

넷마블 251270

이제 진짜 볼 시점

1Q25 Review: 비용통제와 견조한 매출이 만들어 낸 서프라이즈

넷마블 1Q25 실적은 매출액 6,239억원(QoQ-3.9%), 영업이익 497억원(QoQ+41.2%), 당기순이익 802억원(흑전)을 기록하며 모두 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 컨센서스 상회의 주된 이유는 견조한 매출유지와 비용통제다. 무형자산손상처리가 완료되며 영업외/영업비용에 양방향으로 영향을 미쳤다. 감가상각비는 319억원 기록하며 전분기 대비 16% 줄었고 올해 내내 이정도 수준이 예상된다. 마찬가지로 무형자산손상차손이 영업외에서 반영되지 않고 일회성 이익이 들어오며 영업외이익은 영업이익과 비슷한 479억원을 시현했다. 매출은 견조한 기존작과 RF온라인(187억 추정) 호조, 나혼렘(500억추정) QoQ반등이 돋보였다. MCOC 비수기에도 견조한 탑라인을 보여주었다. 최근 스피엑스 신작 출시된 점까지 감안하면 기존작들은 올해 하락의 기울기가 크지 않을 것으로 전망한다.

비용은 통제되고 있고, 탑라인 성장에 따른 증익 예상

영업외비용 정상화로 EPS까지 정상화된 점이 긍정적이다. 올해 내내 정상화된 EPS를 기대하며 연간 EPS는 2,754원(YoY+2,456원)을 예상한다. 이에 따른 '25년 PER배수는 16배 수준으로, 회사 과거 History나 게임주 PEER 대비 저렴한 구간이다. 영업비용도 마찬가지다. 마케팅비/인건비 등도 통제되는 기조 유지되고 있음을 1Q실적으로 확인했다. 신작출시에 따른 과다한 마케팅비 투입은 지양될 것으로 보인다. 이로써 올해 내내 통제된 비용을 예상한다. 그렇다면 매출액만 성장하면 된다. 올해 8종의 게임이 출시 대기 중이다. 장르/권역이 모두 다양해 카니발 요소가 적을 것으로 생각된다. 굶어볼 수 있는 카드가 많아 일부 게임이 소폭 기대에 미달해도 증익 가능성은 넉넉하다. 8종의 신작 중 핵심은 7대 좌 오리진이다. 글로벌적인 히트를 노려볼만한 신작으로 평가된다. 출시시점을 보수적으로 3Q→4Q로 이연반영 하지만 추정매출액은 상향한다. 또한 기타 신작과 구작의 매출추정을 소폭 상향조정 한다. 이에 기존 추정대비 영업이익을 8%상향하고, SOTP 밸류에이션을 조정해 목표주가를 64,000원으로 상향한다. 당사 게임주 차선후주로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,768	3,013
영업이익	-109	-68	216	286	359
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	10.3	11.9
세전이익	-941	-159	76	297	384
지배주주지분순이익	-819	-256	26	226	288
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	2,754	3,517
증감률(%)	적전	적지	흑전	823.2	27.7
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	4.2	5.4
PER(배)	-6.3	-19.5	173.3	16.3	12.8
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	14.7	10.8	7.9

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658

2025.05.24

매수(유지)

목표주가(상향)	64,000원
현재주가(05/08)	44,950원
상승여력	42.4%

Stock Data

KOSPI	2,579.5pt
시가총액(보통주)	3,864십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	193천주
60일 평균거래대금	8,038백만원
외국인 지분율	25.1%
52주 최고가	72,400원
52주 최저가	37,500원
주요주주	
방준혁(외 15인)	58.6%
엔씨소프트(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	16.8	6.2
3M	1.0	-1.3
6M	-15.8	-16.5

