

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 75,000원
현재주가(25/6/5)	55,900원
상승여력	34.2%

영업이익(25F,십억원)	284
Consensus 영업이익(25F,십억원)	255
EPS 성장률(25F,%)	1,098.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	15.6
MKT P/E(25F,x)	10.2
KOSPI	2,812.05
시가총액(십억원)	4,805
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	24.5
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	23.8	1.3	-8.7
상대주가	12.7	-12.1	-12.6



[인터넷/게임]
임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

넷마블

하반기 가장 매력적인 게임사

2분기 실적 서프라이즈 전망

매출액 6,940억원(-11% YoY), 영업이익 830억원(-25% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,850억원, 영업이익 620억원)를 상회할 전망이다. 신작 2종의 건조한 매출이 2분기 호실적을 이끌 전망이다. 3/12일 출시된 RF온라인은 매출 순위 4~5위를 유지 중이다. 온기 반영되는 2분기 매출액 630억원(일평균 7억원)을 예상한다.

5/15일 출시한 세븐나이트 리버스는 장기간 양대마켓 1위를 지켜오면서 기대 이상의 성과를 올리고 있다. RF온라인과 달리 PC 매출 비중도 유의미한 가운데 거두고 있는 고무적인 성과다. 2분기 매출액 590억원(일평균 13억원)을 예상한다. 나혼렘 매출은 1주년 효과가 반영되면서 전분기와 유사한 470억원을 기록할 전망이다.

앱수수료 인하 현실화 시 가장 큰 수혜주

국내외에서 애플과 구글의 과도한 앱수수료에 대한 비판과 소송들이 이어짐에 따라 앱수수료 인하의 가능성이 커지고 있다고 판단한다. 앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다.

24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 매출 비중이 92%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 24년 지급수수료는 3천억원 가량이 감소했을 것이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 75,000원으로 상향

세븐나이트 리버스 흥행 성과를 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 65,000원에서 75,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 상향하며 하반기 게임 업종 Top Pick으로 제시한다. 25F P/E 16배에서 거래 중이다. 하반기 실적 모멘텀에 신작 모멘텀이 더해질 수 있는 구간이다.

자체 IP 기반 신작 성과가 나타나고 있어 지급수수료 부담이 감소하고 있는 부분이 긍정적이다. 지급수수료율은 23년 1분기 41%까지 기록한 바 있으나 현재 35% 수준까지 하락했다. 인건비, 지급수수료 부담이 감소한 상황 속에서 하반기 기대작 문길, 7대죄 오리진 출시에 따른 가파른 수익성 개선이 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,656	2,742	2,778
영업이익 (십억원)	-68	216	284	316	335
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	10.7	11.5	12.1
순이익 (십억원)	-256	26	307	316	335
EPS (원)	-2,975	298	3,574	3,675	3,900
ROE (%)	-4.9	0.5	5.5	5.4	5.5
P/E (배)	-	173.3	15.6	15.2	14.3
P/B (배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	694	650	688	2,502	2,664	2,656	2,742
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-11.2%	0.4%	6.0%	-6.4%	6.5%	-0.3%	3.2%
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
RF온라인	-	-	-	-	19	63	38	28	-	-	148	100
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	270	306	316	327	1,254	1,185	1,219	1,429
영업비용	582	671	582	614	574	611	586	601	2,571	2,448	2,372	2,426
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	237	980	947	923	926
인건비	180	183	179	179	172	174	175	175	745	720	696	711
마케팅비	102	144	105	121	114	124	116	118	487	470	473	511
기타	73	82	73	83	69	71	71	70	460	311	281	278
영업이익	4	111	66	35	50	83	63	87	-68	216	284	316
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.9%	-25.1%	-3.2%	148.1%	적지	흑전	31.6%	11.4%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	12.0%	9.8%	12.7%	-2.7%	8.1%	10.7%	11.5%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	81	66	85	-256	26	307	316
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	11.6%	10.2%	12.3%	-10.2%	1.0%	11.6%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	307	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	6,451	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	75,000	
현재주가 (원)	55,900	
상승여력	34.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

PGR 밸류에이션으로 본다면

넷마블은 현재 PGR(시가총액/LTM 게임 총매출) 1.9배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 33% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 18% 할인된 수준이다. 과거 대비 업황이 좋지 않은 MMORPG와 성장성이 높지 않은 카지노 장르 비중이 높기에 절대적으로 높은 PGR을 기록하고 있지는 못하나 1) 높아진 Hit ratio와 꾸준한 신작 성과, 2) 비용 구조 개선에 따른 레버리지 효과 발생이 본격화되며 PGR 상승이 이어지고 있다. 하반기는 Hit ratio의 상승 속 앱수수료 인하에 따른 추가적인 수혜까지 기대할 수 있는 구간으로 2.5~3.0배 사이의 PGR 회복을 기대해볼 수 있다.

