

# 넷마블 (251270/KS)

## 다이어트 성공: 체지방 뺐고 근육 붙이는 중

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 67,000 원(유지)

현재주가: 41,700 원

상승여력: 60.7%



Analyst  
**남효지**

hjinam@sk.com.kr  
3773-9288

#### Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	3,584 십억원
주요주주	
방준혁(외12)	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT.	17.52%

#### Stock Data

주가(25/04/15)	41,700 원
KOSPI	2,477.41pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,500 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q25 Preview: 영업이익 381억원(+8.2% QoQ)으로 컨센 상회 전망

매출액 6,032 억원(+3.0% YoY, -7.1% QoQ), 영업이익 381 억원(+931.5% YoY, +8.2% QoQ), 순이익 150 억원(흑전 YoY, QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 289 억원을 상회할 것으로 전망한다. <나 혼자만 레벨업: ARISE>(이하 나혼렙)은 12 월 업데이트 이후 트래픽, 매출 모두 반등세를 보였을 것으로 추정되고, 출시 전 기대치가 상대적으로 낮았던 <RF 온라인넥스트>가 3/20 출시 후 양대마켓 1위 달성, 현재까지도 구글 1위, 앱스토어 상 위권을 기록 중이다. 영업비용은 5,651 억원(-2.9% YoY, -7.9% QoQ)으로 작년부터 타이트하게 관리한 효과가 나타난다. 인건비(-4.4%)는 효율화 기조 지속, 지급수수료(-10.0%)는 자체 IP 및 런처 활용에 따라 감소, 상각비(-6.1%)도 스피엑스 상각에 따라 연 중 지속 감소할 것으로 전망한다.

### 빈틈없는 신작 출시: 2Q 3 개-> 3Q 2 개 -> 4Q 2 개 예상

작년 5 월에 출시한 흥행작 <나혼렙>은 PLC 장기화를 위해 촘촘한 업데이트, 이스포츠 대 회를 개최했다. 4/12 첫 글로벌 이스포츠 대회 SLC2025 를 개최했고, 5~9 월까지 로드맵 도 공개했다. 5 월 1 주년 이벤트로 시작해 신규 스토리와 헌터, '여자'아이들과의 콘텐츠 콜라보레이션도 예정되어 있다. 2 분기부터는 본격적으로 신작 출시가 가속화된다. 총 신작(지역/플랫폼 확장 포함) 수는 작년 6 개-> 올해 9 개를 출시할 계획이다. 올해 기대작 <일곱개의 대죄: Origin>은 티저 사이트를 오픈해 출시 전 마케팅 시작, <왕좌의 게임: 킹스로드>도 2 분기 출시를 앞두고 스팀에서 얼리 액세스 중이다. <세븐나이트 리버스>도 3/13 사전예약 을 시작해 2 분기 출시 예정이다.

### 강하게 나타나는 비용 통제 효과

작년 <나혼렙>의 흥행으로 부담스러운 실적 기저, 올해 추가적으로 성장을 이어갈 수 있을 지에 대한 우려가 존재하나, 최근 <나혼렙> 트래픽/매출 반등, <RF 온라인넥스트> 성공, 차질없이 진행되고 있는 신작 출시 준비를 통해 매출 성장에 대한 우려는 해소될 수 있다. 하반기로 갈수록 비용통제 효과가 뚜렷하게 나타나며 영업이익은 2,454 억원(+13.8%)으로 전망한다.

#### 영업실적 및 투자지표

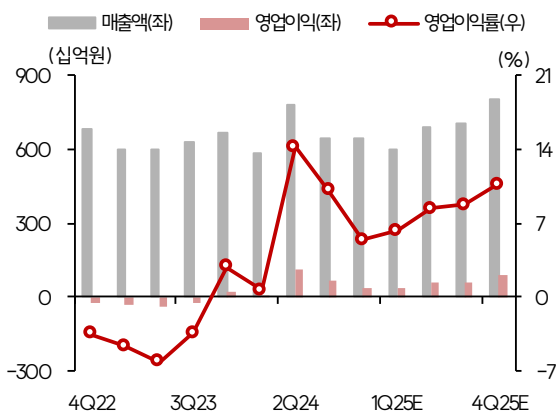
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,810	2,958	3,065
영업이익	십억원	-109	-68	216	245	271	291
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	150	179	202
EPS	원	-9,531	-2,975	298	1,742	2,088	2,355
PER	배	-6.3	-19.5	173.3	23.9	20.0	17.7
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	12.3	11.3	11.0
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	2.7	3.2	3.5

