

넷마블 (251270)

폼 찾는 중

투자의견

BUY(유지)

목표주가

70,000 원(상향)

현재주가

57,000 원(06/16)

시가총액

4,899(십억원)

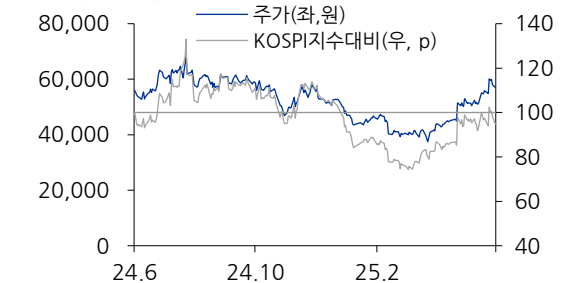
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 7,265억원(-7%yoy), 영업이익 922억원(-17%yoy)으로 컨센서스(631억원)를 상회할 전망
- 3/20일 출시된 MMORPG 'RF온라인 넥스트'는 부진한 시장환경에도 불구하고 높은 일매출 순위를 유지(6/16 기준 5위). 또한 5/15일 신작 '세븐나이츠 리버스'는 출시 직후 빠르게 매출 순위 1위를 달성했으며, 6월초 매출 순위 2위로 하락했지만 신규 '연희' 업데이트 효과로 1위를 탈환. 향후 기존 원작 세븐나이츠의 인기 캐릭터를 비교적 짧은 주기로 출시해 매출 하향을 방어할 것으로 기대
- 이외에도 기존 나혼렘, 레이븐2 등 또한 업데이트 효과로 qoq 매출 증가가 예상되며, 특히 7대최 그랜드크로스는 6주년 업데이트 효과로 일본 iOS 매출 순위 8위까지 반등에 성공해 전분기 대비 매출 증가할 전망
- 비용에서는 RF온라인, 세나 리버스 등 자체 IP 매출 비중 확대로 지급수수료율이 전분기 대비 개선될 전망. 인건비는 제한된 인력 채용 기조로 전분기와 유사한 수준. 다만 다수의 신작 출시 등으로 마케팅비는 qoq 증가할 것
- 상반기 기존 및 신규 IP 신작 모두 양호한 성과를 달성해 실적으로도 이어지고 있음. 또한 하반기에는 MMORPG 2종(뱀피르, 프로젝트 SOL)과 기존 IP기반 신작 2종(몬갈: STAR DIVE, 일곱개의 대죄:Origin) 등의 출시로 하반기 실적 우상향까지 전망됨. 특히 오픈월드 기반의 '일곱개의 대죄:Origin'은 기존 IP 팬덤 및 신규 유저들로부터 소구력을 갖기에 충분하다고 판단함
- 목표주가를 기존 6만원에서 7만원으로 상향함. 하반기 신작 매출 추정치 상향에 따라 12m fwd EPS(2,802원)에 타겟 PER(25배) 적용해 산출함

주가(원,06/16)	57,000		
시가총액(십억원)	4,899		
발행주식수	85,954천주		
52주 최고가	72,100원		
최저가	37,500원		
52주 일간 Beta	1.02		
3개월 일평균거래대금	83억원		
외국인 지분율	0.0%		
배당수익률(2025F)	0.7%		
주주구성			
방준혁 (외 15인)	58.6%		
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-4.6	-16.8	-4.9
절대기준	7.5	1.6	2.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	60,000	▲
영업이익(25)	315	277	▲
영업이익(26)	329	304	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,787	2,885
영업이익	-68	216	315	329
세전손익	-159	76	346	362
당기순이익	-304	3	281	286
EPS(원)	-2,975	298	2,981	3,112
증감률(%)	na	흑전	899.3	4.4
PER(배)	na	173.3	19.1	18.3
ROE(%)	-4.9	0.5	4.7	4.7
PBR(배)	1.0	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	54.2	14.7	12.2	11.4

