넷마블 (251270)

3분기 신작의 연속적인 성공이 필요

KB증권

더 많은 리포트 보기

2025년 7월 7일

인터넷/게임/엔터/레저 Analyst 이선화
leesunhwa@kbfg.com

목표주가 48,000원 → 57,000원으로 18.8% 상향, 투자의견 Hold 유지

넷마블의 목표주가를 기존 48,000원에서 57,000원으로 18.8% 상향 조정하고, 현재 주가와의 괴리율을 고려하여 투자의견은 Hold를 유지한다. 1Q25에 출시한 'RF 온라인 넥스트'에 이어 2Q25에 출시한 '세븐나이츠 리버스'까지 흥행에 성공하면서 시장의 기대치를 상회하는 2분기 실적을 예상한다. 다만 주가는 이를 반영하여 지난 4월 9일 저점 (종가 37,500원) 형성 이후 현재 (7월 7일 종가 61,700원) 64.5% 상승했다. 차기 기대작인 '일곱 개의 대죄: Origin' 출시 (4Q25 예상)까지는 신작 공백기가 존재하기에, 현재 주가와 목표주가의 괴리율을 고려하여 투자의견은 Hold를 유지한다.

2Q25 Preview: 영업이익 749억원 (-32.6% YoY)으로 컨센서스 상회 전망

넷마블의 2분기 연결기준 매출액은 7,296억원 (-6.7% YoY, +16.9% QoQ), 영업이익은 749억원 (-32.6% YoY, +50.7% QoQ, 영업이익률 10.3%)을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스 636억원을 상회할 것으로 전망한다. 3월 20일 출시한 'RF 온라인 넥스트'가 2분기에는 온기 반영되고, 5월 15일 출시한 '세븐나이츠 리버스'가 출시한 지 한 달 반이 지났음에도 국내 구글 플레이 매출 순위 8위, 앱스토어 2위를 기록하고 있다 (표 8, 7/7 센서타워 데이터 기준).

신작의 연속 흥행이 필요

넷마블은 'RF 온라인 넥스트'에 이어 '세븐나이츠 리버스'까지 자체 IP로 2연속 흥행을 이어가고 있다. 하반기에는 '뱀피르', '몬길: 스타 다이브', '일곱 개의 대죄: Origin', '프로젝트 SOL', '나 혼자만 레벨업: 오버드라이브', '킹 오브 파이트 AFK' 6개의 게임이 출시를 앞두고 있으며, 최근에는 '스톤 에이지: 펫월드', '프로젝트 이블베인', '나 혼자만 레벨업: KARMA' 등을 신규 공개했다. 다만 정확한 출시일은 미정으로, 대부분의 기대작이 4분기에 출시될 것으로 전망한다. 이에 3분기는 신작 없이 기존작 만으로 기초 체력을 입증해야 하기에 2Q25 단기간에 가파른 상승을 보인 주가는 잠시 쉬어갈 것으로 예상한다.

유동성 리스크는 여전히 존재

한편 넷마블은 SpinX 인수 잔금 (2021년 2.6조원에 인수, 언아웃 방식으로 양수대금의 20%를 향후 4년간 걸쳐 지급)과 과천 지타운 프로젝트 등 대규모 자금이 필요한 상황이다. 여기에 연간 이자비용 835억원이 발생하는데, 2분기 만기가 도래하는 단기차입금은 연결기준 2,300억원에 이른다. 재무구조 안정화를 위해 보유자산의 유동화 가능성이 높다는 판단이다.

Hold 유지

목표주가 (상향, 원)	57,000
Dividend yield* (%)	0.7
Total return (%)	-6.9
현재가 (7/7, 원)	61,700
Consensus target price (원)	63,167
시가총액 (조원)	5.3

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	36.7
거래대금 (3m, 십억원)	10.9
외국인 지분율 (%)	25.2
주요주주 지분율 (%)	방준혁 외 12 인 24.3
	HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.5

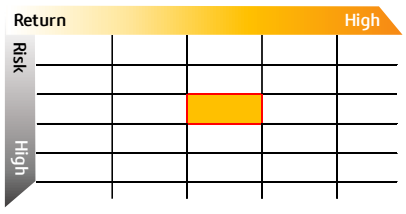
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.4	56.0	17.3	10.3
시장대비 상대수익률	1.3	18.4	-5.8	0.9

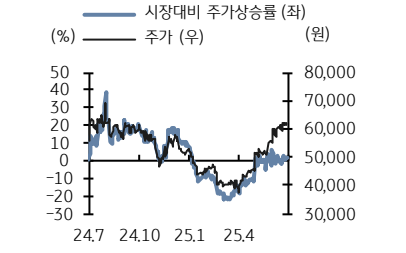
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	2,664	2,802	2,889	2,921
영업이익 (십억원)	216	256	267	273
지배주주순이익 (십억원)	26	78	87	99
EPS (원)	298	903	1,010	1,157
증감률 (%)	흑전	203.0	11.8	14.6
P/E (x)	173.3	68.4	61.1	53.3
EV/EBITDA (x)	14.9	16.1	14.9	14.5
P/B (x)	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	0.5	1.5	1.6	1.8
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7

Risk & Total Return (annualized over three years)

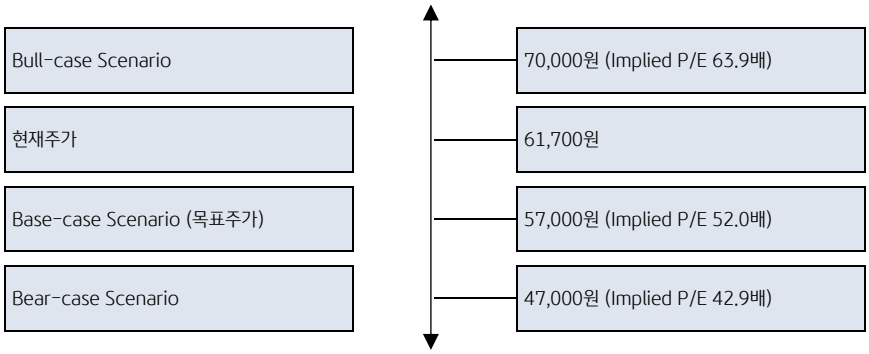


Stock Price & Relative Performance



자료: 넷마블, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2025E-27E 연결 매출액성장률 +1%~+10%
2) 2025E-27E 연결 영업이익성장률 -10%~+10%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2025E-27E 연결 매출액성장률 +10%를 상회
2) 2025E-27E 연결 영업이익성장률 +10%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2025E-27E 연결 매출액성장률 +1%를 하회
2) 2025E-27E 연결 영업이익성장률 -10%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,718	2,752	2,802	2,889	3.1	5.0
영업이익	202	191	256	267	26.8	39.9
지배주주순이익	60	71	78	87	29.2	21.8

