



BUY (유지)

목표주가(12M) 52,000원
현재주가(5.08) 44,950원

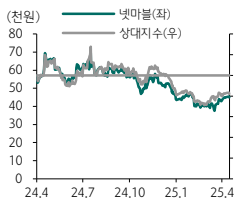
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,579.48
52주 최고/최저(원)	69,400/37,500
시가총액(십억원)	3,863.6
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	85,953.5
60일 평균 거래량(천주)	192.5
60일 평균 거래대금(십억원)	8.0
외국인지분율(%)	24.98
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,724.1	2,825.6
영업이익(십억원)	222.5	268.8
순이익(십억원)	161.4	220.2
EPS(원)	1,854	2,565
BPS(원)	65,911	69,073

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,707.7	2,714.8
영업이익	(68.5)	215.6	264.7	224.1
세전이익	(158.6)	76.3	294.2	272.7
순이익	(255.7)	25.6	232.1	214.0
EPS	(2,975)	298	2,700	2,489
증감률	적지	폭전	806.04	(7.81)
PER	(19.53)	173.49	16.65	18.06
PBR	0.93	0.76	0.64	0.62
EV/EBITDA	54.91	14.86	11.60	13.12
ROE	(4.90)	0.49	4.21	3.75
BPS	62,650	67,728	70,030	72,122
DPS	0	417	417	417



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 9일 | 기업분석_Earnings Review

넷마블 (251270)

첫 타석 안타

1Q25 Re: 컨센서스 상회

넷마블은 1분기 연결 기준 영업수익 6,239억원(+6.6%YoY, -3.9%QoQ), 영업이익 497억원(+1,243.2%YoY, +41.2%QoQ, OPM 8.0%)으로 컨센서스를 상회했다. 작년 2분기 출시한 [나 혼자만 레벨업: ARISE]이 제주도 레이드 업데이트와 애니메이션 2기 방영으로 반등했고, 3월 출시한 [RF 온라인 넥스트]가 기대 이상의 성과를 거둔 영향이다. [나 혼자만 레벨업: ARISE]는 2분기 1주년 업데이트 예정으로 좋은 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. [RF 온라인 넥스트]는 1분기 일매출 17억원 이상을 기록했다. 5월에도 구글 플레이 5위권 지속하고 있어 안정적인 실적 기대 가능하며 작년 출시한 MMORPG [레이븐2]와 같이 지역 확장 가능성도 있다고 판단한다. 1분기 영업비용은 5,742억원(-1.3%YoY, -6.5%QoQ)을 기록했다. 인력 감소로 인한 인건비 감소와 자체 IP 매출 증가로 인한 지급수수료를 감소가 주요했다.

연간 추정치 상향

넷마블은 2025년 영업수익 2조 7,077억원(+1.6%YoY), 영업이익 2,647억원(+22.8%YoY, OPM 9.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 1분기 [나 혼자만 레벨업: ARISE]의 실적 반등, [RF 온라인 넥스트]의 성공적인 출시에 따라 연간 추정치 상향했다. 2025년 다수의 신작 출시가 예정되어 있으며 특히 MMORPG 3종(RF 온라인 넥스트, 프로젝트 SOL, 뱀피르)의 성과가 중요하다. 첫 번째로 출시한 [RF 온라인 넥스트]가 높은 수준의 매출 유지하고 있어 긍정적이다. 5/15일자로 [세븐나이트 리버스]가 출시 예정이다. 기존 고정 팬덤이 높은 IP이기에 초기 높은 매출 기대 가능하다. 하반기 [뱀피르], [몬칼: STAR DIVE], [프로젝트 SOL], [일곱 개의 대죄: 오리진], [나 혼자만 레벨업: ARISE] 스팀 출시 예정이다. 개별 신작의 초기 성과와 기존 게임의 매출 안정화로 전년 대비 이익 성장을 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 52,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 52,000원을 유지한다. 다수의 신작 출시 이후 안정적인 이익 체력을 갖추기 위해서는 출시 분기 이후 꾸준한 매출 창출이 필요하다. 넷마블의 업사이드를 높이기 위해서는 1) 외부 IP 도입 게임의 PLC 확장, 2) 오리진 IP의 성공이 중요하다는 기존 의견 유지한다. 이번 [나 혼자만 레벨업: ARISE]의 반등이 2분기, 3분기 지속된다면 PLC 관리에 대한 긍정적인 평가 이뤄질 것이라 예상하며 [세븐나이트 리버스]가 기대 이상의 매출로 이어질 경우 오리진 IP 파워까지 재확인하면서 리레이팅 전망한다.

