

넷마블 (251270)

다 해줬잖아

투자의견

BUY(유지)

목표주가

80,000 원(상향)

현재주가

52,500 원(11/18)

시가총액

4,513(십억원)

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

- 4분기 매출액 7,527억원(+16%yoy), 영업이익 1,205억원(+242%yoy)으로 컨센서스(1,007억원) 상회할 전망. 이번 4분기 영업이익 추정치는 지난 2,3분기(각각 1,011억원, 909억원)보다 높은 수치이며, 나혼렐 글로벌 흥행 효과가 반영된 지난해 2분기(1,112억원)보다 높음
- 이는 4분기는 신작 효과가 부재한 상황에서도 기존작들의 글로벌 지역확장 효과(특히 9월 글로벌 출시된 세나리버스, RF온라인) 및 MCOC/스핀엑스 성수기 효과가 반영됐기 때문. 또한 통상적으로 4분기에 많이 반영됐던 인센티브 및 마케팅비도 제한적인 것으로 추정되며, 자체결제 확대 추세에 따라 지급수수료율도 전분기 대비 더욱 낮아질 전망(3분기 32.3%, 4분기 31.9%)
- 2026년 매출액 3.03조원(+9%yoy), 영업이익 4,485억원(+24%yoy)을 전망함. 현재 내년에 출시 예정인 신작은 총 8종으로 이 중 오픈월드RPG '일곱개의대죄: Origin', 액션RPG '몬갈: STAR DIVE', MMORPG 'SOL: enchant'의 성과가 전체 실적을 견인할 전망
- 일곱개의대죄, 몬스터길들이기 모두 충성도가 높은 유저층 기반의 레거시IP이며, 지스타2025에서 출품돼 유저들로부터 좋은 반응을 이끌어냈음. 또한 최근 MMORPG에 대한 시장의 회의적인 시각에도 불구하고 올해 RF온라인 넥스트, 뱀피르 등 정통 MMORPG 신작에서 괄목할 만한 성과를 냈던 것을 감안하면 'SOL: enchant'에 대한 기대감도 갖기에 충분함. 또한 전반적인 비용 통제 기조 및 자체결제 매출 비중 확대에 따른 지급수수료율 감소 효과로 유의미한 마진을 개선도 기대됨
- 올해 연이은 신작 흥행과 4분기 호실적 기대감 그리고 내년도 기대 신작을 보유했음에도 최근에 주가는 다소 하락했기 때문에 매수 부담이 적음. 투자의견 BUY를 유지하며, 내년도 실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 기존 7만원에서 8만원으로 상향

주가(원, 11/18)	52,500
시가총액(십억원)	4,513

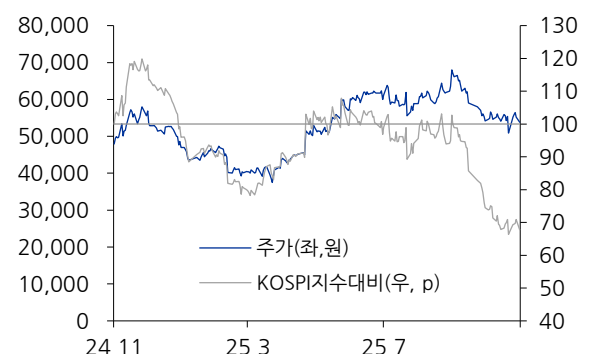
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	69,000원
최저가	37,500원
52주 일간 Beta	0.79
3개월 일평균거래대금	118억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(2025F)	0.8%

주주구성	
방준혁 (외 15인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-8.6	-51.5	-50.5
절대기준	-3.1	-0.9	9.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	70,000	▲
영업이익(25)	362	345	▲
영업이익(26)	448	407	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,790	3,026
영업이익	-68	216	362	448
세전손익	-159	76	419	559
당기순이익	-304	3	336	405
EPS(원)	-2,975	298	3,748	4,192
증감률(%)	na	흑전	1,156.4	11.9
PER(배)	na	176.0	14.0	12.5
ROE(%)	-4.9	0.5	5.9	6.4
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	54.2	14.9	10.3	8.2

