

넷마블 (251270)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

81,000

유지

현재주가

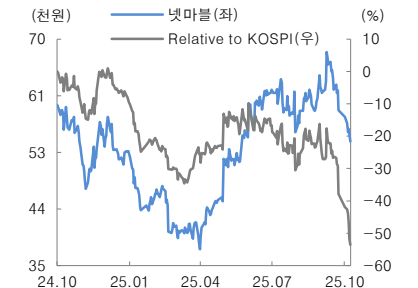
54,200

(25.10.17)

다지털엔터테인먼트

KOSPI	3748.89
시가총액	4,659십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	68,000원 / 37,500원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	27.78%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33%
	HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.3	-9.7	24.3	-7.4
상대수익률	-27.4	-23.1	-18.1	-35.5



모멘텀 공백 속 호실적 지속. 주가 회복 전망

- 3Q. 신작 흥행에도 기존작 둔화로 QoQ 감익 전망. 단, 컨센 상회 전망
- 4Q. 성수기 및 기존 흥행작들의 지역/플랫폼 확장 출시로 호실적 지속 전망
- 모멘텀 공백에 따른 주가 조정. 낮은 밸류와 펀더멘털 기반, 점진적 회복 전망

투자 의견 매수, 목표주가 81,000원 유지

12MF EPS 3,585원에 Target PER 23배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 10% 할증 적용. 매분기 신작 출시 예정이며, 높아진 신작 hit-ratio에 따른 신작 기대감이 멀티플 할증 요인

3분기도 흥행작 추가. 비용 효율화 지속

3Q25 매출액 7,087억원(YoY 9.5%, QoQ -1.2%), 영업이익 906억원(YoY 38.3%, QoQ -10.4%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센 상회 전망

8/26 출시한 '뱀피르'가 흥행에 성공하며, 동사는 2025년 들어 매 분기 흥행 신작을 연이어 선보이는 중. 현재 4분기에도 '뱀피르'는 국내 구구플레이 매출 순위 1위를 유지 중으로, 흥행세 지속. 다만, 상반기 호실적을 견인했던 'MCoC', '나 혼자만 레벨업', '세븐나이츠 리버스' 등 주요 타이틀들의 매출이 하향 안정화될 것으로 예상됨에 따라, 전분기 대비 영업이익은 감소할 전망. 영업비용 측면에서는 특이사항 없이 비용 효율화 기초가 지속되고 있는 것으로 판단

모멘텀 공백 속 호실적 지속. 점진적 주가 회복 전망

동사는 4분기동안 '몬걸:스타다이버', '나 혼자만 레벨업'(스팀, 11/17), 'RF온라인'(대만, 홍콩, 마카오)을 출시할 예정. 이 중 '나 혼자만 레벨업'을 제외한 2종은 출시일이 아직 확정되지 않았으며, 기존 4분기 출시 예정이던 '일곱 개의 대죄: Origin'은 2026년 1월 28일로 출시일이 확정됨. 출시 일정이 약 한 달 정도 지연됐으나, 출시일 확정 자체를 긍정적으로 판단

4분기 신작 라인업은 그간 2025년 매분기 흥행에 성공한 동사의 MMORPG 대형 신작들과는 달리, 지역/플랫폼 확장 중심의 신작들이기에, 단기 주가 모멘텀은 제한적일 수 있을 것으로 예상. 그러나 'RF온라인' 및 '나 혼자만 레벨업'은 기존 흥행이 검증된 타이틀의 확장판으로, 4분기 실적에 유의미한 기여가 가능할 것으로 판단. 또한 '몬걸:스타다이버'는 최근 CBT 및 TGS 시연에서 긍정적인 피드백 확보한 것으로 파악. 아울러 4분기는 동사의 기존 주요 게임들의 성수기 시즌으로, 4분기 실적 호조세 이어질 가능성 높을 것으로 판단. 연말 지스타 및 실적 발표에서 공개될 2026년 신작 라인업 역시 중장기 성장 기대를 높일 요인

8월 '뱀피르' 출시 이후 신작 모멘텀 공백으로 최근 주가는 조정 국면에 있으나, 하반기 연이은 호실적과 2026년 신작 기대감 및 실적 성장 가능성을 고려하면, 추가 주가 하락 폭은 제한적일 것으로 전망. 견조한 펀더멘털과 낮은 밸류에이션 부담을 기반으로 점진적인 주가 회복 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2025	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	647	718	713	709	9.5	-1.2	691	784	20.9	10.7
영업이익	65	101	91	91	38.3	-10.4	82	114	224.8	26.3
순이익	22	107	99	98	338.5	-7.9	75	122	흑전	24.2

