넷마블
(251270)

3타수 3안타

투자의견
BUY(유지)

목표주가
70,000 원(유지)

현재주가
55,600 원(10/14)

시가총액
4,779(십억원)

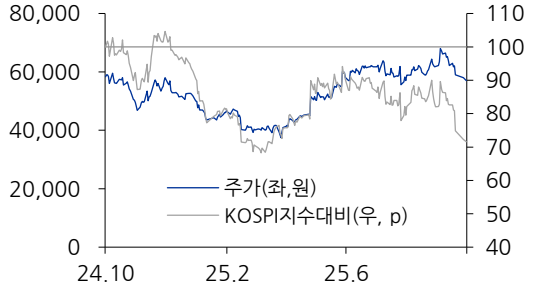
인터넷/게임/우주 정의훈_ 02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 7,020억원(+8%yoy), 영업이익 792억원(+21%yoy)으로 컨센서스(810억원) 부합할 전망
- 8/26일 출시된 MMORPG 신작 '뱀피르'는 출시후 9월 국내 모바일 게임 매출 1위를 기록하는 등 초기 흥행에 성공함. 3분기 뱀피르 추정 일매출은 18억원으로 약 650억원의 분기 매출 기여가 예상됨
- 뱀피르의 좋은 성적에도 2분기 대비 매출액이 소폭 감소하는 것은 기존작 매출 하향에 기인함. 올해 상반기 흥행 신작인 'RF온라인 넥스트'(3월)와 '세븐나이츠 리버스'(9월) 모두 2분기 대비 국내 매출 순위가 감소하며 qoq 매출 감소 영향 발생. 다만 9/18일 세븐나이츠 리버스의 글로벌 출시로 매출 하향폭을 일정 부분 만회함. 두 신작의 2분기 합산 매출액은 약 1,600억원으로, 3분기 합산 매출액은 약 1,200억원으로 추정. 이외 기존작(MCOC, 나혼렙 등)의 매출 감소 영향도 반영됨. 비용에서는 신작 출시, 글로벌 확장, 게임쇼 참가 등으로 인한 마케팅 비용이 증가할 전망이며, 나머지는 전분기와 유사할 것
- 동사는 도쿄게임쇼에 참가해 신작 '몬길: STAR DIVE', '일곱개의 대죄: Origin'을 출품함. 이중 '7대죄'의 경우 출시일을 내년 1/28일로 확정지으며, 기존 4분기 출시 예정일이 연기됨. 다만 기존에도 4분기 기대작이 몰려 출시 연기를 감안한 매출을 추정했기 때문에 유의미한 추정치 하향은 없음. '몬길'은 최근 2차 CBT를 진행했으며, 예상되는 출시 시점은 지스타2025 이후인 11월말~12월초로 예상됨
- 1분기(RF온라인), 2분기(세나리), 3분기(뱀피르) 출시한 모든 신작이 좋은 성과를 거뒀음. 물론 신작들의 매출 하향은 아쉬운 대목. 다만, 4분기 몬길 또한 유의미한 성과 기대 가능하며 연말에 가시화될 내년도 신작 라인업 또한 우려보단 기대감이 앞설 것

주가(원,10/14)			55,600
시가총액(십억원)			4,779
발행주식수			85,954천주
52주 최고가			69,000원
최저가			37,500원
52주 일간 Beta			0.91
3개월 일평균거래대금			164억원
외국인 지분율			27.9%
배당수익률(2025F)			0.8%
주주구성			
방준혁 (외 15인)			58.6%
엔씨소프트 (외 1인)			6.8%
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-15.1	-10.7	-40.4
절대기준	-10.2	34.3	-4.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(25)	332	329	▲
영업이익(26)	377	357	▲

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,796	2,963
영업이익	-68	216	332	377
세전손익	-159	76	456	409
당기순이익	-304	3	383	323
EPS(원)	-2,975	298	4,230	3,518
증감률(%)	na	흑전	1,318.1	-16.8
PER(배)	na	186.4	13.1	15.8
ROE(%)	-4.9	0.5	6.6	5.3
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	54.2	15.6	11.4	9.8

