

넷마블 251270

국내 Hitratio 1위, 퍼블리싱 역량도 재평가 필요

뱀피르 초반 호조, 매출보다 중요한 넷마블의 퍼블리싱 역량 증명

8/26 출시된 넷마블 뱀피르 초기 일매출 20억 수준으로 호조를 이어가고 있는 것으로 추정된다. 뱀피르는 기존 리니지라이크 작법을 잘 따르면서 방송인 프로 모션 등에서 넷마블의 높은 퍼블리싱 역량을 증명하며 연이은 히트를 달성했다. 넷마블의 25년 Hit ratio는 75%(3/4)에 달한다. 단순 게임퀄리티를 떠나 넷마블의 퍼블리싱 역량에 대해서도 재평가가 필요한 시점이다. 마케팅 전략/비용지출, 회사의 인지도, 게임 퀄리티/출시 관리 등 대부분의 영역에서 이전보다 진일보한 모습을 보이고 있어 긍정적이다.

빅히트 한방이 리레이팅의 KEY

연이은 실적호조/게임 히트에도 불구하고 넷마블의 가치가 지속적으로 저평가 받고 있는 이유는 신작게임들의 PLC가 길지 않았기 때문으로 추정한다. 그래도 과거대비 고점이 높아 절대적인 낙폭은 낮아지고 있다. 또한 넷마블은 구작의 하락을 신작 출시로 잘 매꾸고 있다. 뱀피르 매출이 하락할 1Q26에 다시 한번 MMORPG 신작 SOL이 출시 예정이다. 현재 국내 캐시카우 장르인 키우기, MMORPG 장르는 지속적인 신작 출시를 통해 현재 수준의 볼륨을 지킬 것으로 예상된다.

결국 넷마블의 리레이팅을 위해서는 MMORPG/키우기 등 캐시카우 장르 외의 초대형 히트작이 필요할 것으로 보인다. 개발중인 파이프라인을 고려하면 잠재력은 충분하다. 넷마블은 국내사 중 가장 많은 개발인력을 보유하고 있다. 이로써 장르의 폭도 가장 다양하다. 리니지라이크, 서브컬처, 캐주얼 등 대부분의 인기장르를 커버하고 있다. 최근 들어 PC/콘솔의 개발 프로젝트도 많다.

연이은 히트 확산, TOP-PICK 유지

하반기 최대 기대작인 몬길:Stardive, 7대죄오리진의 연속히트를 예상한다. MMORPG의 히트는 EPS를 변동시키는 변수라면 몬길, 7대죄 오리진의 흥행은 EPS와 Multiple 두 개를 동시에 변동시키는 이슈다. 9월25일부터 진행될 도쿄게임쇼 행사(몬길, 7대죄 출전)에 주목한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,919	3,305
영업이익	-109	-68	216	392	431
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	13.4	13.1
세전이익	-941	-159	76	451	500
지배주주지분순이익	-819	-256	26	362	389
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	4,420	4,746
증감률(%)	적전	적지	흑전	1,381.7	7.4
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	6.7	7.0
PER(배)	-6.3	-19.5	173.3	13.8	12.8
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	14.7	11.4	9.2

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.09.08

매수(유지)

목표주가(유지)	86,000원
현재주가(09/05)	60,800원
상승여력	41.4%

Stock Data

KOSPI	3,205.1pt
시가총액(보통주)	5,226십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	285천주
60일 평균거래대금	17,023백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	64,200원
52주 최저가	37,500원
주요주주	
방준혁(외 15인)	58.6%
엔씨소프트(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.9	3.7
3M	8.8	-5.2
6M	49.4	24.1

주가차트

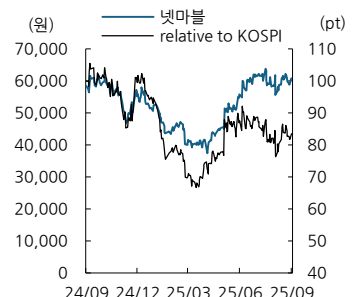
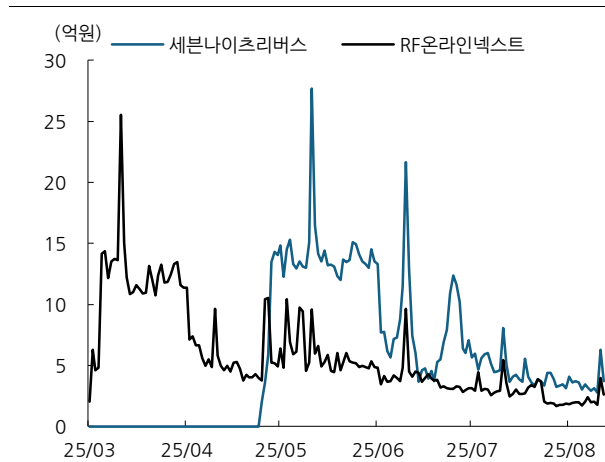


