

넷마블 (251270/KS)

확률 게임에서 유리

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 67,000 원(유지)

현재주가: 48,650 원

상승여력: 37.7%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

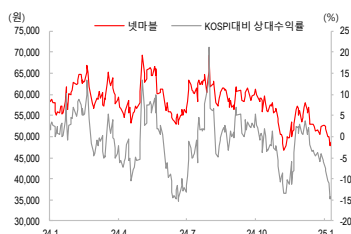
Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,182 십억원
주요주주	
방준혁(외13)	24.33%
HANRIVER INVESTMENT	17.52%

Stock Data

주가(25/01/16)	48,650 원
KOSPI	2,527.49 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	46,850 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Preview: 영업이익 293 억원(-55.2% QoQ) 전망

매출액 6,296 억원(-2.7% QoQ, 이하 동일), 영업이익 293 억원(-55.2%)으로 영업이익은 최근 낮아진 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 11/27 <킹 아서: 레전드 라이즈>가 출시되었으나 유의미한 매출 기여는 없었다. 기존작 매출 감소에도 MCoC, 스파인엑스 3 종의 환율 효과로 매출은 전분기대비 소폭 감소에 그친다. 영업비용은 6,015 억원(+3.4%)으로 <킹 아서>향 마케팅비 집행 영향으로 증가했다.

점차 낮아질 비용 부담

작년 출시한 신작들의 플랫폼 다변화를 통해 지급수수료를 크게 절감한 바 있다. 올해도 <킹 오브 파이터 AFK> 제외 모든 신작이 PC/모바일로 출시되며 매출대비 지급수수료 비중은 35.3%(-0.3%p YoY)로 전망한다. 인력도 작년 해외 자회사부터 시작해서 정리 중, 국내는 수익성 낮은 타이틀 정리를 통해 핵심 프로젝트로 재배치했다. 무형자산 손상평가에 따라 상각비도 지속 감소하며 올해는 점진적으로 고정비 부담이 낮아질 것이다.

많은 신작->높은 확률

작년은 <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 흥행으로 확실한 이익 턴어라운드 성공했다. 뿐만 아니라 다양한 신작의 PC 자체 런치 출시를 통해 비용 효율화 방법도 터득했다. 올해는 인건비, 마케팅비, 지급수수료 전반 증가 요인이 크지 않고 통제되는 상황에서 다수의 자체 신작을 준비하고 있어 신작 흥행 시 높은 분기 이익 달성이 가능해 보인다. 상반기 <킹 오브 파이터 AFK>, <RF 온라인 넥스트>, <왕좌의 게임: 킹스로드>, <세븐나이츠 리버스>, 하반기 <The RED: 피의 계승자>, <일곱개의 대죄: Origin>, <문길: STAR DIVE>, <나 혼자만 레벨업> 콘솔/스팀 출시를 계획하고 있어 흥행을 기대할 수 있는 이벤트는 연중 촘촘히 포진되어 있다. 현 시장 상황에서는 하나의 대작보다 다수 중소작품의 흥행 가능성을 열어두며 트레이딩하는 전략이 유효하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

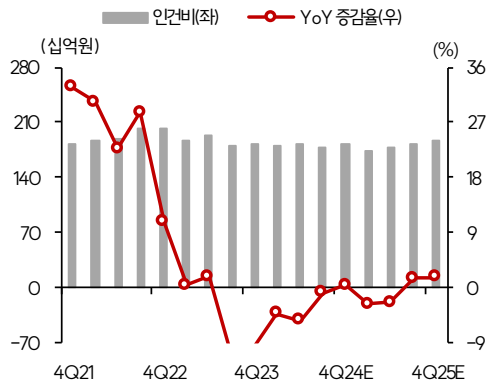
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	2,644	2,682	2,800
영업이익	십억원	151	-109	-68	210	229	255
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	162	140	171
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	1,888	1,627	1,990
PER	배	44.7	-6.3	-19.5	27.4	29.3	24.0
PBR	배	1.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	15.5	14.7	12.9
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	3.2	2.7	3.2

