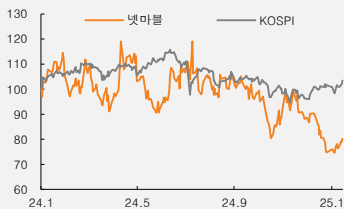


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 63,000원
현재주가(25/2/13)	46,750원
상승여력	34.8%

영업이익(24F,십억원)	216
Consensus 영업이익(24F,십억원)	208
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.0
P/E(24F,x)	154.4
MKT P/E(24F,x)	10.9
KOSPI	2,583.17
시가총액(십억원)	4,018
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	26.4
베타(12M) 일간수익률	0.84
52주 최저가(원)	43,500
52주 최고가(원)	69,400
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-6.5 -25.3 -24.8
상대주가	-9.9 -24.2 -22.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

건강해진 체력을 확인

4Q24 Review: 컨센서스 상회

4분기 매출액 6,490억원(-3% YoY), 영업이익 350억원(+87% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,110억원, 영업이익 240억원)를 각 6%, 45% 상회했다. 금번 실적 서프라이즈는 역성장이 지속되던 '마블 콘테스트 오브 챔피언스'의 매출 반전에 기인한다. 해당 게임 매출액은 840억원(+6% YoY)으로 예상치를 51% 상회했다.

영업비용은 6,140억원(-5% YoY)으로 예상치를 7% 상회했는데 이는 신작 출시에 따른 마케팅비 증가(+15% QoQ)에 기인한다. 인건비는 1,790억원(-2% YoY)으로 감소 추세를 이어나갔다. 1,630억원의 지배주주순손실을 기록했는데 이는 무형자산에 대한 손상을 반영한 데 따른 결과다.

다변화된 신작 출시 예정

동사는 올해 9종의 다변화된 장르의 신작을 출시하면서 성장을 이어가고자 한다. 상반기에는 4종의 신작 RF 온라인 넥스트(MMORPG, 국내) 왕좌의 게임(오픈월드 액션 RPG, 글로벌), 세븐나이츠 리버스(턴제 RPG, 글로벌), 킹 오브 파이터 AFK(수집형 RPG, 글로벌)를 출시할 계획이다.

하반기에는 5종의 신작 The RED(MMORPG, 국내), 7대죄 오리진(오픈월드 RPG, 글로벌), 몬길: 스타다이버(액션 RPG, 글로벌), 프로젝트 SOL(MMORPG, 글로벌), 나 혼자만 레벨업 (PC/콘솔, 글로벌)을 출시할 예정이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 63,000원으로 상향

25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 62,000원에서 63,000원(타겟 EV/EBITDA 23배 유지)으로 2% 상향한다. 작년 2분기 나혼렙 글로벌 출시를 기점으로 안정적인 이익 규모를 이어나가고 있는 점이 고무적이다. 나혼렙의 경우 12월 업데이트 이후 글로벌 유저가 크게 상승하며 DAU가 7개월 전 수준으로 회복했다.

