



Marketperform(Maintain)

목표주가: 49,000원(하향)

주가(4/30): 44,700원

시가총액: 38,421억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/30)	2,556.61pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	69,400원	37,500원
등락률	-35.6%	19.2%
수익률	절대	상대
1M	9.8%	9.9%
6M	-22.0%	-20.9%
1Y	-21.0%	-17.3%

Company Data

발행주식수	85,954천주
일평균 거래량(3M)	191천주
외국인 지분율	25.1%
배당수익률(25E)	1.0%
BPS(25E)	69,465원
주요 주주	방준혁 외 12인 24.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,798.8	2,788.8
영업이익	-68.5	215.6	302.8	271.5
EBITDA	117.0	370.0	445.4	413.3
세전이익	-158.6	76.3	295.5	322.5
순이익	-303.9	3.2	227.3	247.2
지배주주지분순이익	-255.7	25.6	240.9	258.9
EPS(원)	-2,975	298	2,803	3,012
증감률(% YoY)	적지	흑전	839.7	7.5
PER(배)	-19.5	173.3	15.9	14.8
PBR(배)	1.00	0.82	0.64	0.59
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	9.7	9.0
영업이익률(%)	-2.7	8.1	10.8	9.7
ROE(%)	-4.9	0.5	4.2	4.1
순차입금비율(%)	26.2	18.2	6.9	-2.6

Price Trend



넷마블 (251270)

콘솔 중심 IP화 필요



동사에 대한 목표주가를 기존 5.7만원에서 4.9만원으로 하향하고, 투자의견을 Marketperform으로 유지한다. 동사의 전략은 여전히 모바일 플랫폼에 치우친 행보로, F2P 기반 인게임 BM의 강도를 높여 매출 지속성과 브랜드 이미지 제고 효과를 갖추지 못하고 있다. 동사는 수많은 자체 및 외부 IP를 확보하고 있는데 이에 대해 콘솔 중심 신작을 제작하려는 시도와 역량이 필요하다고 판단한다.

>>> 동사 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 5.7만원에서 4.9만원으로 하향하고, 투자의견을 Marketperform으로 유지한다. 목표주가는 25E 지배주주순이익 2,409억원에 목표 PER 17.5배를 적용한 결과다. 타겟 밸류에이션은 동사 주력 신작 성과를 어닝에 반영한 가운데 그동안 동사의 아킬레스건인 매출 지속성의 저하에 대한 리스크를 보수적으로 투영해 목표 PER을 기존 25배에서 17.5배로 레벨다운한 결과로 요약 제시한다.

>>> 콘솔 중심 신작 전략 필요

동사의 주요 전략은 여전히 모바일 플랫폼에 치우친 행보로, F2P 기반 인게임 BM의 강도를 높여 매출 지속성과 브랜드 이미지 제고 효과를 갖추지 못하고 있다. 동사는 수많은 자체 및 외부 IP를 확보하고 있는데 이에 대해 콘솔 중심 신작을 제작하려는 시도와 개발력이 아직 명확하지 못하다는 판단이며, 글로벌 메이저 IP 기반의 팬심과 콘솔 중심의 개발 역량이 맞물려 트리플 A급 게임을 제작하고 이에 대한 멀티 IP 기반 파이프라인 다변화를 구축해 시리즈화한다면 본판 이후 차기작 출시시 기존 팬층에 신규 유저 유입을 더한 패키지 판매고의 레벨업을 동인할 수 있고 이에 기반한 멀티 IP 기반 안정적 수익 성장 곡선을 마련할 수 있는데, 이에 대한 전략이 여전히 집중 투입되지 못한 점은 동사의 약점으로 총평할 수 있겠다.

>>> 주요 신작 및 추정치 분석

당사는 올해 동사 핵심 신작인 일곱개의 대죄 오리진에 대한 초기 매출 분기를 3Q25E로 가져가되 해당 분기 일평균 매출을 현실적으로 10억원으로 조정하고 25E 일평균 매출액 8.8억원을 추정치에 반영하였다. 기존 경쟁작을 넘어서는 차별적 게임성 확보에 대한 확신을 가질 수 없기에 일매출에 대한 과한 추정을 경계하고 상기 언급한 매출 지속성에 대한 우려 등을 종합적으로 감안해 현재 추정치는 중립적 또는 약간 우호적 수준으로 평가한다. 최근 동사 캐시카우인 RF 온라인 넥스트의 25E 일평균 매출액은 6.7억원으로 산정했으며, 나 혼자만 레벨업 어라이즈의 25E 일평균 매출은 4.3억원으로 전년도 4분기 매출 수준이 올해 분기별로 대체로 유지된다는 중립 수준의 가정을 적용했다. 25E 추정치 조정은 PC 버전 출시에 따른 지급수수료율 절감, 타이트한 헤드카운트 구조 및 마케팅비의 효율적 운영 등을 어닝 상향의 트리거로 반영했다.

