

Company Update

Analyst 이승훈

RA 박은명

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	65,000원
현재가 (5/8)	44,950원

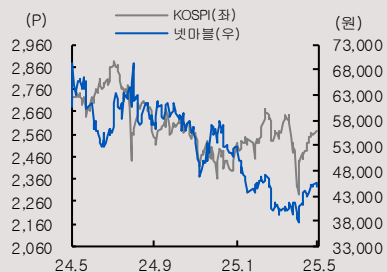
KOSPI (5/8)	2,579.48pt
시가총액	3,864십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
52주 최고가	69,400원
최저가	37,500원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	25.1%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성		
방준혁 외 12 인		24.33%
HAN RIVER		17.52%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	6%	-16%	-21%
절대기준	17%	-16%	-26%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	65,000	73,000	▼
EPS(25)	2,036	1,903	▲
EPS(26)	2,470	2,121	▲

넷마블 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

넷마블 (251270)

신작 러시와 수익성 개선으로 다음 스테이지 입성

1분기 실적 컨센서스 상회

넷마블은 2025년 1분기 연결 기준 매출 6,239억원(YoY +6.6%, QoQ -3.9%), 영업이익 497억원(YoY +1,243.2%, QoQ +41.2%), 순이익 802억원을 기록하며 시장 기대치(매출액 6,071억원, 영업이익 305억원)를 상회함. 외형 성장 동력은 신작과 기존 주요 타이틀의 업데이트 효과임. 3월 20일 출시된 'RF 온라인 벅스트'는 초기 흥행에 성공해 1분기 매출의 3%를 기여했고, '나 혼자만 레벨업: ARISE' 매출은 업데이트로 인해 크게 반등함. 비용 측면에서는 효율화 기조가 두드러짐. 인력 구조조정으로 인건비 YoY -4.1% 감소했고, 마케팅비는 신작 출시에도 YoY +12.5%에 그쳐 효율적 집행이 이루어짐. 영업이익률은 8.0%로 전년 동기(0.6%)와 전분기(5.4%) 대비 뚜렷하게 개선되었으며, 순이익은 무형자산 손상 비용 미반영 효과로 전분기 대비 급증함

강력한 신작 출시와 비용 구조 개선 효과

매분기 신작 모멘텀이 실적 개선을 이끌 것으로 기대됨. 2분기 중 '세븐나이즈 리버스'(5/15), '왕좌의 게임: 킹스로드'(5/21), '킹 오브 파이터 AFK' 등 신작 3종이 출시될 예정이며, 하반기에도 '일곱 개의 대죄: Origin' 등 추가 신작 5종이 대기 중임. 한편, 비용 구조 개선도 긍정적임. 자체 IP 비중 확대와 인력 효율화, 마케팅비 절감 등으로 영업비용 절감 효과가 지속될 전망이다. 더불어, 자체 결제 플랫폼 도입과 애플리케이션 수수료 정책 변화는 중장기적으로 결제수수료 절감에 기여할 것으로 예상됨

목표주가 65,000원으로 하향, 투자 의견 매수 유지

목표주가는 2025년 예상 BPS에 PBR 1배를 적용하여 산출함. 2023년 4분기 턴어라운드 이후 비용 효율화와 신작 게임이 지속적으로 흥행하면서 안정적인 재무구조를 완성함. 최근 모바일게임의 라이프사이클이 짧아지는 현상은 아쉽지만, 향후 신작 게임이 PC, 콘솔 기반으로 출시될 예정인 만큼 중장기적으로 안정적인 매출을 기록할 것으로 전망함

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,683	2,814	2,971
영업이익	-68	216	226	282	325
세전이익	-159	76	233	281	333
지배주주순이익	-256	26	175	212	252
EPS(원)	-2,975	298	2,036	2,470	2,926
증가율(%)	-68.8	-110.0	582.4	21.3	18.5
영업이익률(%)	-2.7	8.1	8.4	10.0	10.9
순이익률(%)	-12.2	0.1	6.8	7.5	8.5
ROE(%)	-4.9	0.5	3.2	3.7	4.3
PER	-19.5	173.3	22.1	18.2	15.4
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	55.1	14.9	14.2	11.6	9.9

