EARNINGS REVIEW

9 May. 2025

김혜영
인터넷·게임·엔터·레저 I hyyy@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

넷마블 (251270)

1Q25 Review: 가능성을 증명했다

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	63,000	63,000	유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (5/8)	44,950원
예상 주가상승률	40.2%
시가총액	38,636억원
비중(KOSPI내)	0.18%
발행주식수	85,954천주
52주 최저가 / 최고가	37,500 - 69,400원
3개월 일평균거래대금	80억원
외국인 지분율	25.1%
주요주주지분율(%)	
방준혁 (외 15인)	58.6
엔씨소프트 (외 1인)	6.8
국민연금공단 (외 1인)	5.2

Valuation wide	2023	2024P	2025E
PER(배)	173.3	14.7	12.6
PBR(배)	2.0	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	14.4	10.7	8.9
배당수익률(%)	0.8	1.6	2.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	16.8	(15.8)	(25.9)	(13.1)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	6.2	(16.5)	(19.9)	(20.6)

Issue

4Q24P 실적 Review

Pitch

1Q25 매출액은 시장 컨센서스에 부합, 영업이익은 비용 통제를 통해 시장 컨센서스에 63% 상회. 흥행작이 나온다면 레버리지 효과로 실적과 주가 동반 상승 가능

Rationale

- 1Q25P 연결 매출액은 6,239억원(+6.6% YoY, -3.9% QoQ), 영업이익은 497억원(+1,243% YoY, +41.1% QoQ). 매출액은 시장 컨센서스에 부합, 영업이익은 비용 통제를 통해 시장 컨센서스에 63% 상회
- 지배주주당기순이익은 756억원(흑전 YoY, 흑전 QoQ)으로 영업이익과 영업외손익 호조로 컨센서스(269억원)에 상회
- <나 혼자만 레벨업> 매출은 499억원(+28.2% QoQ)으로 2월 제주도 연합 레이드 업데이트 효과로 전분기 대비 반등. 5월에는 1주년 업데이트가 예정되어 있기 때문에 2분기까지 양호한 매출 이어갈 전망
- <RF 온라인 넥스트>는 3월 중 구글플레이에서 6일, 앱스토어에서도 6일간 매출 순위 1위 유지하며 12일분이 반영되어 187억원 기록
- 지급수수료는 2,191억원(-3.6% YoY, -5.4% QoQ)으로 매출액 대비 35.1% 기록. 자체 IP인 <RF 온라인 넥스트>의 출시와 외부 IP들의 노후화로 전년 동기 대비 하락
- 5월 15일 <세븐나이츠 리버스>, 5월 21일 <왕좌의 게임: 킹스로드> 출시 확정. <킹 오브 파이터 AFK>도 2분기 중 출시가 기대되기 때문에 2분기 실적 성장 기대
- 하반기에는 기대작인 <일곱 개의 대죄: Origin>를 포함하여 5개의 작품이 출시가 예정되어 있어 상저하고의 매출 및 이익 흐름 전망
- **1분기 실적이 2025년 중 저점이라고 추정하며 현재 매력적인 가격 구간이라고 판단. 게임 산업 차선호주 유지**

1Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.03(P)	2025.03(E)	vs Chg	2025.03(E)	vs Con	2024.03(A)	YoY	2024.12(A)	QoQ
매출액	623.9	562.8	10.9	607.1	2.8	585.4	6.6	649.0	(3.9)
영업이익	49.7	27.1	83.5	30.5	63.0	3.7	1,243	35.2	41.1
당기순손실	75.6	28.9	162.0	26.9	181.0	(0.4)	흑전	(165.9)	흑전
OPM	8.0	4.8	3.2%p	5.0	2.9%p	0.6	7.3%p	5.4	2.5%p
NIM	12.1	5.1	7.0%p	4.4	7.7%p	(0.1)	12.2%p	(25.6)	37.7%p

