

2025. 2. 14



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **52,000 원**현재주가 (2.13) **46,750 원**상승여력 **11.2%**

KOSPI 2,583.17pt

시가총액 40,183억원

발행주식수 8,595만주

유동주식비율 36.69%

외국인비중 26.38%

52주 최고/최저가 69,400원/43,500원

평균거래대금 52.3억원

주요주주(%)

방준혁 외 13 인 24.33

HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52

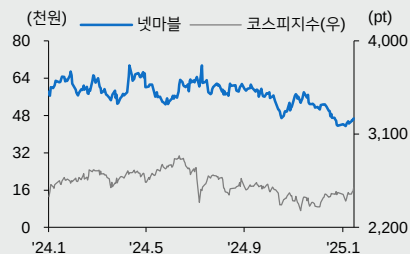
CJ ENM 16.78

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.5 -25.3 -24.8

상대주가 -9.9 -24.2 -22.9

주가그래프

**넷마블** 251270**좋았던 4분기. 초점은 2025 로**

- ✓ 4분기 연결 이익은 352억원으로 기대치 상회. <마블>과 <해리포터> 성수기 효과
- ✓ 영업권 상각 2,600억원 및 이자 비용으로 순적자 기록. 연간은 소폭의 흑자
- ✓ 기대 높은 <왕좌의 게임>은 5-6월 예상. 역성장 고리 끊어줄 지 관건
- ✓ 외부 IP 활용한 탁월한 수익화는 동사 장점. 다만 빠른 하향화가 실적 성장 저해
- ✓ 신작이 전년 높은 기저에도 불구하고 역성장 끊어줄 지가 관건

<마블>과 <해리포터>가 힘쓴 4분기

넷마블의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 6,490억원(-2.5% YoY)과 352억원(흑전 YoY)으로 당사 기대치를 상회했다. <마블 콘테스트 오브 챔피언스>, <마블 퓨처파이트> 및 <해리포터> 등 북미/유럽 수요 게임의 성수기 효과가 환과 함께 크게 작용했다. 연말 이벤트 성과가 인식되었음을 고려했을 때 리얼타임 매출은 이보다 컸을 것으로 추정한다. 다만 외부 IP이며 2024년 지급수수료를 하락을 이끌었던 PC 자체 런치가 아닌 모바일 게임인 한계로 지급수수료가 다소 발생하며 매출은 570억원 상회했으나 이익은 86억원을 상회하는 데 그쳤다. 매출에서 인식되지 못한 부분이 기타 손익에 환차익으로 상당 부분 반영된 것으로 추정하나 무형자산 손실이 2,600억원으로 추정(2,000억) 대비 커 세전이익은 유사했다. 무형자산은 예상대로 스피넥스가 주요했으며 이 외 카밤이 일부 영향을 미쳤다. 그러나 외화자산으로 무형자산 대규모 상각에도 분기말 무형자산 금액은 3분기와 유사했다. 하이브 손익이 이를 일부 상쇄하며 2024 연결 순이익은 3년만에 흑자를 기록했다.

다음 기대작은 <왕좌의 게임>. 다만 <나혼렘> 기저가 너무 높다

가장 빠른 신작은 3월 20일 예정된 <RF 온라인>으로 이보다는 2분기 이후 모바일 게임이 중요하다. 기대가 높은 <왕좌의 게임>은 CBT 일정 고려 시 5-6월 출시를 예상하며 성공 여부가 2분기 이후 역성장 고리를 끊어줄 지 결정할 전망이다. 아직은 <나혼렘>의 기저가 다소 높아 보인다. 게임 스타일 고려 시 <나혼렘> 대비 트래픽을 키워 성과를 얻어야 할 것으로 예상된다. 외부 IP를 활용한 monetization은 동사의 장점이다. 다만 출시된 신작들의 빠른 안정화가 실적의 계단식 성장을 저해하고 있다. 역성장 사이클을 끊을 수 있는 신호가 포착될 때까지 BPS 10% 할인을 재차 적용, 적정주가를 52,000원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	적지	57,933	-19.5	1.0	57.1	-4.9	55.9
2024P	2,663.8	215.6	28.8	335	흑전	57,619	148.4	0.9	17.5	0.6	53.5
2025E	2,399.9	59.8	-166.9	-1,942	적전	55,403	-24.1	0.8	35.8	-3.4	55.9
2026E	2,479.3	118.6	88.1	1,025	흑전	55,669	45.6	0.8	27.1	1.8	56.3
2027E	2,520.4	112.5	63.5	738	11.2	56,010	63.3	0.8	26.4	1.3	46.1

