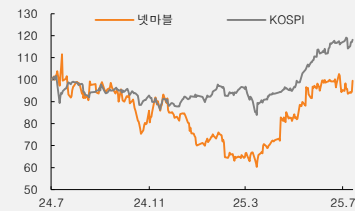


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 85,000원
현재주가(25/8/7)	61,900원
상승여력	37.3%

영업이익(25F, 십억원)	304
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	302
EPS 성장률(25F, %)	1,327.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.0
P/E(25F, x)	14.5
MKT P/E(25F, x)	11.8
KOSPI	3,227.68
시가총액(십억원)	5,321
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	27.4
벤투(12M) 일간수익률	1.10
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.3	39.1	-5.5
상대주가	-4.9	8.7	-24.8



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

하반기에도 이어질 실적 모멘텀

2Q25 Review: 영업이익 컨센서스 상회

매출액 7,180억원(-8% YoY), 영업이익 1,010억원(-9% YoY)으로 컨센서스(매출액 7,180억원, 영업이익 810억원)를 상회했다. 기존작 매출 감소에도 불구하고 RF온라인 온기 반영과 세븐나이츠 리버스 출시 효과로 매출액이 QoQ 15% 증가했다. 세븐나이츠 리버스는 2분기 일평균 20억원의 매출액을 올린 것으로 추정된다.

지난 분기에 이어 2분기에도 비용 효율화가 큰 폭의 이익 서프라이즈를 견인했다. 자체 IP 매출 비중이 상승하면서 지급수수료 부담이 지속적으로 감소하고 있다. 2분기 매출액 대비 지급수수료 비중은 33.8%까지 급감(1Q: 35.1%)했다.

기존작 지역 확장에 더해지는 7종 신작 출시

동사는 상반기 성공적인 국내 성과를 거둔 신작들에 대한 권역 확장을 앞두고 있다. 3분기 세븐나이츠 리버스(5월 국내 출시), 4분기 RF온라인(3월 국내 출시)을 글로벌 출시할 예정이다. 세븐나이츠와 RF온라인 모두 글로벌에서 인지도를 갖춘 IP이기에 유의미한 성과를 기대해 볼 만하다.

하반기 기존작 지역 확장 외에도 7종의 다변화된 장르의 신작 출시를 앞두고 있다. 8/26일 뱀피르(MMORPG, 국내)가 출시될 예정이다. 문길: 스타다이크(액션 RPG, 글로벌), 7대죄 오리진(오픈월드 RPG, 글로벌), 프로젝트 SOL(MMORPG, 국내), 나 혼자만 레벨업(PC/콘솔, 글로벌) 등이 출격 대기 중이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 85,000원으로 상향

1) 기존작 권역 확장과 비용 효율화를 반영한 실적 조정과 2) 밸류에이션 기준연도 변경(25년→26년)으로 목표주가를 기존 75,000원에서 85,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 13% 상향하며 하반기 게임주 Top Pick 의견을 유지한다. 26F 15배 수준으로 밸류에이션 부담이 높지 않다.

게임사 전반이 기존작 하향 안정화와 낮아진 신작 Hit ratio로 인해 부진한 실적을 겪는 가운데 동사는 돋보이는 이익 성장을 이어갈 전망이다. 자체 결제가 가능한 신작 비중이 높아짐에 따라 지급수수료율도 지속적으로 감소할 전망이다. 기대작인 7대죄 오리진의 출시 일정 구체화와 함께 신작 모멘텀도 본격화될 것이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,654	2,788	2,939
영업이익 (십억원)	-68	216	304	400	496
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	11.5	14.3	16.9
순이익 (십억원)	-256	26	366	348	424
EPS (원)	-2,975	298	4,257	4,048	4,937
ROE (%)	-4.9	0.5	6.6	5.9	6.8
P/E (배)	-	173.3	14.5	15.3	12.5
P/B (배)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	718	638	675	2,502	2,664	2,654	2,788
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	-1.4%	3.9%	-6.4%	6.5%	-0.4%	5.0%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	65	54	89	269	253	264	274
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	50	50	237	217	200	206
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	50	50	206	197	200	197
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	43	45	45	206	190	183	175
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	43	26	30	-	280	149	106
세븐나이트 리버스	-	-	-	-	-	93	72	50	-	-	216	104
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	29	28	27	150	131	115	100
레이븐2	-	31	39	32	31	29	23	22	-	103	105	77
RF온라인	-	-	-	-	19	65	39	47	-	-	169	101
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	10	10	87	58	42	35
제2의나라	18	14	10	9	7	6	6	6	93	51	26	22
기타	299	314	281	292	270	234	234	249	1,254	1,185	986	1,391
영업비용	582	671	582	614	574	617	568	592	2,571	2,448	2,351	2,388
지급수수료	227	263	225	232	219	242	214	225	980	947	900	913
인건비	180	183	179	179	172	175	176	177	745	720	699	715
마케팅비	102	144	105	121	114	135	118	131	487	470	499	523
기타	73	82	73	83	69	64	60	60	460	311	252	236
영업이익	4	111	66	35	50	101	70	83	-68	216	304	400
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1247.2%	-9.1%	7.6%	134.2%	적지	흑전	40.9%	31.8%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.0%	12.2%	-2.7%	8.1%	11.4%	14.4%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	160	60	70	-256	26	366	348
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	9.5%	10.3%	-10.2%	1.0%	13.8%	12.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,656	2,742	2,654	2,788	0%	2%	2,830	2,956	-6%	-6%	지급수수료, 기타 비용 하향
영업이익	284	316	304	400	7%	27%	302	332	1%	21%	
지배주주순이익	307	316	366	348	19%	10%	249	267	47%	30%	
영업이익률	10.7%	11.5%	11.4%	14.4%	-	-	10.7%	11.2%	-	-	
순이익률	11.6%	11.5%	13.8%	12.5%	-	-	8.8%	9.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	718	694	3%	718	0%
영업이익	101	83	21%	81	25%
지배주주순이익	160	81	98%	72	122%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	348	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	7,306	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	85,000	
현재주가 (원)	61,900	
상승여력	37.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 하반기 신작 라인업

