

인터넷/게임

넷마블 251270

곧바로 이어질 릴레이 달리기

Nov 7 2025

BUY

유지

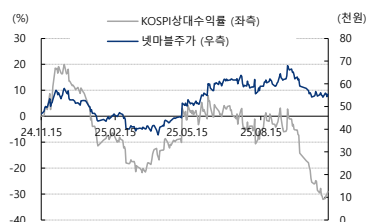
TP 78,000 원

유지

Company Data

현재가(11/06)	55,400 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	68,000 원
52 주 최저가(보통주)	37,500 원
KOSPI (11/06)	4,026.45p
KOSDAQ (11/06)	898.17p
자본금	86 억원
시가총액	47,618 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	20.9 만주
평균거래대금(60 일)	116 억원
외국인지분(보통주)	27.44%
주요주주	
방준혁 외 12 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT PTE	17.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	22.7	-0.2
상대주가	-17.2	-22.0	-36.4

3Q25 Review: 영업이익 컨센서스 상회

넷마블 3Q25 매출은 6,960억원(YoY +7.5%, QoQ -3.0%), 영업이익은 909억원(OPM 13.1%)으로 영업이익 기준 시장 예상치(매출 6,959억원, 이익 833억원) 상회. 매출은 기존 작들의 매출 하향과 '세븐나이즈 리버스'(국내)의 출시 초기 효과 제거 영향을 3Q25 신작인 '뱀피르'의 매출 기여(626억원), 25년 9월 18일 '세븐나이즈 리버스'의 글로벌 확장 효과가 일부 상쇄하며 QoQ -3.0%, 신작이 부재했던 전년 동기비로는 +7.5% 기록.

영업비용 중 인건비는 보수적인 채용 기조 유지로 1,704억원(YoY -4.9%, QoQ -2.6%), 마케팅비는 '뱀피르' 출시 및 '세븐나이즈 리버스'의 글로벌 확장 관련 마케팅 집행으로 1,453억원(YoY +38.9%, 매출 대비 20.9%) 집행. 지급수수료는 2,249억원(YoY flat, QoQ -7.2%)으로 매출 대비 32.3% 기록. 해당 비율은 'RF 온라인 넥스트', '세븐나이즈 리버스', '뱀피르' 흥행에 따른 자체 IP 기반 게임 매출 비중 증가 영향으로 YoY -2.4%p 절감.

투자의견 Buy & 목표주가 78,000원 유지

투자의견 Buy, TP는 78,000원 유지. 동사는 자체 IP 매출 비중 증가에 따른 지급수수료를 하락으로 시장 기대치를 상회하는 이익 수준을 기록하였으며, 26년 신작 라인업 8종을 공개하였으며, 1H26 출시 예정작은 6종. 이 중 '일곱 개의 대죄: Origin'(26년 평균 일매출 5.8억원), '몬걸: STAR DIVE'(평균 일매출 3.6억원), 'SOL: enchant'(4.6억원), '나 혼자만 레벨업: KARMA'(3.7억원) 등 기대작에 대해 동사의 24~25년 신작들의 성과 대비 높지 않은 매출 기여를 가정하더라도 '뱀피르' 등 기존작의 지역확장까지 고려시 26년 매출 2.97조원(YoY +7.4%), 영업이익 4,300억원(YoY +25.1%) 기록 전망. 2025년 내 출시 예정이었던 신작들의 출시 일정이 1H26으로 이연되었으나, 4Q25에도 '세븐나이즈 리버스', 'RF 온라인', '레이븐2' 등의 지역 확장 효과와 MCoC 등 계절성 반영으로 1,020억원의 영업이익 기록할 것으로 추정.

한편 구글과 에픽게임즈 간 합의(서드파티 앱스토어 설치 허용 및 외부 결제 수단 도입, 플레이스토어 결제 외 거래 수수료 인하)에 따라 동사의 자체 결제 비중이 확대될 경우 북미/모바일 매출 비중이 높은 동사의 지급수수료율이 추가적으로 하락할 가능성도 존재. 아직 공격적으로 반영하기에는 이르지만 외부 요인에 따른 OPM 상승 가능성이 커졌다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,763	2,968	3,176
YoY(%)	-6.4	6.5	3.7	7.4	7.0
영업이익(십억원)	-68	216	344	430	527
OP 마진(%)	-2.7	8.1	12.5	14.5	16.6
순이익(십억원)	-304	3	373	419	496
EPS(원)	-2,975	298	4,168	4,482	5,313
YoY(%)	적지	흑전	1,297.1	7.5	18.5
PER(배)	-19.5	173.3	13.3	12.4	10.4
PCR(배)	27.1	10.9	4.7	4.6	4.2
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	11.1	8.6	6.5
ROE(%)	-4.9	0.5	6.4	6.5	7.2