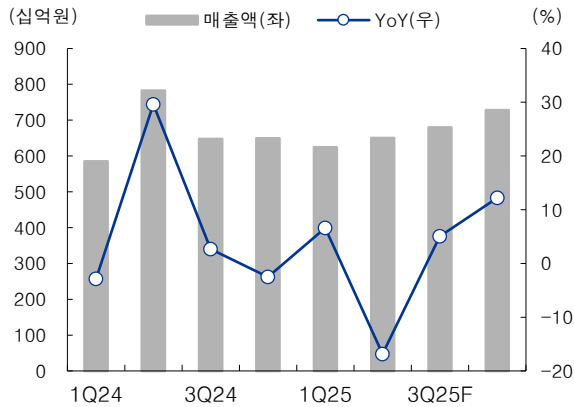
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 넷마블의 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	650	680	728	2,664	2,683	2,814
QoQ	-12.0%	33.6%	-17.2%	0.3%	-3.9%	4.2%	4.5%	7.1%			
YoY	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-16.8%	5.0%	12.2%	6.5%	0.7%	4.9%
영업이익	4	111	65	35	50	49	56	71	216	226	282
OPM	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	7.5%	8.3%	9.7%	8.1%	8.4%	10.0%
QoQ	-80.4%	2,914.2%	-41.1%	-46.3%	41.2%	-1.5%	15.4%	25.3%			
YoY	흑전	흑전	흑전	86.8%	1,246.9%	-56.0%	-13.8%	101.0%	0.0%	4.8%	24.9%
세전이익	1	217	42	-184	98	34	43	59	76	233	281
QoQ	흑전	24,936.9%	-80.6%	적전	흑전	-64.9%	24.3%	37.4%			
YoY	흑전	흑전	흑전	적지	11,143.2%	-84.2%	0.9%	흑전	0.0%	205.3%	20.7%
순이익(지배)	-0	169	22	-166	76	25	31	43	26	175	212
NIM	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	3.9%	4.5%	5.9%	1.0%	6.8%	7.5%
QoQ	적지	흑전	-86.8%	적전	흑전	-66.4%	21.6%	39.7%			
YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-85.0%	37.6%	흑전	0.0%	582.4%	21.3%

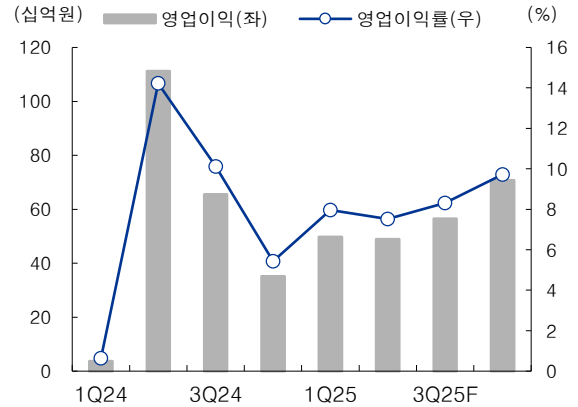
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 1. 넷마블의 매출액 및 YoY 추이



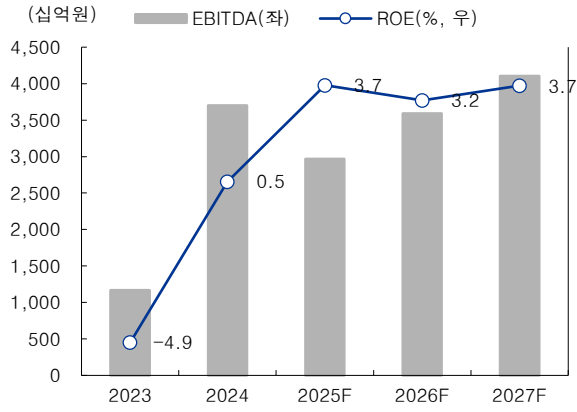
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 2. 넷마블의 영업이익 및 영업이익률 추이