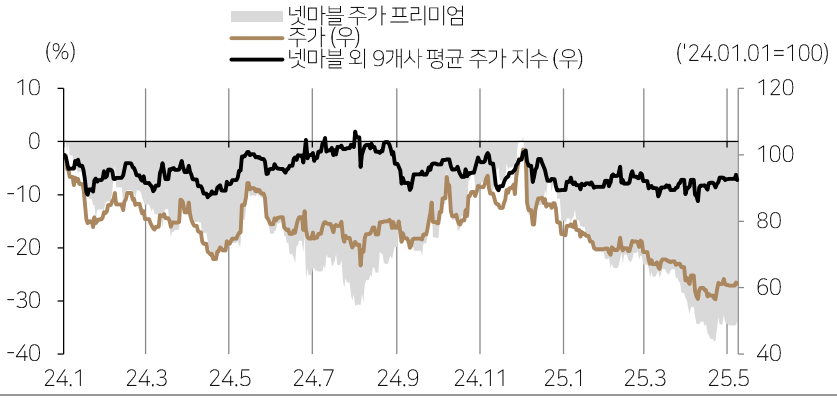
Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 넷마블 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	301.7	3Q25~2Q26
보통주	(천 주)	85,954	
EPS	(원)	3,510	3Q25~2Q26
적정 P/E	(배)	18.0	글로벌 게임사 평균 P/E 적용 지속적인 신작 개발 및 비용 통제 반영
적정 주가	(원)	63,000	반올림 적용
현재 주가 (5/8)	(원)	44,950	
상승 여력	(%)	40.2%	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 넷마블 주가 프리미엄/디스카운트



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 넷마블 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	678.4	740.2	813.0	2,663.8	2,855.6	3,024.9
소셜 카지노	197.9	190.3	185.9	192.5	196.8	191.6	195.5	195.7	766.7	779.6	796.6
MCOC	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.9	64.5	67.6	253.4	253.1	253.8
해리포터	23.4	22.0	20.6	19.5	18.7	20.5	20.6	20.5	85.5	80.3	79.8
7 대죄: Grand Cross	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	31.4	31.0	30.7	130.6	124.3	117.7
나 혼자만 레벨업: ARISE		156.4	84.1	38.9	49.9	50.9	36.0	28.8	279.5	165.7	108.7
레이븐 2		31.3	38.8	32.5	31.2	30.9	30.9	30.6	102.6	123.6	118.4
RF 온라인 넥스트					18.7	30.6	18.8	16.9		85.0	51.8
기타	276.2	280.4	240.2	248.8	221.2	257.6	343.0	422.1	1,045.6	1,244.0	1,498.1
매출 y/y growth	*-2.9%*	*29.6%*	*2.7%*	*-2.5%*	*6.6%*	*-13.3%*	*14.4%*	*25.3%*	*6.5%*	*7.2%*	*5.9%*
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	603.8	643.6	714.9	2,448.2	2,536.5	2,620.9
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	234.1	259.1	300.8	946.9	1,013.1	1,089.0
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	175.5	184.3	193.5	720.0	725.5	746.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	122.1	133.2	154.5	470.3	524.0	544.5
기타비용	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	72.1	66.9	66.0	311.0	273.9	240.9
% of Revenue	99%	86%	90%	95%	92%	89%	87%	88%	92%	89%	87%
y/y growth (%)	*-7.8%*	*4.7%*	*-10.8%*	*-5.2%*	*-1.3%*	*-10.0%*	*10.6%*	*16.5%*	*-4.8%*	*3.6%*	*3.3%*
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	74.6	96.7	98.1	215.6	319.1	404.0
OPM (%)	*0.6%*	*14.2%*	*10.1%*	*5.4%*	*8.0%*	*11.0%*	*13.1%*	*12.1%*	*8.1%*	*11.2%*	*13.4%*
y/y growth (%)	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*87%*	*1,243%*	*-33%*	*48%*	*178.6%*	*흑전*	*48.0%*	*26.6%*
영업외손익	-3	106	-23	-219	45	19	14	-21	-139	57	57
세전이익	1	217	42	-184	95	94	111	77	76	376	461
당기순이익	-10	162	21	-170	80	66	78	54	3	277	323
NIM (%)	*n/a*	*20.7%*	*3.2%*	*n/a*	*12.9%*	*9.7%*	*10.5%*	*6.7%*	*0.1%*	*9.7%*	*10.7%*
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	62.2	73.7	51.4	25.7	262.9	306.9
NIM (지배주주, %)	*n/a*	*21.7%*	*3.5%*	*n/a*	*12.1%*	*9.2%*	*10.0%*	*6.3%*	*1.0%*	*9.2%*	*10.1%*

