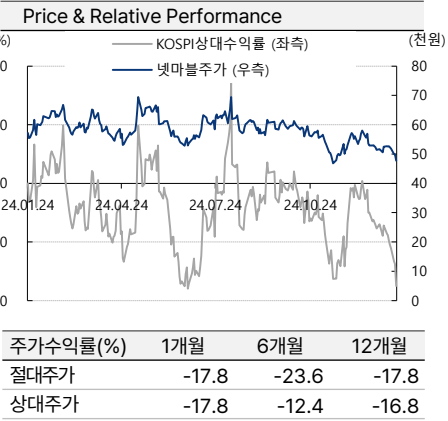


넷마블 (251270) : 9종의 신작 통한 이익 성장 기조 굳히기

Buy
TP 60,000원

유지
하향

Company Data	
현재가(01/15)	47,700원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	69,400 원
52주 최저가(보통주)	46,850 원
KOSPI (01/15)	2,496.81p
KOSDAQ (01/15)	711.61p
자본금	86 억원
시가총액	41,000 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	8.4 만주
평균거래대금(60일)	44 억원
외국인지분(보통주)	26.12%
주요주주	방준혁 외 13인 24.33%



▶ 다양한 내/외부 IP의 게임화에 성공

- 동사는 국내 상장 게임사 중 이례적으로 애니메이션, 웹툰, 코믹스, 영화 등 외부 IP의 게임화에 다수 성공 사례를 보유. 다변화된 지역, 장르, IP 구성으로 소수 게임에 대한 의존도가 낮으며 25년에도 자체 IP(몬스터 길들이기, 세븐나이트 등) 및 외부 IP(왕좌의 게임, 일곱개의 대죄 등)를 활용한 신작 라인업을 출시하여 25년 YoY +10.8%의 영업이익 성장을 전망.

▶ 지급수수료를 추가 감소 전망

- 자체 PC 런처를 활용해 매출 대비 지급수수료율이 3Q24 누적 기준 35.5%로 전년동기비 -4%p 감소하였음. 2025년 신작 라인업 중 '킹 오브 파이터 AFK'를 제외한 라인업이 PC/모바일 동시 출시 예정으로, PC 매출(자체 런처 활용) 비중에 따라 추가적인 지급수수료율 하락(YoY -1.1%p)을 전망.

▶ 2025년 매출 2.68조원(YoY +2.0%), 영업이익 2,297억원(YoY +11.4%, OPM 8.6%) 기록 전망

- 기존작 매출 하향이 진행되고 있으나 기대작인 '왕좌의 게임: 킹스로드'(오픈월드 액션 RPG, 1H25), '일곱개의 대죄: origin'(오픈월드 RPG, 2H25), '몬길: STAR DIVE'(액션 RPG, 2H25)를 포함한 9종의 신작 출시를 통해 2025년 매출 2.68조원(YoY +2.0%)을 전망. 비용 측면에서는 효율적인 인건비(YoY +1%) 및 마케팅비(연간 매출 대비 18.1% 전망) 집행과 PC 매출 비중 증가에 따른 지급수수료율 감소로 OPM은 8.6%로 YoY +0.8%p 상승 전망.
- 목표주가 60,000원으로 -27% 하향조정. 25F 지배순이익 2,248억원에 글로벌 peer 게임사 25F PER 평균인 20배를 적용해 영업가치를 4.5조원, 자산가치를 1.59조원으로 산정해 SOTP Valuation을 적용함에 따름.

Forecast earnings & Valuation					
	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	2,673	2,502	2,628	2,680	2,728
YoY(%)	6.6	-6.4	5.0	2.0	1.8
영업이익(십억원)	-109	-68	206	230	251
OP마진(%)	-4.1	-2.7	7.8	8.6	9.2
순이익(십억원)	-886	-304	178	207	224
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,291	2,614	2,833
YoY(%)	적전	적지	흑전	14.1	8.4
PER(배)	-6.3	-19.5	22.6	18.2	16.8
PCR(배)	19.3	27.1	8.5	9.3	9.5
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	58.5	56.6	16.0	13.8	12.5
ROE(%)	-14.6	-4.9	3.9	4.2	4.4

