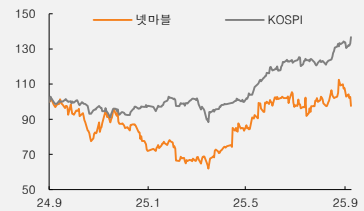


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(25/10/2)	59,000원
상승여력	61.0%

영업이익(25F,십억원)	364
Consensus 영업이익(25F,십억원)	340
EPS 성장률(25F,%)	1,502.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.5
P/E(25F,x)	12.3
MKT P/E(25F,x)	13.1
KOSPI	3,549.21
시가총액(십억원)	5,071
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	27.9
베타(12M) 일간수익률	0.92
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	68,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.2	42.2	0.7
상대주가	-10.5	0.4	-27.3



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

251270 · 게임

넷마블

세나리 글로벌 기대 이상의 성과

뱀피르, 세나리 글로벌 흥행 장기화

8/26일 출시한 뱀피르 흥행이 장기화되고 있다. 초기 성과 이후 가파른 하향 안정화를 예상한 시장의 예상과는 다른 흐름이 이어지고 있다. 3분기 20억원 이상의 일평균 매출액을 기록한 것으로 추정된다. 향후 가파른 하향 안정화를 가정하더라도 4분기 일평균 10억원 이상의 일매출을 기록할 것으로 예상된다.

9/18일 출시한 세나리 글로벌도 일본, 대만, 태국에서의 인기를 기반으로 기대 이상의 흥행 성과를 기록하고 있다. 출시 이후 현재까지 10억원 이상의 일매출액을 유지 중인 것으로 추정된다. 10/2일 신규 전설 영웅 업데이트 이후 세나리 국내도 매출 반등이 관찰되고 있다.

신작 출시 구간으로의 돌입

하반기 출시를 예고했던 신작 중 킹오파AFK와 뱀피르는 성공적으로 출시를 완료했다. 11/17일 나혼자만레벨업 PC/콘솔 버전이 출시될 예정이다. 7월 사전 등록을 시작한 스톤에이지: 펫월드도 출시가 다가오고 있다.

동사는 9/25일 개최된 도쿄게임쇼 2025에 참가해 기대작 문길, 7대죄 오리진 시연 행사를 진행했다. 멀티플랫폼 출시를 목표로 하고 있는 문길 콘솔 버전이 현장에서 최초 공개되었다. 일본 인기 IP를 기반으로 한 기대작 7대죄 오리진도 마케팅 본격화에 돌입했다. 7대죄 오리진은 1/28일 출시를 앞두고 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원 유지

동사에 대한 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 밸류에이션 매력에 높은 구간으로 25F P/E 12.3배, 26F 13.0배에 불과하다. 26년 예정 신작 라인업이 아직 미공개인 상황으로 인해 내년 실적에 대한 컨센서스는 보수적인 상황이다. 3분기 실적 발표에서의 라인업 공개 이후 26년에 대한 추정치 상황이 이어질 전망이다.

동사의 최대 기대작 7대죄 오리진 출시가 가시권으로 다가오기 시작함에 따라 강력한 신작 모멘텀을 기대할 수 있는 구간이다. 2차 CBT까지 진행된 문길의 출시도 임박한 상황이다. 24년 이후 지속적인 신작 흥행에 따라 높아지고 있는 신작 Hit Ratio는 중장기 리레이팅으로 이어질 것이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,774	2,900	2,988
영업이익 (십억원)	-68	216	364	457	510
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	13.1	15.8	17.1
순이익 (십억원)	-256	26	411	389	433
EPS (원)	-2,975	298	4,781	4,525	5,040
ROE (%)	-4.9	0.5	7.3	6.5	6.8
P/E (배)	-	173.3	12.3	13.0	11.7
P/B (배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
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	691	741	2,502	2,664	2,774	2,900
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	6.7%	14.2%	-6.4%	6.5%	4.1%	4.5%
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	77	-	-	242	135
RF온라인	-	-	-	-	19	65	32	42	-	-	158	90
뱀피르	-	-	-	-	-	-	70	90	-	-	160	126
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	207	1,254	1,185	935	1,365
영업비용	582	671	582	614	574	617	604	615	2,571	2,448	2,410	2,443
지급수수료	227	263	225	232	219	242	231	246	980	947	938	945
인건비	180	183	179	179	172	175	175	176	745	720	698	712
마케팅비	102	144	105	121	114	135	139	135	487	470	524	551
기타	73	82	73	83	69	64	59	59	460	311	250	235
영업이익	4	111	66	35	50	101	87	126	-68	216	364	457
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1247.2%	-9.1%	33.0%	257.5%	적지	흑전	68.8%	25.5%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	12.6%	17.0%	-2.7%	8.1%	13.1%	15.8%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	160	73	102	-256	26	411	389
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	10.5%	13.8%	-10.2%	1.0%	14.8%	13.4%

