



BUY (유지)

목표주가(12M) 71,000원(상향)
현재주가(7.07) 61,700원

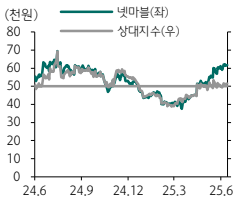
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,059.47
52주 최고/최저(원)	69,400/37,500
시가총액(십억원)	5,303.3
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	85,953.5
60일 평균 거래량(천주)	201.6
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9
외국인지분율(%)	25.17
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,770.9	2,877.3
영업이익(십억원)	262.9	288.2
순이익(십억원)	230.1	260.8
EPS(원)	2,467	2,846
BPS(원)	69,101	72,956

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,871.6	2,916.6
영업이익	(68.5)	215.6	345.4	370.5
세전이익	(158.6)	76.3	348.3	399.5
순이익	(255.7)	25.6	259.8	293.5
EPS	(2,975)	298	3,022	3,414
증감률	적지	폭전	914.09	12.97
PER	(19.53)	173.49	20.42	18.07
PBR	0.93	0.76	0.88	0.85
EV/EBITDA	54.91	14.86	12.77	11.90
ROE	(4.90)	0.49	4.72	5.13
BPS	62,650	67,728	69,779	72,795
DPS	0	417	417	417



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 7월 8일 | 기업분석_Earnings Preview

넷마블 (251270)

완벽했던 상반기

2Q25 Pre: RF, 세나로 컨센서스 상회

넷마블은 2분기 연결 기준 영업수익 7,296억원(-6.7%YoY, +16.9%QoQ), 영업이익 856억원(-23.0YoY, +72.3%QoQ, OPM 11.7%)으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 2분기 출시한 [세븐나이트 리버스]가 기대 이상의 성과를 거둔 영향이다. [세븐나이트 리버스]는 5월 15일 출시 이후 800억원 이상의 누적 매출을 기록한 것으로 추정한다. 1분기 출시한 [RF 온라인 넥스트]도 안정적인 매출 유지하고 있어 긍정적이다. 두 게임 모두 현시점에도 양대 스토어 상위권에 위치하고 있기에 올해 실적 하방을 지지해줄 것으로 기대한다. [왕좌의 게임: 킹스로드]는 5월 21일 PC/모바일로 북미, 유럽 지역에 동시 출시했으나 초기 안착에 실패했기에 반등은 없을 것으로 예상한다.

하반기 신작, 우선 기대해 보자

넷마블은 2025년 영업수익 2조 8,716억원(+7.8%YoY), 영업이익 3,454억원(+60.2%YoY, OPM 12.0%)을 기록할 것으로 전망한다. 2분기 [세븐나이트 리버스]의 성공적인 출시에 따라 연간 추정치를 상회했다. 하반기 6종의 신작이 남아있다. MMORPG [뱀피르]는 6월부터 사전등록을 시작했고 디렉터스 코멘터리와 티저 영상을 공개하고 있다. 4분기 MMORPG 경쟁작이 포화 상태임을 감안했을 때 9월 출시를 예상한다. 이외에도 기대작인 [나 혼자만 레벨업: ARISE] 스템, [몬길: STAR DIVE], [일곱 개의 대죄: 오리진]이 하반기 출시 예정이다. 상반기 출시작들이 성공적으로 포지셔닝하고 실적을 내고 있기에 보다 편안하게 신작 성과를 기다릴 수 있는 구간이다.

투자의견 Buy, 목표주가 71,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 71,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS에 Target Multiple 20배를 적용했다. [세븐나이트 리버스]의 성공으로 오리지널 IP 파워를 확인하며 주가는 [나 혼자만 레벨업: ARISE]의 실적을 기대하던 작년 7월 2분기 프리뷰 시즌 수준으로 회복했다. [세븐나이트 리버스]가 이후에도 꾸준히 매출에 기여하여 PLC 확장에 성공한다면 향후 실적 성장에 대한 안정감이 높아지면서 한 단계 레벨업 할 것으로 전망한다. 2025년은 9개 이상의 신작이 집중된 해다. 상반기 출시작들만으로 높은 성과를 내고 있다는 점에서 긍정적이다. 내년 라인업에 대한 정보 공개로 가시성을 높인다면 보다 편안한 투자처가 될 수 있다.

