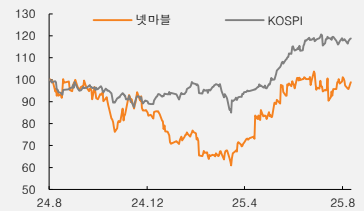


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 90,000원
현재주가(25/9/5)	60,800원
상승여력	48.0%

영업이익(25F, 십억원)	364
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	337
EPS 성장률(25F, %)	1,503.9
MKT EPS 성장률(25F, %)	22.7
P/E(25F, x)	12.7
MKT P/E(25F, x)	11.9
KOSPI	3,205.12
시가총액(십억원)	5,226
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	28.0
벤투(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	63,800
(%)	1M 6M 12M
절대주가	3.9 49.4 3.9
상대주가	3.7 19.2 -16.5



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

Conviction Buy

뱀피르 대규모 흥행 성공. 실적 서프라이즈 예상

8/26일 출시한 뱀피르가 대규모 초기 흥행에 성공하고 있는 것으로 판단한다. 초기 일매출은 30억원대, 현재는 20억원대 일매출을 기록 중인 것으로 추정한다. 안드로이드 매출 집계 오류로 인해 미집계된 8월 26~31일 매출은 iOS 매출과의 계수를 고려해 자체 추정하였다. 9/7일까지 양대마켓 매출 1위를 유지 중이다.

뱀피르 3분기 일평균 매출액 추정치를 15억원으로 상향(기존 5억원)하며 3Q25F 영업이익을 850억원(컨센서스 810억원)으로 21% 상향한다. 서버 수 증가세를 고려 시 완만한 하향 안정화 흐름이 예상된다. 3분기 일평균 매출액에 대한 컨센서스는 10억원 수준에 불과함에 따라 실적 서프라이즈 가능성이 높아졌다는 판단이다.

세븐나이트 리버스 글로벌 서프라이즈 가능성도 충분

4분기에는 세븐나이트 리버스 글로벌 매출 호조에 따른 실적 서프라이즈를 예상한다. 현재 컨센서스는 2분기 이후 감소한 트래픽을 고려해 3, 4분기 세븐나이트 매출액에 대한 가파른 하향 안정화를 가정하고 있다. 그러나 9/18일 출시 예정된 글로벌 지역에서의 성과가 2분기 수준의 세븐나이트 매출을 유지시킬 것으로 예상된다.

세나리 글로벌 매출(4분기 일평균 5억원)을 반영한 4분기 예상 영업이익은 1,280억원으로 컨센서스를 20% 상회할 전망이다. 세븐나이트와 세븐나이트2의 글로벌 흥행 시기 성과는 국내 이상이었다. 일본, 미국, 대만에서 대규모 흥행에 성공했다.

업종 내 Top Pick 유지, 목표주가 90,000원으로 상향

26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 85,000원에서 90,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 상향한다. 사지 않을 이유가 없는 구간이다. 1) 밸류에이션 매력도가 높은 구간으로 25F P/E 13배, 26F 14배 수준에 불과하다. 26년 신작이 아직 미공개인 상황이기에 26년에 대한 실적 추정치는 보수적인 상황이다. 11월로 예상되는 26년 예정 신작 라인업(5종 예상) 공개 이후 26년에 대한 추정치 상향이 이어질 전망이다.

