

넷마블 (251270)

신작이 없는 분기에 이 정도의 실적을

투자의견

BUY(유지)

목표주가

80,000 원(유지)

현재주가

48,500 원(1/7)

시가총액

4,169(십억원)

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

- 4분기 매출액 7,527억원(+16%yoy), 영업이익 1,031억원(+193%yoy)으로 컨센서스(1,048억원) 부합할 전망
- 8월 출시된 MMORPG '뱀피르'는 9월, 10월 국내 모바일 게임 매출 1위를 기록하는 등 초기 흥행에 성공했으나 이후 11월 5위, 12월 7위로 다소 순위가 하향되며 3분기 대비 매출 온기반영 효과에도 qoq 매출 성장 기여도는 제한적일 것으로 추정됨. 세븐나이트 리버스는 4분기 글로벌 지역확장 효과와 연속적인 신규 영웅 업데이트로 분기 기준 가장 높은 매출을 기록할 것으로 전망됨. 이외에도 MCOC 성수기 효과와 RF온라인 지역확장 효과가 반영되며 신작이 부재했음에도 양호한 이익 달성이 예상됨
- 비용에서는 뱀피르 성과에 따른 인센티브 반영으로 인건비가 증가하고 지스타2025, TGA 등 각종 게임쇼 참가에 따른 마케팅비용이 qoq 증가할 전망
- 올해 넷마블의 주목할 신작은 '일곱개의대죄: Origin'(1/28 출시 예정), '몬길: STAR DIVE'(2분기 추정), 'SOL: enchant'(3분기 추정) 3종을 꼽을 수 있음. 칠대죄와 몬길은 과거 많은 유저층을 확보했던 레거시IP라는 강점이 있고 MMORPG인 SOL: enchant는 지난해 RF온라인과 뱀피르의 성과를 감안했을 때 유의미한 실적 기여를 기대함

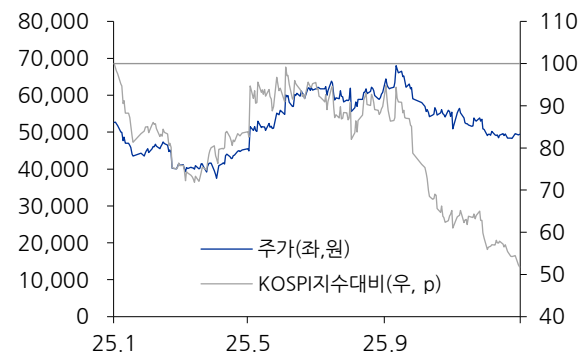
주가(원,01/07)	48,500
시가총액(십억원)	4,169
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	69,000원
최저가	37,500원
52주 일간 Beta	0.58
3개월 일평균거래대금	98억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(2025F)	0.9%

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

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-15.3	-70.1	-90.4
절대기준	-4.3	-21.4	-7.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	80,000	-
영업이익(25)	345	362	▼
영업이익(26)	441	448	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,502	2,664	2,790	3,009
영업이익	-68	216	345	441
세전손익	-159	76	402	518
당기순이익	-304	3	323	375
EPS(원)	-2,975	298	3,618	3,885
증감률(%)	na	흑전	1,112.8	7.4
PER(배)	na	162.6	13.4	12.5
ROE(%)	-4.9	0.5	5.7	6.0
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	54.2	14.0	10.2	7.8

