



BUY (유지)

목표주가(12M) 71,000원
현재주가(8.07) 61,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,227.68
52주 최고/최저(원)	69,400/37,500
시가총액(십억원)	5,320.5
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	85,953.5
60일 평균 거래량(천주)	273.2
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1
외국인지분율(%)	27.36
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,829.9	2,955.5
영업이익(십억원)	301.8	331.7
순이익(십억원)	265.0	282.8
EPS(원)	2,901	3,111
BPS(원)	69,223	73,936

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,798.2	2,931.2
영업이익	(68.5)	215.6	350.8	400.7
세전이익	(158.6)	76.3	436.2	430.6
순이익	(255.7)	25.6	348.4	325.8
EPS	(2,975)	298	4,053	3,790
증감률	적지	폭전	1,260.07	(6.49)
PER	(19.53)	173.49	15.27	16.33
PBR	0.93	0.76	0.87	0.83
EV/EBITDA	54.91	14.86	12.49	10.96
ROE	(4.90)	0.49	6.28	5.59
BPS	62,650	67,728	70,810	74,202
DPS	0	417	417	417



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 8월 8일 | 기업분석_Earnings Review

넷마블 (251270)

일곱 개의 신작이 온다

2Q25 Re: 컨센서스 상회

넷마블은 2분기 연결 기준 영업수익 7,176억원(-8.2%YoY, +15.0%QoQ), 영업이익 1,011억원(-9.1%YoY, +103.4%QoQ, OPM 14.1%)으로 컨센서스를 상회했다. 주요 요인은 1) 5월 출시한 [세븐나이트 리버스]의 서프라이즈와, 2) 안정적인 비용 관리다. [세븐나이트 리버스]는 5월 15일 출시했음에도 약 930억원의 매출을 기록했다. 3월 출시한 [RF 온라인 넥스트] 역시 온기 반영되며 매출 약 650억원을 시현, 작년 [레이븐2]와 [아스달 연대기: 세계의 세력]의 합과 유사한 수준의 성과를 거뒀다. 두 게임이 올해 실적 하방을 지지해 줄 것으로 기대한다. 2분기 영업비용은 6,165억원(-8.1%YoY, +7.4%QoQ)을 기록했다. 인건비 효율화 진행되고 있으며 자체 IP 매출 비중 확대로 지급수수료율이 감소한 영향이다.

높아진 이익 레벨, 신작을 기다리자

넷마블은 2025년 영업수익 2조 7,982억원(+6.5%YoY), 영업이익 3,508억원(+62.7%YoY, OPM 12.5%)을 기록할 것으로 전망한다. 하반기 7종의 신작이 남아있다. 유효한 실적을 기대할 수 있는 라인업은 [뱀피르], [몬길: STAR DIVE], [일곱 개의 대죄: Origin]이라고 판단한다. MMORPG [뱀피르]는 8월 26일 출시 예정이다. 3분기 일평균 매출 12억원 이상 추정하나 4분기 경쟁작들의 출시로 [RF 온라인 넥스트] 대비 소폭 빠른 하향 안정화 예상한다. 이외에도 기대작인 [몬길: STAR DIVE], [일곱 개의 대죄: Origin]은 4분기 출시로 전망한다. 상반기 출시작들이 성공적으로 포지셔닝 하여 이익 레벨이 높아졌다. 과거보다 편안하게 신작 성과를 기다릴 수 있는 구간이다.

투자의견 Buy, 목표주가 71,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 71,000원을 유지한다. 넷마블은 신작 출시 외에도 하반기 [RF 온라인 넥스트]와 [세븐나이트 리버스]의 지역 확장을 계획하고 있다. 이들의 글로벌 성과까지 더해진다면 4분기 신작 출시에 더해져 폭발적인 이익 성장이 가능하다. 2분기 [나 혼자만 레벨업: ARISE]은 1주년 업데이트가 있었음에도 전분기 대비 역성장했고 3분기 현재까지 매출 순위가 하락 중이다. 결국 1분기의 반등은 애니메이션 2기의 방영으로 인한 외부 IP 효과였음이 확인되었다. 게임 자체의 PLC 관리 역량이 확인된다면 매번 타석에 들어서지 않아도 되는, 안정적이고 지속적인 성장을 기대할 수 있는 투자처로 거듭날 것이라 전망한다.

