

넷마블

251270

May 9, 2025

Buy

유지

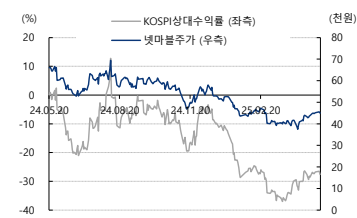
TP 60,000 원

유지

Company Data

현재가(05/08)	44,950 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,400 원
52 주 최저가(보통주)	37,500 원
KOSPI (05/08)	2,579.48p
KOSDAQ (05/08)	729.59p
자본금	86 억원
시가총액	38,636 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	11.6 만주
평균거래대금(60 일)	50 억원
외국인지분(보통주)	24.98%
주요주주	
방준혁 외 12 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT	17.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.8	-15.8	-25.9
상대주가	5.7	-16.4	-21.2

든든해진 이익 베이스

1Q25 Review: 영업이익 컨센서스 상회

넷마블 1Q25 매출은 6,239억원(YoY +6.6%, QoQ -3.9%)으로 시장 예상치(6,071억원)에 부합, 영업이익은 497억원(OPM 8.0%)로 컨센서스(305억원) 상회. 매출은 3월 20일 출시된 'RF 온라인 넥스트' 출시 성과 반영 및 '나 혼자만 레벨업: ARISE' 매출 반등으로 YoY +6.6% 증가, 전분기비로는 'MCoC'의 전분기 계절성 업데이트 효과 제거로 QoQ -3.9% 감소한 6,239억원 기록.

영업비용 중 인건비는 인력 감소로 1,721억원(YoY -4.1%, QoQ -3.7%), 마케팅비는 'RF 온라인 넥스트' 출시에도 효율적 마케팅 진행으로 1,142억원(YoY +12.5%, 매출 대비 18.3%) 집행. 지급수수료는 2,191억원(YoY -3.6%, QoQ -5.4%)으로 매출 대비 35.1% 기록. 해당 비율은 자체 IP 게임 매출 비중 증가로 QoQ -0.5%p, 자체 런치 활용 증가로 YoY -4.3%p 감소. 기타비용(감가상각비 포함)은 4Q24 무형자산 손상 반영에 따른 감가상각비 감소로 688억원(YoY -6%, QoQ -17.1%).

투자의견 Buy & 목표주가 60,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 60,000원 유지. 당사는 타이트한 비용통제를 통해 과거 대비 안정적인 이익 체력을 확보했을 뿐 아니라, '나 혼자만 레벨업: ARISE'의 의미 있는 매출 반등(QoQ +28.2%)을 통해 약점으로 지목되었던 기존작의 가파른 매출 하락 우려도 상대적으로 완화되었다고 판단. 한편 경쟁사들 대비 최근 1년 출시한 신작들의 hit-ratio가 상대적으로 우수해, 2025년에도 신작 출시를 통한 매출 및 영업이익 신장이 가능할 것으로 전망. 2Q25 'RF 온라인 넥스트'의 매출 온기 반영, '세븐나이즈 리버스'(턴제 RPG, 25년 5월 15일 출시 예정), '왕좌의 게임: 킹스로드'(오픈월드 액션 RPG, 25년 5월 21일 출시 예정), '킹 오브 파이터 AFK'(수집형 AFK RPG) 출시로 QoQ +20% 영업이익의 성장이 가능할 것으로 전망하며, 하반기에도 '일곱 개의 대죄: Origin'(오픈월드 RPG)를 포함한 5종의 신작이 준비되어 25년 연간 YoY +37.1%의 영업이익 성장을 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,808	2,945	3,082
YoY(%)	-6.4	6.5	5.4	4.9	4.6
영업이익(십억원)	-68	216	296	335	379
OP 마진(%)	-2.7	8.1	10.5	11.4	12.3
순이익(십억원)	-304	3	270	301	338
EPS(원)	-2,975	298	2,912	3,251	3,640
YoY(%)	적지	흑전	876.2	11.6	12.0
PER(배)	-19.5	173.3	15.4	13.8	12.3
PCR(배)	27.1	10.9	5.8	5.7	5.5
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	10.5	8.9	7.3
ROE(%)	-4.9	0.5	4.5	4.9	5.2



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

넷마블 [251270]