표1 넷마블 적정주가 산출

(원)		비고
BPS	52,217	2025E 지배 BPS
적정배수(X)	0.9	
적정주가	52,000	52,217원 반내림
현재주가	46,750	
상승여력(%)	11.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 넷마블 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	649.0	665.6	-2.5	647.3	0.3	610.5	6.3	591.9	9.6
영업이익	35.2	18.8	86.8	65.5	-46.3	24.3	44.8	26.6	32.3
세전이익	-180.7	-7.3	적지	42.2	적전	-85.0	N/A	-186.1	N/A
지배순이익	-162.7	-171.9	적지	22.4	적전	-50.3	N/A	-183.0	N/A

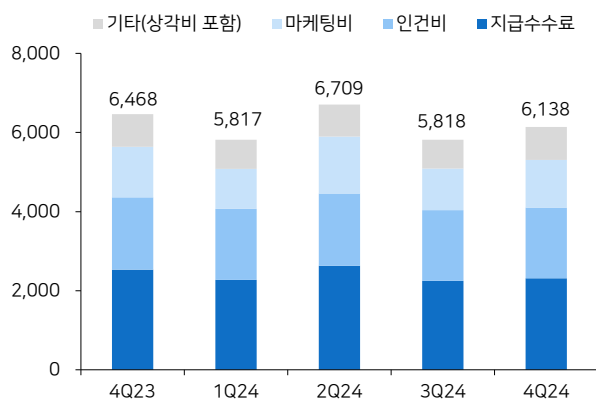
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표3 넷마블 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사
23.04.19	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투 (86.78%)
23.07.26	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투 (86.78%)
23.08.09	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.28%)
23.09.06	세븐나이츠 키우기	모바일	넷마블넥서스(99.93%)
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.28%)
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)
24.08.13	일곱개의 대죄 키우기	모바일	넷마블에프앤씨 (80.28%)
24.11.20	레이븐2 대만/홍콩/마카오	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)
24.11.27	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤, 구로발게임즈 (99.36%)
25.03.20	RF 온라인 넥스트	PC, 모바일	넷마블엔투 (86.78%)
2Q25	킹 오브 파이터 AFK	모바일	넷마블네오 (78.5%)
	왕좌의 게임: 킹스로드	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)
	세븐나이츠 리버스	PC, 모바일	넷마블넥서스(99.93%)
2H25	일곱개의 대죄: Origin	PC, 모바일, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.28%)
	몬길: 스타 다이브	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)
2026 이후	The RED: 피의 계승자	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)
	데미스리본	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.28%)
	프로젝트 SOL	PC, 모바일	알트나인

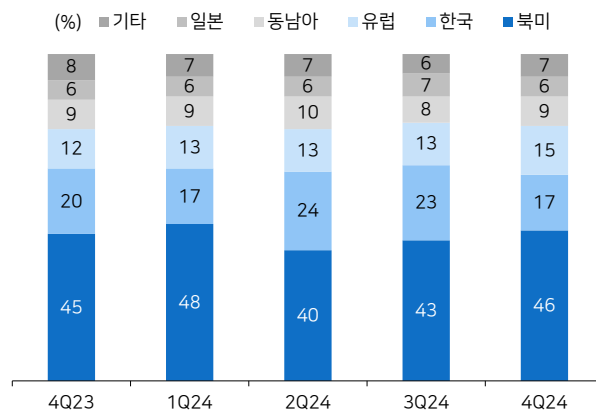
자료: 상기 출시 일정은 넷마블의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

그림1 넷마블 주요 비용 구조



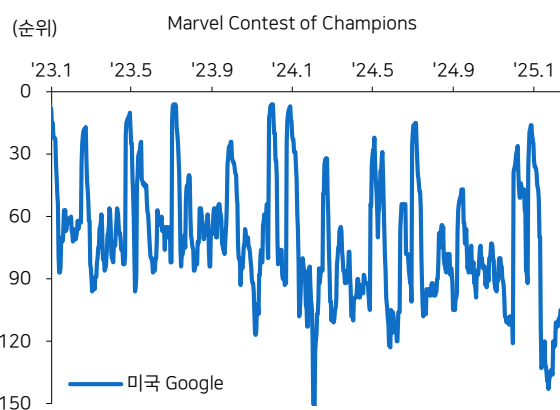
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림2 지역별 매출 비중(IR 자료 기준)