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	635.1	688.7	724.4	750.6	2,663.8	2,798.8	2,788.8
모바일 게임	520.4	736.1	598.8	599.1	583.2	636.3	671.1	696.8	2,454.4	2,587.3	2,575.0
온라인 게임	8.6	7.0	7.1	6.9	8.2	6.7	6.7	6.6	29.6	28.2	26.9
기타	56.4	39.0	41.5	42.9	43.7	45.8	46.6	47.2	179.7	183.3	187.0
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	584.7	609.5	635.6	666.2	2,448.2	2,495.9	2,517.4
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	50.3	79.3	88.8	84.4	215.6	302.8	271.5
영업이익률(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	7.9%	11.5%	12.3%	11.2%	8.1%	10.8%	9.7%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	16.8	22.6	26.6	-73.2	-139.3	-7.3	51.0
법인세차감전순이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	67.1	101.8	115.5	11.2	76.3	295.5	322.5
법인세차감전순이익률(%)	0.1%	27.8%	6.5%	-28.4%	10.6%	14.8%	15.9%	1.5%	2.9%	10.6%	11.6%
법인세비용	10.7	55.1	21.6	-14.4	15.5	23.5	26.7	2.6	73.1	68.3	75.2
법인세율(%)	1236.3%	25.3%	51.2%	7.8%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	95.8%	23.1%	23.3%
당기순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	51.6	78.3	88.8	8.6	3.2	227.3	247.2
당기순이익률(%)	-1.7%	20.7%	3.2%	-26.2%	8.1%	11.4%	12.3%	1.1%	0.1%	8.1%	8.9%
지배주주지분	-0.4	169.5	22.4	-165.9	55.0	81.7	92.2	12.0	25.6	240.9	258.9
비지배주주지분	-9.4	-7.2	-1.9	-3.9	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4	-22.4	-13.7	-11.7

주: 나 혼자만 레벨업, 아스달 연대기, 레이븐2 및 RF 온라인 넥스트 매출은 모바일 플랫폼으로 일괄 분류
 자료: 넷마블, 키움증권

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	2,826.2	2,832.1	2,769.5	2,798.8	2,788.8	2,723.8	-1.0%	-1.5%	-1.7%
영업이익	191.9	153.8	100.4	302.8	271.5	222.0	57.8%	76.5%	121.2%
영업이익률	6.8%	5.4%	3.6%	10.8%	9.7%	8.2%	4.0%	4.3%	4.5%
법인세차감전순이익	241.5	239.1	212.5	295.5	322.5	307.6	22.4%	34.9%	44.8%
당기순이익	185.7	183.9	163.4	227.3	247.2	236.6	22.4%	34.5%	44.8%
지배주주지분	213.7	209.9	187.4	240.9	258.9	246.2	12.7%	23.4%	31.4%