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	2,793	2,855	2,774	2,900	-1%	2%	2,830	3,021	-2%	-4%	7대죄 오리진 1분기 출시 확정 반영
영업이익	389	453	364	457	-6%	1%	340	387	7%	18%	
지배주주순이익	430	389	411	389	-4%	0%	317	324	30%	20%	
영업이익률	13.9%	15.9%	13.1%	15.8%	-	-	12.0%	12.8%	-	-	
순이익률	15.4%	13.6%	14.8%	13.4%	-	-	11.2%	10.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	389	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	8,167	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	59,000	
상승여력	61.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,774	2,900	2,988
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,774	2,900	2,988
판매비와관리비	2,448	2,410	2,443	2,478
조정영업이익	216	364	457	510
영업이익	216	364	457	510
비영업손익	-140	157	62	68
금융손익	-89	-64	-40	-28
관계기업등 투자손익	109	215	96	90
세전계속사업손익	76	521	519	578
계속사업법인세비용	73	105	130	144
계속사업이익	3	415	389	433
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	415	389	433
지배주주	26	411	389	433
비지배주주	-22	4	0	0
총포괄이익	352	415	389	433
지배주주	371	439	411	457
비지배주주	-20	-23	-22	-24
EBITDA	370	493	578	625
FCF	270	337	460	494
EBITDA 마진율 (%)	13.9	17.8	19.9	20.9
영업이익률 (%)	8.1	13.1	15.8	17.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	14.8	13.4	14.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,467	1,860	2,281
현금 및 현금성자산	578	708	1,093	1,506
매출채권 및 기타채권	294	296	300	303
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	461	465	470
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	8,587	8,998
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	6,148	6,547
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,522	1,877	2,276
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,855	6,210	6,609

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	505	515	554
당기순이익	3	415	389	433
비현금수익비용가감	382	263	256	252
유형자산감가상각비	53	69	66	65
무형자산상각비	101	61	55	50
기타	228	133	135	137
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	-105	-130	-144
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	130	385	413
기초현금	430	578	708	1,093
기말현금	578	708	1,093	1,506

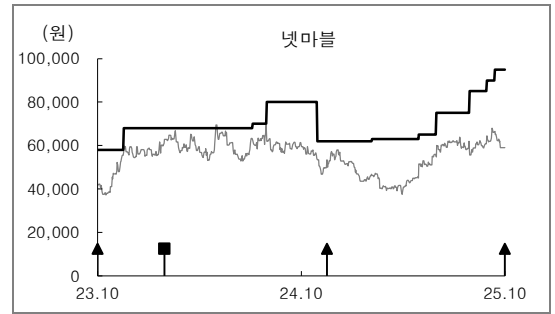
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	12.3	13.0	11.7
P/CF (x)	11.5	7.5	7.9	7.4
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	14.9	11.1	8.8	7.5
EPS (원)	298	4,781	4,525	5,040
CFPS (원)	4,482	7,897	7,500	7,972
BPS (원)	67,728	72,112	76,239	80,881
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	8.2	8.8	7.9
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	4.1	4.5	3.0
EBITDA증가율 (%)	216.4	33.3	17.2	8.0
조정영업이익증가율 (%)	흑전	68.8	25.6	11.6
EPS증가율 (%)	흑전	1,502.9	-5.4	11.4
매출채권 회전율 (회)	10.0	10.0	10.3	10.5
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,302.6	1,348.2	1,375.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	5.1	4.6	4.9
ROE (%)	0.5	7.3	6.5	6.8
ROIC (%)	0.3	8.8	11.0	12.5
부채비율 (%)	49.4	40.4	38.3	36.1
유동비율 (%)	82.7	90.7	114.4	139.5
순차입금/자기자본 (%)	18.4	5.9	-0.7	-6.9
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	4.2	6.4	7.1

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.09.22	매수	95,000	-	-
2025.09.08	매수	90,000	-28.96	-24.44
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 대상지점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 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.