

넷마블 (251270)

실적도 좋고, 신작도 좋고

투자의견

BUY(유지)

목표주가

70,000 원(유지)

현재주가

55,400 원(11/06)

시가총액

4,762(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

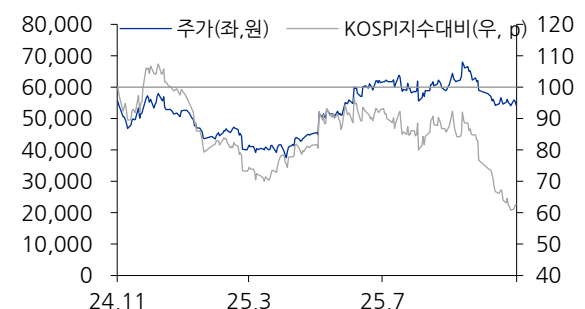
- 3분기 매출액 6,960억원(+8%yoy), 영업이익 909억원(+39%yoy) 기록. 컨센서스(833억원) 상회
- 올해 상반기 흥행 신작인 'RF온라인 넥스트'(3월)와 '세븐나이츠 리버스'(5월) 모두 2분기 대비 매출이 하향했으나, 8/26일 출시된 MMORPG 신작 '뱀피르'는 출시후 9월 국내 모바일 게임 매출 1위를 기록하는 등 초기 흥행에 성공하며 매출 호실적에 기여함(매출 약 630억원, 일매출 17억원). 또한 9/18일 글로벌 출시된 세븐나이츠 리버스는 3분기 반영된 영업일수가 짧았음에도 유의미한 초기 매출을 기록한 것으로 추정됨
- 비용에서는 신작 출시, 글로벌 확장, 게임쇼 참가 등으로 증가한 마케팅비(전분기 대비 약 100억원 추가 집행)를 제외하면, 자체 IP 매출 비중 확대로 지급수수료율이 전분기 대비 개선됐으며(2Q 33.8%, 3Q 32.3%) 인건비도 전분기 대비 오히려 소폭 감소함
- 기존 4분기에 출시가 예상됐던 '몬걸: STAR DIVE' 출시가 내년도로 연기되며 4분기 신작 부재로 인한 매출 감소가 우려될 수 있으나, 뱀피르의 높은 매출 순위가 유지되고 있고(10월 월간 매출 순위 1등) 9월 출시된 글로벌 세븐나이츠의 유의미한 성과가 지속되고 있음. 여기에 11/25일 나혼렐 PC플랫폼 출시 효과까지 더해지면 또 한 번의 호 실적을 기대할 수 있음
- 11월 지스타2025에서 동사의 출품작 5종('몬걸: STAR DIVE', 'SOL: 인첸트', '일곱개의 대죄: Origin', '나혼자만레벨업: KARMA', '이블베인') 중 3종의 신작이 기존 흥행 IP를 기반으로 하고 있어 유저들의 기대감은 충분할 것이라 판단함. 이는 올해 큰 폭의 실적 반등에도 내년도 실적 성장을 기대할 수 있는 근거가 됨

주가(원,11/06)	55,400
시가총액(십억원)	4,762
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	69,000원
최저가	37,500원
52주 일간 Beta	0.75
3개월 일평균거래대금	133억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(2025F)	0.8%
주주구성	
방준혁 (외 15인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-19.5	-34.6	-57.2
절대기준	-6.1	22.7	-0.2
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(25)	345	332	▲
영업이익(26)	407	377	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,778	2,972
영업이익	-68	216	345	407
세전손익	-159	76	441	440
당기순이익	-304	3	352	348
EPS(원)	-2,975	298	3,916	3,782
증감률(%)	na	흑전	1,212.8	-3.4
PER(배)	na	185.7	14.1	14.6
ROE(%)	-4.9	0.5	6.2	5.8
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	54.2	15.6	11.1	9.2

