

넷마블 (251270)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

56,000

하향

현재주가

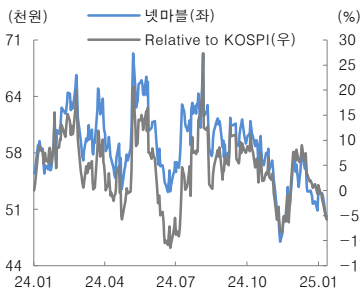
49,900

(25.01.14)

디지털콘텐츠업종

KOSPI	2497.4
시가총액	4,289십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	69,400원 / 46,850원
120일 평균거래대금	78억원
외국인지분율	26.12%
주요주주	방준혁 외 13 인 24.33%
	HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.0	-14.4	-21.2	-14.1
상대수익률	-14.1	-10.1	-9.8	-13.2



2025년 나혼렘을 대체할 신작 필요

- 4분기 나혼렘의 대형 업데이트, 신작 출시 모두 부진한 흥행 성과 예상
- 2025년 나혼렘을 대체할 신작이 없다면, 감익 불가피 전망
- 상반기 신작 출시 예정이나 밸류 부담, 매출 하락세 감안 시 보수적 접근 추천

목표주가 56,000원으로 5.1% 하향, 투자의견 Marketperform 유지

SOTP 방식 적용. 영업자산 가치, 3.6조원, 투자자산 지분가치 1.6조원 추정. 1) 영업자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 peer의 EV/EBITDA 평균(12.7x) 적용. 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 5,178억원, 엔씨소프트 지분가치 2,160억원, 코웨이 지분가치 8,185억원. 목표주가 하향은 2024년 신작들의 빠른 매출 하향을 고려하여 실적 추정치 하향 조정한 영향

2025년 나혼렘을 대체하는 신작이 없다면 감익 불가피 전망

4Q24 매출액 6,300억원(YoY -5.3%, QoQ -2.7%), 영업이익 225억원(YoY 23.7%, QoQ -65.6%) 추정. 매출은 컨센 부합, 영업이익은 컨센 하회 전망

가장 매출 비중이 큰 나 혼자만 레벨업은 12월 대규모 업데이트 효과가 있었음에도 매출 하락세 지속 전망. 레이븐 2 역시 매출 하향세 지속. 단, 기존 주력 게임인 MCoC와 일곱개의 대죄: 그랜드 크로스가 4분기 매출 반등을 상쇄할 것으로 판단. 한편 4분기 신작 킹 아서: 레전드 라이즈는 부진한 흥행 성과를 보임. 영업비용은 신작 출시에 따른 마케팅비 QoQ 17% 증가를 예상하며, 지급수수료율의 경우, 모바일 비중이 높은 게임(MCoC, 일곱개의 대죄 등)들의 매출 반등에 따라 전분기대비 증가할 것으로 예상

2024년 실적의 턴어라운드를 견인한 나 혼자만 레벨업은 2024년 5월에 출시하여 초기 흥행 성과가 상반기부터 상당 부분 반영. 다만, 출시 이후 매분기 업데이트에도 불구하고 매출 하향세는 지속되고 있어, 2025년 실적 성장을 위해서는 이를 대체할 신작 필요. 회사가 예고한 2025년 신작 10종의 게임 중 흥행을 기대해볼 만한 게임은 왕좌의 게임: 킹스로드, 일곱 개의 대죄: 오리진으로 판단. 왕좌의 게임: 킹스로드는 최근 CBT(북미, 유럽 일부 대상)를 시작했으며, 상반기 내 글로벌(한국 포함 아시아 지역 제외) 지역에 출시될 예정. CBT와 사전 마케팅 이후 출시 시기에 가까워질수록 기대감은 주가에 단기간 반영될 수 있을 것으로 판단. 또한 출시 이후 나혼렘의 초기 매출 수준 정도의 흥행 성과 확인 시 주가는 나혼렘 출시 시기 수준까지 우상향 가능 판단. 다만, 현재 부담스러운 밸류에이션(당사 추정치 기준 2025F PER 34배)과 기존 게임의 매출 하향세를 고려했을 때 신작에 빠르게 베풀할 필요없을 것으로 판단. 아직 출시 일정 역시 구체화되지 않았기 때문에, 트레이딩이 가능한 출시 전까지는 보수적인 접근 추천. Marketperform 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	당사추정	4Q24(F)			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	666	647	706	630	-5.3	-2.7	638	618	5.6	-1.8
영업이익	19	66	80	23	23.7	-65.6	36	30	707.8	32.6
순이익	-172	2	233	187	흑전	8,416.4	-17	93	흑전	-50.0