도표 1. 1Q25 Review

(단위: 십억원, %)

항목	1Q25P	1Q24	4Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	623.9	585.4	649.0	6.6	(3.9)	607.1	2.8
영업이익	49.7	3.7	35.2	1,243.2	41.2	30.5	63.0
당기순이익	80.2	(9.9)	(169.8)	(912.6)	(147.2)	28.6	180.3
영업이익률(%)	8.0	0.6	5.4			5.0	
당기순이익률(%)	12.8	(1.7)	(26.2)			4.7	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
영업수익	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	682.8	617.1	783.9	2,663.8	2,707.7
YoY(%)	(2.9)	29.6	2.7	(2.4)	6.6	(12.7)	(4.7)	20.8	6.5	1.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	619.6	573.4	675.9	2,448.2	2,443.0
YoY(%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.2)	(1.3)	(7.6)	(1.5)	10.1	(4.8)	(0.2)
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	180.9	177.3	176.9	720.0	707.2
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	237.2	214.4	263.6	946.9	934.3
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	125.0	112.9	144.0	470.3	496.2
기타(상각비 포함)	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	76.5	68.7	91.3	311.0	305.3
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	63.2	43.7	108.0	215.6	264.7
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	98.9	1,243.2	(43.1)	(33.3)	206.9	흑전	22.8
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	9.3	7.1	13.8	8.1	9.8
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	56.2	54.9	46.3	3.2	237.5
YoY(%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(65.4)	166.8	흑전	흑전	7,285.4
당기순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.8	8.2	8.9	5.9	0.1	8.8

자료: 하나증권

도표 3. 넷마블 신작 라인업

2025년 1분기 실적

게임 포트폴리오

지역별 / 장르별 매출 비중

주요 비음 구조

신작 라인업

분할/연결 재무제표

netmarble

신작라인업

25년 2분기에는 세븐나이츠 리버스 (5/15), 왕좌의 게임: 킹스로드 (5/21), 킹 오브 파이터 AFK를 출시할 예정이며, 하반기에는 일곱 개의 대죄: Origin 등을 포함한 5개의 신작을 선보일 계획

25년 2분기

세븐나이츠 리버스

왕좌의 게임: 킹스로드

킹 오브 파이터 AFK

25년 하반기

헬피르

몬걸: STAR DIVE

일곱 개의 대죄: Origin

프로젝트 SOL

나 혼자만 레벨업:ARISE

자료: 넷마블, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,707.7	2,714.8	2,770.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,707.7	2,714.8	2,770.2
판매비	2,570.5	2,448.2	2,443.0	2,490.7	2,591.2
영업이익	(68.5)	215.6	264.7	224.1	179.0
금융손익	(188.8)	(115.4)	(80.8)	(69.3)	(74.5)
중속/관계기업손익	112.8	108.7	130.4	156.5	164.4
기타영업외손익	(14.2)	(132.7)	(20.1)	(38.6)	(38.6)
세전이익	(158.6)	76.3	294.2	272.7	230.2
법인세	145.3	73.1	56.7	53.7	45.5
계속사업이익	(303.9)	3.2	237.5	219.0	184.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(303.9)	3.2	237.5	219.0	184.7
비지배주주지분 손이익	(48.2)	(22.4)	5.5	5.1	4.3
지배주주순이익	(255.7)	25.6	232.1	214.0	180.4
지배주주지분포괄이익	(542.0)	371.5	240.3	221.5	186.8
NOPAT	(131.2)	9.1	213.7	180.0	143.6
EBITDA	117.0	370.0	405.2	346.9	286.5
성장성(%)					
매출액증가율	(6.41)	6.46	1.65	0.26	2.04
NOPAT증가율	적지	흑전	2,248.35	(15.77)	(20.22)
EBITDA증가율	(5.42)	216.24	9.51	(14.39)	(17.41)
영업이익증가율	적지	흑전	22.77	(15.34)	(20.12)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	806.64	(7.80)	(15.70)
EPS증가율	적지	흑전	806.04	(7.81)	(15.67)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	4.68	13.89	14.96	12.78	10.34
영업이익률	(2.74)	8.09	9.78	8.25	6.46
계속사업이익률	(12.15)	0.12	8.77	8.07	6.67