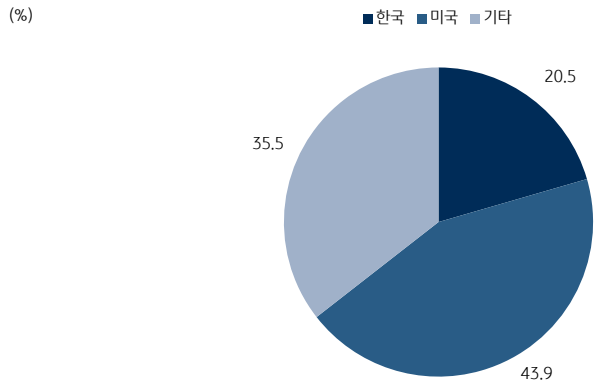
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,802	2,889	2,771	2,877	1.1	0.4
영업이익	256	267	263	288	-2.6	-7.3
지배주주순이익	78	87	212	245	-63.4	-64.5

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2024년 기준)



자료: 넷마블, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 6.98%, 영구성장률 1.00% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
70,000원 ~ 47,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 52.0배, P/B 0.9배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	-0.3	-0.2
금리 1%p 상승 시	-5.1	-4.7

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
넷마블	5,303	25.9	24.4	0.9	0.9	15.6	15.0	3.6	3.6	0.7	0.7
Electronic Arts	53,506	19.0	17.2	5.7	5.2	15.3	13.9	30.2	30.1	0.5	0.5
크래프톤	16,966	14.5	13.2	2.1	1.8	8.6	7.9	14.6	13.9	0.0	0.0
엔씨소프트	4,406	35.0	18.4	1.3	1.2	19.9	10.0	3.8	6.7	1.0	1.4

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

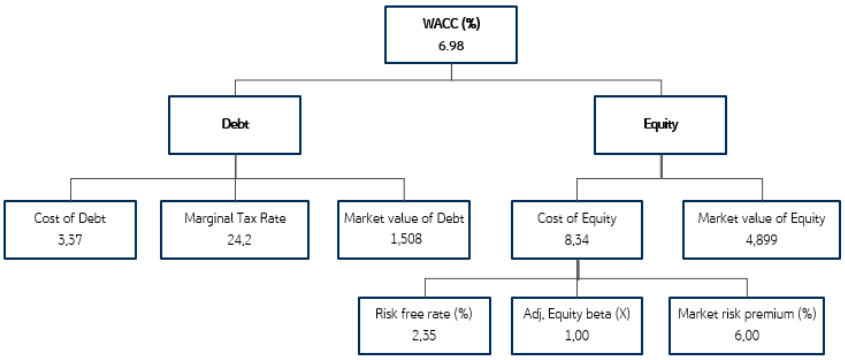
표 1. 넷마블 DCF Valuation

(십억원)		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
현금흐름추정														
영업이익	a	-68	216	256	267	273	278	283	287	292	296	300	295	299
한계법인세율(%)	b	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
NOPLAT	c=a*(1-b)	-52	163	194	202	207	211	214	218	221	224	227	224	226
감가상각비	d	185	154	127	124	121	115	109	103	98	93	89	89	84
총 현금흐름	e=c+d	134	318	321	326	327	325	323	321	319	318	316	312	311
운전자본 증감	f	-121	-35	-13	-46	-66	-72	-80	-88	-93	-98	-104	-111	-118
설비투자(Capex)	g	-23	4	-59	-59	-58	-46	-37	-29	-24	-19	-15	-12	-10
총투자	h=f+g	-144	-31	-73	-105	-123	-118	-116	-117	-116	-117	-119	-123	-128
FCFF	i=e+h	-11	287	248	221	204	207	207	204	203	200	196	190	183
Adjusted FCF					234	212	205	207	205	204	202	198	196	191
현금흐름의 현재 가치														
WACC					6.98%									
Discount Factor					1.00	0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	0.67	0.62	0.58	0.54
PV of Adjustd FCF					234	198	179	169	157	145	134	124	114	104
영구성장률					1.00%									
영구가치					3,229									
PV of Terminal Value					1,759									
Valuation														
현금흐름 합산	j				3,319									
순현금	k				-801									
비연결 관계기업투자	l				2,439									
비지배주주지분	m				58									
스탁옵션	n				0									
적정 기업가치	o=j+k+l-m-n				4,899									
유통주식수 (천 주)	p				85,954									
목표주가 (원)	q=o/p				57,000									
현재주가 (7/7, 원)					61,700									
상승여력 (%)					-7.6									
12M Fwd. EPS					1,096									
12M Fwd. BVPS					63,274									
목표주가의 12M Fwd. P/E (X)					52.0									
목표주가의 12M Fwd. P/B (X)					0.9									

자료: 넷마블, KB증권 추정

타인자본비용은 현재 발행되어 있는 원화사채의 가중평균 만기수익률. 차입금 가치는 2025년 3월 말 총차입금 자본비용. 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 통안채 1년물 금리의 최근 3개월 평균치. 조정 주식 Beta는 넷마블의 52주 Beta와 시장 Beta의 가중평균. 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차. 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출

그림 1. 넷마블 WACC 산출과정



자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 2. 넷마블 WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2025/4/23)	변경 후	비고
COE (A) = a + b x c	7.81	**8.34**	
Risk Free Rate (a)	2.63	**2.35**	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.00	**1.00**	52W Adj. Beta
Raw Beta	-0.11	**0.09**	
R^2	0.00	**0.00**	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	**6.00**	
Market (d)	8.44	**9.28**	2001년~2025년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.25	**3.29**	2001년~2025년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	2.81	**2.56**	
적정주주가치	4,126	4,899	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	1,584	1,508	2025년 3월 말 총차입금
주식가치 가중치 (f)	72.26	**76.47**	
차입금 가중치 (g)	27.74	**23.53**	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	6.42	**6.98**	

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 3. 넷마블 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)	Terminal Growth →										
WACC →	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
6.4%	56,902	57,590	58,323	59,108	59,949	60,852	61,825	62,876	64,015	65,254	66,606
6.6%	55,836	56,473	57,150	57,873	58,646	59,474	60,364	61,323	62,358	63,480	64,700
6.8%	54,834	55,423	56,050	56,718	57,430	58,191	59,007	59,884	60,828	61,848	62,953
7.0%	53,888	54,436	55,017	55,634	56,292	57,000	57,743	58,547	59,411	60,341	61,346
7.2%	52,995	53,504	54,044	54,616	55,225	55,873	56,564	57,303	58,094	58,945	59,862
7.4%	52,149	52,624	53,126	53,658	54,222	54,822	55,460	56,141	56,869	57,649	58,487
7.6%	51,349	51,792	52,260	52,754	53,278	53,834	54,424	55,053	55,724	56,441	57,210

