



넷마블 (251270)

게임 수명 장기화 역량 증명 필요

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Hold (유지)

목표주가(유지): 55,000원

현재 주가(1/10)	51,800 원
상승여력	▲6.2%
시가총액	44,524 억원
발행주식수	85,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	69,400 / 46,850 원
90 일 일평균 거래대금	52.52 억원
외국인 지분율	26.1%

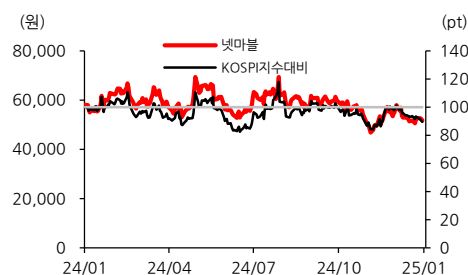
주주 구성	
방준혁 (외 16 인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.0	-13.4	-11.0	-11.5
상대수익률(KOSPI)	-9.0	-10.2	1.3	-10.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,502	2,605	2,542	2,751
영업이익	-68	203	164	195
EBITDA	117	366	344	370
지배주주순이익	-256	210	201	256
EPS	-2,975	2,560	2,453	3,123
순차입금	1,603	1,327	1,046	682
PER	-19.5	22.5	21.1	16.6
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	56.4	17.1	16.0	13.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.9	4.1	3.8	4.6

주가 추이



넷마블의 4Q24 영업이익은 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 올해 신작 라인업이 상대적으로 많은 편이라 이벤트에 따른 트레이딩 관점의 대응을 추천합니다. 높은 트래픽과 매출을 유지시키는 모습이 확인되어야 추가적인 프리미엄 부여가 가능할 것으로 예상합니다.

4Q24 실적은 컨센서스 하회 추정

동사의 4Q24 실적은 매출액 5,898억 원, 영업이익 229억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 388억 원을 하회한 것으로 추정된다. 매출액이 QoQ 9% 감소할 것으로 예상하는데, 신작 킹아서: 레전드라이즈가 11월에 출시되었지만 유의미한 성과는 없었고 기존 게임들의 매출 감소세가 지속된 것으로 파악된다. 영업비용은 QoQ 2.6% 감소하며 전반적 비용 통제 기조가 유지될 것으로 본다. 인건비와 마케팅비는 특이사항 없이 QoQ 각각 1%, 4% 감소를 예상한다. 매출 대비 지급수수료 비중은 자체 런처 기반의 PC 매출 비중 감소로 QoQ 2.3%p 높아진 37%를 추정한다.

상대적으로 풍부한 신작 라인업, 모멘텀은 2분기부터

하향된 기존 게임 라인업들의 실적 레벨은 이번 실적에서 확인될 것으로 예상된다. 더 이상 기존 게임들의 매출 감소가 없다고 해도, 동사의 높은 밸류에이션을 정당화시키려면 추가 신작에 대한 정보나 흥행 기대감이 다시 붙어야 한다. 사전예약을 시작한 킹오파AFK를 포함해 9개의 신작이 연내 예정되어 있다. 단기적인 모멘텀이 될 수 있는 것은 2분기 말 출시를 가정하는 신작 왕자의게임 관련 정보들이다. 올해 실적 성장을 위해서는 나혼렙 수준의 초반 성과가 확인되어야 한다.

