

넷마블 251270

더 기대되는 하반기

2Q25 Review: 컨센서스 상회

넷마블 2Q25 실적은 매출액 7,176억원(QoQ+15%) 영업이익 1,011억원(QoQ+103%)으로 매출은 컨센서스(7,183억원)에 부합, 영업이익은 컨센서스(811억원)를 상회했다. 영업외이익은 지분법이익 증가와 하이브 주가 상승으로 인한 PRS 수익으로 +888억원을 기록, 이로 인해 지배순이익도 컨센서스를 크게 상회한 1,603억원 시현했다. OP 컨센서스 상회 주된 요인은 매출연동비 하락이다. 매출액대비 33.8%로 전분기 대비 1.4%p 개선되었다. 이는 외부결제가 확대됨과 동시에 자체 IP 게임인 세븐나이즈 리버스, RF온라인 히트로 IP수수료가 절감된 영향이다. 세부 게임 매출액은 예상대로 세븐나이즈리버스 933억원, RF온라인넥스트 646억원으로 호조 거두었고, 세나리와 RF를 제외한 구작 매출액은 5,606억원 기록하며 전분기 대비 7% 감소하는 데 그치며 선방했다.

작년 2Q와 올해 2Q는 그림이 다르다. 작년은 2Q가 피크, 올해는 4Q

작년 2Q24→3Q24 주가와 이익하락(OP 1,112억원→655억원)의 주된 이유는 2분기 출시게임인 나혼자만레벨업의 기록적인 3Q 매출하락(QoQ-50%)과 신작 부재였다. 2Q 나혼렘을 끝으로 24년에는 주요신작 출시가 전무했다. 그러나 25년 현재는 다르다. 우선 RF/세븐나이즈의 하락이 크지 않을 전망이다. 3Q에 세븐나이즈 리버스 글로벌 권역확대, 4Q RF 아시아 권역확대를 예상한다. 이로써 하반기 RF온라인 647억원, 세븐나이즈 하반기 1,104억원 시현 전망한다. 여기에 주요 신작인 7대최오리진, 몬길 STARDIVE가 붙으며 올해의 PEAK는 작년 처럼 2Q가 아닌 4Q가 될 것으로 전망한다. MMORPG 장르 매출 하락은 가파르겠지만, 뱀피르/SOL 출시로 ADD UP 예상한다. '26년에도 신작 연이어 출시되고 하반기 신작 온기반영되며 연속 증익이 이어질 것으로 전망한다.

목표주가 8.6만원 상향, 게임주 차선후주 → Top-pick 업그레이드

목표주가를 86,000원으로 상향하고 차선후주 → Top-pick 상향한다. 목표주가는 '25 영업이익이 종전 추정 대비 4%, EPS가 10%늘어난 데에 따른 상향이다. 최근 출시 게임들 매출 유지력이 과거대비 좋은 상황에서 장르/플랫폼도 다변화 중이다. 앞으로도 다양한 장르/플랫폼에서의 성공이 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,896	3,280
영업이익	-109	-68	216	375	414
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	12.9	12.6
세전이익	-941	-159	76	416	447
지배주주지분순이익	-819	-256	26	335	348
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	4,090	4,242
증감률(%)	적전	적지	흑전	1,271.0	3.7
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	6.2	6.4
PER(배)	-6.3	-19.5	173.3	15.1	14.6
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	14.7	11.7	9.3

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

2025.08.08

매수(유지)

목표주가(상향)	86,000원
현재주가(08/07)	61,900원
상승여력	38.9%

Stock Data

KOSPI	3,227.7pt
시가총액(보통주)	5,321십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	278천주
60일 평균거래대금	16,208백만원
외국인 지분율	27.4%
52주 최고가	72,100원
52주 최저가	37,500원
주요주주	
방준혁(외 15인)	58.6%
엔씨소프트(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.3	-5.2
3M	35.9	10.5
6M	39.1	11.1