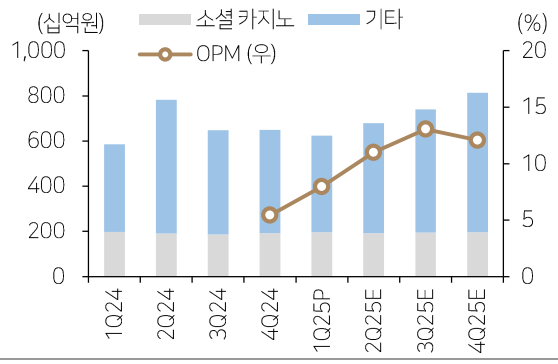
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 넷마블 실적 추정치 변경 내역 (십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03
매출액	614.6	701.9	840.7	725.9	678.4	740.2	813.0	813.5	10.4	5.5	(3.3)	12.1
영업이익	33.3	72.9	104.3	81.3	74.6	96.7	98.1	127.2	123.8	32.6	(5.9)	56.5
OPM(%)	5.4	10.4	12.4	11.2	11.0	13.1	12.1	15.6	5.6	2.7	(0.3)	4.4
지배주주순이익	37.6	67.6	81.8	75.2	62.2	73.7	51.4	98.4	65.5	8.9	(37.1)	30.8
NIM(%)	6.1	9.6	9.7	10.4	9.2	10.0	6.3	12.1	3.1	0.3	(3.4)	1.7

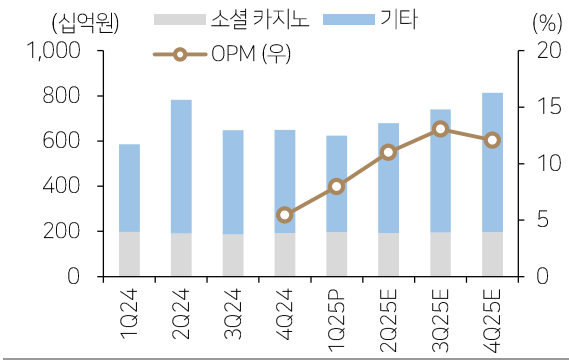
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 넷마블 분기 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 6: 넷마블 연간 매출액 추이



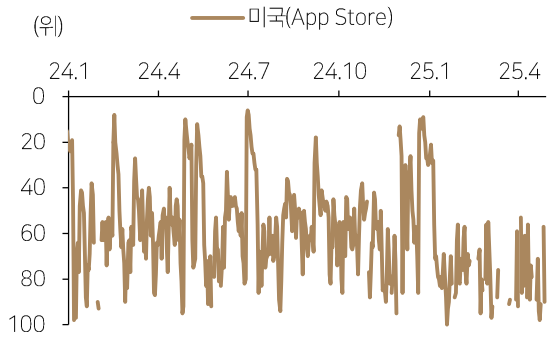
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 넷마블 출시 예정 게임

