인터넷/게임/엔터
김지현
02)739-5938
kimjh@heungkuksec.co.kr

(251270)

넷마블

BUY(유지)

대작 출시일의 확인이 필요

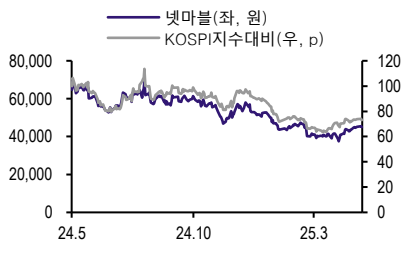
목표주가	53,000원(유지)
현재주가(05/08)	44,950원
상승여력	17.9%
시가총액	3,864십억원
발행주식수	85,954천주
52주 최고가 / 최저가	69,400 / 37,500원
3개월 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	25.1%
주요주주	
방준혁 (외 15인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.8	1.0	-15.8	-25.9
상대수익률(KOSPI)	6.2	-1.3	-16.5	-19.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,787	2,735
영업이익	-68	216	179	147
EBITDA	117	370	332	293
지배주주순이익	-256	26	363	296
EPS	-2,975	298	4,219	3,445
순차입금	1,401	1,009	1,217	1,022
PER	-19.5	173.3	10.7	13.0
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	54.7	14.7	15.3	16.6
배당수익률	-	0.8	0.9	0.9
ROE	-4.9	0.5	6.7	5.4
컨센서스 영업이익	-68	216	230	263
컨센서스 EPS	-2,975	298	1,889	2,490

주가추이



1Q Review: 신작 성과와 구작의 반등

1분기 매출액은 6,239억원(+6.6% YoY, -3.9% QoQ), 영업이익은 497억원(+1,246% YoY, +41% QoQ, opm +8.0%)을 기록. 3월 20일에 출시된 <RF온라인 넥스트>의 출시 초기 매출이 일평균 17억 수준으로 흥행. <나 혼자만 레벨업: ARISE>도 업데이트 이후 일매출이 반등. 지난 4분기 대비 지급 수수료 항목은 자체 IP인 <RF 온라인 넥스트>의 출시로 감소. 인건비와 마케팅비의 효율화 지속되며 이번 실적에서 <RF 온라인 넥스트>의 결제 방법은 PC가 도입되지 않아 향후 PC 결제를 선호하는 유저층 타겟의 신작 출시 시점에는 지급수수료 항목도 추가적으로 낮아질 수 있음.

하반기 대작 <일곱 개의 대죄:Origin>

상반기에는 <RF온라인 넥스트>를 이어 <세븐나이츠 리버스>(5/15), <왕좌의 게임: 킹스로드>(5/21), <킹 오브 파이터 AFK>의 출시가 예정. '세븐나이츠'의 IP를 활용한 웹소설 '무한회귀 기사전'을 3월 13일 출시됨. IP의 확장을 가속화하고 기존 IP에 세계관과 스토리를 덧입히는 시도 중. <세븐나이츠 리버스>의 출시 시점에 맞춘 IP의 깊이 강화는 긍정적.

하반기는 <일곱 개의 대죄:Origin>, <뱀피르>, <몬길:STAR DIVE>, <프로젝트 SOL>의 퍼블리싱 및 <나 혼자만 레벨업:ARISE>의 3분기 스팀 및 콘솔 출시가 예정. 최근 MMORPG 신작의 매출 사이클과 기대 매출이 급격히 낮아지고 있어 동사의 2025년 하반기 신작 중 MMORPG에 해당하는 <뱀피르>, <프로젝트 SOL>의 기존 게임과 다른 차별 요소를 확인할 필요.

투자의견 BUY, 목표주가 53,000원

투자의견 BUY와 목표주가 53,000원 유지. Hit-ratio가 상승하며 메인 IP인 <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 반등이 긍정적. 2025년 하반기 기대작 <일곱 개의 대죄: Origin>의 출시가 예정되어 있어 해당 작품의 출시시기 확정은 Valuation 리레이팅으로 이어질 것. 다만, <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 반등과 PC 콘솔로의 플랫폼 확대, <왕좌의 게임: 킹스로드>의 출시로 신작 라인업 확장과 플랫폼의 확대는 넷마블네오의 IPO추진 가능성으로 해석될 가능성.

