

## Company Update

Analyst 이승훈

RA 장성호

02) 6915-5680  
dozed@ibks.com

## 매수 (유지)

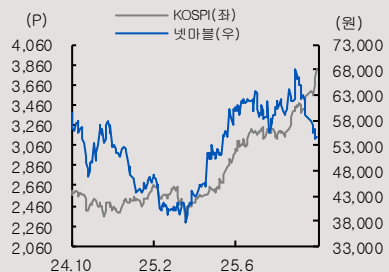
목표주가 (상향)	70,000원
현재가 (10/20)	54,600원

KOSPI (10/20)	3,814.69pt
시가총액	4,693십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
52주 최고가	68,000원
최저가	37,500원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	27.8%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성			
방준혁 외 12 인		24.33%	
HAN	RIVER	17.52%	
추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-25%	-19%	-34%
절대기준	-17%	24%	-3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	70,000	65,000	▲
EPS(25)	3,809	2,036	▲
EPS(26)	3,501	2,470	▲

### 넷마블 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 넷마블 (251270)

## 이제는 흥행 체질

### 3분기 실적 컨센서스 부합

3분기 매출액은 6,954억 원(+7.4% YoY, -3.1% QoQ), 영업이익은 791억 원(+20.8% YoY, -21.8% QoQ)을 기록하여 컨센서스(매출액 6,914억원, 영업이익 816억원)에 부합할 것으로 전망된다. 매출은 8월 말에 출시된 뱀피르가 국내 주요 앱마켓에서 1위를 유지하며 예상보다 높은 매출을 기록 중이며 세븐나이즈 리버스가 일본·대만 등 해외 출시 이후 안정적인 순위를 유지하며 실적이 반등한 것으로 파악된다. 비용은 다수 신작 출시로 마케팅비 비중이 상승하지만 자체 IP 흥행으로 지급수수료율이 낮게 유지되고 인건비가 전분기 수준을 유지하면서 증가폭이 제한적인 것으로 예상된다. 2023년 3분기 저점 이후 분기별 개선 흐름이 이어지고 있기 때문에 동사의 체질 개선이 일정 궤도에 오른 것으로 판단한다.

### 4분기는 실적 개선과 신작 모멘텀 재부각

4분기는 국내의 흥행 게임 매출이 온기 반영되고 기존 게임들의 성수기 효과로 실적 개선세가 지속될 가능성이 높다. 신작은 4분기 2편 이상, 내년 상반기 중에 3편 이상 출시가 예상된다. 기대작 몬칼: STAR DIVE가 CBT, 게임쇼 출시 등을 통해 완성도를 높여 연말에 출시될 것으로 기대된다. 일곱 개의 대죄: 오리진은 칠대죄 IP로서 콘솔 게임 첫 게임이기 때문에 시장 기대치가 높다. 이 게임은 내년 1월 28일 출시가 확정된 만큼 지스타 이후 신작 게임 모멘텀이 고조될 것으로 전망된다. 2026년 나혼렐 KARMA, 상그릴라 프론티어, 이블베인, 블룸워커 등 다양한 장르의 대형 게임 출시 일정이 구체화되면 투자 심리는 빠르게 개선될 것으로 판단된다.

### 목표주가 7만원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 2026년 예상 EPS에 최근 1년간 12개월 FW PER의 평균값인 20배를 적용하여 산출했다. 올해 출시했던 신작 게임들이 연속적으로 흥행했기 때문에 4분기 말부터 출시될 신작 게임들에 대한 흥행 기대감이 유효한 것으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,789	2,944	3,061
영업이익	-68	216	322	378	399
세전이익	-159	76	402	376	408
지배주주순이익	-256	26	327	301	318
EPS(원)	-2,975	298	3,809	3,501	3,702
증가율(%)	-68.8	-110.0	1,176.9	-8.1	5.7
영업이익률(%)	-2.7	8.1	11.5	12.8	13.0
순이익률(%)	-12.2	0.1	12.0	10.2	10.4
ROE(%)	-4.9	0.5	6.0	5.3	5.3
PER	-19.5	173.3	14.2	15.5	14.6
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	55.1	14.9	11.4	9.6	8.8