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	603.2	694.4	707.2	805.1	2,663.8	2,809.8	2,958.2
모바일	520.4	736.1	598.8	599.1	551.2	644.1	656.2	753.4	2,454.4	2,604.9	2,740.4
온라인	8.6	7.0	7.1	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0	29.6	28.0	28.0
기타	56.4	39.0	41.5	42.9	44.9	43.3	44.0	44.7	179.7	176.9	189.8
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	565.1	636.2	644.7	718.5	2,448.2	2,564.5	2,687.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	171.6	174.7	178.1	185.4	720.0	709.7	766.8
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	112.8	135.3	138.9	155.0	470.3	541.9	532.8
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	204.7	247.4	254.4	294.0	946.9	1,000.5	1,066.9
기타	73.2	81.5	73.3	83.0	76.0	78.8	73.4	84.2	311.0	312.4	320.7
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	38.1	58.3	62.5	86.5	215.6	245.4	271.0
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	6.3%	8.4%	8.8%	10.7%	8.1%	8.7%	9.2%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	15.0	69.4	21.9	28.7	3.2	135.0	161.8
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-188.3	16.6	76.9	24.3	31.8	3.2	149.7	179.4
YoY growth rate											
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	3.0%	-11.2%	9.2%	24.0%	6.5%	5.5%	5.3%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.5%	5.9%	-12.5%	9.6%	25.7%	8.9%	6.1%	5.2%
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%	-2.9%	-5.2%	10.8%	17.1%	-4.8%	4.8%	4.8%
인건비	-4.3%	-5.4%	-0.9%	-2.2%	-4.4%	-4.4%	-0.5%	3.7%	-3.2%	-1.4%	8.0%
마케팅비	1.2%	27.0%	-28.2%	-5.6%	11.1%	-5.8%	32.8%	28.6%	-3.4%	15.2%	-1.7%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.6%	-10.0%	-5.9%	13.1%	26.9%	-3.4%	5.7%	6.6%
기타	23.6%	-13.2%	-15.7%	0.2%	3.8%	-3.4%	0.2%	1.5%	-13.5%	0.4%	2.6%
영업이익	흑전	흑전	흑전	86.8%	931.5%	-47.6%	-4.6%	145.9%	흑전	13.8%	10.5%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	2.6%p	5.7%p	-5.8%p	-1.3%p	5.3%p	10.8%p	0.6%p	0.4%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-57.2%	6.3%	흑전	흑전	4133.4%	19.9%

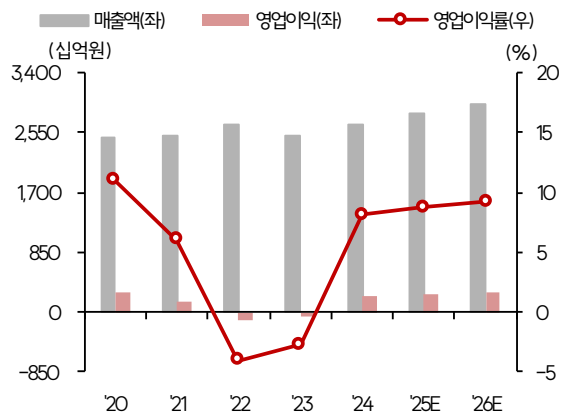
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