표1 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	679.9	897.9	2,502.1	2,663.8	2,919.3
MCOB	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	60.5	48.6	63.3	269.6	253.4	228.6
스핀엑스	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	142.9	147.9	649.0	604.2	584.1
나혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	29.4	59.4	-	279.5	181.8
레이븐2	-	31.3	38.8	32.5	29.0	21.8	15.6	11.3	-	102.6	77.8
RF 온라인넥스트	-	-	-	-	18.7	64.6	36.8	35.8	-	-	155.9
뱀피르	-	-	-	-	-	-	52.1	64.4	-	-	116.5
세븐나이츠리버스	-	-	-	-	-	93.3	59.8	46.0	-	-	199.1
일곱개의 대죄:오리진	-	-	-	-	-	-	-	102.0	-	-	102.0
몬걸:STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	81.0	-	-	81.0
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	590.4	746.1	2,570.6	2,448.2	2,476.6
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	226.4	317.8	980.0	946.9	945.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	175.5	179.3	744.1	720.0	725.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	121.1	177.8	486.8	470.3	495.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	38.8	44.1	174.3	156.6	170.7
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	28.6	27.1	185.4	154.4	139.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	89.5	151.7	-68.5	215.6	392.1
OPM	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.2%	16.9%	-	8.1%	13.4%
지배순이익	-9.9	162.3	20.6	-166.7	75.6	160.4	69.5	56.7	-255.7	25.6	362.2
NPM	-1.7%	20.8%	3.2%	-25.7%	4.0%	10.1%	8.8%	11.0%	-10.2%	0.9%	8.7%

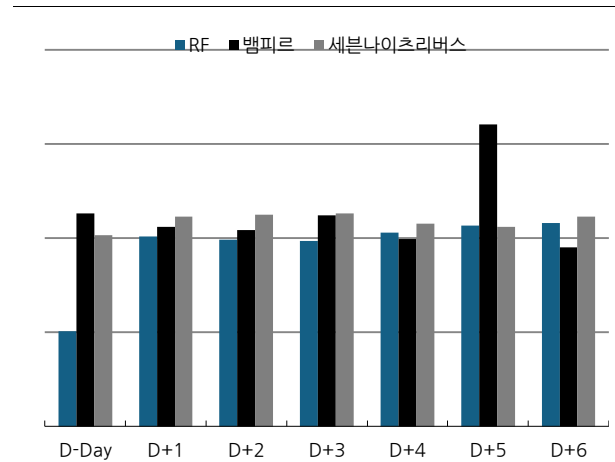
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 RF온라인/세븐나이츠리버스 매출추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림2 뱀피르 vs RF넥스트vs세나리 출시 첫 주 IOS매출



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

표1 출시예정게임

출시일	게임명	장르	플랫폼	권역
3Q25	스톤에이지:펫월드	수집형RPG	PC/모바일	한국
3Q25	세나리 글로벌	수집형RPG	PC/모바일	글로벌
4Q25	몬길 STAR DIVE	수집형RPG	PC/모바일	글로벌
4Q25	7대죄 오리진	오픈월드 RPG	PC/모바일/PS5	글로벌
4Q25	왕좌의게임 아시아	액션RPG	PC/모바일	아시아(중국제외)
4Q25	나혼렘 오버드라이브	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌
2026	프로젝트 SOL	MMORPG	PC/모바일	한국
2026	상그릴라 프론티어	RPG	PC/모바일	글로벌
2026~	나혼렘 카르마	로그라이크	PC/모바일	글로벌
2026~	이블베인	액션	PC/콘솔	
2026~	프로젝트 블룸워커	크래프팅	PC/콘솔	글로벌
2026~	프로젝트Q(킹오파)	액션RPG	PC/모바일	글로벌

