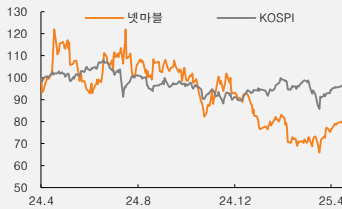


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 65,000원
현재주가(25/5/8)	44,950원
상승여력	44.6%

영업이익(25F, 십억원)	247
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	223
EPS 성장률(25F, %)	937.5
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.6
P/E(25F, x)	14.5
MKT P/E(25F, x)	9.3
KOSPI	2,579.48
시가총액(십억원)	3,864
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	25.0
베타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.8	-15.8	-25.9
상대주가	5.7	-16.4	-21.2



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

끊임없는 체질 개선 효과

1Q25 Review: 컨센서스 상회

매출액 6,240억원(+7% YoY), 영업이익 500억원으로 컨센서스(매출액 6,070억원, 영업이익 310억원)를 대폭 상회했다. 탑라인 호조는 기존작 매출 반등 및 신작 출시 효과에 기인한다. 잔존율 개선 업데이트와 애니메이션 2기 반영효과가 반영된 '나 혼자만 레벨업' 매출액은 500억원(+28% QoQ)으로 예상치를 38% 상회했다. 3/20 일 출시한 RF온라인은 출시 10일만에 190억원 수준의 매출을 기록했다.

비용 효율화가 큰 폭의 이익 서프라이즈를 견인했다. 영업비용은 5,740억원(-1% YoY)으로 예상치를 4% 하회했다. 인력 감소가 지속되면서 인건비는 YoY 4% 감소했다. 마케팅비도 효율적인 집행이 이어지면서 예상치를 4% 하회했다.

하반기 신작 출시 본격화

동사는 8종의 다변화된 장르의 신작 출시를 앞두고 있다. 2분기 세븐나이츠 리버스(턴제 RPG, 국내, 5/15일 출시 예정), 왕좌의 게임(오픈월드 액션 RPG, 글로벌, 5/21일 출시 예정), 킹 오브 파이터 AFK(수집형 RPG, 글로벌)를 출시할 계획이다. 왕좌의 게임은 서구권에 선 출시되며 아시아 지역에는 추후 출시될 예정이다.

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

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 65,000원으로 상향

1) 기존작 매출 반등 및 비용 효율화를 반영한 25F 실적 조정과 2) 밸류에이션 방식 변경(EV/EBITDA→P/E)으로 목표주가를 기존 63,000원에서 65,000원(25F 타겟 P/E 21배)으로 상향한다. 25F P/E 15배에서 거래 중이다. 다수의 신작 출시를 앞두고 있어 모멘텀이 본격화될 구간으로 판단한다.

2년 넘게 이어진 강도 높은 체질 개선으로 분기 500억원 이상의 이익을 안정적으로 낼 수 있는 체력을 회복한 점이 긍정적이다. 동사 인건비의 매출액 대비 비중은 28%로 추가적인 비용 효율화가 가능할 것으로 판단한다. 자체 결제가 가능한 신작 비중이 높아짐에 따라 지급수수료율도 지속적으로 감소할 전망이다. 신작 흥행에 따른 큰 폭의 레버리지 효과를 기대할 수 있는 구간이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,600	2,670	2,684
영업이익 (십억원)	-68	216	247	271	275
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	9.5	10.1	10.2
순이익 (십억원)	-256	26	266	264	272
EPS (원)	-2,975	298	3,095	3,076	3,165
ROE (%)	-4.9	0.5	4.8	4.6	4.5
P/E (배)	-	173.3	14.5	14.6	14.2
P/B (배)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.9	0.9	0.9

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	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	669	633	674	2,502	2,664	2,600	2,670
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-14.5%	-2.3%	3.9%	-6.4%	6.5%	-2.4%	2.7%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	63	54	89	269	253	262	273
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	47	33	38	-	280	169	135
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	27	26	25	150	131	108	93
레이븐2	-	31	39	32	31	22	17	17	-	103	87	58
제2의나라	18	14	10	9	7	6	6	6	93	51	26	22
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	10	10	87	58	40	34
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	48	48	47	206	190	194	185
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	51	52	237	217	204	220
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	49	49	206	197	198	194
기타	299	314	281	292	288	280	298	313	1,254	1,185	1,179	1,354
영업비용	582	671	582	614	574	595	584	600	2,571	2,448	2,353	2,398
지급수수료	227	263	225	232	219	233	219	232	980	947	903	902
인건비	180	183	179	179	172	173	174	175	745	720	694	708
마케팅비	102	144	105	121	114	118	120	123	487	470	475	511
기타	73	82	73	83	69	71	71	70	460	311	281	278
영업이익	4	111	66	35	50	74	49	75	-68	216	247	271
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	86.8%	1243.2%	-33.8%	-25.5%	112.5%	적지	흑전	14.5%	9.9%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	11.0%	7.7%	11.1%	-2.7%	8.1%	9.5%	10.2%
지배주주순이익	0	170	22	-163	76	69	51	71	-256	26	266	264
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.1%	12.1%	10.3%	8.0%	10.5%	-10.2%	1.0%	10.2%	9.9%

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	2,572	2,644	2,600	2,670	1%	1%	2,724	2,826	-5%	-6%	지급수수료, 기타 비용 추정치 하향
영업이익	118	162	247	271	109%	68%	223	269	11%	1%	
지배주주순이익	113	151	266	264	136%	75%	159	221	67%	20%	
영업이익률	4.6%	6.1%	9.5%	10.2%	-	-	8.2%	9.5%	-	-	
순이익률	4.4%	5.7%	10.2%	9.9%	-	-	5.9%	7.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	624	611	2%	607	3%
영업이익	50	11	350%	31	63%
지배주주순이익	76	11	569%	27	181%