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovst.com

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	725.7	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,763.2	2,967.6
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.6%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.5%	11.8%	6.6%	-6.4%	6.5%	3.7%	7.4%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	48.7	63.4	288.6	269.6	253.4	232.9	195.0
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	146.2	151.1	642.2	649.0	604.2	590.5	581.1
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	28.7	27.8	31.7	180.2	149.8	130.6	119.5	117.2
나 혼자만 레벨업: ARISE	-	-	-	-	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	39.2	35.3	-	-	279.5	167.4	108.1
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	20.9	20.1	-	-	102.6	100.8	59.0
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	18.7	64.6	34.8	36.4	-	-	-	154.5	85.0
세븐나이츠 리버스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	93.3	83.5	73.2	-	-	-	250.0	160.6
뱀피르	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62.6	64.4	-	-	-	127.0	141.3
나혼렘 ARISE OVERDRIVE (Steam)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.8	-	-	-	13.8	23.0
스톤에이지 키우기	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60.1
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	197.1
SOL: enchant	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	143.5
몬갈: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105.9
나 혼자만 레벨업: KARMA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83.6
프로젝트 옥토퍼스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	38.2
이블베인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.1
상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.0
기타 (신작 포함)	337.5	331.8	378.4	386.0	333.7	344.1	304.2	311.5	287.0	251.2	232.3	236.3	1,562.5	1,348.9	1,293.6	1,006.7	808.8
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	605.1	623.7	2,782.1	2,570.6	2,448.2	2,419.5	2,537.6
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	247.6	1,056.2	980.0	946.9	934.0	993.8
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	173.3	782.1	744.1	720.0	690.7	699.5
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	134.3	524.3	486.8	470.3	529.2	571.7
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	33.0	37.2	187.1	174.3	156.6	140.9	148.8
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	31.5	31.3	232.4	185.4	154.4	124.7	123.8
영업이익	-	28.2	-	37.2	-	21.9	18.8	3.7	49.7	101.1	90.9	102.0	-	108.7	-	68.5	430.0
성장률(YoY %)	적지다	적지다	적지다	적지다	적지다	적지다	적지다	적지다	124.32%	-9.1%	38.8%	189.7%	적지다	적지다	적지다	59.4%	25.1%
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	14.1%	-4.1%	-2.7%	8.1%	12.4%	14.5%
당기순이익	-	45.8	-	44.1	-	28.4	-	185.6	80.2	160.2	40.6	92.0	-	886.4	-	303.9	373.0
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	3.2%	-26.2%	12.9%	22.3%	5.8%	12.7%	-33.2%	-12.1%	0.1%	13.5%	14.1%

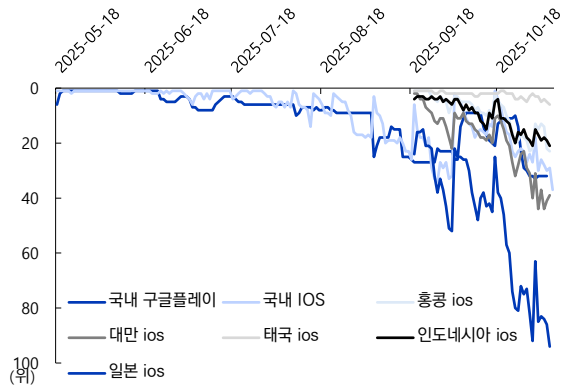
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2025-11-25	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	글로벌	PC	외부 IP
1H26	스톤에이지 키우기	방지형 RPG	글로벌	모바일	자체 IP
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일/PC/콘솔	외부 IP
	SOL: enchant	MMORPG	한국	MMORPG	외부 IP (퍼블리싱)
	몬갈: STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이프 액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이프 RPG	글로벌	모바일	외부 IP (퍼블리싱)
2026	이블베인	협동 액션	글로벌	PC/콘솔	자체 IP
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	글로벌	콘솔	외부 IP

