

넷마블 (251270/KS)

이제 적자 넷마블은 잊어줘

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 79,000 원(상향)

현재주가: 61,700 원

상승여력: 28.0%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	5,303 십억원
주요주주	
방준혁(외12)	24.33%
HANRIVER INVESTMENT PTE.	17.52%

Stock Data

주가(25/07/11)	61,700 원
KOSPI	3,175.77 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,500 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Preview: 영업이익 886 억원으로 컨센서스 상회 전망

매출액 7,409 억원(-5.3% YoY, +18.8% QoQ), 영업이익 886 억원(-20.3% YoY, +78.3% QoQ), 지배주주순이익 744 억원(-54.1% YoY, -7.2% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 667 억원을 상회할 것으로 추정한다. 기존 상위 게임들의 매출이 안정적으로 유지되는 가운데, <세븐나이트 리버스>가 출시 후 약 한 달간 구글 1위를 기록했고, 1 분기에 출시한 <RF 온라인 넥스트>도 상위권에 자리하고 있다. 영업비용은 6,523 억원(-2.8% YoY, +13.6% QoQ)으로 게임소 참가, 신작 출시에 따라 마케팅비는 증가했지만 자체 IP 기반 매출이 컸기 때문에 지급수수료 비중은 전분기와 유사한 수준일 것으로 전망한다.

IP 활용도 레벨업

<나 혼자만 레벨업: ARISE>는 1주년 이벤트를 거치며 주요국 매출이 반등하며 전분기대비 매출 감소폭은 제한적일 것이다. 하반기에도 메인 스토리 업데이트, 신규 보스전, IP 콜라보 등 콘텐츠 업데이트가 예정되어 있어 안정적인 수준의 매출이 유지될 것으로 예상된다. 플랫폼 확장에도 적극적이다. 6 월 에픽스토어에 입점했고, 연내 스팀/콘솔 버전인 <나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE>의 출시도 앞두고 있다. 현재 스팀에서 팔로워 수는 6.4 만명, 위시리스트 35 위에 올라와있다. 최근 애니메 엑스포에서 공개한 로그라이크 액션 RPG <나 혼자만 레벨업: KARMA>도 출시 준비 중이다.

목표주가 7.9 만원으로 상향

넷마블에 대한 목표주가를 기존 6.7만원에서 7.9만원으로 상향한다. 목표주가 산정 실적 구간을 25E-> 3Q25E~2Q26E 로 변경했고, 보유 지분 가치 상승을 반영했다. 하반기에는 본격적으로 기대작들이 출시된다. <뱀피르>는 사전 예약 중, <몬칼:스타다이크>는 두 차례 CBT 완료, <일곱개의 대죄: 오리진>도 출시 준비에 박차를 가하고 있다. 특히 올해는 자체 IP 와 런처 활용도가 높아지며 지급수수료의 절감 효과가 두드러진다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,939	2,998	3,115
영업이익	십억원	-109	-68	216	314	320	330
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	242	279	316
EPS	원	-9,531	-2,975	298	2,812	3,244	3,679
PER	배	-6.3	-19.5	173.3	21.9	19.0	16.8
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	14.8	13.7	13.5
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	4.4	4.9	5.4

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	740.9	736.7	837.8	2,663.8	2,939.3	2,997.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	652.3	661.7	737.7	2,448.2	2,625.8	2,677.4
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	141.6	149.0	166.0	470.3	570.8	546.2
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	258.5	262.3	302.9	946.9	1,042.8	1,052.3
기타	73.2	81.5	73.3	83.0	68.7	77.5	72.3	83.4	311.0	301.8	311.2
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	88.6	75.0	100.2	215.6	313.6	320.2
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	12.0%	10.2%	12.0%	8.1%	10.7%	10.7%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	74.4	59.3	42.6	3.2	256.6	296.1
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-188.3	75.6	70.1	55.9	40.1	3.2	241.7	278.9
YoY growth rate											
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-5.3%	13.8%	29.1%	6.5%	10.3%	2.0%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.5%	10.5%	-6.1%	14.7%	31.4%	8.9%	11.7%	1.6%
온라인	10.9%	-3.8%	-0.1%	-26.2%	-14.8%	0.9%	1.1%	3.5%	-6.0%	-3.0%	-0.5%
기타	9.9%	-11.5%	-16.1%	-40.2%	-26.7%	8.8%	3.4%	0.7%	-17.0%	-5.5%	8.0%
영업비용	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-2.8%	13.7%	20.2%	-4.8%	7.3%	2.0%
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%	-1.4%	42.5%	37.8%	-3.4%	21.4%	-4.3%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.6%	-3.6%	-1.7%	16.6%	30.8%	-3.4%	10.1%	0.9%
기타	-23.6%	-13.2%	-15.7%	0.2%	-6.2%	-5.0%	-1.3%	0.5%	-13.5%	-3.0%	3.1%
영업이익	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.1%	-20.3%	14.6%	184.4%	흑전	45.4%	2.1%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	2.6%p	7.3%p	-2.3%p	0.1%p	6.5%p	10.8%p	2.6%p	0.0%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-54.1%	188.2%	흑전	흑전	7879.4%	15.4%

