

넷마블 (251270/KS)

놀랍게도 1 분기가 바닥

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 67,000 원(유지)

현재주가: 44,950 원

상승여력: 49.1%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	3,864 십억원
주요주주	
방준혁(외12)	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT	17.52%

Stock Data

주가(25/05/08)	44,950 원
KOSPI	2,579.48 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,500 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Review: 영업이익 497 억원(+1245.8%)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액 6,239 억원(+6.6% YoY, 이하 동일), 영업이익 497 억원(+1245.8%), 지배주주순이익 756 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스 305 억원을 상회했다. 3/20 출시된 신작 <RF 온라인넥스트>가 흥행하며 10 일치 매출 약 190 억원이 반영되었고, <나 혼자만 레벨업: ARISE>(이하 나혼렐)가 애니메이션 2 기 방영 효과로 전분기대비 매출이 반등하며 약 500 억원의 매출이 반영되었다. 특히 비용단에서 마케팅비는 신작 출시로 +12.5% 증가했지만, 효율화 기조가 이어지며 인건비 -4.1%, 지급수수료 -3.6%로 철저히 통제되며 시장 기대치를 뛰어넘는 이익 수준을 기록했다.

PLC 관리에 진심: 차곡차곡 쌓이는 구조

동사의 우려 요인 중 하나가 신작의 PLC 가 짧다는 것이었다. 과거에는 신작 출시 1~2 개 분기 후 매출이 급감하는 모습을 보여왔다. 그러나 작년 출시작들부터는 면밀한 업데이트를 통해 PLC 를 관리하며 매출이 잘 유지되고 있다. 작년 5 월에 출시된 <나 혼렐>은 출시 1년이 지난 현재까지도 잦은 업데이트와 적극적인 유저 피드백 반영으로 잔존율이 개선되며 일정 수준의 매출이 잘 유지되고 있다. 2Q25 도 1주년 업데이트 효과로 QoQ 매출 성장이 전망된다. 4 월 이스포츠 대회 개최에 이어 하반기 월별 업데이트와 연말 스팀 출시까지 계획하고 있어 올해도 의미있는 실적 기여가 기대된다. 기존 상위 게임들(MCoC, 일곱개의 대죄:그랜드 크로스, 스피엑스 3 종, 레이븐 2 등)도 안정적인 매출 기반을 다지고 있다.

이익 레버리지 효과가 뚜렷하게 나타날 올해

1 분기 실적에서 매출만 잘 유지된다면 비용 통제 효과가 지속되며 가파른 이익 성장이 나올 수 있다는 것을 확인했다. 올해는 작년대비 출시 예정인 신작이 많지만, 8 개 중 4 개가 자체 IP 이고, 자체 결제 시스템 활용으로 지급수수료는 +9.9% 증가에 그칠 것으로 전망된다. 향후 PC 결제까지도 지원된다면 추가적인 수수료 절감이 가능할 전망이다. 올해는 점진적인 이익 개선을 확인할 수 있을 것이다. 선호 관점을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

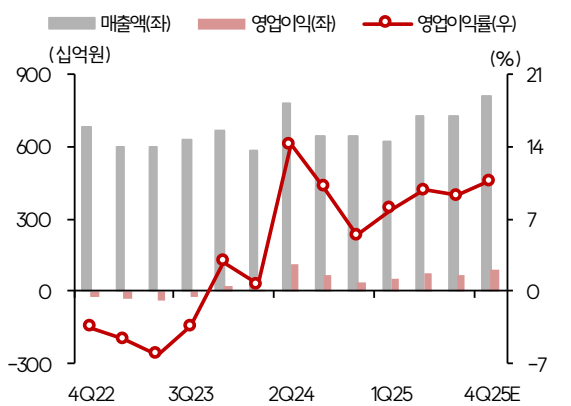
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,895	3,007	3,144
영업이익	십억원	-109	-68	216	278	293	308
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	180	212	254
EPS	원	-9,531	-2,975	298	2,094	2,471	2,952
PER	배	-6.3	-19.5	173.3	21.5	18.2	15.2
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	12.2	11.5	11.3
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	3.3	3.8	4.4