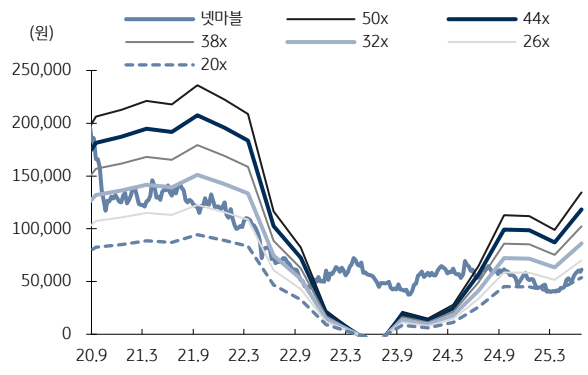
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 4. 넷마블 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)	Terminal Growth →										
WACC →	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
6.4%	-10.7	-9.6	-8.3	-7.0	-5.6	-4.1	-2.5	-0.8	1.1	3.2	5.4
6.6%	-12.5	-11.4	-10.3	-9.1	-7.8	-6.4	-4.9	-3.3	-1.6	0.2	2.3
6.8%	-14.1	-13.1	-12.1	-11.0	-9.8	-8.5	-7.2	-5.7	-4.2	-2.5	-0.6
7.0%	-15.7	-14.8	-13.8	-12.8	-11.7	-7.6	-9.3	-8.0	-6.5	-5.0	-3.3
7.2%	-17.2	-16.3	-15.4	-14.5	-13.5	-12.4	-11.2	-10.0	-8.7	-7.3	-5.8
7.4%	-18.6	-17.8	-17.0	-16.1	-15.1	-14.1	-13.1	-11.9	-10.7	-9.4	-8.0
7.6%	-19.9	-19.2	-18.4	-17.6	-16.7	-15.8	-14.8	-13.8	-12.6	-11.4	-10.2

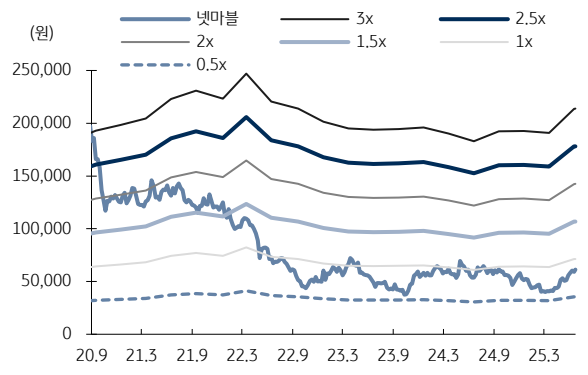
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

그림 2. 넷마블 12M Fwd. P/E Band



자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 3. 넷마블 12M Fwd. P/B Band



자료: FnGuide, KB증권 추정

표 5. 넷마블 2Q25E Preview

(십억원, %, %p)	KB 추정치	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	컨센서스	diff.
매출액	730	782	-6.7	624	16.9	689	5.9
영업이익	75	111	-32.6	50	50.7	64	17.9
세전이익	90	217	-58.7	98	-8.0	71	25.8
지배주주순이익	39	170	-76.7	76	-47.8	59	-33.1
영업이익률	10.3	14.2	-4.0	8.0	2.3	9.2	1.0
세전이익률	12.3	27.8	-15.5	15.6	-3.3	10.4	1.9
지배주주순이익률	5.4	21.7	-16.3	12.1	-6.7	8.6	-3.1

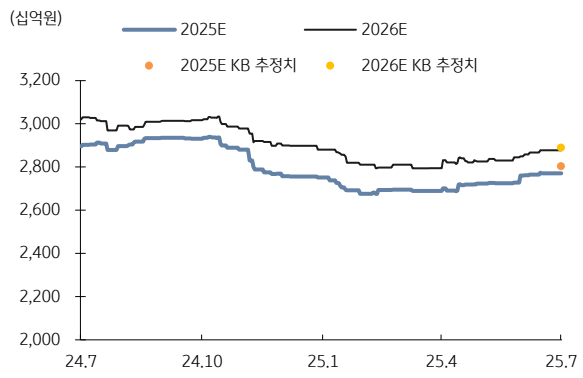
자료: 넷마블, FnGuide, KB증권 추정

표 6. 넷마블 실적 추정 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2025/4/23)			변경 후			diff.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,718	2,752	2,776	2,802	2,889	2,921	3.1	5.0	5.2
영업이익	202	191	194	256	267	273	26.8	39.9	40.5
세전이익	177	169	179	197	214	233	11.0	26.1	30.1
지배주주순이익	60	71	78	78	87	99	29.2	21.8	27.7
% YoY									
매출액	2.0	1.3	0.9	5.2	3.1	1.1			
영업이익	-6.3	-5.5	1.6	18.8	4.3	2.1			
세전이익	132.2	-4.4	5.7	157.7	8.7	9.1			
지배주주순이익	134.1	18.8	9.2	202.5	11.9	14.6			
% margin									
영업이익률	7.4	6.9	7.0	9.1	9.2	9.3			
세전이익률	6.5	6.2	6.5	7.0	7.4	8.0			
지배주주순이익률	2.2	2.6	2.8	2.8	3.0	3.4			

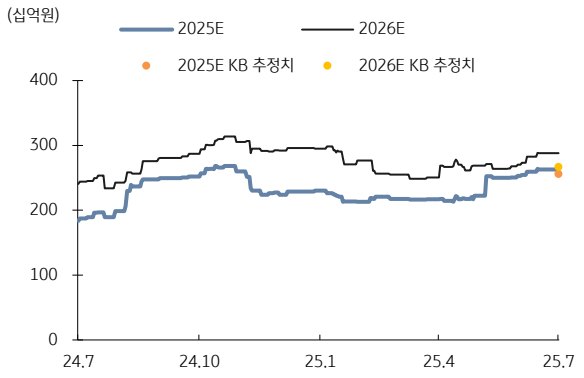
자료: KB증권 추정

그림 4. 매출액 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: Quantiwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