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	752.7	755.5	782.1	791.0	697.5	2,790.2	3,026.1
(%yoy)	6.6%	-8.2%	7.5%	16.0%	21.1%	9.0%	13.6%	-7.3%	4.7%	8.5%
영업비용	574.2	616.5	605.1	632.2	644.8	650.8	669.9	612.1	2,428.0	2,577.6
(%yoy)	-1.3%	-8.1%	4.0%	3.0%	12.3%	5.6%	10.7%	-3.2%	-0.8%	6.2%
지급수수료	219.1	242.4	224.9	240.1	253.8	254.2	276.9	230.2	926.5	1015.1
인건비	172.1	174.9	170.4	175.2	175.1	176.7	177.0	180.0	692.6	708.8
마케팅비	114.2	135.4	145.3	145.8	148.8	154.9	151.9	131.8	540.7	587.4
감가상각비	31.9	30.0	31.5	31.0	30.0	30.1	30.2	30.1	124.4	120.4
기타	36.9	33.8	33.0	40.1	37.0	35.0	34.0	40.0	143.8	146.0
영업이익	49.7	101.1	90.9	120.5	110.7	131.3	121.1	85.4	362.2	448.5
(%yoy)	1246%	-9.1%	38.8%	242.0%	122.7%	29.8%	33.2%	-29.1%	68.0%	23.8%
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	16.0%	14.7%	16.8%	15.3%	12.2%	13.0%	14.8%
영업외손익	47.8	88.8	-35.0	-44.5	34.5	44.5	16.6	14.7	57.1	110.3
세전이익	97.6	189.9	55.9	76.0	145.2	175.8	137.7	100.1	419.3	558.8
지배순이익	75.6	160.3	37.5	48.7	94.9	111.4	89.8	64.3	322.1	360.3
(%yoy)	흑자전환	-5.4%	67.1%	흑자전환	25.5%	-30.5%	139.5%	32.1%	1156%	11.9%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,790.2	3,026.1
영업이익	-68.5	215.6	362.2	448.5
세전이익	-158.6	76.3	419.3	558.8
지배순이익	-255.7	25.6	322.1	360.3
EPS(원)	-2,975	298	3,748	4,192
PER(배)	na	176.0	14.0	12.5
OPM(%)	-2.7%	8.1%	13.0%	14.8%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	11.5%	11.9%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,790	3,026	2,778	2,972	0.4%	1.8%
영업이익	362	448	345	407	4.9%	10.1%
세전이익	419	559	441	440	-5.0%	27.0%
지배순이익	322	360	337	325	-4.5%	10.8%
% of Sales						
영업이익	13.0%	14.8%	12.4%	13.7%		
세전이익	15.0%	18.5%	15.9%	14.8%		
지배순이익	11.5%	11.9%	12.1%	10.9%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 넷마블 목표주가 변경

적용 EPS(원)	4,011	12m Fwd EPS 추정치
적용 PER(배)	20.0	
목표주가(원)	80,000	기존 70,000 원 대비 14.3% 상향

