



Outperform(Maintain)

목표주가: 67,000원(하향)

주가(11/3): 55,900원

시가총액: 48,048억원



인터넷/게임 Analyst 김진규

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/3)		4,221.87pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	68,000원	37,500원
등락률	-17.8%	49.1%
수익률	절대	상대
1M	-5.3%	-20.3%
6M	23.8%	-24.9%
1Y	3.1%	-37.3%

Company Data

발행주식수	85,954천주
일평균 거래량(3M)	231천주
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(25E)	1.3%
BPS(25E)	69,522원
주요 주주	방준혁 외 12인 24.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,841.6	3,032.6
영업이익	-68.5	215.6	349.9	447.1
EBITDA	117.0	370.0	492.4	588.9
세전이익	-158.6	76.3	349.2	453.1
순이익	-303.9	3.2	286.9	338.4
지배주주지분순이익	-255.7	25.6	272.5	316.4
EPS(원)	-2,975	298	3,170	3,681
증감률(% YoY)	적지	흑전	962.6	16.1
PER(배)	-19.5	173.3	17.6	15.2
PBR(배)	1.00	0.82	0.80	0.73
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	10.6	7.7
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.3	14.7
ROE(%)	-4.9	0.5	4.8	5.0
순차입금비율(%)	26.2	18.2	5.4	-5.2

Price Trend



기업 업데이트

넷마블 (251270)

다작의 허실



동사에 대한 목표주가를 기존 6.9만원에서 6.7만원으로 하향하면서, 투자 의견을 Outperform으로 유지한다. 동사 전략은 모바일 다작 중심의 플랫폼 연계 전략을 통해 마진율에 대한 버퍼와 유저 접점을 넓히는 시도를 가져가나, 기존 고착화된 메타를 넘어서는 참신한 게임성과 유저 선택적인 과금의 지평을 넓혀야 의미있는 기업가치 레벨업이 가능할 것이라는 결론이다.

>>> 동사 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 6.9만원에서 6.7만원으로 하향하고, 투자 의견을 Outperform으로 유지한다. 목표주가는 26E 지배주주지분 3,164억원에 목표 PER 20배와 연 할인율 10%를 적용한 결과다. 타겟 PER은 동사 PLC 관리에 문제가 있음을 감안해 기존 22.5배에서 20배로 하향 조정했다.

>>> 다작 출시 전략의 한계점

동사는 기본적으로 모바일게임 중심 다작 출시 전략으로 일관된 정책을 진행 중이다. 동 전략과 함께 최근 멀티플랫폼 기반 크로스플레이 일부 추가를 통해 마진율에 대한 버퍼와 유저 커버리지를 넓히는 모습도 갖고 있다. 다만 당사가 우려하는 점은 기존 장르별 고착화된 게임성을 넘어서는 참신한 게임성이 부각되지 않는 가운데 주력 신작 PLC 관리 및 유지가 부족한 점이다. 올해 출시한 RF 온라인 넥스트, 세븐나이트 리버스도 최근 매출 순위가 상당히 레벨다운이 된 모습이며, 뱀피르 경우도 기존 국산 MMORPG의 고착화를 넘어선 부분이 잘 보이지 않는다. 당사가 강조하는 것은 기존 진부한 게임성이 아닌 유저에게 새로운 포인트로 소구할 수 있도록 재미에 기반한 참신한 게임성이 요구된다는 것이며 기존 국산 게임들이 P2W에 점철된 모습이 아닌 유저의 합리적 선택에 기반한 게임성으로 해당 과금 결과가 게임의 플레이 결과에 영향을 제한적으로 주는 가운데 유저 만족도를 높여야 한다는 데 있다. 당사가 내년 주력 신작으로 가정한 일곱 개의 대좌: Origin도 CBT 등을 통해 글로벌 유저에게 기존 유사 장르의 컨셉과 게임성을 뛰어넘는 새로운 방향을 일으킬 수 있는지에 대해서는 확신이 들지 않으며 출시 초기 분기 기준 1Q26E 일평균 매출 10억원과 26E 7.4억원의 일평균 매출 추정치를 반영 중인 현재 가정이 보수적이라고 볼 수는 없다. 또한 다작 출시 전략의 허점은 결국 PLC 관리가 되지 않을 때 탑라인은 감소되는 반면 이에 대한 운영 및 직간접비 감소는 다소 비탄력적일 수 있기에 게임별 공헌이익 및 공헌이익률 관점에서 부정적일 수 있다는 점이다.

>>> 3분기 영업이익 견조할 것

동사 3Q25E 영업이익은 뱀피르 초기 매출 효과 등에 힘입어 전분기와 유사한 1,006억원을 예상한다. 다만 연말 동사의 무형자산 및 영업권 관련한 손상차손 발생 여지로 연간 영업외손익이 제한적일 수 있음을 감안할 필요가 존재한다.

