Results Comment

넷마블 (251270)

1분기에 이어 2분기도 서프라이즈

- 2Q 기존작 매출 견조+신작흥행+비용통제+하이브 주가 상승으로 서프 기록
- 신작 추정치 상향하며, '25년 영업이익 추정치 18% 상향 → TP 9.5% 상향
- 하반기 다수 기대작 출시 예정, 밸류 매력도 역시 높아진 상황. 매수 추천

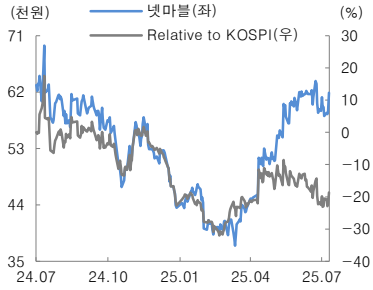
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	81,000 상향
현재주가 (25.08.07)	61,900
	디지털컨텐츠업종

KOSPI	3227.68
시가총액	5,321십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	69,400원 / 37,500원
120일 평균거래대금	125억원
외국인지분율	27.44%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	35.9	39.1	-5.5
상대수익률	-4.9	8.4	8.7	-24.8



투자의견 매수 유지, 목표주가 81,000원으로 9.5% 상향

12MF EPS 3,578원에 Target PER 23배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 10% 할증 적용. 하반기 다수의 신작 출시 예정으로, 신작 기대감이 멀티플 할증 요인

TP 상향: 목표주가 산출 방법을 SOTP에서 PER 밸류에이션 방식으로 변경. 2024년 완연한 턴어라운드 이후 안정적인 이익이 발생함에 따라 과거 자산가치 중심의 평가보다 이익 기반 산정 방식이 적절하다고 판단. 또한 하반기 신작들의 추정치 상향 조정하며, 2025년 영업이익 추정치 기존대비 18% 상향

완벽한 2분기. 기존작 매출 견조+신작흥행+비용통제+하이브 주가 상승

2Q25 매출액 7,176억원(YoY -8.2%, QoQ 15.0%), 영업이익 1,011억원(YoY -9.1%, QoQ 103.4%) 기록. 영업이익은 컨센을 큰 폭으로 상회하는 실적 기록

MCoC, 나혼렙, RF온라인 넥스트 등 주요 게임들의 견조한 매출 흐름과 더불어 2분기 신작 세븐나이츠리버스의 흥행으로 호실적 기록. 2분기 매출 흐름이 좋았던 게임들 대부분 PC 비중이 높아 지급수수료율은 QoQ 1.3%p 감소했으며, 신작 출시에도 불구하고, 마케팅 효율화 역시 지속되면서 수익성 개선. 이외 영업비용 특이사항 없음. 영업외의 경우, PRS로 계약한 하이브 지분과 관련하여, 2분기 하이브 주가 상승으로 순이익 또한 개선. 이는 동사 부채 관련 연간 이자 비용 부담을 상쇄하는 수준

경쟁사와 비교하여 하반기 기대작 다수 보유

신작 세븐나이츠리버스를 포함하여, 2분기 매출 흐름이 좋았던 게임들의 3분기 매출은 점차 하향 안정화되고 있는 것으로 파악. 단, 지금은 하반기 신작들의 흥행을 기대해볼 만한 시점으로 판단. 동사는 하반기에 7종의 신작을 출시할 예정이며, 이 중 뱀피르(8/26, MMORPG), 몬길스타다이브(액션RPG), 나혼자만레벨업의 스팀 출시 등을 기대. 동사는 2Q24부터 매분기 신작을 출시하였으며, 총 8종의 신작 중 4종이 기대 이상의 흥행 성과를 기록. 높아진 신작 hit-ratio를 통해 하반기 신작 기대감이 주가에 지속 반영될 수 있을 것으로 판단