그림 5. 영업이익 컨센서스 추이 및 KB 전망



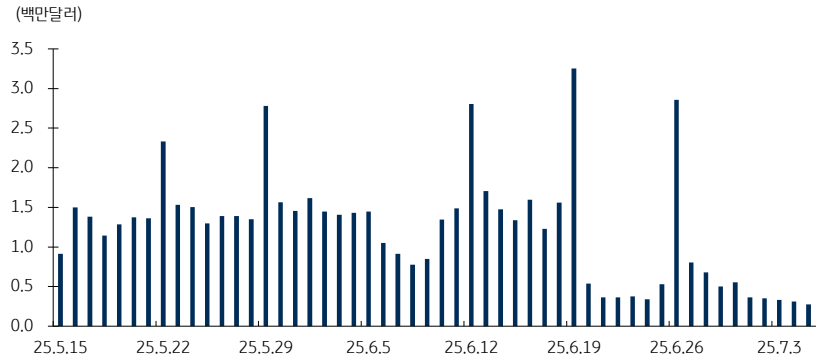
자료: Quantiwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

표 7. 넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	585	782	647	649	624	730	696	753	772	724	704	689	2,664	2,802	2,889	2,921
국내	100	188	149	110	112	128	123	133	128	118	113	108	546	496	467	426
미국	281	313	278	299	287	346	329	356	365	342	333	326	1,171	1,317	1,367	1,382
기타	205	282	220	240	225	256	244	264	279	263	258	255	947	989	1,056	1,113
매출비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
국내	17.0	24.0	23.0	17.0	18.0	17.5	17.7	17.6	16.6	16.3	16.0	15.6	20.5	17.7	16.2	14.6
미국	48.0	40.0	43.0	46.0	46.0	47.4	47.2	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	43.9	47.0	47.3	47.3
기타	35.0	36.0	34.0	37.0	36.0	35.1	35.1	35.1	36.1	36.4	36.7	37.1	35.5	35.3	36.5	38.1
매출성장률 (% YoY)	-2.9	29.6	2.7	-2.5	6.6	-6.7	7.5	16.0	23.7	-0.8	1.2	-8.5	6.5	5.2	3.1	1.1
국내	1.3	122.9	35.3	-15.8	12.8	-31.9	-17.5	20.2	13.8	-7.5	-8.0	-18.7	29.0	-9.3	-5.8	-8.7
미국	-2.9	-0.3	-6.1	-0.3	2.1	10.5	18.0	19.2	27.3	-1.0	1.4	-8.4	-2.4	12.5	3.8	1.1
기타	-4.7	37.1	-1.8	2.2	9.6	-9.0	11.1	10.1	24.1	2.7	5.7	-3.4	7.6	4.5	6.7	5.5
영업비용	582	671	582	614	574	655	638	679	684	656	645	637	2,448	2,546	2,622	2,649
지급수수료	227	263	225	232	219	254	251	274	276	259	254	249	947	998	1,038	1,031
인건비	180	183	179	179	172	173	176	178	179	180	181	182	720	699	722	748
마케팅비	102	144	105	121	114	151	141	154	150	143	138	137	470	560	567	566
상각비	39	40	37	38	32	36	31	32	36	33	32	31	154	131	133	133
기타비용	34	42	36	45	37	40	39	41	43	41	39	38	157	157	162	171
영업이익	4	111	66	35	50	75	58	74	88	67	60	52	216	256	267	273
영업이익률 (%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	10.3	8.3	9.8	11.4	9.3	8.5	7.5	8.1	9.1	9.2	9.3
% YoY	흑전	흑전	흑전	87.0	1,247.2	-32.6	-11.5	108.8	77.2	-10.1	3.0	-29.4	흑전	18.8	4.3	2.1
세전이익	1	217	42	-184	98	90	73	-64	125	102	74	-87	76	197	214	233
세전이익률 (%)	0.1	27.8	6.5	-28.4	15.6	12.3	10.5	-8.4	16.1	14.2	10.5	-12.7	2.9	7.0	7.4	8.0
% YoY	흑전	흑전	흑전	적지	11,113.8	-58.7	72.4	적지	27.7	14.2	1.7	적지	흑전	157.7	8.7	9.1
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	39	17	-54	63	51	35	-62	26	78	87	99
지배주주순이익률 (%)	-0.1	21.7	3.5	-25.6	12.1	5.4	2.4	-7.2	8.1	7.0	5.0	-8.9	1.0	2.8	3.0	3.4
% YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-76.7	-24.3	적지	-16.9	28.1	105.9	적지	흑전	202.5	11.9	14.6

자료: 넷마블, KB증권 추정

그림 6. 세븐나이츠 리버스 글로벌 일매출 추이



자료: Sensor Tower, KB증권

주: 2025년 5월 15일 출시

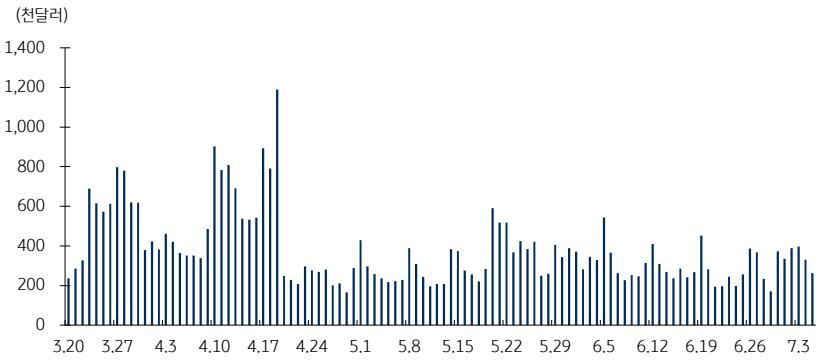
표 8. 세븐나이츠 리버스 국내 양대 마켓 매출 순위 (7/7 기준)

순위	앱스토어	구글 플레이
1	리니지 M	리니지 M
2	**세븐나이츠 리버스**	오딘: 발할라 라이징
3	마비노기 모바일	마비노기 모바일
4	WOS: 화이트아웃 서바이벌	WOS: 화이트아웃 서바이벌
5	FC Online M	라스트 워: 서바이벌
6	로얄 매치	RF 온라인 넥스트
7	라스트 워: 서바이벌	붕괴: 스타레일
8	FC 모바일	**세븐나이츠 리버스**
9	갓깨비 키우기	갓깨비 키우기
10	붕괴: 스타레일	Roblox