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,645	2,658	2,744
영업이익	-109	-68	203	150	179
세전순이익	-941	-159	261	160	189
총당기순이익	-886	-304	174	126	149
자배지분순이익	-819	-256	192	138	163
EPS	-9,531	-2,975	2,235	1,603	1,892
PER	NA	NA	22.3	31.1	26.4
BPS	63,533	57,933	58,208	58,633	59,817
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	-14.6	-4.9	3.8	2.7	3.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,721	2,680	2,645	2,658	-2.8	-0.8
판매비와 관리비	2,460	2,494	2,442	2,508	-0.8	0.6
영업이익	261	186	203	150	-22.2	-19.2
영업이익률	9.6	6.9	7.7	5.6	-1.9	-1.3
영업외손익	57	-13	58	10	2.6	흑자조정
세전순이익	317	173	261	160	-17.7	-7.3
자배지분순이익	238	148	192	138	-19.3	-7.1
순이익률	7.9	5.1	6.6	4.8	-1.4	-0.3
EPS(자배지분순이익)	2,769	1,725	2,235	1,603	-19.3	-7.1

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
(A) SoTP Valuation		
(1) 영업 가치		
12MF EBITDA	313.5	EA, Nexon, Nintendo 등 글로벌 peer 8개사의 12MF EV/EBITDA 평균
Target EV/EBITDA	12.7	
적정 가치	3,583.3	
(2) 투자자산 가치		
하이브 적정가치	9,142.6	현재 주가 기준
지분율	9.4%	
할인율	40.0%	
하이브 지분가치 (a)	517.8	
엔씨소프트 적정가치	4,054.9	현재 주가 기준
지분율	8.9%	
할인율	40.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	216.0	
코웨이 적정가치	5,439.0	현재 주가 기준
지분율	25.1%	
할인율	40.0%	
코웨이 지분가치 (c)	818.5	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	1,552.3	
(3) 순현금	-335.7	3Q24 별도 기준
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	4,799.9	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	55,843	
목표 주가(원)	56,000	
현재 주가(원)	49,900	
상승 여력	12.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 넷마블 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	630.0	618.4	669.6	716.8	653.3	2,501.4	2,644.8	2,658.1
제2의 나라	17.6	16.2	14.3	13.8	12.8	12.0	11.4	11.1	93.1	61.8	47.4
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	64.2	36.9	56.0	51.0	63.2	269.5	233.2	207.1
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	41.0	31.3	25.9	36.8	36.9	26.1	21.9	26.3	149.8	134.9	111.2
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	87.1	71.9	70.2
해리포터 호그와트 미스터리	23.4	18.6	18.2	17.7	16.8	16.4	16.1	15.6	73.3	77.8	64.9
블레이드&소울 레볼루션	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	75.0	57.7	48.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	142.4	145.3	152.5	137.3	130.4	133.0	630.8	600.2	553.2
세븐나이츠레볼루션	7.9	7.2	6.5	5.9	5.2	4.7	4.3	3.9	52.5	27.5	18.0
신의탑	15.7	12.7	16.7	12.0	9.4	7.6	6.2	4.9	49.4	57.2	28.1
세븐나이츠키우기	29.3	14.8	10.5	9.4	6.5	5.9	5.3	4.8	84.7	64.0	22.5
중국 신작	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	23.6	68.3	60.4
나혼자만레벨업		156.4	84.1	75.7	81.5	57.7	46.7	42.0		316.3	227.8
레이븐2		31.3	38.8	23.3	16.0	19.4	18.6	17.7		93.4	71.6
왕좌의 게임: 킹스로드					0.0	90.0	67.5	47.8			205.3
일곱개의 대죄 오리진						0.0	84.0	33.6			117.6
기타(기타 게임 및 신작 포함)	188.9	223.0	190.4	178.3	195.6	190.2	210.2	208.0	912.7	780.6	804.0
영업비용	581.7	670.9	581.8	607.5	588.6	645.0	633.3	641.2	2,570.5	2,441.9	2,508.0
인건비	179.5	182.7	179.1	180.9	184.5	186.4	188.2	190.1	744.1	722.2	749.2
지급수수료	227.4	263.0	224.9	230.3	219.2	242.2	226.5	230.3	980.0	945.6	918.3
마케팅비	101.5	143.7	104.6	122.4	110.1	141.0	142.4	143.8	486.8	472.2	537.3
감가비	39.0	39.9	37.3	37.7	38.0	38.4	38.8	39.2	185.4	153.9	154.5
기타	34.3	41.6	35.9	36.3	36.6	37.0	37.4	37.7	174.2	148.1	148.7
영업이익	3.7	111.2	65.5	22.5	29.8	24.7	83.5	12.1	-69.1	202.9	150.1
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	3.6%	4.8%	3.7%	11.7%	1.9%	-2.8%	7.7%	5.6%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	22.4	0.6	27.8	23.4	74.0	12.6	-255.7	192.1	137.8
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	0.1%	4.5%	3.5%	10.3%	1.9%	-10.2%	7.3%	5.2%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2025년 신작 라인업

