

넷마블 (251270/KS)

상반기 이익 < 하반기 이익

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 79,000 원(유지)

현재주가: 61,900 원

상승여력: 27.6%

2Q25 Review: 영업이익 1,011 억원으로 컨센서스 상회

매출액 7,176 억원(-8.2% YoY, +15.0% QoQ), 영업이익 1,011 억원(-9.1% YoY, +103.4% QoQ), 지배주주순이익 1,603 억원(-5.4% YoY, +112.1% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스를 크게 상회했다. <RF 온라인넥스트>가 온기 반영되었고, <세븐나이트 리버스> 출시 효과가 반영되었다. 두 신작 모두 출시 후 양대마켓 1 위를 기록했고, 현재까지 구글 상위권을 기록 중이다. 자체 IP 매출 증가, 자체 결제 시스템 도입으로 지급수수료(매출대비 비중 33.8%, -1.3%p QoQ)도 절감되었다. 영업 외에서는 하이브 PRS 계약 관련 금융수익이 반영되었다.

하반기가 진짜

상반기가 예상 외로 너무 좋았다. 상반기 이익은 1,508 억원(+31.2% HoH)으로 전년 <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 기저가 상당히 높았음에도 신작들의 높은 흥행 성과로 이익 성장을 이끌어냈다. 작년부터 빠르게 진행한 자체 런처 활용 및 전환도 비용 감소에 큰 기여를 했다. 하반기는 이러한 기조가 계속되는 가운데, 기대작들 <몬길: STAR DIVE>, <일곱 개의 대죄: Origin>, <나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE>의 출시를 계획하고 있다. 3분기는 8/26 <뱀피르> 출시와 기존 게임의 권역 확장을 통해 영업이익 699 억원이 예상된다. 최근 동사의 신작 출시 패턴을 보면 과거와는 다르게 계획한 일정에 맞춰 출시한다. 4분기에도 기대작들이 예상 시기에 출시된다면 또 한 번의 높은 이익 성장을 볼 수 있을 것이다. 2H25 영업이익은 1,722 억원(+70.9% HoH)을 기록할 것으로 전망한다.

실적 성장, 신작 모멘텀 모두 好

넷마블은 작년 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 올해 다수의 신작 흥행을 통해 연간 최대 실적을 기록하고 있다. 4분기 기대작 출시를 앞두고 흥행에 대한 기대감이 재차 반영될 것으로 예상된다. 실적 성장세와 신작 모멘텀 모두 좋다. 업종 top-pick 으로 계속 유지한다.



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	5,321 십억원
주요주주	
방준혁(외12)	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52%

Stock Data

주가(25/08/07)	61,900 원
KOSPI	3,227.68 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	37,500 원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

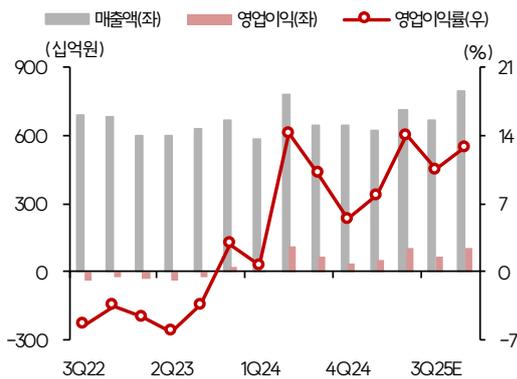
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,803	3,006	3,061
영업이익	십억원	-109	-68	216	323	351	363
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	305	289	319
EPS	원	-9,531	-2,975	298	3,546	3,357	3,709
PER	배	-6.3	-19.5	173.3	17.5	18.4	16.7
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	14.0	12.5	12.7
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	5.5	5.0	5.4

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	665.6	796.4	2,663.8	2,803.5	3,006.2
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	595.7	694.1	2,448.2	2,480.5	2,655.5
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	177.5	185.4	720.0	710.0	766.7
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	114.2	135.4	121.6	157.8	470.3	529.0	563.9
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	229.7	276.1	946.9	967.4	1,033.7
기타	73.2	81.5	73.3	83.0	68.7	63.8	66.8	74.9	311.0	274.2	291.1
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	69.9	102.2	215.6	323.0	350.7
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	10.5%	12.8%	8.1%	11.5%	11.7%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	160.2	55.2	15.7	3.2	311.4	297.1
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-188.3	75.6	160.3	53.6	15.3	3.2	304.8	288.5
YoY growth rate											
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	2.8%	22.7%	6.5%	5.2%	7.2%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.5%	10.5%	-9.2%	2.8%	24.5%	8.9%	6.1%	7.3%
온라인	10.9%	-3.8%	-0.1%	-26.2%	-14.8%	0.9%	1.1%	3.5%	-6.0%	-3.0%	-0.5%
기타	9.9%	-11.5%	-16.1%	-40.2%	-26.7%	8.8%	3.4%	0.7%	17.0%	-5.5%	8.0%
영업비용	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-8.1%	2.4%	13.1%	-4.8%	1.3%	7.1%
인건비	-4.3%	-5.4%	-0.9%	-2.2%	-4.1%	-4.3%	-0.8%	3.7%	-3.2%	-1.4%	8.0%
마케팅비	1.2%	27.0%	-28.2%	-5.6%	12.5%	-5.7%	16.2%	31.0%	-3.4%	12.5%	6.6%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.6%	-3.6%	-7.8%	2.2%	19.2%	-3.4%	2.2%	6.9%
기타	-23.6%	-13.2%	-15.7%	0.2%	-6.2%	-21.8%	-8.7%	-9.8%	-13.5%	-11.8%	6.2%
영업이익	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.1%	-9.1%	6.8%	190.2%	흑전	49.8%	8.6%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	2.6%p	7.3%p	-0.1%p	0.4%p	7.4%p	10.8%p	3.4%p	0.1%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-1.3%	168.2%	흑전	흑전	9582.0%	-4.6%

