

넷마블

251270

Feb 14, 2025

Buy 유지

TP 60,000 원 유지

Company Data

현재가(02/13)	46,750 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,400 원
52 주 최저가(보통주)	43,500 원
KOSPI (02/13)	2,583.17p
KOSDAQ (02/13)	749.28p
자본금	86 억원
시가총액	40,183 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	122 만주
평균거래대금(60 일)	56 억원
외국인지분(보통주)	26.38%
주요주주	
방준혁 외 13 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT	17.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	-25.3	-24.8
상대주가	-9.9	-24.2	-22.9

흑자 전환을 넘어 지속 성장을 향해

4Q24 review: 매출 & 영업이익 컨센서스 상회

넷마블 4Q24 매출은 6,490억원(YoY -2.5%, QoQ +0.3%), 영업이익은 352억원(YoY +87.2%, OPM 5.4%)로 시장 예상치(매출 6,130억원, 영익 272억원) 상회. 매출은 'MCoC', '일곱개의 대죄: GRAND CROSS', '스핀엑스 3종', '마블 퓨처파이트' 등 해외 자회사 게임들의 계절성 업데이트 효과가 커, 4Q24 '킹 아서'의 매출 기여가 크지 않았고, 기존작들의 매출 하향이 진행되었음에도 전분기와 유사한 수준의 매출을 기록.

영업비용 중 인건비는 인력 감소로 1,787억원(YoY -2.2%, QoQ -0.2%), 마케팅비는 효율적 마케팅 진행으로 1,205억원(YoY -5.6%, QoQ +15.2%) 집행. 지급수수료는 2,316억원(YoY -8.6%, QoQ +3.0%)으로 매출 대비 35.7% 기록. 해당 비율은 자체 결제 시스템 도입으로 YoY -2.4%p 절감되었으나, QoQ로는 외부 IP 매출 증가로 +1.0%p 상승한 수치.

투자의견 Buy & 목표주가 60,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 60,000원 유지. 24년 흑자 전환 이후 동사는 25년 'RF 온라인 넥스트'(3월 20일 출시, MMORPG)를 시작으로 다변화된 지역, 장르, IP의 신작을 9종을 출시해 이익 성장(YoY +21.1% 추정) 기초를 이어나갈 것으로 예상. 특히 '왕좌의 게임: 킹스로드'(오픈월드 액션 RPG, 1H25), '일곱개의 대죄: origin'(오픈월드 RPG, 2H25), '몬 길: STAR DIVE'(액션 RPG, 2H25) 등 유력 IP 기반 신작의 성과 기대. 24년 '나 혼자만 레벨업: ARISE' 출시 성과(연간 2,795억원)이 매출 성장 부담 요인으로 작용하지만 'MCoC', '일곱개의 대죄: GRAND CROSS'와 마찬가지로 PLC 장기화에 성공할 경우 동사는 장기 성장 추이에 돌입 가능할 것으로 전망.

비용 측면에서 인건비, 감각상각비 등 고정비 상승은 제한될 것으로 판단하며, '킹 오브 파이터 AFK'(모바일 수집형 RPG)를 제외한 신작들은 PC 동시 출시로 자체 결제 시스템 활용이 가능. 24년 지급수수료를 하락을 이끌었던 주요작들의 PC 결제 비중은 유지중인 것으로 파악되어 효과 누적으로 매출 대비 지급수수료율은 YoY -1%p 추가 하락 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12P	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,673	2,502	2,664	2,738	2,806
YoY(%)	6.6	-6.4	6.5	2.8	2.5
영업이익(십억원)	-109	-68	216	261	304
OP 마진(%)	-4.1	-2.7	8.1	9.5	10.8
순이익(십억원)	-886	-304	6	238	272
EPS(원)	-9,531	-2,975	335	2,703	3,090
YoY(%)	적전	적지	흑전	706.4	14.3
PER(배)	-6.3	-19.5	154.2	17.3	15.1
PCR(배)	19.3	27.1	12.8	8.9	8.8
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	58.5	56.6	16.1	12.9	11.0
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.6	4.5	4.9



인터넷게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



넷마블 [251270]