2) 신작 흥행 및 글로벌 확장 성과, 지속적인 비용 효율화에 따른 3, 4분기 연속적인 서프라이즈가 예상된다. 3) 대형 신작(몬길, 7대죄 오리진) 출시가 다가오는 구간임을 고려 시 4분기 강력한 신작 모멘텀이 발생할 전망이다. 4) 24년 이후 지속적인 신작 흥행에 따라 높아지고 있는 Hit Ratio는 중장기 리레이팅으로 이어질 것이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,755	2,817	2,948
영업이익 (십억원)	-68	216	364	428	510
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	13.2	15.2	17.3
순이익 (십억원)	-256	26	411	368	435
EPS (원)	-2,975	298	4,784	4,287	5,059
ROE (%)	-4.9	0.5	7.3	6.2	6.9
P/E (배)	-	173.3	12.7	14.2	12.0
P/B (배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	718	675	738	2,502	2,664	2,755	2,817
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	4.3%	13.8%	-6.4%	6.5%	3.4%	2.3%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	65	55	89	269	253	265	275
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	49	50	237	217	199	204
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	51	51	206	197	202	201
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	43	45	45	206	190	183	175
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	43	26	30	-	280	149	105
세븐나이트 리버스	-	-	-	-	-	93	72	81	-	-	246	135
RF온라인	-	-	-	-	19	65	32	42	-	-	158	90
뱀피르	-	-	-	-	-	-	54	68	-	-	122	88
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	29	23	22	150	131	105	83
레이븐2	-	31	39	32	31	29	24	23	-	103	107	82
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	11	10	87	58	42	36
제2의나라	18	14	10	9	7	6	7	6	93	51	27	23
기타	299	314	281	292	270	234	225	222	1,254	1,185	950	1,320
영업비용	582	671	582	614	574	617	589	610	2,571	2,448	2,391	2,389
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	245	980	947	932	918
인건비	180	183	179	179	172	175	175	176	745	720	698	712
마케팅비	102	144	105	121	114	135	130	131	487	470	511	523
기타	73	82	73	83	69	64	59	59	460	311	250	235
영업이익	4	111	66	35	50	101	85	128	-68	216	364	428
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1247.2%	-9.1%	30.5%	263.2%	적지	흑전	68.9%	17.4%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	12.7%	17.3%	-2.7%	8.1%	13.2%	15.2%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	160	72	104	-256	26	411	368
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	10.6%	14.1%	-10.2%	1.0%	14.9%	13.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,654	2,788	2,755	2,817	4%	1%	2,826	3,009	-3%	-6%	뱀피르 매출 상향 세나리 글로벌 매출 반영 시작
영업이익	304	400	364	428	20%	7%	337	382	8%	12%	
지배주주순이익	366	348	411	368	12%	6%	314	318	31%	16%	
영업이익률	11.4%	14.4%	13.2%	15.2%	-	-	11.9%	12.7%	-	-	
순이익률	13.8%	12.5%	14.9%	13.1%	-	-	11.1%	10.6%	-	-	

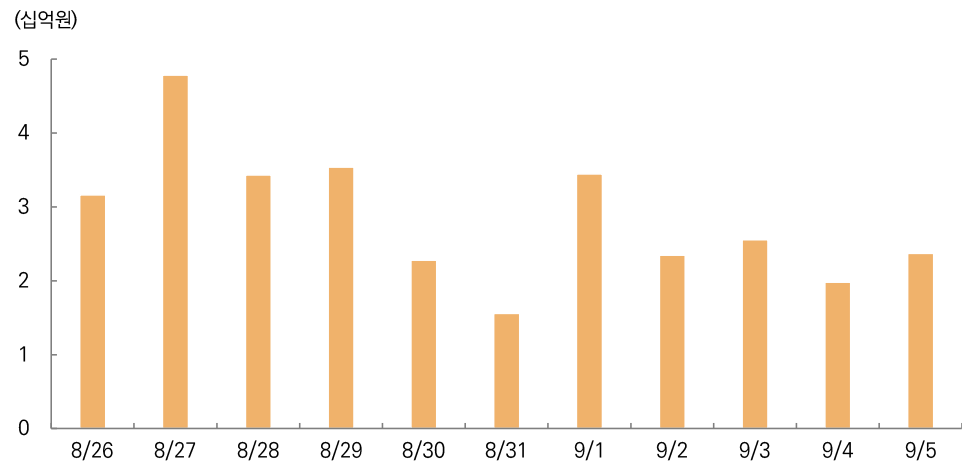
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	368	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	7,738	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	90,000	
현재주가 (원)	60,800	
상승여력	48.0%	