<나 혼자만 레벨업: ARISE> 첫 글로벌 공식 이스포츠 대회 SLC2025



자료: 언론 보도, SK 증권

<나혼렙> 5~9월 월별 업데이트 계획 발표

2025 MID-TERM ROADMAP				
5월	7월	9월		
1주년 감사제	① 콜라보레이션	시즌 이벤트	히트 스토리	
<p>광휘의 공방 : 요그문트</p> <p>신규 스토리 : 부산 기사단 레이드 / 학교 습격</p> <p>혼돈의 전장 중 확장</p>	<p>파멸의 권좌 월드 통합 행진</p> <p>레나트 니어만</p> <p>인스턴스 던전/패시브무 신규 보스</p>	<p>신규 스토리 : 내가/시스틀 설계자</p> <p>IF 성진아</p> <p>스토리 신규 난이도</p>	<p>설계자 공략전</p> <p>인스턴스 던전/패시브무 신규 보스</p> <p>시련의 전장 확장</p>	<p>광휘의 공방 : 발타이르</p> <p>신규 그림자</p> <p>성진우 전직</p>

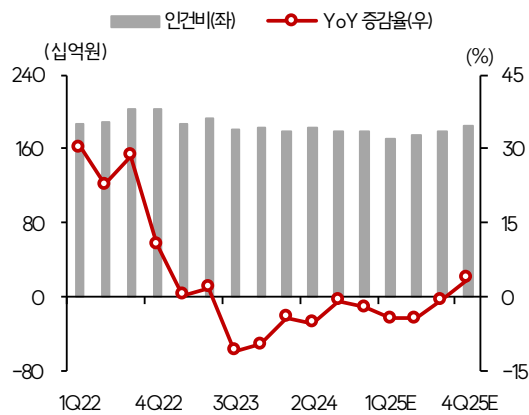
자료: 언론 보도, SK 증권

〈나혼렘〉 X (여자)아이들 콜라보레이션 발표



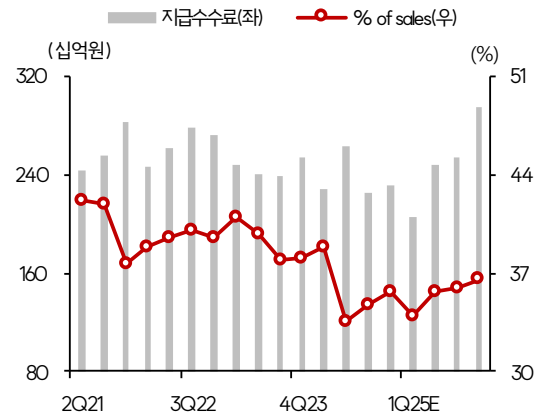
자료: 언론 보도, SK 증권

인건비 효율화 지속



자료: 넷마블, SK 증권

자체 런처 활용 통해 지급수수료 감소



자료: 넷마블, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	906	1,115	1,007	1,158	1,226
현금및현금성자산	430	578	465	619	651
매출채권 및 기타채권	272	295	366	364	389
재고자산	3	2	3	3	3
<b>비유동자산</b>	7,010	7,062	7,520	7,379	7,480
장기금융자산	636	496	501	501	502
유형자산	344	340	295	258	229
무형자산	3,229	3,245	3,149	3,063	2,986
<b>자산총계</b>	7,916	8,177	8,527	8,538	8,706
<b>유동부채</b>	1,940	1,348	1,636	1,628	1,729
단기금융부채	1,398	636	789	784	838
매입채무 및 기타채무	118	130	427	424	454
단기충당부채	2	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	897	1,355	1,315	1,218	1,156
장기금융부채	443	1,057	951	856	770
장기매입채무 및 기타채무	182	19	19	19	19
장기충당부채	0	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	2,837	2,703	2,952	2,846	2,885
<b>자배주주지분</b>	4,980	5,416	5,532	5,666	5,815
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	1,261	1,396	1,544
비지배주주지분	100	58	43	26	6
<b>자본총계</b>	5,079	5,474	5,575	5,692	5,820
<b>부채와자본총계</b>	7,916	8,177	8,527	8,538	8,706