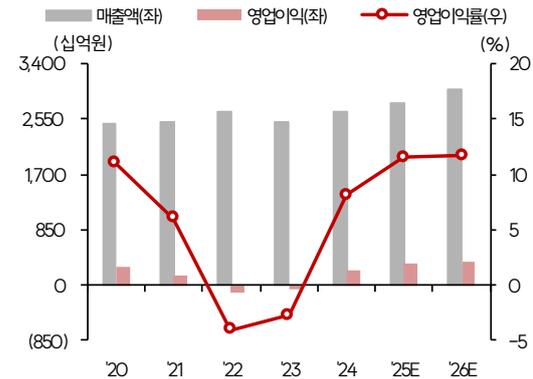
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



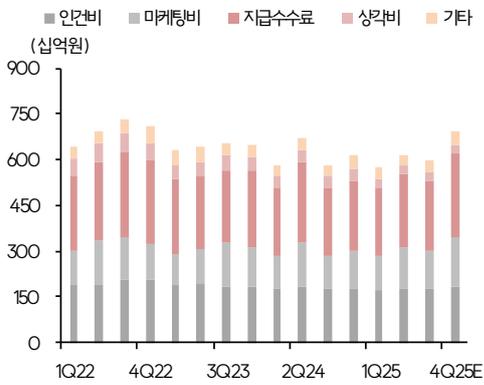
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

비용 항목별 추이



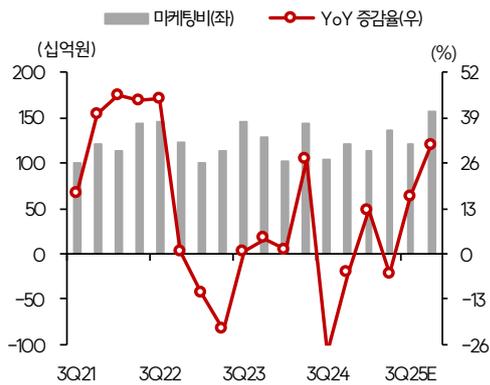
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 효율화



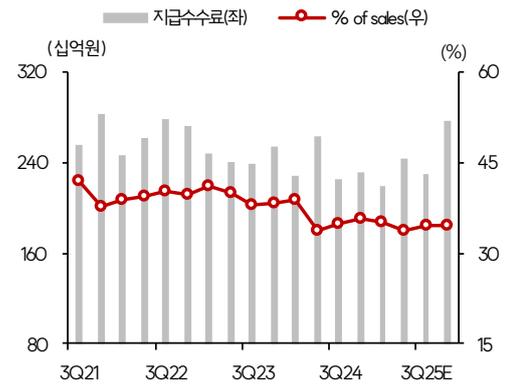
자료: 넷마블, SK 증권

마케팅비, 매출대비 비중 유지 중



자료: 넷마블, SK 증권

지급수수료 절감 지속



자료: 넷마블, SK 증권

하반기 신작 라인업

25년 하반기			
<p>킹 오브 파이터 AFK</p> <p>글로벌 수집형 AFK RPG</p>	<p>뱀피르 (8/26)</p> <p>한국 MMORPG</p>	<p>스톤에이지: 펫월드</p> <p>글로벌 수집형 RPG</p>	
<p>몬길: STAR DIVE</p> <p>글로벌 / 액션 RPG</p>	<p>일곱 개의 대죄: Origin</p> <p>글로벌 / 오픈월드 RPG</p>	<p>프로젝트 SOL</p> <p>한국 / MMORPG</p>	<p>나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE</p> <p>글로벌 / 액션 RPG</p>