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	738.1	773.9	775.6	721.0	2,790.2	3,008.6
(%yoy)	6.6%	-8.2%	7.5%	16.0%	18.3%	7.8%	11.4%	-4.2%	4.7%	7.8%
영업비용	574.2	616.5	605.1	649.6	635.5	646.5	661.6	624.3	2,445.4	2,567.9
(%yoy)	-1.3%	-8.1%	4.0%	5.8%	10.7%	4.9%	9.3%	-3.9%	-0.1%	5.0%
지급수수료	219.1	242.4	224.9	244.6	248.0	251.5	271.5	237.9	931.0	1,008.9
인건비	172.1	174.9	170.4	178.9	175.1	176.7	177.0	180.0	696.3	708.8
마케팅비	114.2	135.4	145.3	155.0	145.4	153.2	148.9	136.3	549.9	583.8
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	103.1	102.6	127.4	114.0	96.7	344.8	440.7
(%yoy)	1246%	-9.1%	38.8%	192.6%	106.4%	26.0%	25.4%	-6.2%	59.9%	27.8%
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.7%	13.9%	16.5%	14.7%	13.4%	12.4%	14.6%
영업외손익	47.8	88.8	-35.0	-44.5	13.5	32.5	16.6	14.7	57.1	77.3
세전이익	97.6	189.9	55.9	58.6	116.1	159.9	130.6	111.4	401.9	518.0
지배순이익	75.6	160.3	37.5	37.5	75.8	101.3	85.2	71.6	310.9	333.9
(%yoy)	흑자전환	-5.4%	67.1%	흑자전환	0.3%	-36.8%	127.2%	90.7%	1113%	7.4%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,790.2	3,008.6
영업이익	-68.5	215.6	344.8	440.7
세전이익	-158.6	76.3	401.9	518.0
지배순이익	-255.7	25.6	310.9	333.9
EPS(원)	-2,975	298	3,618	3,885
PER(배)	na	162.6	13.4	12.5
OPM(%)	-2.7%	8.1%	12.4%	14.6%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	11.1%	11.1%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,790	3,009	2,790	3,026	0.0%	-0.6%
영업이익	345	441	362	448	-4.7%	-1.6%
세전이익	402	518	419	559	-4.1%	-7.3%
지배순이익	311	334	322	360	-3.4%	-7.2%
% of Sales						
영업이익	12.4%	14.7%	13.0%	14.8%		
세전이익	14.4%	17.2%	15.0%	18.5%		
지배순이익	11.1%	11.1%	11.5%	11.9%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. RF 온라인 넥스트 일 매출 순위 추이