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	629.6	609.0	640.6	668.3	764.4	2,502.1	2,644.3	2,682.2
모바일	520.4	736.1	598.8	578.7	561.3	591.0	618.2	714.1	2,253.9	2,434.0	2,484.5
온라인	8.6	7.0	7.1	7.6	7.2	7.3	7.4	7.3	31.6	30.3	29.1
기타	56.4	39.0	41.5	43.3	40.5	42.3	42.7	43.0	216.6	180.1	168.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	600.2	575.1	596.8	615.1	666.5	2,570.5	2,434.6	2,453.5
인건비	179.5	182.7	179.1	183.4	174.6	178.3	181.8	186.3	744.1	724.7	721.1
마케팅비	101.5	143.6	104.6	112.9	99.4	116.5	124.7	144.6	486.8	462.7	485.2
지급수수료	227.4	263.0	224.9	230.8	226.1	228.2	235.5	257.1	980.0	946.1	947.0
기타	73.2	81.5	73.3	73.1	75.0	73.8	73.1	78.4	359.6	301.1	300.2
영업이익	3.7	111.2	65.5	29.3	33.9	43.8	53.1	97.9	-68.5	209.7	228.8
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	4.7%	5.6%	6.8%	8.0%	12.8%	-2.7%	7.9%	8.5%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-37.6	34.0	52.1	60.2	33.8	-303.9	135.4	180.2
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-29.2	26.4	40.4	46.7	26.3	-255.7	162.3	139.8
YoY growth rate											
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-5.4%	4.0%	-18.1%	3.2%	21.4%	-6.4%	5.7%	1.4%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	-1.0%	7.8%	-19.7%	3.2%	23.4%	-9.4%	8.0%	2.1%
온라인	10.9%	-3.8%	-0.1%	-19.7%	-16.1%	3.3%	4.3%	-3.7%	-9.3%	-4.1%	-3.7%
기타	9.9%	-11.5%	-16.1%	-39.7%	-28.1%	8.5%	3.1%	-0.5%	44.6%	-16.8%	-6.4%
영업비용	-7.8%	4.7%	-10.8%	-7.2%	-1.1%	-11.0%	5.7%	11.0%	-7.6%	-5.3%	0.8%
인건비	-4.3%	-5.4%	-0.9%	0.4%	-2.7%	-2.4%	1.6%	1.6%	-4.9%	-2.6%	-0.5%
마케팅비	1.2%	27.0%	-28.2%	-11.5%	-2.1%	-18.9%	19.2%	28.1%	-7.1%	-5.0%	4.9%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.9%	-0.6%	-13.2%	4.7%	11.4%	-7.2%	-3.5%	0.1%
기타	-23.6%	-13.2%	-15.7%	-11.8%	2.4%	-9.5%	-0.2%	7.2%	-14.3%	-16.3%	-0.3%
영업이익	흑전	흑전	흑전	55.7%	817.3%	-60.6%	-18.9%	233.8%	적지	흑전	9.1%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	1.8%p	4.9%p	-7.4%p	-2.2%p	8.1%p	1.3%p	10.7%p	0.6%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-67.9%	192.7%	흑전	적지	흑전	33.1%

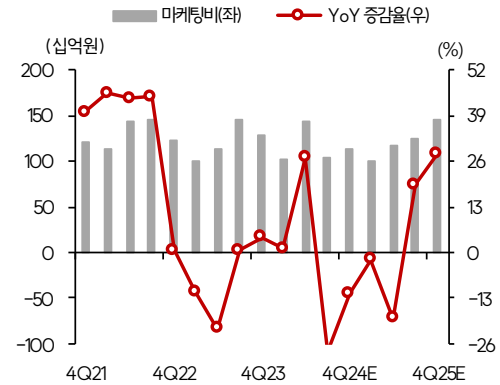
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 추이