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	740.0	2,663.8	2,777.5
(%yoy)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.5%	14.0%	6.5%	-1.2%
모바일게임	577.0	736.1	542.2	599.1	572.9	667.7	644.3	689.0	2,454.4	2,573.9
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	605.1	636.3	2,448.2	2,432.1
(%yoy)	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-8.1%	4.0%	3.7%	-4.8%	-0.7%
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	244.2	946.9	930.6
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	175.2	720.0	692.6
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	145.8	470.3	540.7
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	31.5	31.0	154.4	124.4
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	33.0	40.1	156.6	143.8
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	103.7	215.6	345.4
(%yoy)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.1%	1246%	-9.1%	38.8%	194.4%	흑자전환	60.2%
OPM(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	14.0%	8.1%	12.4%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	47.8	88.8	-35.0	-6.0	-139.3	95.6
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	189.9	55.9	97.7	76.3	441.1
지배순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	160.3	37.5	63.2	25.6	336.5
(%yoy)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	-5.4%	67.1%	흑자전환	흑자전환	1213%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,777.5	2,971.9
영업이익	-68.5	215.6	345.4	407.3
세전이익	-158.6	76.3	441.1	440.1
지배순이익	-255.7	25.6	336.5	325.0
EPS(원)	-2,975	298	3,916	3,782
PER(배)	na	185.7	14.1	14.6
OPM(%)	-2.7%	8.1%	12.4%	13.7%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	12.1%	10.9%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,778	2,972	2,796	2,963	-0.6%	0.3%
영업이익	345	407	332	377	3.9%	8.0%
세전이익	441	440	456	409	-3.3%	7.6%
지배순이익	337	325	364	302	-7.4%	7.6%
% of Sales						
영업이익	12.4%	13.7%	11.9%	12.7%		
세전이익	15.9%	14.8%	16.3%	13.8%		
지배순이익	12.1%	10.9%	13.0%	10.2%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 넷마블 교환사채권발행결정(2025.11.06 공시)

사채의 종류			회차	3
			종류	무기명식무보증사모교환사채
사채의 권면(전자등록)총액			200,000,000,000 원	
자금조달의 목적			채무상환자금	200,000,000,000 원
사채만기일			2030년 11월 19일	
이자지급방법			표면이자율 0.00% (별도의 이자지급 없음)	
원금상환방법			만기일까지 보유하고 있는 본 건 사채의 원금에 대하여는 만기일인 2030년 11월 19일에 전자등록금액의 100%에 해당하는 금액을 일시 상환	
사채발행방법			사모	
교환에 관한 사항	교환비율		100%	
	교환가액(원/주)		378,375 원	
	교환대상	종류	주식회사 하이브 기명식 보통주	
		주식수	528,576 주	
		비율	1.25%	
	교환청구기간	시작일	2025년 11월 20일	
		종료일	2030년 10월 19일	
옵션에 관한 사항			풋 옵션에 관한 사항 본 건 사채의 사채권자는 발행일로부터 24개월(2027년 11월 19일)이 되는 날 및 이후 매 3개월에 해당되는 날에 조기상환을 청구한 전자등록금액에 조기상환율을 곱한 금액의 전부에 대하여 사채의 조기상환을 청구할 수 있음	
청약일			2025년 11월 19일	
납입일			2025년 11월 19일	
이사회결의일(결정일)			2025년 11월 06일	