다수의 신작 출시에도 효율적 마케팅비 기초를 이어나갈 것으로 보이며 인건비 증가 폭도 제한적일 전망이다. 비용 부담이 낮아짐에 따라 이익 레버리지가 극대화될 수 있는 환경이 갖춰졌다. 다만 올해 유의미한 실적 기여가 기대되는 신작(7대죄 오리진, 몬길)은 하반기에 있어 모멘텀 발생에는 시간이 좀 더 소요될 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,673	2,502	2,664	2,572	2,644
영업이익 (십억원)	-109	-68	216	118	162
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	4.6	6.1
순이익 (십억원)	-819	-256	29	113	151
EPS (원)	-9,531	-2,975	335	1,311	1,756
ROE (%)	-14.6	-4.9	0.6	2.1	2.7
P/E (배)	-	-	154.4	35.7	26.6
P/B (배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	611	643	631	687	2,502	2,664	2,572	2,644
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	4.4%	-17.8%	-2.5%	5.9%	-6.4%	6.5%	-3.4%	2.8%
제2의나라	18	14	10	9	8	8	8	7	93	51	31	26
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	50	74	54	89	269	253	267	279
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	30	29	28	27	150	131	114	101
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	10	9	9	87	58	38	31
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	-	33	29	40	-	280	138	140
레이븐2	-	31	39	32	-	29	28	26	-	103	114	93
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	47	46	46	45	206	190	184	177
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	52	53	55	56	237	217	216	234
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	49	49	206	197	198	191
기타	299	314	281	292	297	311	325	339	1,254	1,185	1,272	1,372
EBITDA	43	151	103	73	49	68	59	94	117	370	270	312
마진율	7.3%	19.3%	15.9%	11.3%	8.0%	10.6%	9.4%	13.7%	4.7%	13.9%	10.5%	11.8%
영업비용	582	671	582	614	600	613	610	631	2,571	2,448	2,454	2,482
지급수수료	227	263	225	232	219	228	223	241	980	947	911	911
인건비	180	183	179	179	180	181	182	183	745	720	725	739
마케팅비	102	144	105	121	119	121	124	126	487	470	490	511
기타	73	82	73	83	83	82	82	81	460	311	328	321
영업이익	4	111	66	35	11	30	21	56	-68	216	118	162
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	86.8%	198.2%	-73.0%	-67.7%	59.7%	적지	흑전	-45.1%	36.5%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	1.8%	4.7%	3.4%	8.2%	-2.7%	8.1%	4.6%	6.1%
지배주주순이익	0	170	22	-163	11	29	23	49	-256	29	113	151
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.1%	1.8%	4.6%	3.6%	7.2%	-10.2%	1.1%	4.4%	5.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,521	2,583	2,572	2,644	2%	2%	2,676	2,811	-4%	-6%	신작 출시 일정 반영
영업이익	119	154	118	162	0%	5%	213	277	-44%	-42%	
지배주주순이익	111	140	113	151	1%	8%	166	239	-32%	-37%	
EBITDA	267	305	270	312	1%	2%	-	-	-	-	
영업이익률	4.7%	5.9%	4.6%	6.1%	-	-	8.0%	9.8%	-	-	
순이익률	4.4%	5.4%	4.4%	5.7%	-	-	6.2%	8.5%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	649	591	10%	611	6%
영업이익	35	18	93%	24	45%
지배주주순이익	-163	16	-	-50	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

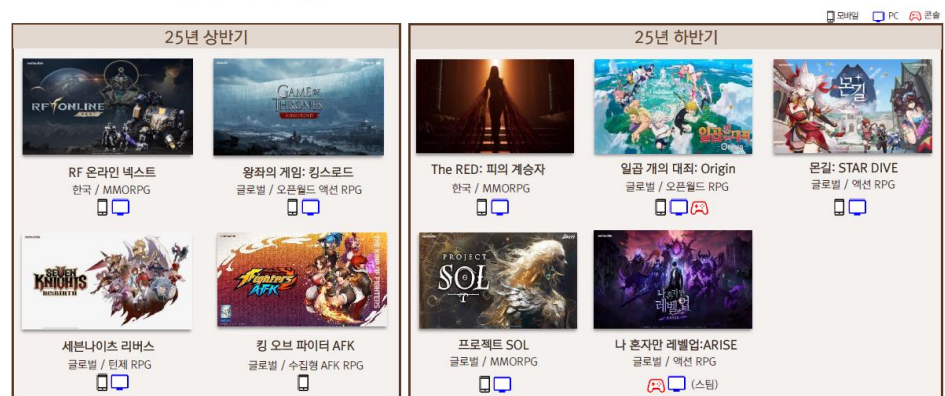
표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F EBITDA (십억원)	270	
Target EV/EBITDA (배)	23	2019년 평균 EV/EBITDA. 대형 신작 출시 이후 매출 하향안정화 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,412	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	63,000	
현재주가 (원)	46,750	
상승여력	34.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 25년 신작 라인업

신작라인업 • RF 온라인 넥스트 출시(3/20)를 시작으로 왕좌의 게임: 킹스로드, 일곱 개의 대죄: Origin 등을 포함한 9종의 신작 출시 예정