25년 상반기



킹 오브 파이터 AFK
글로벌 / 수집형 AFK RPG



RF 온라인 넥스트
한국 / MMORPG



왕좌의 게임: 킹스로드
글로벌 / 오픈월드 액션 RPG



세븐나이츠 리버스
글로벌 / 턴제 RPG

25년 하반기



The RED: 피의 계승자
한국 / MMORPG



일곱 개의 대죄: Origin
글로벌 / 오픈월드 RPG



몬걸: STAR DIVE
글로벌 / 액션 RPG



데미스 리본
글로벌 / 수집형 RPG



나 혼자만 레벨업: ARISE
글로벌 / 액션 RPG (스팀)

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

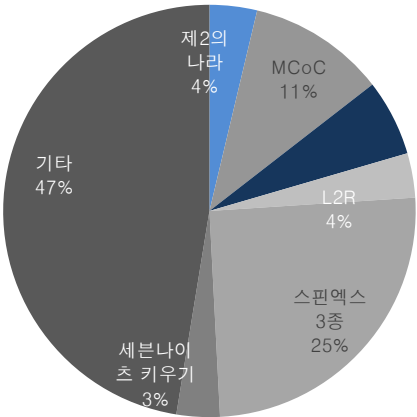
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 22%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

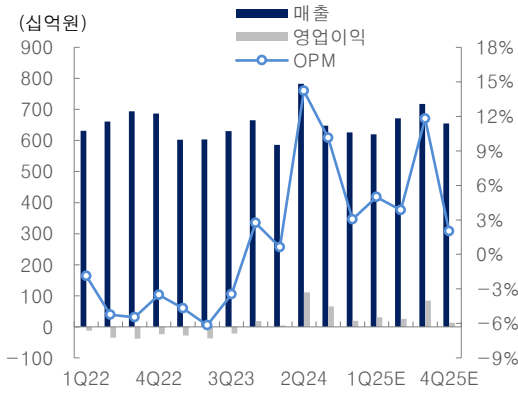
게임별 매출 비중 (2023년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