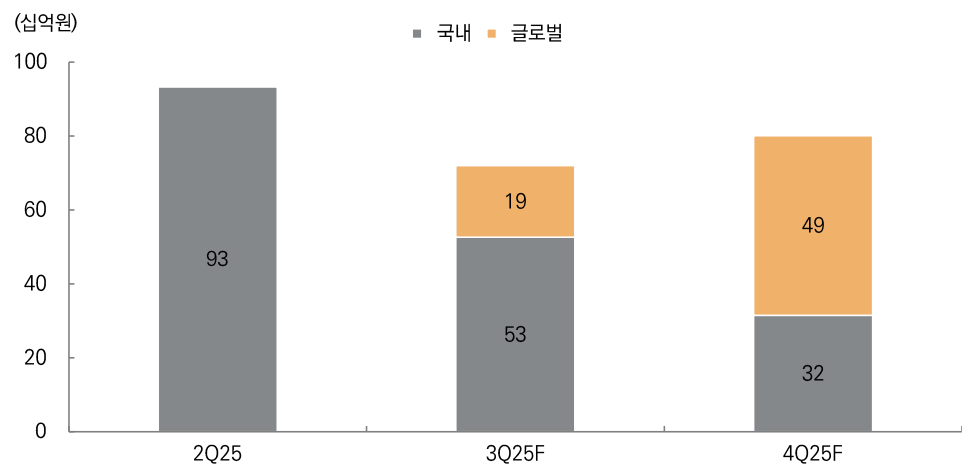
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 뱀피르 일매출 추정



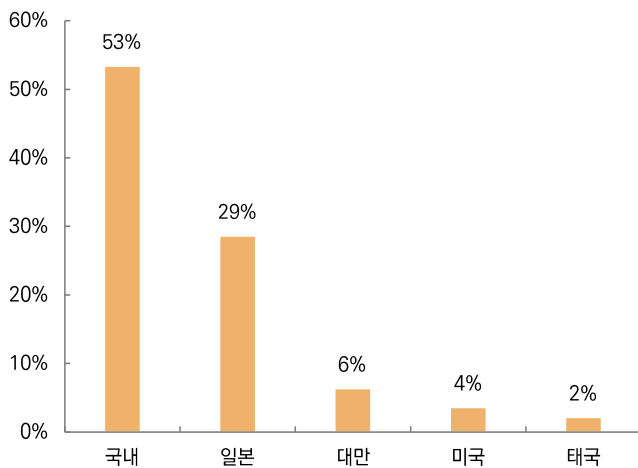
주: 8/26-8/31일 안드로이드 일매출은 매출 미집계. 9월 1일 이후의 안드로이드/iOS 평균 계수를 대입하여 해당 시기 매출 재추정
 자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 세븐나이츠 리버스 분기 매출 전망



