

# 넷마블 (251270/KS)

## 순조로운 2Q, 지속 가능성이 관건

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 72,000 원(하향)

현재주가: 56,800 원

상승여력: 26.8%



Analyst  
남효지

hjnam@sk.com  
3773-9288

#### Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,882 십억원
주요주주	
방준혁(외15)	24.84%
CJENM	21.78%

#### Stock Data

주가(24/07/09)	56,800 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 2Q24 Preview: 신작+PC 비중 확대 효과로 컨센서스 상회

매출액 7,567 억원(+29.3% QoQ), 영업이익 640 억원(+1,633.5%), 순이익 572 억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스 545 억원을 상회할 것으로 추정한다. 2 분기에는 신작 출시가 많았다. 4/24 <아스달 연대기: 세 개의 세력>, 5/8 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 5/29 <레이븐 2>가 출시되며 신작의 매출 기여 효과는 2,126 억원 수준으로 추정한다. 그 동안 동사의 신작은 대부분 모바일향, 외부 IP 를 활용한 게임들이 대부분이었기 때문에 신작 출시 시기에는 매출뿐만 아니라 지급수수료 및 마케팅비의 지출도 컸다. 그러나 이번 분기의 <아스달 연대기>와 <레이븐 2>는 PC 매출 비중이 높아 플랫폼 수수료 절감, <나 혼자만 레벨업: ARISE >과 <아스달 연대기: 세 개의 세력>은 IP 공동 개발로 우호적인 R/S 비율에 따라 2 분기 지급수수료는 2,551 억원(매출대비 비중 33.7%; QoQ -5.1%p)으로 예상된다. 마케팅비는 핵심 국가에 집중 및 공동 마케팅 진행으로 1,690 억원(+66.4%)으로 전망한다.

### 하반기 신작 출시도 순항

<나 혼자만 레벨업: ARISE>는 7 월 이후 매출 순위가 크게 하락했는데, 분기 단위로 진행되는 스토리 업데이트 시 재차 매출 반등이 예상되고, 애니메이션 2 기(4Q24 예상)가 방영되면 추가적인 콘텐츠 업데이트가 예상된다. 하반기 스팀, 내년 콘솔로도 플랫폼 확장이 예정되어 있어 PLC 장기화가 예상된다. 하반기 출시 준비 중인 신작으로는 <일곱 개의 대죄 키우기>, <킹 아서>, <RF 온라인 넥스트>, <데미스리본>, <모두의 마블 2> 등이 있다. 현재 외부 IP 의 비중은 약 50%, 라이선스 비용 부담도 있지만 빠른 게임 개발로 이어질 수 있다는 장점도 유효하다. 향후 신작 운영에 대한 관리만 잘 된다면 동사의 장점으로 부각될 수 있다.

목표주가 산정 구간 변경(3Q24E~2Q25E)에 따라 목표주가를 기존 7.8 만원에서 7.2 만원으로 조정한다. 점진적으로 자체 IP 비중 확대, 플랫폼 확장에 따른 실적 개선이 기대되고, 재무구조 개선 효과도 유효해 매수 의견을 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	2,656	2,924	2,944
영업이익	십억원	151	-109	-68	139	163	176
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	44	53	76
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	514	617	884
PER	배	44.7	-6.3	-19.5	110.5	92.1	64.2
PBR	배	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	21.6	20.5	19.9
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	0.9	1.0	1.5

목표주가 산출					
항목					비고
1) 영업가치					
3Q24E~2Q25E 합산 EBITDA	334.0				
Target Multiple	16.2				글로벌 peers 12MF EV/EBITDA 평균값
<b>적정 영업 가치</b>	<b>5,427.8</b>				
2) 투자지분 가치					
	시가총액	지분율	할인율	지분가치	
엔씨소프트	4,135.4	8.9%	40%	220.3	
하이브	8,455.0	9.4%	40%	478.9	과거 3개월 평균 시가총액 40% 할인
코웨이	4,138.2	25.1%	40%	622.7	
<b>투자자산 가치</b>	<b>1,321.9</b>				
3) 순차입금					
합산 가치 1)+2)-3)	5,939.8				
주식 수 (천 주)	81,934.6				
적정 주가(원)	72,494				
<b>목표 주가(원)</b>	<b>72,000</b>				
현재 주가(원)	56,800				
상승 여력	26.8%				