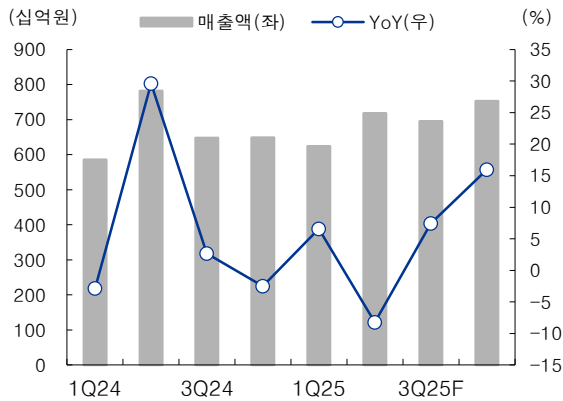
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 넷마블의 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	585	782	647	649	624	718	695	752	2,664	2,789	2,944
QoQ	-12.0%	33.6%	-17.2%	0.3%	-3.9%	15.0%	-3.1%	8.2%			
YoY	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.4%	15.9%	6.5%	4.7%	5.6%
<b>영업이익</b>	4	111	65	35	50	101	79	92	216	322	378
OPM	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.4%	12.2%	8.1%	11.5%	12.8%
QoQ	-80.4%	2911.4%	-41.1%	-46.2%	41.1%	103.5%	-21.8%	16.4%			
YoY	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.1%	-9.1%	20.8%	161.3%	0.0%	49.3%	17.4%
<b>세전이익</b>	1	217	42	-184	98	190	65	50	76	402	376
QoQ	흑전	24,936.9%	-80.6%	적전	흑전	94.7%	-65.6%	-24.2%			
YoY	흑전	흑전	흑전	적지	11136.7%	-12.6%	54.9%	흑전	0.0%	427.5%	-6.5%
<b>순이익(지배)</b>	-0	169	22	-166	76	160	53	39	26	327	301
NIM	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	7.6%	5.1%	1.0%	11.7%	10.2%
QoQ	적지	흑전	-86.8%	적전	흑전	112.2%	-67.1%	-26.6%			
YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-5.4%	135.0%	흑전	0.0%	1176.9%	-8.1%

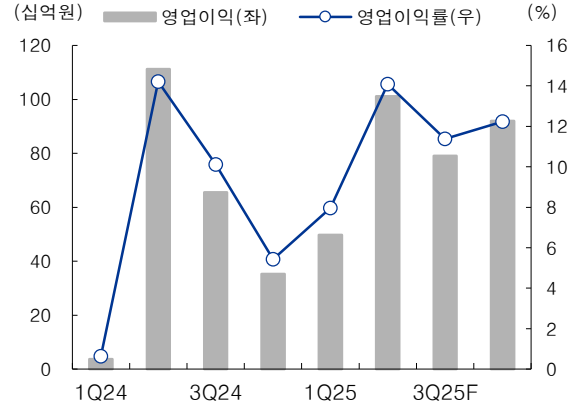
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 1. 넷마블의 매출액 및 YoY 추이



자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 2. 넷마블의 영업이익 및 영업이익률 추이



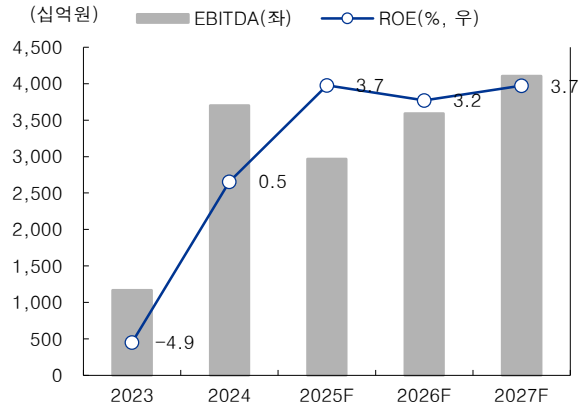
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

표 2. 넷마블 신작 라인업

출시일	타이틀	개발사	지역	장르	모바일	PC	콘솔
2025-11-17	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	글로벌	액션 RPG		0	0
2H25	스톤에이지: 펫월드	넷마블엔투	글로벌	수집형 RPG	0		
	문갈: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	0	0	
2026-01-28	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블F&C	글로벌	오픈월드 RPG	0	0	0
2026-02	SOL: 인첸트	알트나인	한국	MMORPG	0	0	

