

넷마블 (251270)

2025년 역대 최대 실적 기록할 것

2024년 11월 8일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (유지)
✓ 상승여력	77.1%	✓ 현재주가 (11월 7일)	54,200 원

신한생각 2025년 가장 큰 상승 여력 보유한 개발사

2025년 라인업 공개와 재무 리스크 하락으로 성장 기대감 반영 예상. 내년 역대 최고 실적 기록 경신 전망하며 게임업종 Top Pick 제시

3Q24 Review: 수익성 유지하며 컨센서스 상회

넷마블은 영업수익 6,473억원(YoY +2.7%, QoQ -17.2%), 영업이익 655억원(YoY 흑자전환, QoQ -41.1%, 영업이익률 10.1%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 608억원 상회. 전분기에 신작 3개가 동시에 출시된 만큼 당 분기에는 매출 하향 안정화를 피할 수 없지만, 그에 맞춰 마케팅비와 지급 수수료도 줄어 예상보다 높은 수익성 기록

2025년 10개 신작 출시 예정. 실적발표를 통해 공개한 라인업 9종과 최근 퍼블리싱 계약을 체결한 알트나인의 <프로젝트SOL>까지 포함. 일매출 10억원 이상 발생 가능한 잠재력 있는 신작이 4개로 판단하며, 내년 라인업이 대부분 이번 실적발표를 통해 발표된 만큼 시장의 기대감도 높아질 것으로 예상. 2025년 상장사 중 가장 많은 수의 작품으로 2025F 영업이익 3,306억원을 기록하며 역대 최고 실적 경신 전망

Valuation & Risk: 신작 및 재무 리스크 하락

투자 의견 '매수'와 목표주가 96,000원을 유지. 목표주가는 12개월 선형 주당순이익에 목표매수 22배 적용. 당해 계획했던 주요작들을 대부분 출시해 턴어라운드를 증명하며 신작 출시 지연 리스크 하락. 경쟁사들은 이제 막 스튜디오 인수나 외부 게임 조달에 투자 중이나, 동사는 경쟁력 있는 글로벌 스튜디오들을 확보해 매년 다수 신작을 출시할 수 있는 준비가 된 유일한 게임사. 이자비용 축소와 재무구조 개선도 이루어져 2025년부터 신작 출시에 따른 영업이익 레버리지 효과가 폭발적일 것으로 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,673.4	(108.7)	(819.2)	-	(14.6)	1.0	58.9	-
2023	2,502.1	(68.5)	(255.7)	-	(4.9)	1.0	57.1	-
2024F	2,677.6	239.0	263.4	17.7	5.1	0.9	14.8	-
2025F	2,912.1	330.6	375.6	12.4	6.7	0.8	12.0	-
2026F	3,045.8	380.3	456.9	10.2	7.6	0.7	9.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

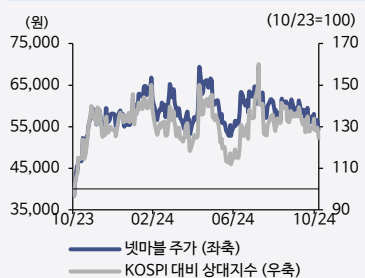
시가총액	4,658.7십억원
발행주식수(유동비율)	86.0백만주(36.7%)
52주 최고가/최저가	69,400 원/44,650 원
일평균 거래액 (60일)	9,140백만원
외국인 지분율	26.2%

주요주주 (%)

