.10.11	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.13	2025.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	75,000	75,000	75,000	55,000	55,000	49,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	75,000	-21.18	-7.47
2024.11.19	Hold	55,000	-14.75	5.45
2025.04.17	Hold	49,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%