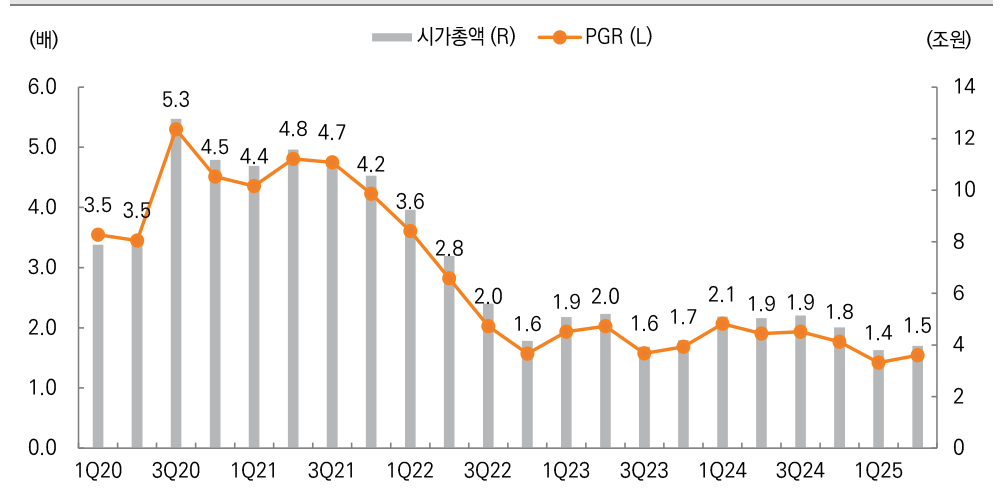
상장 초기였던 17년 하반기 PGR 고점 7.1배를 기록했다. 16년 말 출시한 동사의 메가 히트작 리니지2 레볼루션이 17년까지는 견조한 흐름을 보였으나 18년 이후 급격한 하향 안정화가 진행되기 시작하면서 18년 평균 PGR은 5.4배까지 하락했다.

19~21년 PGR은 4.3배 수준을 안정적으로 유지했다. 해당 시기에는 블&소 레볼루션(18년 12월 출시), 일곱개의대죄: 그랜드크로스(19년 6월 출시), 제2의나라(21년 6월 출시) 등 신규 IP 흥행에 성공했다. 또한 국내 MMORPG 시장 성장이 계속되던 시기로 기존작의 하향 안정화도 완만하게 진행되던 구간이다.

22~23년은 1) 주요 신작들의 연기(나혼렘, 아스달연대기 등), 2) 기존 주요 IP(리니지, 블&소, 7대죄, 제2의나라) 매출의 가파른 하향세, 3) 차입금 급증에 따른 재무 부담 증대, 4) 비대해진 인건비 부담 등의 영향으로 PGR 1.8배 수준까지 하락하였다. 24년 신작 성과(나혼렘)가 나타나기 시작하고 비용 최적화도 지속되면서 PGR 반등이 시작되었다.

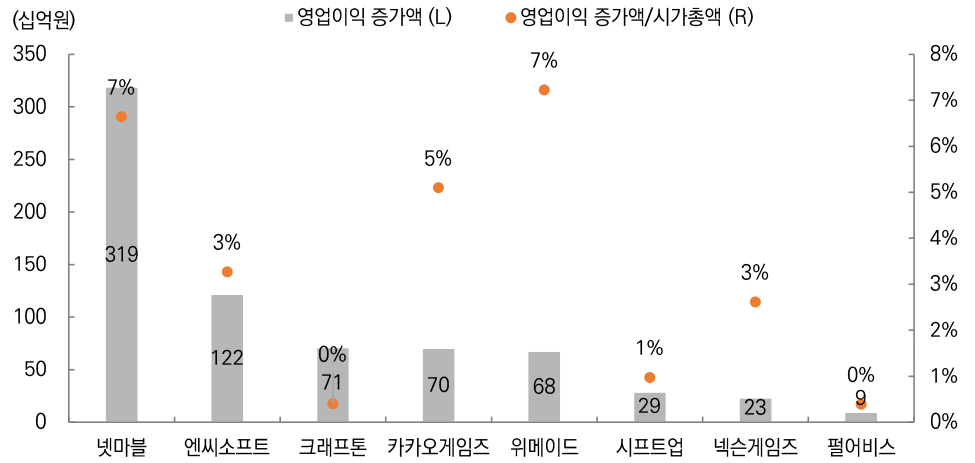
히스토리컬 PGR 저점은 1.2배로 3번을 기록(22년 10월, 23년 11월, 25년 3월)하며 동사의 락바텀 지점을 확인한 바 있다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 3조 2,000억원이 산출된다.

