

# 넷마블 (251270)

## 진정한 레벨업은 2025년에

### 2024년 비용효율, 매출 증가 시현

동사는 비용효율 노력으로 인건비 3.6% 감소 포함, 3Q24 누적으로 전년 동기대비 전체 비용은 4.6% 감소한 반면, 매출액은 '나혼렘' 흥행 등으로 9.7% 증가. 인당 생산성 증가 시현

인위적인 구조조정이 쉽지 않은 국내에서 신규인력 채용을 제한하는 방식으로 인건비 감소를 시현했고, 30%의 높은 모바일플랫폼 수수료 절감을 위해 수수료가 저렴한(약 7.5%) PC 게임 비중 증가를 유도하여, 매출액 대비 지급수수료율을 39.6%(3Q23누적)에서 35.5%(3Q24누적)로 4.1%pt 감소시켜 비용 효율화의 주 원인이 됨

이러한 구조적인 비용 효율화로 향후 신작 흥행 시 과거대비 높은 영업이익 레버리지를 실현할 수 있을 것으로 전망됨

### 2025년 전망

동사는 2025년 다양한 장르의 9종의 자체개발 신작과 퍼블리싱 게임 1종을 출시할 예정, 국내 게임사 중 가장 많은 신작게임 출시가 계획되어 있음. 지난 지스타에서 공개된 세계최고의 메가 IP인 '왕좌의 게임 : 킹스로드(오픈월드 액션 RPG, 25년 상반기)', '몬길:스타 다 이브(액션RPG, 25년 하반기)'와 MMORPG 장르인 'The RED:피의 계승자', 24년 글로벌 흥행 게임 '나혼렘'의 콘솔/PC(STEAM) 출시(25년 하반기)가 2025년 동사의 새로운 성장원이 될 것으로 기대됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 70,000원으로 커버 재개시

동사는 비용효율화 유지 및 다양한 장르의 신작 출시로 2025년에도 2024년과 같은 비용감소, 매출 증가가 기대됨.

다만, '나혼렘'의 예상을 하회한 매출 감소를 반영하여 목표주가 70,000, 투자의견 BUY로 재개시함.



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 70,000원 (I)

현재주가 (11/22) 49,750원

상승여력 41%

시가총액 42,762억원

총발행주식수 85,953,502주

60일 평균 거래대금 62억원

60일 평균 거래량 107,292주

52주 고/저 69,400원 / 46,850원

외인지분율 26.29%

배당수익률 0.00%

주요주주 방준혁 외 13 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (13.9) (17.4) (5.6)

상대 (11.5) (10.5) (5.2)

절대 (달러환산) (15.3) (21.3) (12.4)

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,209	-6.7	-4.1	6,626	-6.3
영업이익	429	127.9	-34.5	463	-7.2
세전계속사업이익	306	흑전	-27.2	-23	1,407.7
지배순이익	250	흑전	11.9	5	5,354.8
영업이익률 (%)	6.9	+4.1 %pt	-3.2 %pt	7.0	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.0	흑전	+0.5 %pt	0.1	+3.9 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	26,734	25,021	26,357	26,649
영업이익	-1,087	-685	2,233	2,635
지배순이익	-8,192	-2,557	2,164	2,655
PER	-8.1	-18.1	19.8	16.1
PBR	1.2	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	70.3	54.1	16.0	14.8
ROE	-14.6	-4.9	4.4	5.6