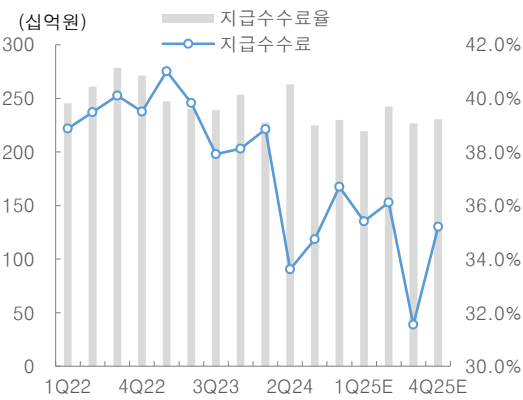
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



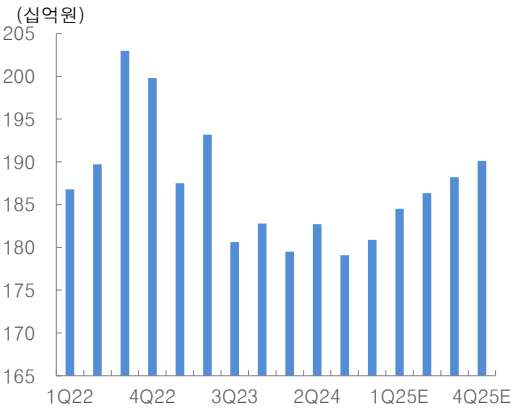
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



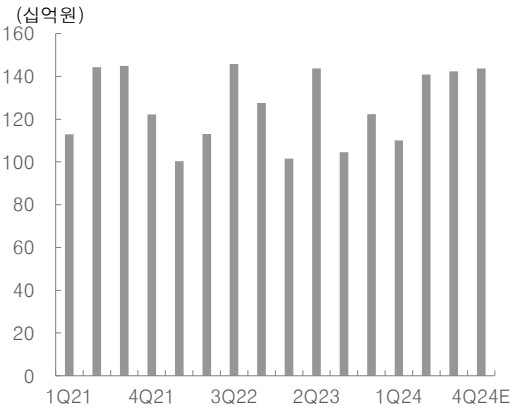
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,645	2,658	2,744
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,645	2,658	2,744
판매비와관리비	2,782	2,571	2,442	2,508	2,566
영업이익	-109	-68	203	150	179
영업외수익	-4.1	-2.7	7.7	5.6	6.5
EBITDA	124	117	359	293	310
영업외손익	-833	-90	58	10	10
관계기업손익	80	113	128	142	142
금융수익	327	73	63	80	80
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-476	-262	-257	-278	-278
외환관련손실	349	71	54	54	54
기타	-765	-14	124	66	66
법인세비용차감전순이익	-941	-159	261	160	189
법인세비용	55	-145	-88	-34	-40
계속사업순이익	-886	-304	174	126	149
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	174	126	149
당기순이익	-33.2	-12.1	6.6	4.8	5.4
비재계분순이익	-67	-48	-19	-11	-13
재계분순이익	-819	-256	192	138	163
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-29	3	3	3
포괄순이익	-880	-590	202	155	178
비재계분포괄이익	-59	-48	-22	-14	-16
재계분포괄이익	-821	-542	224	169	194