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. **넷마블 실적 추이**

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	**585.4**	**782.1**	**647.3**	**649.0**	**623.9**	**717.6**	**702.0**	**752.2**	**2,663.8**	**2,795.7**
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	8.4%	15.9%	6.5%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1	542.2	599.1	572.9	667.7	650.3	701.2	2,454.4	2,592.1
PC 게임	7.1	7.0	8.6	6.9	7.5	7.3	7.7	8.0	29.6	30.5
기타	48.0	39.0	49.8	42.9	43.5	42.6	44.0	43.0	179.7	173.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	622.8	650.5	2,448.2	2,463.9
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-8.1%	7.0%	6.0%	-4.8%	0.6%
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	237.3	258.8	946.9	957.5
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	176.0	179.6	720.0	702.6
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	146.0	138.0	470.3	533.6
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	29.0	29.0	154.4	119.9
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	34.5	45.1	156.6	150.3
영업이익	**3.7**	**111.2**	**65.5**	**35.2**	**49.7**	**101.1**	**79.2**	**101.7**	215.6	331.8
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.1%	1246%	-9.1%	21.0%	188.8%	흑자전환	53.9%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.3%	13.5%	8.1%	11.9%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	47.8	88.8	-6.1	-6.0	-139.3	124.5
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	189.9	73.1	95.7	76.3	456.3
지배순이익	**-0.4**	**169.5**	**22.4**	**-165.9**	**75.6**	**160.3**	**55.8**	**71.9**	**25.6**	**363.5**
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-5.4%	148.5%	흑자전환	흑자전환	1318%

자료: 유진투자증권

도표 2. **연간 실적 추정 및 밸류에이션**

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,795.7	2,963.4
영업이익	-68.5	215.6	331.8	376.6
세전이익	-158.6	76.3	456.3	409.4
지배순이익	-255.7	25.6	363.5	302.4
EPS(원)	-2,975	298	4,230	3,518
PER(배)	na	186.4	13.1	15.8
OPM(%)	-2.7%	8.1%	11.9%	12.7%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	13.0%	10.2%

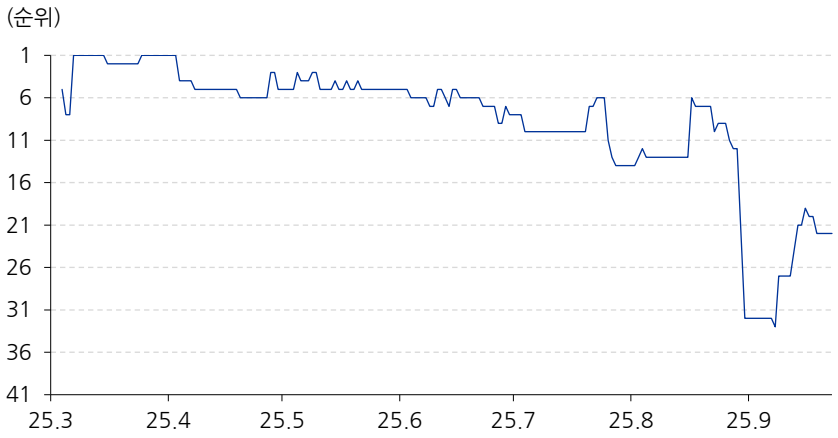
자료: 유진투자증권

도표 3. **넷마블 연간 실적 추정치 변경**

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,796	2,963	2,778	2,945	0.6%	0.6%
영업이익	332	377	329	357	0.9%	5.6%
세전이익	456	409	453	390	0.7%	4.9%
지배순이익	364	302	361	288	0.8%	4.9%
% of Sales						
영업이익	11.9%	12.7%	11.8%	12.1%		
세전이익	16.3%	13.8%	16.3%	13.2%		
지배순이익	13.0%	10.2%	13.0%	9.8%		