자료: 유안타증권

넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,026	6,033	6,306	6,656	5,854	7,821	6,473	6,209	26,734	25,021	26,357	26,649
YoY	-5%	-9%	-9%	-3%	-3%	30%	3%	-7%	7%	-6%	5%	1%
세븐나이츠 (세븐나이츠2)			315	532	293	261	180	162	461	848	895	848
잭팟월드	603	603	568	599	585	547	518	539	2,144	2,372	2,190	2,281
캐시프렌지	542	543	504	466	527	469	453	467	2,202	2,056	1,916	1,986
랏차슬롯	542	483	504	532	527	469	479	552	2,076	2,062	2,027	2,045
제2의나라	301	181	252	200	176	156	90	45	2,002	934	467	365
쿠키잼	181	241	189	200	176	158	108	90	802	811	531	604
마블쿤데스트오브챔피언	542	724	631	799	468	704	518	543	2,886	2,696	2,233	2,218
해리포터	181	181	189	200	234	177	135	168	802	751	715	659
일곱개의대죄	422	362	315	399	410	313	259	180	1,802	1,498	1,162	1,729
나혼렘						1,564	841	540			2,946	1,460
기타 신작						90		90			180	2,008
기타	2,109	2,158	2,218	2,094	1,892	1,910	1,600	1,711	9,080	8,579	7,113	8,072
영업비용	6,308	6,405	6,525	6,468	5,817	6,709	5,818	5,779	27,821	25,706	24,123	24,014
인건비	1,875	1,932	1,806	1,828	1,795	1,827	1,791	1,763	7,821	7,441	7,176	6,958
마케팅비	1,003	1,131	1,458	1,276	1,015	1,437	1,046	1,102	5,243	4,868	4,600	4,587
지급수수료	2,471	2,403	2,391	2,535	2,274	2,630	2,249	2,166	10,562	9,800	9,319	9,433
기타(상각비 포함)	959	939	870	829	733	815	732	748	4,195	3,597	3,028	3,036
영업이익	-282	-372	-219	188	37	1,112	655	429	-1,087	-685	2,233	2,635
영업이익률	-5%	-6%	-3%	3%	0.6%	14.2%	10.1%	6.9%	-4%	-2.7%	8.5%	9.9%
YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	128%	적전	적지	흑전	18%

자료: 유안타증권 리서치센터

매출액 vs 비용 증감율 비교

(단위: 억원)

	3Q 23 누적	3Q 24 누적	증감률 (YoY)
매출액	18,365	20,148	9.7%
인건비	5,613	5,413	-3.6%
매출액 대비 인건비	30.6%	26.9%	-3.7%pt
지급수수료	7,265	7,153	-1.5%
매출액 대비 지급수수료	39.6%	35.5%	-4.1%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

## 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원)

	변경 전		변경 후			
	2024E	2025E	2024E	증감(률)	2025E	증감(률)
매출액	30,492	28,327	26,357	-14%	26,649	1%
영업이익	3512	2745	2,233	-36%	2635	18%
영업이익률	11.5%	9.7%	8.5%	-3.0%pt	9.9%	+1.4%pt
EBITDA	5,179	4,343	3820	-26%	4112	8%
EBITDA Margin	17.0%	15.3%	14.5%	-2.5%pt	15.4%	+0.9%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

## 넷마블 목표주가 변경 내역

(단위: 억원, 원)

변경 전		변경 후	
기업가치 = (A) + (B)	73,761	기업가치 = (A) + (B)	60,024
(A) 영업가치	60,594	(A) 영업가치	43,711
2024년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	11.7	2025년 국내외 게임사 평균 EV/EBITDA	10.6
넷마블 2024년 추정 EBITDA	5,179	넷마블 2025년 추정 EBITDA	4,112
(B) 자산가치	13,167	(B) 자산가치	16,314
순차입금	12,000	순차입금	10,000
하이브 (9.44%) 지분가치	7,860	하이브 (9.44%) 지분가치	8,414
엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	3,605	엔씨소프트 (8.9%) 지분가치	4,162
코웨이 (25.1%) 지분가치	10,929	코웨이 (25.1%) 지분가치	11,744
자기주식	2,773	자기주식	1,993
발행주식수	85,953,502	발행주식수	85,953,502
목표주가	85,815	목표주가	69,833

자료: 유안타증권 리서치센터

## Peer 기업 밸류에이션

	2025 EV/EBITDA
TENCENT	13.5
NETEASE	7.4
ELECTRONIC ARTS	15.0
NEXON	8.9
엔씨소프트	10.8
크래프톤	10.3
PLAYTIKA	6.1
펄어비스	13.2
평균	10.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