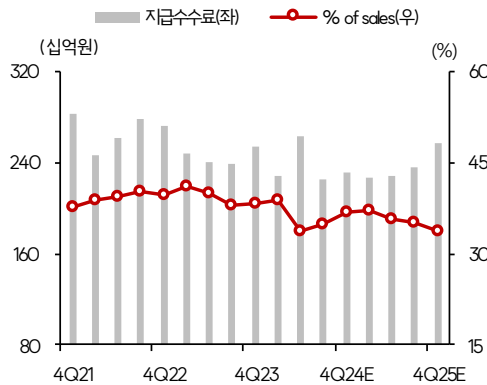
자료: 넷마블, SK 증권

마케팅비 추이



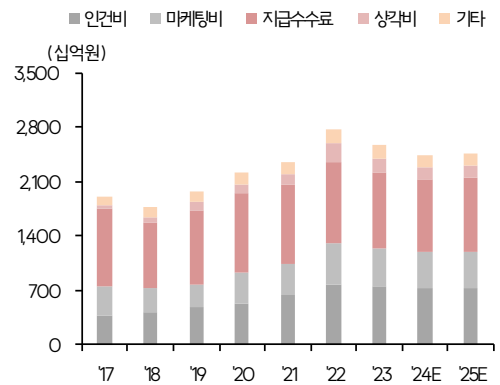
자료: 넷마블, SK 증권

지급수수료 감소



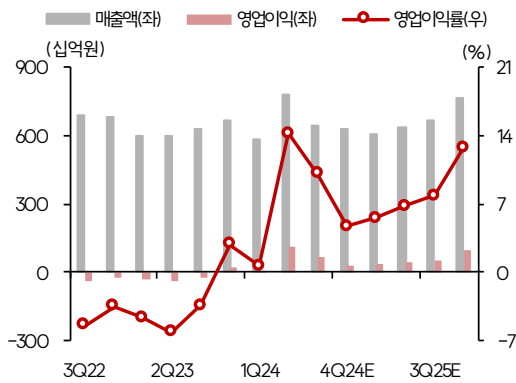
자료: 넷마블, SK 증권

영업 비용별 추이



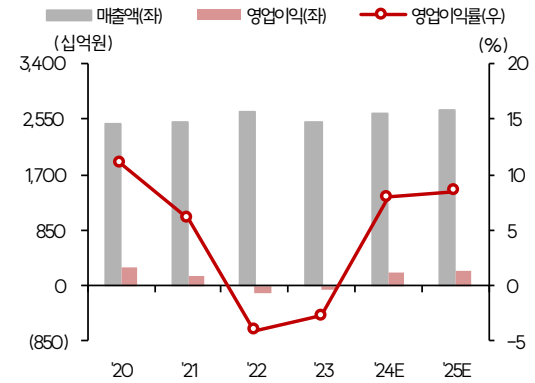
자료: 넷마블, SK 증권

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
유동자산	997	906	1,267	1,378	1,687
현금및현금성자산	503	430	903	940	1,274
매출채권 및 기타채권	215	272	257	312	293
재고자산	3	3	3	3	3
비유동자산	7,938	7,010	6,807	7,155	6,859
장기금융자산	1,047	636	527	532	531
유형자산	336	344	320	275	237
무형자산	3,596	3,229	3,178	3,082	2,990
자산총계	8,936	7,916	8,075	8,533	8,547
유동부채	2,294	1,906	1,850	2,073	1,956
단기금융부채	1,783	1,456	1,377	1,525	1,434
매입채무 및 기타채무	130	118	163	197	186
단기충당부채	1	2	2	3	3
비유동부채	1,020	931	995	1,050	959
장기금융부채	795	646	718	718	646
장기매입채무 및 기타채무	13	14	14	14	14
장기충당부채	1	0	0	0	0
부채총계	3,314	2,837	2,844	3,122	2,916
지배주주지분	5,461	4,980	5,165	5,305	5,476
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,904	3,904	3,904
기타자본구성요소	-525	-480	-478	-478	-478
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,378	1,128	1,285	1,425	1,596
비지배주주지분	161	100	65	106	155
자본총계	5,622	5,079	5,230	5,410	5,631
부채와자본총계	8,936	7,916	8,075	8,533	8,547