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 5. RF 온라인 넥스트 일 매출 순위

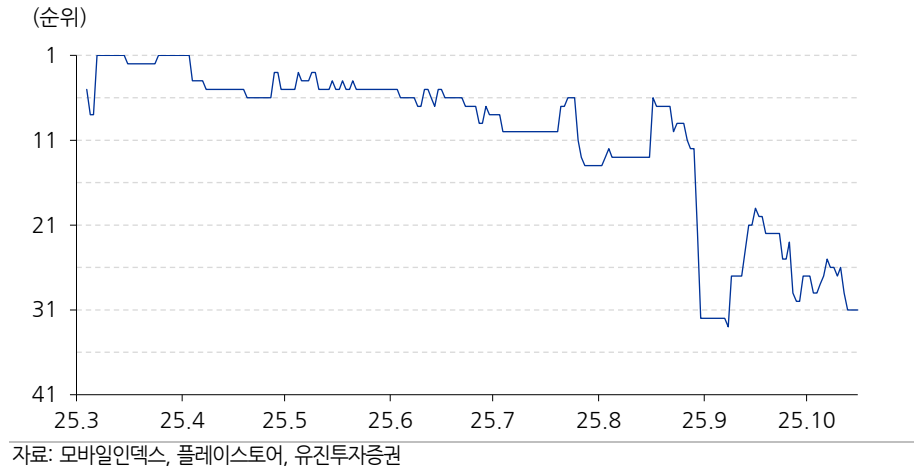


도표 6. 세븐나이츠 리버스 일 매출 순위

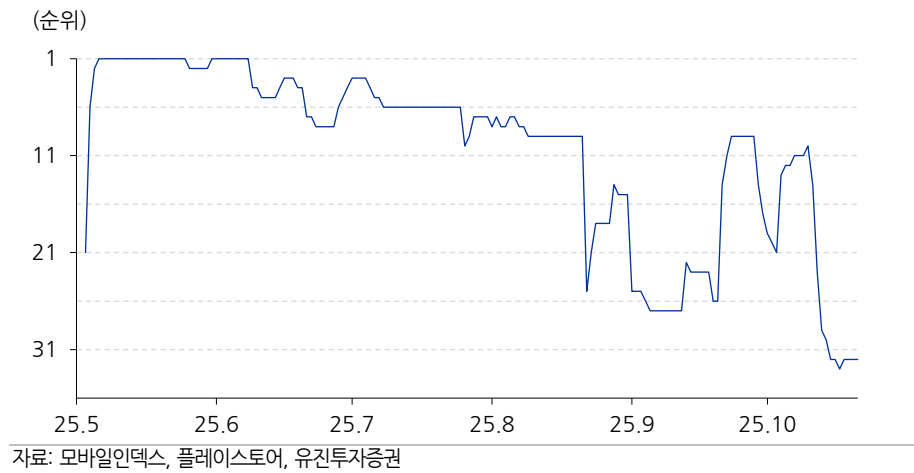


도표 7. 뱀피르 일 매출 순위

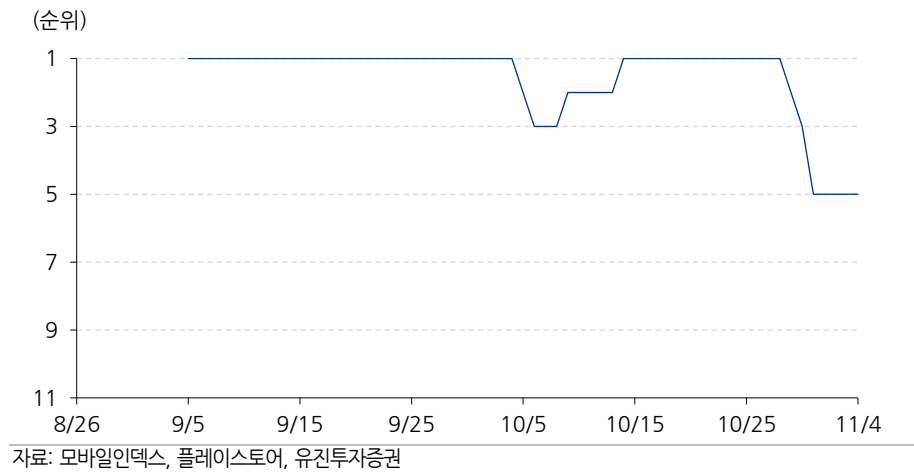
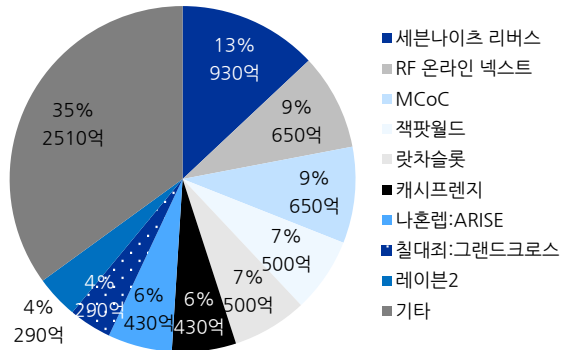


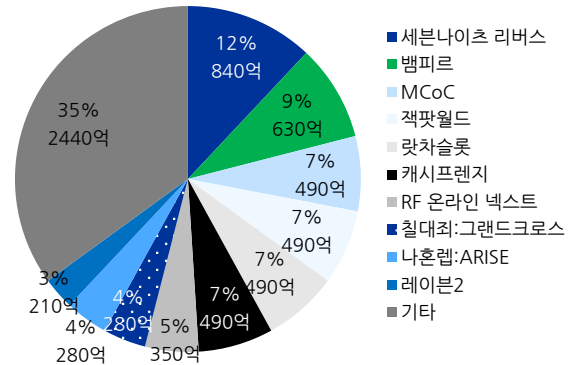
도표 8. 2Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

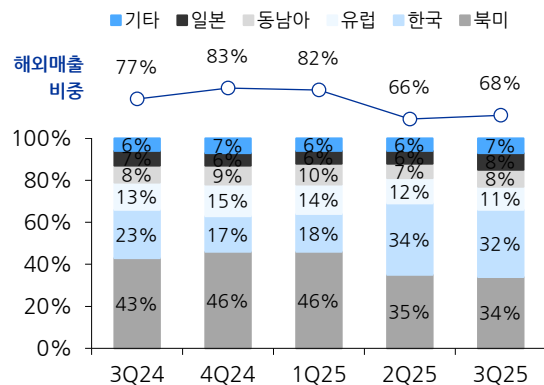
도표 9. 3Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