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	2,910	2,920
영업이익	-68	216	356	403	422
세전순이익	-159	76	486	395	415
총당기순이익	-304	3	397	312	328
자배지분순이익	-256	26	393	312	328
EPS	-2,975	298	4,573	3,633	3,815
PER	NA	173.3	11.9	14.9	14.2
BPS	57,933	63,011	74,771	91,955	121,025
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
ROE	-4.9	0.5	6.6	4.4	3.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,847	2,999	2,835	2,910	-0.4	-3.0
판매비와 관리비	2,495	2,592	2,479	2,508	-0.7	-3.3
영업이익	352	407	356	403	1.2	-1.0
영업이익률	12.4	13.6	12.6	13.8	0.2	0.3
영업외손익	131	-8	131	-8	0.0	적자유지
세전순이익	482	399	486	395	0.9	-1.0
자배지분순이익	389	315	393	312	1.0	-1.0
순이익률	13.8	10.5	14.0	10.7	0.2	0.2
EPS(자배지분순이익)	4,527	3,670	4,573	3,633	1.0	-1.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	307.3	
Target PER(x)	22.7x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균대비 10% 할증 적용
목표 시총(십억원)	6,963.0	
주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	81,009	
목표 주가(원)	81,000	반올림 적용
현재 주가(원)	54,200	
상승 여력	49.4%	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 실적 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	708.7	784.4	2,663.8	2,834.6	2,910.3
제2의 나라	17.6	16.2	14.3	13.8	12.4	11.7	11.1	10.8	61.8	45.9	40.5
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	55.5	84.9	253.4	261.1	261.3
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	28.7	21.5	23.7	130.6	105.1	87.8
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	71.9	70.2	67.4
해리포터 호그와트 미스터리	23.4	18.6	18.2	19.5	18.7	18.6	18.5	18.2	79.7	73.9	69.0
블레이드스울앤레볼루션	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	57.7	48.8	40.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	140.6	137.8	604.2	571.7	537.7
나혼자만레벨업		156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	27.6	55.1	279.5	175.6	145.1
레이븐2		31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	24.4	23.2	102.6	107.4	80.9
일곱개의 대죄 오리진											133.0
RF 온라인넥스트					18.7	64.6	25.8	28.7		137.9	50.3
세븐나이츠리버스						93.3	87.7	115.3		296.2	239.1
뱀피르							61.2	49.1		110.3	78.1
몬길: 스타다이버								25.0		25.0	35.6
중국 로열티	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	68.3	60.4	39.0
기타(기타 게임 및 신작 포함)	241.8	257.7	224.1	230.6	207.6	174.6	191.5	171.2	954.2	744.9	1,004.7
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	618.1	670.0	2,448.2	2,478.8	2,507.6
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	175.1	176.8	720.0	698.9	696.4
자급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	245.2	276.3	946.9	982.9	1,026.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	135.5	155.9	470.3	541.0	546.6
감가비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	28.2	26.5	154.4	116.6	103.5
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	34.1	34.5	156.6	139.3	134.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.6	114.4	215.6	355.8	402.7
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	12.8%	14.6%	8.1%	12.6%	13.8%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	160.3	69.3	87.9	25.6	393.1	312.3
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	9.8%	11.2%	1.0%	13.9%	10.7%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2025년 하반기 신작 라인업

킹 오브 파이터 AFK  글로벌 수집형 AFK RPG 	뱀피르 (8/26)  한국 MMORPG 	스톤에이지: 펫월드  글로벌 수집형 RPG 	
몬길: 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, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

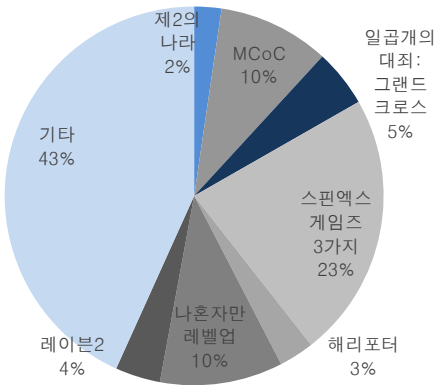
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 22%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국 민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크 로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