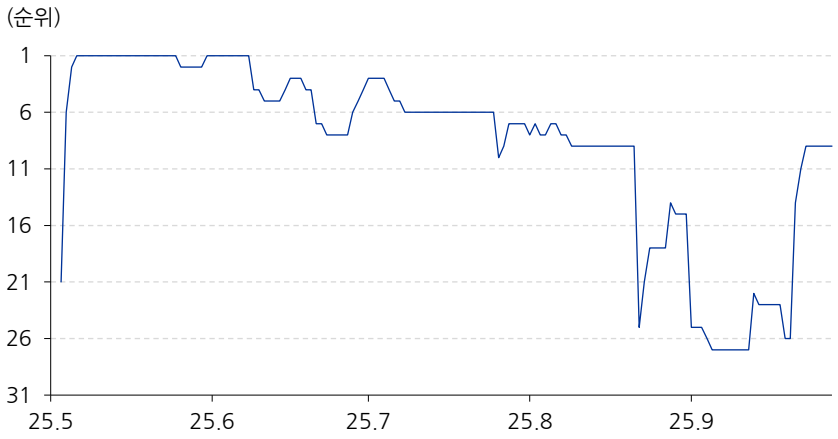
자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. **RF 온라인 넥스트 일 매출 순위**



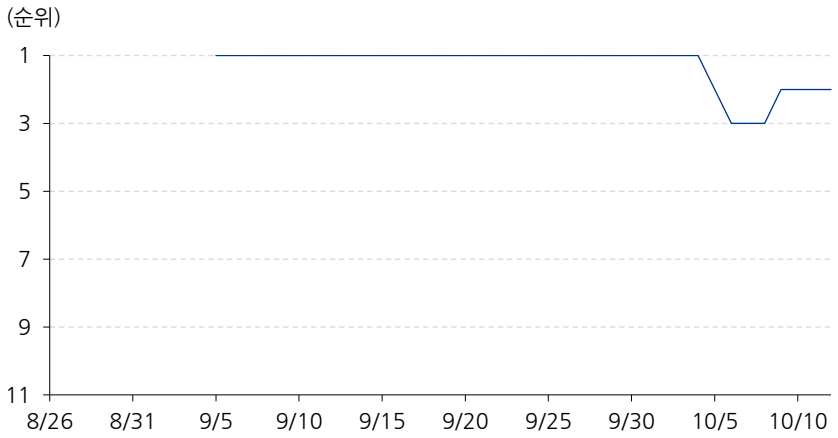
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 5. **세븐나이츠 리버스 일 매출 순위**



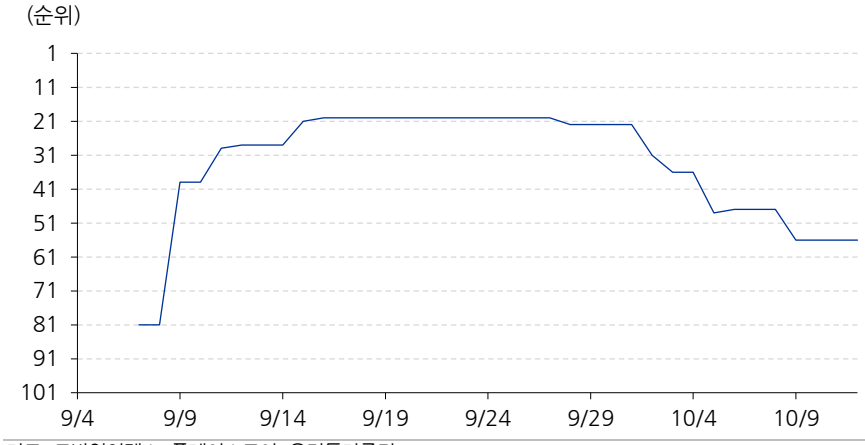
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 6. **뱀피르 일 매출 순위**



