

넷마블 (251270)

좋은 성적표

투자의견

BUY(유지)

목표주가

70,000 원(유지)

현재주가

61,900 원(08/07)

시가총액

5,321 (십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 7,176억원(-8%yoy), 영업이익 1,011억원(-9%yoy) 기록. 컨센서스(812억원) 상회
- 3월 MMORPG 신작 'RF온라인 넥스트' 매출의 온기 반영 효과(1Q 약 200억원, 2Q 약 650억원)와 5월 신작 '세븐나이츠 리버스' 출시 효과(2Q 약 930억원)가 더해지며 2분기 매출 호조를 견인함
- 비용에서는 신작 출시로 증가한 마케팅비(전분기 대비 약 200억원 추가 집행)를 제외하면, 자체 IP 매출 비중 확대에 지급수수료율이 전분기 대비 개선됐으며(1Q 35.1%, 2Q 33.8%) 인건비는 제한된 인력 채용 기조로 전분기와 유사한 수준을 기록하는 등 전반적으로 통제된 비용 집행 기조를 이어감
- 상반기 주요했던 두 신작(RF온라인 넥스트, 세나 리버스)의 하반기 매출 하향은 불가피함. 결국 하반기 주요 신작인 MMORPG 2종(뱀피르, 프로젝트 SOL)과 기존IP 기반 신작 2종(몬길: STAR DIVE, 일곱개의 대죄:Origin)의 성과에 관심이 모아질 것. 현재 8/26일 출시를 앞둔 뱀피르를 비롯해 몬길: STAR DIVE, 오픈월드 기반의 '일곱개의 대죄:Origin' 모두 유저들로부터 소구력을 갖기에 충분하다고 판단함

주가(원,08/07)	61,900
시가총액(십억원)	5,321

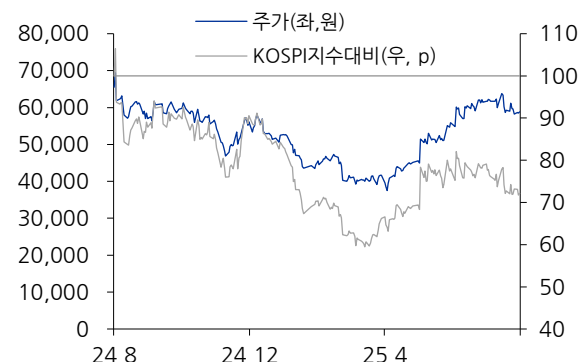
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	72,100원
최저가	37,500원
52주 일간 Beta	1.08
3개월 일평균거래대금	162억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(2025F)	0.7%

주주구성	
방준혁 (외 15인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-5.2	11.1	-31.2
절대기준	0.3	39.1	-5.5
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(25)	329	315	▲
영업이익(26)	357	329	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,778	2,945
영업이익	-68	216	329	357
세전손익	-159	76	453	390
당기순이익	-304	3	380	308
EPS(원)	-2,975	298	4,204	3,354
증감률(%)	na	흑전	1,309.3	-20.2
PER(배)	na	207.5	14.7	18.5
ROE(%)	-4.9	0.5	6.5	5.0
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	54.2	17.1	12.5	11.3

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	691.1	745.6	2,663.8	2,778.2
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	6.8%	14.9%	6.5%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1	542.2	599.1	572.9	667.7	639.4	694.6	2,454.4	2,574.6
PC 게임	7.1	7.0	8.6	6.9	7.5	7.3	7.7	8.0	29.6	30.5
기타	48.0	39.0	49.8	42.9	43.5	42.6	44.0	43.0	179.7	173.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	612.5	646.2	2,448.2	2,449.3
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-8.1%	5.3%	5.3%	-4.8%	0.0%
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	236.4	256.5	946.9	954.3
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	175.5	179.6	720.0	702.1
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	133.6	132.0	470.3	515.2
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	32.5	33.0	154.4	127.4
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	34.5	45.1	156.6	150.3
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	78.6	99.4	215.6	328.9
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.1%	1246%	-9.1%	20.1%	182.2%	흑자전환	52.5%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.4%	13.3%	8.1%	11.8%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	47.8	88.8	-6.1	-6.0	-139.3	124.5
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	189.9	72.5	93.4	76.3	453.4
지배순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	160.3	55.3	70.1	25.6	361.3
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-5.4%	146.6%	흑자전환	흑자전환	1309%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,778.2	2,944.9
영업이익	-68.5	215.6	328.9	357.5
세전이익	-158.6	76.3	453.4	390.3
지배순이익	-255.7	25.6	361.3	288.3
EPS(원)	-2,975	298	4,204	3,354
PER(배)	na	207.5	14.7	18.5
OPM(%)	-2.7%	8.1%	11.8%	12.1%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	13.0%	9.8%