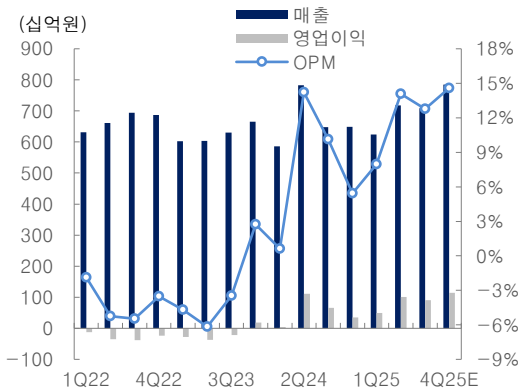
게임별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

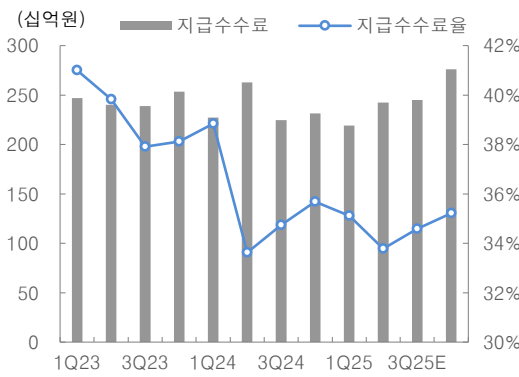
Earnings Driver

매출, 영업이익의 추이 및 전망



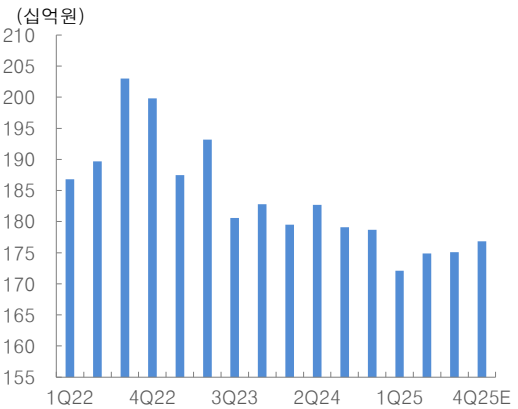
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



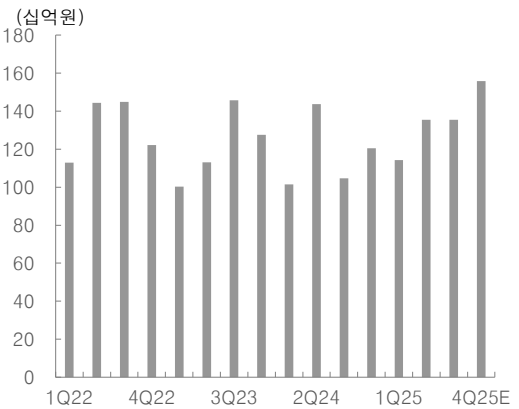
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	2,910	2,920
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	2,910	2,920
판매비용포함비	2,571	2,448	2,479	2,508	2,497
영업이익	-68	216	356	403	422
영업외수익	-27	8.1	12.6	13.8	14.5
EBITDA	117	370	487	521	529
영업외손익	-90	-139	131	-8	-8
관계기업손익	113	109	89	59	59
금융수익	73	77	192	77	77
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-262	-192	-145	-149	-149
외환관련손실	71	54	28	28	28
기타	-14	-133	-5	6	6
법인세비용차감전순이익	-159	76	486	395	415
법인세비용	-145	-73	-89	-83	-87
계속사업순이익	-304	3	397	312	328
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	397	312	328
당기순이익률	-12.1	0.1	14.0	10.7	11.2
비재계분순이익	-48	-22	4	0	0
재계분순이익	-256	26	393	312	328
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	35	35	36	36
포괄순이익	-590	352	750	668	687
비재계분포괄이익	-48	-20	8	0	0
재계분포괄이익	-542	371	741	668	687

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,573	3,633	3,815
PER	NA	173.3	9.8	12.4	11.8
BPS	57,933	63,011	74,771	91,955	121,025
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
EBITDAPS	1,361	4,305	5,665	6,056	6,152
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.2	5.3	0.1
SPS	29,109	30,991	32,978	33,859	33,968
PSR	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6
CFPS	1,587	4,482	8,531	7,660	7,756
DPS	0	417	417	417	417