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	729.9	727.5	814.1	2,663.8	2,895.4	3,007.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	657.6	659.6	726.4	2,448.2	2,617.8	2,714.5
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.7	178.1	185.4	720.0	710.3	767.7
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	114.2	142.2	147.2	161.3	470.3	564.8	549.8
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	262.7	261.7	297.3	946.9	1,040.8	1,084.7
기타	73.2	81.5	73.3	83.0	68.8	78.0	72.7	82.4	311.0	301.9	312.4
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	72.3	67.9	87.7	215.6	277.6	292.5
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	9.9%	9.3%	10.8%	8.1%	9.6%	9.7%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	54.6	26.1	30.0	3.2	190.9	225.3
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-188.3	75.6	51.5	24.6	28.3	3.2	180.0	212.4
YoY growth rate											
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-6.7%	12.4%	25.4%	6.5%	8.7%	3.9%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.5%	19.9%	-7.7%	13.0%	27.3%	8.9%	11.7%	1.7%
온라인	10.9%	-3.8%	-0.1%	-26.2%	-18.5%	-0.6%	-0.9%	0.8%	-6.0%	-5.5%	-0.1%
기타	9.9%	-11.5%	-16.1%	-40.2%	-20.3%	11.2%	6.2%	4.1%	-17.0%	-1.5%	7.3%
영업비용	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-2.0%	13.4%	18.3%	-4.8%	6.9%	3.7%
인건비	-4.3%	-5.4%	-0.9%	-2.2%	-4.1%	-4.4%	-0.5%	3.7%	-3.2%	-1.3%	8.1%
마케팅비	1.2%	27.0%	-28.2%	-5.6%	12.5%	-1.0%	40.7%	33.9%	-3.4%	20.1%	-2.7%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.6%	-3.6%	-0.1%	16.4%	28.4%	-3.4%	9.9%	4.2%
기타	-23.6%	-13.2%	-15.7%	0.2%	-6.1%	-4.3%	-0.8%	-0.7%	-13.5%	-2.9%	3.5%
영업이익	흑전	흑전	흑전	87.0%	1245.8%	-35.0%	3.7%	149.0%	흑전	28.7%	5.4%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	2.6%p	7.3%p	-4.3%p	-0.8%p	5.3%p	10.8%p	1.5%p	0.1%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-66.3%	27.0%	흑전	흑전	5837.0%	18.0%

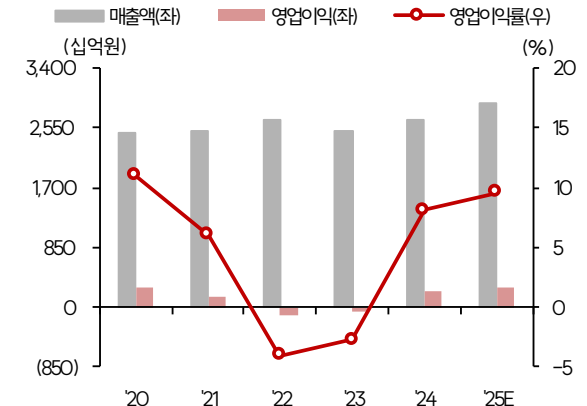
자료: 넷마블, SK 증권

넷마블 분기 실적 추이 및 전망



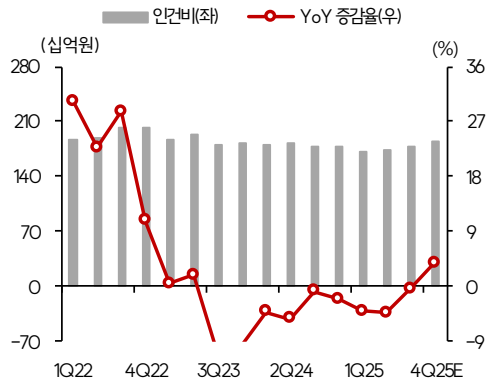
자료: 넷마블, SK 증권

넷마블 연간 실적 추이 및 전망



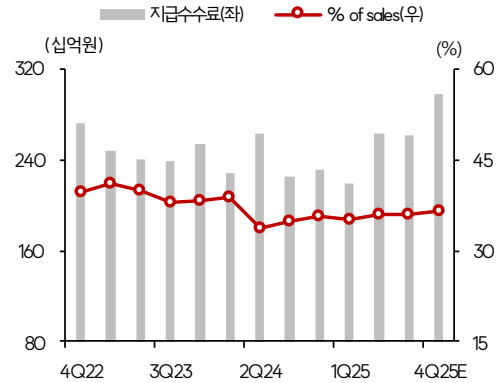
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 효율화 기조 지속



자료: 넷마블, SK 증권

자체 플랫폼 활용으로 지급수수료 감소



자료: 넷마블, SK 증권

세븐나이트 리버스 사전예약 중



자료: 언론 보도, SK 증권

넷마블 25년 신작 라인업

25년 2분기				
세븐나이트 리버스 한국 / 현재 RPG 	왕좌의 게임: 킹스로드 텍스천 / 오픈월드 액션 RPG (스팀)	킹 오브 픽처 AFK 글로벌 / 수집형 AFK RPG 		
25년 하반기				
벙픽로 한국 / MMORPG 	몬갠: STAR DIVE 글로벌 / 액션 RPG 	일곱 개의 대죄: Origin 글로벌 / 오픈월드 RPG 	프로젝트 SOL 한국 / MMORPG 	나 혼자만 레벨업-ARISE 글로벌 / 액션 RPG (스팀)