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

표2 최근 게임사 출시작 히트 여부

기업	Hit Ratio	출시작	플랫폼	흥행여부	비고
크래프톤	1 개 중 0 개	인조이	PC	-	정식 출시 전까지 평가 보류
엔씨소프트	5 개 중 0 개	칼리스토 프로토콜	콘솔/PC	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		TL	콘솔/PC	X	국내 실패, 글로벌 흥행
		퍼즈업	모바일	X	서비스 종료
		호연	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		배틀크러시	모바일	X	서비스 종료
넷마블	13 개 중 6 개	저니오브모나크	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		파라곤 디 오버프라임	콘솔/PC	X	서비스종료
		모두의마블: 메타월드	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		신의탑	모바일	X	초기 흥행 후 매출급락 심했음
		그랜드크로스:에이지오브타이탄	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		세븐나이츠 키우기	모바일	O	초기 흥행 성공, 매출유지는 실패
		아스달연대기	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		나혼자만 레벨업:어라이즈	모바일	O	초기 대흥행 성공, 매출유지는 실패
		레이븐 2	모바일	O	기대대비 성공
		킹아서:레전드 라이즈	모바일	X	낮은 기대/낮은 매출
		RF 온라인 넥스트	모바일	O	초기 일매출 20 억상회
		세븐나이츠 리버스	모바일	O	초기 일매출 20 억 상회
		왕좌의게임: 킹스로드	모바일	X	낮은 기대/낮은 매출
		뱀피르	모바일	O	초기 흥행 성공
카카오게임즈	7 개 중 2 개	에버소울	모바일	X	초기 흥행 성공했지만 매출급감
		아키에이지워	모바일	O	초기 일매출 20 억 상회, 이후 적당한 하향안정화
		아레스	모바일	X	초기 일매출 10 억 상회, 마케팅 투입/기대대비 실패
		달빛조각사	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		ROM	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		발할라 서바이벌	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		POE2	PC	O	PC 방 TOP20 내 유지
데브시스터즈	2 개 중 0 개	마녀의성	모바일	X	낮은기대/ 낮은 매출
		모험의탑	모바일	X	출시 1 년 후 매출급감
네오위즈	4 개 중 2 개	브라운더스트 2	모바일	O	초기 흥행 실패 후 후반 반등통한 성공
		P 의거짓	PC/콘솔	O	누적 260 만장 이상 판매, 빅히트
		갯슈벨	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		영웅전설	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
시프트업(텐센트/소니)	2 개 중 2 개	니케(텐센트)	모바일	O	빅히트
		스텔라블레이드(소니)	콘솔	O	누적 200 만장 수준 판매, 독점작 감안 시 히트
넥슨게임즈(넥슨)	2 개 중 0 개	퍼스트디센던트	PC/콘솔	X	초기 대흥행 후 매출 급감
		베일드엑스퍼트	PC/콘솔	X	출시 반년만 서비스 종료
컴투스	5 개 중 0 개	BTS 쿼텟 타이탄 레스토랑	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		프로스트 펑크	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		스타시드	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		갯앤데몬	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출(일매출 천만원 하회 추정)
		프로야구 라이징	모바일	X	시장 기대 대비 아쉬운 성과
웹젠	4 개 중 1 개	뮤모나크 2	모바일	X	낮은기대/ 낮은 매출
		뮤모나크 1	모바일	O	마케팅비 투입 대비 성공
		어둠의실력자가 되고싶어서!	모바일	X	서비스종료
		라그나돌	모바일	X	서비스종료
위메이드	3 개 중 1 개	나이트크로우	모바일	O	마케팅비 투입/시장 기대 대비 성공
		판타스틱 베이스볼	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		레전드 오브 이미지	모바일	X	초기 구글매출 1 위 달성했지만 시장/회사 기대 하회