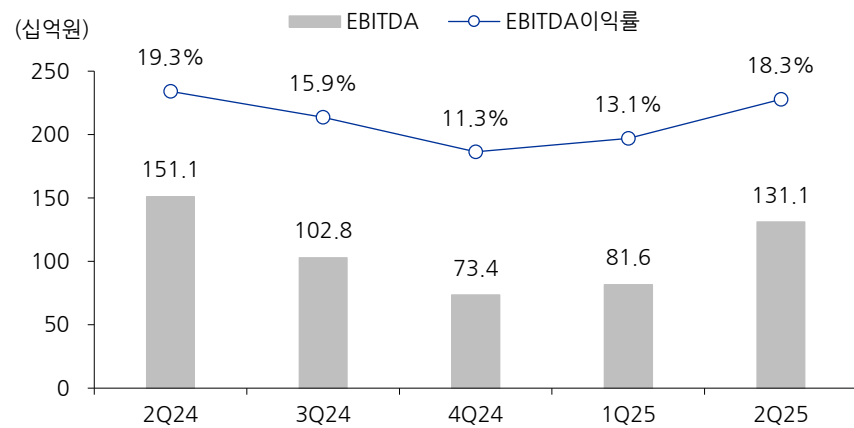
자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,778	2,945	2,787	2,885	-0.3%	2.1%
영업이익	329	357	315	329	4.4%	8.5%
세전이익	453	390	346	362	30.9%	7.7%
지배순이익	361	288	256	267	41.0%	7.9%
% of Sales						
영업이익	11.8%	12.1%	11.3%	11.4%		
세전이익	16.3%	13.2%	12.4%	12.5%		
지배순이익	13.0%	9.8%	9.2%	9.3%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 넷마블 분기별 EBITDA 추이



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 5. RF 온라인 넥스트 매출 순위 (플레이스토어)

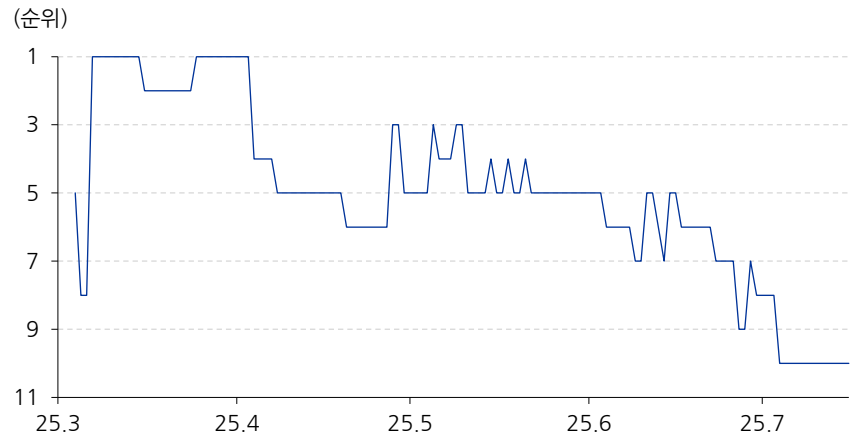


도표 6. 세븐나이트 리버스 매출 순위 (플레이스토어)