자료: Sensor Tower, KB증권

주: 게임 카테고리 내 매출 순위 기준

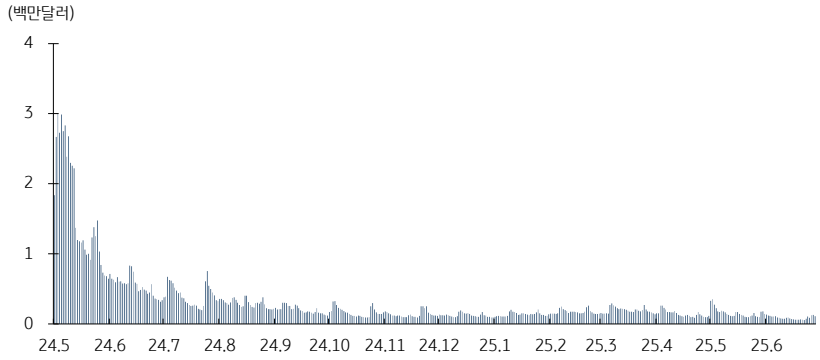
그림 7. RF 온라인 넥스트 글로벌 일매출 추이



자료: Sensor Tower, KB증권

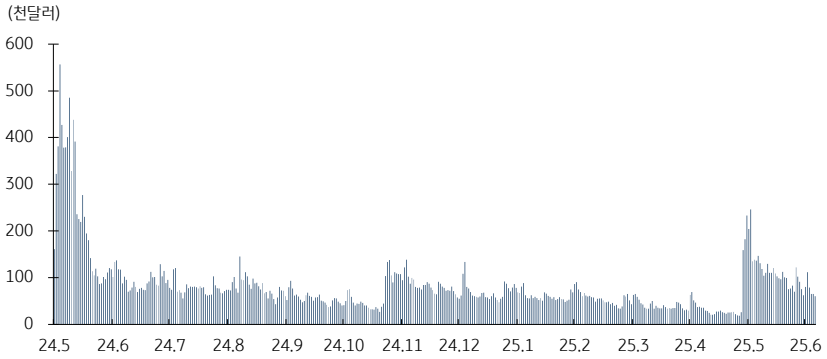
주: 2025년 3월 20일 출시

그림 8. 나 혼자만 레벨업: ARISE 글로벌 일매출 추이



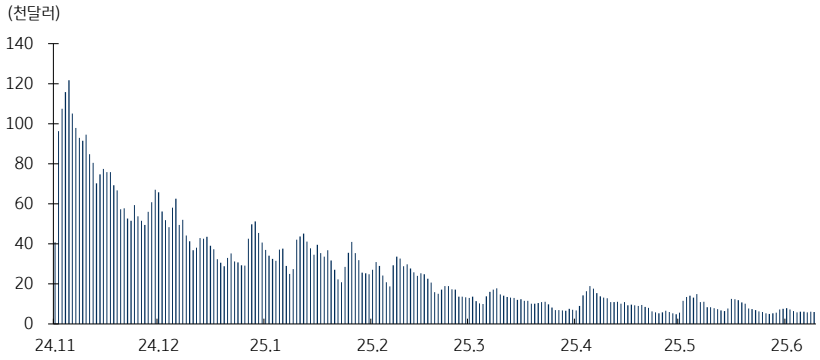
자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2024년 5월 8일 출시

그림 9. 레이븐2 글로벌 일매출 추이



자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2024년 5월 29일 출시

그림 10. 킹 아서: 레전드 라이즈 글로벌 일매출 추이



자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2024년 11월 27일 출시

표 9. 주요 신작 라인업

게임명	출시 시기	개발 스튜디오	장르	PC	모바일	콘솔	비고
세븐나이츠 리버스	25/5/15	넷마블넥서스	턴제 RPG	O	O	X	글로벌 출시
왕좌의 게임: 킹스로드	25/5/21	넷마블네오	오픈월드 RPG	O	O	X	서구권 출시, 국내 및 아시아권 연내 출시
킹 오브 파이터 AFK	2H25	SNK	수집형 RPG	X	O	X	글로벌 출시
뱀피르	2H25	넷마블네오	MMORPG	O	O	X	한국 출시
일곱 개의 대죄: Origin	2H25	넷마블에프앤씨	오픈월드 RPG	O	O	O	티저 사이트 오픈 (3/25)
몬길: STAR DIVE	2H25	넷마블몬스터	액션 RPG	O	O	X	글로벌 출시, 지스타 2024 출품
나 혼자만 레벨업:ARISE	2H25	넷마블네오	액션 RPG	O	O	O	2 분기 중 스팀 테스트 진행
프로젝트 SOL	2H25	알트나인	MMORPG	O	O	X	글로벌 퍼블리싱 계약 체결
나 혼자만 레벨업: ARISE 오버드라이브	2026 년	넷마블네오	액션 RPG	X	O	O	Xbox 버전 개발 중
샹그릴라 프론티어	TBD	미정	오픈월드 RPG	O	O	X	애니메이션 IP 기반
스톤에이지: 펫월드	TBD	넷마블엔투	수집형 RPG	X	O	X	사전 예약 진행 중
프로젝트 이블베인	TBD	넷마블몬스터	TPS				레이븐 세계관 기반
나 혼자만 레벨업: KARMA	TBD	넷마블네오	액션 RPG	O	O	X	

자료: 넷마블, 언론 보도, KB증권

표 10. 애플 앱마켓 수수료

국가	기본형		구독형		수수료 세부 내용
일반	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 30%	1년 이후 15%	5% (앱 설치 시), 10% (앱 이용 시 지불 대금 대상)
EU	기본 17%	중소기업 10%	1년 이내 30%	1년 이후 10%	앱 설치마다 0.5유로 부과 (디지털 시장법 영향)
미국	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 30%	1년 이후 15%	외부결제 시 3%p 인하 (에픽게임즈 對 애플 판결 영향)
한국	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 30%	1년 이후 15%	외부결제 시 4%p 인하 (전기통신사업법 영향)

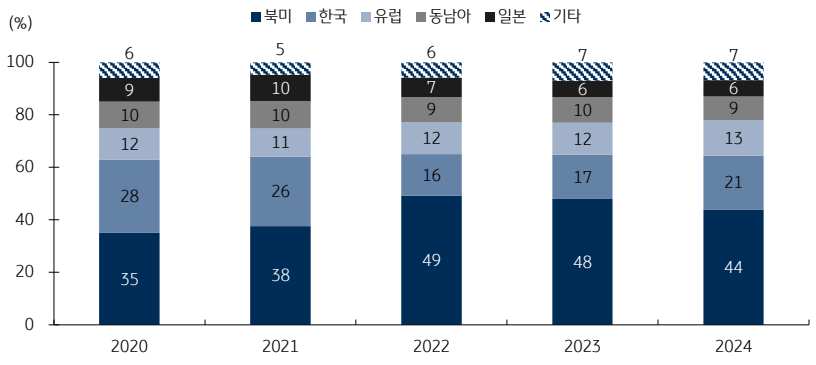
자료: Apple, 언론 보도, KB증권

표 11. 구글 앱마켓 수수료

국가	기본형		구독형		수수료 세부 내용
일반	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 30%	1년 이후 15%	연 매출 100만 달러 이하 기업 대상 15% 적용
EU	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 15%	1년 이후 15%	외부결제 시 4%p 인하 (디지털 시장법 영향)
미국	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 30%	1년 이후 15%	외부결제 및 타사 앱마켓 개방 (에픽게임즈 對 구글 판결 영향)
한국	기본 30%	중소기업 15%	1년 이내 30%	1년 이후 15%	외부결제 시 4%p 인하 (전기통신사업법 영향)