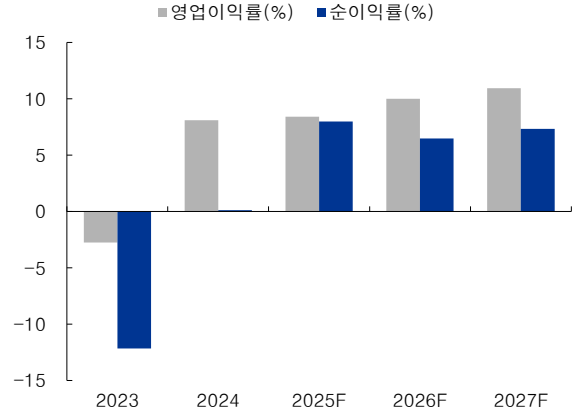
자료: 넷마블, IBK투자증권

그림 3. 넷마블의 EBITDA 및 ROE 추이



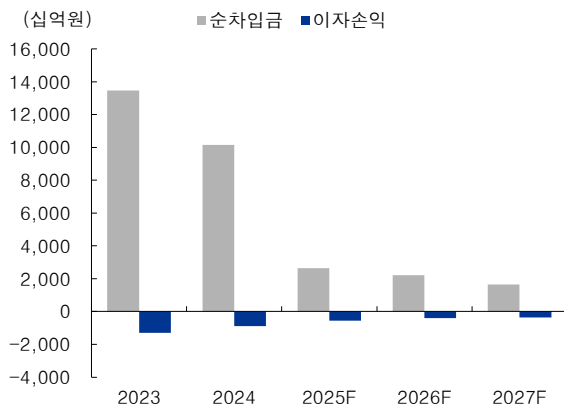
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 넷마블의 영업이익률 및 순이익률 추이



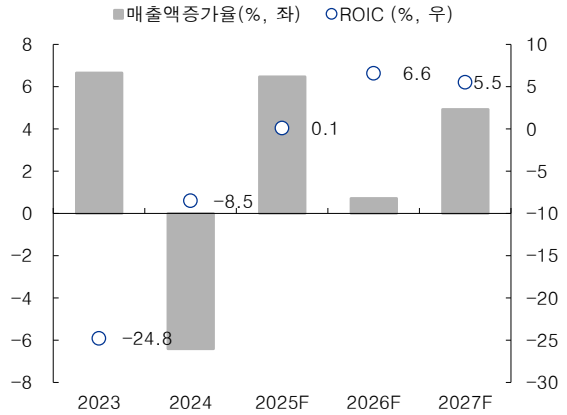
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 넷마블의 순부채 및 이자손익 추이



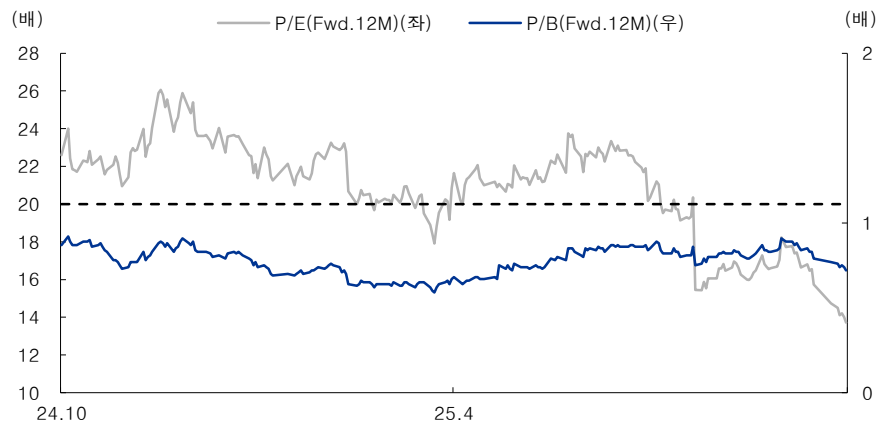
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 넷마블의 매출 증가율 및 ROIC 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 넷마블의 12개월 FW PER과 PBR 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