25년 하반기			
킹 오브 파이터 AFK  글로벌 수집형 AFK RPG 	뱀피르 (8/26)  한국 MMORPG 	스톤에이지: 핏월드  글로벌 수집형 RPG 	
몬걸: STAR DIVE  글로벌 / 액션 RPG  	일곱 개의 대죄: Origin  글로벌 / 오픈월드 RPG   	프로젝트 SOL  한국 / MMORPG  	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE  글로벌 / 액션 RPG  

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,654	2,788	2,939
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,654	2,788	2,939
판매비와관리비	2,448	2,351	2,388	2,443
조정영업이익	216	304	400	496
영업이익	216	304	400	496
비영업손익	-140	157	64	70
금융손익	-89	-65	-42	-31
관계기업등 투자손익	109	216	100	94
세전계속사업손익	76	461	464	566
계속사업법인세비용	73	90	116	141
계속사업이익	3	370	348	424
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	370	348	424
지배주주	26	366	348	424
비지배주주	-22	4	0	0
총포괄이익	352	370	348	424
지배주주	371	391	367	448
비지배주주	-20	-21	-19	-24
EBITDA	370	433	522	611
FCF	270	292	419	484
EBITDA 마진율 (%)	13.9	16.3	18.7	20.8
영업이익률 (%)	8.1	11.5	14.3	16.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	13.8	12.5	14.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,422	1,774	2,186
현금 및 현금성자산	578	664	1,007	1,411
매출채권 및 기타채권	294	295	299	303
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	461	466	470
비유동자산	7,062	6,753	6,727	6,717
관계기업투자등	2,439	2,512	2,537	2,563
유형자산	340	439	428	422
무형자산	3,245	2,862	2,822	2,793
자산총계	8,177	8,175	8,501	8,903
유동부채	1,348	1,617	1,626	1,635
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	727	727	727
기타유동부채	582	767	775	783
비유동부채	1,355	748	751	754
장기금융부채	1,057	447	447	447
기타비유동부채	298	301	304	307
부채총계	2,703	2,365	2,377	2,389
지배주주지분	5,416	5,748	6,062	6,452
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,477	1,791	2,181
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,810	6,124	6,514

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	460	474	544
당기순이익	3	370	348	424
비현금수익비용가감	382	249	244	252
유형자산감가상각비	53	69	66	65
무형자산상각비	101	61	55	50
기타	228	119	123	137
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	-40	5	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-3	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-8	0	0
법인세납부	-29	-90	-116	-141
투자활동으로 인한 현금흐름	37	213	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-168	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	322	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	60	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-553	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-519	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	86	344	404
기초현금	430	578	664	1,007
기말현금	578	664	1,007	1,411

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

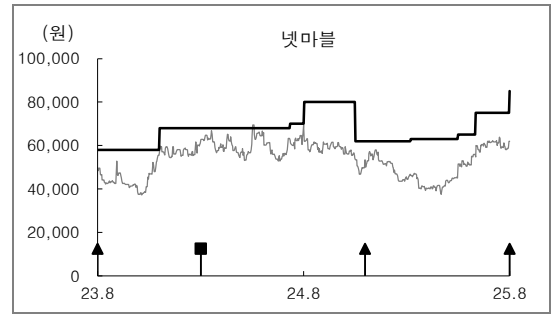
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	14.5	15.3	12.5
P/CF (x)	11.5	8.6	9.0	7.9
P/B (x)	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	14.9	13.3	10.4	8.2
EPS (원)	298	4,257	4,048	4,937
CFPS (원)	4,482	7,206	6,888	7,867
BPS (원)	67,728	71,587	75,238	79,777
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	9.2	9.8	8.1
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	-0.4	5.0	5.4
EBITDA증가율 (%)	216.4	17.1	20.4	17.1
조정영업이익증가율 (%)	흑전	40.9	31.8	23.9
EPS증가율 (%)	흑전	1,327.0	-4.9	22.0
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.5	9.9	10.3
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,246.5	1,296.3	1,353.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	4.5	4.2	4.9
ROE (%)	0.5	6.6	5.9	6.8
ROIC (%)	0.3	7.5	9.7	12.1
부채비율 (%)	49.4	40.7	38.8	36.7
유동비율 (%)	82.7	87.9	109.1	133.7
순차입금/자기자본 (%)	18.4	6.7	0.7	-5.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	3.5	5.6	7.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.08.08	매수	85,000	-	-
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.