투자의견 HOLD와 목표주가 5만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 7% 하향했고, 보유 지분 가치 상승을 반영했다. 올해 실적 기준 P/E 21배에서 거래되고 있는 밸류에이션 관점에서 보면 동사에 대한 투자 매력도는 낮다. 신작 라인업이 상대적으로 많은 편이라 신작 이벤트에 따른 트레이딩 관점의 대응을 추천한다. 높은 트래픽과 매출을 유지시키는 모습이 확인되어야 추가적인 프리미엄 부여가 가능할 것으로 예상된다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	585	782	647	590	604	622	642	674	2,673	2,502	2,605	2,542
YoY (%)	(2.9)	29.6	2.6	(11.4)	3.2	(20.5)	(0.8)	14.2	6.6	(6.4)	4.1	(2.4)
국내	100	188	149	141	143	147	153	160	425	423	577	602
해외	486	594	498	448	462	475	489	514	2,248	2,079	2,027	1,940
리니지 2 레볼루션	18	16	16	17	18	19	20	21	107	87	67	66
MCoC	59	70	52	57	51	56	61	67	289	270	238	271
일대좌:그랜드크로스	41	31	26	27	25	26	28	28	180	150	125	95
나혼자만레벨업		156	84	46	33	31	32	34			287	255
레이븐 2		31	39	47	49	51	54	57			117	105
영업비용	582	671	582	567	577	576	600	625	2,782	2,571	2,401	2,378
YoY (%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(12.4)	(0.8)	(14.1)	3.1	10.3	18.1	(7.6)	(6.6)	(0.9)
지급수수료	227	263	225	218	211	218	225	236	1,056	980	934	890
인건비	180	183	179	178	190	184	186	184	782	744	719	745
광고선전비	102	144	105	100	106	103	116	121	524	487	450	445
기타	34	42	36	35	36	34	35	47	187	174	147	153
감가상각비	39	40	37	35	33	37	39	37	232	185	152	146
영업이익	3.7	111.2	65.5	22.9	27.1	45.9	42.0	48.5	(108.4)	(68.5)	203.3	163.5
YoY (%)	흑전	흑전	흑전	22.0	631.4	(58.7)	(35.8)	111.5	적전	적지	흑전	(19.6)
영업이익률 (%)	0.6	14.2	10.1	3.9	4.5	7.4	6.5	7.2	(4.1)	(2.7)	7.8	6.4
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	18.2	45.1	74.5	36.6	44.9	(906.4)	(303.9)	191.2	201.0
YoY (%)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	(54.1)	77.5	145.9	적전	적지	흑전	5.1
순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	3.1	7.5	12.0	5.7	6.7	(33.9)	(12.1)	7.3	7.9

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 넷마블의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

게임 영업 가치	3,481	
25E EBITDA	344	
Target EV/EBITDA	10.1	국내외 peer 12mf EV/EBITDA 평균 10% 할인
지분 가치	1,247	50% 할인 적용
코웨이	662	
엔씨소프트	182	
하이브	404	
적정 기업가치	4,729	
발행주식수(천주)	85,693	
적정주가(원)	55,180	
목표주가(원)	55,000	
현재주가(원)	51,800	
상승여력	6.2%	

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,605	2,542	2,751
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	-109	-68	203	164	195
EBITDA	124	117	366	344	370
순이자손익	-89	-117	-81	-63	-62
외화관련손익	-123	-34	-6	0	0
지분법손익	79	423	263	197	170
세전계속사업손익	-941	-159	287	258	328
당기순이익	-886	-304	191	201	256
지배주주순이익	-819	-256	210	201	256
증가율(%)					
매출액	637.7	-6.4	4.1	-2.4	8.2
영업이익	적전	적지	흑전	-19.6	19.3
EBITDA	21.1	-5.5	212.7	-5.9	7.6
순이익	적전	적지	흑전	5.1	27.3
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	-4.1	-2.7	7.8	6.4	7.1
EBITDA 이익률	4.6	4.7	14.0	13.5	13.5
세전이익률	-35.2	-6.3	11.0	10.1	11.9
순이익률	-33.2	-12.1	7.3	7.9	9.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-408	-98	201	187	300
당기순이익	-886	-304	191	201	256
자산상각비	232	185	162	181	175
운전자본증감	-73	-121	-65	-10	27
매출채권 감소(증가)	12	-80	-3	-39	42
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-11	21	-23
투자현금흐름	-40	525	114	90	59
유형자산처분(취득)	-38	-36	-21	-37	-40
무형자산 감소(증가)	-82	13	24	-44	-44
투자자산 감소(증가)	126	32	-46	-5	-5
재무현금흐름	-549	-540	-232	0	0
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-225	0	0
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	0	0
배당금의 지급	-52	-2	0	0	0
총현금흐름	201	136	319	196	273
(-)운전자본증감(감소)	331	50	-31	10	-27
(-)설비투자	39	36	21	37	40
(+)자산매각	-81	13	24	-44	-44
Free Cash Flow	-250	63	353	106	217
(-)기타투자	-212	-445	-61	-175	-147
잉여현금	-38	508	414	281	364
NOPLAT	-79	-50	135	128	152
(+) Dep	232	185	162	181	175
(-)운전자본투자	331	50	-31	10	-27
(-)Capex	39	36	21	37	40
OpFCF	-216	49	307	262	315