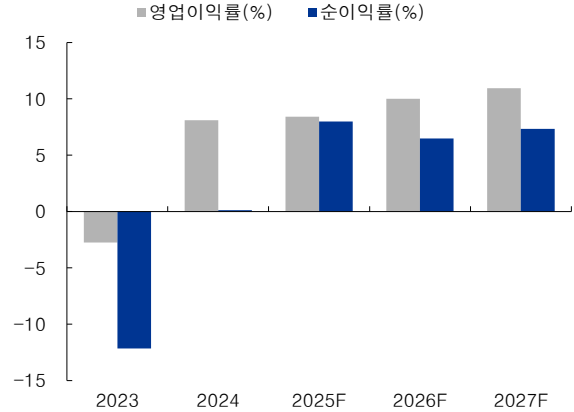
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 3. 넷마블의 EBITDA 및 ROE 추이



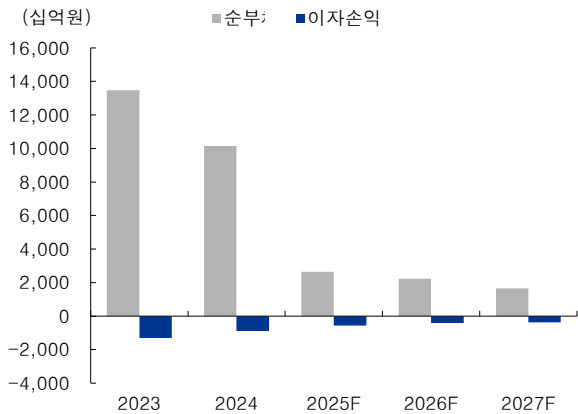
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 넷마블의 영업이익률 및 순이익률 추이



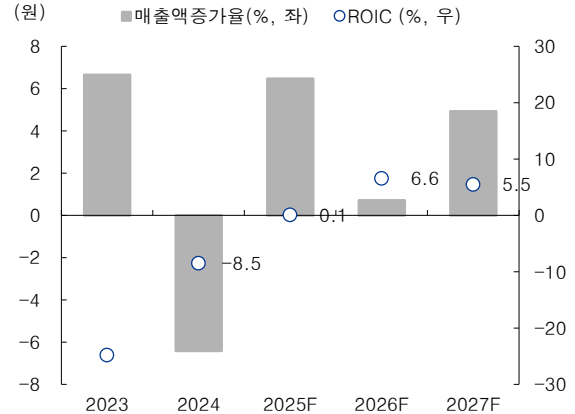
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 넷마블의 순부채 및 이자손익 추이



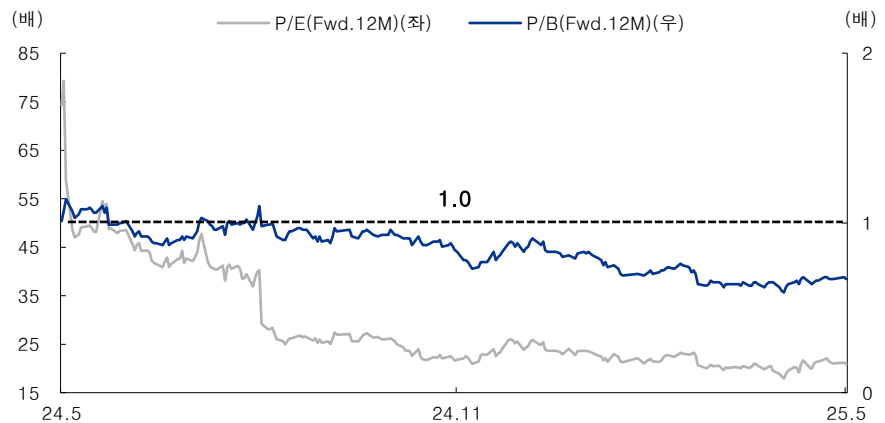
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 넷마블의 매출 증가율 및 ROIC 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 넷마블의 12개월 Fwd PER과 PBR 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