넷마블은 2024년까지 스핀엑스 인수(2021년)에 따른 부채 부담과 함께 코로나 이후 신작들의 연이은 흥행 실패로 인한 영업 실적 악화로 밸류에이션 부담이 지속되어왔음. 그러나 현재는 신작 흥행, 비용 효율화, 자산 유동화 등을 통해 영업 이익과 순이익 모두 개선된 상황으로 밸류에이션 매력 또한 높아진 것으로 판단. 당사 추정치 기준 현 주가는 12MF PER 17배 수준. 2025년 영업이익 3,774억원(YoY 75.0%), 지배지분순이익 4,102억원(YoY 1,500%) 전망. 올해 상반기 연이은 서프를 기록했던 것과 마찬가지로 하반기에도 신작들의 기대 이상의 흥행 실적이 확인된다면, 동사의 실적 추정치 재상향 예정. 밸류에이션 부담도 없는 상황이기 때문에 신작 모멘텀을 기대하며 매수 추천

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25					3Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	782	624	698	718	-8.2	15.0	718	713	10.2	-0.6
영업이익	111	50	84	101	-9.1	103.4	81	91	39.1	-9.9
순이익	169	66	84	107	-37.1	62.4	72	99	339.6	-7.5

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,913	2,927	2,992
영업이익	-68	216	377	375	429
세전순이익	-159	76	508	368	421
총당기순이익	-304	3	414	290	333
지배지분순이익	-256	26	410	291	333
EPS	-2,975	298	4,771	3,381	3,875
PER	NA	173.3	13.0	18.3	16.0
BPS	57,933	63,011	74,969	91,901	121,031
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.5
ROE	-4.9	0.5	6.9	4.1	3.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,798	2,735	2,913	2,927	4.1	7.0
판매비와 관리비	2,477	2,440	2,536	2,551	2.3	4.6
영업이익	320	295	377	375	17.9	27.3
영업이익률	11.4	10.8	13.0	12.8	1.5	2.0
영업외손익	105	40	131	-8	24.8	적자조정
세전순이익	425	335	508	368	19.6	9.7
지배지분순이익	310	240	410	291	32.3	21.0
순이익률	11.8	9.3	14.2	9.9	2.5	0.6
EPS(지배지분순이익)	3,606	2,793	4,771	3,381	32.3	21.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	306.8	
Target PER(x)	22.8x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균대비 10% 할증 적용
목표 시총(십억원)	6,984.9	
주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	81,264	
목표 주가(원)	81,000	반올림 적용
현재 주가(원)	61,900	
상승 여력	30.9%	