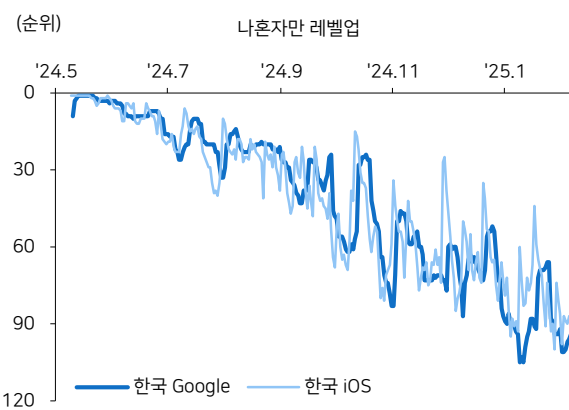
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림3 <Marvel Contest of Champions> 미국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 <나 혼자만 레벨업> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표4 넷마블 실적 전망												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출 추정												
매출	585.4	782.1	647.3	649.0	573.1	598.8	564.1	663.8	2,502.1	2,663.8	2,399.8	2,479.3
모바일게임	522.9	736.9	599.7	578.8	505.9	555.5	516.4	616.3	2,256.1	2,438.2	2,194.1	2,274.7
기타	62.5	45.2	47.6	70.2	67.2	43.3	47.7	47.5	245.9	225.6	205.8	204.6
% YoY												
매출	-2.9	29.6	2.7	-2.5	-2.1	-23.4	-12.8	2.3	-6.4	6.5	-9.9	3.3
모바일게임	-3.8	33.5	4.5	-1.3	-3.3	-24.6	-13.9	6.5	-9.4	8.1	-10.0	3.7
기타	5.9	-12.1	-15.7	-11.1	7.6	-4.2	0.2	-32.4	33.2	-8.3	-8.8	-0.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	541.7	612.3	581.5	604.5	2,570.5	2,448.2	2,340.0	2,360.7
% to sales	99.4	85.8	89.9	94.6	94.5	102.3	103.1	91.1	102.7	91.9	97.5	95.2
% YoY	-7.8	4.7	-10.8	-5.1	-6.9	-8.7	-0.1	-1.5	-7.6	-4.8	-4.4	0.9
지급수수료	248.5	290.3	248.8	268.2	220.4	240.9	233.9	264.1	1,099.3	1,055.8	959.2	974.7
인건비	178.3	181.1	179.0	178.7	172.5	185.6	171.4	179.2	743.0	717.0	708.7	725.1
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	98.5	137.2	130.5	116.5	486.8	470.3	482.7	472.4
감가상각비	39.0	39.8	37.3	38.2	36.2	36.5	35.1	36.5	185.4	154.4	144.3	137.2
기타	14.4	16.0	12.2	8.2	14.1	12.2	10.6	8.3	56.0	50.7	45.3	51.4
이익 추정												
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	31.4	-13.5	-17.3	59.2	-68.5	215.6	59.8	118.6
% YoY	흑전	흑전	흑전	86.8	751.3	적전	적전	68.2	적지	흑전	-72.3	98.3
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	5.5	-2.3	-3.1	8.9	-2.7	8.1	2.5	4.8
세전이익	0.9	217.4	42.2	-180.7	25.7	-29.2	-33.0	31.0	-158.6	82.2	-5.5	132.7
% YoY	흑전	흑전	흑전	적지	2,855.8	적전	적전	흑전	적지	흑전	적전	흑전
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-162.7	27.4	-35.5	-52.7	-109.3	-255.7	28.8	-170.1	82.2
% YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	적전	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,399.9	2,479.3	2,520.4
매출액증가율(%)	-6.4	6.5	-9.9	3.3	1.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,399.9	2,479.3	2,520.4
판매관리비	2,570.5	2,448.2	2,340.0	2,360.7	2,407.9
영업이익	-68.5	215.6	59.8	118.6	112.5
영업이익률(%)	-2.7	8.1	2.5	4.8	4.5
금융손익	-188.8	-162.9	-159.3	-144.5	-127.8
종속/관계기업손익	112.9	100.7	105.8	111.1	111.1
기타영업외손익	-14.2	-71.4	-6.0	53.8	59.0
세전계속사업이익	-158.6	82.0	0.3	139.0	154.7
법인세비용	145.3	73.4	186.1	71.2	79.2
당기순이익	-303.9	8.6	-185.8	67.8	75.4
