

넷마블 (251270)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 상향

6개월 목표주가

65,000

상향

현재주가

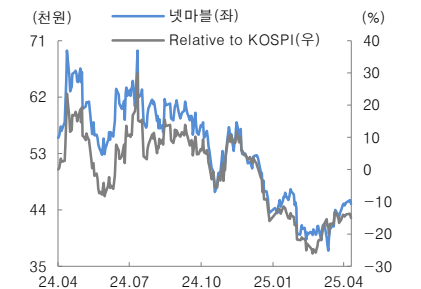
44,950

(25.05.08)

다지털엔터테인먼트

KOSPI	2579.48
시가총액	3,864삼억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	9삼억원
52주 최고/최저	69,400원 / 37,500원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	24.98%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.8	1.0	-15.8	-25.9
상대수익률	5.7	-1.2	-16.4	-21.2



본업 이익 성장의 가시성 확대

- 1Q 나혼렘 반등, 신작 흥행, 비용 효율화로 이익은 기대치 큰 폭으로 상회
- 나혼렘 매출 안정화와 다수의 신작 출시로 이익 성장 지속 가능 판단
- 신작 출시+비용 효율화로 분기 이익 성장 가시성 확대. 긍정적 주가 흐름 기대

투자 의견 BUY로 상향, 목표주가 65,000원으로 16% 상향

SOTP 방식 적용. 영업자산 가치, 4.4조원, 투자자산 지분가치 1.7조원 추정. 1) 영업 자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 peer의 EV/EBITDA 평균(12x) 적용. 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 6,264억원, 엔씨소프트 지분가치 1,692억원, 코웨이 지분가치 9,380억원

TP 상황: 1) 수익성이 높은 기존 게임의 매출 반등 이후 안정적 유지, 2) 신작 흥행에 따라 신작 추정치 상향, 3) 비용 효율화 지속으로 수익성 개선 등을 고려하여, 2025년 영업이익 추정치를 기존 대비 80% 상향

기존작 반등 + 신작 흥행 + 비용 통제로, 실적 반등 이어가는 중

1Q25 매출액 6,239억원(YoY 6.6%, QoQ -3.9%), 영업이익 497억원(YoY 1,243%, QoQ 41%) 기록. 영업이익은 컨센스대비 큰 폭으로 상회하는 실적 기록

수익성이 높은 '나혼자만레벨업'과 '레이븐2'가 호실적을 견인. 나혼렘은 전분기대비 28% 매출 반등을 기록했으며, 레이븐2는 출시 초기 매출 수준을 안정적으로 유지 중. 나혼렘은 현재까지도 견조한 매출 유지 중이며, 1주년 업데이트에 대한 기대감도 높아 2분기에도 유사한 매출 지속 전망. 신작 'RF온라인넥스트'는 3월 출시 후 초기 일평균매출 약 16억원 기록. 영업비용의 경우, 비용 효율화가 수익성 개선으로 이어지고 있음. 인력 통제, 자체 IP 라인업 확대에 따른 지급수수료율 감소, 신작 출시에도 불구하고 마케팅비 효율화 등으로 시장 기대치를 상회하는 영업이익 기록

회사는 2024년 상반기 나혼렘의 흥행에 힘입어 실적 턴어라운드를 기록. 출시 직후 매출 하락이 나타나며 장기 흥행 가능성과, 이를 대체할 신작 부재에 대한 우려가 있었음. 그러나 초기 급격한 매출 감소 이후 매출 안정권에 들어선 것으로 확인. 대체 가능 신작 우려에 대해서 여전히 리스크는 존재하나, 신작들이 회사 계획대로 일정 지연없이 출시되고 있어, 하나의 대작이 아닌 복수의 신작 성과를 통해 기존 매출을 대체할 수 있을 것으로 판단. 특히, 매분기 한 개 이상의 신작을 출시하고 있음에도 불구하고, 마케팅비 증가로 인한 수익성 훼손이 발생하지 않는 점 또한 회사의 운영력이 개선되고 있으며, 본업의 이익 성장의 가시성을 높이는 요인으로 판단