자료: 대신증권 Research Center

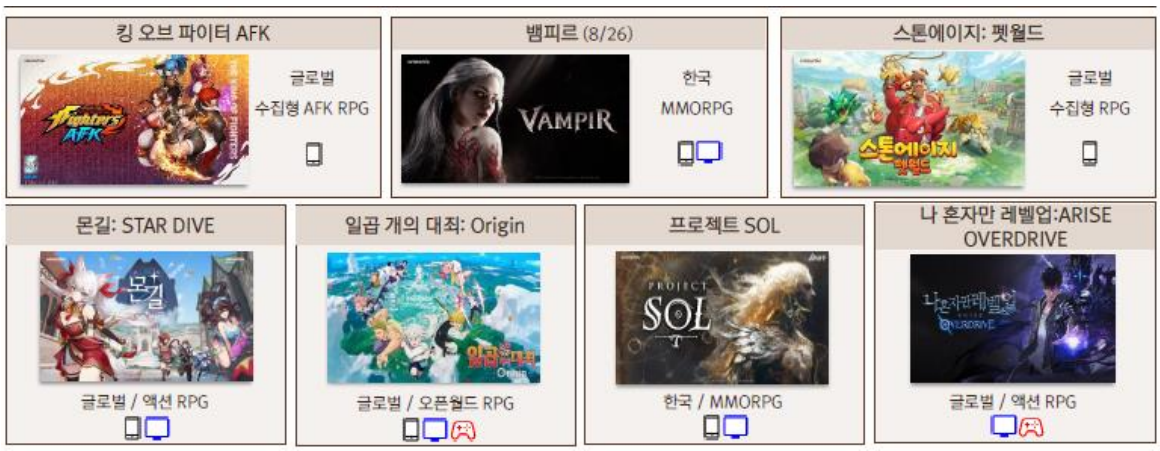
표 1. 넷마블 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	713.4	858.1	2,663.8	2,913.0	2,926.6
제2의 나라	17.6	16.2	14.3	13.8	12.4	11.7	11.1	10.8	61.8	45.9	40.5
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	52.2	85.1	253.4	258.1	258.8
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	28.7	31.6	25.3	130.6	116.7	93.7
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	71.9	70.2	67.4
해리포터 호그와트 미스터리	23.4	18.6	18.2	19.5	18.7	18.6	18.5	18.2	79.7	73.9	69.0
블소레	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	57.7	48.8	40.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	140.6	137.8	604.2	571.7	537.7
나혼렙		156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	27.6	55.1	279.5	175.6	145.1
레이븐2		31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	28.7	27.3	102.6	115.9	95.4
일곱개의 대죄 오리진								70.0		70.0	66.5
RF 온라인넥스트					18.7	64.6	36.2	40.2		159.7	70.5
세븐나이츠리버스						93.3	56.0	84.9		234.2	176.1
뱀피르							50.0	36.4		86.4	57.8
몬길스타다이브							25.0	18.0		43.0	21.3
중국 로열티	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	68.3	60.4	39.0
기타(기타 게임 및 신작 포함)	241.8	257.7	224.1	230.6	207.6	174.6	192.7	207.6	954.2	782.4	1,147.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	622.4	722.6	2,448.2	2,535.6	2,551.3
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	176.6	178.4	720.0	702.1	702.7
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	246.6	312.2	946.9	1,020.3	1,071.8
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	136.8	170.9	470.3	557.3	538.9
감가비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	28.2	26.5	154.4	116.6	103.5
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	34.1	34.5	156.6	139.3	134.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	91.1	135.5	215.6	377.4	375.3
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	12.8%	15.8%	8.1%	13.0%	12.8%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	160.3	69.7	104.6	25.6	410.2	290.6
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	9.8%	12.2%	1.0%	14.1%	9.9%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2025년 하반기 신작 라인업



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

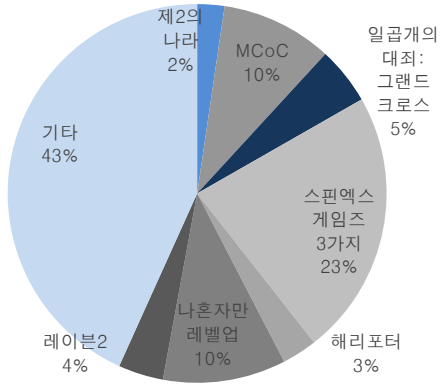
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 22%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

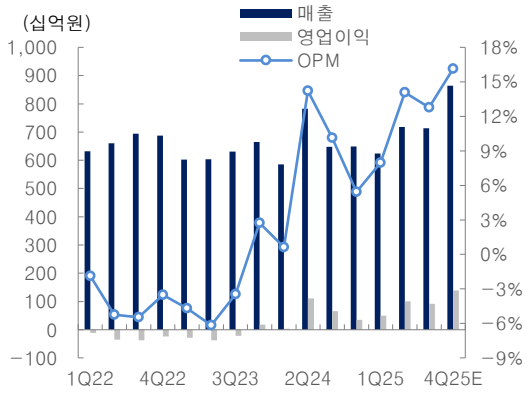
게임별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