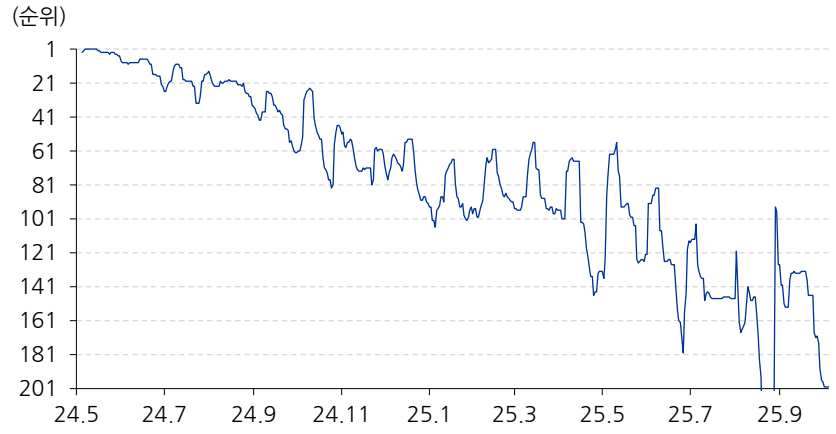
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 7. **킹 오브 파이터 AFK 일 매출 순위**



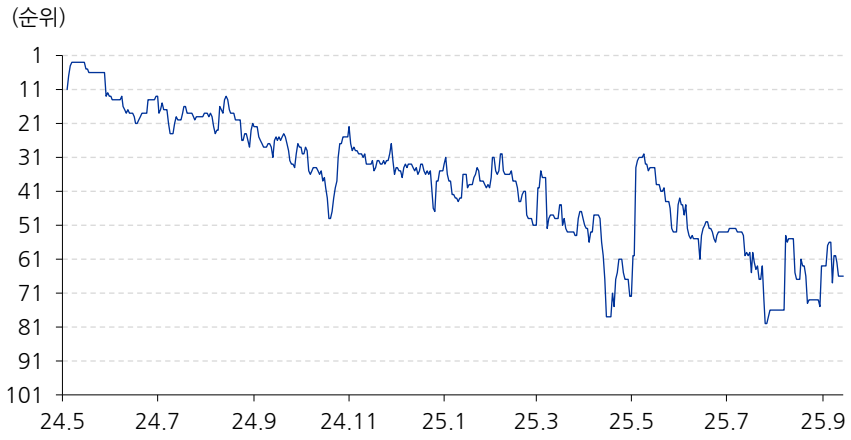
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 8. **나혼렙 일 매출 순위**



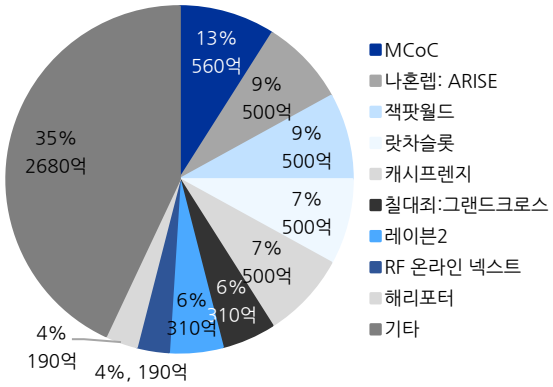
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 9. **레이븐 2 일 매출 순위**



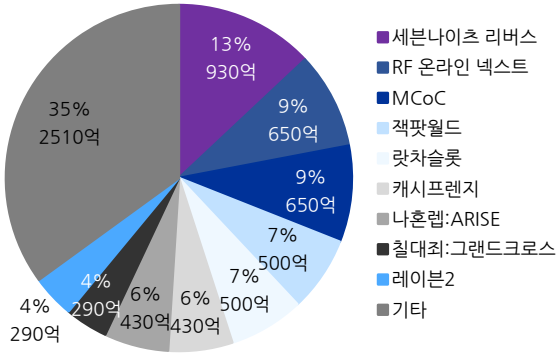
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

도표 10. 1Q25 게임 포트폴리오



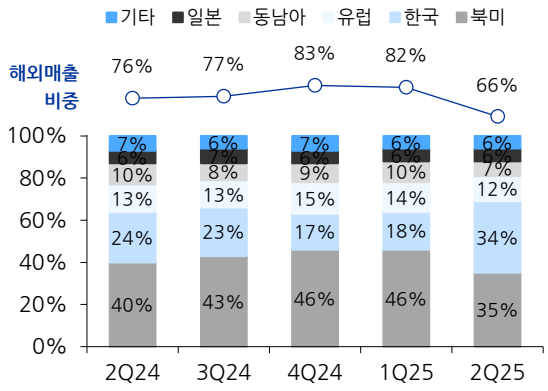
자료: 넷마블, 유진투자증권
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 11. 2Q25 게임 포트폴리오



