

인터넷/게임

넷마블 251270

지속 성장에 대한 시야 형성이 모멘텀이 될 것

Aug 08 2025

BUY

유지

2Q25 Review: 영업이익 컨센서스 상회

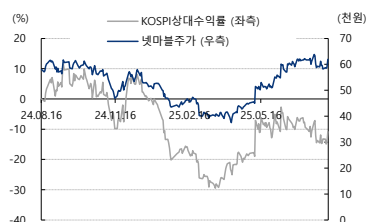
TP 78,000 원

유지

Company Data

현재가(08/07)	61,900 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,400 원
52 주 최저가(보통주)	37,500 원
KOSPI (08/07)	3,227.68p
KOSDAQ (08/07)	805.81p
자본금	86 억원
시가총액	53,205 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	36.7 만주
평균거래대금(60 일)	221 억원
외국인지분(보통주)	27.36%
주요주주	
방준혁 외 12 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT PTE	17.52%

Price & Relative Performance



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

넷마블 2Q25 매출은 7,176억원(YoY -8.2%, QoQ +15.0%), 영업이익은 1,011억원(OPM 14.1%)으로 시장 예상치(매출 7,184억원, 이익 812억원) 상회. 매출은 '나 혼자만 레벨업: ARISE', '레이븐2', 'RF 온라인 넥스트', 소셜카지노 라인업, MCoC 등 매출이 견조하게 유지되는 가운데 2분기 출시된 '세븐나이즈 리버스'의 대규모 흥행으로 QoQ +15.0%, 전년 동기비로는 신작 흥행에도 2Q24 1,564억원의 매출 기여를 했던 '나 혼자만 레벨업: ARISE'의 매출 YoY 하향 안정화 영향으로 YoY -8.2% 기록.

영업비용 중 인건비는 보수적인 채용 기조 유지로 1,749억원(YoY -4.3%, QoQ +1.6%), 마케팅비는 '왕좌의 게임: 킹스로드', '세븐나이즈: 리버스' 출시에도 효율적 마케팅 진행으로 1,354억원(YoY -5.8%, 매출 대비 18.9%) 집행. 지급수수료는 2,424억원(YoY -7.8%, QoQ +10.6%)으로 매출 대비 33.8% 기록. 해당 비율은 'RF 온라인 넥스트', '세븐나이즈 리버스' 흥행에 따른 자체 IP 기반 게임 매출 비중 증가 영향으로 QoQ -1.3%p 절감.

투자의견 Buy & 목표주가 78,000원 유지

투자의견 Buy, TP는 78,000원 유지. 비용(인건비 및 마케팅비) 통제 기조 하에서 분기별 신작들의 초기 성과가 시장 기대치를 초과하였으며, 다소 하향 추이를 보이고 있지만 해당 작품들의 이익 기여는 하반기까지 이어질 것으로 예상. 3분기에는 신작 MMORPG '뱀피르'(8월 26일 출시 예정) 출시와 '세븐나이즈 리버스'(턴제 RPG)의 글로벌 권역 확장을 통해 견조한 이익 추이를 보일 것으로 전망. 4분기는 IP와 장르를 고려시 흥행 가능성이 높다고 판단되는 '일곱개의 대죄: Origin'과 '몬길: Star Dive'가 출시 예정이며, 'RF 온라인 넥스트'의 권역 확장이 이루어질 예정.

2026년에도 다수의 신작 및 기존작 권역 확장이 예정된 것으로 파악되어 2H25 출시작의 출시 시점 확정과 2026년 신작 라인업 구체화시 이익의 지속 성장에 대한 기대감이 형성될 것으로 전망하며, 2024년 대비 영업외비용 부담이 경감되어 밸류에이션 부담이 덜어진 점도 긍정적으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,853	3,076	3,304
YoY(%)	-6.4	6.5	7.1	7.8	7.4
영업이익(십억원)	-68	216	358	444	543
OP 마진(%)	-2.7	8.1	12.5	14.4	16.4
순이익(십억원)	-304	3	406	465	544
EPS(원)	-2,975	298	4,519	5,172	6,050
YoY(%)	적지	흑전	1,414.9	14.5	17.0
PER(배)	-19.5	173.3	13.7	12.0	10.2
PCR(배)	27.1	10.9	4.5	4.2	3.9
PBR(배)	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	11.9	9.3	7.0
ROE(%)	-4.9	0.5	6.9	7.4	8.1