넷마블(251270): 9종의 신작 통한 이익 성장 기조 굳히기

넷마블 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	613.4	578.5	625.3	719.8	756.7	2,673.4	2,502.1	2,628.2	2,680.3
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.6%	-7.8%	-1.2%	-20.0%	11.2%	23.4%	6.6%	-6.4%	5.0%	2.0%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	51.8	61.8	39.4	50.3	49.3	58.8	288.6	269.6	230.8	197.7
스핀엑스 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	142.4	148.0	147.4	146.5	145.4	149.9	642.2	649.0	602.9	589.2
세븐나이트 키우기	-	-	31.5	53.2	29.3	19.0	15.4	13.1	10.9	9.3	8.9	12.2	-	84.8	76.8	41.4
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	25.9	30.0	31.5	29.2	27.7	28.7	180.2	149.8	128.2	117.2
아스달 연대기	-	-	-	-	-	39.1	19.4	11.7	9.1	7.4	6.0	4.8	-	-	70.2	27.2
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156.4	84.1	47.5	41.8	36.0	32.7	53.4	-	-	288.1	163.9
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	38.8	34.7	37.0	30.7	28.0	25.2	-	-	104.8	120.9
킹 아사: 레전드 라이즈	-	-	-	-	-	-	-	6.6	10.8	9.3	8.4	7.6	-	-	6.6	36.1
킹 오브 파이터 AFK	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0	12.7	10.9	9.9	-	-	-	45.5
왕좌의게임: 킹스로드	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.0	46.0	27.6	-	-	-	113.6
세븐나이트 리버스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.0	13.8	11.0	-	-	-	30.8
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.0	33.1	19.9	-	-	-	71.0
The RED: 피의 계승자	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	35.0	32.2	-	-	-	67.2
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44.0	60.7	-	-	-	104.7
몬길: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0	32.2	-	-	-	42.2
데미스 리본	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.0	-	-	-	9.0
기타	337.5	331.8	346.8	332.8	304.4	286.0	262.2	260.0	238.6	229.8	220.6	213.6	1,562.5	1,348.9	1,112.7	902.6
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	581.8	587.5	554.3	586.5	642.6	667.3	2,782.1	2,570.6	2,421.9	2,450.7
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	217.7	200.3	213.4	247.9	261.6	1,056.2	980.0	933.0	923.3
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	179.1	177.9	178.1	184.5	181.7	181.1	782.1	744.1	719.2	725.5
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	116.5	102.5	112.6	131.0	140.0	524.3	486.8	466.3	486.0
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	35.9	34.9	32.4	34.6	40.3	42.4	187.1	174.3	146.7	149.8
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	37.3	40.5	40.9	41.3	41.7	42.1	232.4	185.4	156.7	166.1
영업이익	- 28.2 -	37.2 -	21.9	18.8	3.7	111.2	65.5	25.8	24.2	38.9	77.2	89.4	- 108.7 -	68.5	206.2	229.7
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	37.3%	555.3%	-65.0%	17.8%	246.1%	적자전환	적자지속	흑자전환	11.4%
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	4.2%	4.2%	6.2%	10.7%	11.8%	-4.1%	-2.7%	7.8%	8.6%
당기순이익	- 45.8 -	44.1 -	28.4 -	185.6	- 9.9	162.3	20.6	4.9	17.1	51.7	64.0	74.0	- 886.4 -	303.9	177.9	206.8
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	3.2%	0.8%	3.0%	8.3%	8.9%	9.8%	-33.2%	-12.1%	6.8%	7.7%

출처: 넷마블, 교보증권 리서치센터

넷마블(251270): 9종의 신작 통한 이익 성장 기조 굳히기

넷마블 실적 추이 및 전망

부문	단위	25F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		4,496	
	십억원	25F 지배순이익	224.8	
	배	target PER	20.0	글로벌 게임사 peer 25F PER 평균
지분가치			1,585	
코웨이	십억원	부문 가치	847	
	십억원	시가총액	5,624	
	%	지분율	25.1%	
	%	할인율	40%	40% 할인
하이브	십억원	부문 가치	524	
	십억원	시가총액	9,247	
	%	지분율	9.4%	
	%	할인율	40%	40% 할인
엔씨소프트	십억원	지분 가치	214	
	십억원	시가총액	4,022	
	%	지분율	8.9%	
	%	할인율	40%	40% 할인
순차입금			- 917	
적정시가총액	십억원		5,165	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		60,087	
목표주가	원		60,000	
현재주가	원		47,700	
상승여력	%		25.8%	