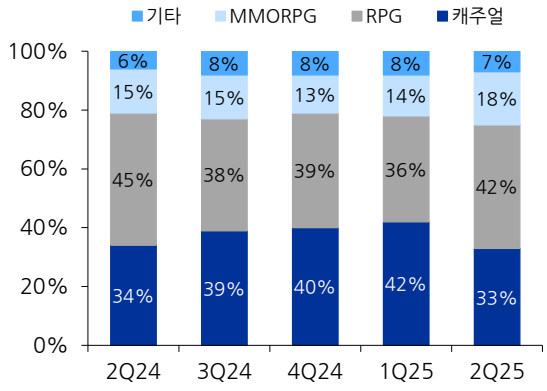
자료: 넷마블, 유진투자증권
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 12. 지역별 매출 비중



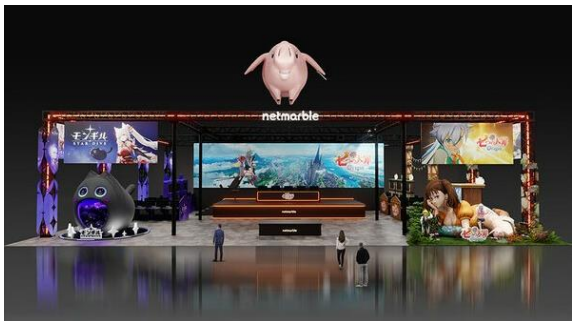
자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 13. 장르별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 14. **도쿄게임쇼 넷마블 부스**



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 15. **도쿄게임쇼 넷마블 부스 현장**

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 16. **도쿄게임쇼 몬길: STAR DIVE 시연**

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 17. **도쿄게임쇼 일곱개의 대죄: Origin 시연**

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 18. **넷마블 신작 출시 일정**

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
3/20	RF 온라인 넥스트	넷마블엔투	국내	MMORPG	모바일/PC
5/15	세븐나이츠 리버스	넷마블넥서스	글로벌	턴제 RPG	모바일/PC
5/21	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블네오	글로벌	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC
8/26	뱀피르: 피의 계승자	넷마블네오	국내	MMORPG	모바일/PC
9/4	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	글로벌	수집형 AFK RPG	모바일
11/17	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG	콘솔/PC
2H25	스톤에이지: 펫월드	넷마블엔투	글로벌	수집형 RPG	모바일
	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
26/1/28	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일
26 년 2 월	SOL: 인챈트	알트나인	국내	MMORPG	모바일/PC

자료: 넷마블, 유진투자증권
주: 회색은 출시 완료된 게임

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,076	8,386
유동자산	997	906	1,115	1,356	1,646
현금성자산	578	499	684	895	1,157
매출채권	215	272	295	323	350
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,720	6,741
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,531	3,674
유형자산	336	344	340	370	333
기타	3,596	3,229	3,245	2,819	2,733
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,488	2,532
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,734	1,767
매입채무	213	265	344	349	378
유동성이자부채	1,783	1,398	636	1,013	1,013
기타	298	278	368	372	375
비유동부채	1,020	897	1,355	754	765
비유동이자부채	795	443	1,057	464	464
기타	225	454	298	289	300
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,588	5,854
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,532	5,799
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,475	1,741
기타	177	792	1,207	993	993
비지배지분	161	100	58	55	55
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,588	5,854
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,478	1,478
순차입금	1,999	1,342	1,009	583	321