그림 98. 넷마블 분기 PGR, 시가총액 추이



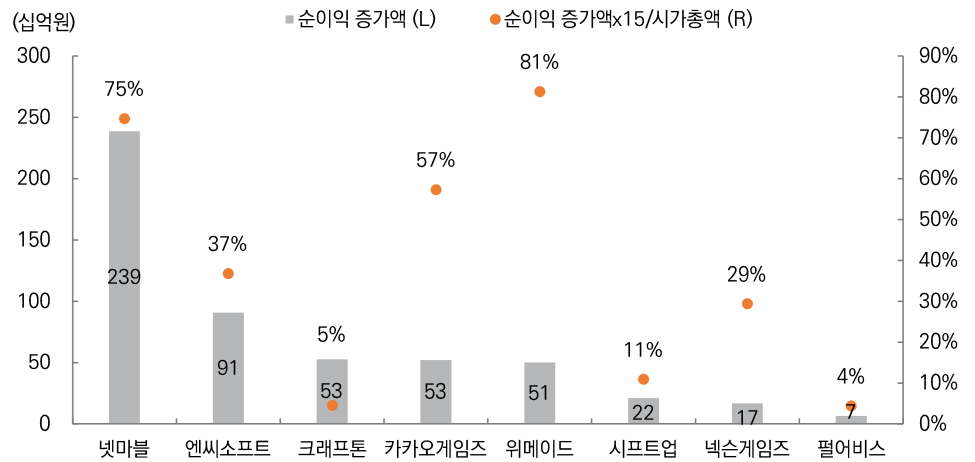
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 100. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,656	2,742	2,778
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,656	2,742	2,778
판매비와관리비	2,448	2,372	2,426	2,444
조정영업이익	216	284	316	335
영업이익	216	284	316	335
비영업손익	-140	122	105	112
금융손익	-89	-66	-46	-36
관계기업등 투자손익	109	183	145	142
세전계속사업손익	76	406	421	447
계속사업법인세비용	73	95	105	112
계속사업이익	3	312	316	335
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	312	316	335
지배주주	26	307	316	335
비지배주주	-22	5	0	0
총포괄이익	352	312	316	335
지배주주	371	329	334	354
비지배주주	-20	-17	-18	-19
EBITDA	370	411	443	462
FCF	270	554	395	410
EBITDA 마진율 (%)	13.9	15.5	16.2	16.6
영업이익률 (%)	8.1	10.7	11.5	12.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	11.6	11.5	12.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,378	1,705	2,041
현금 및 현금성자산	578	837	1,159	1,489
매출채권 및 기타채권	294	295	299	302
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	244	245	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	8,261	8,554	8,867
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	5,689	5,971	6,272
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,419	1,700	2,001
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,751	6,033	6,334

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	617	450	470
당기순이익	3	312	316	335
비현금수익비용가감	382	253	243	239
유형자산감가상각비	53	0	0	0
무형자산상각비	101	127	127	127
기타	228	126	116	112
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-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	-95	-105	-112
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	260	321	331
기초현금	430	578	837	1,159
기말현금	578	837	1,159	1,489

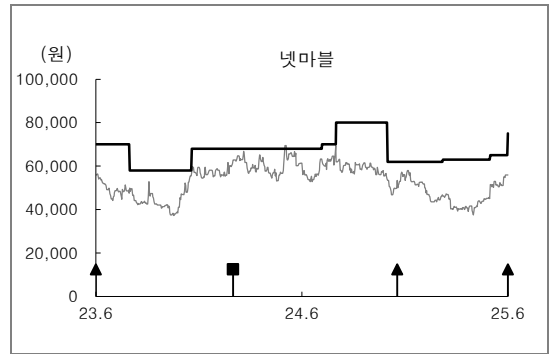
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	15.6	15.2	14.3
P/CF (x)	11.5	8.5	8.6	8.4
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	14.9	12.7	11.1	9.9
EPS (원)	298	3,574	3,675	3,900
CFPS (원)	4,482	6,567	6,497	6,681
BPS (원)	67,728	70,904	74,182	77,684
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	11.0	10.8	10.2
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	6.5	-0.3	3.2	1.3
EBITDA증가율 (%)	216.4	11.1	7.7	4.3
조정영업이익증가율 (%)	흑전	31.6	11.4	6.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,098.0	2.8	6.1
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.5	9.7	9.8
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,247.2	1,275.0	1,279.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	3.8	3.8	3.8
ROE (%)	0.5	5.5	5.4	5.5
ROIC (%)	0.3	6.6	7.6	8.2
부채비율 (%)	49.4	43.6	41.8	40.0
유동비율 (%)	82.7	90.3	111.1	132.2
순차입금/자기자본 (%)	18.4	6.2	0.6	-4.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	3.1	3.9	4.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.06.09	매수	75,000	-	-
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00
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

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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 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 유동성공급지(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.