방준혁 외 13인	24.3
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.5

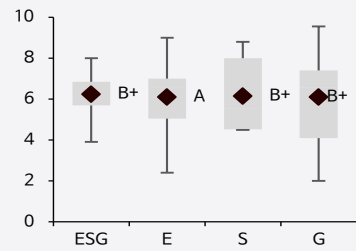
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.4)	(17.3)	21.4	(6.6)
상대	(7.7)	(17.1)	15.7	(2.7)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	662.8	2,502.1	2,677.6	2,912.1
(%YoY)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	29.6	2.7	(0.4)	(6.4)	7.0	8.8
(%QoQ)	(12.3)	0.1	4.5	5.5	(12.0)	33.6	(17.2)	2.4			
영업비용	630.8	640.6	652.4	647.2	581.7	670.9	581.8	604.2	2,571.0	2,438.6	2,581.5
(%YoY)	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	4.7	(10.8)	(6.6)	(7.6)	(5.1)	5.9
(%QoQ)	(11.3)	1.5	1.9	(0.8)	(10.1)	15.3	(13.3)	3.9			
[비용구성]											
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	238.0	980.0	953.3	1,005.6
인건비	187.5	193.2	180.6	183.3	179.5	182.7	179.1	180.9	744.6	722.2	741.8
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	110.9	486.8	460.7	517.3
D&A	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	40.2	40.2	40.6	185.4	159.7	162.5
기타	47.6	45.8	40.7	40.1	34.3	41.3	33.0	33.8	174.2	142.7	154.3
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.4	3.7	111.2	65.5	58.6	(69.0)	239.0	330.6
(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	219.3	적지	흑전	38.4
(%QoQ)	적지	적지	적지	흑전	(79.8)	2,916.2	(41.1)	(10.5)			
(%OPM)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	14.2	10.1	8.8	(2.8)	8.9	11.4
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(185.6)	(9.9)	162.3	20.6	69.9	(303.9)	242.9	356.9
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	47.0
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(87.3)	239.2			
(%NPM)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	20.8	3.2	10.5	(12.1)	9.1	12.3
지배기업순이익	(37.7)	(27.1)	(19.0)	(171.9)	(0.4)	169.5	22.4	72.0	(255.7)	263.4	375.6
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	42.6
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(86.8)	221.3			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

넷마블 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	263.4	375.6	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	8,193	8,193	
EPS	3,215	4,585	
12M Fwd EPS (A)		4,382	시가총액 기준 8.3조원
목표 PER (B)		22.0	
(A) * (B)		96,406	
목표 주가		96,000	
현재 주가 (11/7)		54,200	
상승여력 (%)		77.1%	

자료: 신한투자증권 추정

넷마블 3Q24P 실적 Review

(십억원)	3Q24P	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	647.3	782.1	(17.2)	630.6	2.7	687.1	(5.8)
영업이익	65.5	111.2	(41.1)	(21.9)	흑전	60.8	7.7
순이익	22.4	169.5	(86.8)	(19.0)	흑전	47.4	(52.7)
영업이익률	10.1	14.2		(3.5)		8.8	
순이익률	3.5	21.7		(3.0)		6.9	

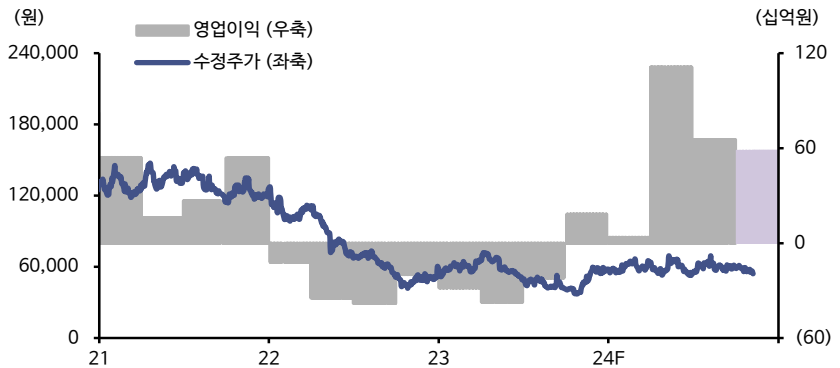
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,768.6	2,677.6	(3.3)	2,880.5	2,912.1	1.1
영업이익	239.7	239.0	(0.3)	260.1	330.6	27.1
순이익	244.2	263.4	7.9	213.3	375.6	76.1