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,796	2,963
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	5.0	6.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,796	2,963
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,464	2,587
기타영업손익	18	(8)	(5)	1	5
영업이익	(109)	(68)	216	332	377
증가율(%)	적전	적지	흑전	53.9	13.5
EBITDA	124	117	370	468	520
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	26.6	10.9
영업외손익	(833)	(90)	(139)	125	33
이자수익	24	29	25	18	15
이자비용	113	147	107	82	82
지분법손익	79	423	244	82	61
기타영업손익	(823)	(396)	(300)	106	39
세전순이익	(941)	(159)	76	456	409
증가율(%)	적전	적지	흑전	498.1	(10.3)
법인세비용	(55)	145	73	74	86
당기순이익	(886)	(304)	3	383	323
증가율(%)	적전	적지	흑전	11,803	(15.5)
지배주주지분	(819)	(256)	26	364	302
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,318.1	(16.8)
비지배지분	(67)	(48)	(22)	19	21
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	4,230	3,518
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,318.1	(16.8)
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	4,230	3,518
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,318.1	(16.8)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	473	400
당기순이익	(886)	(304)	3	383	323
자산상각비	232	185	154	137	143
기타비현금성손익	855	255	228	(352)	(193)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	93	4
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	(46)	(27)
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	39	29
기타	(78)	(26)	(19)	101	2
투자현금	(40)	466	37	44	(106)
단기투자자산감소	126	32	(37)	17	(4)
장기투자증권감소	0	518	229	(30)	(62)
설비투자	39	36	17	27	19
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(82)	13	21	6	(1)
재무현금	(549)	(481)	(221)	(254)	(36)
차입금증가	(443)	(493)	(203)	(212)	0
자본증가	(52)	(2)	(0)	(34)	(36)
배당금지급	52	2	0	34	36
현금 증감	(851)	(73)	148	230	258
기초현금	1,354	503	430	578	808
기말현금	503	430	578	808	1,066
Gross Cash flow	201	136	385	389	396
Gross Investment	239	(312)	(39)	(121)	98
Free Cash Flow	(38)	449	424	509	297

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	4,230	3,518
BPS	63,533	57,933	63,011	64,365	67,465
DPS	0	0	417	420	420
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	n/a	186.4	13.1	15.8
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	58.1	54.2	15.6	11.4	9.8
배당수익율	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
PCR	25.8	36.6	12.4	12.3	12.1
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	11.9	12.7
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	16.8	17.5
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	13.7	10.9
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	6.6	5.3
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	8.3	9.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	10.4	5.5
유동비율	43.5	46.7	82.7	78.2	93.1
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	4.0	4.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	11.9	10.3	9.4	9.0	8.8
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,331.7	1,367.8
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	8.1	8.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

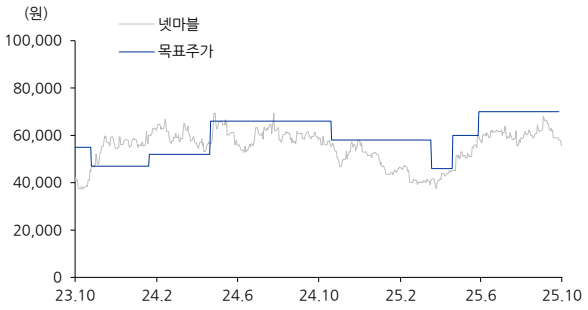
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2023-11-13	Hold	47,000	1년	20.4	31.3
2023-11-22	Hold	47,000	1년	22.0	15.5
2024-02-08	Hold	52,000	1년	14.9	2.1
2024-05-10	Hold	66,000	1년	-9.7	-20.0
2024-05-30	Hold	66,000	1년	-10.6	5.2
2024-08-09	Hold	66,000	1년	-10.8	-4.2
2024-11-08	Hold	58,000	1년	-18.1	0.0
2025-04-07	Hold	46,000	1년	-7.1	-1.0
2025-05-09	Buy	60,000	1년	-10.8	0.2
2025-05-27	Buy	60,000	1년	-7.1	0.2
2025-06-17	Buy	70,000	1년	-12.7	-2.9
2025-08-08	Buy	70,000	1년	-12.1	-2.9
2025-10-15	Buy	70,000	1년		

넷마블(251270.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 정의훈