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	726.5	691.1	745.6	2,663.8	2,787.1
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-7.1%	6.8%	14.9%	6.5%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1	542.2	599.1	572.9	676.6	639.4	694.6	2,454.4	2,583.5
PC 게임	7.1	7.0	8.6	6.9	7.5	7.3	7.7	8.0	29.6	30.5
기타	48.0	39.0	49.8	42.9	43.5	42.6	44.0	43.0	179.7	173.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	634.3	617.3	646.2	2,448.2	2,472.0
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-5.4%	6.1%	5.3%	-4.8%	1.0%
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	250.6	243.3	256.5	946.9	969.5
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.6	175.5	179.6	720.0	701.8
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	137.0	128.0	132.0	470.3	511.2
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	32.0	32.5	33.0	154.4	129.4
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	40.1	38.0	45.1	156.6	160.1
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	92.2	73.8	99.4	215.6	315.1
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.1%	1246%	-17.1%	12.7%	182.2%	흑자전환	46.1%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	12.7%	10.7%	13.3%	8.1%	11.3%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	47.8	-4.5	-6.1	-6.0	-139.3	31.2
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	87.7	67.7	93.4	76.3	346.4
지배순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	64.3	49.4	67.0	25.6	256.2
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-62.1%	120.0%	흑자전환	흑자전환	899.3%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,787.1	2,884.6
영업이익	-68.5	215.6	315.1	329.3
세전이익	-158.6	76.3	346.4	362.1
지배순이익	-255.7	25.6	256.2	267.5
EPS(원)	-2,975	298	2,981	3,112
PER(배)	na	173.3	19.1	18.3
OPM(%)	-2.7%	8.1%	11.3%	11.4%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	9.2%	9.3%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,787	2,885	2,694	2,815	3.5%	2.5%
영업이익	315	329	277	304	13.7%	8.2%
세전이익	346	362	266	304	30.1%	19.1%
지배순이익	256	267	187	213	36.9%	25.4%
% of Sales						
영업이익	11.3%	11.4%	10.3%	10.8%		
세전이익	12.4%	12.5%	9.9%	10.8%		
지배순이익	9.2%	9.3%	6.9%	7.6%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 넷마블 목표주가 변경

적용 EPS(원)	2,802	12m Fwd EPS 추정치
적용 PER(배)	25.0	글로벌 주요 게임사 PER 평균 적용
목표주가(원)	70,000	기존 60,000 원 대비 16.7% 상향

자료: 유진투자증권

도표 5. RF 온라인 넥스트 매출 순위 (플레이스토어)

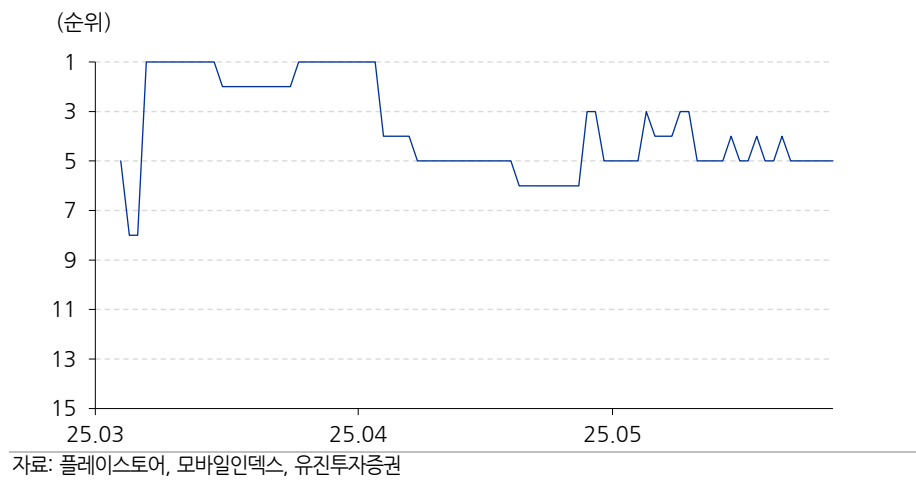


도표 6. 세븐나이츠 리버스 매출 순위 (플레이스토어)