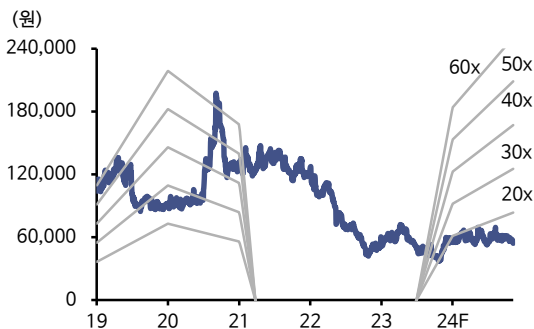
자료: 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 및 주가 추이



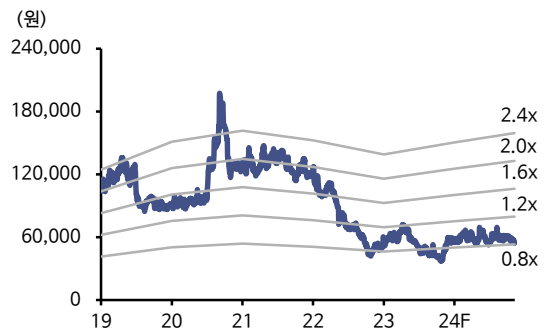
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 12M Fwd PER Band



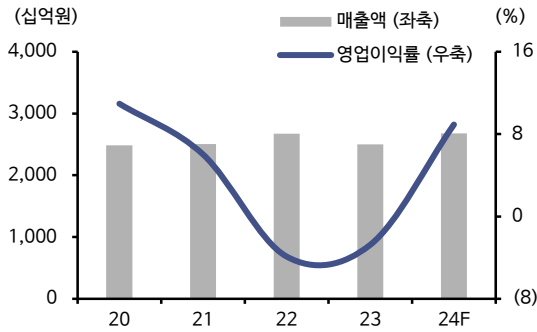
자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 12M Fwd PBR Band



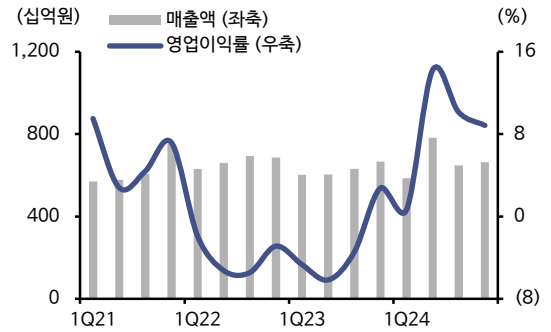
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



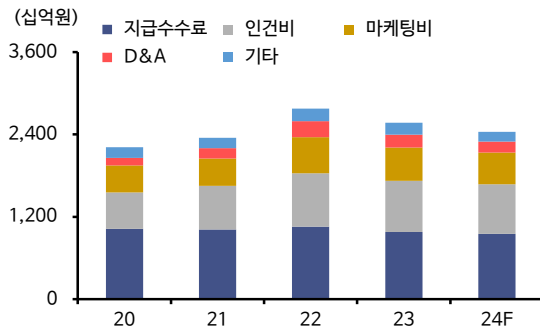
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



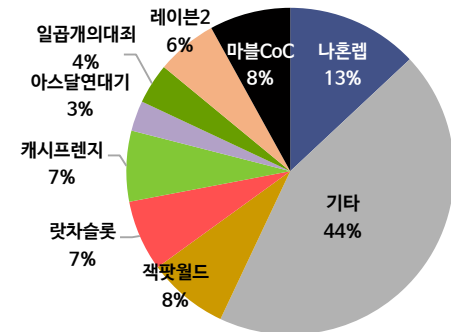
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



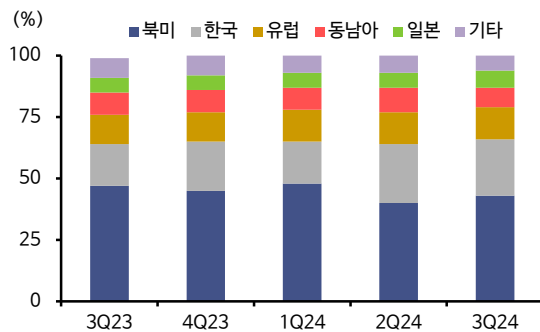
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