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	729.7	770.3	2,663.8	2,841.6	3,032.6
모바일 게임	520.4	736.1	598.8	599.1	575.3	672.8	679.5	719.8	2,454.4	2,647.3	2,836.2
온라인 게임	8.6	7.0	7.1	6.9	7.3	7.3	6.7	6.6	29.6	27.9	26.6
기타	56.4	39.0	41.5	42.9	41.3	37.6	43.5	44.0	179.7	166.4	169.7
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	629.1	671.9	2,448.2	2,491.7	2,585.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	100.6	98.4	215.6	349.9	447.1
영업이익률(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.8%	12.8%	8.1%	12.3%	14.7%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	47.8	88.8	24.8	-162.1	-139.3	-0.7	6.0
법인세차감전순이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	189.9	125.5	-63.7	76.3	349.2	453.1
법인세차감전순이익률(%)	0.1%	27.8%	6.5%	-28.4%	15.6%	26.5%	17.2%	-8.3%	2.9%	12.3%	14.9%
법인세비용	10.7	55.1	21.6	-14.4	17.3	29.8	30.9	-15.7	73.1	62.3	114.7
법인세율(%)	1236.3%	25.3%	51.2%	7.8%	17.7%	15.7%	24.7%	24.7%	95.8%	17.9%	25.3%
당기순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	160.1	94.5	-48.0	3.2	286.9	338.4
당기순이익률(%)	-1.7%	20.7%	3.2%	-26.2%	12.9%	22.3%	13.0%	-6.2%	0.1%	10.1%	11.2%
지배주주지분	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	160.4	89.5	-53.0	25.6	272.5	316.4
비지배주주지분	-9.4	-7.2	-1.9	-3.9	4.7	-0.2	5.0	5.0	-22.4	14.4	22.0

자료: 넷마블, 키움증권 리서치

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	2,937.3	2,992.6	2,874.8	2,841.6	3,032.6	2,866.7	-3.3%	1.3%	-0.3%
영업이익	359.6	407.4	387.4	349.9	447.1	406.2	-2.7%	9.8%	4.8%
영업이익률	12.2%	13.6%	13.5%	12.3%	14.7%	14.2%	0.1%	1.1%	0.7%
법인세차감전순이익	351.1	411.1	416.9	349.2	453.1	464.1	-0.5%	10.2%	11.3%
당기순이익	274.0	312.5	316.8	286.9	338.4	346.4	4.7%	8.3%	9.4%
지배주주지분	254.4	290.5	292.8	272.5	316.4	322.4	7.1%	8.9%	10.1%