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408	-98	200	395	326
당기순이익(손실)	-886	-304	135	180	220
비현금성항목등	1,088	440	179	266	266
유형자산감가상각비	54	57	53	45	39
무형자산상각비	178	129	100	95	93
기타	855	255	27	126	135
운전자본감소(증가)	-73	-121	-55	75	-25
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	12	-55	19
재고자산의감소(증가)	1	-0	-1	-1	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	1	35	-12
기타	-1,029	-117	-75	-188	-211
법인세납부	-493	-4	-16	-62	-76
투자활동현금흐름	-40	525	283	-502	169
금융자산의감소(증가)	126	32	-1	-14	5
유형자산의감소(증가)	-38	-36	-13	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	-49	0	0
기타	-46	516	346	-488	165
재무활동현금흐름	-549	-540	-100	148	-163
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	-179	148	-91
장기금융부채의증가(감소)	-70	-195	86	0	-72
자본의증가(감소)	1	3	4	0	0
배당금지급	-52	-2	-0	0	0
기타	-54	-48	-11	0	-0
현금의 증가(감소)	-851	-73	472	37	334
기초현금	1,354	503	430	903	940
기말현금	503	430	903	940	1,274
FCF	-447	-134	188	395	326

자료 : 넷마블, SK증권 추정

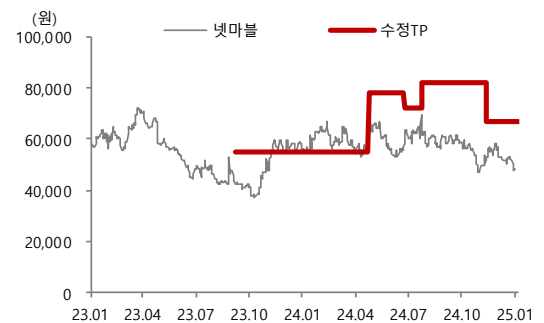
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,644	2,682	2,800
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,644	2,682	2,800
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,782	2,571	2,435	2,453	2,545
영업이익	-109	-68	210	229	255
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	7.9	8.5	9.1
비영업손익	-833	-90	0	13	41
순금융손익	-100	-130	-90	-64	-59
외환관련손익	-123	-34	-6	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	115	109	103
세전계속사업이익	-941	-159	210	242	296
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	7.9	9.0	10.6
계속사업법인세	-55	145	74	62	76
계속사업이익	-886	-304	135	180	220
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	135	180	220
순이익률(%)	-33.2	-12.1	5.1	6.7	7.9
지배주주	-819	-256	162	140	171
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	6.1	5.2	6.1
비지배주주	-67	-48	-27	40	49
총포괄이익	-880	-590	153	180	220
지배주주	-821	-542	173	174	212
비지배주주	-59	-48	-19	7	8
EBITDA	124	117	363	369	386

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66	-64	5.7	1.4	4.4
영업이익	적전	적지	흑전	9.1	11.6
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	15.4	22.4
EBITDA	-590	-5.5	210.0	1.8	4.7
EPS	적전	적지	흑전	-13.9	22.4
수익성 (%)					
ROA	-9.0	-3.6	1.7	2.2	2.6
ROE	-14.6	-4.9	3.2	2.7	3.2
EBITDA마진	4.6	4.7	13.7	13.8	13.8
안정성 (%)					
유동비율	43.5	47.5	68.5	66.5	86.3
부채비율	58.9	55.9	54.4	57.7	51.8
순차입금/자기자본	34.4	31.3	21.3	22.4	12.8
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	3.3	4.5	4.6
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	1,888	1,627	1,990
BPS	68,250	62,650	64,807	66,433	68,423
CFPS	-6,827	-817	3,666	3,259	3,516
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-63	-19.5	27.4	29.3	24.0
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	-8.8	-71.1	14.1	14.6	13.6
EV/EBITDA	58.9	57.1	15.5	14.7	12.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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%
2023.02.10	중립	68,000원	6개월	-18.51%	6.03%
2022.11.14	중립	58,000원	6개월	-6.66%	9.66%



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 01월 17일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------