도표 1. 2Q25 Review

(단위: 십억원, %)

항목	2Q25P	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)	기존 추정치	차이(%)
영업수익	717.6	782.1	623.9	(8.2)	15.0	714.6	0.4	729.6	(1.6)
영업이익	101.1	111.2	49.7	(9.1)	103.4	79.8	26.7	85.6	18.1
당기순이익	160.2	162.3	80.2	(1.3)	99.6	73.7	117.4	74.8	114.2
영업이익률(%)	14.1	14.2	8.0			11.2		11.7	
당기순이익률(%)	22.3	20.7	12.9			10.3		10.3	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	650.4	806.3	2,663.8	2,798.2	2,931.2
YoY(%)	(2.9)	29.6	2.7	(2.4)	6.6	(8.2)	0.5	24.2	6.5	5.0	4.8
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	577.0	679.6	2,448.2	2,447.4	2,530.4
YoY(%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.2)	(1.3)	(8.1)	(0.8)	10.7	(4.8)	(0.0)	3.4
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	177.3	176.9	720.0	701.2	722.3
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	219.7	272.5	946.9	953.7	1,009.3
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	122.7	149.7	470.3	522.0	536.5
기타(상각비 포함)	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	63.8	57.3	80.5	311.0	270.4	262.3
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	73.3	126.7	215.6	350.8	400.7
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	98.9	1246.9	(9.1)	12.0	259.9	흑전	62.7	14.2
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	11.3	15.7	8.1	12.5	13.7
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	160.2	76.2	39.7	3.2	356.4	335.8
YoY(%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(1.3)	270.4	흑전	흑전	10,982.5	(5.8)
당기순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	22.3	11.7	4.9	0.1	12.7	11.5

자료: 하나증권

도표 3. 넷마블 신작 라인업

2025년 2분기 실적

지역별 매출 비중

장르별 매출 비중

게임 포트폴리오

주요 비음 구조

신작 라인업

병합/인강 재무제표

netmarble

신작라인업

• 25년 하반기 신작 7종 (킹 오브 파이터 AFK, 뱀피르, 스톤에이지: 핏월드 등)을 출시할 예정이며, 기존작 (RF 온라인 넥스트, 세븐나이츠 리버스 등)의 권역 확장을 진행할 계획

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, 하나증권

하나증권*2

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,798.2	2,931.2	2,807.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,798.2	2,931.2	2,807.7
판매비	2,570.5	2,448.2	2,447.3	2,530.4	2,474.1
영업이익	(68.5)	215.6	350.8	400.7	333.6
금융손익	(188.8)	(115.4)	(46.1)	(76.5)	(69.6)
종속/관계기업손익	112.8	108.7	134.8	155.0	178.2
기타영업외손익	(14.2)	(132.7)	(3.3)	(48.7)	(48.7)
세전이익	(158.6)	76.3	436.2	430.6	393.6
법인세	145.3	73.1	79.7	94.7	86.6
계속사업이익	(303.9)	3.2	356.4	335.8	307.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(303.9)	3.2	356.4	335.8	307.0
비지배주주지분 순이익	(48.2)	(22.4)	8.0	10.1	9.2
지배주주순이익	(255.7)	25.6	348.4	325.8	297.8
지배주주지분포괄이익	(542.0)	371.5	254.8	281.4	257.2
NOPAT	(131.2)	9.1	286.7	312.6	260.2
EBITDA	117.0	370.0	475.0	516.7	442.2
성장성(%)					
매출액증가율	(6.41)	6.46	5.05	4.75	(4.21)
NOPAT증가율	적지	흑전	3,050.55	9.03	(16.76)
EBITDA증가율	(5.42)	216.24	28.38	8.78	(14.42)
영업이익증가율	적지	흑전	62.71	14.22	(16.75)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	1,260.94	(6.49)	(8.59)
EPS증가율	적지	흑전	1,260.07	(6.49)	(8.58)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	4.68	13.89	16.98	17.63	15.75
영업이익률	(2.74)	8.09	12.54	13.67	11.88
계속사업이익률	(12.15)	0.12	12.74	11.46	10.93