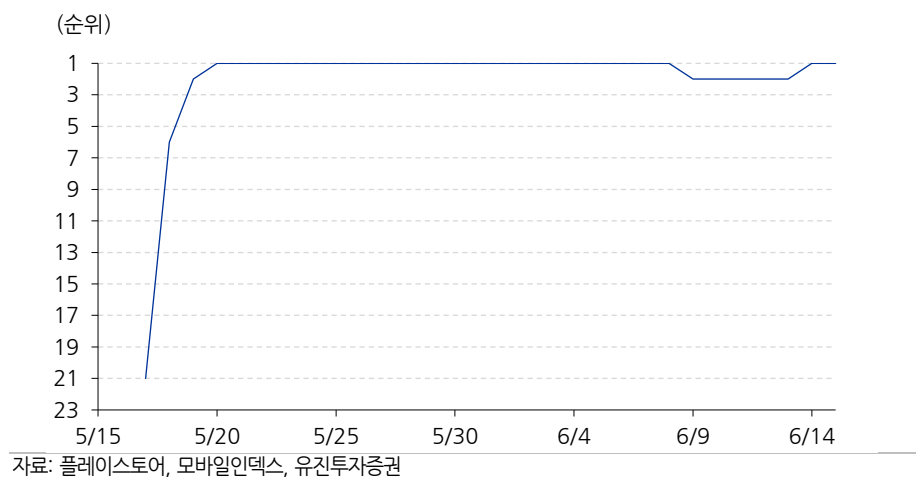


도표 7. 나혼렙 매출 순위 (플레이스토어)

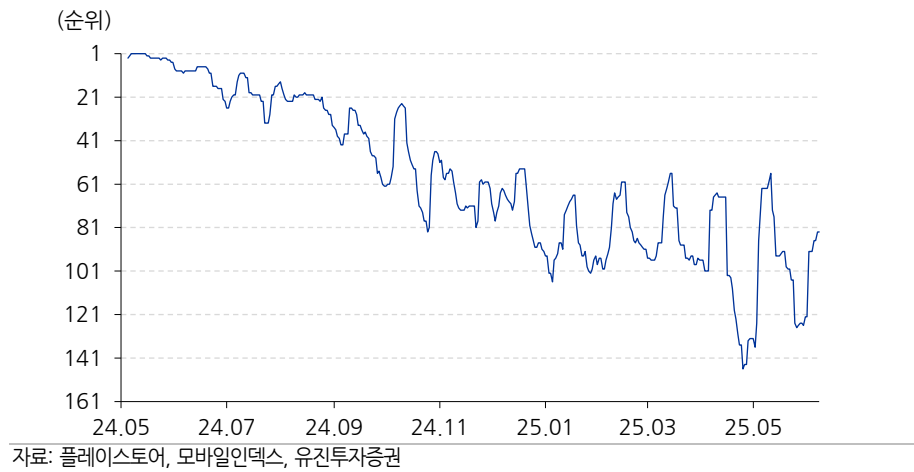


도표 8. 레이븐 2 매출 순위 (플레이스토어)