주가차트

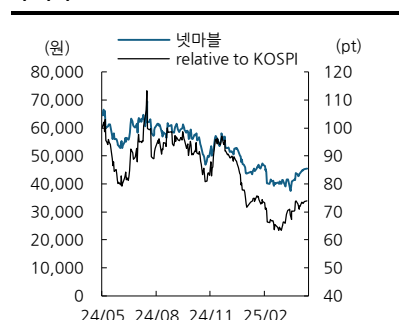


표1 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	662.3	652.9	828.5	2,502.1	2,663.8	2,767.6
MCOG	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	60.5	48.6	63.3	269.6	253.4	228.6
스핀엑스	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	144.0	142.9	147.9	649.0	604.2	584.5
나혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	49.9	37.3	33.9	59.4	-	279.5	180.6
레이븐2	-	31.3	38.8	32.5	29.0	21.3	15.0	12.8	-	102.6	78.0
RF 온라인넥스트	-	-	-	-	18.7	63.7	32.2	22.5	-	-	137.2
왕좌의게임	-	-	-	-	-	16.8	18.9	18.4	-	-	54.1
세븐나이츠리버스	-	-	-	-	-	20.7	32.2	13.8	-	-	66.7
일곱개의 대죄:오리진	-	-	-	-	-	-	-	104.0	-	-	104.0
몬걸:STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	10.0	32.2	-	-	42.2
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	600.8	601.2	705.1	2,570.6	2,448.2	2,476.6
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	230.5	227.1	285.8	980.0	946.9	945.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	176.5	180.1	181.1	744.1	720.0	725.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	125.8	124.7	164.1	486.8	470.3	495.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	37.5	39.2	44.1	174.3	156.6	170.7
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.5	30.1	29.9	185.4	154.4	139.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	61.5	51.7	123.4	(68.5)	215.6	286.3
OPM	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	9.3	7.9	14.9	-	8.1	10.3
지배순이익	(9.9)	162.3	20.6	(166.7)	75.6	36.9	30.4	82.7	(303.9)	6.3	225.6
NPM	-	20.8	3.2	(25.7)	4.0	10.1	8.8	11.0	-	0.2	8.7

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 넷마블 SOTP 밸류에이션 테이블

(십억원, X, 천주, 원)	금액	비고
1)영업가치	4,747	a)*b)
a) 12개월 fwd. EBITDA	475	
b) Target EV/EBITDA	10	게임업종 '25 EV/EBITDA 평균
2)비영업가치	710	c)+d)+e)-f)
c) 엔씨소프트 지분	169	지분율 8.88%, 40% 할인
d) 코웨이 지분	928	지분율 25.1%, 40% 할인
e) 하이브 지분	623	지분율 9.4%, 40% 할인
f) 순차입금	1,009	24년 기준
적정 기업가치	5,457	1)+2)
유통주식수	85,953	
목표주가	64,000	적정주가 63,491 에서 백단위절상
현재주가	44,950	5/8 기준
Upside	42%	5/8 기준

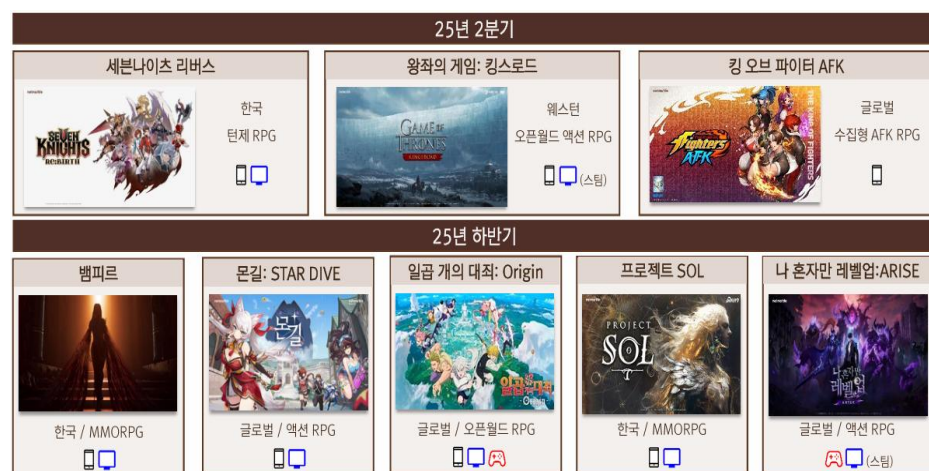
자료: 회사자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 넷마블 1Q25P 실적 Review