자료: Google, 언론 보도, KB증권

그림 11. 넷마블 지역별 매출 비중



자료: 넷마블, KB증권

표 12. 넷마블 서비스 게임 라인업 (1/2)

개발사	게임명	플랫폼	지역	장르	유형	출시일	비고
넷마블엔투	모두의마블	모바일	한국	캐주얼	자체 개발	2013.06	
	모두의마블	모바일	동남아시아	캐주얼	자체 개발	2014.07	퍼블리셔 라인
	모두의마블	모바일	대만	캐주얼	자체 개발	2014.10	퍼블리셔 라인
	모두의마블	모바일	홍콩/마카오	캐주얼	자체 개발	2015.12	퍼블리셔 라인
	A3: 스틸얼라이브	모바일	한국	MMORPG	자체 개발	2020.03	
	A3: 스틸얼라이브	모바일	글로벌	MMORPG	자체 개발	2020.11	
	A3: 스틸얼라이브	모바일	중국	MMORPG	자체 개발	2023.08	
	머지 쿵야 아일랜드	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2022.06	
	마구마구 2025	모바일	한국	스포츠	자체 개발	2020.07	시즌별 타이틀 업데이트
	모두의마블2: 메타월드	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2023.04	한국 등 일부 국가 제외
	신의 탑: 새로운 세계	모바일	글로벌	수집형 RPG	자체 개발	2023.07	
	RF 온라인 넥스트	모바일	한국	MMORPG	자체 개발	2025.03	
넷마블넥서스	세븐나이츠2	모바일	한국	MMORPG	자체 개발	2020.11	
	세븐나이츠2	모바일	글로벌	MMORPG	자체 개발	2021.11	
	세븐나이츠 키우기	모바일	글로벌	방치형 RPG	자체 개발	2023.09	
	세븐나이츠 리버스	모바일	글로벌	턴제 RPG	자체 개발	2025.05	
넷마블몬스터	마블 퓨처파이트	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2015.04	
	레이븐2	모바일	한국	MMORPG	자체 개발	2024.05	
	레이븐2	모바일	대만/홍콩/마카오	MMORPG	자체 개발	2024.11	
넷마블네오	리니지2 레볼루션	모바일	한국	MMORPG	자체 개발	2016.12	
	리니지2 레볼루션	모바일	아시아	MMORPG	자체 개발	2017.06	태국, 대만, 싱가폴 등 아시아 11개국 (중국, 일본 제외)
	리니지2 레볼루션	모바일	일본	MMORPG	자체 개발	2017.08	
	리니지2 레볼루션	모바일	북미/유럽	MMORPG	자체 개발	2017.11	북미, 유럽 등 54개국
	리니지2 레볼루션	모바일	인도네시아	MMORPG	자체 개발	2018.03	
	제2의 나라: Cross Worlds	모바일	한국/일본/대만/홍콩/마카오	MMORPG	자체 개발	2021.06	
	제2의 나라: Cross Worlds	모바일	글로벌	MMORPG	자체 개발	2022.05	
	제2의 나라: Cross Worlds	모바일	중국	MMORPG	자체 개발	2024.02	퍼블리셔 텐센트
	나 혼자만 레벨업:어라이즈	PC/모바일	글로벌	액션 RPG	자체 개발	2024.05	
	왕좌의 게임 : 킹스로드	PC	글로벌	RPG	자체 개발	2025.05	서구권 정식 출시
넷마블에프앤씨	일곱 개의 대죄: GRAND CROSS	모바일	한국/일본	RPG	자체 개발	2019.06	
	일곱 개의 대죄: GRAND CROSS	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2020.03	
	일곱 개의 대죄: GRAND CROSS	모바일	중국	RPG	자체 개발	2023.10	퍼블리셔 텐센트
	블레이드&소울 레볼루션	모바일	한국	MMORPG	자체 개발	2018.12	
	블레이드&소울 레볼루션	모바일	일본	MMORPG	자체 개발	2019.1	
	블레이드&소울 레볼루션	모바일	아시아	MMORPG	자체 개발	2020.05	아시아 25개국
	블레이드&소울 레볼루션	모바일	글로벌	MMORPG	자체 개발	2021.03	
	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC/모바일	글로벌	MMORTS	자체 개발	2023.08	
	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC/모바일	한국/대만/홍콩/마카오	MMORPG	자체 개발	2024.04	
	일곱 개의 대죄 키우기	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2024.08	
Jam City, Inc.	Cookie Jam	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2014.02	
	Harry Potter: Hogwarts Mystery	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2018.04	
	Bingo Pop	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2012.11	한국 등 일부 국가 제외
	Disney Emoji Blitz	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2016.07	
	Panda Pop	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2013.12	

자료: 넷마블, 언론 보도, KB증권

표 13. 넷마블 서비스 게임 라인업 (2/2)

개발사	게임명	플랫폼	지역	장르	유형	출시일	비고
Kabam, Inc.	MARVEL Contest of Champions	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2014.12	
	Shop Titans	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2019.03	
	Disney Mirrorverse	모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2022.06	
	킹 아서: 레전드 라이즈	PC/모바일	글로벌	RPG	자체 개발	2024.11	
SpinX Games Limited	Cash Frenzy	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2018.08	한국 등 일부 국가 제외
	Jackpot World	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2018.03	한국 등 일부 국가 제외
	Lotsa Slots	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2017.01	한국 등 일부 국가 제외
	Jackpot Wins	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2020.10	한국 등 일부 국가 제외
	Cash Club	모바일	글로벌	캐주얼	자체 개발	2020.11	한국 등 일부 국가 제외

자료: 넷마블, 언론 보도, KB증권

표 14. 넷마블 상장사 투자 현황

회사	최초 취득 일자	수량 (주)	지분율 (%)	출자 목적	주가 (7/4)	매각 시 금액 (십억원)
엔씨소프트	2015-02-17	1,950,000	8.88	단순투자	207,000	403.7
링크드	2016-04-12	5,988,570	9.46	단순투자	583	3.5
하이브	2018-05-31	3,930,813	9.44	단순투자	275,500	1,082.9
넥써쓰	2021-12-24	1,253,742	2.18	단순투자	3,715	4.7
코웨이	2020-02-11	18,511,446	25.08	경영참여	96,900	1,793.8

