

넷마블 251270

좋은 실적과 더 좋은 신작일정

3Q25 Review: 뱀피르 흥행으로 기존작 하락에도 컨센서스 부합

3Q25실적은 매출액 6,960억원(QoQ-3%), 영업이익 909억원(QoQ-10%)으로 컨센서스에 부합했다. 신작게임인 뱀피르가 832억원 시현하며 동종장르 RF온라인의 매출급락을 방어했다. 비용통제도 잘 이뤄지고 있다. 인건비/마케팅비 모두 전분기와 유사하며, 매출연동비는 매출대비 비중 32.3%로 올1분기 35%에서 지속적으로 하락 중이다. 즉, 영업레버리지 효과를 누릴 수 있는 상황이다.

빅히트 한방이 리레이팅의 KEY

PLC가 짧은 MMO/키우기 신작의 성공이 대다수이기 때문에 성과대비 낮은 밸류에이션을 받고 있다. RF온라인넥스트는 3Q 전분기 대비 반토막 수준으로 하락되었다. 뱀피르도 내년 1Q 부터는 매출 급감될 가능성이 높다. 그래도 꾸준한 신작 출시를 통해 기존작 이상의 성과를 내고 있으며, 권역확장 등으로 PLC도 점점 길어지는 추세다. 다만, 넷마블의 구조적 성장을 위해서는 기존 캐시카우 장르 외의 초대형 히트작이 필요하다. 신작일정을 고려하면 잠재력은 충분하고 넘친다. 기대작인 7대죄,몬길 등은 상대적으로 긴 PLC를 보이는 장르로 글로벌 성과도 기대된다. 해당게임들의 히트와 함께 리레이팅을 전망한다.

기존작 반등으로 잘 넘어갈 4Q, 1Q부터 다시 성장 쾌속질주 전망

기대작 몬길, 7대죄오리진이 연기됨에 따라 연간실적을 하향조정 한다. 그래도 MCOC 등 일부게임 성수기와 세나리 글로벌 확장(9/18)에 힘입어 4Q는 연중 최고수준 매출/영업이익 달성할 가능성 높아 보인다. 기대신작이 지연되었으나 그 간극이 크지 않다. 7대죄는 1/28 출시를 확정지었고, 몬길도 상반기 출시예정이다. 과거와 다르게 플랫폼 다변화도 이어지고 있다. 11/25 PC/콘솔 '나혼자만 레벨업 ARISE'를 시작으로 내년에는 PC/콘솔 액션게임 아블베인의 출시를 앞두고 있다. 신작일정과 실적 감안 시 낮아진 주가는 매수기회로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,784	3,186
영업이익	-109	-68	216	358	461
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	12.8	14.5
세전이익	-941	-159	76	336	488
지배주주지분순이익	-819	-256	26	271	380
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	3,309	4,636
증감률(%)	적전	적지	흑전	1,009.2	40.1
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	5.1	7.0
PER(배)	-6.3	-19.5	173.3	16.7	11.9
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	14.7	11.5	8.1

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2025.11.07

매수(유지)

목표주가(유지)	86,000원
현재주가(11/06)	55,400원
상승여력	55.2%

Stock Data

KOSPI	4,026.5pt
시가총액(보통주)	4,762십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	223천주
60일 평균거래대금	13,327백만원
외국인 지분율	27.4%
52주 최고가	69,000원
52주 최저가	37,500원
주요주주	
방준혁(외 15인)	58.6%
엔씨소프트(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.1	-19.5
3M	-5.8	-31.7
6M	22.7	-34.6

주가차트

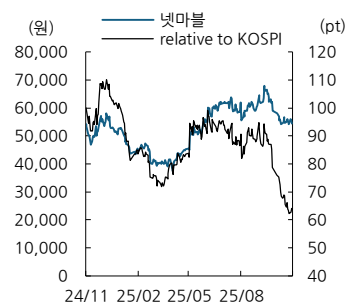


표1 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	746.5	2,663.8	2,784.0	3,185.7
MCOG	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	48.7	63.3	253.4	232.8	193.2
스핀엑스	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	146.2	151.6	604.2	591.0	594.6
나혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	27.8	39.4	279.5	180.2	146.0
레이븐 2	-	31.3	38.8	32.5	29.0	21.8	15.6	11.3	102.6	77.8	45.5
RF 온라인넥스트	-	-	-	-	18.7	64.6	34.8	35.8	-	153.9	85.7
뱀피르	-	-	-	-	-	-	62.6	83.2	-	145.8	115.0
세븐나이츠리버스	-	-	-	-	-	93.3	83.5	75.2	-	232.0	158.0
일곱개의 대죄:오리진	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	415.1
몬걸:STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	217.5
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	605.1	630.7	2,448.2	2,476.6	2,724.7
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	238.9	946.9	945.1	1,096.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	179.3	720.0	725.5	752.7
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	147.8	470.3	495.8	605.1
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	33.0	32.5	156.6	170.7	142.0
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	31.5	32.2	154.4	139.5	128.8
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	115.8	215.6	357.5	461.0
OPM	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	15.5%	8.1%	12.8%	14.5%
지배순이익	-9.9	162.3	20.6	-166.7	75.6	160.4	37.5	-2.3	6.3	271.1	379.9
NPM	-1.7%	20.8%	3.2%	-25.7%	4.0%	10.1%	8.8%	11.0%	0.2%	8.7%	8.7%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 넷마블 신작 라인업

