넷마블 (251270)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

서프라이즈 실적에 7대죄도 임박

BUY **TP 78,000원**

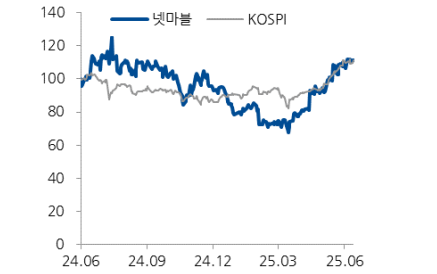
현재주가 (7/8)	61,700원
상승여력	26.4%
시가총액	5,303십억원
발행주식수	85,954천주
자본금/액면가	9십억원/100원
52주 최고가/최저가	69,400원/37,500원
일평균 거래대금 (60일)	11십억원
외국인 지분율	25.16%
주요주주 지분율	
방준혁 외 12인	24.33%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.4	60.3	17.1
상대주가(%p)	-0.4	20.1	-5.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	1,872	2,636	65,000
After	2,425	2,868	78,000
Consensus	2,495	2,904	64,722
Cons. 차이	-2.8%	-1.3%	20.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2 분기 영업이익 891 억원으로 컨센서스 40% 상회하는 서프라이즈 예상

-동사 2분기 실적은 매출액 7,358억원(YoY -5.9%), 영업이익 891억원(YoY -19.9%)으로 컨센서스 OP를 40% 상회하는 서프라이즈를 예상함. 매출액은 신작 RF 온라인 넥스트(2Q 월별 매출 순위 2위/6위/6위 기록) 및 세븐나이츠 리버스(2Q 매출 1,000억원 초과)가 흥행에 성공하며 전분기비 18% 급증하는 가운데, 전년동기대비(나혼렙 출시)로도 6% 감소로 선방할 전망. 영업이익의 경우 지급수수료율의 전분기비 1.0%p 감소, 마케팅비의 효율적 집행(매출의 20% 이하) 효과로 전분기비 79% 급증 예상

자체 IP 연타석 흥행으로 외형 & 수익성 모두 잡았다

-RF 온라인 넥스트는 국내 모바일 게임 매출 순위에서 4월 2위, 5월 6위, 6월 6위를 차지하며 순항 중. 한편 5월 15일 출시된 세븐나이츠 리버스는 매출 순위에서 5월 5위, 6월 1위를 차지하였으며 6월 중 누적 매출 1,000억원을 돌파하는 대흥행을 기록. 자체 IP 신작이 늘어날수록 지급수수료율은 떨어지는 구조이기 때문에 신작 흥행시 매출과 마진이 동반 상승하는 선순환 구조에 진입한 것으로 판단. 3분기에도 뱀피르, 몬길: STAR DIVE 등으로 촘촘한 신작 라인업이 동사의 최대 강점

일곱 개의 대죄: Origin 연내 출시로 콘솔 시장 주요 사업자로의 도약 기대

일곱 개의 대죄: Origin(모바일/PC/콘솔 오픈월드 액션 RPG)은 검증된 IP를 기반으로 동사에서 4분기 출시 목표로 6월 2일부터 사전 등록에 돌입한 콘솔 신작. 이와 더불어 나혼자만 레벨업도 하반기 콘솔 및 스팀 플랫폼을 통해 출시될 계획으로 콘솔 노출도 점진적으로 증가 예상

호실적 반영에 따른 EPS 전망치 조정에 따라 목표주가 78,000 원으로 상향

-동사 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 78,000원으로 기존 대비 20% 상향 조정. 목표주가 상향은 2분기 실적 서프라이즈 및 구조적인 마진 개선을 반영함에 따라 EPS 전망치를 상향한 점에 기인

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,502	-68	-256	117	-2,975	적지	N/A	1.0	54.3	NA	0.0
2024	2,664	216	26	370	298	흑전	173.3	0.8	14.7	0.5	0.8
2025F	2,805	287	208	552	2,425	712.8	25.4	1.0	10.3	3.8	0.7
2026F	3,078	328	246	610	2,868	18.3	21.5	0.9	9.3	4.4	0.7
2027F	3,339	356	256	610	2,974	3.7	20.7	0.9	8.5	4.4	0.7