게임별 매출비중 (3Q24)



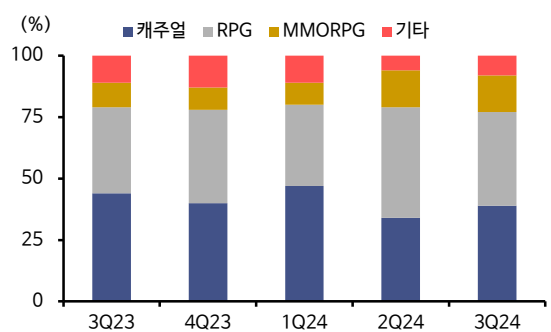
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

장르별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

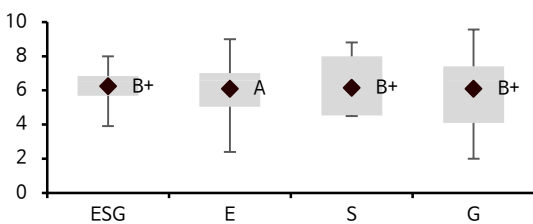
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 지속 확대되는 친환경 투자
- ◆ 사회: 활발한 고객소통으로 만족도 매년 상승
- ◆ 지배구조: 핵심지표 준수를 개선되는 중

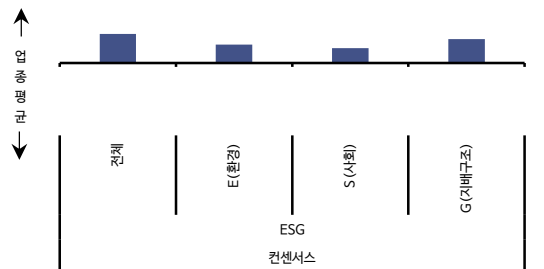
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

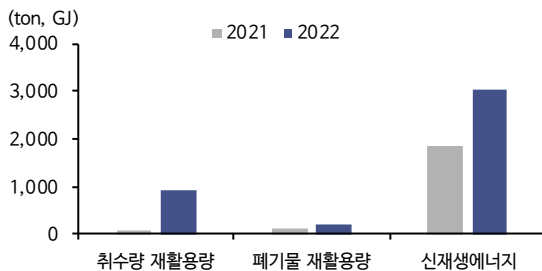
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

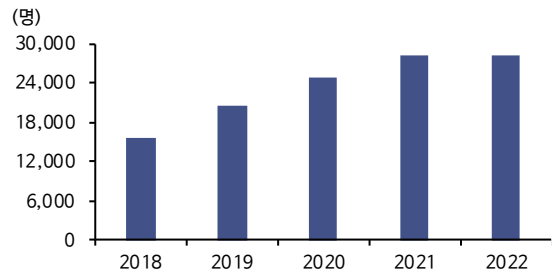
Key Chart

넷마블 재활용 및 신재생에너지 사용 지표



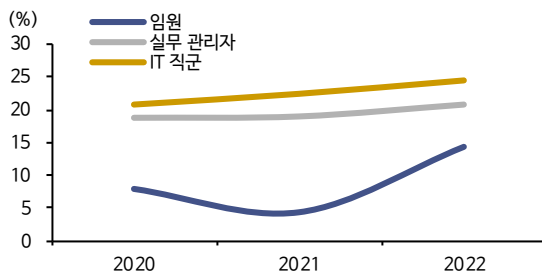
자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 사회공헌활동 수혜 인원 현황



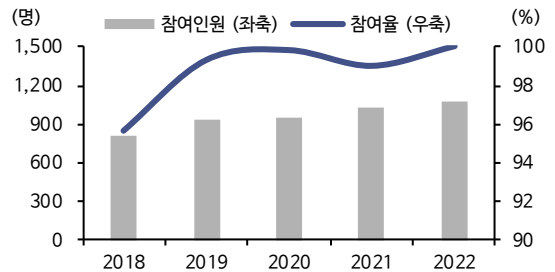
자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 2022년 여성 임직원 비율