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	-98	288	405	281	336
당기순이익(손실)	-304	3	135	162	183
비현금성항목등	440	382	242	228	211
유형자산감가상각비	57	53	45	37	30
무형자산감각비	129	101	96	86	78
기타	255	228	102	106	104
운전자본감소(증가)	-121	-35	130	-4	46
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-71	2	-25
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	83	-3	29
기타	-117	-91	-135	-146	-149
법인세납부	-4	-29	-34	-40	-46
<b>투자활동현금흐름</b>	466	37	-624	19	-217
금융자산의감소(증가)	27	-39	-25	1	-9
유형자산의감소(증가)	-36	-17	0	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	0	0	0
기타	461	72	-598	18	-208
<b>재무활동현금흐름</b>	-481	-221	13	-145	-86
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	153	-5	54
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-106	-95	-86
자본의증가(감소)	-847	5	0	0	0
배당금지급	-2	-0	-34	-45	-54
기타	862	-22	0	-0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-73	148	-113	155	32
기초현금	503	430	578	465	619
기말현금	430	578	465	619	651
FCF	-134	271	405	281	336

자료 : 넷마블, SK증권 추정

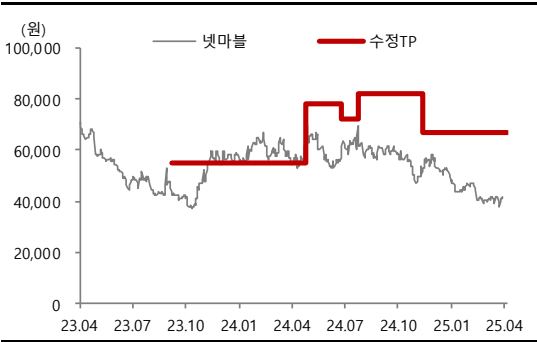
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	2,502	2,664	2,810	2,958	3,065
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	2,502	2,664	2,810	2,958	3,065
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	2,571	2,448	2,564	2,687	2,774
<b>영업이익</b>	-68	216	245	271	291
영업이익률(%)	-2.7	8.1	8.7	9.2	9.5
<b>비영업손익</b>	-90	-139	-77	-69	-63
순금융손익	-130	-89	-68	-65	-58
외환관련손익	-34	-7	0	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	108	102	98
<b>세전계속사업이익</b>	-159	76	169	202	228
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	6.0	6.8	7.4
<b>계속사업법인세</b>	145	73	34	40	46
<b>계속사업이익</b>	-304	3	135	162	183
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-304	3	135	162	183
순이익률(%)	-12.1	0.1	4.8	5.5	6.0
<b>지배주주</b>	-256	26	150	179	202
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	5.3	6.1	6.6
<b>비지배주주</b>	-48	-22	-15	-18	-20
<b>총포괄이익</b>	-590	352	135	162	183
<b>지배주주</b>	-542	371	137	164	185
<b>비지배주주</b>	-48	-20	-2	-2	-2
<b>EBITDA</b>	117	370	386	394	399

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-6.4	6.5	5.5	5.3	3.6
영업이익	적지	흑전	13.8	10.5	7.5
세전계속사업이익	적지	흑전	121.2	19.9	12.8
EBITDA	-5.5	216.4	4.3	2.1	1.3
EPS	적지	흑전	483.8	19.9	12.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-3.6	0.0	1.6	1.9	2.1
ROE	-4.9	0.5	2.7	3.2	3.5
EBITDA마진	4.7	13.9	13.7	13.3	13.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	46.7	82.7	61.5	71.2	70.9
부채비율	55.9	49.4	53.0	50.0	49.6
순차입금/자기자본	26.2	18.2	20.3	15.4	13.8
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	3.9	4.1	4.2
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-2,975	298	1,742	2,088	2,355
BPS	62,650	67,728	69,072	70,637	72,366
CFPS	-817	2,094	3,376	3,516	3,606
주당 현금배당금	0	417	548	657	741
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-19.5	173.3	23.9	20.0	17.7
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	-71.1	24.7	12.4	11.9	11.6
EV/EBITDA	54.9	14.9	12.3	11.3	11.0
배당수익률	0.0	0.8	1.3	1.6	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 04월 16일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------