넷마블 2025년 게임 라인업

게임명	장르	지역	플랫폼	출시 시기	자체 개발 여부
킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	글로벌	모바일	25년 상반기	자체 개발
RF 온라인 넥스트	MMORPG	한국	모바일 / PC	25년 상반기	자체 개발
왕좌의 게임 : 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	글로벌	모바일 / PC	25년 상반기	자체 개발
세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	글로벌	모바일 / PC	25년 상반기	자체 개발
The RED : 피의 계승자	MMORPG	한국	모바일 / PC	25년 하반기	자체 개발
일곱 개의 대죄 : Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일 / PC / 콘솔	25년 하반기	자체 개발
몬길 : STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	모바일 / PC	25년 하반기	자체 개발
데미스 리본	수집형 RPG	글로벌	모바일 / PC	25년 하반기	자체 개발
나 혼자만 레벨업 : ARISE	액션 RPG	글로벌	콘솔 / PC (스팀)	25년 하반기	자체 개발
프로젝트 SOL	MMORPG	글로벌	모바일 / PC	25년 하반기	글로벌 퍼블리싱 (알트나인 개발)

자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

## 넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	26,734	25,021	26,357	26,649	26,146
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	26,734	25,021	26,357	26,649	26,146
판관비	27,821	25,705	24,123	24,014	23,381
영업이익	-1,087	-685	2,233	2,635	2,765
EBITDA	1,237	1,170	3,820	4,112	4,256
영업외손익	-8,328	-901	676	570	980
외환관련손익	-1,226	-341	84	0	0
이자손익	-1,000	-1,303	-985	-1,007	-788
관계기업관련손익	802	1,128	1,022	1,022	1,124
기타	-6,904	-386	555	555	644
법인세비용차감전순손익	-9,415	-1,586	2,909	3,205	3,744
법인세비용	-551	1,453	950	801	936
계속사업순손익	-8,864	-3,039	1,959	2,404	2,808
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8,864	-3,039	1,959	2,404	2,808
지배지분순이익	-8,192	-2,557	2,164	2,655	3,102
포괄순이익	-8,804	-5,899	-1,516	-1,071	-667
지배지분포괄이익	-8,213	-5,420	-1,496	-1,058	-658

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-4,084	-981	2,556	2,661	3,049
당기순이익	-8,864	-3,039	1,959	2,404	2,808
감가상각비	541	565	569	490	533
외환손익	-1,579	28	-85	0	0
중속, 관계기업관련손익	-802	-1,128	-1,022	-1,022	-1,124
자산부채의 증감	-734	-1,210	-577	-553	-480
기타현금흐름	7,355	3,803	1,711	1,341	1,312
투자활동 현금흐름	-404	5,249	-3,938	-3,995	-4,182
투자자산	579	5,447	-173	-268	326
유형자산 증가 (CAPEX)	-387	-362	-519	0	-800
유형자산 감소	5	4	6	0	0
기타현금흐름	-602	160	-3,252	-3,726	-3,707
재무활동 현금흐름	-5,490	-5,403	-2,977	-1,075	-1,080
단기차입금	-5,941	-1,902	-10,207	6	490
사채 및 장기차입금	-2,178	-2,853	8,300	0	-488
자본	7	25	12	0	0
현금배당	-525	-22	0	0	0
기타현금흐름	3,145	-651	-1,082	-1,082	-1,082
연결범위변동 등 기타	1,471	408	714	2,590	2,200
현금의 증감	-8,507	-727	-3,645	181	-12
기초 현금	13,537	5,030	4,303	659	839
기말 현금	5,030	4,303	659	839	827
NOPLAT	-1,087	-1,312	2,233	2,635	2,765
FCF	-4,471	-1,343	2,037	2,661	2,249