자료: DS투자증권 리서치센터

[넷마블 251270]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,115	1,273	1,581	매출액	2,673	2,502	2,664	2,919	3,305
현금 및 현금성자산	503	430	578	588	845	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	215	272	295	386	424	매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,919	3,305
재고자산	3	3	2	2	3	판매비 및 관리비	2,782	2,571	2,448	2,527	2,874
기타	276	201	240	297	309	영업이익	-109	-68	216	392	431
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,721	6,743	(EBITDA)	124	117	370	529	575
관계기업투자등	3,541	2,996	2,918	3,022	3,145	금융손익	-211	-151	-90	-56	-29
유형자산	336	344	340	371	336	이자비용	113	147	107	75	55
무형자산	3,596	3,229	3,245	2,819	2,733	관계기업등 투자손익	79	423	244	107	109
자산총계	8,936	7,916	8,177	7,993	8,324	기타영업외손익	-701	-362	-293	8	-12
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,731	1,584	세전계속사업이익	-941	-159	76	451	500
매입채무 및 기타채무	213	265	344	417	459	계속사업법인세비용	-55	145	73	81	105
단기금융부채	1,783	1,398	636	1,013	813	계속사업이익	-886	-304	3	370	395
기타유동부채	298	278	368	300	312	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,020	897	1,355	868	991	당기순이익	-886	-304	3	370	395
장기금융부채	795	443	1,057	464	164	지배주주	-819	-256	26	362	389
기타비유동부채	225	454	298	404	826	총포괄이익	-894	-584	358	370	395
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,599	2,575	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,461	4,980	5,416	5,339	5,694	영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	13.4	13.1
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	4.6	4.7	13.9	18.1	17.4
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056	당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.1	12.7	11.9
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,473	1,828	ROA (%)	-8.4	-3.0	0.3	4.5	4.8
비지배주주지분(연결)	161	100	58	55	55	ROE (%)	-14.6	-4.9	0.5	6.7	7.0
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,394	5,749	ROIC (%)	-2.0	-1.3	0.3	9.5	11.7

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	288	229	690	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-886	-304	3	370	395	P/E	-6.3	-19.5	173.3	13.8	12.8
비현금수익비용가감	1,088	440	382	-84	289	P/B	1.0	1.0	0.8	1.0	0.9
유형자산감가상각비	54	57	53	55	57	P/S	1.9	2.0	1.7	1.8	1.6
무형자산상각비	178	129	101	82	87	EV/EBITDA	58.1	54.2	14.7	11.4	9.2
기타현금수익비용	855	255	228	-505	-102	P/CF	25.8	36.6	11.5	18.3	7.6
영업활동 자산부채변동	-73	-121	-35	-48	7	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-108	-39	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0	매출액	6.6	-6.4	6.5	9.6	13.2
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	107	42	영업이익	적전	적지	흑전	81.9	10.0
기타자산 부채변동	-78	-26	-19	-45	4	세전이익	적전	적지	흑전	491.2	10.8
투자활동 현금	-40	466	37	68	-60	당기순이익	적전	적지	흑전	11,391.5	6.8
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-28	-21	EPS	적전	적지	흑전	1,381.7	7.4
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	6	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	550	192	11	-17	부채비율	58.9	55.9	49.4	48.2	44.8
기타투자활동	-46	-62	-159	79	-21	유동비율	43.5	46.7	82.7	73.5	99.8
재무활동 현금	-549	-481	-221	-254	-534	순차입금/자기자본(x)	35.6	26.4	18.4	14.9	0.7
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-203	-212	-500	영업이익/금융비용(x)	-1.0	-0.5	2.0	5.2	7.9
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	-34	-34	총차입금 (십억원)	2,577	1,841	1,693	1,478	978
배당금의 지급	52	2	0	34	34	순차입금 (십억원)	1,999	1,342	1,009	803	42
기타재무활동	-54	14	-18	-8	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-851	-73	148	10	257	EPS	-9,531	-2,975	298	4,420	4,746
기초현금	1,354	503	430	578	588	BPS	63,533	57,933	63,011	62,118	66,244
기말현금	503	430	578	588	845	SPS	31,103	29,109	30,991	33,963	38,453
NOPLAT	-79	-50	9	321	341	CFPS	2,343	1,587	4,482	3,325	7,951
FCF	88	481	387	306	630	DPS	n/a	n/a	417	420	420

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

넷마블 (251270) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-04-28	담당자변경				100,000
2025-04-28	매수	59,000	-23.7	-22.8	
2025-05-09	매수	64,000	-19.9	-17.2	
2025-06-02	매수	70,000	-14.4	-8.9	
2025-08-08	매수	86,000			
2025-09-08	매수	86,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자 의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.