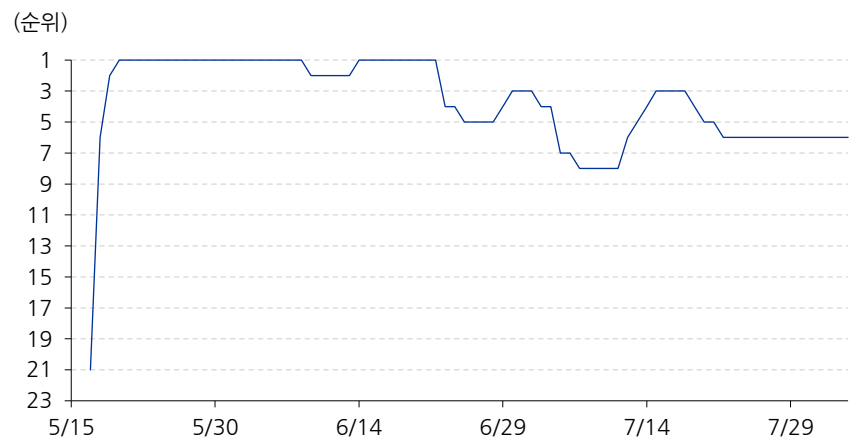
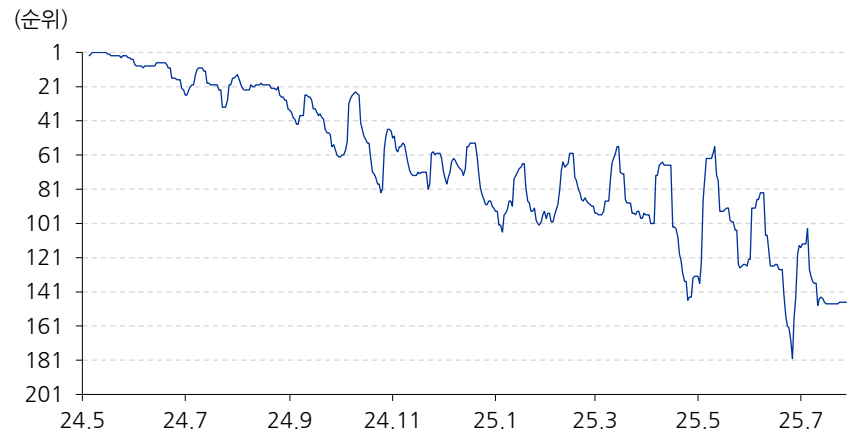
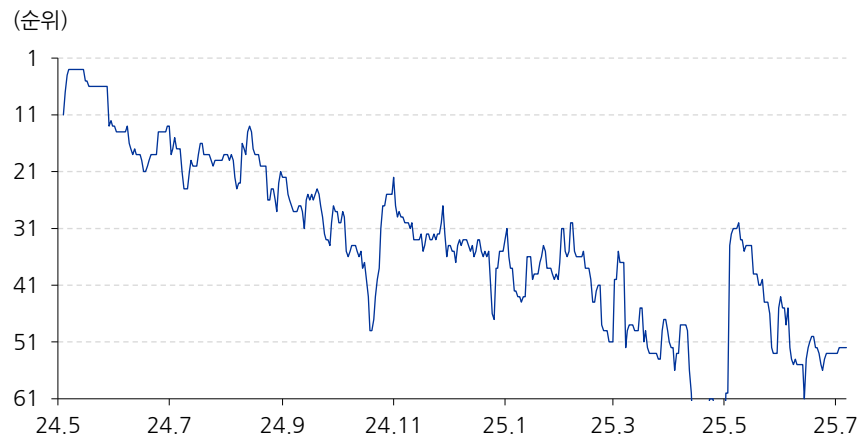


도표 7. 나혼렘 매출 순위 (플레이스토어)



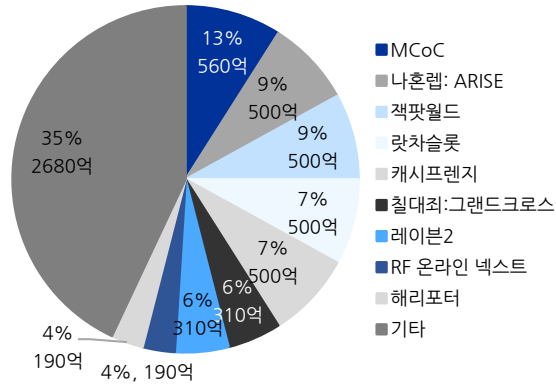
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 레이븐 2 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

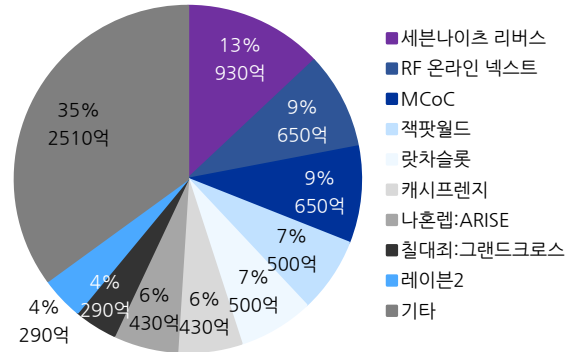
도표 9. 1Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

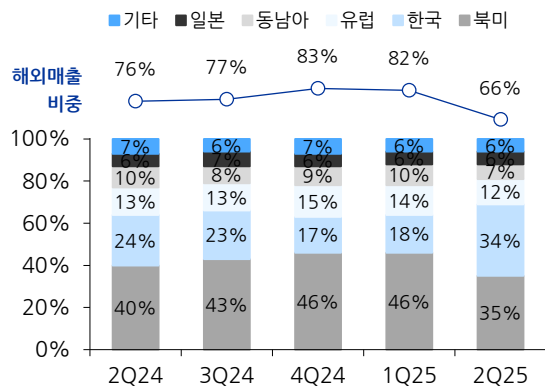
도표 10. 2Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