자료: 유진투자증권

도표 5. RF 온라인 넥스트 일 매출 순위

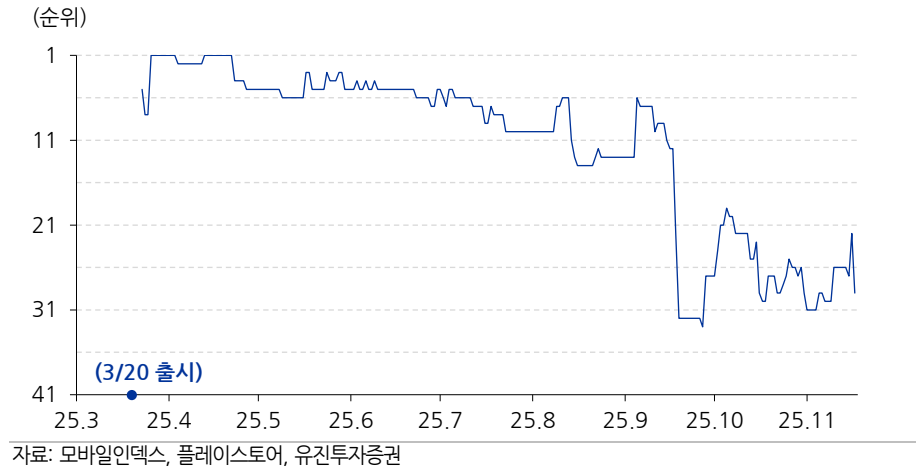


도표 6. 세븐나이트 리버스 일 매출 순위

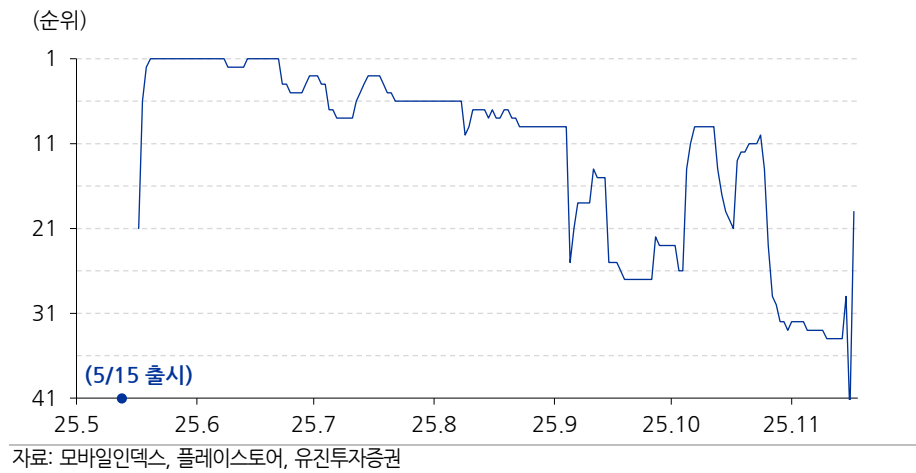


도표 7. 뱀피르 일 매출 순위

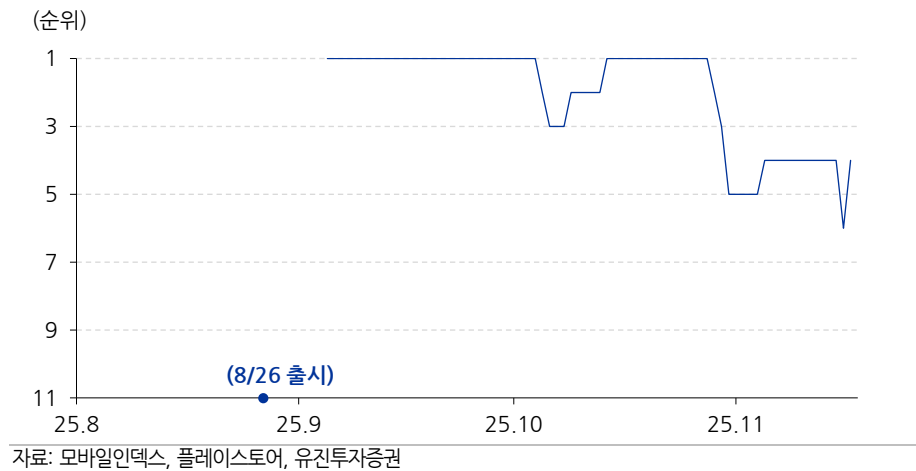
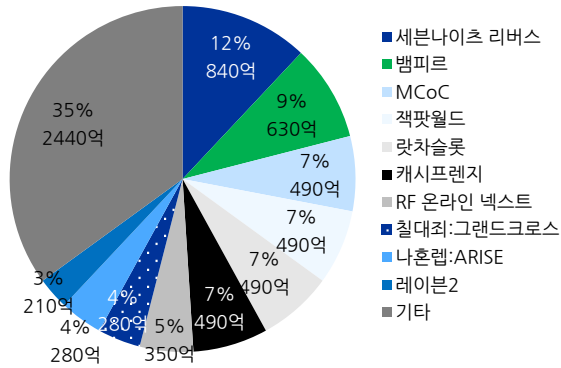


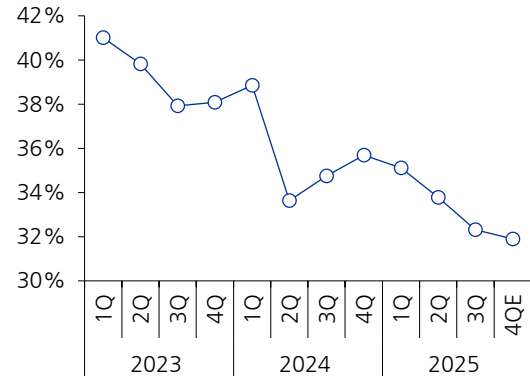
도표 8. 3Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

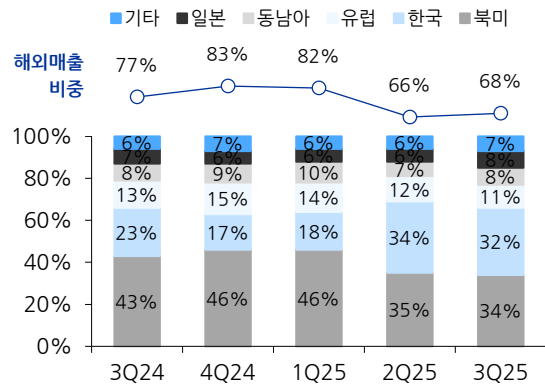
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 9. 매출액 대비 지급수수료 비중 추이