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	4,053	3,790	3,465
BPS	62,650	67,728	70,810	74,202	77,269
CFPS	1,587	4,482	5,430	5,286	4,386
EBITDAPS	1,361	4,305	5,527	6,012	5,145
SPS	29,109	30,991	32,554	34,102	32,665
DPS	0	417	417	417	417
주기지표(배)					
PER	(19.53)	173.49	15.27	16.33	17.86
PBR	0.93	0.76	0.87	0.83	0.80
PCR	36.61	11.54	11.40	11.71	14.11
EV/EBITDA	54.91	14.86	12.49	10.96	11.90
PSR	2.00	1.67	1.90	1.82	1.89
재무비율(%)					
ROE	(4.90)	0.49	6.28	5.59	4.88
ROA	(3.03)	0.32	4.24	3.88	3.44
ROIC	(3.62)	0.27	9.03	10.62	9.17
부채비율	55.85	49.38	44.00	41.17	39.19
순부채비율	26.16	18.18	10.47	5.29	(1.44)
이자보상배율(배)	(0.47)	2.01	3.94	5.10	4.26

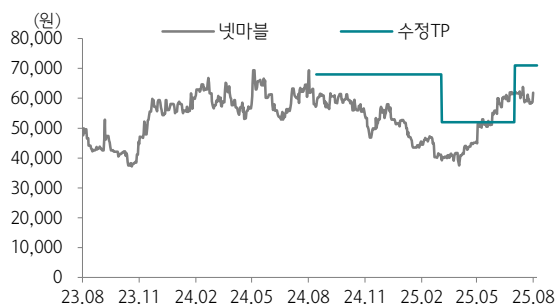
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	1,227.4	1,473.9	1,878.6
금융자산	512.4	697.7	767.4	1,048.8	1,458.8
현금성자산	430.3	577.9	621.9	913.4	1,325.0
매출채권	254.6	277.3	285.6	263.6	260.2
재고자산	2.7	2.1	2.6	2.4	2.4
기타유동자산	136.1	137.7	171.8	159.1	157.2
비유동자산	7,010.1	7,062.2	7,034.3	7,051.5	6,906.8
투자자산	3,008.8	2,928.1	3,144.4	3,277.5	3,241.5
금융자산	623.0	489.1	461.5	460.5	460.3
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	557.9	557.8
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,261.6	8,525.4	8,785.4
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,659.1	1,649.2	1,640.7
금융부채	1,397.7	636.1	872.5	872.5	872.5
매입채무	32.2	27.9	34.6	42.3	41.8
기타유동부채	509.9	684.2	752.0	734.4	726.4
비유동부채	897.0	1,355.0	865.2	837.1	832.8
금융부채	443.3	1,056.6	495.5	495.5	495.5
기타비유동부채	453.7	298.4	369.7	341.6	337.3
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,524.2	2,486.3	2,473.5
지배주주지분	4,979.5	5,416.1	5,680.9	5,972.5	6,236.1
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	1,459.7	1,751.3	2,015.0
비지배주주지분	99.5	57.8	56.5	66.6	75.8
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,737.4	6,039.1	6,311.9
순금융부채	1,328.6	995.0	600.6	319.3	(90.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(98.1)	287.7	502.3	269.1	232.2
당기순이익	(303.9)	3.2	356.4	335.8	307.0
조정	326.8	319.3	(33.6)	(33.8)	(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	(30.2)	5.2	5.1
영업활동 자산부채변동	(121.0)	(34.8)	179.5	(32.9)	(10.3)
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	(85.2)	26.8	210.7
투자자산감소(증가)	802.8	189.4	(81.5)	21.8	214.3
자본증가(감소)	(36.2)	(16.9)	(6.4)	0.0	0.0
기타	(301.0)	(135.8)	2.7	5.0	(3.6)
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	256.7	291.4	411.6
Unlevered CFO	136.4	385.2	466.7	454.4	377.0
Free Cash Flow	(134.3)	270.4	496.0	269.1	232.2

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 8월 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 8월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.48%	4.52%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 08월 05일