자료: SK 증권

넷마블 실적 추정 표											
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	756.7	657.2	656.8	2,502.1	2,656.1	2,924.2
모바일	543.6	552.0	574.1	584.3	508.6	656.1	574.6	565.3	2,253.9	2,304.6	2,617.7
온라인	7.8	7.3	7.1	9.4	7.9	44.7	24.8	30.9	31.6	108.3	68.0
기타	51.3	44.1	49.4	71.8	54.1	56.0	57.8	60.5	216.6	228.5	238.5
<b>영업비용</b>	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	692.7	621.3	621.5	2,570.5	2,517.3	2,760.9
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	183.1	188.0	193.0	744.1	743.6	797.3
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	169.0	125.7	121.4	486.8	517.6	540.0
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	255.1	230.7	229.3	980.0	942.5	1,089.0
기타	95.9	94.0	86.9	82.9	73.2	85.6	76.9	77.8	359.6	313.5	334.7
<b>영업이익</b>	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	64.0	35.9	35.2	-68.5	138.8	163.3
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	8.5%	5.5%	5.4%	-2.7%	5.2%	5.6%
<b>순이익</b>	-45.8	-44.1	-28.5	-185.6	-9.9	57.2	33.9	-35.1	-303.9	46.1	66.6
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	45.5	27.0	-27.9	-255.7	44.2	53.0
<b>YoY growth rate</b>											
매출액	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	25.4%	4.2%	-1.3%	-6.4%	6.2%	10.1%
모바일	-7.3%	-10.2%	-11.5%	-8.6%	-6.4%	18.9%	0.1%	-3.3%	-9.4%	2.2%	13.6%
온라인	-15.1%	-15.7%	-28.7%	33.2%	1.6%	510.0%	251.4%	228.5%	-9.3%	243.1%	-37.2%
기타	42.5%	17.4%	38.7%	76.7%	5.6%	27.0%	17.0%	-15.7%	44.6%	5.5%	4.4%
영업비용	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-9.0%	-7.8%	8.1%	-4.8%	-3.9%	-7.6%	-2.1%	9.7%
인건비	0.3%	1.8%	-11.0%	-9.7%	-4.3%	-5.2%	4.1%	5.6%	-4.9%	-0.1%	7.2%
마케팅비	-11.1%	-21.7%	0.6%	4.4%	1.2%	49.4%	-13.8%	-4.9%	-7.1%	6.3%	4.3%
지급수수료	0.7%	-7.9%	-14.1%	-6.6%	-8.0%	6.1%	-3.5%	-9.5%	-7.2%	-3.8%	15.5%
기타	-2.4%	-6.3%	-18.2%	-27.8%	-23.6%	-8.9%	-11.6%	-6.1%	-14.3%	-12.8%	6.8%
영업이익	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	87.0%	적지	흑전	17.6%
영업이익률	-2.8%p	-0.9%p	2.0%p	6.3%p	5.3%p	14.6%p	8.9%p	2.5%p	1.3%p	8.0%p	0.4%p
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	44.3%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	897.8	865.9	721.4	769.3	756.7	657.2	656.8	724.8	-15.7%	-24.1%	-9.0%	-5.8%
영업이익	64.1	67.9	32.5	60.2	64.0	35.9	35.2	52.3	-0.1%	-47.1%	8.3%	-13.0%
지배주주순이익	32.7	35.4	-14.9	31.4	45.5	27.0	-27.9	37.9	39.0%	-23.9%	적지	20.7%

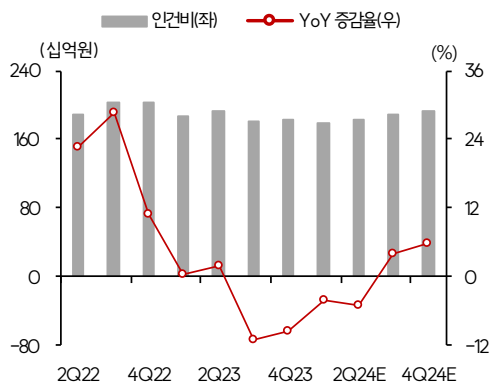
자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	3,070.5	2,909.1	2,966.5	2,656.1	2,924.2	2,943.6	-13.5%	0.5%	-0.8%
영업이익	168.2	135.9	160.5	138.8	163.3	176.3	-17.5%	20.2%	9.8%
지배주주순이익	52.9	42.6	75.7	44.2	53.0	76.0	-16.5%	24.5%	0.5%