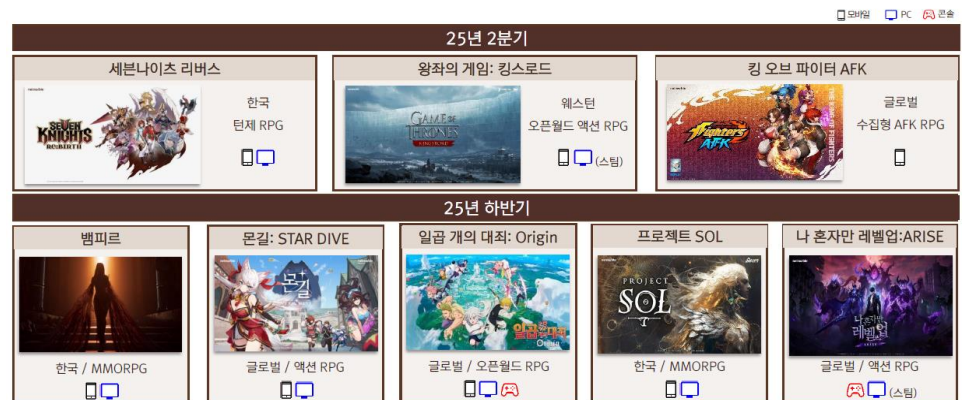
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	266	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	5,586	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	65,000	
현재주가 (원)	44,950	
상승여력	44.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 25년 신작 라인업



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,600	2,670	2,684
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,600	2,670	2,684
판매비와관리비	2,448	2,353	2,398	2,409
조정영업이익	216	247	271	275
영업이익	216	247	271	275
비영업손익	-140	104	82	88
금융손익	-89	-67	-48	-40
관계기업등 투자손익	109	165	123	121
세전계속사업손익	76	351	353	363
계속사업법인세비용	73	81	88	91
계속사업이익	3	271	264	272
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	271	264	272
지배주주	26	266	264	272
비지배주주	-22	5	0	0
총포괄이익	352	271	264	272
지배주주	371	286	279	287
비지배주주	-20	-15	-15	-15
EBITDA	370	374	398	402
FCF	270	513	344	347
EBITDA 마진율 (%)	13.9	14.4	14.9	15.0
영업이익률 (%)	8.1	9.5	10.1	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	10.2	9.9	10.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,337	1,613	1,885
현금 및 현금성자산	578	797	1,066	1,334
매출채권 및 기타채권	294	295	298	301
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	243	247	248
비유동자산	7,062	6,882	6,849	6,826
관계기업투자등	2,439	2,356	2,380	2,403
유형자산	340	403	458	518
무형자산	3,245	3,085	2,973	2,866
자산총계	8,177	8,219	8,462	8,711
유동부채	1,348	1,526	1,535	1,544
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	636	636	636
기타유동부채	582	767	775	783
비유동부채	1,355	983	986	989
장기금융부채	1,057	682	682	682
기타비유동부채	298	301	304	307
부채총계	2,703	2,509	2,521	2,533
지배주주지분	5,416	5,648	5,879	6,116
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,377	1,608	1,845
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,710	5,941	6,178

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	576	399	407
당기순이익	3	271	264	272
비현금수익비용가감	382	240	227	222
유형자산감가상각비	53	0	0	0
무형자산상각비	101	127	127	127
기타	228	113	100	95
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	178	7	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-3	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-8	0	0
법인세납부	-29	-81	-88	-91
투자활동으로 인한 현금흐름	37	-31	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-63	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	33	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-409	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-375	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	219	270	267
기초현금	430	578	797	1,066
기말현금	578	797	1,066	1,334

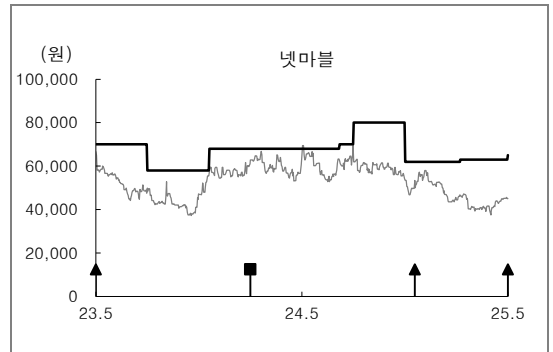
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	14.5	14.6	14.2
P/CF (x)	11.5	7.6	7.9	7.8
P/B (x)	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	14.9	11.6	10.2	9.4
EPS (원)	298	3,095	3,076	3,165
CFPS (원)	4,482	5,936	5,722	5,744
BPS (원)	67,728	70,425	73,104	75,872
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	12.6	12.9	12.6
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	6.5	-2.4	2.7	0.5
EBITDA증가율 (%)	216.4	1.1	6.4	0.9
조정영업이익증가율 (%)	흑전	14.5	9.9	1.4
EPS증가율 (%)	흑전	937.5	-0.6	2.9
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.3	9.5	9.4
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,220.9	1,241.2	1,235.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	3.3	3.2	3.2
ROE (%)	0.5	4.8	4.6	4.5
ROIC (%)	0.3	5.8	6.5	6.7
부채비율 (%)	49.4	43.9	42.4	41.0
유동비율 (%)	82.7	87.6	105.1	122.1
순차입금/자기자본 (%)	18.4	7.0	2.2	-2.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	2.7	3.4	3.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.05.09	매수	65,000	-	-
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92
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



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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.