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997	906	1,028	1,353	1,679
현금성자산	578	499	636	917	1,281
매출채권	215	272	272	310	269
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	6,956	6,877	6,809
투자자산	4,006	3,437	3,448	3,470	3,493
유형자산	336	344	327	309	296
무형자산	3,596	3,229	3,181	3,099	3,020
자산총계	8,936	7,916	7,984	8,230	8,488
유동부채	2,294	1,906	992	1,026	1,016
매입채무	213	172	151	172	149
유동성이자부채	1,783	1,456	527	527	527
비유동부채	1,020	931	1,728	1,739	1,751
비유동이자부채	795	646	1,435	1,435	1,435
부채총계	3,314	2,837	2,720	2,766	2,768
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,904	3,904	3,904
이익잉여금	1,378	1,128	1,333	1,534	1,790
자본조정	177	-58	-56	-56	-56
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	5,622	5,079	5,263	5,464	5,720

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-9,531	-2,975	2,560	2,453	3,123
BPS	63,533	57,933	60,377	62,716	65,692
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,343	1,587	3,714	2,282	3,176
ROA(%)	-8.4	-3.0	2.6	2.5	3.1
ROE(%)	-14.6	-4.9	4.1	3.8	4.6
ROIC(%)	-2.0	-1.3	3.7	3.5	4.3
Multiples(x, %)					
PER	-6.3	-19.5	22.5	21.1	16.6
PBR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8
PSR	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6
PCR	25.8	36.6	15.5	22.7	16.3
EV/EBITDA	58.1	56.4	17.1	16.0	13.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	58.9	55.9	51.7	50.6	48.4
Net debt/Equity	35.6	31.6	25.2	19.1	11.9
Net debt/EBITDA	1,616.3	1,371.0	362.7	303.7	184.2
유동비율	43.5	47.5	103.6	131.8	165.2
이자보상배율(배)	n/a	n/a	1.9	1.7	2.0
자산구조(%)					
투하자본	47.1	48.4	47.4	45.1	42.3
현금+투자자산	52.9	51.6	52.6	54.9	57.7
자본구조(%)					
차입금	31.4	29.3	27.2	26.4	25.5
자기자본	68.6	70.7	72.8	73.6	74.5

[Compliance Notice]

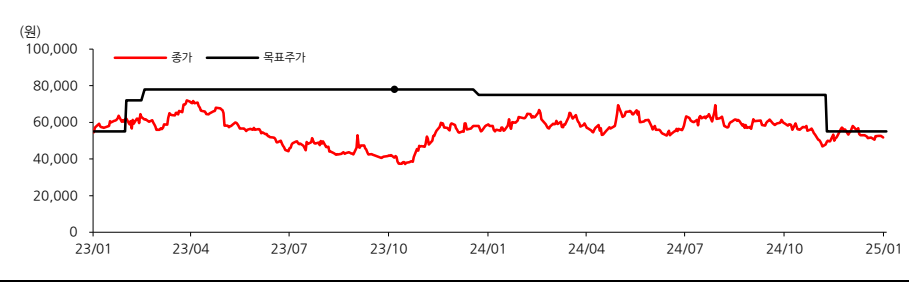
(공표일: 2025년 1월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.01.20	2023.02.10	2023.02.27	2023.04.04	2023.05.12	2023.05.23
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	72,000	78,000	78,000	78,000	78,000
일시	2023.06.07	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.10	2024.09.03	2024.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	78,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일시	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.13			
투자의견	Buy	Hold	Hold			
목표가격	75,000	55,000	55,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.10	Buy	72,000	-15.38	-10.28
2023.02.27	Buy	78,000	-32.03	-7.56
2024.01.02	Buy	75,000	-21.18	-7.47
2024.11.19	Hold	55,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%