표 1 넷마블 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	**585.4**	**782.1**	**647.3**	**649.0**	**623.9**	**697.7**	**732.8**	**733.1**	**2,663.8**	**2,787.5**	**2,735.1**
YoY	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-10.8%	13.2%	13.0%	6.5%	**4.6%**	**-1.9%**
QoQ	-12.0%	33.6%	-17.2%	0.3%	-3.9%	11.8%	5.0%	0.0%			
[매출구성]											
마블 CoC	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	58.5	60.9	57.8	253.4	233.4	177.2
잭팟월드	58.5	54.7	51.8	51.9	49.9	49.0	46.6	48.3	217.0	193.8	143.9
랏차 슬롯	52.7	46.9	45.3	51.9	49.9	44.8	45.2	49.9	196.8	189.9	139.9
캐시프렌지	52.7	46.9	45.3	45.4	49.9	47.7	45.4	44.0	190.4	187.1	137.1
일곱개의 대죄	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	31.0	30.8	30.3	130.6	123.2	92.0
나 혼자만 레벨업: ARISE	0.0	156.4	84.1	38.9	49.9	44.9	37.2	33.1	279.5	165.2	115.3
레이븐2	0.0	31.3	38.8	32.5	13.4	12.1	11.6	11.2	102.6	48.2	34.9
RF온라인 넥스트					18.7	85.2	47.4	30.8		182.0	163.3
기타	333.7	305.0	284.8	293.3	304.8	324.5	407.7	427.6	1,216.8	1,464.6	1,731.4
영업비용	**581.7**	**670.9**	**581.8**	**613.8**	**574.2**	**656.3**	**686.2**	**691.9**	**2,448.2**	**2,608.7**	**2,588.6**
YoY	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-2.2%	17.9%	12.7%	-4.8%	6.6%	-0.8%
QoQ	-10.1%	15.3%	-13.3%	5.5%	-6.5%	14.3%	4.6%	0.8%			
[비용구성]											
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	288.0	298.3	301.0	946.9	1,106.4	1,085.6
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	173.5	174.9	176.3	720.0	696.7	716.9
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	119.9	134.3	137.0	470.3	505.4	482.2
D&A	39.0	39.8	37.3	38.2	31.9	32.2	32.5	32.8	154.4	129.4	134.7
기타	34.3	41.7	35.9	44.8	36.9	42.7	46.3	44.8	156.6	170.8	169.2
영업이익	**3.7**	**111.2**	**65.5**	**35.2**	**49.7**	**41.3**	**46.6**	**41.1**	**215.6**	**178.8**	**146.6**
YoY	흑전	흑전	흑전	86.8%	1245.8%	-62.8%	-28.9%	16.9%	흑전	-17.1%	-18.0%
QoQ	-80.4%	2911.1%	-41.1%	-46.3%	41.2%	-16.8%	12.7%	-11.7%			
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	5.9%	6.4%	5.6%	8.1%	6.4%	5.4%
당기순이익	**-9.9**	**162.3**	**19.3**	**-166.7**	**80.2**	**79.4**	**35.0**	**194.3**	**5.0**	**388.8**	**318.4**
YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-51.1%	81.4%	흑전	흑전	-	-18.1%
QoQ	적지	흑전	-88.1%	적전	흑전	-1.0%	-55.9%	455.0%			
순이익률	-1.7%	20.8%	3.0%	-25.7%	12.9%	11.4%	4.8%	26.5%	0.2%	13.9%	11.6%
지배기업순이익	**-0.4**	**169.5**	**21.1**	**-162.7**	**75.6**	**73.8**	**32.6**	**180.7**	**27.5**	**362.6**	**296.1**
YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-56.4%	54.3%	흑전	흑전	-	-18.3%
QoQ	적지	흑전	-87.6%	적전	흑전	-2.4%	-55.9%	455.0%			

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 넷마블 신작 일정

출시	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입
2022-03-20	한국	RF 온라인 넥스트	MMORPG	모바일/PC
2025-05-15	글로벌	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	모바일/PC
2025-05-21	글로벌	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC
2Q25	글로벌	킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	모바일
2H24	한국	The RED: 피의 계승자	MMORPG	모바일/PC
2H24	글로벌	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	모바일/PC/콘솔
2H24	글로벌	몬길: STAR DIVE	액션 RPG	모바일/PC
2H24	글로벌(퍼블리싱)	프로젝트 SOL	MMORPG	모바일/PC
2H24	글로벌	나 혼자만 레벨업: ARISE	액션 RPG	PC/콘솔

자료: 넷마블, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,502**	**2,664**	**2,787**	**2,735**	**2,538**
증가율 (Y-Y,%)	(6.4)	6.5	4.6	(1.9)	(7.2)
영업이익	**(68)**	**216**	**179**	**147**	**(17)**
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	(17.1)	(18.0)	적전
EBITDA	117	370	332	293	124
영업외손익	(90)	(139)	347	296	310
순이자수익	(117)	(83)	(56)	(51)	(46)
외화관련손익	(34)	(7)	0	0	0
지분법손익	423	244	64	64	64
세전계속사업손익	(159)	76	526	442	293
당기순이익	**(304)**	**3**	**389**	**318**	**211**
지배기업당기순이익	**(256)**	**26**	**363**	**296**	**197**
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	1,314.3	(18.3)	(33.5)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.2	2.0	1.4	3.0	(1.6)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	12.6	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(32.7)	7.1	38.9	35.9	(30.5)
순이익증가율(3Yr)	n/a	(76.5)	n/a	n/a	303.4
영업이익률(%)	(2.7)	8.1	6.4	5.4	(0.7)
EBITDA마진(%)	4.7	13.9	11.9	10.7	4.9
순이익률 (%)	(12.1)	0.1	13.9	11.6	8.3
NOPLAT	**(50)**	**9**	**132**	**106**	**(12)**
(+) Dep	185	154	153	147	142
(-) 운전자본투자	16	(205)	67	(11)	(14)
(-) Capex	36	17	18	18	16
OpFCF	84	351	200	245	127