(십억원, %)	1Q25P	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	624	649	585	(3.9)	6.7	607	2.8	593	5.2
영업이익	50	35	4	43	1,150	30	66.7	31	61.3
OPM	8.0	5.4	0.7	3.6	7.3	4.9	3.1	5.2	2.8
지배순이익	76	-166	0			27	181	20	2.8
NPM	12.2					4.4	7.7	3.4	8.8

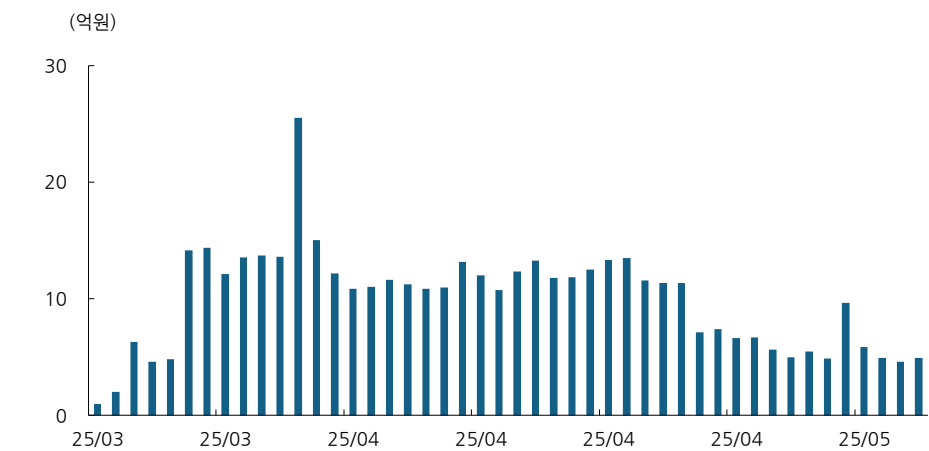
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 넷마블 출시예정 신작