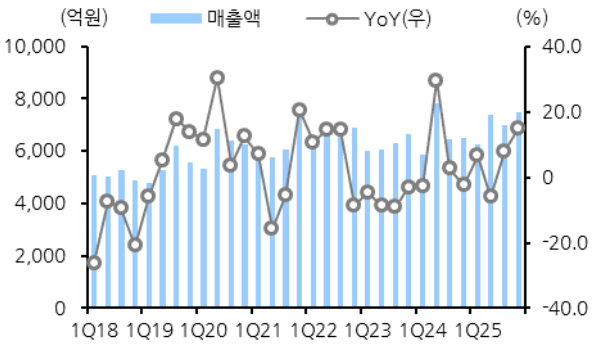
* K-IFRS 연결 기준

<표1> 넷마블 실적 추정 상세 내역 (단위: 억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	6,026	6,033	6,306	6,656	5,854	7,821	6,473	6,490	6,239	7,358	6,991	7,464	26,734	25,021	26,638	28,052
한국	983	842	1,100	1,309	995	1,877	1,489	1,103	1,123	1,552	1,538	1,493	4,251	4,234	5,464	5,705
북미	2,892	3,137	2,964	2,995	2,810	3,128	2,783	2,985	2,870	3,311	3,006	3,284	13,168	11,989	11,707	12,471
유럽	783	724	757	799	761	1,017	841	974	873	957	839	970	3,278	3,063	3,593	3,639
동남아	603	603	631	599	527	782	518	584	624	589	559	672	2,533	2,436	2,411	2,444
일본	422	362	378	399	351	469	453	389	374	441	419	448	2,001	1,562	1,663	1,683
기타	343	365	477	555	410	547	388	454	374	508	629	597	1,505	1,739	1,800	2,109
% YoY	-4.6	-8.7	-9.2	-3.1	-2.9	29.6	2.6	-2.5	6.6	-5.9	8.0	15.0	6.6	-6.4	6.5	5.3
한국	-3.7	-17.5	-4.3	23.6	1.2	122.9	35.3	-15.7	12.9	-17.3	3.3	35.3	-35.9	-0.4	29.1	4.4
북미	-6.5	-3.1	-11.1	-14.5	-2.8	-0.3	-6.1	-0.3	2.1	5.8	8.0	10.0	39.6	-9.0	-2.3	6.5
유럽	3.4	-8.7	-16.2	-3.1	-2.8	40.4	11.2	21.9	14.8	-5.9	-0.3	-0.3	21.7	-6.6	17.3	1.3
동남아	-4.6	-17.0	0.9	9.0	-12.6	29.7	-17.9	-2.5	18.4	-24.7	8.0	15.0	-3.6	-3.8	-1.0	1.3
일본	-16.5	-31.5	-22.2	-16.9	-16.8	29.6	19.8	-2.5	6.6	-5.9	-7.4	15.0	-19.8	-21.9	6.5	1.2
기타	12.3	21.5	6.6	22.7	19.5	50.0	-18.5	-18.1	-8.7	-7.2	62.0	31.4	26.3	15.5	3.5	17.2
매출액	6,026	6,033	6,306	6,656	5,854	7,821	6,473	6,490	6,239	7,358	6,991	7,464	26,734	25,021	26,638	28,052
MMO	964	784	631	599	527	1,173	971	844	873	1,104	1,049	1,120	4,992	2,978	3,515	4,145
RPG	1,627	1,810	2,207	2,529	1,932	3,519	2,460	2,531	2,246	2,796	2,796	3,060	6,037	8,173	10,442	10,899
Casual	2,832	2,896	2,775	2,862	2,751	2,659	2,524	2,596	2,620	3,017	2,726	2,836	12,165	11,365	10,531	11,200
Others	603	543	694	666	644	469	518	519	499	441	419	448	2,420	2,505	2,150	1,808
% 비중																
MMO	16.0	13.0	10.0	9.0	9.0	15.0	15.0	13.0	14.0	15.0	15.0	15.0	19.5	11.9	13.2	14.8
RPG	27.0	30.0	35.0	38.0	33.0	45.0	38.0	39.0	36.0	38.0	40.0	41.0	23.6	32.7	39.2	38.9
Casual	47.0	48.0	44.0	43.0	47.0	34.0	39.0	40.0	42.0	41.0	39.0	38.0	47.5	45.4	39.5	39.9
Others	10.0	9.0	11.0	10.0	11.0	6.0	8.0	8.0	8.0	6.0	6.0	6.0	9.4	10.0	8.1	6.4
영업비용	6,308	6,405	6,525	6,468	5,817	6,709	5,818	6,138	5,742	6,467	6,300	6,669	27,821	25,706	24,482	25,178
지급수수료	2,471	2,403	2,391	2,535	2,274	2,630	2,249	2,316	2,191	2,511	2,454	2,597	10,562	9,800	9,469	9,753
인건비	1,875	1,932	1,806	1,833	1,795	1,827	1,791	1,787	1,721	1,764	1,758	1,783	7,820	7,446	7,200	7,026
마케팅비	1,003	1,131	1,458	1,276	1,015	1,437	1,046	1,205	1,142	1,457	1,310	1,485	5,244	4,868	4,703	5,394
기타	959	939	870	824	733	815	732	830	688	735	778	803	4,195	3,592	3,110	3,004
영업이익	-282	-372	-219	188	37	1,112	655	352	497	891	691	795	-1,087	-685	2,156	2,874
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	87.2	1243.2	-19.9	5.5	125.9	적전	적지	흑전	33.3
영업이익률(%)	-4.7	-6.2	-3.5	2.8	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	12.1	9.9	10.7	-4.1	-2.7	8.1	10.2