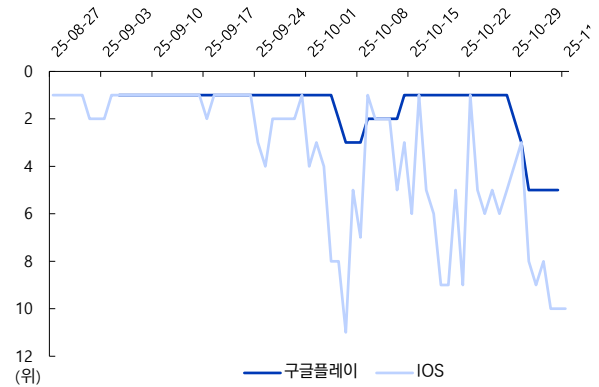
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 세븐나이트 리버스 국내 및 글로벌 모바일 매출순위 추이



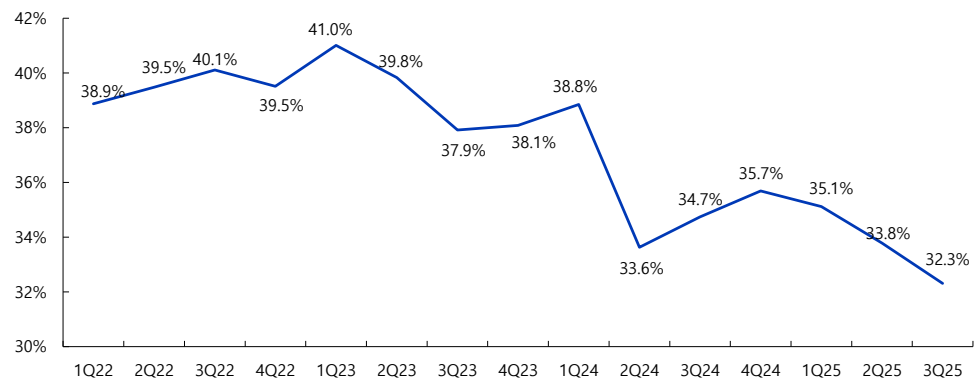
자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 뱀피르 국내 모바일 게임 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

[도표 5] 넷마블 매출 대비 지급수수료율 추이 (분기별)



자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,763	2,968	3,176
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,763	2,968	3,176
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,420	2,538	2,649
영업이익	-68	216	344	430	527
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.4	14.5	16.6
EBITDA	117	370	473	543	626
EBITDA Margin (%)	4.7	13.9	17.1	18.3	19.7
영업외손익	-90	-139	115	93	93
관계기업손익	113	109	110	110	110
금융수익	73	77	197	148	148
금융비용	-262	-192	-147	-119	-119
기타	-14	-133	-46	-46	-46
법인세비용차감전순이익	-159	76	458	523	620
법인세비용	145	73	85	105	124
계속사업순이익	-304	3	373	419	496
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	373	419	496
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	13.5	14.1	15.6
비지배자분순이익	-48	-22	15	33	40
지배자분순이익	-256	26	358	385	457
지배순이익률 (%)	-10.2	1.0	13.0	13.0	14.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-286	349	441	441	441
포괄순이익	-590	352	814	860	937
비지배자분포괄이익	-48	-20	-45	-48	-52
지배자분포괄이익	-542	371	859	908	989

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	576	594	657
당기순이익	-304	3	373	419	496
비현금항목의 가감	440	382	399	392	387
감가상각비	57	53	42	33	26
외환손익	36	5	2	2	2
자본법평가손익	-113	-109	-110	-110	-110
기타	461	432	464	466	469
자산부채의 증감	-121	-35	-28	-38	-38
기타현금흐름	-113	-63	-168	-178	-188
투자활동 현금흐름	466	37	67	35	-15
투자자산	549	191	229	229	229
유형자산	-36	-17	0	0	0
기타	-47	-137	-162	-194	-244
재무활동 현금흐름	-481	-221	308	19	19
단기차입금	-298	-895	47	47	47
사채	-160	399	30	30	30
장기차입금	-16	314	14	14	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-5	-38	251	-38	-38
현금의 증감	-73	148	885	568	580
기초 현금	503	430	578	1,463	2,031
기말 현금	430	578	1,463	2,031	2,610
NOPLAT	-131	9	280	344	422
FCF	-103	111	382	419	482