자료: DART, KB증권

주: 4Q24 기준

표 15. 넷마블 주식 담보대출 현황

시기	내용	담보물	비고
2021 년 10 월	14 억달러 (1 조 6,787 억원) 대출	엔씨소프트 주식 195 만주 (보유 전량) 등	스핀엑스 인수 자금 조달 목적
2022 년 10 월	10 억 3,500 만달러 (1 조 4,837 억원) 1 년 만기 차환 및 1 억 4,500 만달러 상환	엔씨소프트 주가 하락으로 하이브 주식 753 만 813 주 (보유 전량) 추가	
2023 년 6 월	1.08 조원 차환	코웨이 지분 25.1%	외화 차입금을 원화 차입금으로 차환

자료: DART, KB증권

표 16. 넷마블 단기차입금 현황

(백만원)	내역	이자율(%)	만기일	1Q25	2024	연간 이자 비용
KB 국민은행	1 차 한도대출	5.26	2025-06-27	362	0	5
KB 국민은행	1 차 운영자금	1.95	2026-01-30	1,473	0	7
KB 국민은행	2 차 운영자금	1.55	2025-01-31	0	1,405	16
KDB 산업은행	1 차 한도대출	4.46	2025-07-07	50,000	50,000	2,230
KDB 산업은행	1 차 담보대출	4.74	2025-06-14	100,000	100,000	4,740
KDB 산업은행	2 차 담보대출	3.91	2025-10-29	100,000	100,000	3,910
KEB 하나은행	1 차 운영자금	4.46	2025-04-09	30	0	0
KEB 하나은행	2 차 운영자금	4.47	2025-04-09	15	0	0
KEB 하나은행	3 차 운영자금	4.47	2025-04-09	200	0	2
신한은행	1 차 운영자금	4.60	2025-06-08	9,000	9,000	414
신한은행	2 차 운영자금	5.59	2026-01-09	6,000	6,000	335
한국증권금융	1 차 담보대출	4.24	2025-11-27	60,000	60,000	2,544
한국증권금융	2 차 담보대출	4.54	2025-11-22	50,000	60,000	2,611
한국투자증권	5 차 기업어음	4.95	2025-06-10	120,000	120,000	5,940
㈜아롬	1 차 운영자금	3.00	2025-04-01	1,263	1,053	33
㈜링크마케팅컴퍼니	3 차 운영자금	3.00	2025-04-01	100	0	1
개인	1 차 운영자금	8.00	2025-04-20	0	147	9
합계				**498,443**	**507,605**	**22,798**
현재가치할인차금				-1,155	-2,620	
장부금액				497,287	504,985	

자료: DART, KB증권

주: 연결 기준

표 17. 넷마블 장기차입금 현황

(백만원)	내역	이자율(%)	만기일	1Q25	2024	연간 이자 비용
KDB 산업은행	1 차 담보대출	1.84	2025-12-28	28,000	28,000	515
KDB 산업은행	2 차 담보대출	1.85	2025-12-28	52,000	52,000	962
KDB 산업은행	3 차 담보대출	4.08	2031-02-17	120,000	120,000	4,896
KEB 하나은행	인수금융	4.7	2026-06-27	194,118	194,118	9,124
KEB 하나은행	PF 대출	5.51	2028-05-30	34,300	29,750	1,702
KDB 캐피탈	인수금융	4.7	2026-06-27	25,882	25,882	1,216
KB 국민은행	PF 대출	5.51	2028-05-30	34,300	29,750	1,702
전북은행	PF 대출	5.51	2028-05-30	36,400	36,400	2,006
Fortress Corp	일반대출	3 개월 SOFR +7.26%	2027-09-06	71,907	195,658	19,022
SBA Loan	운영자금	3.85	2050-04-15	0	22	1
합계				**596,907**	**711,580**	**41,145**
현재가치할인차금				-1,196	-1,424	
유동성 대체				-110,000	-112,292	
장부금액				485,711	597,865	

자료: DART, KB증권

주: 연결 기준

표 18. 넷마블 사채 현황

(백만원)	내역	이자율(%)	만기일	1Q25	2024	연간 이자 비용
제 2-1 회 무보증공모사채	확정금리 원화사채	4.82	2026-03-06	250,000	250,000	12,050
제 2-2 회 무보증공모사채	확정금리 원화사채	5.01	2027-03-05	150,000	150,000	7,515
합계				**400,000**	**400,000**	**19,565**
사채할인발행차금				-701	-840	
유동성 대체				-249,623	0	
장부금액				149,676	399,160	

자료: DART, KB증권

주: 연결 기준

표 19. 넷마블 이자비용 현황

(십억원, %)	금액	연간 이자비용	평균 이자율	비고
단기차입금	498	23	4.57	
장기차입금	597	41	6.89	
사채	400	20	4.89	2026 년 3 월, 2027 년 3 월 만기
합계	1,495	84	5.58	

자료: DART, KB증권

주: 연결 기준

표 20. 넷마블 금융자산 보유 현황

(백만원)	1Q25	비고
주요 금융자산		
현금및현금성자산	593,259	
단기금융상품	71,115	상각후원가측정금융자산
주요 금융자산 총계	664,375	
사용 제한 금융자산		
단기금융상품	2	당좌예금보증금
사용 제한 금융자산 총계	2	
가용 금융자산 총계	**664,373**	

자료: DART, KB증권

주: 연결 기준

표 21. 2024년 영업권 및 기타무형자산 손상 내역

(백만원)	기초	손상	기말
Kabam	753,772	89,703	664,069
SpinX Games Limited	782,004	140,622	641,382
기타	501,591	56,886	444,705
합계	2,037,367	287,211	1,750,156

자료: DART, KB증권

표 22. SpinX, Kabam 연결 재무상태표

(십억원)	자산	부채	자본
SpinX Games Limited	337	111	226
Kabam, Inc.	527	124	403

자료: DART, KB증권

주: 1Q25 기준

표 23. SpinX 연결 실적 및 영업권 추이

(백만원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	219,238	470,104	636,144	746,303	784,834	766,654
매출액증가율		114.4	35.3	17.3	5.2	-2.3
당기순이익	50,074	110,147	128,192	137,302	168,943	143,400
당기순이익률	22.8	23.4	20.2	18.4	21.5	18.7
당기순이익증가율		120.0	16.4	7.1	23.0	-15.1
영업권			894,102	862,849	862,849	0
기타무형자산			1,758,050	1,093,626	893,016	641,382
영업권 및 기타무형자산 합계			2,652,152	1,956,475	1,755,866	641,382