도표 1. 2Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	2Q25F	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	729.6	782.1	623.9	(6.7)	16.9	689.1	5.9
영업이익	85.6	111.2	49.7	(23.0)	72.3	63.6	34.6
당기순이익	72.5	162.3	80.2	(55.4)	(9.7)	62.9	15.2
영업이익률(%)	11.7	14.2	8.0			9.2	
당기순이익률(%)	9.9	20.7	12.9			9.1	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비교
1. 12MF 예상 EPS	3,559	Peer 그룹 12MF P/E 평균(90일)
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	71,174	
4. 목표주가	71,000	목표 시가총액 6.1조원
5. 현재주가	61,700	현재 시가총액 5.3조원
6. 상승여력	15.1%	

자료: 하나증권

도표 3. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	729.6	685.4	832.7	2,663.8	2,871.6	2,916.6
YoY(%)	(2.9)	29.6	2.7	(2.4)	6.6	(6.7)	5.9	28.3	6.5	7.8	1.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	643.9	614.6	693.5	2,448.2	2,526.2	2,546.1
YoY(%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.2)	(1.3)	(4.0)	5.6	13.0	(4.8)	3.2	0.8
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	175.2	177.3	176.9	720.0	701.5	722.5
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	253.4	238.1	281.4	946.9	992.0	1,004.0
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	138.9	130.5	154.6	470.3	538.2	533.9
기타(상각비 포함)	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	76.5	68.7	80.5	311.0	294.5	285.7
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	85.6	70.8	139.3	215.6	345.4	370.5
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	98.9	1246.9	(23.0)	8.2	295.6	흑전	60.2	7.3
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	11.7	10.3	16.7	8.1	12.0	12.7
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	72.5	73.9	49.2	3.2	275.8	311.6
YoY(%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(55.4)	258.8	흑전	흑전	8,476.1	13.0
당기순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	9.9	10.8	5.9	0.1	9.6	10.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,871.6	2,916.6	2,954.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,871.6	2,916.6	2,954.3
판매비	2,570.5	2,448.2	2,526.2	2,546.1	2,588.4
영업이익	(68.5)	215.6	345.4	370.5	365.9
금융손익	(188.8)	(115.4)	(47.4)	(77.4)	(72.8)
중속/관계기업손익	112.8	108.7	134.8	155.0	178.2
기타영업외손익	(14.2)	(132.7)	(84.5)	(48.7)	(48.7)
세전이익	(158.6)	76.3	348.3	399.5	422.7
법인세	145.3	73.1	72.5	87.9	93.0
계속사업이익	(303.9)	3.2	275.8	311.6	329.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(303.9)	3.2	275.8	311.6	329.7
비지배주주지분 손이익	(48.2)	(22.4)	16.0	18.1	19.2
지배주주순이익	(255.7)	25.6	259.8	293.5	310.5
지배주주지분포괄이익	(542.0)	371.5	187.2	261.1	276.3
NOPAT	(131.2)	9.1	273.5	289.0	285.4
EBITDA	117.0	370.0	469.6	486.5	474.6
성장성(%)					
매출액증가율	(6.41)	6.46	7.80	1.57	1.29
NOPAT증가율	적지	흑전	2,905.49	5.67	(1.25)
EBITDA증가율	(5.42)	216.24	26.92	3.60	(2.45)
영업이익증가율	적지	흑전	60.20	7.27	(1.24)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	914.84	12.97	5.79
EPS증가율	적지	흑전	914.09	12.97	5.83
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	4.68	13.89	16.35	16.68	16.06
영업이익률	(2.74)	8.09	12.03	12.70	12.39
계속사업이익률	(12.15)	0.12	9.60	10.68	11.16

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	3,022	3,414	3,613
BPS	62,650	67,728	69,779	72,795	76,011
CFPS	1,587	4,482	4,419	4,935	4,762
EBITDAPS	1,361	4,305	5,464	5,660	5,521
SPS	29,109	30,991	33,408	33,932	34,371
DPS	0	417	417	417	417
주가지표(배)					
PER	(19.53)	173.49	20.42	18.07	17.08
PBR	0.93	0.76	0.88	0.85	0.81
PCFR	36.61	11.54	13.96	12.50	12.96
EV/EBITDA	54.91	14.86	12.77	11.90	11.53
PSR	2.00	1.67	1.85	1.82	1.80
재무비율(%)					
ROE	(4.90)	0.49	4.72	5.13	5.18
ROA	(3.03)	0.32	3.17	3.53	3.63
ROIC	(3.62)	0.27	8.63	9.82	10.06
부채비율	55.85	49.38	45.17	41.42	39.95
순부채비율	26.16	18.18	11.60	7.20	1.51
이자보상배율(배)	(0.47)	2.01	3.88	4.72	4.66