2분기 '세븐나이츠 리버스', '왕좌의 게임: 킹스로드', 하반기엔 AAA게임 '일곱개의 대죄: Origin' 등 출시 예정. 신작 출시가 이어지는 가운데 비용 효율화 기조도 유지되고 있어, 분기별 이익 성장 가능할 것으로 판단. 참고로 여전히 스피넥스 인수에 따른 이자 비용 부담으로 12MF PER은 당사 추정치 기준 22배 수준으로 높게 형성되어 있으나, 이익 성장의 가시성이 높으며, 당사 추정치 뛰어넘은 흥행 성과 확인 시 밸류에이션 부담 완화될 것으로 판단. 이에 따라 긍정적 주가 흐름 예상

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			작년추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	585	649	618	624	6.6	-3.9	607	668	-14.6	7.1
영업이익	4	35	30	50	1,245.8	41.1	30	60	-45.7	21.5
순이익	0	-166	93	42	흑전	흑전	27	51	-70.2	20.1

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,737	2,640	2,763
영업이익	-68	216	273	186	226
세전순이익	-159	76	287	161	201
총당기순이익	-304	3	232	129	161
자배지분순이익	-256	26	219	121	152
EPS	-2,975	298	2,547	1,412	1,765
PER	NA	173.3	17.6	31.8	25.5
BPS	57,933	63,011	72,745	87,708	114,727
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4
ROE	-4.9	0.5	3.8	1.8	1.7

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,658	2,744	2,737	2,640	3.0	-3.8
판매비와 관리비	2,508	2,565	2,464	2,454	-1.8	-4.3
영업이익	150	179	273	186	81.7	3.8
영업이익률	5.6	6.5	10.0	7.0	4.3	0.5
영업외손익	10	10	14	-25	40.2	작자조정
세전순이익	160	189	287	161	79.2	-14.9
자배지분순이익	138	163	219	121	58.9	-25.4
순이익률	4.8	5.4	8.5	4.9	3.7	-0.6
EPS(자배지분순이익)	1,603	1,892	2,547	1,412	58.9	-25.4

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
(A) SoTP Valuation		
(1) 영업 가치		
12MF EBITDA	409.0	EA, Nexon, 크래프톤 등 글로벌 peer 7개사의 12MF EV/EBITDA 평균
Target EV/EBITDA	12.0	
적정 가치	4,417.3	
(2) 투자자산 가치		
하이브 적정가치	11,058.6	현재 주가 기준
지분율	9.4%	
할인율	40.0%	
하이브 지분가치 (a)	626.4	
엔씨소프트 적정가치	3,175.6	현재 주가 기준
지분율	8.9%	
할인율	40.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	169.2	
코웨이 적정가치	6,233.2	현재 주가 기준
지분율	25.1%	
할인율	40.0%	
코웨이 지분가치 (c)	938.0	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	1,733.5	
(3) 순차입금	580.5	4Q24 별도 기준
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	5,570.3	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	64,806	
목표 주가(원)	65,000	
현재 주가(원)	44,950	
상승 여력	44.6%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 넷마블 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	668.3	669.5	775.1	2,663.8	2,736.8	2,640.2
제2의 나라	17.6	16.2	14.3	13.8	12.4	11.7	11.1	10.8	61.8	45.9	40.5
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	60.2	44.8	72.9	253.4	234.0	199.5
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	26.5	22.2	26.6	130.6	106.6	98.8
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	71.9	70.2	67.4
해리포터 호그와트 미스터리	23.4	18.6	18.2	19.5	18.7	18.6	18.5	18.2	79.7	73.9	69.0
블레이드&소울 레볼루션	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	57.7	48.8	40.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	134.8	128.0	130.6	604.2	543.1	549.0
신의탑	15.7	12.7	16.7	12.0	11.9	9.6	7.8	6.2	57.2	35.5	14.5
세븐나이츠키우기	29.3	14.8	10.5	9.4	6.0	5.5	5.0	4.5	64.0	20.9	13.7
나혼자만레벨업		156.4	84.1	38.9	49.9	45.4	36.7	33.1	279.5	165.1	101.4
레이븐2		31.3	38.8	32.5	31.2	19.9	19.1	18.1	102.6	88.3	63.3
왕좌의 게임: 킹스로드						24.0	27.6	19.3		70.9	33.9
일곱개의 대죄 오리진								105.0		105.0	66.5
RF 온라인넥스트					18.7	56.2	34.1	24.1		133.0	42.2
중국 신작	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	68.3	60.4	39.0
기타(기타 게임 및 신작 포함)	196.8	230.2	196.9	209.2	189.7	209.7	271.4	264.3	833.1	935.1	1,200.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	607.9	605.1	676.7	2,448.2	2,463.9	2,454.3
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	173.8	175.6	177.3	720.0	698.8	698.4
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	227.2	228.4	290.6	946.9	965.4	1,023.2
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	137.0	130.2	136.7	470.3	518.1	437.4
감가비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	32.2	32.5	32.9	154.4	129.5	134.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	37.6	38.4	39.2	156.6	152.1	160.6
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	60.4	64.4	98.4	215.6	272.8	185.8
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	9.0%	9.6%	12.7%	8.1%	10.0%	7.0%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	36.8	40.0	65.9	25.6	218.3	121.0
순이익률	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	668.3	669.5	775.1	2,663.8	2,736.8	2,640.2