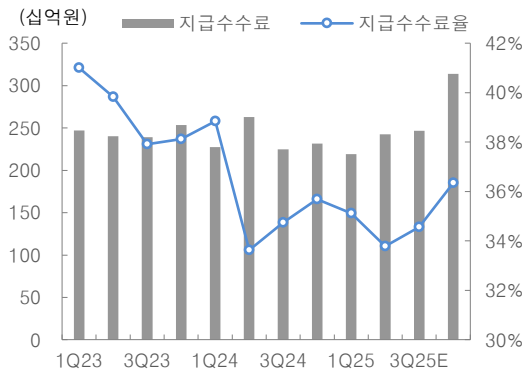
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



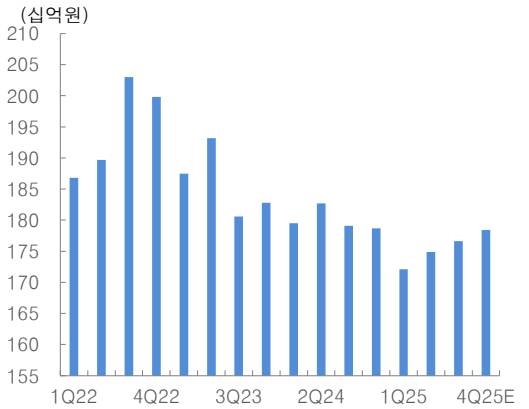
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



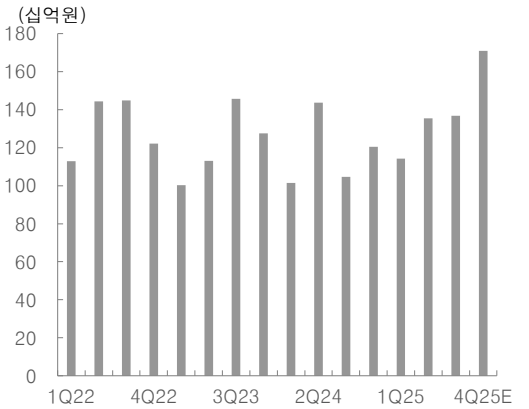
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,913	2,927	2,992
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,913	2,927	2,992
판매비와관리비	2,571	2,448	2,536	2,551	2,563
영업이익	-68	216	377	375	429
영업이익률	-2.7	8.1	13.0	12.8	14.3
EBITDA	117	370	509	493	535
영업외손익	-90	-139	131	-8	-8
관계기업손익	113	109	89	59	59
금융수익	73	77	192	77	77
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-262	-192	-145	-149	-149
외환관련손실	71	54	28	28	28
기타	-14	-133	-5	6	6
법인세비용차감전순손익	-159	76	508	368	421
법인세비용	-145	-73	-93	-77	-88
계속사업순손익	-304	3	414	290	333
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	414	290	333
당기순이익률	-12.1	0.1	14.2	9.9	11.1
비지배지분순이익	-48	-22	4	0	0
지배지분순이익	-256	26	410	291	333
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	35	35	36	36
포괄순이익	-590	352	767	646	692
비지배지분포괄이익	-48	-20	8	0	0
지배지분포괄이익	-542	371	758	646	692

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,480	2,299	4,161
현금및현금성자산	430	578	859	1,586	3,303
매출채권 및 기타채권	272	295	321	322	329
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,831	6,588	6,362
유형자산	344	340	313	292	275
관계기업투자금	2,386	2,439	2,299	2,129	1,959
기타비유동자산	4,280	4,283	4,220	4,168	4,128
자산총계	7,916	8,177	8,312	8,887	10,523
유동부채	1,940	1,348	444	-451	-1,346
매입채무 및 기타채무	265	344	347	347	348
차입금	1,311	505	-391	-1,286	-2,181
유동성채무	86	131	120	120	120
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	372	997	997	997	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	525	358	358	358	358
부채총계	2,837	2,703	1,799	904	9
지배지분	4,980	5,416	6,444	7,899	10,403
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,521	1,778	2,077
기타자본변동	792	1,207	1,859	3,058	5,263
비지배지분	100	58	69	84	111
자본총계	5,079	5,474	6,513	7,984	10,514
순차입금	1,329	995	-251	-1,964	-4,715