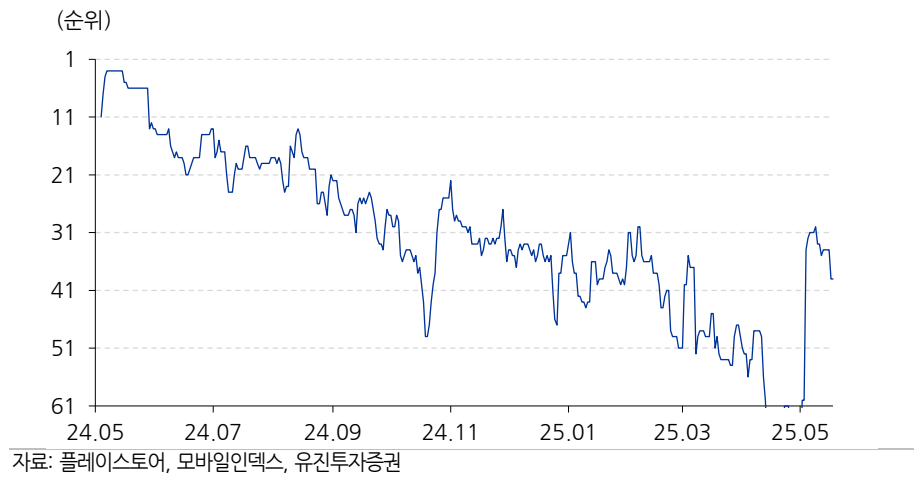


도표 9. 레이븐 2 일본 매출 순위 (앱스토어)

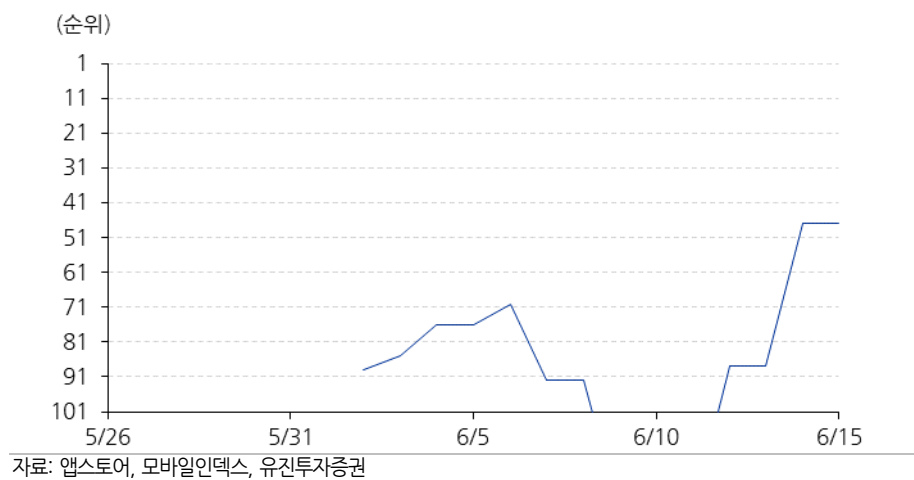


도표 10. 넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
3/20	RF 온라인 넥스트	넷마블엔투	국내	MMORPG	모바일/PC
5/15	세븐나이츠 리버스	넷마블넥서스	글로벌	턴제 RPG	모바일/PC
5/21	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블네오	글로벌	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC
2Q25	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	글로벌	수집형 AFK RPG	모바일
2H25	뱀피르	넷마블네오	국내	MMORPG	모바일/PC
	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
	나 혼자만 레벨업: ARISE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG	콘솔/PC
	프로젝트 SOL	알트나인	국내	MMORPG	모바일/PC
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 11. 마블 CoC 독립기념일 업데이트(24 년)



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 12. 세븐나이츠: 리버스 신규 영웅 '연희'(6/12)



자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	7,916	8,177	8,297	8,570	8,816
유동자산	906	1,115	1,407	1,656	1,864
현금성자산	499	684	906	1,130	1,333
매출채권	272	295	363	386	390
재고자산	3	2	3	3	3
비유동자산	7,010	7,062	6,890	6,915	6,953
투자자산	3,437	3,477	3,561	3,705	3,856
유형자산	344	340	314	285	260
기타	3,229	3,245	3,015	2,925	2,837
부채총계	2,837	2,703	2,655	2,697	2,717
유동부채	1,940	1,348	1,663	1,694	1,702
매입채무	265	344	419	446	450
유동성이자부채	1,398	636	873	873	873
기타	278	368	372	375	379
비유동부채	897	1,355	992	1,003	1,015
비유동이자부채	443	1,057	696	696	696
기타	454	298	296	308	320
자본총계	5,079	5,474	5,642	5,874	6,099
지배지분	4,980	5,416	5,589	5,820	6,046
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
이익잉여금	1,128	1,145	1,368	1,599	1,825
기타	792	1,207	1,157	1,157	1,157
비지배지분	100	58	53	53	53
자본총계	5,079	5,474	5,642	5,874	6,099
총차입금	1,841	1,693	1,568	1,568	1,568
순차입금	1,342	1,009	662	438	235