자료: 넷마블, 신한투자증권

넷마블 정도경영 자체 교육 성과 추이



자료: 넷마블, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	8,935.6	7,915.9	8,067.6	8,590.6	8,977.8
유동자산	997.3	905.8	1,075.0	1,249.9	1,888.5
현금및현금성자산	503.0	430.3	601.3	679.6	1,345.7
매출채권	189.6	254.6	253.6	306.8	291.7
재고자산	2.8	2.7	2.7	3.3	3.1
비유동자산	7,938.2	7,010.1	6,992.6	7,340.7	7,089.3
유형자산	335.9	344.4	338.9	286.5	275.9
무형자산	3,596.1	3,228.8	3,324.0	3,222.4	3,124.8
투자자산	3,572.6	3,008.8	2,871.5	3,373.5	3,230.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,313.8	2,836.8	2,600.2	2,766.3	2,718.9
유동부채	2,294.0	1,905.5	928.2	1,034.6	1,004.2
단기차입금	1,507.0	1,311.4	334.6	334.6	334.6
매입채무	49.0	32.2	32.1	38.8	36.9
유동성장기부채	222.4	86.3	87.8	87.8	87.8
비유동부채	1,019.8	931.3	1,672.0	1,731.7	1,714.7
사채	0.0	0.0	398.9	398.9	398.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	794.8	645.7	988.7	988.7	988.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,621.8	5,079.0	5,467.4	5,824.3	6,258.9
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.4	3,900.0	3,901.1	3,901.1	3,901.1
기타자본	(525.2)	(479.9)	(479.5)	(479.5)	(479.5)
기타포괄이익누계액	702.5	422.4	573.6	573.6	573.6
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,386.5	1,762.1	2,219.1
지배주주지분	5,460.9	4,979.5	5,390.3	5,766.0	6,222.9
비지배주주지분	160.9	99.5	77.1	58.3	36.0
*충차입금	2,577.4	2,101.9	1,868.3	1,880.5	1,877.1
*순차입금(순현금)	1,935.6	1,589.5	1,185.1	1,104.8	439.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(408.4)	(98.1)	270.7	582.4	562.2
당기순이익	(886.4)	(303.9)	242.9	356.9	434.6
유형자산상각비	54.1	56.5	57.0	52.4	49.5
무형자산상각비	178.3	128.9	102.9	101.6	98.5
외환환산손실(이익)	(157.9)	2.8	(0.0)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	38.3	(30.9)	(27.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(79.0)	(423.1)	(194.0)	0.0	0.0
운전자본변동	(73.4)	(121.0)	(84.0)	71.5	(20.4)
(법인세납부)	(492.7)	(3.8)	(78.1)	(90.2)	(102.5)
기타	1,010.3	596.4	251.0	90.2	102.5
투자활동으로인한현금흐름	(40.4)	524.9	188.0	(516.3)	107.5
유형자산의증가(CAPEX)	(38.7)	(36.2)	(38.9)	0.0	(39.0)
유형자산의감소	0.5	0.4	0.7	0.0	0.2
무형자산의증가(증가)	(82.0)	12.6	41.3	0.0	(0.9)
투자자산의감소(증가)	88.8	550.6	213.8	(502.0)	143.1
기타	(9.0)	(2.5)	(28.9)	(14.3)	4.1
FCF	(258.7)	(83.2)	284.7	421.0	402.4
재무활동으로인한현금흐름	(549.0)	(540.3)	(308.0)	12.3	(3.5)
차입금의 증가(감소)	(424.6)	(473.5)	(291.2)	12.3	(3.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(52.5)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(71.9)	(64.6)	(16.8)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	147.1	40.8	20.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(850.7)	(72.7)	170.9	78.3	666.2
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	601.3	679.6
기말현금	503.0	430.3	601.3	679.6	1,345.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,673.4	2,502.1	2,677.6	2,912.1	3,045.8
증감률 (%)	6.6	(6.4)	7.0	8.8	4.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,673.4	2,502.1	2,677.6	2,912.1	3,045.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,782.1	2,570.5	2,438.6	2,581.5	2,665.5
영업이익	(108.7)	(68.5)	239.0	330.6	380.3
증감률 (%)	적전	적지	흑전	38.3	15.0
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	8.9	11.4	12.5
영업외손익	(832.8)	(90.1)	164.8	68.5	85.8
금융손익	(148.2)	(188.8)	(124.7)	(85.3)	(75.7)
기타영업외손익	(764.8)	(14.2)	228.3	153.8	161.5
중상 및 관계기업관련손익	80.2	112.8	61.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	(941.5)	(158.6)	403.8	399.1	466.1
법인세비용	(55.1)	145.3	126.8	90.2	102.5
계속사업이익	(886.4)	(303.9)	277.0	308.9	363.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(886.4)	(303.9)	242.9	356.9	434.6
증감률 (%)	적전	적지	흑전	47.0	21.8
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	9.1	12.3	14.3
(지배주주)당기순이익	(819.2)	(255.7)	263.4	375.6	456.9
(비지배주주)당기순이익	(67.2)	(48.2)	(20.6)	(18.7)	(22.4)
총포괄이익	(880.4)	(589.9)	391.6	356.9	434.6
(지배주주)총포괄이익	(821.3)	(542.0)	407.7	366.2	445.8
(비지배주주)총포괄이익	(59.1)	(47.9)	(16.1)	(9.3)	(11.3)
EBITDA	123.7	117.0	398.9	484.6	528.3
증감률 (%)	(59.0)	(5.5)	241.1	21.5	9.0
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	14.9	16.6	17.3