출처: 넷마블, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,628	2,680	2,728
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,628	2,680	2,728
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,782	2,571	2,422	2,451	2,477
영업이익	-109	-68	206	230	251
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	7.8	8.6	9.2
EBITDA	124	117	357	360	365
EBITDA Margin (%)	4.6	4.7	13.6	13.4	13.4
영업외손익	-833	-90	60	29	29
관계기업손익	80	113	135	135	135
금융수익	327	73	65	65	65
금융비용	-476	-262	-229	-229	-229
기타	-765	-14	90	59	59
법인세비용차감전순손익	-941	-159	266	258	280
법인세비용	-55	145	88	52	56
계속사업순손익	-886	-304	178	207	224
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	178	207	224
당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	6.8	7.7	8.2
비지배자분순이익	-67	-48	-19	-18	-19
지배자분순이익	-819	-256	197	225	243
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	7.5	8.4	8.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	-286	30	30	30
포괄손이익	-880	-590	208	237	254
비지배자분포괄이익	-59	-48	17	19	21
지배자분포괄이익	-821	-542	191	218	233

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	289	304	305
당기순이익	-886	-304	178	207	224
비현금항목의 가감	1,088	440	337	266	237
감가상각비	54	57	45	35	28
외환손익	152	36	31	31	31
지분법평가손익	-80	-113	-135	-135	-135
기타	962	461	396	334	313
자산부채의 증감	-73	-121	-37	-30	-30
기타현금흐름	-536	-113	-189	-138	-126
투자활동 현금흐름	-40	525	84	134	133
투자자산	58	545	100	150	150
유형자산	-39	-36	0	0	0
기타	-60	16	-16	-16	-17
재무활동 현금흐름	-549	-540	-193	-123	-123
단기차입금	-327	-251	-43	-43	-43
사채	0	-160	0	0	0
장기차입금	-52	-16	-16	-16	-16
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-2	0	0	0
기타	-118	-111	-135	-65	-65
현금의 증감	-851	-73	174	324	342
기초 현금	1,354	503	430	605	928
기말 현금	503	430	605	928	1,270
NOPLAT	-102	-131	138	184	201
FCF	18	-103	252	284	285

재무상태표

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,081	1,401	1,740
현금및현금성자산	503	430	605	928	1,270
매출채권 및 기타채권	215	272	279	280	282
채고자산	3	3	3	3	3
기타유동자산	276	201	195	189	184
비유동자산	7,938	7,010	6,872	6,704	6,553
유형자산	336	344	300	265	237
관계기업투자금	2,537	2,386	2,399	2,361	2,324
기타금융자산	1,036	623	623	623	623
기타비유동자산	4,030	3,657	3,551	3,455	3,369
자산총계	8,936	7,916	7,953	8,104	8,293
유동부채	2,294	1,906	1,800	1,765	1,730
매입채무 및 기타채무	213	172	173	174	175
차입금	1,507	1,311	1,269	1,226	1,184
유동성채무	222	86	16	16	16
기타유동부채	351	336	342	349	356
비유동부채	1,020	931	873	831	805
차입금	456	372	356	341	325
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	564	560	517	490	480
부채총계	3,314	2,837	2,673	2,595	2,535
지배자분	5,461	4,980	5,176	5,401	5,645
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,378	1,128	1,325	1,550	1,794
기타자본변동	-525	-480	-480	-480	-480
비지배자분	161	100	103	108	113
자본총계	5,622	5,079	5,280	5,509	5,757
총차입금	2,524	2,043	1,862	1,761	1,669

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	2,291	2,614	2,833
PER	-6.3	-19.5	22.6	18.2	16.8
BPS	63,533	57,933	60,223	62,838	65,670
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	1,439	1,361	4,156	4,194	4,247
EV/EBITDA	58.5	56.6	16.0	13.8	12.5
SPS	31,103	29,109	30,577	31,183	31,739
PSR	1.9	2.0	1.7	1.5	1.5
CFPS	209	-1,198	2,930	3,305	3,313
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	6.6	-6.4	5.0	2.0	1.8
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	11.3	9.4
순이익 증가율	적전	적지	흑전	16.1	8.4
수익성					
ROIC	-2.7	-3.6	4.0	5.6	6.3
ROA	-8.4	-3.0	2.5	2.8	3.0
ROE	-14.6	-4.9	3.9	4.2	4.4
안정성					
부채비율	58.9	55.9	50.6	47.1	44.0
순차입금비용	28.3	25.8	23.4	21.7	20.1
이자보상배율	-1.0	-0.5	1.5	1.7	2.0