자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	941	1,152	1,135
현금및현금성자산	430	578	393	613	549
매출채권 및 기타채권	272	295	370	364	397
재고자산	3	2	3	3	3
비유동자산	7,010	7,062	7,554	7,377	7,547
장기금융자산	636	496	501	501	503
유형자산	344	340	295	258	229
무형자산	3,229	3,245	3,149	3,063	2,986
자산총계	7,916	8,177	8,495	8,528	8,682
유동부채	1,940	1,348	1,545	1,508	1,511
단기금융부채	1,398	636	690	666	605
매입채무 및 기타채무	118	130	432	424	463
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	1,319	1,218	1,163
장기금융부채	443	1,057	951	856	770
장기매입채무 및 기타채무	182	19	19	19	19
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	2,837	2,703	2,864	2,726	2,674
자배주주지분	4,980	5,416	5,562	5,720	5,910
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
기타자본구성요소	370	430	430	430	430
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,128	1,145	1,291	1,450	1,640
비지배주주지분	100	58	69	82	97
자본총계	5,079	5,474	5,631	5,802	6,007
부채와자본총계	7,916	8,177	8,495	8,528	8,682

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	469	336	438
당기순이익(손실)	-304	3	191	225	269
비현금성항목등	440	382	251	236	222
유형자산감가상각비	57	53	45	37	30
무형자산상각비	129	101	96	86	78
기타	255	228	111	113	115
운전자본감소(증가)	-121	-35	137	-12	61
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-75	7	-33
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	88	-8	39
기타	-117	-91	-152	-162	-173
법인세납부	-4	-29	-41	-49	-58
투자활동현금흐름	466	37	-659	57	-289
금융자산의감소(증가)	27	-39	-27	2	-12
유형자산의감소(증가)	-36	-17	0	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	0	0	0
기타	461	72	-632	54	-277
재무활동현금흐름	-481	-221	-86	-173	-210
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	54	-24	-61
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-106	-95	-86
자본의증가(감소)	-847	5	0	0	0
배당금지급	-2	-0	-34	-54	-64
기타	862	-22	0	0	-0
현금의 증가(감소)	-73	148	-185	220	-64
기초현금	503	430	578	393	613
기말현금	430	578	393	613	549
FCF	-134	271	469	336	438

자료 : 넷마블, SK증권 추정

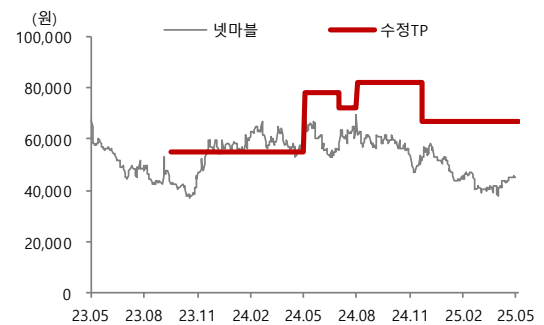
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,895	3,007	3,144
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,895	3,007	3,144
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,618	2,715	2,836
영업이익	-68	216	278	293	308
영업이익률(%)	-2.7	8.1	9.6	9.7	9.8
비영업손익	-90	-139	-45	-18	20
순금융손익	-130	-89	-69	-64	-56
외환관련손익	-34	-7	0	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	111	103	100
세전계속사업이익	-159	76	232	274	328
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	8.0	9.1	10.4
계속사업법인세	145	73	41	49	58
계속사업이익	-304	3	191	225	269
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	191	225	269
순이익률(%)	-12.1	0.1	6.6	7.5	8.6
지배주주	-256	26	180	212	254
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	6.2	7.1	8.1
비지배주주	-48	-22	11	13	15
총포괄이익	-590	352	191	225	269
지배주주	-542	371	193	228	272
비지배주주	-48	-20	-2	-3	-3
EBITDA	117	370	418	415	415

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	8.7	3.9	4.5
영업이익	적지	흑전	28.7	5.4	5.3
세전계속사업이익	적지	흑전	204.6	18.0	19.5
EBITDA	-5.5	216.4	13.0	-0.7	0.0
EPS	적지	흑전	602.0	18.0	19.5
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	2.3	2.6	3.1
ROE	-4.9	0.5	3.3	3.8	4.4
EBITDA마진	4.7	13.9	14.4	13.8	13.2
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	60.9	76.3	75.1
부채비율	55.9	49.4	50.9	47.0	44.5
순차입금/자기자본	26.2	18.2	19.6	13.2	11.1
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	4.1	4.2	4.4
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	2,094	2,471	2,952
BPS	62,650	67,728	69,425	71,268	73,478
CFPS	-817	2,094	3,729	3,899	4,203
주당 현금배당금	0	417	659	778	929
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	21.5	18.2	15.2
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	-71.1	24.7	12.1	11.5	10.7
EV/EBITDA	54.9	14.9	12.2	11.5	11.3
배당수익률	0.0	0.8	1.4	1.7	2.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.29	매수	67,000원	6개월		
2024.08.09	매수	82,000원	6개월	-30.44%	-22.93%
2024.07.10	매수	72,000원	6개월	-13.19%	-3.61%
2024.05.10	매수	78,000원	6개월	-24.22%	-14.62%
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
2023.09.22	매수	55,000원	6개월	-8.57%	8.73%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 09일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------