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

[도표 103] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E								
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	681.0	830.5	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,852.9								
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.6%	-2.5%	6.6%	-8.2%	5.2%	28.0%	6.6%	-6.4%	6.5%	7.1%								
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	51.9	67.6	288.6	269.6	253.4	240.2								
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	142.6	147.9	642.2	649.0	604.2	583.8								
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	28.7	24.9	28.4	180.2	149.8	130.6	113.1								
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	39.2	35.3	-	-	279.5	167.4								
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	25.9	25.4	-	-	102.6	111.3								
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	18.7	64.6	32.6	28.9	-	-	-	144.8								
세븐나이즈 리버스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	93.3	55.2	47.2	-	-	-	195.6								
뱀피르	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39.6	50.6	-	-	-	90.2								
킹 오브 파이터 AFK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0	19.3	-	-	-	31.3								
스톤에이지: 팻월드	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16.5	13.8	-	-	-	30.3								
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	72.0	-	-	-	72.0								
몬걸: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	36.0	-	-	-	36.0								
나혼렘 ARISE OVERDRIVE (Steam)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	-	15.0								
프로젝트 SOL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.5	-	-	-	10.5								
기타	337.5	331.8	378.4	386.0	333.7	344.1	304.2	311.5	287.0	251.2	240.5	232.7	1,562.5	1,348.9	1,293.6	1,011.4								
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	604.4	700.3	2,782.1	2,570.6	2,448.2	2,495.4								
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	235.1	288.0	1,056.2	980.0	946.9	984.6								
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	173.5	176.5	782.1	744.1	720.0	697.0								
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	126.6	157.8	524.3	486.8	470.3	534.0								
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	39.3	48.4	187.1	174.3	156.6	158.3								
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	29.9	29.7	232.4	185.4	154.4	121.5								
영업이익	-	28.2	-	37.2	-	21.9	18.8	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	76.6	130.1	-	108.7	-	68.5	215.6	357.5			
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.2%	124.2%	-9.1%	16.9%	269.6%	적자전환	적자지속	흑자전환	65.8%								
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.2%	15.7%	-4.1%	-2.7%	8.1%	12.5%								
당기순이익	-	45.8	-	44.1	-	28.4	-	185.6	-	9.9	162.3	20.6	-	169.8	80.2	160.2	51.5	114.5	-	886.4	-	303.9	3.2	406.4
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	3.2%	-26.2%	12.9%	22.3%	7.6%	13.8%	-33.2%	-12.1%	0.1%	14.2%								

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2025-03-20	RF 온라인 넥스트	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2025-05-15	세븐나이즈 리버스	턴제 RPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2025-05-21	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	웨스턴	PC/모바일	외부 IP
2025-08-26	뱀피르	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
2H25	킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	글로벌	모바일	외부 IP
	스톤에이지: 팻월드	수집형 RPG	글로벌	모바일	자체 IP
	몬걸: STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일/PC/콘솔	외부 IP
	Project SOL	MMORPG	한국	PC/모바일	자체 IP
	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	글로벌	PC/콘솔	외부 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,853	3,076	3,304
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,853	3,076	3,304
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,495	2,632	2,761
영업이익	-68	216	358	444	543
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.5	14.4	16.4
EBITDA	117	370	487	557	641
EBITDA Margin (%)	4.7	13.9	17.1	18.1	19.4
영업외손익	-90	-139	137	137	137
관계기업손익	113	109	118	118	118
금융수익	73	77	113	113	113
금융비용	-262	-192	-159	-159	-159
기타	-14	-133	65	65	65
법인세비용차감전순이익	-159	76	495	581	680
법인세비용	145	73	89	116	136
계속사업순이익	-304	3	406	465	544
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	406	465	544
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	14.2	15.1	16.5
비지배자분순이익	-48	-22	18	20	24
지배자분순이익	-256	26	388	445	520
지배순이익률 (%)	-10.2	1.0	13.6	14.5	15.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-286	349	441	441	441
포괄순이익	-590	352	847	906	985
비지배자분포괄이익	-48	-20	-47	-51	-55
지배자분포괄이익	-542	371	894	956	1,040

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	592	631	695
당기순이익	-304	3	406	465	544
비현금항목의 가감	440	382	394	393	387
감가상각비	57	53	42	33	26
외환손익	36	5	2	2	2
자본법평가손익	-113	-109	-118	-118	-118
기타	461	432	467	476	477
자산부채의 증감	-121	-35	-36	-40	-40
기타현금흐름	-113	-63	-171	-188	-196
투자활동 현금흐름	466	37	67	35	-15
투자자산	549	191	229	229	229
유형자산	-36	-17	0	0	0
기타	-47	-137	-162	-194	-244
재무활동 현금흐름	-481	-221	308	19	19
단기차입금	-298	-895	47	47	47
사채	-160	399	30	30	30
장기차입금	-16	314	14	14	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-5	-38	251	-38	-38
현금의 증감	-73	148	907	626	642
기초 현금	503	430	578	1,485	2,111
기말 현금	430	578	1,485	2,111	2,753
NOPLAT	-131	9	294	355	434
FCF	-103	111	387	428	493