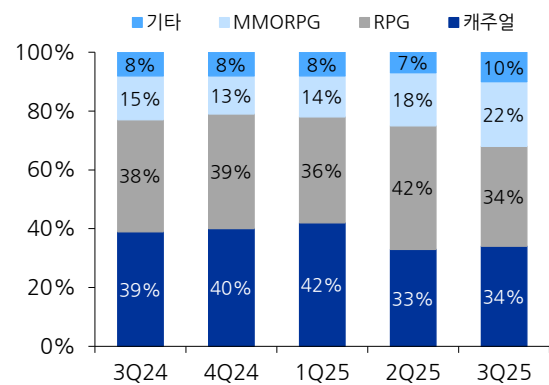
자료: 넷마블, 유진투자증권

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	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
26/1/28	★일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일
2026	스톤에이지 키우기	넷마블엔투	글로벌	방치형 RPG	모바일
	★SOL: enchant	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

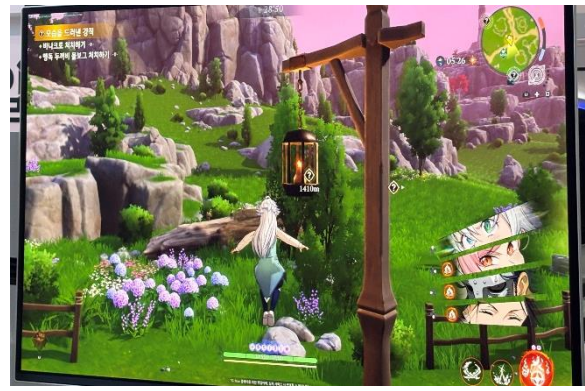
주 2: 별표(★) 표시는 지스타 2025 출품작

도표 13. 지스타 2025 넷마블 부스



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 14. 일곱 개의 대죄: Origin



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 15. 이블베인



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 16. 몬걸: STAR DIVE



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 17. 나 혼자만 레벨업: KARMA



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 18. SOL: enchant 부스



자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,034	8,348
유동자산	997	906	1,115	1,314	1,607
현금성자산	578	499	684	854	1,169
매출채권	215	272	295	323	299
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	2,478
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,735	1,713
매입채무	213	265	344	350	324
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	5,546	5,871
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,491	5,815
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,433	1,758
기타	177	792	1,207	993	993
비지배지분	161	100	58	55	55
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,546	5,871
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,478	1,478
순차입금	1,999	1,342	1,009	624	309

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	398	386
당기순이익	(886)	(304)	3	336	405
자산상각비	232	185	154	137	143
기타비현금성손익	855	255	228	(445)	(422)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	93	1
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	(46)	24
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(1)	0
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	39	(26)
기타	(78)	(26)	(19)	101	2
투자현금	(40)	466	37	77	(38)
단기투자자산감소	126	32	(37)	17	(4)
장기투자증권감소	0	518	229	3	7
설비투자	39	36	17	27	20
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	188	312
기초현금	1,354	503	430	578	766
기말현금	503	430	578	766	1,078
Gross Cash flow	201	136	385	314	385
Gross Investment	239	(312)	(39)	(154)	34
Free Cash Flow	(38)	449	424	468	351

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,790	3,026
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	4.7	8.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,790	3,026
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,428	2,578
기타영업손익	18	(8)	(5)	(1)	6
영업이익	(109)	(68)	216	362	448
증가율(%)	적전	적지	흑전	68.0	23.8
EBITDA	124	117	370	499	592
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	34.8	18.6
영업외손익	(833)	(90)	(139)	57	110
이자수익	24	29	25	18	15
이자비용	113	147	107	89	89
지분법손익	79	423	244	115	130
기타영업손익	(823)	(396)	(300)	13	55
세전순이익	(941)	(159)	76	419	559
증가율(%)	적전	적지	흑전	449.7	33.2
법인세비용	(55)	145	73	84	154
당기순이익	(886)	(304)	3	336	405
증가율(%)	적전	적지	흑전	10,337	20.5
지배주주지분	(819)	(256)	26	322	360
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,156.4	11.9
비지배지분	(67)	(48)	(22)	14	44
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	3,748	4,192
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,156.4	11.9
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	3,748	4,192
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,156.4	11.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	3,748	4,192
BPS	63,533	57,933	63,011	63,882	67,658
DPS	0	0	417	420	420
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	176.0	14.0	12.5
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/ EBITDA	58.1	54.2	14.9	10.3	8.2
배당수익율	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
PCR	25.8	36.6	11.7	14.4	11.7
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	13.0	14.8
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	17.9	19.5
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	12.0	13.4
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	5.9	6.4
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	8.6	10.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	11.3	5.3
유동비율	43.5	46.7	82.7	75.8	93.8
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	4.1	5.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	11.9	10.3	9.4	9.0	9.7
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,328.7	1,509.3
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	8.0	9.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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: 12개월 (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)