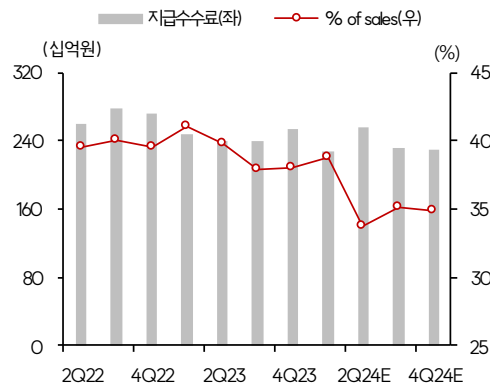
자료: SK 증권

인건비 추이 및 전망



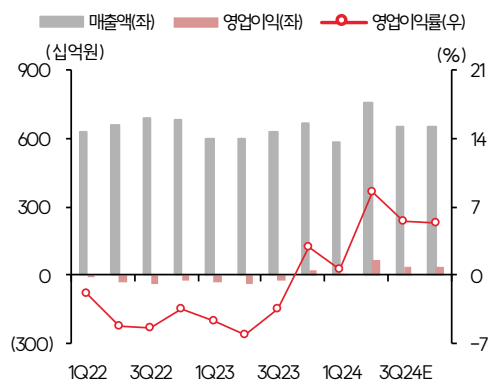
자료: 넷마블, SK 증권

지급수수료 비중 하락



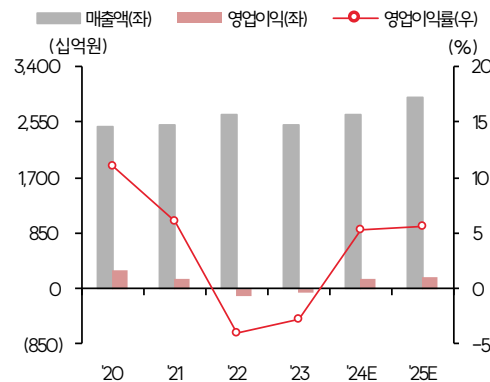
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	997	906	1,380	1,239	1,344
현금및현금성자산	503	430	991	819	908
매출채권 및 기타채권	215	272	268	292	304
재고자산	3	3	3	3	3
<b>비유동자산</b>	7,938	7,010	6,937	7,008	6,981
장기금융자산	1,047	636	545	547	548
유형자산	336	344	305	260	222
무형자산	3,596	3,229	3,254	3,157	3,063
<b>자산총계</b>	8,936	7,916	8,317	8,247	8,325
<b>유동부채</b>	2,294	1,906	1,877	1,717	1,784
단기금융부채	1,783	1,456	1,437	1,244	1,295
매입채무 및 기타채무	130	118	170	185	192
단기충당부채	1	2	2	3	3
<b>비유동부채</b>	1,020	931	1,242	1,266	1,182
장기금융부채	795	646	960	960	864
장기매입채무 및 기타채무	13	14	14	14	14
장기충당부채	1	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,314	2,837	3,119	2,983	2,966
<b>지배주주지분</b>	5,461	4,980	5,100	5,153	5,229
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,900	3,900	3,900
기타자본구성요소	-525	-480	-480	-480	-480
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,378	1,128	1,173	1,226	1,302
비지배주주지분	161	100	98	111	131
<b>자본총계</b>	5,622	5,079	5,197	5,264	5,359
<b>부채외자본총계</b>	8,936	7,916	8,317	8,247	8,325

