



넷마블 (251270)

상반기 연이은 서프라이즈

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Hold (유지)

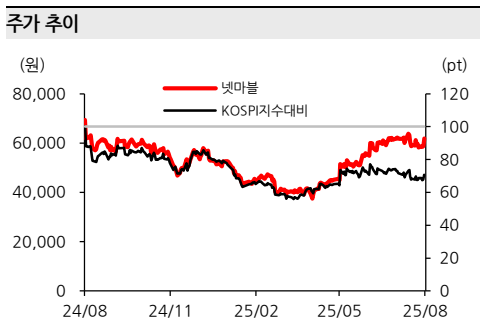
목표주가(상향): 71,000원

현재 주가(8/7)	61,900 원
상승여력	▲14.7%
시가총액	53,205 억원
발행주식수	85,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	69,400 / 37,500 원
90 일 일평균 거래대금	160.44 억원
외국인 지분율	27.4%
주주 구성	
방준혁 (외 1 인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.3	35.9	39.1	-5.5
상대수익률(KOSPI)	-5.2	10.5	11.1	-31.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,756	2,921
영업이익	-68	216	337	400
EBITDA	117	370	504	573
지배주주순이익	-256	26	297	305
EPS	-2,975	313	3,620	3,723
순차입금	1,401	1,009	864	441
PER	-19.5	165.2	17.1	16.6
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	54.7	14.7	12.3	10.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.9	0.5	5.5	5.6



동사의 2Q25 실적은 컨센서스를 크게 상회했습니다. 최근 동사의 신작 타율은 높아졌고, 이를 통한 실적 성장도 긍정적입니다. 목표주가를 71,000 원으로 상향하고 투자의견 Hold 를 유지합니다.

2Q25 실적은 영업이익 컨센서스 상회

동사의 2Q25 실적은 매출액 7,176억 원, 영업이익 1,011억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 크게 상회했다. MCoC를 포함한 기존 게임들의 매출이 견조했고, 신작 세븐나이츠리버스의 흥행으로 호실적을 기록했다. 지급수수료율은 QoQ 1.3%p 낮아졌는데, PC 비중이 높은 게임들의 매출 호조에 기인한다. 마케팅비도 신작 출시에도 불구하고 효율화 집행이 지속되면서 비율은 전분기와 유사한 수준에 그쳤다. 대부분의 비용 역시 전반적인 통제 기조가 유지된 것으로 본다.

상반기 확인된 체력, 상대적으로 풍부한 하반기 라인업

3분기 영업이익으로 722억 원을 추정한다. 세븐나이츠리버스를 포함한 주요 라인업들의 매출은 하반기에 하향 안정화가 불가피하다. 다만 지난해 하반기 나타난 실적과 주가의 하락 흐름과 다르다고 보는 이유는 추가 신작 라인업이 7종이 예정되어 있기 때문이다. 기존 라인업들의 실적 레벨은 일정 수준 정도에서만 지켜준다고 가정하면, 견조한 분기 이익 창출은 가능할 것으로 예상된다. 하반기는 기존작들의 권역 확장 및 다변화된 장르의 신작 출시를 앞두고 있다. 세븐나이츠와 RF온라인의 글로벌 출시가 예정되어 있고, 8/26 출시되는 뱀피르(MMORPG, 국내) 성과가 단기 주가 흐름의 관건이 될 것으로 예상된다. 기대작인 7대죄 오리진의 출시 일정 구체화는 또 한 번의 모멘텀이다.

목표주가 7만 1천 원으로 상향하고 투자의견 HOLD 유지

동사에 목표주가를 실적 추정치 상향으로 7만 1천 원으로 높여 제시한다. 26E 예상 EPS에 목표배수 19배를 적용했다. 최근 동사의 신작 타율은 높아졌고, 이를 통한 실적 성장도 긍정적이다. 다만 아직까지 모바일과 국내 시장에 집중되어 있는 성과로는 20배 이상을 줄 수 없다는 의견을 유지한다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	585	782	647	649	624	718	621	794	2,502	2,664	2,756	2,921
YoY (%)	(2.9)	29.6	2.6	(2.5)	6.6	(8.2)	(4.1)	22.4	(6.4)	6.5	3.5	6.0
국내	100	188	149	110	112	244	171	219	423	546	746	819
해외	486	594	498	539	512	474	450	576	2,079	2,117	2,011	2,102
영업비용	582	671	582	614	574	617	549	680	2,571	2,448	2,419	2,521
YoY (%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.1)	(1.3)	(8.1)	(5.7)	10.8	(7.6)	(4.8)	(1.2)	4.2
지급수수료	227	263	225	232	219	242	199	254	980	947	914	978
인건비	180	183	179	179	172	175	185	184	744	720	716	729
광고선전비	102	144	105	121	114	135	112	175	487	470	536	542
기타	34	42	36	45	37	34	25	32	174	157	127	131
감가상각비	39	40	37	38	32	30	28	36	185	154	126	141
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	72.2	114.2	(68.5)	215.6	337.2	400.1
YoY (%)	흑전	흑전	흑전	87.2	1,243.2	(9.1)	10.2	224.5	적지	흑전	56.4	18.7
영업이익률 (%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	11.6	14.4	(2.7)	8.1	12.2	13.7
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	160.2	93.0	(38.0)	(303.9)	3.2	301.2	305.0
YoY (%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(1.3)	351.3	적지	적지	흑전	9,266	1
순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	22.3	15.0	(4.8)	(12.1)	0.1	10.9	10.4