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

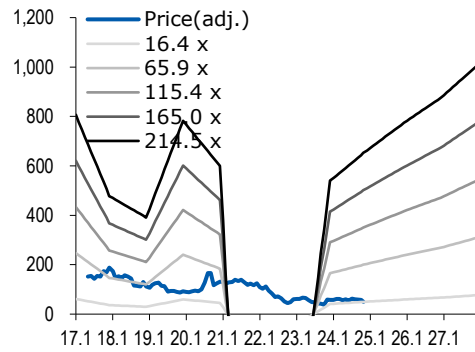
재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,973	9,058	5,403	5,640	5,568
현금및현금성자산	5,030	4,303	659	839	827
매출채권 및 기타채권	2,153	2,715	2,831	2,868	2,814
재고자산	28	27	25	26	25
비유동자산	79,382	70,101	70,698	69,489	68,734
유형자산	3,359	3,444	3,521	3,032	3,298
관계기업 등 지분관련 자산	25,366	23,858	24,066	24,333	23,874
기타투자자산	10,359	6,230	4,644	4,646	4,779
자산총계	89,356	79,159	76,101	75,130	74,302
유동부채	22,940	19,055	9,380	9,442	10,036
매입채무 및 기타채무	2,132	1,718	1,603	1,621	1,590
단기차입금	15,070	13,114	2,946	2,946	3,446
유동성장기부채	2,224	863	878	878	1,078
비유동부채	10,198	9,313	18,211	18,249	17,495
장기차입금	4,555	3,716	6,869	6,869	6,569
사채	0	0	3,989	3,989	3,989
부채총계	33,138	28,368	27,591	27,691	27,531
지배지분	54,609	49,795	47,739	46,919	46,545
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,974	39,000	39,011	39,011	39,011
이익잉여금	13,775	11,285	13,395	16,050	19,152
비지배지분	1,609	995	771	520	226
자본총계	56,218	50,790	48,510	47,439	46,772
순차입금	19,356	15,895	17,676	17,495	17,492
총차입금	25,774	21,019	19,111	19,118	19,119

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-9,531	-2,975	2,518	3,089	3,609
BPS	66,649	60,774	58,264	57,263	56,808
EBITDAPS	1,439	1,361	4,444	4,784	4,951
SPS	31,103	29,109	30,664	31,004	30,419
DPS	0	0	0	0	0
PER	-8.1	-18.1	19.8	16.1	13.8
PBR	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	70.3	54.1	16.0	14.8	14.2
PSR	2.5	1.9	1.6	1.6	1.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	6.6	-6.4	5.3	1.1	-1.9
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	18.0	4.9
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	22.7	16.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.5	9.9	10.6
지배순이익률 (%)	-30.6	-10.2	8.2	10.0	11.9
EBITDA 마진 (%)	4.6	4.7	14.5	15.4	16.3
ROIC	-2.7	-3.6	5.2	5.7	5.9
ROA	-8.4	-3.0	2.8	3.5	4.2
ROE	-14.6	-4.9	4.4	5.6	6.6
부채비율 (%)	58.9	55.9	56.9	58.4	58.9
순차입금/자기자본 (%)	35.4	31.9	37.0	37.3	37.6
영업이익/금융비용 (배)	-1.0	-0.5	2.0	2.5	3.2

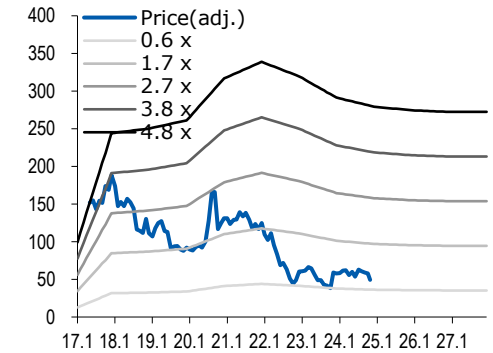
P/E band chart

(천원)



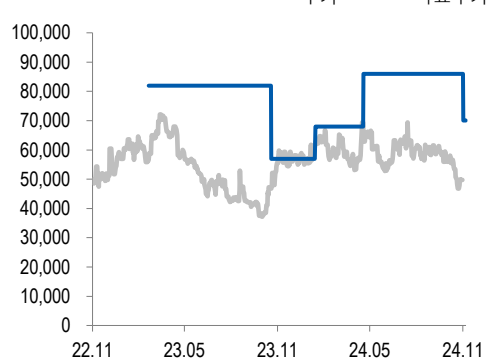
P/B band chart

(천원)



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-25	BUY	70,000	1년		
2024-05-13	BUY	86,000	1년	-31.73	-19.30
2024-02-08	BUY	68,000	1년	-11.93	2.06
2023-11-13	BUY	57,000	1년	-0.76	8.25
2023-03-16	BUY	82,000	1년	-36.52	-12.07

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.