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	2,069	2,750	3,492
현금및현금성자산	430	578	1,463	2,031	2,610
매출채권 및 기타채권	272	295	306	329	352
재고자산	3	2	2	2	3
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,812	6,579	6,360
유형자산	344	340	298	264	238
관계기업투자금	2,386	2,439	2,319	2,199	2,078
기타금융자산	623	489	489	489	489
기타비유동자산	3,657	3,794	3,707	3,627	3,555
자산총계	7,916	8,177	8,881	9,329	9,852
유동부채	1,940	1,348	1,685	1,734	1,783
매입채무 및 기타채무	265	344	345	347	350
차입금	1,311	505	552	598	645
유동성채무	86	131	420	420	420
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,395	1,439	1,486
차입금	372	598	612	626	640
사채	0	399	429	459	489
기타비유동부채	525	358	354	354	357
부채총계	2,837	2,703	3,080	3,173	3,269
지배자분	4,980	5,416	5,740	6,091	6,514
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,470	1,821	2,243
기타자본변동	370	430	430	430	430
비지배자분	100	58	61	65	70
자본총계	5,079	5,474	5,801	6,156	6,583
총차입금	1,841	1,693	2,062	2,144	2,228

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

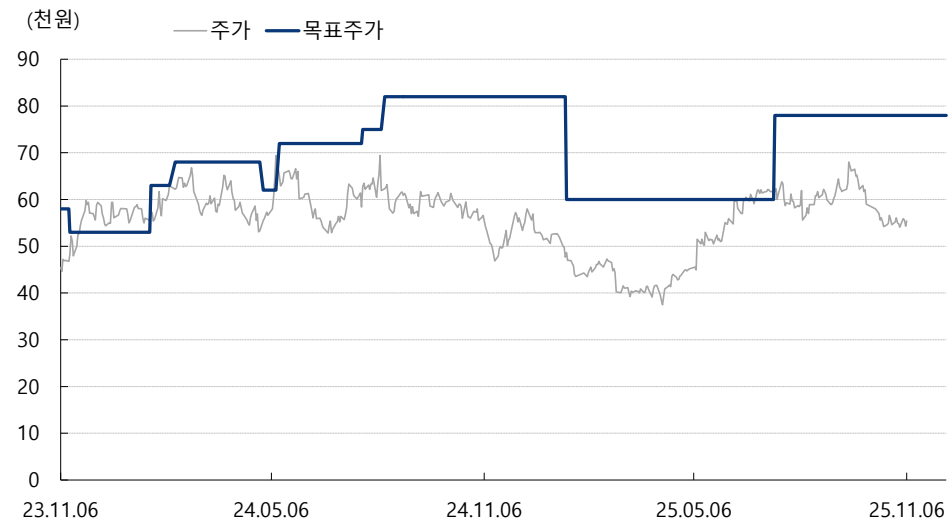
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,168	4,482	5,313
PER	-19.5	173.3	13.3	12.4	10.4
BPS	57,933	63,011	66,781	70,866	75,781
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	1,361	4,305	5,508	6,317	7,280
EV/EBITDA	54.9	14.9	11.1	8.6	6.5
SPS	29,109	30,991	32,148	34,526	36,952
PSR	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5
CFPS	-1,198	1,296	4,440	4,876	5,609
DPS	0	417	417	417	417

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	3.7	7.4	7.0
영업이익 증가율	적지	흑전	59.4	25.1	22.6
순이익 증가율	적지	흑전	11,501.9	12.2	18.5
수익성					
ROIC	-3.6	0.3	8.7	11.0	13.9
ROA	-3.0	0.3	4.2	4.2	4.8
ROE	-4.9	0.5	6.4	6.5	7.2
안정성					
부채비율	55.9	49.4	53.1	51.5	49.7
순차입금비율	23.3	20.7	23.2	23.0	22.6
이자보상배율	-0.5	2.0	2.6	3.1	3.7

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.01.30	매수	66,000	(4.25)	(9.24)	2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)	2024.10.21	매수	82,000	(53.4)	(37.8)
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)	2025.01.16	매수	60,000	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000	(43.7)	(26.8)
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)	2025.04.15	매수	60,000	(36.9)	(31.7)
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37	2025.05.09	매수	60,000	(5.7)	3.5
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)	2025.07.15	매수	78,000	(29.3)	(22.3)
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)	2025.08.08	매수	78,000	(28.2)	(14.7)
2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32	2025.10.21	매수	78,000	(41.2)	(37.8)
2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)	2025.11.07	매수	78,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	3.8%	1.5%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하