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,664	2,756	2,921
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,756	2,921
영업이익	-109	-68	216	337	400
EBITDA	124	117	370	504	573
순이자손익	-89	-117	-83	-57	-53
외화관련손익	-123	-34	-7	-2	0
지분법손익	79	423	244	170	170
세전계속사업손익	-941	-159	76	370	391
당기순이익	-886	-304	3	301	305
지배주주순이익	-819	-256	26	297	305
증가율(%)					
매출액	637.7	-6.4	6.5	3.5	6.0
영업이익	적전	적지	흑전	56.4	18.7
EBITDA	21.1	-5.5	216.4	36.1	13.8
순이익	적전	적지	흑전	9,266.3	1.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-4.1	-2.7	8.1	12.2	13.7
EBITDA 이익률	4.6	4.7	13.9	18.3	19.6
세전이익률	-35.2	-6.3	2.9	13.4	13.4
순이익률	-33.2	-12.1	0.1	10.9	10.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-408	-98	288	76	321
당기순이익	-886	-304	3	301	305
자산상각비	232	185	154	166	173
운전자본증감	-73	-121	-35	20	1
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-42	46
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	82	-53
투자현금흐름	-40	466	37	97	99
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-37	-42
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	1	-2
투자자산 감소(증가)	126	32	-37	25	-3
재무현금흐름	-549	-481	-221	-128	0
차입금의 증가(감소)	-443	-540	-203	-131	0
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	3	0
배당금의 지급	-52	-2	0	0	0
총현금흐름	201	136	385	56	320
(-)운전자본증감(감소)	331	16	-205	26	-1
(-)설비투자	39	36	17	37	42
(+)자산매각	-81	13	21	1	-2
Free Cash Flow	-250	97	593	-7	277
(-)기타투자	-212	-351	169	-154	-146
잉여현금	-38	449	424	148	423
NOPLAT	-79	-50	9	274	312
(+) Dep	232	185	154	166	173
(-)운전자본투자	331	16	-205	26	-1
(-)Capex	39	36	17	37	42
OpFCF	-216	84	351	378	444

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	997	906	1,115	1,201	1,582
현금성자산	578	499	684	704	1,127
매출채권	215	272	295	386	341
재고자산	3	3	2	3	2
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,795	6,690
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,473	3,497
유형자산	336	344	340	327	314
무형자산	3,596	3,229	3,245	2,995	2,880
자산총계	8,936	7,916	8,177	7,997	8,273
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,625	1,584
매입채무	213	265	344	446	393
유동성이자부채	1,783	1,456	636	873	873
비유동부채	1,020	897	1,355	992	1,003
비유동이자부채	795	443	1,057	696	696
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,617	2,588
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,408	1,713
자본조정	177	792	1,207	855	855
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,380	5,685

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-9,531	-2,975	313	3,620	3,723
BPS	63,533	57,933	63,011	61,974	65,523
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,343	1,587	4,482	648	3,720
ROA(%)	-8.4	-3.0	0.3	3.7	3.7
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	5.5	5.6
ROIC(%)	-2.0	-1.3	0.3	7.9	9.5
Multiples(x, %)					
PER	-6.3	-19.5	165.2	17.1	16.6
PBR	1.0	1.0	0.8	1.0	0.9
PSR	1.9	2.0	1.7	1.9	1.8
PCR	25.8	36.6	11.5	95.5	16.6
EV/EBITDA	58.1	54.7	14.7	12.3	10.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	58.9	55.9	49.4	48.6	45.5
Net debt/Equity	35.6	27.6	18.4	16.1	7.8
Net debt/EBITDA	1,616.3	1,197.9	272.7	171.6	77.0
유동비율	43.5	46.7	82.7	73.9	99.9
이자보상배율(배)	n/a	n/a	2.0	3.9	4.6
자산구조(%)					
투하자본	47.1	47.0	46.1	44.5	41.2
현금+투자자산	52.9	53.0	53.9	55.5	58.8
자본구조(%)					
차입금	31.4	27.2	23.6	22.6	21.6
자기자본	68.6	72.8	76.4	77.4	78.4

[Compliance Notice]

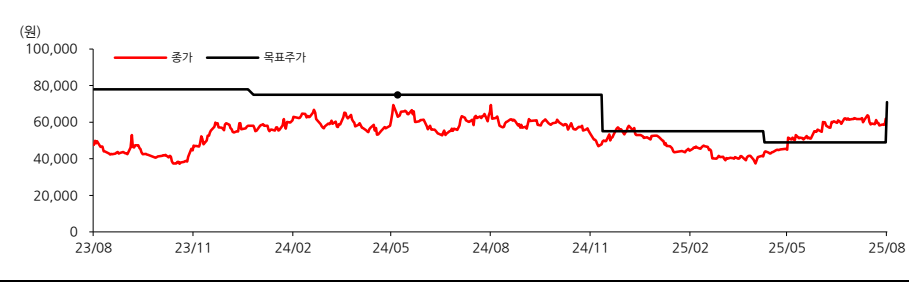
(공표일: 2025년 8월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.10	2024.09.03	2024.10.11	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2024.11.19	2025.01.13	2025.04.17	2025.08.08		
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold		
목표가격	55,000	55,000	49,000	71,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	75,000	-21.18	-7.47
2024.11.19	Hold	55,000	-14.75	5.45
2025.04.17	Hold	49,000	12.79	30.20
2025.08.08	Hold	71,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%