든든해진 이익 베이스

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	666.5	704.2	813.5	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,808.2
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.6%	-2.5%	6.6%	-14.8%	8.8%	25.4%	6.6%	-6.4%	6.5%	5.4%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	69.5	55.8	72.7	288.6	269.6	253.4	254.1
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.8	142.6	147.5	642.2	649.0	604.2	583.6
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	27.7	24.0	27.4	180.2	149.8	130.6	110.3
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156.4	84.1	38.9	49.9	53.0	56.2	68.6	-	-	279.5	227.7
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	38.8	32.5	31.2	28.5	25.9	23.3	-	-	102.6	109.0
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	18.7	34.6	17.5	12.2	-	-	-	83.0
킹 오브 파이터 AFK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.6	10.8	9.7	-	-	-	24.1
왕좌의 게임: 킹스로드	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24.0	36.6	32.8	-	-	-	93.4
세븐나이츠 리버스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.5	13.8	11.0	-	-	-	38.3
뱀파르	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.0	32.2	-	-	-	53.2
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33.0	60.7	-	-	-	93.7
몬걸: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0	32.2	-	-	-	42.2
프로젝트 SOL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31.5	-	-	-	31.5
기타	337.5	331.8	378.4	386.0	333.7	344.1	304.2	311.5	287.0	268.4	257.0	251.8	1,562.5	1,348.9	1,293.6	1,064.1
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	606.8	628.0	703.5	2,782.1	2,570.6	2,448.2	2,512.5
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	230.6	244.6	284.2	1,056.2	980.0	946.9	978.5
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	183.8	180.9	181.2	782.1	744.1	720.0	718.0
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	121.3	128.2	150.5	524.3	486.8	470.3	514.2
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	39.5	42.8	56.1	187.1	174.3	156.6	175.2
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	31.7	31.6	31.4	232.4	185.4	154.4	126.6
영업이익	- 28.2 -	- 37.2 -	- 21.9 -	18.8	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	59.7	76.2	110.1	- 108.7 -	- 68.5 -	215.6	295.6
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.2%	124.32%	-46.4%	16.4%	212.6%	적자전환	적자지속	흑자전환	37.1%
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	9.0%	10.8%	13.5%	-4.1%	-2.7%	8.1%	10.5%
당기순이익	- 45.8 -	- 44.1 -	- 28.4 -	185.6	9.9	162.3	20.6	169.8	80.2	40.3	51.2	98.5	- 886.4 -	- 303.9 -	3.2	270.2
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	3.2%	-26.2%	12.9%	6.0%	7.3%	12.1%	-33.2%	-12.1%	0.1%	9.6%

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2025-03-20	RF 온라인 넥스트	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2025-05-15	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2025-05-21	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	웨스턴	PC/모바일	외부 IP
2Q25	킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	글로벌	모바일	외부 IP
2H25	뱀파르	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일/PC/콘솔	외부 IP
	몬걸: STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	나 혼자만 레벨업: ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/콘솔	외부 IP
	Project SOL	MMORPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

넷마블 [251270]

든든해진 이익 베이스

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,808	2,945	3,082
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,808	2,945	3,082
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,513	2,611	2,702
영업이익	-68	216	296	335	379
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	10.5	11.4	12.3
EBITDA	117	370	425	448	478
EBITDA Margin (%)	4.7	13.9	15.2	15.2	15.5
영업외손익	-90	-139	39	39	39
관계기업손익	113	109	129	129	129
금융수익	73	77	77	77	77
금융비용	-262	-192	-162	-162	-162
기타	-14	-133	-5	-5	-5
법인세비용차감전순이익	-159	76	335	374	419
법인세비용	145	73	65	73	81
계속사업순이익	-304	3	270	301	338
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	270	301	338
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	9.6	10.2	11.0
비지배자분순이익	-48	-22	20	22	25
지배자분순이익	-256	26	250	279	313
지배자이익률 (%)	-10.2	1.0	8.9	9.5	10.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-286	349	441	441	441
포괄순이익	-590	352	711	742	778
비지배자분포괄이익	-48	-20	-40	-41	-43
지배자분포괄이익	-542	371	750	784	822

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	449	465	486
당기순이익	-304	3	270	301	338
비현금항목의 가감	440	382	363	347	335
감가상각비	57	53	42	33	26
외환손익	36	5	2	2	2
자본법평가손익	-113	-109	-129	-129	-129
기타	461	432	447	440	435
자산부채의 증감	-121	-35	-32	-31	-31
기타현금흐름	-113	-63	-151	-152	-155
투자활동 현금흐름	466	37	67	35	-15
투자자산	549	191	229	229	229
유형자산	-36	-17	0	0	0
기타	-47	-137	-162	-194	-244
재무활동 현금흐름	-481	-221	308	19	19
단기차입금	-298	-895	47	47	47
사채	-160	399	30	30	30
장기차입금	-16	314	14	14	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-5	-38	251	-38	-38
현금의 증감	-73	148	772	467	441
기초 현금	503	430	578	1,349	1,817
기말 현금	430	578	1,349	1,817	2,258
NOPLAT	-131	9	238	270	306
FCF	-103	111	336	351	373