출시 일정	게임	장르	개발사	디바이스(플랫폼)
2025-03-20	RF 온라인 넥스트	MMORPG	넷마블엔투	모바일/PC
2025-05-15	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	넷마블 넥서스	모바일/PC
2025-05-21	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	넷마블네오	모바일/PC
2Q25	킹 오브 파이터 AFK	방치형 RPG	넷마블네오	모바일
2H25	몬길: STAR DIVE	액션 RPG	넷마블몬스터	모바일/PC
	The RED: 피의 계승자	MMORPG	넷마블네오	모바일/PC
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	넷마블에프엔씨	모바일/PC/콘솔
	나 혼자만 레벨업:ARISE	액션 RPG	넷마블네오	PC/콘솔
	프로젝트 SOL	MMORPG	알트나인	모바일/PC/콘솔

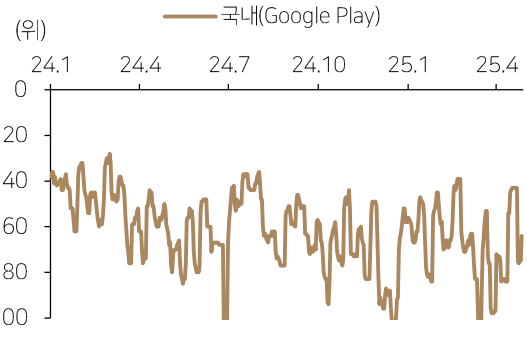
Source: 다올투자증권

Fig. 8: MCOC 미국 매출 순위 추이



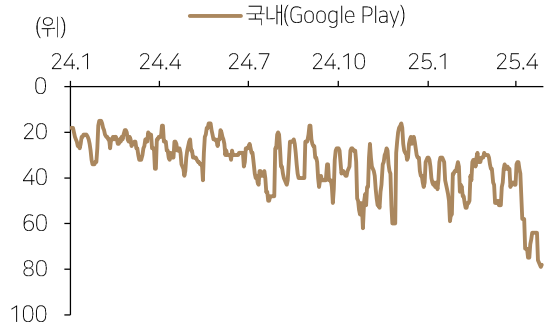
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 9: 리니지2 레볼루션 한국 매출 순위 추이



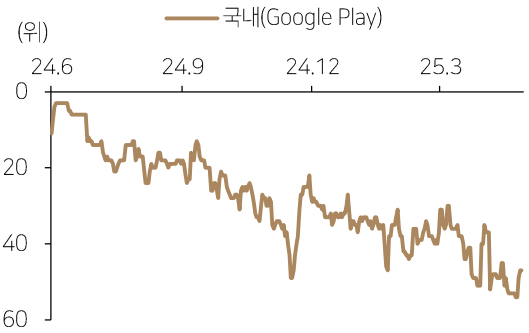
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 10: B&S Revolution 한국 매출 순위 추이



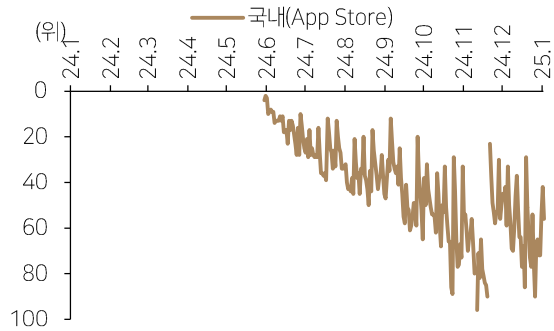
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 11: 레이븐2 한국 매출 순위 추이



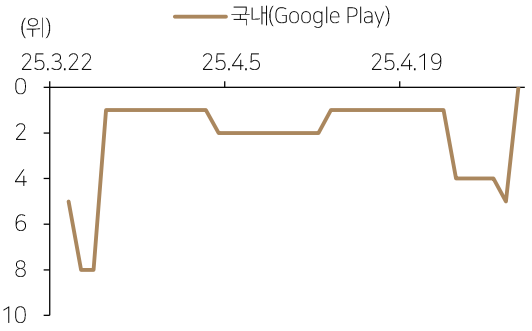
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 12: 나 혼자만 레벨업 한국 매출 순위 추이



Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 13: RF 온라인 넥스트 한국 매출 순위 추이



Source: Mobile Index, 다올투자증권

넷마블 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	905.8	1,114.8	882.7	957.3	1,332.7
현금성자산	498.5	683.5	395.2	508.2	905.4
매출채권	271.5	295.1	354.9	311.6	284.5
재고자산	2.7	2.1	2.7	2.4	2.2
비유동자산	7,010.1	7,062.2	6,848.0	6,654.8	6,481.2
투자자산	3,436.9	3,477.3	3,501.2	3,526.0	3,551.7
유형자산	344.4	339.8	353.6	367.9	382.9
무형자산	3,228.8	3,245.2	2,993.3	2,760.9	2,546.5
자산총계	7,915.9	8,177.1	7,730.7	7,612.1	7,813.8
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,347.7	1,001.0	979.3
매입채무	264.6	344.2	337.0	282.9	256.5
유동성이자부채	1,397.7	636.1	639.1	643.1	647.1
비유동부채	897.0	1,355.0	1,369.3	1,385.1	1,401.4
비유동이자부채	443.3	1,056.6	1,059.6	1,063.6	1,067.6
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,717.1	2,386.1	2,380.7
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,442.4	1,809.5	2,118.2
자본조정	792.5	1,207.1	450.0	295.2	193.7
자기주식	(405.4)	(405.4)	(405.4)	(405.4)	(405.4)
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,013.7	5,225.9	5,433.1
투하자본	3,425.1	3,565.0	3,398.0	3,504.2	3,320.9
순차입금	1,209.5	875.0	1,173.5	1,063.3	668.6
ROA	(3.6)	0.0	3.5	4.2	3.0
ROE	(5.8)	0.1	5.3	6.4	4.4
ROIC	(1.3)	0.3	6.8	8.2	5.3

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,855.6	3,024.9	2,702.9
증가율 (Y-Y,%)	(6.4)	6.5	7.2	5.9	(10.6)
영업이익	(68.5)	215.6	319.1	404.0	256.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	48.0	26.6	(36.6)
EBITDA	117.0	370.0	472.0	556.7	408.9
영업외손익	(90.1)	(139.3)	57.2	57.5	78.8
순이자수익	(117.3)	(82.9)	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	(34.1)	(7.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	(158.6)	76.3	376.3	461.5	335.0
당기순이익	(303.9)	3.2	277.4	323.0	234.5
지배기업당기순이익	(255.7)	25.6	262.9	306.9	222.8
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	8,525.2	16.4	(27.4)
NOPLAT	(49.6)	9.1	235.2	282.8	179.3
(+) Dep	185.4	154.4	152.9	152.7	152.7
(-) 운전자본투자	(42.6)	(146.1)	59.7	312.4	3.8
(-) Capex	36.2	17.3	15.1	14.5	14.3
OpFCF	142.2	292.3	313.4	108.5	313.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.2	2.0	2.2	6.5	0.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	12.6	n/a	n/a	5.9
EBITDA증가율(3Yr)	(32.7)	7.1	56.3	68.2	3.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	(76.5)	n/a	n/a	317.8
영업이익률(%)	(2.7)	8.1	11.2	13.4	9.5
EBITDA마진(%)	4.7	13.9	16.5	18.4	15.1
순이익률 (%)	(12.1)	0.1	9.7	10.7	8.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	(98.1)	287.7	413.1	180.4	390.5
당기순이익	(303.9)	3.2	277.4	323.0	234.5
자산상각비	185.4	154.4	152.9	152.7	152.7
운전자본증감	(121.0)	(34.8)	(59.7)	(312.4)	(3.8)
매출채권감소(증가)	(80.4)	(9.5)	(59.8)	43.3	27.2
재고자산감소(증가)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	0.3	0.2
매입채무증가(감소)	(14.6)	(6.3)	(7.2)	(54.0)	(26.5)
투자현금	465.6	36.7	11.5	14.7	9.8
단기투자자산감소	32.2	(37.1)	(4.3)	(4.5)	(4.6)
장기투자증권감소	518.1	228.9	94.4	102.4	101.0
설비투자	(36.2)	(17.3)	(15.1)	(14.5)	(14.3)
유무형자산감소	13.0	20.9	(40.8)	(45.1)	(47.7)
재무현금	(480.9)	(220.7)	(717.1)	(86.6)	(7.6)
차입금증가	(493.0)	(203.1)	6.0	8.0	8.0
자본증가	2.2	0.1	(723.1)	(94.6)	(15.6)
배당금지급	(2.2)	(0.1)	(34.0)	(60.2)	(86.0)
현금 증감	(72.7)	147.5	(292.6)	108.4	392.6
총현금흐름(Gross CF)	136.4	385.2	472.8	492.8	394.3
(-) 운전자본증가(감소)	(42.6)	(146.1)	59.7	312.4	3.8
(-) 설비투자	36.2	17.3	15.1	14.5	14.3
(+) 자산매각	13.0	20.9	(40.8)	(45.1)	(47.7)
Free Cash Flow	480.9	387.2	424.6	195.0	400.2
(-) 기타투자	(518.1)	(228.9)	(94.4)	(102.4)	(101.0)
잉여현금	999.0	616.1	518.9	297.4	501.2