넷마블 (251270)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,789	2,944	3,061
증가율(%)	-6.4	6.5	4.7	5.6	4.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,789	2,944	3,061
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	2,571	2,448	2,467	2,566	2,661
판매비율(%)	102.8	91.9	88.5	87.2	86.9
영업이익	-68	216	322	378	399
증가율(%)	-37.0	-414.9	49.3	17.4	5.7
영업이익률(%)	-2.7	8.1	11.5	12.8	13.0
순금융손익	-189	-115	61	-42	-36
이자손익	-130	-89	-59	-42	-36
기타	-59	-26	120	0	0
기타영업외손익	-14	-133	-13	0	0
중속/관계기업손익	113	109	32	40	44
세전이익	-159	76	402	376	408
법인세	145	73	67	75	90
법인세율	-91.2	96.1	16.7	19.9	22.1
계속사업이익	-304	3	335	301	318
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	335	301	318
증가율(%)	-65.7	-101.1	10,315.5	-10.2	5.7
당기순이익률 (%)	-12.2	0.1	12.0	10.2	10.4
지배주주당기순이익	-256	26	327	301	318
기타포괄이익	-286	349	-215	0	0
총포괄이익	-590	352	120	301	318
EBITDA	117	370	462	526	550
증가율(%)	-5.5	216.4	24.9	13.9	4.5
EBITDA마진율(%)	4.7	13.9	16.6	17.9	18.0

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,975	298	3,809	3,501	3,702
BPS	57,933	63,011	63,944	67,445	71,146
DPS	0	417	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-19.5	173.3	14.2	15.5	14.6
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	55.1	14.9	11.4	9.6	8.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-6.4	6.5	4.7	5.6	4.0
EPS증가율	-68.8	-110.0	1,176.9	-8.1	5.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
ROE	-4.9	0.5	6.0	5.3	5.3
ROA	-3.6	0.0	4.2	3.8	3.8
ROIC	-8.5	0.1	10.7	9.9	10.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	55.9	49.4	40.2	38.4	36.6
순차입금 비율(%)	26.5	18.6	10.2	5.9	1.9
이자보상배율(배)	-0.5	2.0	4.3	6.2	6.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.3	10.0	9.9	10.0	10.1
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,425.0	1,678.9	1,781.8
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,301	1,542	1,781
현금및현금성자산	430	578	683	901	1,132
유가증권	64	99	81	81	81
매출채권	255	277	284	302	304
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	6,488	6,561	6,654
유형자산	344	340	370	372	380
무형자산	3,229	3,245	2,830	2,872	2,924
투자자산	3,009	2,928	2,741	2,741	2,742
자산총계	7,916	8,177	7,790	8,103	8,436
유동부채	1,940	1,348	1,481	1,479	1,480
매입채무및기타채무	32	28	27	25	26
단기차입금	1,311	505	293	293	293
유동성장기부채	86	131	572	572	572
비유동부채	897	1,355	755	768	783
사채	0	399	150	150	150
장기차입금	372	598	258	258	258
부채총계	2,837	2,703	2,235	2,248	2,262
지배주주지분	4,980	5,416	5,496	5,797	6,115
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
자본조정등	370	430	430	430	430
기타포괄이익누계액	422	777	563	563	563
이익잉여금	1,128	1,145	1,439	1,740	2,058
비지배주주지분	100	58	58	58	58
자본총계	5,079	5,474	5,554	5,855	6,174
비이자부채	996	1,010	906	919	933
총차입금	1,841	1,693	1,329	1,329	1,329
순차입금	1,347	1,016	564	347	115

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	319	393	426
당기순이익	-304	3	335	301	318
비현금성 비용 및 수익	440	382	105	150	142
유형자산감가상각비	57	53	60	70	71
무형자산상각비	129	101	80	78	80
운전자본변동	-121	-35	-86	-16	1
매출채권등의 감소	-80	-9	-40	-18	-2
재고자산의 감소	0	0	-1	0	0
매입채무등의 증가	-15	-6	0	-1	0
기타 영업현금흐름	-113	-62	-35	-42	-35
투자활동 현금흐름	466	37	236	-226	-249
유형자산의 증가(CAPEX)	-36	-17	-32	-72	-79
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	13	21	-3	-120	-132
투자자산의 감소(증가)	511	145	173	0	0
기타	-22	-112	98	-34	-38
재무활동 현금흐름	-481	-221	-416	51	55
차입금의 증가(감소)	-16	314	-102	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-465	-535	-314	51	55
기타 및 조정	40	44	-34	0	0
현금의 증가	-73	148	105	218	232
기초현금	503	430	578	683	901
기말현금	430	578	683	901	1,132

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