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	832	942	920
현금성자산	499	684	381	495	507
매출채권	272	295	308	300	260
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	7,138	7,225	7,322
투자자산	3,437	3,477	3,618	3,765	3,918
유형자산	344	340	306	277	251
무형자산	3,229	3,245	3,213	3,183	3,153
자산총계	**7,916**	**8,177**	**7,970**	**8,168**	**8,242**
유동부채	1,940	1,348	790	363	(76)
매입채무	265	344	281	274	238
유동성이자부채	1,456	636	125	(309)	(729)
비유동부채	897	1,355	1,783	2,148	2,501
비유동이자부채	443	1,057	1,473	1,826	2,167
부채총계	**2,837**	**2,703**	**2,573**	**2,511**	**2,424**
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,474	1,734	1,895
자본조정	792	1,207	802	802	802
자기주식	(405)	(405)	(405)	(405)	(405)
자본총계	**5,079**	**5,474**	**5,397**	**5,657**	**5,818**
투하자본	3,484	3,565	3,578	3,519	3,462
순차입금	1,401	1,009	1,217	1,022	932
ROA	(3.0)	0.3	4.5	3.7	2.4
ROE	(4.9)	0.5	6.7	5.4	3.5
ROIC	(1.3)	0.3	3.7	3.0	(0.4)

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,975)	298	4,219	3,445	2,291
BPS	57,933	63,011	62,116	65,144	67,016
DPS	0	417	420	420	420
Multiples(x,%)					
PER	(19.5)	173.3	10.7	13.0	19.6
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/ EBITDA	54.7	14.7	15.3	16.6	38.5
배당수익율	n/a	0.8	0.9	0.9	0.9
PCR	36.6	11.5	67.3	9.9	13.5
PSR	2.0	1.7	1.4	1.4	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	55.9	49.4	47.7	44.4	41.7
Net debt/Equity	27.6	18.4	22.6	18.1	16.0
Net debt/EBITDA	1,197.9	272.7	367.1	348.1	748.4
유동비율	46.7	82.7	105.3	259.7	n/a
이자보상배율	n/a	2.6	3.2	2.9	n/a
이자비용/매출액	5.9	4.0	3.0	2.9	3.0
자산구조					
투하자본(%)	47.0	46.1	47.2	45.2	43.9
현금+투자자산(%)	53.0	53.9	52.8	54.8	56.1
자본구조					
차입금(%)	27.2	23.6	22.9	21.1	19.8
자기자본(%)	72.8	76.4	77.1	78.9	80.2

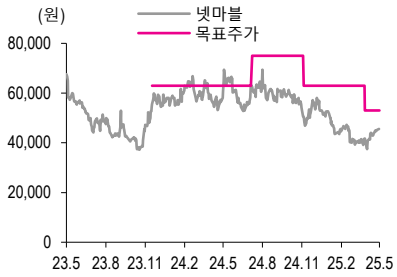
주) 재무제표는 연결기준/별도기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**(98)**	**288**	**(9)**	**402**	**301**
당기순이익	(304)	3	389	318	211
자산상각비	185	154	153	147	142
운전자본증감	(121)	(35)	(67)	11	14
매출채권감소(증가)	(80)	(9)	(13)	8	40
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(0)	0	0
매입채무증가(감소)	(15)	(6)	(63)	(8)	(36)
투자현금	**466**	**37**	**(169)**	**(175)**	**(179)**
단기투자자산감소	32	(37)	(4)	(4)	(5)
장기투자증권감소	518	229	(55)	(59)	(64)
설비투자	(36)	(17)	(18)	(18)	(16)
유무형자산감소	13	21	(69)	(69)	(69)
재무현금	**(481)**	**(221)**	**(128)**	**(118)**	**(114)**
차입금증가	(540)	(203)	(94)	(82)	(78)
자본증가	0	0	(0)	0	0
배당금지급	(2)	(0)	(34)	(36)	(36)
현금 증감	(73)	148	(306)	109	7
총현금흐름(Gross CF)	**136**	**385**	**57**	**391**	**287**
(-) 운전자본증가(감소)	16	(205)	67	(11)	(14)
(-) 설비투자	36	17	18	18	16
(+) 자산매각	13	21	(69)	(69)	(69)
Free Cash Flow	97	593	(97)	314	215
(-) 기타투자	(518)	(229)	55	59	64
잉여현금	615	822	(151)	255	151

넷마블 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2023-11-24	담당자변경			
2023-11-24	Buy	63,000	(8.9)	(2.1)
2024-02-08	Hold	63,000	(5.3)	10.2
2024-07-15	Buy	75,000	(20.5)	(7.5)
2024-11-12	Buy	63,000	(24.5)	(7.9)
2025-04-04	Buy	53,000	(19.9)	(14.1)
2025-05-09	Buy	53,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층 (여의도파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286