넷마블 (251270)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,683	2,814	2,971
증가율(%)	-6.4	6.5	0.7	4.9	5.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,683	2,814	2,971
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	2,571	2,448	2,457	2,532	2,645
판매비율(%)	102.8	91.9	91.6	90.0	89.0
영업이익	-68	216	226	282	325
증가율(%)	-37.0	-414.9	4.8	24.9	15.4
영업이익률(%)	-2.7	8.1	8.4	10.0	10.9
순금융손익	-189	-115	-56	-41	-36
이자손익	-130	-89	-56	-41	-36
기타	-59	-26	0	0	0
기타영업외손익	-14	-133	0	0	0
중속/관계기업손익	113	109	63	40	44
세전이익	-159	76	233	281	333
법인세	145	73	50	69	82
법인세율	-91.2	96.1	21.5	24.6	24.6
계속사업이익	-304	3	183	212	252
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	183	212	252
증가율(%)	-65.7	-101.1	5,597.8	15.9	18.5
당기순이익률 (%)	-12.2	0.1	6.8	7.5	8.5
지배주주당기순이익	-256	26	175	212	252
기타포괄이익	-286	349	0	0	0
총포괄이익	-590	352	183	212	252
EBITDA	117	370	297	359	410
증가율(%)	-5.5	216.4	-19.8	21.0	14.3
EBITDA마진율(%)	4.7	13.9	11.1	12.8	13.8

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,975	298	2,036	2,470	2,926
BPS	57,933	63,011	64,649	67,119	70,046
DPS	0	417	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-19.5	173.3	22.1	18.2	15.4
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	55.1	14.9	14.2	11.6	9.9
성장성지표(%)					
매출증가율	-6.4	6.5	0.7	4.9	5.6
EPS증가율	-68.8	-110.0	582.4	21.3	18.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
ROE	-4.9	0.5	3.2	3.7	4.3
ROA	-3.6	0.0	2.2	2.5	2.9
ROIC	-8.5	0.1	5.6	6.4	7.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	55.9	49.4	46.5	45.0	43.4
순차입금 비율(%)	26.5	18.6	5.3	3.8	2.2
이자보상배율(배)	-0.5	2.0	2.6	3.4	4.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.3	10.0	9.4	9.7	10.1
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,193.1	1,218.3	1,309.0
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,710	1,787	1,890
현금및현금성자산	430	578	1,139	1,211	1,302
유가증권	64	99	107	107	107
매출채권	255	277	291	289	296
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	6,525	6,674	6,838
유형자산	344	340	326	351	379
무형자산	3,229	3,245	3,236	3,326	3,424
투자자산	3,009	2,928	2,699	2,699	2,700
자산총계	7,916	8,177	8,235	8,461	8,729
유동부채	1,940	1,348	1,243	1,242	1,242
매입채무및기타채무	32	28	31	29	30
단기차입금	1,311	505	355	355	355
유동성장기부채	86	131	131	131	131
비유동부채	897	1,355	1,369	1,384	1,400
사채	0	399	399	399	399
장기차입금	372	598	598	598	598
부채총계	2,837	2,703	2,612	2,626	2,642
지배주주지분	4,980	5,416	5,557	5,769	6,021
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
자본조정등	370	430	430	430	430
기타포괄이익누계액	422	777	777	777	777
이익잉여금	1,128	1,145	1,286	1,499	1,750
비지배주주지분	100	58	66	66	66
자본총계	5,079	5,474	5,623	5,835	6,087
비이자부채	996	1,010	1,070	1,084	1,100
총차입금	1,841	1,693	1,542	1,542	1,542
순차입금	1,347	1,016	296	224	134

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	183	253	290
당기순이익	-304	3	183	212	252
비현금성 비용 및 수익	440	382	64	78	77
유형자산감가상각비	57	53	42	46	52
무형자산상각비	129	101	29	31	33
운전자본변동	-121	-35	-8	4	-3
매출채권등의 감소	-80	-9	-14	2	-7
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	-15	-6	3	-2	1
기타 영업현금흐름	-113	-62	-56	-41	-36
투자활동 현금흐름	466	37	446	-232	-256
유형자산의 증가(CAPEX)	-36	-17	-28	-72	-79
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	13	21	-20	-120	-132
투자자산의 감소(증가)	511	145	543	-1	-1
기타	-22	-112	-49	-39	-44
재무활동 현금흐름	-481	-221	-68	51	56
차입금의 증가(감소)	-16	314	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-465	-535	-68	51	56
기타 및 조정	40	44	0	1	0
현금의 증가	-73	148	561	73	90
기초현금	503	430	578	1,139	1,211
기말현금	430	578	1,139	1,211	1,302