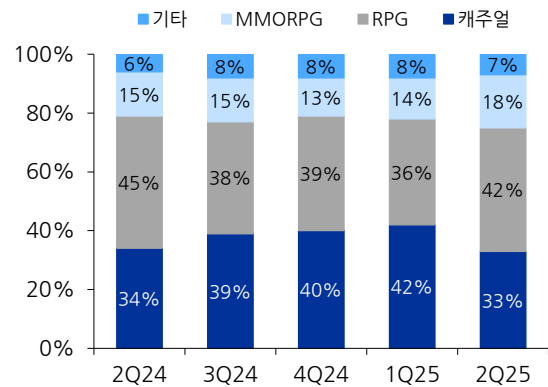
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 11. 지역별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 12. 장르별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 13. 넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
3/20	RF 온라인 넥스트	넷마블엔투	국내	MMORPG	모바일/PC
5/15	세븐나이츠 리버스	넷마블넥서스	글로벌	턴제 RPG	모바일/PC
5/21	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블네오	글로벌	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC
8/26	뱀피르: 피의 계승자	넷마블네오	국내	MMORPG	모바일/PC
2H25	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	글로벌	수집형 AFK RPG	모바일
	스톤에이지: 펫월드	넷마블엔투	글로벌	수집형 RPG	모바일
	몬걸: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일
	프로젝트 SOL	알트나인	국내	MMORPG	모바일/PC
	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG	콘솔/PC

자료: 넷마블, 유진투자증권
주: 회색은 출시 완료된 게임

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,402	8,706
유동자산	997	906	1,115	1,512	1,791
현금성자산	578	499	684	1,011	1,257
매출채권	215	272	295	363	394
재고자산	3	3	2	3	3
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,890	6,915
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,561	3,705
유형자산	336	344	340	314	285
기타	3,596	3,229	3,245	3,015	2,925
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,655	2,706
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,663	1,703
매입채무	213	265	344	419	455
유동성이자부채	1,783	1,398	636	873	873
기타	298	278	368	372	375
비유동부채	1,020	897	1,355	992	1,003
비유동이자부채	795	443	1,057	696	696
기타	225	454	298	296	308
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,747	5,999
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,694	5,946
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,473	1,725
기타	177	792	1,207	1,157	1,157
비지배지분	161	100	58	53	53
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,747	5,999
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,568	1,568
순차입금	1,999	1,342	1,009	557	311

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	408	386
당기순이익	(886)	(304)	3	380	308
자산상각비	232	185	154	143	141
기타비현금성손익	855	255	228	(386)	(192)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	44	7
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	(18)	(31)
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	55	36
기타	(78)	(26)	(19)	8	2
투자현금	(40)	466	37	87	(108)
단기투자자산감소	126	32	(37)	25	(3)
장기투자증권감소	0	518	229	(6)	(60)
설비투자	39	36	17	20	19
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(82)	13	21	1	(2)
재무현금	(549)	(481)	(221)	(130)	(36)
차입금증가	(443)	(493)	(203)	(131)	0
자본증가	(52)	(2)	(0)	(34)	(36)
배당금지급	52	2	0	34	36
현금 증감	(851)	(73)	148	352	243
기초현금	1,354	503	430	578	930
기말현금	503	430	578	930	1,173
Gross Cash flow	201	136	385	393	380
Gross Investment	239	(312)	(39)	(106)	98
Free Cash Flow	(38)	449	424	499	282

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,778	2,945
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	4.3	6.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,778	2,945
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,449	2,587
기타영업손익	18	(8)	(5)	0	6
영업이익	(109)	(68)	216	329	357
증가율(%)	적전	적지	흑전	52.5	8.7
EBITDA	124	117	370	471	498
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	27.4	5.7
영업외손익	(833)	(90)	(139)	125	33
이자수익	24	29	25	18	15
이자비용	113	147	107	87	87
지분법손익	79	423	244	119	61
기타영업손익	(823)	(396)	(300)	75	43
세전순이익	(941)	(159)	76	453	390
증가율(%)	적전	적지	흑전	494.3	(13.9)
법인세비용	(55)	145	73	73	82
당기순이익	(886)	(304)	3	380	308
증가율(%)	적전	적지	흑전	11,729	(19.0)
지배주주지분	(819)	(256)	26	361	288
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,309.3	(20.2)
비지배지분	(67)	(48)	(22)	19	20
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	4,204	3,354
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,309.3	(20.2)
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	4,204	3,354
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,309.3	(20.2)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	4,204	3,354
BPS	63,533	57,933	63,011	66,244	69,181
DPS	0	0	417	420	420
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	207.5	14.7	18.5
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	58.1	54.2	17.1	12.5	11.3
배당수익율	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
PCR	25.8	36.6	13.8	13.6	14.0
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	11.8	12.1
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	17.0	16.9
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	13.7	10.5
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	6.5	5.0
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	8.0	8.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	9.7	5.2
유동비율	43.5	46.7	82.7	90.9	105.1
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	3.8	4.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	11.9	10.3	9.4	8.4	7.8
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,174.0	1,080.1
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	7.3	6.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