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,975)	298	3,059	3,570	2,592
BPS	20,369	25,256	22,833	28,006	32,911
DPS	0	417	730	1,050	1,260
Multiples(x,%)					
PER	n/a	173.3	14.7	12.6	17.3
PBR	2.9	2.0	2.0	1.6	1.4
EV/ EBITDA	53.0	14.4	10.7	8.9	11.1
배당수익율	0.0	0.8	1.6	2.3	2.8
PCR	36.6	11.5	8.2	7.8	9.8
PSR	2.0	1.7	1.4	1.3	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	55.9	49.4	54.2	45.7	43.8
Net debt/Equity	23.8	16.0	23.4	20.3	12.3
Net debt/EBITDA	1,034.1	236.5	248.6	191.0	163.5
유동비율	46.7	82.7	65.5	95.6	136.1
이자보상배율	n/a	2.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	5.9	4.0	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	46.5	46.1	46.6	46.5	42.7
현금+투자자산(%)	53.5	53.9	53.4	53.5	57.3
자본구조					
차입금(%)	26.6	23.6	25.3	24.6	24.0
자기자본(%)	73.4	76.4	74.7	75.4	76.0

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 87.8%	HOLD : 12.2%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

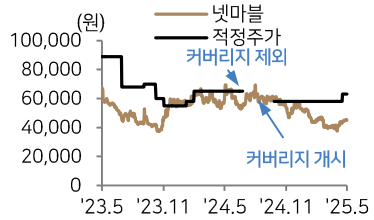
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~+15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

넷마블 (251270)



일자	2023.07.07	2023.09.12	2023.10.17	2023.11.10	2024.01.16	2024.02.08
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	68,000원	70,000원	60,000원	55,000원	58,000원	65,000원
일자	커버리지 제외	커버리지 개시	2024.10.08	2025.04.29		
투자의견			BUY	BUY		
적정주가			58,000원	63,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.07.07	68,000	46,136	51,400	-32.15%	-24.41%
2023.09.12	70,000	43,793	52,900	-37.44%	-24.43%
2023.10.17	60,000	40,419	47,200	-32.64%	-21.33%
2023.11.10	55,000	55,709	59,800	1.29%	8.73%
2024.01.16	58,000	57,641	61,700	-0.62%	6.38%
2024.02.08	65,000	60,016	69,400	-7.67%	6.77%
2024.10.08	58,000	48,537	61,300	-16.32%	5.69%
2025.04.29	63,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 5월 8일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.