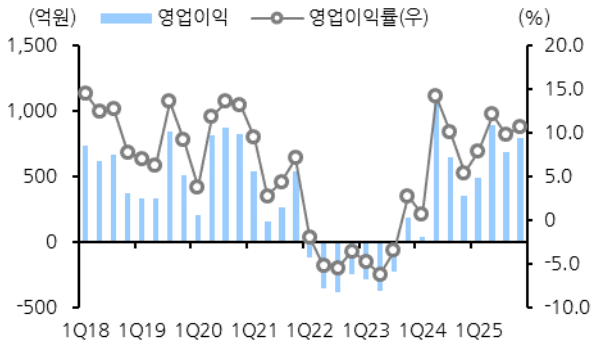
자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망

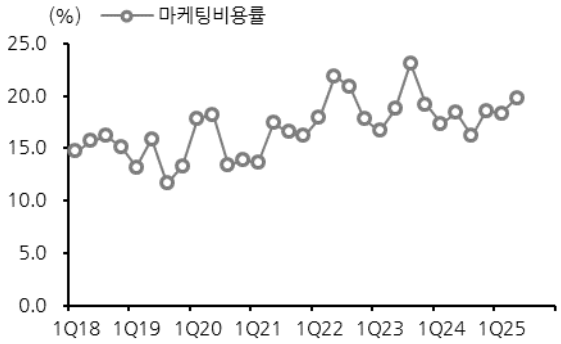


자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림3> 분기별 지급수수료율 추이

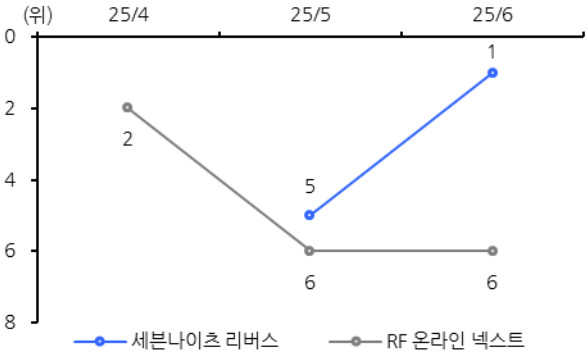
자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림4> 분기별 마케팅비용률 추이



자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림5> 주요 게임별 월별 국내 매출 순위



자료 : 넷마블, 모바일인덱스, 현대차증권

<그림6> 일곱 개의 대죄: Origin 사전 예약 중(6/2부터)

자료 : 넷마블, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,502**	**2,664**	**2,805**	**3,078**	**3,339**
증가율 (%)	-6.4	6.5	5.3	9.7	8.5
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**2,502**	**2,664**	**2,805**	**3,078**	**3,339**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-6.4	6.5	5.3	9.7	8.5
판매관리비	**2,571**	**2,448**	**2,518**	**2,750**	**2,983**
판관비율(%)	102.7	91.9	89.8	89.3	89.3
EBITDA	**117**	**370**	**552**	**610**	**610**
EBITDA 이익률 (%)	4.7	13.9	19.7	19.8	18.3
증가율 (%)	-5.5	216.4	49.1	10.6	-0.1
영업이익	**-68**	**216**	**287**	**328**	**356**
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	10.2	10.7	10.7
증가율 (%)	적지	흑전	33.3	14.1	8.5
영업외손익	**-203**	**-248**	**-65**	**4**	**-12**
금융수익	73	77	79	40	46
금융비용	262	192	140	94	91
기타영업외손익	-14	-133	-4	58	34
종속/관계기업관련손익	113	109	56	0	0
세전계속사업이익	**-159**	**76**	**278**	**332**	**344**
세전계속사업이익률	-6.3	2.9	9.9	10.8	10.3
증가율 (%)	적지	흑전	263.8	19.5	3.7
법인세비용	145	73	56	70	73
계속사업이익	-304	3	221	262	271
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-304**	**3**	**221**	**262**	**271**
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	7.9	8.5	8.1
증가율 (%)	적지	흑전	6,779.9	18.3	3.7
지배주주지분 순이익	-256	26	208	246	256
비지배주주지분 순이익	-48	-22	13	15	16
기타포괄이익	-286	349	-52	0	0
총포괄이익	-590	352	169	262	271