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	-408	-98	185	240	243
당기순이익(손실)	-886	-304	46	67	95
비현금성항목등	1,088	440	256	245	238
유형자산감가상각비	54	57	52	45	38
무형자산상각비	178	129	99	97	94
기타	855	255	104	104	107
운전자본감소(증가)	-73	-121	-12	33	16
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	41	-24	-12
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	13	15	7
기타	-1,029	-117	-123	-121	-130
법인세납부	-493	-4	-18	-17	-24
<b>투자활동현금흐름</b>	-40	525	36	-219	-108
금융자산의감소(증가)	126	32	0	-6	-3
유형자산의감소(증가)	-38	-36	-7	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	-124	0	0
기타	-46	516	166	-213	-105
<b>재무활동현금흐름</b>	-549	-540	247	-193	-46
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	-33	-193	50
장기금융부채의증가(감소)	-70	-195	286	0	-96
자본의증가(감소)	1	3	1	0	0
배당금지급	-52	-2	0	0	0
기타	-54	-48	-7	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-851	-73	561	-172	89
기초현금	1,354	503	430	991	819
기말현금	503	430	991	819	908
FCF	-447	-134	179	240	243

자료 : 넷마블, SK증권 추정

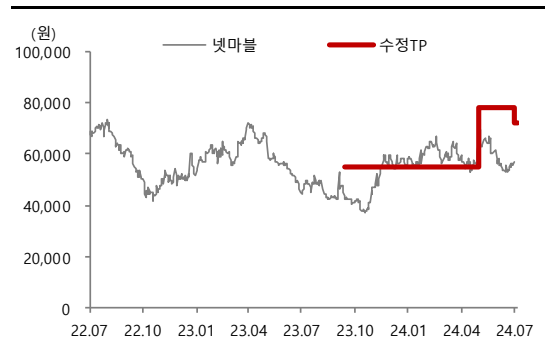
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	2,673	2,502	2,656	2,924	2,944
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	2,673	2,502	2,656	2,924	2,944
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	2,782	2,571	2,517	2,761	2,767
<b>영업이익</b>	-109	-68	139	163	176
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	5.2	5.6	6.0
<b>비영업손익</b>	-833	-90	-68	-80	-57
순금융손익	-100	-130	-118	-112	-107
외환관련손익	-123	-34	-0	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	63	57	57
<b>세전계속사업이익</b>	-941	-159	71	83	119
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	2.7	2.8	4.1
<b>계속사업법인세</b>	-55	145	25	17	24
<b>계속사업이익</b>	-886	-304	46	67	95
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-886	-304	46	67	95
순이익률(%)	-33.2	-12.1	1.7	2.3	3.2
지배주주	-819	-256	44	53	76
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	1.7	1.8	2.6
비지배주주	-67	-48	2	14	19
총포괄이익	-880	-590	123	67	95
지배주주	-821	-542	137	74	106
비지배주주	-59	-48	-14	-8	-11
<b>EBITDA</b>	124	117	291	305	308

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.6	-6.4	6.2	10.1	0.7
영업이익	적전	적지	흑전	17.6	8.0
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	17.5	43.4
EBITDA	-59.0	-5.5	148.5	4.8	1.2
EPS	적전	적지	흑전	20.1	43.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-9.0	-3.6	0.6	0.8	1.2
ROE	-14.6	-4.9	0.9	1.0	1.5
EBITDA마진	4.6	4.7	10.9	10.4	10.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	43.5	47.5	73.5	72.2	75.3
부채비율	58.9	55.9	60.0	56.7	55.3
순차입금/자기자본	34.4	31.3	25.5	24.7	21.6
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	2.2	2.4	2.5
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	514	617	884
BPS	68,250	62,650	64,049	64,666	65,551
CFPS	-6,827	-817	2,281	2,260	2,418
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-6.3	-19.5	110.5	92.1	64.2
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	-8.8	-71.1	24.9	25.1	23.5
EV/EBITDA	58.9	57.1	21.6	20.5	19.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.10	매수	72,000원	6개월		
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%
2023.02.10	중립	68,000원	6개월	-18.51%	6.03%
2022.11.14	중립	58,000원	6개월	-6.66%	9.66%
2022.08.12	매수	84,000원	6개월	-35.58%	-18.45%
2022.05.16	매수	95,000원	6개월	-23.06%	-12.11%



### 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 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------