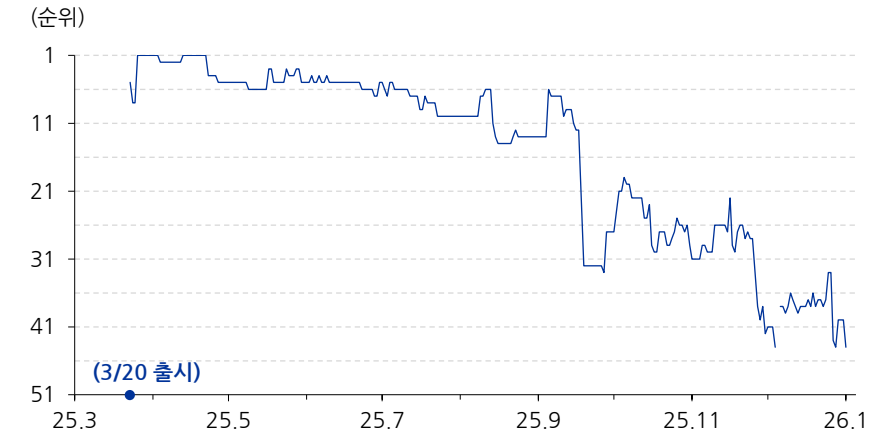


도표 5. 세븐나이츠 리버스 일 매출 순위 추이

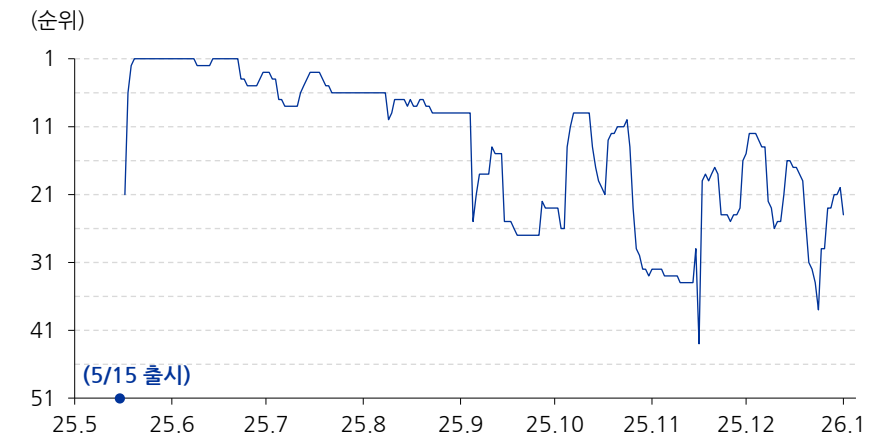


도표 6. 뱀피르 일 매출 순위 추이

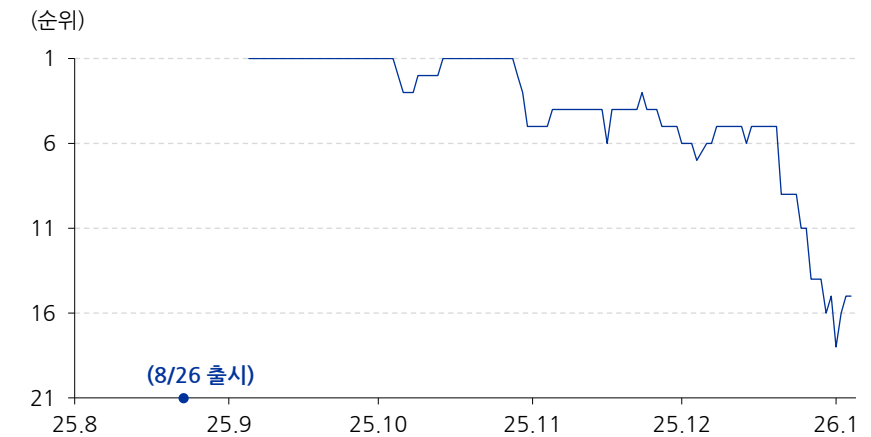
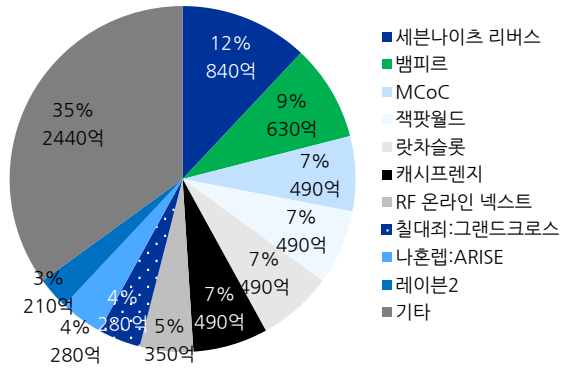


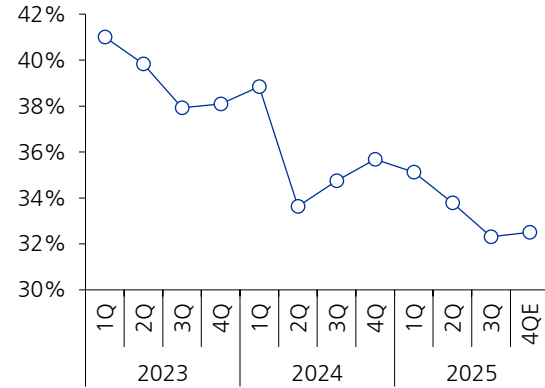
도표 7. 3Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

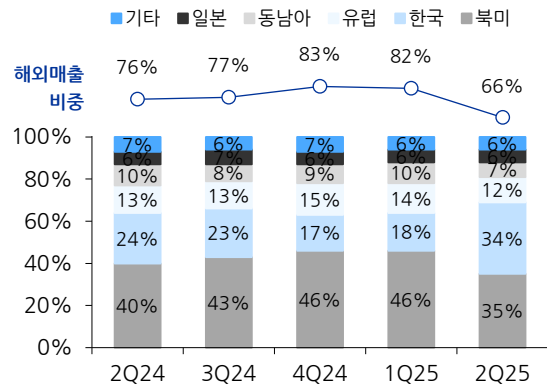
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 8. 매출액 대비 지급수수료 비중 추이