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(98)	288	348	364	343
당기순이익	(304)	3	281	286	280
자산상각비	185	154	143	141	134
기타비현금성손익	255	228	(255)	(190)	(208)
운전자본증감	(121)	(35)	44	6	3
매출채권감소(증가)	(80)	(9)	(18)	(23)	(4)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(15)	(6)	55	27	4
기타	(26)	(19)	8	2	2
투자현금	466	37	41	(108)	(108)
단기투자자산감소	32	(37)	25	(3)	(3)
장기투자증권감소	518	229	(52)	(60)	(59)
설비투자	36	17	20	19	19
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	13	21	1	(2)	(2)
재무현금	(481)	(221)	(130)	(36)	(36)
차입금증가	(493)	(203)	(131)	0	0
자본증가	(2)	(0)	(34)	(36)	(36)
배당금지급	2	0	34	36	36
현금 증감	(73)	148	247	221	199
기초현금	503	430	578	825	1,046
기말현금	430	578	825	1,046	1,245
Gross Cash flow	136	385	333	359	340
Gross Investment	(312)	(39)	(60)	99	101
Free Cash Flow	449	424	394	260	239

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,787	2,885	2,913
증가율(%)	(6.4)	6.5	4.6	3.5	1.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,787	2,885	2,913
판매 및 일반관리비	2,571	2,448	2,472	2,555	2,581
기타영업손익	(8)	(5)	1	3	1
영업이익	(68)	216	315	329	333
증가율(%)	적지	흑전	46.1	4.5	1.0
EBITDA	117	370	458	470	466
증가율(%)	(5.5)	216.4	23.7	2.7	(0.8)
영업외손익	(90)	(139)	31	33	22
이자수익	29	25	19	16	23
이자비용	147	107	82	82	91
지분법손익	423	244	73	61	67
기타영업손익	(396)	(300)	22	39	22
세전순이익	(159)	76	346	362	354
증가율(%)	적지	흑전	354.0	4.5	(2.2)
법인세비용	145	73	66	76	74
당기순이익	(304)	3	281	286	280
증가율(%)	적지	흑전	8,630.3	1.9	(2.2)
지배주주지분	(256)	26	256	267	262
증가율(%)	적지	흑전	899.3	4.4	(2.2)
비지배지분	(48)	(22)	25	19	18
EPS(원)	(2,975)	298	2,981	3,112	3,045
증가율(%)	적지	흑전	899.3	4.4	(2.2)
수정EPS(원)	(2,975)	298	2,981	3,112	3,045
증가율(%)	적지	흑전	899.3	4.4	(2.2)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	2,981	3,112	3,045
BPS	57,933	63,011	65,021	67,716	70,340
DPS	0	417	420	420	420
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	173.3	19.1	18.3	18.7
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	54.2	14.7	12.2	11.4	11.0
배당수익율	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	36.6	11.5	14.7	13.7	14.4
수익성(%)					
영업이익율	(2.7)	8.1	11.3	11.4	11.4
EBITDA이익율	4.7	13.9	16.4	16.3	16.0
순이익율	(12.1)	0.1	10.1	9.9	9.6
ROE	(4.9)	0.5	4.7	4.7	4.4
ROIC	(1.3)	0.3	7.4	8.0	8.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	26.4	18.4	11.7	7.5	3.9
유동비율	46.7	82.7	84.6	97.8	109.5
이자보상배율	(0.5)	2.0	3.8	4.0	3.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	10.3	9.4	8.5	7.7	7.5
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,177.8	1,069.4	1,042.4
매입채무회전율	10.5	8.8	7.3	6.7	6.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