흑자 전환을 넘어 지속 성장을 향해

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024P	2025E	
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	586.5	661.4	706.5	783.4	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,737.8	
성장률(YoY %)	-2.9%	29.6%	2.6%	-2.5%	0.2%	-15.4%	9.1%	20.7%	6.6%	-6.4%	6.5%	2.8%	
MCoC	46.8	70.4	51.8	84.4	48.9	60.5	48.6	63.3	288.6	269.6	253.4	221.4	
스핀오프 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	148.7	142.6	141.6	146.5	642.2	649.0	604.2	579.4	
일곱개의 대죄	41.0	31.3	25.9	32.5	34.2	30.3	26.3	30.0	180.2	149.8	130.6	120.7	
나 혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	34.3	29.5	26.8	48.1	-	-	279.5	138.7	
레이븐2	-	31.3	38.8	32.5	33.8	28.5	25.9	23.3	-	-	102.6	111.6	
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	5.5	31.9	16.1	11.3	-	-	-	64.7	
킹 오브 파이터 AFK	-	-	-	-	-	14.0	15.6	14.1	-	-	-	43.7	
왕좌의게임: 킹스로드	-	-	-	-	-	50.0	46.0	27.6	-	-	-	123.6	
세븐나이츠 리버스	-	-	-	-	-	6.0	13.8	11.0	-	-	-	30.8	
The RED: 피의 계승자	-	-	-	-	-	-	35.0	32.2	-	-	-	67.2	
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	44.0	60.7	-	-	-	104.7	
몬걸: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	10.0	32.2	-	-	-	42.2	
프로젝트 SOL	-	-	-	-	-	-	-	31.5	-	-	-	31.5	
기타	333.7	344.1	304.2	311.5	281.2	268.1	256.7	251.5	1,562.5	1,348.9	1,293.6	1,057.4	
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	554.6	603.8	631.8	686.3	2,782.1	2,570.6	2,448.2	2,476.6	
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	203.4	226.1	243.9	271.6	1,056.2	980.0	946.9	945.1	
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	178.1	184.5	181.7	181.1	782.1	744.1	720.0	725.5	
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	103.3	119.1	128.6	144.9	524.3	486.8	470.3	495.8	
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	34.6	39.1	42.9	54.1	187.1	174.3	156.6	170.7	
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	35.1	35.0	34.8	34.6	232.4	185.4	154.4	139.5	
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	31.9	57.6	74.7	97.0	-108.7	68.5	215.6	261.1	
성장률(YoY %)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.2%	760.9%	-48.2%	14.0%	175.7%	적자전환	적자지속	흑자전환	21.1%	
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	5.4%	8.7%	10.6%	12.4%	-4.1%	-2.7%	8.1%	9.5%	
당기순이익	-	9.9	162.3	20.6	166.7	23.2	66.6	62.0	86.2	886.4	303.9	6.3	238.0
NPM(%)	-1.7%	20.8%	3.2%	-25.7%	4.0%	10.1%	8.8%	11.0%	-33.2%	-12.1%	0.2%	8.7%	

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
1H25	RF 온라인 넥스트	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	글로벌	모바일	외부 IP
	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
2H25	The RED: 피의 계승자	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일/PC/콘솔	외부 IP
	몬걸: STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	데미스 리본	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	나 혼자만 레벨업: ARISE	액션 RPG	글로벌	PC/콘솔	외부 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

넷마블 [251270]

흑자 전환을 넘어 지속 성장을 향해

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,738	2,806
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,738	2,806
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,782	2,571	2,448	2,477	2,502
영업이익	-109	-68	216	261	304
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	9.5	10.8
EBITDA	124	117	367	392	418
EBITDA Margin (%)	4.6	4.7	13.8	14.3	14.9
영업외손익	-833	-90	-136	36	36
관계기업손익	80	113	135	135	135
금융수익	327	73	65	65	65
금융비용	-476	-262	-229	-229	-229
기타	-765	-14	-106	67	67
법인세비용차감전순이익	-941	-159	80	298	340
법인세비용	-55	145	73	60	68
계속사업순이익	-886	-304	6	238	272
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	6	238	272
당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.2	8.7	9.7
비지배지분순이익	-67	-48	-23	6	7
지배지분순이익	-819	-256	29	232	266
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	1.1	8.5	9.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	-286	30	30	30
포괄순이익	-880	-590	36	268	302
비지배지분포괄이익	-59	-48	3	22	25
지배지분포괄이익	-821	-542	33	246	278