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-6.4	6.5	6.4	2.7	0.3
영업이익 증/감	착지	흑전	65.0	13.2	4.9
순이익 증/감	착지	흑전	12,259.2	-21.5	5.0
수익성					
ROIC	-3.5	0.3	8.2	9.2	10.0
ROA	-0.8	2.7	4.3	4.7	4.4
ROE	-4.9	0.5	6.6	4.4	3.6
안정성					
부채비율	55.9	49.4	27.7	11.3	0.1
순차입금비율	26.2	18.2	-3.7	-24.7	-44.9
이자보상비율	-0.5	2.0	0.0	0.0	0.0

자료: 빗바들, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,462	2,304	4,160
현금및현금성자산	430	578	849	1,593	3,309
매출채권 및 기타채권	272	295	313	321	322
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,831	6,588	6,362
유형자산	344	340	313	292	275
관계기업투자지급	2,386	2,439	2,299	2,129	1,959
기타비유동자산	4,280	4,283	4,220	4,168	4,128
자산총계	7,916	8,177	8,294	8,892	10,522
유동부채	1,940	1,348	443	-451	-1,347
매입채무 및 기타채무	265	344	346	347	347
차입금	1,311	505	-391	-1,286	-2,181
유동상채무	86	131	120	120	120
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	372	997	997	997	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	525	358	358	358	358
부채총계	2,837	2,703	1,798	904	8
자본계분	4,980	5,416	6,427	7,904	10,403
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,504	1,783	2,076
기타자본계분	792	1,207	1,859	3,058	5,263
비재계분	100	58	69	84	111
자본총계	5,079	5,474	6,496	7,988	10,514
순차입금	1,329	995	-241	-1,970	-4,721

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	616	556	566
당기순이익	-304	3	397	312	328
비현금항목의 가감	440	382	336	346	339
감가상각비	185	154	131	118	106
외환손익	36	5	2	2	2
자본법평가손익	-113	-109	-89	-59	-59
기타	332	332	291	285	289
자산부채의 증감	-121	-35	-35	-26	-19
기타현금흐름	-113	-63	-83	-77	-81
투자활동 현금흐름	466	37	2	-1	-51
투자자산	544	179	142	172	171
유형자산	-36	-17	-17	-17	-17
기타	-43	-125	-123	-155	-205
재무활동 현금흐름	-481	-221	-983	-972	-972
단기차입금	-238	-895	-895	-895	-895
사채	-160	399	0	0	0
장기차입금	-16	314	0	0	0
유상증자	3	5	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-8	-43	-54	-43	-43
현금의 증감	-73	148	272	743	1,716
기초 현금	503	430	578	849	1,593
기말 현금	430	578	849	1,593	3,309
NOPLAT	-131	9	291	318	334
FCF	31	167	405	419	423

[Compliance Notice]

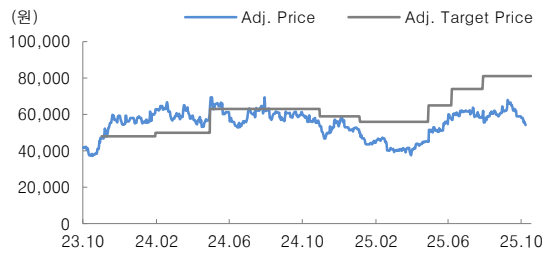
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.20	25.09.29	25.08.07	25.06.16	25.05.31	25.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	81,000	81,000	81,000	74,000	65,000	65,000
과다율(평균%)		(24.88)	(23.90)	(18.06)	(17.80)	(21.10)
과다율(최대/최소%)		(16.05)	(16.05)	(13.78)	(7.54)	(18.46)
제시일자	25.01.14	24.11.16	24.11.08	24.09.24	24.08.08	24.07.18
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	56,000	59,000	59,000	63,000	63,000	63,000
과다율(평균%)	(23.04)	(10.80)	(16.71)	(5.19)	(3.47)	(0.88)
과다율(최대/최소%)	(13.13)	(1.69)	(14.24)	10.16	(10.48)	3.97
제시일자	24.05.09	24.02.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10	
투자의견	Buy	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform	
목표주가	63,000	50,000	48,000	48,000	48,000	
과다율(평균%)	(5.42)	19.28	19.96	15.05	11.68	
과다율(최대/최소%)	10.16	6.20	14.58	(2.60)	24.58	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251015)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상