자료: DART, KB증권

주1: 2019년~2021년은 Leonardo Interactive Holdings (SpinX 인수 당시 지주 회사) 기준

주2: 2021년은 1분기까지의 수치를 연환산

표 24. Kabam 연결 실적 및 영업권 추이

(백만원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	348,555	408,927	345,425	358,672	321,057	306,091
매출액증가율		17.3	-15.5	3.8	-10.5	-4.7
당기순이익	48,117	52,329	32,971	19,789	-311	21,017
당기순이익률	13.8	12.8	9.5	5.5	-0.1	6.9
당기순이익증가율		8.8	-37.0	-40.0	-101.6	-6,864.7
영업권	688,887	647,356	705,368	738,112	667,300	664,069
기타무형자산	67,538	24,092	2,019	0	0	0
영업권 및 기타무형자산 합계	756,425	671,448	707,388	738,112	667,300	664,069

자료: DART, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	2,502	2,664	2,802	2,889	2,921
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,802	2,889	2,921
판매비와관리비	2,571	2,448	2,546	2,622	2,649
영업이익	-68	216	256	267	273
EBITDA	117	370	383	391	393
영업외손익	-90	-139	-60	-53	-39
이자수익	16	18	15	22	30
이자비용	147	107	88	91	94
지분법손익	113	109	77	87	76
기타영업외손익	-73	-159	-62	-72	-52
세전이익	-159	76	197	214	233
법인세비용	145	73	80	88	95
당기순이익	-304	3	116	126	138
지배주주순이익	-256	26	78	87	99
수정순이익	-256	26	78	87	99

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-6.4	6.5	5.2	3.1	1.1
영업이익 성장률	적지	흑전	18.8	4.3	2.1
EBITDA 성장률	-5.5	216.4	3.4	2.1	0.6
지배기업순이익 성장률	적지	흑전	202.6	11.9	14.6
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-2.7	8.1	9.1	9.2	9.3
EBITDA이익률	4.7	13.9	13.7	13.5	13.5
세전이익률	-6.3	2.9	7.0	7.4	8.0
지배기업순이익률	-10.2	1.0	2.8	3.0	3.4

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-98	288	167	94	129
당기순이익	-304	3	116	126	138
유무형자산상각비	185	154	127	124	121
기타비현금손익 조정	255	228	-12	0	19
운전자본증감	-121	-35	-13	-46	-66
매출채권감소 (증가)	-80	-9	-39	-111	-123
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	-15	-6	1	-2	1
기타운전자본증감	-26	-19	25	68	56
기타영업현금흐름	-113	-63	-50	-110	-83
투자활동 현금흐름	466	37	195	150	66
유형자산투자감소 (증가)	-36	-17	-31	-36	-35
무형자산투자감소 (증가)	13	21	-28	-23	-23
투자자산감소 (증가)	542	98	92	193	96
기타투자현금흐름	-53	-64	162	16	28
재무활동 현금흐름	-481	-221	-198	147	7
금융부채 증감	-493	-203	-96	46	46
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-2	0	-34	-34	-34
기타재무현금흐름	14	-18	-68	136	-4
기타현금흐름	41	44	-12	0	0
현금의 증가 (감소)	-73	148	152	391	203
기말현금	430	578	730	1,121	1,324
잉여현금흐름 (FCF)	-134	271	136	58	95
순현금흐름	554	334	194	317	129
순현금 (순차입금)	-1,329	-995	-801	-484	-354

자료: 넷마블, KB증권 추정

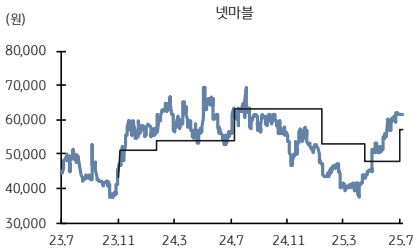
재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	7,916	8,177	7,933	8,142	8,262
유동자산	906	1,115	1,205	1,660	1,939
현금 및 현금성자산	430	578	730	1,121	1,324
단기금융자산	82	120	72	44	16
매출채권	255	277	313	424	547
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	136	138	89	69	50
비유동자산	7,010	7,062	6,728	6,482	6,323
투자자산	3,249	3,242	3,131	2,938	2,842
유형자산	344	340	327	316	305
무형자산	3,229	3,245	3,058	3,005	2,953
기타비유동자산	188	235	211	223	223
부채총계	2,837	2,703	2,595	2,662	2,762
유동부채	1,940	1,348	1,542	1,614	1,678
매입채무	32	28	29	27	28
단기금융부채	1,398	636	892	918	944
기타유동부채	510	684	621	669	706
비유동부채	897	1,355	1,053	1,049	1,084
장기금융부채	443	1,057	711	731	751
기타비유동부채	454	298	342	318	333
자본총계	5,079	5,474	5,338	5,479	5,500
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
기타자본항목	370	430	432	432	432
기타포괄손익누계액	422	777	600	688	644
이익잉여금	1,128	1,146	1,189	1,242	1,307
지배지분 계	4,980	5,416	5,285	5,426	5,447
비지배지분	100	58	53	53	53

주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	N/A	173.3	68.0	60.8	53.1
P/B	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
P/S	2.0	1.7	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	54.9	14.9	16.0	14.9	14.5
EV/EBIT	N/A	25.5	23.9	21.8	20.9
배당수익률	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EPS	-2,975	298	903	1,010	1,157
BVPS	57,933	63,011	61,488	63,131	63,376
SPS (주당매출액)	29,109	30,991	32,601	33,611	33,988
DPS (주당배당금)	0	417	417	417	417
배당성향 (%)	0.0	133.3	44.0	39.4	34.4
수익성지표					
ROE	-4.9	0.5	1.5	1.6	1.8
ROA	-3.6	0.0	1.4	1.6	1.7
ROIC	-1.5	1.9	2.4	2.6	2.7
안정성지표					
부채비율	55.9	49.4	48.6	48.6	50.2
순차입비율	26.2	18.2	15.0	8.8	6.4
유동비율	0.5	0.8	0.8	1.0	1.2
이자보상배율 (배)	-0.5	2.0	2.9	2.9	2.9
활동성지표					
총자산회전율	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	11.3	10.0	9.5	7.8	6.0
매입채무회전율	61.6	88.7	98.1	103.0	106.2
재고자산회전율	900.5	1,100.6	1,285.8	1,271.6	1,252.0

투자자 고지 사항



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)

넷마블 (251270)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-11-06	Hold	이선화	43,000	6.80	9.77
23-11-09	Hold	이선화	51,000	9.41	17.25
24-01-30	Hold	이선화	54,000	10.43	-2.22
24-07-15	Hold	이선화	63,000	-9.73	-25.63
25-01-20	Hold	이선화	53,000	-19.57	-10.75
25-04-23	Hold	이선화	48,000	12.61	29.38
25-07-07	Hold	이선화	57,000		

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.