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	2,101	2,841	3,648
현금및현금성자산	430	578	1,485	2,111	2,753
매출채권 및 기타채권	272	295	316	340	365
재고자산	3	2	2	2	3
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,812	6,579	6,360
유형자산	344	340	298	264	238
관계기업투자금	2,386	2,439	2,319	2,199	2,078
기타금융자산	623	489	489	489	489
기타비유동자산	3,657	3,794	3,707	3,627	3,555
자산총계	7,916	8,177	8,913	9,420	10,008
유동부채	1,940	1,348	1,686	1,735	1,784
매입채무 및 기타채무	265	344	346	348	351
차입금	1,311	505	552	598	645
유동성채무	86	131	420	420	420
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,395	1,439	1,486
차입금	372	598	612	626	640
사채	0	399	429	459	489
기타비유동부채	525	358	354	354	357
부채총계	2,837	2,703	3,081	3,174	3,270
지배자분	4,980	5,416	5,770	6,181	6,667
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,500	1,910	2,396
기타자본변동	370	430	430	430	430
비지배자분	100	58	62	66	71
자본총계	5,079	5,474	5,832	6,247	6,738
총차입금	1,841	1,693	2,062	2,144	2,228

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

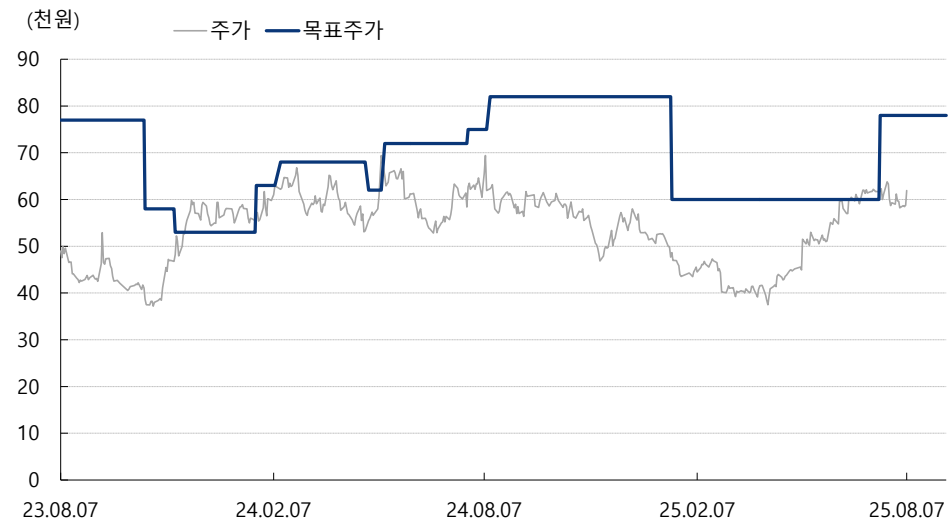
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,519	5,172	6,050
PER	-19.5	173.3	13.7	12.0	10.2
BPS	57,933	63,011	67,133	71,908	77,560
PBR	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	1,361	4,305	5,669	6,478	7,461
EV/EBITDA	54.9	14.9	11.9	9.3	7.0
SPS	29,109	30,991	33,191	35,783	38,438
PSR	2.0	1.7	1.9	1.7	1.6
CFPS	-1,198	1,296	4,501	4,985	5,732
DPS	0	417	417	417	417

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	7.1	7.8	7.4
영업이익 증가율	적지	흑전	65.8	24.2	22.2
순이익 증가율	적지	흑전	12,533.4	14.5	17.0
수익성					
ROIC	-3.6	0.3	9.1	11.3	14.2
ROA	-3.0	0.3	4.5	4.8	5.4
ROE	-4.9	0.5	6.9	7.4	8.1
안정성					
부채비율	55.9	49.4	52.8	50.8	48.5
순차입금비율	23.3	20.7	23.1	22.8	22.3
이자보상배율	-0.5	2.0	2.7	3.2	3.8

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	83,000	(25.14)	(11.45)	2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32
2022.10.07	매수	62,000	(30.54)	(8.91)	2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)	2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)	2024.10.21	매수	82,000	(53.4)	(37.8)
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)	2025.01.16	매수	60,000	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000	(43.7)	(26.8)
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)	2025.04.15	매수	60,000	(36.9)	(31.7)
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37	2025.05.09	매수	60,000	(5.7)	3.5
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)	2025.07.15	매수	78,000	(29.3)	(22.3)
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)	2025.08.08	매수	78,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하