주가차트

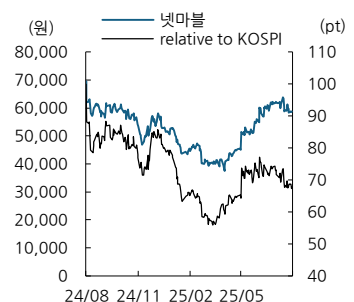


표1 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	670.3	884.2	2,502.1	2,663.8	2,896.0
MCOG	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	60.5	48.6	63.3	269.6	253.4	228.6
스핀엑스	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	142.9	147.9	649.0	604.2	584.1
나혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	33.9	59.4	-	279.5	186.3
레이븐2	-	31.3	38.8	32.5	29.0	21.8	15.6	11.3	-	102.6	77.8
RF 온라인넥스트	-	-	-	-	18.7	63.7	32.2	32.5	-	-	147.2
뱀피르	-	-	-	-	-	-	42.3	46.0	-	-	88.3
세븐나이츠리버스	-	-	-	-	-	93.3	64.4	46.0	-	-	203.7
일곱개의 대죄:오리진	-	-	-	-	-	-	-	102.0	-	-	102.0
몬걸:STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	81.0	-	-	81.0
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	591.9	738.6	2,570.6	2,448.2	2,476.6
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	231.5	313.0	980.0	946.9	945.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	175.5	179.3	744.1	720.0	725.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	117.5	175.1	486.8	470.3	495.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	38.9	44.1	174.3	156.6	170.7
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	28.6	27.1	185.4	154.4	139.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	78.4	145.6	-68.5	215.6	374.8
OPM	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.7%	16.5%	-	8.1%	12.9%
지배순이익	-9.9	162.3	20.6	-166.7	75.6	160.3	54.1	45.1	-303.9	6.3	335.1
NPM	-1.7%	20.8%	3.2%	-25.7%	4.0%	10.1%	8.8%	11.0%	-12.1%	0.2%	8.7%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 넷마블 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	335	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	4,090	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	21	게임주 Historical 3개년 PER 최상단 적용
목표주가	(원)	86,000	적정주가 85,890에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	61,900	08/07 종가 기준
Upside	(%)	38.9	08/07 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 넷마블 2Q25 Reveiw

(십억원, %p)	2Q25P	1Q25	2Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	717.6	624	782.1	15%	-8%	718.3	-0.1%	711.4	0.9%
영업이익	101.1	49.7	111.2	103%	-9%	81.1	24.7%	84.2	20.1%
OPM	14.1%	8.0%	14.2%	6.1	-0.1	11.3%	2.8	11.8%	2.3
지배순이익	160.3	75.6	162.3	112%	-1%	74.6	115%	60.2	166%
NPM	22.3%	12.1%	21%	10.2	1.2	10.4%	11.9	8.5%	13.8

자료: DS투자증권 리서치센터

표4 출시예정게임

출시일	게임명	장르	플랫폼
8월26일	뱀피르	MMORPG	PC/모바일
3Q25	스톤에이지:펫월드	수집형RPG	PC/모바일
3Q25	세나리 글로벌확장	수집형RPG	PC/모바일
4Q25	몬길 STAR DIVE	수집형RPG	PC/모바일
4Q25	킹오파 AFK	방치형 RPG	모바일
4Q25	7대죄 오리진	오픈월드 RPG	PC/모바일/PS5
4Q25	왕좌의게임 아시아확장	액션RPG	PC/모바일
4Q25	RF온라인넥스트 아시아확장	MMORPG	PC/모바일
4Q25	나혼렘 오버드라이브	액션 RPG	PC/콘솔
2026~	프로젝트 SOL	MMORPG	PC/모바일
2026~	상그릴라 프론티어	RPG	PC/모바일
2026~	나혼렘 카르마	로그라이크	PC/모바일
2026~	프로젝트NS	크래프팅	PC/콘솔
2026~	프로젝트Q(킹오파)	액션RPG	PC/모바일
2026~	이블베인	액션	PC/콘솔