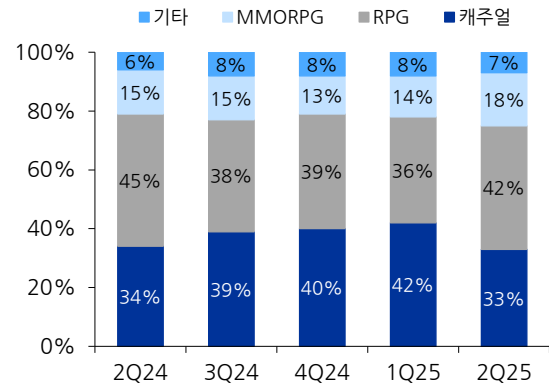
자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 9. 지역별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 10. 장르별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 11. 넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
11/25	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG	콘솔/PC
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
	몬걸: 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: 회색은 출시 완료된 게임

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,031	8,326
유동자산	997	906	1,115	1,166	1,437
현금성자산	578	499	684	718	1,000
매출채권	215	272	295	311	298
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,864	6,889
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,563	3,707
유형자산	336	344	340	386	347
기타	3,596	3,229	3,245	2,916	2,835
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,534	2,531
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,781	1,767
매입채무	213	265	344	410	392
유동성이자부채	1,783	1,398	636	999	999
기타	298	278	368	372	375
비유동부채	1,020	897	1,355	753	764
비유동이자부채	795	443	1,057	417	417
기타	225	454	298	336	347
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,496	5,794
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,437	5,735
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,422	1,720
기타	177	792	1,207	950	950
비지배지분	161	100	58	60	60
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,496	5,794
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,417	1,417
순차입금	1,999	1,342	1,009	699	417

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	327	362
당기순이익	(886)	(304)	3	323	375
자산상각비	232	185	154	132	148
기타비현금성손익	855	255	228	(370)	(420)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	(20)	(2)
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	(32)	13
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(1)	0
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	(43)	(17)
기타	(78)	(26)	(19)	56	2
투자현금	(40)	466	37	76	(47)
단기투자자산감소	126	32	(37)	(1)	(4)
장기투자증권감소	0	518	229	1	6
설비투자	39	36	17	32	19
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(82)	13	21	18	(9)
재무현금	(549)	(481)	(221)	(333)	(36)
차입금증가	(443)	(493)	(203)	(290)	0
자본증가	(52)	(2)	(0)	(34)	(36)
배당금지급	52	2	0	34	36
현금 증감	(851)	(73)	148	52	279
기초현금	1,354	503	430	578	630
기말현금	503	430	578	630	909
Gross Cash flow	201	136	385	381	363
Gross Investment	239	(312)	(39)	(57)	45
Free Cash Flow	(38)	449	424	438	318

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,790	3,009
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	4.7	7.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,790	3,009
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,445	2,568
기타영업손익	18	(8)	(5)	(0)	5
영업이익	(109)	(68)	216	345	441
증가율(%)	적전	적지	흑전	59.9	27.8
EBITDA	124	117	370	477	589
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	28.8	23.6
영업외손익	(833)	(90)	(139)	57	77
이자수익	24	29	25	17	15
이자비용	113	147	107	83	89
지분법손익	79	423	244	117	130
기타영업손익	(823)	(396)	(300)	6	22
세전순이익	(941)	(159)	76	402	518
증가율(%)	적전	적지	흑전	426.9	28.9
법인세비용	(55)	145	73	79	143
당기순이익	(886)	(304)	3	323	375
증가율(%)	적전	적지	흑전	9,947.2	16.1
지배주주지분	(819)	(256)	26	311	334
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,112.8	7.4
비지배지분	(67)	(48)	(22)	12	41
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	3,618	3,885
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,112.8	7.4
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	3,618	3,885
증가율(%)	적전	적지	흑전	1,112.8	7.4

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	3,618	3,885
BPS	63,533	57,933	63,011	63,251	66,719
DPS	0	0	417	420	420
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	162.6	13.4	12.5
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	58.1	54.2	14.0	10.2	7.8
배당수익율	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
PCR	25.8	36.6	10.8	10.9	11.5
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	12.4	14.6
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	17.1	19.6
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	11.6	12.5
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	5.7	6.0
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	8.3	10.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	12.7	7.2
유동비율	43.5	46.7	82.7	65.5	81.3
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	9.2	9.9
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,406.8	1,663.1
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	7.4	7.5

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 기관투자자 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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