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2025년 신작 라인업

25년 2분기

세븐나이츠 리버스



한국
턴제 RPG

왕좌의 게임: 킹스로드



웨스턴
오픈월드 액션 RPG

킹 오브 파이터 AFK



글로벌
수집형 AFK RPG

25년 하반기

뱀피르



한국 / MMORPG

몬걸: STAR DIVE



글로벌 / 액션 RPG

일곱 개의 대죄: Origin



글로벌 / 오픈월드 RPG

프로젝트 SOL



한국 / MMORPG

나 혼자만 레벨업: ARISE



글로벌 / 액션 RPG

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

4

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 (2024년 기준)

게임명	비중 (%)
기타	43%
스핀엑스 게임즈 3가지	23%
MCoC	10%
나혼자만 레벨업	10%
제2의 나라	2%
일본개의 대죄: 그랜드 크로스	5%
해리포터	3%
레이븐2	4%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망

기간	매출 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)
1Q22	650	10	1.5%
4Q22	700	10	1.4%
3Q23	650	10	1.5%
2Q24	750	10	1.3%
1Q25	650	10	1.5%
4Q25E	750	10	1.3%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망

기간	지급수수료 (십억원)	지급수수료율 (%)
1Q22	250	38.5%
4Q22	280	40.0%
3Q23	250	38.5%
2Q24	250	34.0%
1Q25	230	36.0%
4Q25E	290	38.5%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망

기간	인건비 (십억원)
1Q22	188
4Q22	203
3Q23	188
2Q24	180
1Q25	173
4Q25E	177

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망

기간	마케팅비 (십억원)
1Q22	112
4Q22	122
3Q23	112
2Q24	102
1Q25	112
4Q25E	132

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,737	2,640	2,763
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,737	2,640	2,763
판매비와관리비	2,571	2,448	2,464	2,454	2,537
영업이익	-68	216	273	186	226
영업외수익	-27	8.1	10.0	7.0	8.2
EBITDA	117	370	404	304	332
영업외손익	-90	-139	14	-25	-25
관계기업손익	113	109	59	64	64
금융수익	73	77	40	40	40
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-262	-192	-12	-12	-12
외환관련손실	71	54	28	28	28
기타	-14	-133	-73	-117	-117
법인세비용차감전순이익	-159	76	287	161	201
법인세비용	-145	-73	-54	-32	-40
계속사업순이익	-304	3	232	129	161
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	232	129	161
당기순이익률	-12.1	0.1	8.5	4.9	5.8
비재계분순이익	-48	-22	13	7	9
재계분순이익	-256	26	219	121	152
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	35	35	36	36
포괄손익이익	-590	352	584	484	520
비재계분포괄이익	-48	-20	34	28	30
재계분포괄이익	-542	371	551	457	490

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	2,547	1,412	1,765
PER	NA	173.3	17.6	31.8	25.5
BPS	57,933	63,011	72,745	87,708	114,727
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	1,361	4,305	4,700	3,533	3,868
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.5	7.6	-0.7
SPS	29,109	30,991	31,840	30,716	32,146
PSR	20	1.7	1.4	1.5	1.4
CFPS	1,587	4,482	6,548	4,872	5,206
DPS	0	417	417	417	417