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

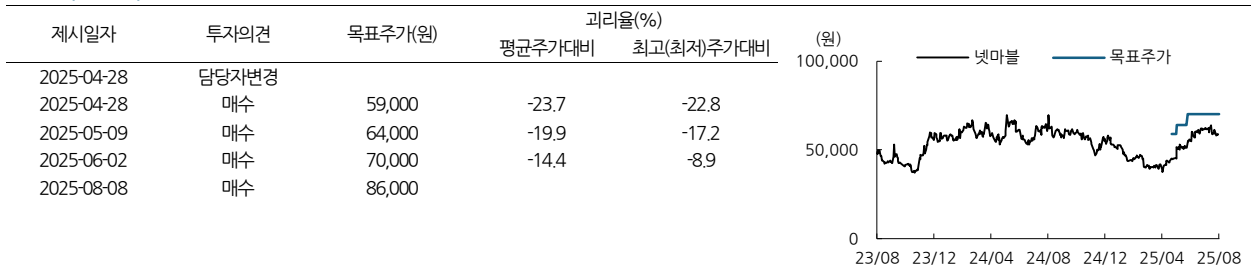
[넷마블 251270]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,115	1,380	1,748	매출액	2,673	2,502	2,664	2,896	3,280
현금 및 현금성자산	503	430	578	757	1,075	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	215	272	295	430	473	매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,896	3,280
재고자산	3	3	2	3	3	판매비 및 관리비	2,782	2,571	2,448	2,521	2,866
기타	276	201	240	189	197	영업이익	-109	-68	216	375	414
비유동자산	7,938	7,010	7,062	7,075	7,075	(EBITDA)	124	117	370	533	582
관계기업투자등	3,541	2,996	2,918	2,977	3,098	금융손익	-211	-151	-90	-70	-53
유형자산	336	344	340	499	445	이자비용	113	147	107	94	80
무형자산	3,596	3,229	3,245	3,015	2,925	관계기업등 투자손익	79	423	244	100	100
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,455	8,823	기타영업외손익	-701	-362	-293	11	-15
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,924	1,790	세전계속사업이익	-941	-159	76	416	447
매입채무 및 기타채무	213	265	344	533	586	계속사업법인세비용	-55	145	73	74	94
단기금융부채	1,783	1,398	636	1,073	873	계속사업이익	-886	-304	3	342	353
기타유동부채	298	278	368	318	331	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,020	897	1,355	1,164	1,352	당기순이익	-886	-304	3	342	353
장기금융부채	795	443	1,057	696	396	지배주주	-819	-256	26	335	348
기타비유동부채	225	454	298	468	957	총포괄이익	-894	-584	358	342	353
부채총계	3,314	2,837	2,703	3,087	3,142	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,461	4,980	5,416	5,314	5,628	영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	12.9	12.6
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	4.6	4.7	13.9	18.4	17.8
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056	당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.1	11.8	10.8
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,446	1,760	ROA (%)	-8.4	-3.0	0.3	4.0	4.0
비지배주주지분(연결)	161	100	58	53	53	ROE (%)	-14.6	-4.9	0.5	6.2	6.4
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,368	5,681	ROIC (%)	-2.0	-1.3	0.3	8.9	10.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	288	54	716	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-886	-304	3	342	353	P/E	-6.3	-19.5	173.3	15.1	14.6
비현금수익비용가감	1,088	440	382	-323	344	P/B	1.0	1.0	0.8	1.0	0.9
유형자산감가상각비	54	57	53	67	76	P/S	1.9	2.0	1.7	1.8	1.6
무형자산상각비	178	129	101	91	93	EV/EBITDA	58.1	54.2	14.7	11.7	9.3
기타현금수익비용	855	255	228	-738	-76	P/CF	25.8	36.6	11.5	277.9	7.6
영업활동 자산부채변동	-73	-121	-35	64	18	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-85	-43	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0	매출액	6.6	-6.4	6.5	8.7	13.2
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	168	53	영업이익	적전	적지	흑전	73.8	10.5
기타자산 부채변동	-78	-26	-19	-18	9	세전이익	적전	적지	흑전	445.2	7.4
투자활동 현금	-40	466	37	67	-71	당기순이익	적전	적지	흑전	10,532.5	3.2
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-21	-21	EPS	적전	적지	흑전	1,271.0	3.7
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	1	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	550	192	0	-24	부채비율	58.9	55.9	49.4	57.5	55.3
기타투자활동	-46	-62	-159	87	-24	유동비율	43.5	46.7	82.7	71.7	97.7
재무활동 현금	-549	-481	-221	70	-534	순차입금/자기자본(x)	35.6	26.4	18.4	17.3	1.9
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-203	69	-500	영업이익/금융비용(x)	-1.0	-0.5	2.0	4.0	5.2
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	-34	-34	총차입금 (십억원)	2,577	1,841	1,693	1,768	1,268
배당금의 지급	52	2	0	34	34	순차입금 (십억원)	1,999	1,342	1,009	930	109
기타재무활동	-54	14	-18	35	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-851	-73	148	179	317	EPS	-9,531	-2,975	298	4,090	4,242
기초현금	1,354	503	430	578	757	BPS	63,533	57,933	63,011	61,829	65,475
기말현금	503	430	578	757	1,075	SPS	31,103	29,109	30,991	33,693	38,156
NOPLAT	-79	-50	9	308	327	CFPS	2,343	1,587	4,482	223	8,113
FCF	88	481	387	151	645	DPS	n/a	n/a	417	420	420

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

넷마블 (251270) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자 의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.