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	2,235	1,603	1,892
PER	NA	NA	31.1	43.3	36.7
BPS	63,533	57,933	58,208	58,633	59,817
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	1,439	1,361	4,172	3,403	3,603
EV/EBITDA	58.9	57.1	15.2	16.8	14.0
SPS	31,103	29,109	30,770	30,925	31,922
PSR	1.9	2.0	1.6	1.6	1.6
CFPS	2,343	1,587	4,737	3,248	3,448
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	6.6	-6.4	5.7	0.5	3.2
영업이익 증/감	적전	적지	흑전	-26.0	19.3
순이익 증/감	적전	적지	흑전	-27.2	18.1
수익성					
ROIC	-2.6	-3.5	3.8	3.4	4.2
ROA	-1.1	-0.8	2.6	2.0	2.4
ROE	-14.6	-4.9	3.8	2.7	3.2
안정성					
부채비율	58.9	55.9	52.4	47.2	41.5
순차입금비율	34.4	31.3	20.6	10.1	-1.1
이자보상배율	-1.0	-0.5	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,297	1,578	1,912
현금및현금성자산	503	430	813	1,098	1,428
매출채권 및 기타채권	215	272	286	287	296
재고자산	3	3	3	3	3
기타유동자산	276	201	195	189	184
비유동자산	7,938	7,010	6,483	5,988	5,507
유형자산	336	344	331	320	311
관계기업투자금	2,537	2,386	1,996	1,620	1,244
기타비유동자산	5,066	4,280	4,156	4,048	3,953
자산총계	8,936	7,916	7,780	7,566	7,419
유동부채	2,294	1,906	1,745	1,494	1,244
매입채무 및 기타채무	213	172	174	174	175
차입금	1,507	1,311	1,060	808	557
유동상채무	222	86	176	176	176
기타유동부채	351	336	336	336	336
비유동부채	1,020	931	931	931	931
차입금	456	372	372	372	372
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	564	560	560	560	560
부채총계	3,314	2,837	2,676	2,425	2,175
자본지분	5,461	4,980	5,003	5,040	5,141
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
잉여잉여금	1,378	1,128	1,321	1,458	1,621
기타자본변동	177	-58	-226	-327	-388
비자본지분	161	100	100	101	103
자본총계	5,622	5,079	5,103	5,140	5,244
순차입금	1,936	1,590	1,051	520	-57

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	294	232	236
당기순이익	-886	-304	174	126	149
비현금항목의 가감	1,088	440	234	153	147
감가상각비	232	185	156	142	131
외환손익	152	36	31	31	31
자본법정평가손익	-80	-113	-128	-142	-142
기타	784	332	175	121	127
자산부채의 증감	-73	-121	-39	-27	-33
기타현금흐름	-536	-113	-75	-21	-27
투자활동 현금흐름	-40	525	373	354	352
투자자산	58	545	397	379	377
유형자산	-38	-36	-36	-36	-36
기타	-60	16	11	11	10
재무활동 현금흐름	-549	-540	-229	-319	-319
단기차입금	-327	-251	-251	-251	-251
사채	0	-160	0	0	0
장기차입금	-52	-16	0	0	0
유상증자	1	3	0	0	0
현금배당	-52	-2	0	0	0
기타	-119	-114	22	-67	-67
현금의 증감	-851	-73	383	285	330
기초 현금	1,354	503	430	813	1,098
기말 현금	503	430	813	1,098	1,428
NOPLAT	-102	-131	135	119	141
FCF	9	31	254	225	236

[Compliance Notice]

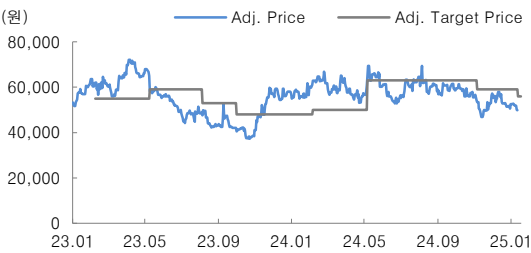
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석서는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.01.15	24.11.16	24.11.08	24.09.24	24.08.08	24.07.18
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	56,000	59,000	59,000	63,000	63,000	63,000
과다율(평균%)		(10.91)	(16.71)	(5.33)	(3.51)	(0.15)
과다율(최대/최소%)		(1.69)	(14.24)	10.16	(10.48)	10.16
제시일자	24.05.09	24.02.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10	23.10.04
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	63,000	50,000	48,000	48,000	48,000	48,000
과다율(평균%)	(5.42)	19.28	19.96	15.05	11.68	(15.16)
과다율(최대/최소%)	10.16	6.20	14.58	(2.60)	24.58	(1.67)
제시일자	23.08.08	23.05.16	23.05.12	23.05.11	23.02.10	
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	
목표주가	53,000	59,000	59,000	55,000	55,000	
과다율(평균%)	(15.59)	(11.76)	(1.19)		16.35	
과다율(최대/최소%)	(0.19)	1.69	(1.19)		1.64	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상