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-6.4	6.5	2.7	-3.5	4.7
영업이익 증/감	착지	흑전	26.5	-31.9	21.6
순이익 증/감	착지	흑전	7,121.3	-44.6	25.0
수익성					
ROIC	-3.5	0.3	6.3	4.3	5.4
ROA	-0.8	2.7	3.3	2.2	2.4
ROE	-4.9	0.5	3.8	1.8	1.7
안정성					
부채비율	55.9	49.4	28.4	11.8	0.1
순차입금비율	26.2	18.2	-1.6	-21.7	-42.2
이자보상비율	-0.5	2.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,315	1,955	3,630
현금및현금성자산	430	578	712	1,273	2,795
매출채권 및 기타채권	272	295	303	293	305
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,802	6,565	6,343
유형자산	344	340	313	292	275
관계기업투자지급	2,386	2,439	2,270	2,105	1,940
기타비유동자산	4,280	4,283	4,220	4,168	4,128
자산총계	7,916	8,177	8,117	8,520	9,973
유동부채	1,940	1,348	442	-454	-1,348
매입채무 및 기타채무	265	344	345	344	345
차입금	1,311	505	-391	-1,286	-2,181
유동상채무	86	131	120	120	120
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	372	997	997	997	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	525	358	358	358	358
부채총계	2,837	2,703	1,797	901	7
자본지분	4,980	5,416	6,253	7,539	9,861
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,330	1,417	1,535
기타자본변동	792	1,207	1,859	3,058	5,263
비자본지분	100	58	67	80	105
자본총계	5,079	5,474	6,319	7,619	9,966
순차입금	1,329	995	-104	-1,650	-4,207

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	489	383	383
당기순이익	-304	3	232	129	161
비현금항목의 가감	440	382	331	290	287
감가상각비	185	154	131	118	106
외환손익	36	5	2	2	2
자본법정이익	-113	-109	-59	-64	-64
기타	332	332	257	234	243
자산부채의 증감	-121	-35	-25	-9	-30
기타현금흐름	-113	-63	-48	-26	-34
투자활동 현금흐름	466	37	31	-6	-56
투자자산	544	179	171	166	166
유형자산	-36	-17	-17	-17	-17
기타	-43	-125	-123	-155	-205
재무활동 현금흐름	-481	-221	-983	-972	-972
단기차입금	-298	-895	-895	-895	-895
사채	-160	399	0	0	0
장기차입금	-16	314	0	0	0
유상증자	3	5	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-8	-43	-54	-43	-43
현금의 증감	-73	148	134	561	1,522
기초 현금	503	430	578	712	1,273
기말 현금	430	578	712	1,273	2,795
NOPLAT	-131	9	221	149	181
FCF	31	167	335	249	270

[Compliance Notice]

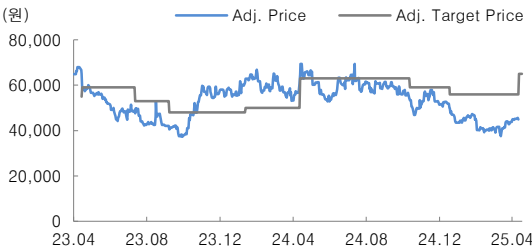
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.05.09	25.01.14	24.11.16	24.11.08	24.09.24	24.08.08
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	65,000	56,000	59,000	59,000	63,000	63,000
과다율(평균%)		(22.99)	(10.91)	(16.71)	(5.19)	(3.47)
과다율(최대/최소%)		(13.13)	(1.69)	(14.24)	10.16	(10.48)
제시일자	24.07.18	24.05.09	24.02.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	63,000	63,000	50,000	48,000	48,000	48,000
과다율(평균%)	(0.88)	(5.42)	19.28	19.96	15.05	11.68
과다율(최대/최소%)	3.97	10.16	6.20	14.58	(2.60)	24.58
제시일자	23.10.04	23.08.08	23.05.16	23.05.12	23.05.11	
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	
목표주가	48,000	53,000	59,000	59,000	55,000	
과다율(평균%)	(15.16)	(15.59)	(11.76)	(1.19)		
과다율(최대/최소%)	(1.67)	(0.19)	1.69	(1.19)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250506)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

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