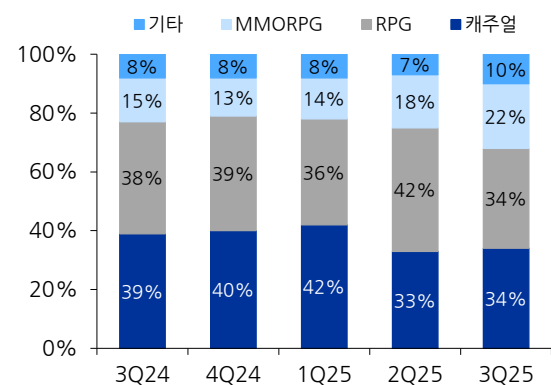
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 10. 지역별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 11. 장르별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 12. 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
11/25	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG	콘솔/PC
2026	스톤에이지 키우기	넷마블엔투	글로벌	방치형 RPG	모바일
	★일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일
	★SOL: 인첸트	알트나인	국내	MMORPG	모바일/PC
	★몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
	★나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	글로벌	로그라이트 액션 RPG	모바일/PC
	프로젝트 옥토퍼스	콩스튜디오	글로벌	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	모바일
	★이블베인	넷마블몬스터	글로벌	협동 액션	콘솔/PC
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스	글로벌	수집형 RPG	모바일/PC

자료: 넷마블, 유진투자증권

주 1: 회색은 출시 완료된 게임

주 2: 별표(★) 표시는 지스타 2025 출품작

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,043	8,383
유동자산	997	906	1,115	1,323	1,642
현금성자산	578	499	684	868	1,152
매출채권	215	272	295	318	351
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	2,482	2,533
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,729	1,768
매입채무	213	265	344	344	379
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	5,561	5,850
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,505	5,795
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,448	1,737
기타	177	792	1,207	993	993
비지배지분	161	100	58	55	55
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,561	5,850
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,478	1,478
순차입금	1,999	1,342	1,009	610	325

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	427	423
당기순이익	(886)	(304)	3	352	348
자산상각비	232	185	154	137	143
기타비현금성손익	855	255	228	(404)	(194)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	93	5
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	(41)	(33)
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	33	36
기타	(78)	(26)	(19)	101	2
투자현금	(40)	466	37	63	(106)
단기투자자산감소	126	32	(37)	17	(4)
장기투자증권감소	0	518	229	(12)	(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	202	281
기초현금	1,354	503	430	578	780
기말현금	503	430	578	780	1,061
Gross Cash flow	201	136	385	343	418
Gross Investment	239	(312)	(39)	(139)	98
Free Cash Flow	(38)	449	424	482	320

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,778	2,972
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	4.3	7.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,778	2,972
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,432	2,565
기타영업손익	18	(8)	(5)	(1)	5
영업이익	(109)	(68)	216	345	407
증가율(%)	적전	적지	흑전	60.2	17.9
EBITDA	124	117	370	482	550
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	30.3	14.1
영업외손익	(833)	(90)	(139)	96	33
이자수익	24	29	25	18	15
이자비용	113	147	107	89	89
지분법손익	79	423	244	101	61
기타영업손익	(823)	(396)	(300)	66	46
세전순이익	(941)	(159)	76	441	440
증가율(%)	적전	적지	흑전	478.1	(0.2)
법인세비용	(55)	145	73	89	92
당기순이익	(886)	(304)	3	352	348
증가율(%)	적전	적지	흑전	10,842	(1.2)
지배주주지분	(819)	(256)	26	337	325
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,212.8	(3.4)
비지배지분	(67)	(48)	(22)	15	23
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	3,916	3,782
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,212.8	(3.4)
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	3,916	3,782
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,212.8	(3.4)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	3,916	3,782
BPS	63,533	57,933	63,011	64,051	67,415
DPS	0	0	417	420	420
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	185.7	14.1	14.6
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	58.1	54.2	15.6	11.1	9.2
배당수익율	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
PCR	25.8	36.6	12.4	13.9	11.4
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	12.4	13.7
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	17.4	18.5
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	12.7	11.7
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	6.2	5.8
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	8.2	10.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	11.0	5.6
유동비율	43.5	46.7	82.7	76.5	92.9
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	3.9	4.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	11.9	10.3	9.4	9.1	8.9
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,333.8	1,380.4
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	8.1	8.2

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 기관투자자 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)