자료: 키움증권 리서치

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	706.8	850.6	761.3	758.0	729.7	770.3	808.9	735.2	3.2%	-9.4%	6.3%	-3.0%
영업이익	83.7	121.8	119.7	107.9	100.6	98.4	142.6	109.1	20.2%	-19.2%	19.2%	1.1%
영업이익률	11.8%	14.3%	15.7%	14.2%	13.8%	12.8%	17.6%	14.8%	1.9%	-1.5%	1.9%	0.6%
법인세차감전순이익	97.7	39.9	138.8	127.0	125.5	-63.7	177.3	143.7	28.4%	적전	27.7%	13.2%
당기순이익	74.6	30.5	105.5	96.5	94.5	-48.0	132.4	107.3	26.6%	적전	25.5%	11.2%
지배주주지분	69.6	25.5	100.0	91.0	89.5	-53.0	126.9	101.8	28.5%	적전	26.9%	11.9%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,841.6	3,032.6	2,866.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,841.6	3,032.6	2,866.7
판매비	2,570.5	2,448.2	2,491.7	2,585.5	2,460.6
영업이익	-68.5	215.6	349.9	447.1	406.2
EBITDA	117.0	370.0	492.4	588.9	547.2
영업외손익	-90.1	-139.3	-0.7	6.0	57.9
이자수익	16.4	18.4	36.1	53.9	72.1
이자비용	146.7	107.4	107.4	107.4	107.4
외환관련이익	36.7	46.9	26.4	27.0	27.5
외환관련손실	70.8	53.9	28.5	29.0	29.6
종속 및 관계기업손익	112.8	108.7	124.9	168.5	192.9
기타	-38.5	-152.0	-52.2	-107.0	-97.6
법인세차감전이익	-158.6	76.3	349.2	453.1	464.1
법인세비용	145.3	73.1	62.3	114.7	117.7
계속사업손익	-303.9	3.2	286.9	338.4	346.4
당기순이익	-303.9	3.2	286.9	338.4	346.4
지배주주순이익	-255.7	25.6	272.5	316.4	322.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-6.4	6.5	6.7	6.7	-5.5
영업이익 증감율	흑전	-414.7	62.3	27.8	-9.1
EBITDA 증감율	-5.4	216.2	33.1	19.6	-7.1
지배주주순이익의 증감율	흑전	-110.0	964.5	16.1	1.9
EPS 증감율	적지	흑전	962.6	16.1	1.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.3	14.7	14.2
EBITDA Margin(%)	4.7	13.9	17.3	19.4	19.1
지배주주순이익률(%)	-10.2	1.0	9.6	10.4	11.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98.1	287.7	588.8	622.4	639.4
당기순이익	-303.9	3.2	286.9	338.4	346.4
비현금항목의 가감	440.3	382.0	426.3	416.6	376.1
유형자산감가상각비	56.5	53.4	51.1	52.0	52.6
무형자산감가상각비	128.9	100.9	91.4	89.8	88.4
지분법평가손익	-423.5	-243.5	-124.9	-168.5	-192.9
기타	678.4	471.2	408.7	443.3	428.0
영업활동자산부채증감	-121.0	-34.8	-26.2	0.2	34.4
매출채권및기타채권의감소	-80.4	-9.5	-19.7	-21.2	18.4
재고자산의감소	-0.3	-0.4	-0.1	-0.2	0.1
매입채무및기타채무의증가	-14.6	-6.3	9.8	10.1	6.6
기타	-25.7	-18.6	-16.2	11.5	9.3
기타현금흐름	-113.5	-62.7	-98.2	-132.8	-117.5
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	-41.3	-41.7	-42.1
유형자산의 취득	-36.2	-17.3	-55.0	-55.0	-55.0
유형자산의 처분	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	12.6	20.6	-75.0	-75.0	-75.0
투자자산의감소(증가)	676.6	189.4	216.7	216.4	216.0
단기금융자산의감소(증가)	56.7	-37.7	-3.0	-3.1	-3.1
기타	-244.5	-118.6	-125.0	-125.0	-125.0
재무활동 현금흐름	-480.9	-220.7	-25.0	-86.5	-86.5
차입금의 증가(감소)	-473.5	-182.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.2	-0.1	0.0	-61.5	-61.5
기타	-5.2	-37.8	-25.0	-25.0	-25.0
기타현금흐름	40.8	43.7	142.9	176.9	176.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-72.7	147.5	665.4	671.2	687.5
기초현금 및 현금성자산	503.0	430.3	577.9	1,243.2	1,914.4
기말현금 및 현금성자산	430.3	577.9	1,243.2	1,914.4	2,601.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	1,806.0	2,504.6	3,180.0
현금 및 현금성자산	430.3	577.9	1,243.2	1,914.4	2,601.9
단기금융자산	82.1	119.8	122.8	125.9	129.0
매출채권 및 기타채권	271.5	295.1	314.8	336.0	317.6
재고자산	2.7	2.1	2.3	2.4	2.3
기타유동자산	119.2	119.9	122.9	125.9	129.2
비유동자산	7,010.1	7,062.2	6,969.0	6,920.5	6,897.8
투자자산	3,008.8	2,928.1	2,836.4	2,788.5	2,765.4
유형자산	344.4	339.8	343.6	346.7	349.1
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,228.8	3,214.0	3,200.5
기타비유동자산	428.1	549.1	560.2	571.3	582.8
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,775.0	9,425.2	10,077.8
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,365.4	1,383.0	1,397.2
매입채무 및 기타채무	264.6	344.2	353.9	364.0	370.6
단기금융부채	1,397.7	636.1	636.1	636.1	636.1
기타유동부채	277.5	367.9	375.4	382.9	390.5
비유동부채	897.0	1,355.0	1,361.7	1,368.7	1,373.5
장기금융부채	443.3	1,056.6	1,056.6	1,056.6	1,056.6
기타비유동부채	453.7	298.4	305.1	312.1	316.9
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,727.1	2,751.6	2,770.7
지배지분	4,979.5	5,416.0	5,975.7	6,579.3	7,188.8
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
기타자본	370.1	430.2	430.2	430.2	430.2
기타포괄손익누계액	422.4	776.9	1,125.5	1,474.2	1,822.8
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,356.5	1,611.5	1,872.4
비지배지분	99.5	57.8	72.2	94.2	118.2
자본총계	5,079.0	5,473.9	6,047.9	6,673.5	7,307.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,975	298	3,170	3,681	3,751
BPS	57,933	63,011	69,522	76,544	83,636
CFPS	1,587	4,482	8,297	8,783	8,406
DPS	0	0	750	750	750
주가배수(배)					
PER	-19.5	173.3	17.6	15.2	14.9
PER(최고)	-24.6	242.7	21.8		
PER(최저)	-12.4	154.5	11.8		
PBR	1.00	0.82	0.80	0.73	0.67
PBR(최고)	1.27	1.15	0.99		
PBR(최저)	0.63	0.73	0.54		
PSR	2.00	1.67	1.69	1.58	1.68
PCFR	36.6	11.5	6.7	6.4	6.7
EV/EBITDA	54.9	14.9	10.6	7.7	7.1
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	21.4	18.2	17.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	1.3	1.3	1.3
ROA	-3.6	0.0	3.4	3.7	3.6
ROE	-4.9	0.5	4.8	5.0	4.7
ROIC	-0.6	-0.4	8.4	9.8	8.9
매출채권회전율	10.3	9.4	9.3	9.3	8.8
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,297.8	1,298.1	1,221.8
부채비율	55.9	49.4	45.1	41.2	37.9
순차입금비율	26.2	18.2	5.4	-5.2	-14.2
이자보상배율	-0.5	2.0	3.3	4.2	3.8
총차입금	1,841.0	1,692.6	1,692.6	1,692.6	1,692.6
순차입금	1,328.6	995.0	326.6	-347.6	-1,038.3
NOPLAT	117.0	370.0	492.4	588.9	547.2
FCF	17.5	109.0	277.1	349.3	352.1