신작 라인업 (25년 4분기 ~ 26년)

나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE
글로벌 액션 RPG (11/25) (12/26년)

스톤에이지 키우기
글로벌 방치형 RPG

일곱 개의 대죄: Origin
글로벌 오픈월드 RPG

SOL: enchant
한국 MMORPG

몬걸: STAR DIVE
글로벌 액션 RPG

나 혼자만 레벨업: KARMA
글로벌 로그라이프 액션 RPG

프로젝트 옥토퍼스
글로벌 캐주얼 액션 로그라이프 RPG

이블베인
글로벌 협동 액션

상그릴라 프론티어: 일곱 최강종
글로벌 수집형 RPG

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

[넷마블 251270]

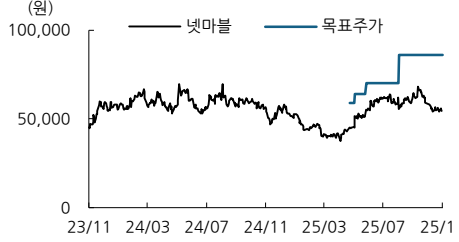
재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,115	1,112	1,400	매출액	2,673	2,502	2,664	2,784	3,186
현금 및 현금성자산	503	430	578	493	741	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	215	272	295	321	348	매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,784	3,186
재고자산	3	3	2	2	2	판매비 및 관리비	2,782	2,571	2,448	2,426	2,725
기타	276	201	240	297	309	영업이익	-109	-68	216	358	461
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,720	6,742	(EBITDA)	124	117	370	494	604
관계기업투자등	3,541	2,996	2,918	3,022	3,145	금융손익	-211	-151	-90	-56	-29
유형자산	336	344	340	370	334	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	7,832	8,142	기타영업외손익	-701	-362	-293	-73	-53
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,660	1,502	세전계속사업이익	-941	-159	76	336	488
매입채무 및 기타채무	213	265	344	347	377	계속사업법인세비용	-55	145	73	57	103
단기금융부채	1,783	1,398	636	1,013	813	계속사업이익	-886	-304	3	279	386
기타유동부채	298	278	368	300	312	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,020	897	1,355	868	991	당기순이익	-886	-304	3	279	386
장기금융부채	795	443	1,057	464	164	지배주주	-819	-256	26	271	380
기타비유동부채	225	454	298	404	826	총포괄이익	-894	-584	358	279	386
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,529	2,493	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,461	4,980	5,416	5,248	5,594	영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	12.8	14.5
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	4.6	4.7	13.9	17.8	19.0
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056	당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.1	10.0	12.1
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,382	1,728	ROA (%)	-8.4	-3.0	0.3	3.4	4.8
비지배주주지분(연결)	161	100	58	55	55	ROE (%)	-14.6	-4.9	0.5	5.1	7.0
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,303	5,649	ROIC (%)	-2.0	-1.3	0.3	8.8	12.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	288	133	680	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-886	-304	3	279	386	P/E	-6.3	-19.5	173.3	16.7	11.9
비현금수익비용가감	1,088	440	382	-84	289	P/B	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9
유형자산감가상각비	54	57	53	55	56	P/S	1.9	2.0	1.7	1.7	1.5
무형자산상각비	178	129	101	82	87	EV/EBITDA	58.1	54.2	14.7	11.5	8.1
기타현금수익비용	855	255	228	-506	-102	P/CF	25.8	36.6	11.5	24.5	7.1
영업활동 자산부채변동	-73	-121	-35	-53	6	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-43	-28	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0	매출액	6.6	-6.4	6.5	4.5	14.4
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	36	30	영업이익	적전	적지	흑전	65.8	28.9
기타자산 부채변동	-78	-26	-19	-45	4	세전이익	적전	적지	흑전	340.3	45.3
투자활동 현금	-40	466	37	69	-59	당기순이익	적전	적지	흑전	8,563.1	38.4
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-27	-21	EPS	적전	적지	흑전	1,009.2	40.1
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	6	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	550	192	11	-17	부채비율	58.9	55.9	49.4	47.7	44.1
기타투자활동	-46	-62	-159	79	-21	유동비율	43.5	46.7	82.7	67.0	93.2
재무활동 현금	-549	-481	-221	-254	-534	순차입금/자기자본(x)	35.6	26.4	18.4	16.9	2.6
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-203	-212	-500	영업이익/금융비용(x)	-1.0	-0.5	2.0	4.8	8.4
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	898	146
기타재무활동	-54	14	-18	-8	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-851	-73	148	-85	248	EPS	-9,531	-2,975	298	3,309	4,636
기초현금	1,354	503	430	578	493	BPS	63,533	57,933	63,011	61,059	65,081
기말현금	503	430	578	493	741	SPS	31,103	29,109	30,991	32,390	37,063
NOPLAT	-79	-50	9	297	364	CFPS	2,343	1,587	4,482	2,265	7,844
FCF	88	481	387	211	621	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				
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	-14.3	-8.9	
2025-08-08	매수	86,000	-30.8	-20.9	
2025-09-08	매수	86,000	-30.9	-20.9	
2025-11-07	매수	86,000			



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.2%	1.2%	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.