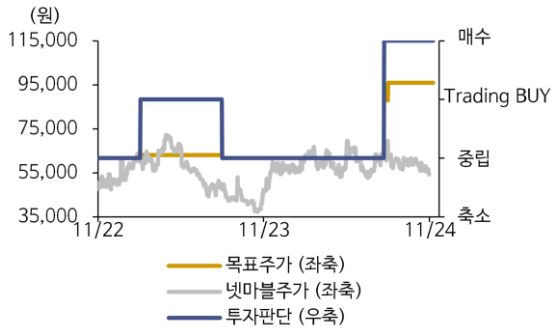
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(10,312)	(3,535)	2,826	4,152	5,056
EPS (지배순이익, 원)	(9,531)	(2,975)	3,065	4,370	5,316
BPS (자본총계, 원)	65,405	59,091	63,609	67,761	72,817
BPS (지배지분, 원)	63,533	57,933	62,712	67,083	72,399
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(5.9)	(16.4)	19.2	13.1	10.7
PER (지배순이익, 배)	(6.3)	(19.5)	17.7	12.4	10.2
PBR (자본총계, 배)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	58.9	57.1	14.8	12.0	9.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	14.9	16.6	17.3
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	8.9	11.4	12.5
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	9.1	12.3	14.3
ROA (%)	(9.0)	(3.6)	3.0	4.3	4.9
ROE (지배순이익, %)	(14.6)	(4.9)	5.1	6.7	7.6
ROIC (%)	(7.3)	(2.4)	4.1	8.6	8.3
안정성					
부채비율 (%)	58.9	55.9	47.6	47.5	43.4
순차입금비율 (%)	34.4	31.3	21.7	19.0	7.0
현금비율 (%)	21.9	22.6	64.8	65.7	134.0
이자보상배율 (배)	(1.0)	(0.5)	2.1	3.2	3.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(8.1)	(24.0)	(50.1)	(49.4)	(48.4)
재고자산회수기간 (일)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	26.7	32.4	34.6	35.1	35.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

넷마블(251270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 11일	중립	-	-	-
2023년 01월 12일		6개월경과	-	-
2023년 02월 10일	Trading BUY	63,000	(7.9)	14.4
2023년 08월 09일	중립	-	-	-
2024년 02월 10일		6개월경과	-	-
2024년 07월 31일	매수	88,000	(26.8)	(21.1)
2024년 08월 09일	매수	96,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 06일 기준)

매수 (매수)	93.49%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------