Compliance Notice

- 당사는 11월 3일 현재 '넷마블(251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

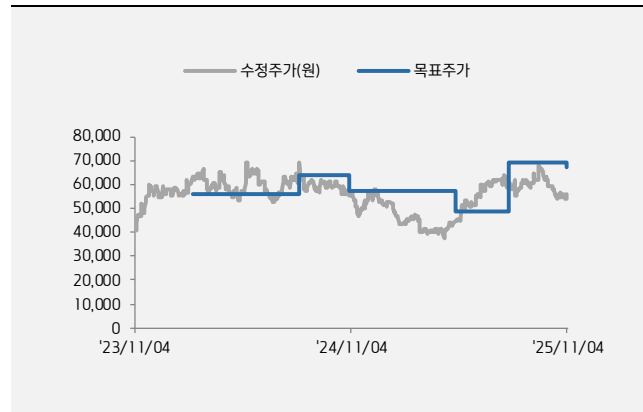
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2024-02-08	Marketperform(Downgrade)	56,000원	6개월	7.24	23.93
	2024-08-08	Marketperform(Maintain)	64,000원	6개월	-7.10	8.44
	2024-10-31	Marketperform(Maintain)	57,000원	6개월	-17.24	1.75
	2025-04-30	Marketperform(Maintain)	49,000원	6개월	14.43	30.20
	2025-07-29	Outperform(Upgrade)	69,000원	6개월	-13.87	-1.45
	2025-11-04	Outperform(Maintain)	67,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

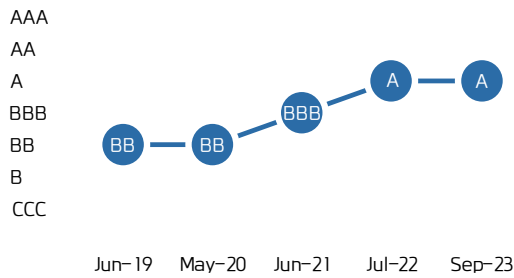
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

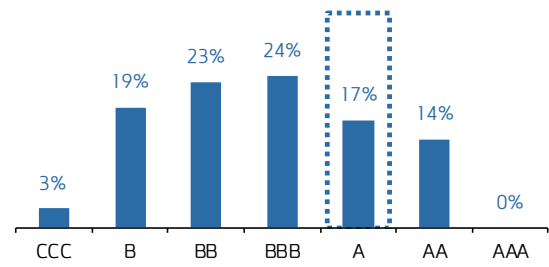
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.3	4.6		
환경	8.3	8.3	5.0%	▲1.6
탄소 배출	8.3	8.4	5.0%	▲1.6
사회	5.1	4.8	51.0%	▲0.1
인력 자원 개발	3.9	3.7	26.0%	▼0.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.4	5.8	25.0%	▲0.3
지배구조	5.1	4.5	44.0%	▼0.8
기업 지배구조	6.7	5.3		▼0.5
기업 활동	4.1	5.3		▼0.9

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ●	● ●	● ●	● ● ● ●	A	◀▶
CyberAgent, Inc.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ●	A	◀▶
Netmarble Corporation	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	●	A	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Bandai Namco Holdings Inc.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	B	◀▶
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치