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

그림2 RF온라인 매출추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

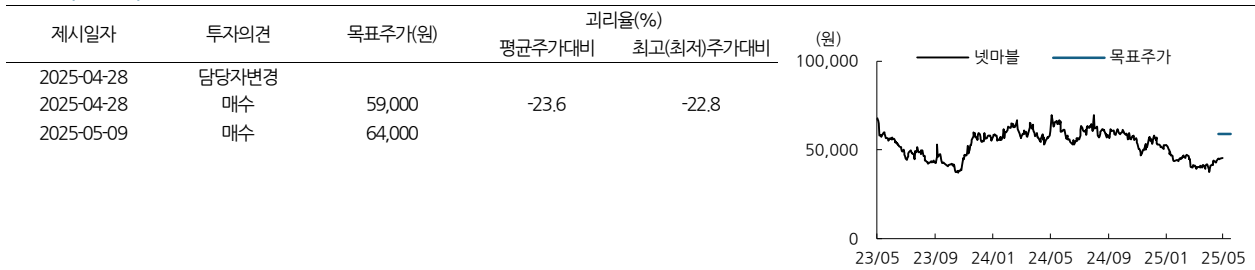
[넷마블 251270]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,115	1,117	1,418	매출액	2,673	2,502	2,664	2,768	3,013
현금 및 현금성자산	503	430	578	472	726	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	215	272	295	348	383	매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,768	3,013
재고자산	3	3	2	3	3	판매비 및 관리비	2,782	2,571	2,448	2,481	2,654
기타	276	201	240	294	306	영업이익	-109	-68	216	286	359
비유동자산	7,938	7,010	7,062	7,453	7,496	(EBITDA)	124	117	370	475	553
관계기업투자등	3,541	2,996	2,918	3,036	3,160	금융손익	-211	-151	-90	-64	-51
유형자산	336	344	340	621	548	이자비용	113	147	107	93	81
무형자산	3,596	3,229	3,245	3,213	3,183	관계기업등 투자손익	79	423	244	64	64
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,571	8,914	기타영업외손익	-701	-362	-293	11	12
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,749	1,616	세전계속사업이익	-941	-159	76	297	384
매입채무 및 기타채무	213	265	344	499	549	계속사업법인세비용	-55	145	73	59	81
단기금융부채	1,783	1,398	636	836	636	계속사업이익	-886	-304	3	238	303
기타유동부채	298	278	368	414	431	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,020	897	1,355	1,562	1,784	당기순이익	-886	-304	3	238	303
장기금융부채	795	443	1,057	1,057	757	지배주주	-819	-256	26	226	288
기타비유동부채	225	454	298	505	1,027	총포괄이익	-894	-584	358	238	303
부채총계	3,314	2,837	2,703	3,311	3,400	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,461	4,980	5,416	5,202	5,456	영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	10.3	11.9
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	4.6	4.7	13.9	17.2	18.3
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,055	3,055	당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.1	8.6	10.1
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,337	1,591	ROA (%)	-8.4	-3.0	0.3	2.7	3.3
비지배주주지분(연결)	161	100	58	58	58	ROE (%)	-14.6	-4.9	0.5	4.2	5.4
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,260	5,514	ROIC (%)	-2.0	-1.3	0.3	6.5	8.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	288	489	743	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-886	-304	3	238	303	P/E	-6.3	-19.5	173.3	16.3	12.8
비현금수익비용가감	1,088	440	382	109	413	P/B	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
유형자산감가상각비	54	57	53	87	93	P/S	1.9	2.0	1.7	1.4	1.3
무형자산상각비	178	129	101	101	100	EV/EBITDA	58.1	54.2	14.7	10.8	7.9
기타현금수익비용	855	255	228	-207	92	P/CF	25.8	36.6	11.5	11.1	5.4
영업활동 자산부채변동	-73	-121	-35	142	26	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-53	-35	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0	매출액	6.6	-6.4	6.5	3.9	8.9
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	155	50	영업이익	적전	적지	흑전	32.8	25.5
기타자산 부채변동	-78	-26	-19	40	11	세전이익	적전	적지	흑전	289.9	29.1
투자활동 현금	-40	466	37	-309	-178	당기순이익	적전	적지	흑전	7,303.1	27.4
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-114	-20	EPS	적전	적지	흑전	823.2	27.7
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	-69	-69	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	550	192	-103	-66	부채비율	58.9	55.9	49.4	62.9	61.7
기타투자활동	-46	-62	-159	-23	-24	유동비율	43.5	46.7	82.7	63.9	87.7
재무활동 현금	-549	-481	-221	166	-534	순차입금/자기자본(x)	35.6	26.4	18.4	24.1	9.2
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-203	200	-500	영업이익/금융비용(x)	-1.0	-0.5	2.0	3.1	4.4
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	-34	-34	총차입금 (십억원)	2,577	1,841	1,693	1,893	1,393
배당금의 지급	52	2	0	34	34	순차입금 (십억원)	1,999	1,342	1,009	1,266	506
기타재무활동	-54	14	-18	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-851	-73	148	-106	253	EPS	-9,531	-2,975	298	2,754	3,517
기초현금	1,354	503	430	578	472	BPS	63,533	57,933	63,011	60,522	63,477
기말현금	503	430	578	472	726	SPS	31,103	29,109	30,991	32,199	35,057
NOPLAT	-79	-50	9	229	284	CFPS	2,343	1,587	4,482	4,040	8,339
FCF	88	481	387	180	565	DPS	n/a	n/a	417	420	420

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

넷마블 (251270) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.1%	1.3%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.