지배주주지분 순이익	-255.7	28.8	-166.9	88.1	63.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-98.1	300.4	-120.5	157.2	148.3
당기순이익(손실)	-303.9	8.6	-185.8	67.8	75.4
유형자산상각비	56.5	63.8	47.9	35.9	35.9
무형자산상각비	128.9	38.1	36.8	35.4	34.2
운전자본의 증감	-121.0	189.9	-19.3	18.1	2.8
투자활동 현금흐름	524.9	100.6	248.3	-78.7	219.3
유형자산의증가(CAPEX)	-36.2	0.0	0.0	0.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	676.6	-155.0	253.0	-76.2	160.7
재무활동 현금흐름	-540.3	-383.5	-40.3	-32.3	-533.2
차입금의 증감	-475.5	-383.5	-6.2	1.9	-499.0
자본의 증가	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.7	17.5	87.4	46.2	-165.6
기초현금	503.0	430.3	447.8	535.2	581.4
기말현금	430.3	447.8	535.2	581.4	415.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	905.8	953.1	1,071.8	1,135.3	993.0
현금및현금성자산	430.3	447.8	535.2	581.4	415.9
매출채권	254.6	271.1	288.6	298.1	317.4
재고자산	2.7	2.9	2.6	2.7	2.7
비유동자산	7,010.1	6,803.2	6,465.6	6,470.5	6,179.8
유형자산	344.4	280.6	232.8	196.9	231.0
무형자산	3,228.8	2,930.6	2,893.9	2,858.5	2,694.3
투자자산	3,008.8	3,163.8	2,910.8	2,987.0	2,826.3
자산총계	7,915.9	7,756.3	7,537.4	7,605.8	7,172.8
유동부채	1,905.6	1,348.3	1,380.1	1,405.6	1,130.3
매입채무	32.2	34.3	30.9	31.9	32.5
단기차입금	1,311.4	611.4	611.4	611.4	311.4
유동성장기부채	86.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	931.3	1,354.5	1,323.8	1,333.1	1,134.1
사채	0.0	399.0	399.0	399.0	199.0
장기차입금	371.6	371.6	371.6	371.6	371.6
부채총계	2,836.8	2,702.8	2,703.9	2,738.6	2,264.4
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,900.0	3,900.0	3,900.0	3,900.0	3,900.0
기타포괄이익누계액	422.4	422.4	422.4	422.4	422.4
이익잉여금	1,128.5	1,101.5	911.0	933.9	963.2
비지배주주지분	99.5	100.9	71.4	82.2	94.1
자본총계	5,079.0	5,053.4	4,833.5	4,867.1	4,908.4

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	29,109	30,991	27,920	28,845	29,322
EPS(지배주주)	-2,975	335	-1,942	1,025	738
CFPS	1,587	3,360	2,046	3,482	3,487
EBITDAPS	1,361	3,694	1,680	2,210	2,123
BPS	57,933	57,619	55,403	55,669	56,010
DPS	0	417	417	417	417
배당수익률(%)	0.0	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	-19.5	148.4	-24.1	45.6	63.3
PCR	36.6	14.8	22.8	13.4	13.4
PSR	2.0	1.6	1.7	1.6	1.6
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	117.0	317.5	144.4	189.9	182.5
EV/EBITDA	57.1	17.5	35.8	27.1	26.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.9	0.6	-3.4	1.8	1.3
EBITDA 이익률	4.7	11.9	6.0	7.7	7.2
부채비율	55.9	53.5	55.9	56.3	46.1
금융비용부담률	5.9	4.5	4.5	4.3	3.6
이자보상배율(x)	-0.5	1.8	0.6	1.1	1.2
매출채권회전율(x)	11.3	10.1	8.6	8.5	8.2
재고자산회전율(x)	900.4	948.1	871.4	934.3	926.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