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,502	2,664	2,572	2,644
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,572	2,644
판매비와관리비	2,571	2,448	2,454	2,482
조정영업이익	-68	216	118	162
영업이익	-68	216	118	162
비영업손익	-91	-136	23	33
금융손익	-130	-107	-94	-89
관계기업등 투자손익	113	-42	104	110
세전계속사업손익	-159	80	141	195
계속사업법인세비용	145	73	35	49
계속사업이익	-304	7	106	146
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	7	106	146
지배주주	-256	29	113	151
비지배주주	-48	-22	-7	-5
총포괄이익	-590	7	106	146
지배주주	-542	6	97	134
비지배주주	-48	1	9	12
EBITDA	117	369	270	312
FCF	-134	99	212	245
EBITDA 마진율 (%)	4.7	13.9	10.5	11.8
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	4.6	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-10.2	1.1	4.4	5.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	906	1,115	1,297	1,465
현금 및 현금성자산	430	578	756	917
매출채권 및 기타채권	269	298	300	304
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	204	236	238	241
비유동자산	7,010	7,064	6,997	6,985
관계기업투자등	2,386	2,446	2,471	2,539
유형자산	344	409	404	402
무형자산	3,229	3,245	3,159	3,081
자산총계	7,916	8,179	8,294	8,450
유동부채	1,906	1,348	1,355	1,361
매입채무 및 기타채무	118	119	120	121
단기금융부채	1,456	763	763	764
기타유동부채	332	466	472	476
비유동부채	931	1,355	1,358	1,361
장기금융부채	646	1,074	1,074	1,074
기타비유동부채	285	281	284	287
부채총계	2,837	2,703	2,713	2,722
지배주주지분	4,979	5,399	5,511	5,662
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,128	1,547	1,660	1,811
비지배주주지분	100	77	71	66
자본총계	5,079	5,476	5,582	5,728

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-98	217	262	300
당기순이익	-304	7	106	146
비현금수익비용가감	440	321	268	275
유형자산감가상각비	57	53	55	58
무형자산상각비	129	100	96	93
기타	254	168	117	124
영업활동으로인한자산및부채의변동	-121	57	5	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	-23	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	0	0	0
법인세납부	-4	-73	-35	-49
투자활동으로 인한 현금흐름	525	-254	-61	-71
유형자산처분(취득)	-36	-118	-50	-55
무형자산감소(증가)	13	-117	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	26	14	-1	-1
기타투자활동	522	-33	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-540	-265	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-475	-265	1	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-66	0	0	0
현금의 증가	-73	147	178	162
기초현금	503	430	578	756
기말현금	430	578	756	917

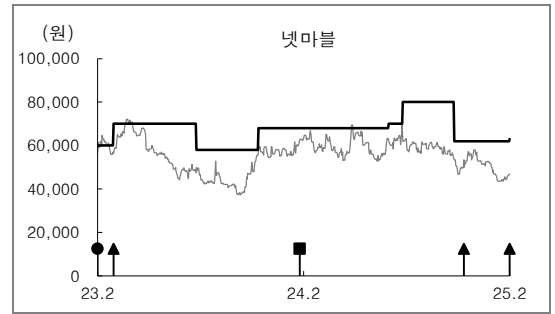
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	154.4	35.7	26.6
P/CF (x)	36.6	13.6	10.7	9.5
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	57.3	15.5	18.9	15.8
EPS (원)	-2,975	335	1,311	1,756
CFPS (원)	1,587	3,809	4,351	4,907
BPS (원)	62,650	67,522	68,832	70,588
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-6.4	6.5	-3.4	2.8
EBITDA증가율 (%)	-5.5	215.5	-26.8	15.4
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	-45.1	36.5
EPS증가율 (%)	적지	흑전	291.3	34.0
매출채권 회전율 (회)	11.3	10.0	9.2	9.4
재고자산 회전율 (회)	900.4	973.9	931.1	947.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.6	0.1	1.3	1.7
ROE (%)	-4.9	0.6	2.1	2.7
ROIC (%)	-3.5	0.4	2.5	3.5
부채비율 (%)	55.9	49.4	48.6	47.5
유동비율 (%)	47.5	82.7	95.8	107.6
순차입금/자기자본 (%)	31.6	21.7	18.1	14.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.7	1.0	1.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.02.14	매수	63,000	-	-
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.