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	2,700	2,489	2,099
BPS	62,650	67,728	70,030	72,122	73,824
CFPS	1,587	4,482	4,321	3,427	2,583
EBITDAPS	1,361	4,305	4,714	4,036	3,333
SPS	29,109	30,991	31,502	31,585	32,229
DPS	0	417	417	417	417
주가지표(배)					
PER	(19.53)	173.49	16.65	18.06	21.41
PBR	0.93	0.76	0.64	0.62	0.61
PCFR	36.61	11.54	10.40	13.12	17.40
EV/EBITDA	54.91	14.86	11.60	13.12	15.08
PSR	2.00	1.67	1.43	1.42	1.39
재무비율(%)					
ROE	(4.90)	0.49	4.21	3.75	3.08
ROA	(3.03)	0.32	2.81	2.55	2.11
ROIC	(3.62)	0.27	6.60	5.85	4.84
부채비율	55.85	49.38	46.94	44.25	43.29
순부채비율	26.16	18.18	13.59	10.58	6.38
이자보상배율(배)	(0.47)	2.01	2.97	2.79	2.22

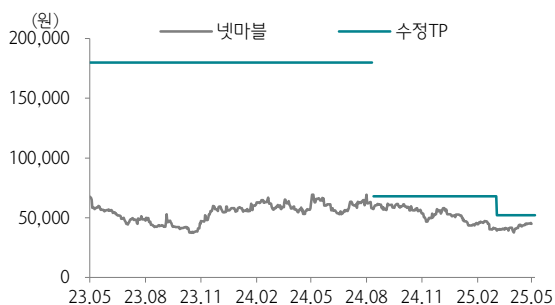
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	1,174.5	1,278.2	1,518.4
금융자산	512.4	697.7	721.2	872.5	1,108.9
현금성자산	430.3	577.9	579.4	744.3	979.6
매출채권	254.6	277.3	285.6	255.2	257.6
재고자산	2.7	2.1	2.6	2.3	2.3
기타유동자산	136.1	137.7	165.1	148.2	149.6
비유동자산	7,010.1	7,062.2	7,167.8	7,177.9	7,097.2
투자자산	3,008.8	2,928.1	3,174.2	3,307.0	3,333.8
금융자산	623.0	489.1	491.2	489.9	490.0
유형자산	344.4	339.8	295.0	258.5	228.6
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,149.5	3,063.2	2,985.6
기타비유동자산	428.1	549.1	549.1	549.2	549.2
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,342.3	8,456.1	8,615.6
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,449.1	1,415.7	1,421.7
금융부채	1,397.7	636.1	636.1	636.1	636.1
매입채무	32.2	27.9	33.6	39.0	39.3
기타유동부채	509.9	684.2	779.4	740.6	746.3
비유동부채	897.0	1,355.0	1,216.0	1,178.3	1,181.3
금융부채	443.3	1,056.6	856.6	856.6	856.6
기타비유동부채	453.7	298.4	359.4	321.7	324.7
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,665.0	2,594.0	2,603.0
지배주주지분	4,979.5	5,416.1	5,613.9	5,793.8	5,940.0
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
자본조정	370.1	430.2	430.2	430.2	430.2
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	776.9	776.9	776.9
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,343.4	1,523.2	1,669.4
비지배주주지분	99.5	57.8	63.3	68.3	72.6
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,677.2	5,862.1	6,012.6
순금융부채	1,328.6	995.0	771.5	620.1	383.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(98.1)	287.7	380.9	131.2	140.2
당기순이익	(303.9)	3.2	237.5	219.0	184.7
조정	326.8	319.3	15.2	(28.6)	(51.7)
감가상각비	185.4	154.4	140.5	122.8	107.5
외환거래손익	35.7	4.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(423.1)	(243.5)	(130.4)	(156.5)	(164.4)
기타	528.8	403.6	5.1	5.1	5.2
영업활동 자산부채변동	(121.0)	(34.8)	128.2	(59.2)	7.2
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	(142.6)	32.2	131.3
투자자산감소(증가)	802.8	189.4	(115.6)	23.7	137.5
자본증가(감소)	(36.2)	(16.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(301.0)	(135.8)	(27.0)	8.5	(6.2)
재무활동 현금흐름	(688.6)	(220.7)	(234.2)	(34.2)	(34.2)
금융부채증가(감소)	(736.4)	(148.4)	(200.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(847.5)	4.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	895.3	(77.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.1)	(34.2)	(34.2)	(34.2)
현금의 증감	(321.1)	147.5	214.1	164.9	235.3
Unlevered CFO	136.4	385.2	371.4	294.6	222.0
Free Cash Flow	(134.3)	270.4	380.9	131.2	140.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.12	BUY	52,000		
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%

담당자 변경

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 5월 9일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 08일