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,961	2,533	3,129
현금및현금성자산	430	578	1,349	1,817	2,258
매출채권 및 기타채권	272	295	311	326	342
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,812	6,579	6,360
유형자산	344	340	298	264	238
관계기업투자금	2,386	2,439	2,319	2,199	2,078
기타금융자산	623	489	489	489	489
기타비유동자산	3,657	3,794	3,707	3,627	3,555
자산총계	7,916	8,177	8,773	9,113	9,490
유동부채	1,940	1,348	1,685	1,733	1,782
매입채무 및 기타채무	265	344	346	347	349
차입금	1,311	505	552	598	645
유동성채무	86	131	420	420	420
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,395	1,439	1,486
차입금	372	598	612	626	640
사채	0	399	429	459	489
기타비유동부채	525	358	354	354	357
부채총계	2,837	2,703	3,081	3,172	3,268
지배자분	4,980	5,416	5,632	5,877	6,156
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,362	1,607	1,886
기타자본변동	370	430	430	430	430
비지배자분	100	58	60	63	66
자본총계	5,079	5,474	5,692	5,940	6,222
총차입금	1,841	1,693	2,062	2,144	2,228

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

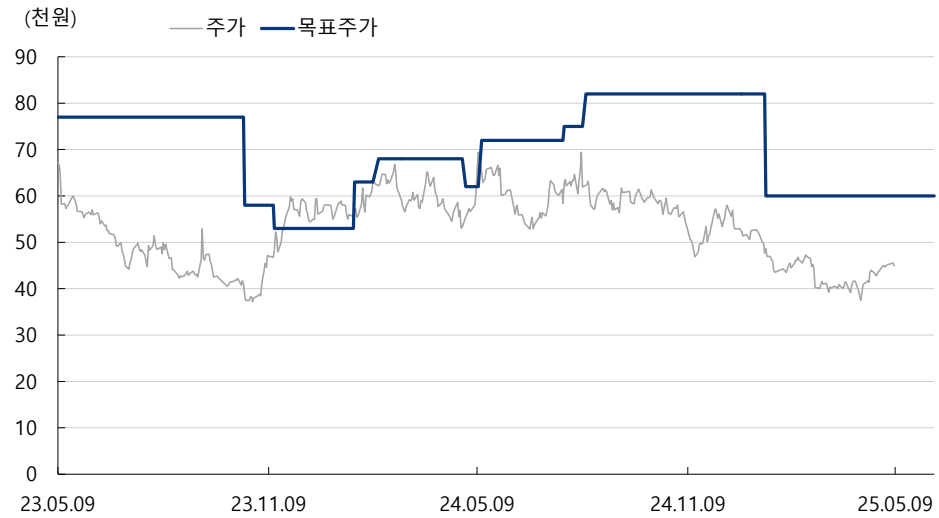
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	2,912	3,251	3,640
PER	-19.5	173.3	15.4	13.8	12.3
BPS	57,933	63,011	65,526	68,379	71,621
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	1,361	4,305	4,950	5,207	5,563
EV/EBITDA	54.9	14.9	10.5	8.9	7.3
SPS	29,109	30,991	32,671	34,265	35,854
PSR	2.0	1.7	1.4	1.3	1.3
CFPS	-1,198	1,296	3,908	4,086	4,341
DPS	0	417	417	417	417

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	5.4	4.9	4.6
영업이익 증가율	적지	흑전	37.1	13.2	13.4
순이익 증가율	적지	흑전	8,295.3	11.6	12.0
수익성					
ROIC	-3.6	0.3	7.4	8.6	10.1
ROA	-3.0	0.3	3.0	3.1	3.4
ROE	-4.9	0.5	4.5	4.9	5.2
안정성					
부채비율	55.9	49.4	54.1	53.4	52.5
순차입금비율	23.3	20.7	23.5	23.5	23.5
이자보상배율	-0.5	2.0	2.2	2.4	2.7

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)	2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)	2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)	2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)	2024.10.21	매수	82,000	(53.4)	(37.8)
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)	2025.01.16	매수	60,000	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000	(43.7)	(26.8)
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)	2025.04.15	매수	60,000	(36.9)	(31.7)
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37	2025.05.09	매수	60,000		
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)					
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하