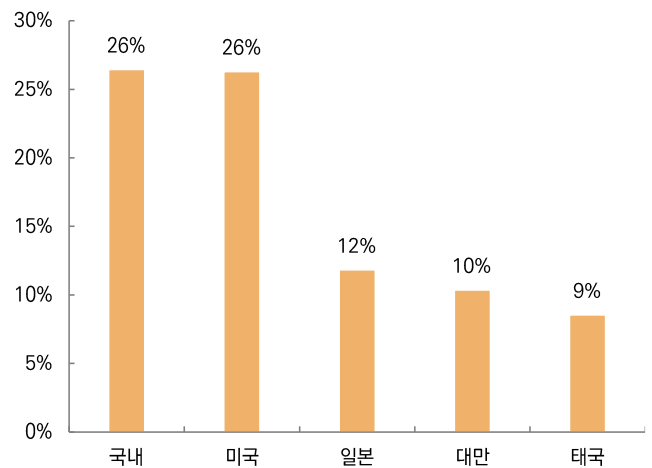
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 세븐나이츠 글로벌 흥행기(2Q16) 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 세븐나이츠2 글로벌 흥행기(1Q22) 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,755	2,817	2,948
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,755	2,817	2,948
판매비와관리비	2,448	2,391	2,389	2,438
조정영업이익	216	364	428	510
영업이익	216	364	428	510
비영업손익	-140	157	63	70
금융손익	-89	-64	-41	-29
관계기업등 투자손익	109	215	98	92
세전계속사업손익	76	521	491	580
계속사업법인세비용	73	106	123	145
계속사업이익	3	416	368	435
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	416	368	435
지배주주	26	411	368	435
비지배주주	-22	4	0	0
총포괄이익	352	416	368	435
지배주주	371	439	389	459
비지배주주	-20	-23	-21	-24
EBITDA	370	494	549	625
FCF	270	337	440	495
EBITDA 마진율 (%)	13.9	17.9	19.5	21.2
영업이익률 (%)	8.1	13.2	15.2	17.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	14.9	13.1	14.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,468	1,840	2,262
현금 및 현금성자산	578	708	1,073	1,488
매출채권 및 기타채권	294	296	299	303
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	462	466	469
비유동자산	7,062	6,753	6,727	6,717
관계기업투자등	2,439	2,512	2,537	2,563
유형자산	340	439	428	422
무형자산	3,245	2,862	2,822	2,793
자산총계	8,177	8,220	8,567	8,979
유동부채	1,348	1,617	1,626	1,635
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	727	727	727
기타유동부채	582	767	775	783
비유동부채	1,355	748	751	754
장기금융부채	1,057	447	447	447
기타비유동부채	298	301	304	307
부채총계	2,703	2,365	2,377	2,389
지배주주지분	5,416	5,793	6,128	6,528
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,523	1,857	2,258
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,855	6,190	6,590

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	505	495	555
당기순이익	3	416	368	435
비현금수익비용가감	382	263	249	253
유형자산감가상각비	53	69	66	65
무형자산상각비	101	61	55	50
기타	228	133	128	138
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	-40	5	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-3	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-8	0	0
법인세납부	-29	-106	-123	-145
투자활동으로 인한 현금흐름	37	213	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-168	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	322	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	60	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-553	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-519	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	131	365	414
기초현금	430	578	708	1,073
기말현금	578	708	1,073	1,488

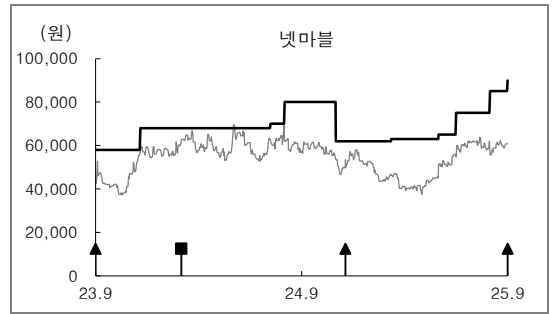
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	12.7	14.2	12.0
P/CF (x)	11.5	7.7	8.5	7.6
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	14.9	11.4	9.6	7.8
EPS (원)	298	4,784	4,287	5,059
CFPS (원)	4,482	7,901	7,187	8,005
BPS (원)	67,728	72,115	76,004	80,666
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	8.2	9.3	7.9
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	3.4	2.3	4.7
EBITDA증가율 (%)	216.4	33.4	11.2	13.8
조정영업이익증가율 (%)	흑전	68.9	17.5	19.2
EPS증가율 (%)	흑전	1,503.9	-10.4	18.0
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.9	10.0	10.4
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,293.7	1,309.8	1,357.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	5.1	4.4	5.0
ROE (%)	0.5	7.3	6.2	6.9
ROIC (%)	0.3	8.9	10.3	12.5
부채비율 (%)	49.4	40.4	38.4	36.2
유동비율 (%)	82.7	90.8	113.2	138.4
순차입금/자기자본 (%)	18.4	5.9	-0.3	-6.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	4.2	6.0	7.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.09.08	매수	90,000	-	-
2025.08.08	매수	85,000	-29.55	-26.82
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.