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,771	3,381	3,875
PER	NA	173.3	9.4	13.3	11.6
BPS	57,933	63,011	74,969	91,901	121,031
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.5
EBITDAPS	1,361	4,305	5,916	5,737	6,228
EV/EBITDA	54.9	14.9	10.1	7.0	1.3
SPS	29,109	30,991	33,890	34,049	34,809
PSR	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
CFPS	1,587	4,482	8,782	7,341	7,832
DPS	0	417	417	417	417

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	625	540	566
당기순이익	-304	3	414	290	333
비현금항목의 가감	440	382	340	341	340
감가상각비	185	154	131	118	106
외환손익	36	5	2	2	2
지분법평가손익	-113	-109	-89	-59	-59
기타	332	332	296	279	291
자산부채의 증감	-121	-35	-42	-20	-25
기타현금흐름	-113	-63	-87	-71	-82
투자활동 현금흐름	466	37	2	-1	-51
투자자산	544	179	142	172	171
유형자산	-36	-17	-17	-17	-17
기타	-43	-125	-123	-155	-205
재무활동 현금흐름	-481	-221	-983	-972	-972
단기차입금	-298	-895	-895	-895	-895
사채	-160	399	0	0	0
장기차입금	-16	314	0	0	0
유상증자	3	5	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-8	-43	-54	-43	-43
현금의 증감	-73	148	281	727	1,716
기초 현금	503	430	578	859	1,586
기말 현금	430	578	859	1,586	3,303
NOPLAT	-131	9	308	296	339
FCF	31	167	422	397	428

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	9.4	0.5	2.2
영업이익 증가율	적지	흑전	75.0	-0.6	14.3
순이익 증가율	적지	흑전	12,787.4	-29.9	14.6
수익성					
ROIC	-3.5	0.3	8.7	8.6	10.1
ROA	-0.8	2.7	4.6	4.4	4.4
ROE	-4.9	0.5	6.9	4.1	3.6
안정성					
부채비율	55.9	49.4	27.6	11.3	0.1
순차입금비율	26.2	18.2	-3.9	-24.6	-44.8
이자보상배율	-0.5	2.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

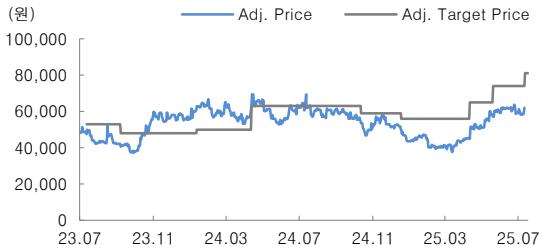
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.08	25.06.16	25.05.31	25.05.08	25.01.14	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform
목표주가	81,000	74,000	65,000	65,000	56,000	59,000
괴리율(평균%)		(18.06)	(17.80)	(21.10)	(23.04)	(10.80)
괴리율(최대/최소%)		(13.78)	(7.54)	(18.46)	(13.13)	(1.69)
제시일자	24.11.08	24.09.24	24.08.08	24.07.18	24.05.09	24.02.08
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	59,000	63,000	63,000	63,000	63,000	50,000
괴리율(평균%)	(16.71)	(5.19)	(3.47)	(0.88)	(5.42)	19.28
괴리율(최대/최소%)	(14.24)	10.16	(10.48)	3.97	10.16	6.20
제시일자	23.12.25	23.12.02	23.11.10	23.10.04	23.08.08	
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	
목표주가	48,000	48,000	48,000	48,000	53,000	
괴리율(평균%)	19.96	15.05	11.68	(15.16)	(15.59)	
괴리율(최대/최소%)	14.58	(2.60)	24.58	(1.67)	(0.19)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균%)						
괴리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250805)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상