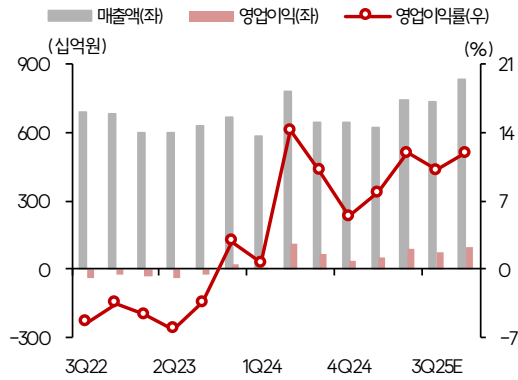
자료: 넷마블, SK 증권

넷마블 목표주가 산정

항목	비고
1) 영업가치	
3Q25E~2Q26E 합산 EBITDA	470.7
Target Multiple	11.1 국내외 peers 12MF EV/EBITDA 평균값 10% 할인
적정 영업 가치	5,228.2
2) 투자지분 가치	
엔씨소프트	시가총액 지분율 할인율 지분가치
하이브	3,570.2 8.9% 40% 190.2
코웨이	11,367.9 9.4% 40% 643.9
투자자산 가치	6,493.8 25.1% 40% 977.2
3) 순차입금	1,811.3
합산 가치 1)+2)-3)	579.5
주식 수 (천 주)	6,460.0
적정 주가(원)	81,934.6
목표 주가(원)	78,843
현재 주가(원)	79,000
상승 여력	61,700
	28.0%

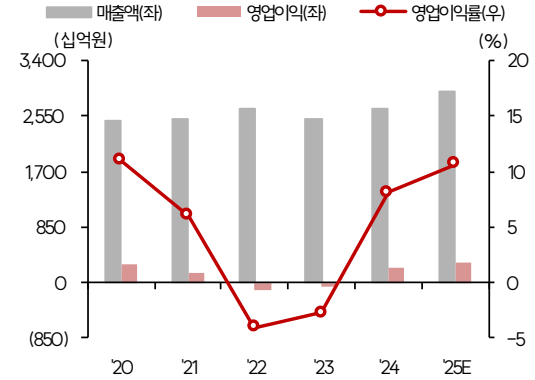
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



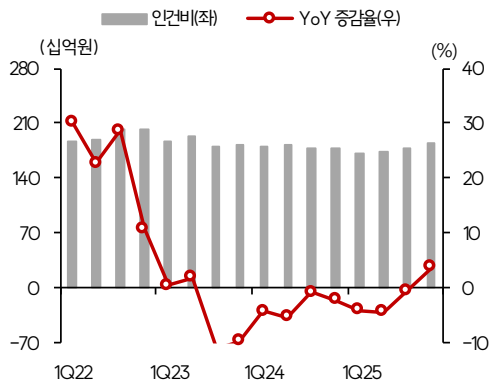
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



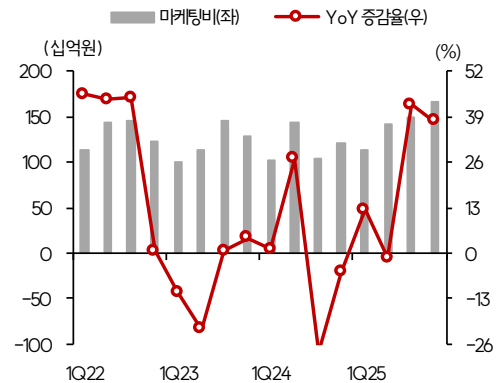
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 추이