자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	802	1,097	851
현금및현금성자산	430	578	264	589	236
매출채권 및 기타채권	272	295	362	341	415
재고자산	3	2	3	2	3
비유동자산	7,010	7,062	7,353	7,061	7,572
장기금융자산	636	496	470	469	473
유형자산	344	340	305	264	228
무형자산	3,229	3,245	3,028	2,952	2,879
자산총계	7,916	8,177	8,155	8,158	8,422
유동부채	1,940	1,348	1,482	1,361	1,371
단기금융부채	1,398	636	684	604	472
매입채무 및 기타채무	118	130	422	398	484
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	981	899	912
장기금융부채	443	1,057	626	563	507
장기매입채무 및 기타채무	182	19	13	13	13
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	2,837	2,703	2,463	2,260	2,283
지배주주지분	4,980	5,416	5,637	5,834	6,067
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
기타자본구성요소	370	430	432	432	432
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,128	1,145	1,416	1,613	1,845
비지배주주지분	100	58	55	64	73
자본총계	5,079	5,474	5,692	5,898	6,140
부채외자본총계	7,916	8,177	8,155	8,158	8,422

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	517	363	562
당기순이익(손실)	-304	3	311	297	328
비현금성항목등	440	382	181	253	245
유형자산감가상각비	57	53	47	41	35
무형자산상각비	129	101	77	75	73
기타	255	228	57	137	136
운전자본감소(증가)	-121	-35	150	-39	136
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-17	21	-74
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	58	-25	87
기타	-117	-91	-190	-238	-246
법인세납부	-4	-29	-64	-89	-99
투자활동현금흐름	466	37	-492	196	-635
금융자산의감소(증가)	27	-39	-24	8	-27
유형자산의감소(증가)	-36	-17	-6	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	141	0	0
기타	461	72	-602	188	-608
재무활동현금흐름	-481	-221	-388	-234	-275
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	-200	-80	-132
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-188	-63	-56
자본의증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금지급	-2	-0	0	-91	-87
기타	862	-22	0	0	-0
현금의 증가(감소)	-73	148	-314	325	-353
기초현금	503	430	578	264	589
기말현금	430	578	264	589	236
FCF	-134	271	511	363	562

자료 : 넷마블 SK증권 추정

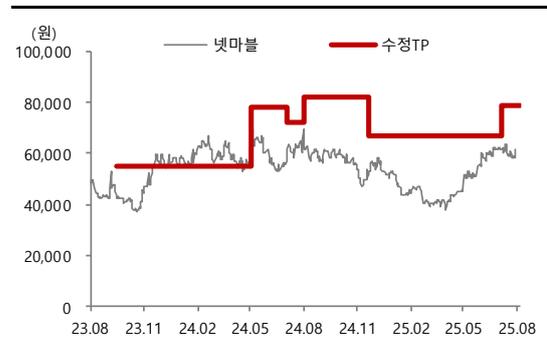
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,803	3,006	3,061
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,803	3,006	3,061
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,481	2,655	2,698
영업이익	-68	216	323	351	363
영업이익률(%)	-2.7	8.1	11.5	11.7	11.9
비영업손익	-90	-139	57	36	64
순금융손익	-130	-89	-64	-60	-49
외환관련손익	-34	-7	-2	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	117	107	103
세전계속사업이익	-159	76	380	386	427
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	13.5	12.9	13.9
계속사업법인세	145	73	68	89	99
계속사업이익	-304	3	311	297	328
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	311	297	328
순이익률(%)	-12.1	0.1	11.1	9.9	10.7
지배주주	-256	26	305	289	319
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	10.9	9.6	10.4
비지배주주	-48	-22	7	9	9
총포괄이익	-590	352	259	297	328
지배주주	-542	371	217	249	275
비지배주주	-48	-20	42	48	53
EBITDA	117	370	447	467	472

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	5.2	7.2	1.8
영업이익	적지	흑전	49.8	8.6	3.5
세전계속사업이익	적지	흑전	397.7	1.7	10.5
EBITDA	-5.5	216.4	20.9	4.4	1.1
EPS	적지	흑전	1,088.7	-5.3	10.5
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	3.8	3.6	4.0
ROE	-4.9	0.5	5.5	5.0	5.4
EBITDA마진	4.7	13.9	16.0	15.5	15.4
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	54.1	80.6	62.0
부채비율	55.9	49.4	43.3	38.3	37.2
순차입금/자기자본	26.2	18.2	15.9	7.5	9.4
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	5.8	6.3	6.9
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	3,546	3,357	3,709
BPS	62,650	67,728	70,302	72,595	75,297
CFPS	-817	2,094	4,991	4,706	4,973
주당 현금배당금	0	417	1,116	1,056	1,167
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	17.5	18.4	16.7
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
PCR	-71.1	24.7	12.4	13.2	12.4
EV/EBITDA	54.9	14.9	14.0	12.5	12.7
배당수익률	0.0	0.8	1.8	1.7	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.07.14	매수	79,000원	6개월		
2024.11.29	매수	67,000원	6개월	-26.45%	-7.16%
2024.08.09	매수	82,000원	6개월	-30.44%	-22.93%
2024.07.10	매수	72,000원	6개월	-13.19%	-3.61%
2024.05.10	매수	78,000원	6개월	-24.22%	-14.62%
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
2023.09.22	매수	55,000원	6개월	-8.57%	8.73%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 08월 08일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------