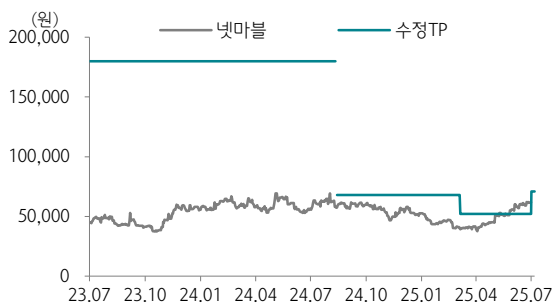
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	1,177.0	1,341.1	1,686.7
금융자산	512.4	697.7	711.6	940.8	1,274.0
현금성자산	430.3	577.9	561.8	810.3	1,139.8
매출채권	254.6	277.3	285.6	244.9	252.7
재고자산	2.7	2.1	2.7	2.3	2.4
기타유동자산	136.1	137.7	177.1	153.1	157.6
비유동자산	7,010.1	7,062.2	7,034.7	7,051.0	7,031.9
투자자산	3,008.8	2,928.1	3,144.8	3,277.1	3,366.6
금융자산	623.0	489.1	461.9	460.0	460.4
유형자산	344.4	339.8	304.5	263.7	228.3
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,027.5	2,952.4	2,879.2
기타비유동자산	428.1	549.1	557.9	557.8	557.8
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,211.7	8,392.1	8,718.6
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,677.8	1,634.4	1,655.1
금융부채	1,397.7	636.1	872.5	872.5	872.5
매입채무	32.2	27.9	35.7	44.7	46.1
기타유동부채	509.9	684.2	769.6	717.2	736.5
비유동부채	897.0	1,355.0	877.1	823.5	833.8
금융부채	443.3	1,056.6	495.5	495.5	495.5
기타비유동부채	453.7	298.4	381.6	328.0	338.3
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,554.9	2,457.9	2,488.8
지배주주지분	4,979.5	5,416.1	5,592.3	5,851.6	6,128.0
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,055.5	3,055.5	3,055.5
자본조정	370.1	430.2	432.4	432.4	432.4
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	724.7	724.7	724.7
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,371.1	1,630.4	1,906.8
비지배주주지분	99.5	57.8	64.5	82.6	101.8
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,656.8	5,934.2	6,229.8
순금융부채	1,328.6	995.0	656.4	427.2	94.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(98.1)	287.7	445.5	196.2	290.1
당기순이익	(303.9)	3.2	275.8	311.6	329.7
조정	326.8	319.3	(33.9)	(33.9)	(64.5)
감가상각비	185.4	154.4	124.2	116.0	108.6
외환거래손익	35.7	4.8	0.6	0.0	0.0
지분법손익	(423.1)	(243.5)	(128.2)	(155.0)	(178.2)
기타	528.8	403.6	(30.5)	5.1	5.1
영업활동 자산부채변동	(121.0)	(34.8)	203.6	(81.5)	24.9
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	(89.9)	36.9	79.9
투자자산감소(증가)	802.8	189.4	(81.9)	22.7	88.7
자본증가(감소)	(36.2)	(16.9)	(6.4)	0.0	0.0
기타	(301.0)	(135.8)	(1.6)	14.2	(8.8)
재무활동 현금흐름	(688.6)	(220.7)	(329.9)	(34.2)	(34.2)
금융부채증가(감소)	(736.4)	(148.4)	(324.6)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(847.5)	4.9	0.7	0.0	0.0
기타재무활동	895.3	(77.1)	28.2	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.1)	(34.2)	(34.2)	(34.2)
현금의 증감	(321.1)	147.5	196.6	248.4	329.5
Unlevered CFO	136.4	385.2	379.8	424.1	409.3
Free Cash Flow	(134.3)	270.4	439.1	196.2	290.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.8	BUY	71,000		
25.3.12	BUY	52,000	-5.57%	19.42%
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%
	담당자 변경			

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 8일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 7월 8일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 06일