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	114	334	351
당기순이익	-886	-304	6	238	272
비현금항목의 가감	1,088	440	329	279	254
감가상각비	54	57	45	35	28
외환손익	152	36	31	31	31
지분법평가손익	-80	-113	-135	-135	-135
기타	962	461	387	347	330
자산부채의 증감	-73	-121	-40	-32	-32
기타현금흐름	-536	-113	-181	-151	-143
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	0	330	363
기초 현금	1,354	503	430	430	760
기말 현금	503	430	430	760	1,122
NOPLAT	-102	-131	17	209	243
FCF	18	-103	128	307	325

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	997	906	910	1,238	1,600
현금및현금성자산	503	430	430	760	1,122
매출채권 및 기타채권	215	272	282	286	290
재고자산	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
기타금융투자자산	1,036	623	623	623	623
기타비유동자산	4,030	3,657	3,551	3,455	3,369
자산총계	8,936	7,916	7,782	7,942	8,153
유동부채	2,294	1,906	1,800	1,765	1,731
매입채무 및 기타채무	213	172	174	175	176
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	2,674	2,596	2,536
지배지분	5,461	4,980	5,008	5,241	5,506
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,378	1,128	1,157	1,390	1,655
기타자본변동	-525	-480	-480	-480	-480
비지배지분	161	100	100	105	110
자본총계	5,622	5,079	5,108	5,345	5,616
총차입금	2,524	2,043	1,862	1,761	1,669

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	335	2,703	3,090
PER	-6.3	-19.5	154.2	17.3	15.1
BPS	63,533	57,933	58,268	60,971	64,062
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	1,439	1,361	4,264	4,562	4,859
EV/EBITDA	58.5	56.6	16.1	12.9	11.0
SPS	31,103	29,109	30,991	31,852	32,648
PSR	1.9	2.0	1.7	1.5	1.4
CFPS	209	-1,198	1,485	3,577	3,781
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

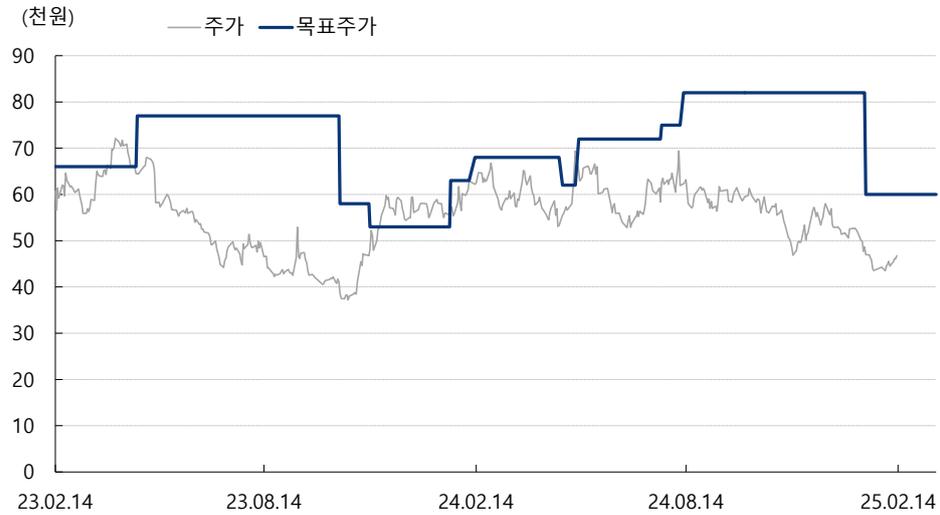
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	6.6	-6.4	6.5	2.8	2.5
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	21.2	16.3
순이익 증가율	적전	적지	흑전	3,676.5	14.3
수익성					
ROIC	-2.7	-3.6	0.5	6.3	7.6
ROA	-8.4	-3.0	0.4	3.0	3.3
ROE	-14.6	-4.9	0.6	4.5	4.9
안정성					
부채비율	58.9	55.9	52.3	48.6	45.2
순차입금비율	28.3	25.8	23.9	22.2	20.5
이자보상배율	-1.0	-0.5	1.6	2.0	2.4

넷마블 [251270]

흑자 전환을 넘어 지속 성장을 향해

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)	2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)	2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)	2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)	2024.10.21	매수	82,000	(53.4)	(37.8)
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)	2025.01.16	매수	60,000	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000		
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)					
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37					
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)					
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)					

자료: 교보증권 리서치센터

넷마블 [251270]

흑자 전환을 넘어 지속 성장을 향해

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율 공시 및 투자등급 관련 사항 ■ 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9%	2.5%	0.6%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하