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**906**	**1,115**	**1,769**	**1,920**	**2,452**
현금성자산	430	578	1,153	1,128	1,679
단기투자자산	68	106	122	157	153
매출채권	255	277	319	413	402
재고자산	3	2	2	3	3
기타유동자산	136	138	158	205	200
비유동자산	**7,010**	**7,062**	**6,651**	**7,090**	**6,758**
유형자산	344	340	290	235	191
무형자산	3,229	3,245	2,902	2,675	2,465
투자자산	3,009	2,928	2,901	3,623	3,544
기타비유동자산	428	549	558	558	558
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**7,916**	**8,177**	**8,420**	**9,010**	**9,209**
유동부채	**1,940**	**1,348**	**1,805**	**2,047**	**2,021**
단기차입금	1,311	505	497	497	497
매입채무	32	28	32	41	40
유동성장기부채	86	131	375	375	375
기타유동부채	510	684	900	1,133	1,109
비유동부채	**897**	**1,355**	**1,047**	**1,168**	**1,155**
사채	0	399	150	150	150
장기차입금	372	598	486	486	486
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	525	358	412	533	520
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**2,837**	**2,703**	**2,852**	**3,215**	**3,176**
지배주주지분	4,980	5,416	5,507	5,719	5,941
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
자본조정 등	370	430	432	432	432
기타포괄이익누계액	422	777	725	725	725
이익잉여금	1,128	1,145	1,286	1,498	1,719
비지배주주지분	**100**	**58**	**61**	**77**	**92**
자본총계	**5,079**	**5,474**	**5,568**	**5,796**	**6,033**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-98**	**288**	**545**	**765**	**501**
당기순이익	-304	3	221	262	271
유형자산 상각비	57	53	62	55	44
무형자산 상각비	129	101	202	227	209
외환손익	3	5	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-121	-35	143	221	-24
기타	139	160	-85	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**466**	**37**	**94**	**-757**	**83**
투자자산의 감소(증가)	339	150	37	-721	79
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-36	-17	-6	0	0
기타	162	-97	63	-36	4
재무활동으로인한현금흐름	**-481**	**-221**	**-51**	**-33**	**-33**
차입금의 증가(감소)	-594	-580	-7	1	1
사채의증가(감소)	0	399	-249	0	0
자본의 증가	-847	5	1	0	0
배당금	-2	0	-34	-34	-34
기타	962	-44	239	0	0
기타현금흐름	**41**	**44**	**-12**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-73**	**148**	**575**	**-26**	**551**
기초현금	503	430	578	1,153	1,128
기말현금	430	578	1,153	1,128	1,679

(단위: 원, 배, %)

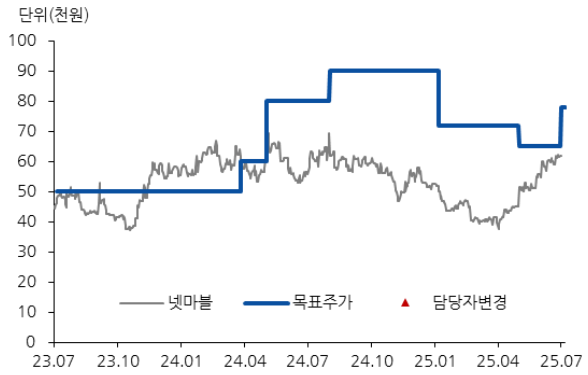
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-3,535	37	2,574	3,045	3,158
EPS(지배순이익 기준)	-2,975	298	2,425	2,868	2,974
BPS(자본총계 기준)	59,091	63,684	64,780	67,427	70,188
BPS(지배지분 기준)	57,933	63,011	64,067	66,537	69,114
DPS	0	417	417	417	417
P/E(당기순이익 기준)	N/A	1,381.7	24.0	20.3	19.5
P/E(지배순이익 기준)	N/A	173.3	25.4	21.5	20.7
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	54.3	14.7	10.3	9.3	8.5
배당수익률	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	6,779.9	18.3	3.7
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	712.8	18.3	3.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-5.7	0.1	4.0	4.6	4.6
ROE(지배순이익 기준)	-4.9	0.5	3.8	4.4	4.4
ROA	-3.6	0.0	2.7	3.0	3.0
안정성 (%)					
부채비율	55.9	49.4	51.2	55.5	52.7
순차입금비율	24.7	17.1	6.0	5.6	순현금
이자보상배율	NA	2.0	3.1	3.6	3.9

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.12	M.PERFORM	68,000	-21.12	-11.76
2023.07.13	M.PERFORM	50,000	-3.45	19.60
2024.01.13	AFTER 6M	50,000	20.41	33.60
2024.04.03	M.PERFORM	60,000	-5.02	8.00
2024.05.10	BUY	80,000	-24.31	-13.25
2024.11.20	BUY	90,000	-37.39	-27.78
2025.01.13	BUY	72,000	-39.86	-30.55
2025.05.09	BUY	65,000	-13.76	-4.62
2025.07.09	BUY	78,000		

▶ 최근 2년간 넷마블 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.