자료: 키움증권

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	667.6	639.7	754.1	764.8	635.1	688.7	724.4	750.6	-4.9%	7.7%	-3.9%	-1.9%
영업이익	55.2	21.9	57.4	57.4	50.3	79.3	88.8	84.4	-8.8%	262.4%	54.8%	47.0%
영업이익률	8.3%	3.4%	7.6%	7.5%	7.9%	11.5%	12.3%	11.2%	-0.3%	8.1%	4.7%	3.7%
법인세차감전순이익	77.6	44.3	79.8	39.8	67.1	101.8	115.5	11.2	-13.5%	129.9%	44.7%	-72.0%
당기순이익	59.7	34.1	61.4	30.6	51.6	78.3	88.8	8.6	-13.5%	129.9%	44.7%	-72.0%
지배주주지분	66.7	41.1	68.4	37.6	55.0	81.7	92.2	12.0	-17.5%	99.0%	34.9%	-68.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,798.8	2,788.8	2,723.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,798.8	2,788.8	2,723.8
판매비	2,570.5	2,448.2	2,495.9	2,517.4	2,501.7
영업이익	-68.5	215.6	302.8	271.5	222.0
EBITDA	117.0	370.0	445.4	413.3	363.0
영업외손익	-90.1	-139.3	-7.3	51.0	85.6
이자수익	16.4	18.4	33.8	49.2	64.1
이자비용	146.7	107.4	107.4	107.4	107.4
외환관련이익	36.7	46.9	26.4	27.0	27.5
외환관련손실	70.8	53.9	28.5	29.0	29.6
종속 및 관계기업손익	112.8	108.7	182.7	216.0	225.6
기타	-38.5	-152.0	-114.3	-104.8	-94.6
법인세차감전이익	-158.6	76.3	295.5	322.5	307.6
법인세비용	145.3	73.1	68.3	75.2	71.1
계속사업손익	-303.9	3.2	227.3	247.2	236.6
당기순이익	-303.9	3.2	227.3	247.2	236.6
지배주주순이익	-255.7	25.6	240.9	258.9	246.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-6.4	6.5	5.1	-0.4	-2.3
영업이익 증감율	흑전	-414.7	40.4	-10.3	-18.2
EBITDA 증감율	-5.4	216.2	20.4	-7.2	-12.2
지배주주순이익 증감율	흑전	-110.0	841.0	7.5	-4.9
EPS 증감율	적지	흑전	839.7	7.5	-4.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-2.7	8.1	10.8	9.7	8.2
EBITDA Margin(%)	4.7	13.9	15.9	14.8	13.3
지배주주순이익률(%)	-10.2	1.0	8.6	9.3	9.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98.1	287.7	502.4	504.1	486.8
당기순이익	-303.9	3.2	227.3	247.2	236.6
비현금항목의 가감	440.3	382.0	376.7	334.3	304.8
유형자산감가상각비	56.5	53.4	51.1	52.0	52.6
무형자산감가상각비	128.9	100.9	91.4	89.8	88.4
지분법평가손익	-423.5	-243.5	-182.7	-216.0	-225.6
기타	678.4	471.2	416.9	408.5	389.4
영업활동자산부채증감	-121.0	-34.8	4.7	20.5	24.2
매출채권및기타채권의감소	-80.4	-9.5	-15.0	1.1	7.2
재고자산의감소	-0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.1
매입채무및기타채무의증가	-14.6	-6.3	9.3	8.0	7.6
기타	-25.7	-18.6	10.5	11.4	9.3
기타현금흐름	-113.5	-62.7	-106.3	-97.9	-78.8
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	-41.3	-41.7	-42.1
유형자산의 취득	-36.2	-17.3	-55.0	-55.0	-55.0
유형자산의 처분	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	12.6	20.6	-75.0	-75.0	-75.0
투자자산의감소(증가)	676.6	189.4	216.7	216.4	216.0
단기금융자산의감소(증가)	56.7	-37.7	-3.0	-3.1	-3.1
기타	-244.5	-118.6	-125.0	-125.0	-125.0
재무활동 현금흐름	-480.9	-220.7	-59.2	-59.8	-59.8
차입금의 증가(감소)	-473.5	-182.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.2	-0.1	-34.2	-34.8	-34.8
기타	-5.2	-37.8	-25.0	-25.0	-25.0
기타현금흐름	40.8	43.7	177.1	176.9	176.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-72.7	147.5	579.0	579.4	561.5
기초현금 및 현금성자산	503.0	430.3	577.9	1,156.8	1,736.2
기말현금 및 현금성자산	430.3	577.9	1,156.8	1,736.2	2,297.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	1,714.8	2,299.3	2,859.8
현금 및 현금성자산	430.3	577.9	1,156.8	1,736.2	2,297.7
단기금융자산	82.1	119.8	122.8	125.9	129.0
매출채권 및 기타채권	271.5	295.1	310.1	309.0	301.7
재고자산	2.7	2.1	2.2	2.2	2.2
기타유동자산	119.2	119.9	122.9	126.0	129.2
비유동자산	7,010.1	7,062.2	7,026.7	7,025.8	7,035.8
투자자산	3,008.8	2,928.1	2,894.2	2,893.8	2,903.4
유형자산	344.4	339.8	343.6	346.7	349.1
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,228.8	3,214.0	3,200.5
기타비유동자산	428.1	549.1	560.1	571.3	582.8
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,741.6	9,325.1	9,895.6
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,364.9	1,380.4	1,395.7
매입채무 및 기타채무	264.6	344.2	353.5	361.5	369.1
단기금융부채	1,397.7	636.1	636.1	636.1	636.1
기타유동부채	277.5	367.9	375.3	382.8	390.5
비유동부채	897.0	1,355.0	1,361.7	1,368.7	1,373.5
장기금융부채	443.3	1,056.6	1,056.6	1,056.6	1,056.6
기타비유동부채	453.7	298.4	305.1	312.1	316.9
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,726.6	2,749.1	2,769.2
지배지분	4,979.5	5,416.0	5,970.8	6,543.5	7,103.5
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
기타자본	370.1	430.2	430.2	430.2	430.2
기타포괄손익누계액	422.4	776.9	1,125.5	1,474.2	1,822.8
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,351.6	1,575.7	1,787.1
비지배지분	99.5	57.8	44.2	32.5	22.8
자본총계	5,079.0	5,473.9	6,014.9	6,576.0	7,126.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,975	298	2,803	3,012	2,865
BPS	57,933	63,011	69,465	76,128	82,644
CFPS	1,587	4,482	7,027	6,765	6,298
DPS	0	417	425	425	425
주가배수(배)					
PER	-19.5	173.3	15.9	14.8	15.6
PER(최고)	-24.6	242.7	19.2		
PER(최저)	-12.4	154.5	13.4		
PBR	1.00	0.82	0.64	0.59	0.54
PBR(최고)	1.27	1.15	0.77		
PBR(최저)	0.63	0.73	0.54		
PSR	2.00	1.67	1.37	1.38	1.41
PCFR	36.6	11.5	6.4	6.6	7.1
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.7	9.0	8.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	1,062.3	15.3	14.1	14.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.8	1.0	1.0	1.0
ROA	-3.6	0.0	2.7	2.7	2.5
ROE	-4.9	0.5	4.2	4.1	3.6
ROIC	-0.6	-0.4	6.8	6.2	5.1
매출채권회전율	10.3	9.4	9.2	9.0	8.9
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,288.3	1,254.9	1,242.3
부채비율	55.9	49.4	45.3	41.8	38.9
순차입금비율	26.2	18.2	6.9	-2.6	-10.3
이자보상배율	-0.5	2.0	2.8	2.5	2.1
총차입금	1,841.0	1,692.6	1,692.6	1,692.6	1,692.6
순차입금	1,328.6	995.0	413.0	-169.5	-734.1
NOPLAT	117.0	370.0	445.4	413.3	363.0
FCF	17.5	109.0	253.5	243.8	209.5

Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 현재 ‘넷마블(251270)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 작성자 김진구는 2024년 12월 3일 있었던 “넷마블 애널리스트 데이” 행사에 식사비 등을 넷마블로부터 지원 받고 다녀 왔습니다.

고지사항

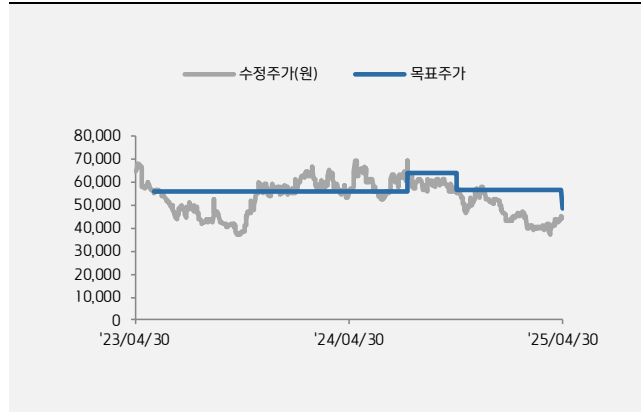
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2023-06-01	Marketperform(Maintain)	56,000원	6개월	-9.62	1.79
	2023-08-09	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-16.31	6.79
	2024-02-08	Marketperform(Downgrade)	56,000원	6개월	7.24	23.93
	2024-08-08	Marketperform(Maintain)	64,000원	6개월	-7.10	8.44
	2024-10-31	Marketperform(Maintain)	57,000원	6개월	-17.24	1.75
	2025-04-30	Marketperform(Maintain)	49,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

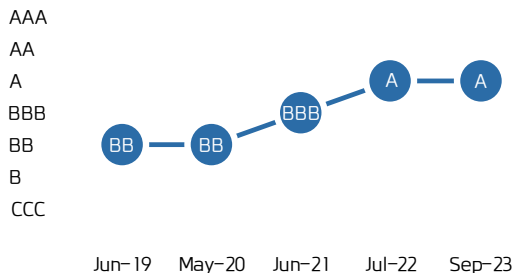
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

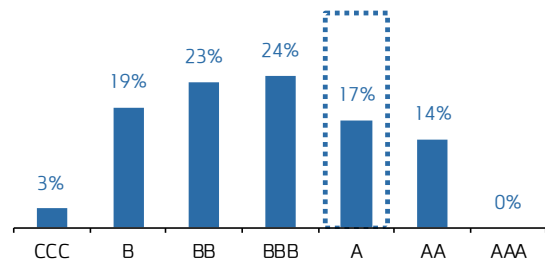
매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.3	4.6		
환경	8.3	8.3	5.0%	▲1.6
탄소 배출	8.3	8.4	5.0%	▲1.6
사회	5.1	4.8	51.0%	▲0.1
인력 자원 개발	3.9	3.7	26.0%	▼0.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.4	5.8	25.0%	▲0.3
지배구조	5.1	4.5	44.0%	▼0.8
기업 지배구조	6.7	5.3		▼0.5
기업 활동	4.1	5.3		▼0.9

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	●●●	●●	●●	●●	●●●●	A	◀▶
CyberAgent, Inc.	●●	●●●●	●●●●	●	●●●	A	◀▶
Netmarble Corporation	●●	●●●	●●●	●●●●	●	A	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	●●●●	●	●●	●	B	▼
Bandai Namco Holdings Inc.	●●●●	●●●	●●	●●●	●●●	B	◀▶
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	●●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치