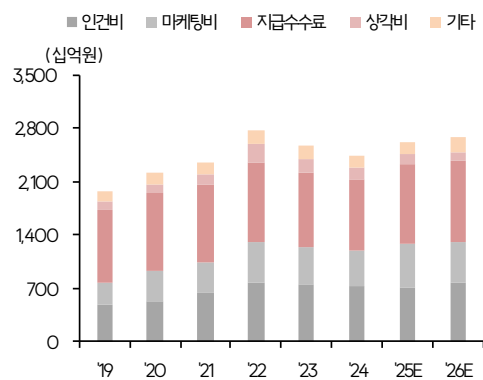
자료: 넷마블, SK 증권

마케팅비 추이



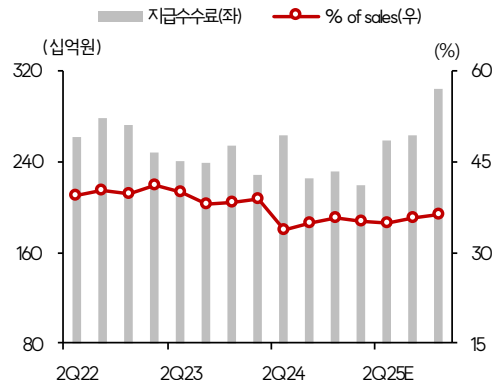
자료: 넷마블, SK 증권

전반적 비용 효율화 진행 중



자료: 넷마블, SK 증권

자체 런처 활용 통해 지급수수료 절감



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	657	982	986
현금및현금성자산	430	578	92	454	399
매출채권 및 기타채권	272	295	381	355	396
재고자산	3	2	3	3	3
비유동자산	7,010	7,062	7,510	7,175	7,415
장기금융자산	636	496	471	470	472
유형자산	344	340	305	264	228
무형자산	3,229	3,245	3,028	2,952	2,879
자산총계	7,916	8,177	8,167	8,158	8,401
유동부채	1,940	1,348	1,531	1,385	1,394
단기금융부채	1,398	636	698	601	531
매입채무 및 기타채무	118	130	444	414	462
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	999	912	894
장기금융부채	443	1,057	626	563	507
장기매입채무 및 기타채무	182	19	13	13	13
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	2,837	2,703	2,530	2,296	2,288
지배주주지분	4,980	5,416	5,574	5,781	6,013
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
기타자본구성요소	370	430	432	432	432
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,128	1,145	1,353	1,559	1,792
비지배주주지분	100	58	63	81	100
자본총계	5,079	5,474	5,638	5,861	6,113
부채와자본총계	7,916	8,177	8,167	8,158	8,401

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	497	353	510
당기순이익(손실)	-304	3	257	296	336
비현금성항목등	440	382	191	258	254
유형자산감가상각비	57	53	47	41	35
무형자산상각비	129	101	77	75	73
기타	255	228	67	142	146
운전자본감소(증가)	-121	-35	184	-48	76
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-36	26	-42
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	80	-31	49
기타	-117	-91	-201	-242	-258
법인세납부	-4	-29	-66	-89	-101
투자활동현금흐름	466	37	-656	240	-352
금융자산의감소(증가)	27	-39	-31	9	-15
유형자산의감소(증가)	-36	-17	-6	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	141	0	0
기타	461	72	-759	230	-337
재무활동현금흐름	-481	-221	-374	-231	-211
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	-187	-96	-71
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-188	-63	-56
자본의증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금지급	-2	-0	0	-73	-84
기타	862	-22	0	0	-0
현금의 증가(감소)	-73	148	-486	362	-55
기초현금	503	430	578	92	454
기말현금	430	578	92	454	399
FCF	-134	271	490	353	510

자료 : 넷마블, SK증권 추정

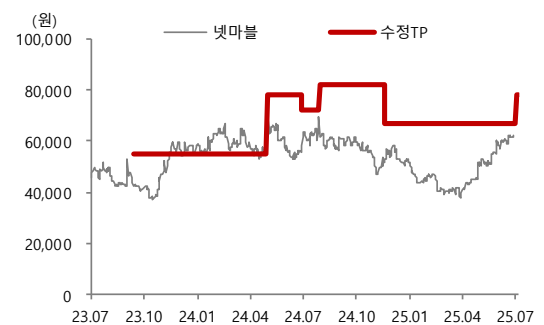
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,939	2,998	3,115
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,939	2,998	3,115
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,626	2,677	2,784
영업이익	-68	216	314	320	330
영업이익률(%)	-2.7	8.1	10.7	10.7	10.6
비영업손익	-90	-139	13	65	106
순금융손익	-130	-89	-72	-65	-56
외환관련손익	-34	-7	-2	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	123	106	105
세전계속사업이익	-159	76	327	385	436
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	11.1	12.8	14.0
계속사업법인세	145	73	70	89	101
계속사업이익	-304	3	257	296	336
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	257	296	336
순이익률(%)	-12.1	0.1	8.7	9.9	10.8
지배주주	-256	26	242	279	316
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	8.2	9.3	10.2
비지배주주	-48	-22	15	17	20
총포괄이익	-590	352	204	296	336
지배주주	-542	371	171	248	281
비지배주주	-48	-20	33	48	54
EBITDA	117	370	438	436	439

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	10.3	2.0	3.9
영업이익	적지	흑전	45.4	2.1	3.2
세전계속사업이익	적지	흑전	328.4	17.8	13.4
EBITDA	-5.5	216.4	18.3	-0.4	0.6
EPS	적지	흑전	842.7	15.4	13.4
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	3.1	3.6	4.1
ROE	-4.9	0.5	4.4	4.9	5.4
EBITDA마진	4.7	13.9	14.9	14.6	14.1
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	42.9	70.9	70.8
부채비율	55.9	49.4	44.9	39.2	37.4
순차입금/자기자본	26.2	18.2	19.2	9.7	7.9
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	5.1	5.4	5.7
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	2,812	3,244	3,679
BPS	62,650	67,728	69,569	71,969	74,675
CFPS	-817	2,094	4,257	4,594	4,943
주당 현금배당금	0	417	885	1,021	1,158
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	21.9	19.0	16.8
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
PCR	-71.1	24.7	14.5	13.4	12.5
EV/EBITDA	54.9	14.9	14.8	13.7	13.5
배당수익률	0.0	0.8	1.4	1.6	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.07.14	매수	78,000원	6개월		
2024.11.29	매수	67,000원	6개월	-26.57%	-7.16%
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 07월 14일 기준)

매수	96.82%	중립	3.18%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------