넷마블(251270.KS) 매수(유지)

자체 IP 피크

분석의 기본 가정

- 자체 IP 작품의 매출 기여는 지급수수료율 감소에 영향을 줌

콘솔 플랫폼 신작 발표 추가

2025년 출시 예정이었던 〈몬길 : STAR DIVE〉와 〈SOL :enchant〉가 2026년 상반기로 이연됨. 내년 상반기는 〈몬길 : STAR DIVE〉, 〈일곱 개의 대죄: Origin〉, 〈SOL :enchant〉 외 3종으로 총 6종의 신작이 출시될 예정임. 2026년 하반기는 〈나 혼자만 레벨업: KARMA〉, 〈프로젝트 옥토퍼스〉, 〈이블베인〉, 〈샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종〉의 라인업이 발표됨. 이 중 〈이블베인〉은 Xbox PC에서의 내년 하반기 출시와 Xbox 콘솔과 클라우드 버전의 2027년 출시가 TGS에서 예고됨. 2026년은 동사의 콘솔 플랫폼 확장으로의 실질적인 원년이 될 것으로 판단함

자체 IP 신작의 매출 기여로 지급수수료율 감소

넷마블의 3분기 매출액은 전년 동기 대비 8% 증가한 6,960억원, 영업이익은 909억원, opm 13.1%로 전년 동기 대비 3%p 증가하여 시장 기대치를 상회함. 이번 분기 영업이익의 개선은 자체 IP의 매출 비중이 증가한 영향임. 〈뱀피르〉의 출시와 〈세븐나이츠 리버스〉의 글로벌 런칭이 기여함. 자체 IP의 매출 비중이 3%를 넘어가는 자체 IP가 스핀엑스 3종을 포함하여 50% 이상을 차지하며 역대 분기 최대 비중을 달성함. 동사의 2026년 신작 중 자체 IP가 〈몬길 : STAR DIVE〉, 〈SOL :enchant〉, 〈이블베인〉 3종임. 현재의 지급수수료율을 유지하기 위해 자체 개발작의 추가 공개가 필요한 상황이라고 판단함

4분기는 기존작 영향 지속

넷마블에 대한 매수 투자의견과 목표주가 73,000원을 유지함. 4분기에 신작은 부재하지만 〈뱀피르〉와 〈세븐나이츠 리버스〉 글로벌의 매출이 반영되어 3분기보다 소폭 감소할 것으로 전망함. 경쟁작의 출시와 동사의 신작 부재의 영향으로 지스타 관련 비용을 제외한 마케팅 비용이 소폭 축소되어 비용 감소로 인한 이익 호조 지속될 것으로 판단함

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,712	2,713	2,894
영업이익(십억원)	-68	216	341	396	453
세전손익(십억원)	-159	76	414	388	436
지배순이익(십억원)	-256	26	292	277	301
EPS(원)	-2,975	298	3,395	3,227	3,497
증감율(%)	적지	흑전	1,038.0	-4.9	8.4
ROE(%)	-4.9	0.5	5.1	4.3	4.2
PER(배)	-	173.3	16.3	17.2	15.8
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	9.9	7.2	4.7

게임/엔터테인먼트 담당 김지현

T.02)2004-9964 / kim.ji-hyun@shinyoung.com

현재주가(11/6)	55,400원
현재주가(12M, 유지)	73,000원

Key Data (기준일: 2025. 11. 6)

KOSPI(pt)	4026.45
KOSDAQ(pt)	898.17
액면가(원)	100
시가총액(억원)	47,618
발행주식수(천주)	85,954
평균거래량(3M,주)	223,495
평균거래대금(3M, 백만원)	13,327
52주 최고/최저	68,000 / 37,500
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(25F,%)	0.7
외국인지분율(%)	27.4
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 12 인	24.3 %
HAN RIVER INVESTMENT PTE	17.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	-5.8	22.7	-0.2
KOSPI대비 상대수익률	-17.2	-25.2	-22.0	-36.4

Company vs KOSPI composite

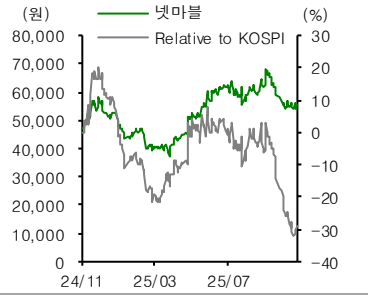


도표 1. 넷마블 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	**585**	**782**	**647**	**649**	**624**	**718**	**696**	**675**	**2,664**	**2,712**	**2,713**
QoQ%	*-12%*	*34%*	*-17%*	*0%*	*-4%*	*15%*	*-3%*	*-3%*			
YoY%	*-3%*	*30%*	*3%*	*-2%*	*7%*	*-8%*	*8%*	*4%*	*6%*	*2%*	*0%*
[매출구성]											
스핀엑스 3종	164	149	142	149	150	144	146	151	604	591	594
마블 CoC	47	70	52	84	56	58	49	46	253	216	169
해리포터	23	21	18	19	19	19	18	18	82	73	65
일곱개의 대죄	41	31	26	32	31	29	28	27	131	114	96
나 혼자만 레벨업: ARISE		156	84	39	50	43	28	25	280	146	66
레이븐2		31	39	32	31	29	21	19	103	100	25
RF 온라인 넥스트					19	65	35	23		141	68
세븐나이츠 리버스						93	84	71		248	145
뱀피르							63	31		94	91
일곱 개의 대죄 : Origin											335
SOL :enchant											61
기타수익	310	324	286	292	268	239	225	264	1,212	990	998
영업비용	**582**	**671**	**582**	**614**	**574**	**617**	**605**	**575**	**2,448**	**2,370**	**2,312**
QoQ%	*-10%*	*15%*	*-13%*	*6%*	*-6%*	*7%*	*-2%*	*-5%*			
YoY%	*-8%*	*5%*	*-11%*	*-5%*	*-1%*	*-8%*	*4%*	*-6%*	*-5%*	*-3%*	*-2%*
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	218	947	904	870
인건비	180	183	179	179	172	175	170	171	720	689	692
마케팅비	102	144	105	121	114	135	145	119	470	514	486
D&A	39	40	37	38	32	30	32	32	154	125	130
기타	34	42	36	45	37	34	33	35	157	138	133
영업이익	**4**	**111**	**66**	**35**	**50**	**101**	**91**	**100**	**216**	**342**	**401**
OPM%	*1%*	*14%*	*10%*	*5%*	*8%*	*14%*	*13%*	*15%*	*8%*	*13%*	*15%*
QoQ%	*-76%*	*2150%*	*-29%*	*-46%*	*47%*	*77%*	*-7%*	*13%*			
YoY%	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*104%*	*1160%*	*-1%*	*29%*	*173%*	*흑전*	*56%*	*17%*
당기순이익	**-10**	**162**	**21**	**-170**	**80**	**160**	**41**	**20**	**3**	**301**	**291**
NIM%	*-2%*	*21%*	*3%*	*-26%*	*13%*	*22%*	*6%*	*3%*	*2%*	*140%*	*172%*
QoQ%	*적축*	*흑전*	*-86%*	*적전*	*흑전*	*74%*	*-74%*	*-49%*			
YoY%	*적축*	*흑전*	*흑전*	*적축*	*흑전*	*8%*	*96%*	*흑전*	*흑전*	*6973%*	*23%*
지배주주순이익	**0**	**170**	**21**	**-163**	**76**	**160**	**38**	**19**	**27**	**292**	**281**

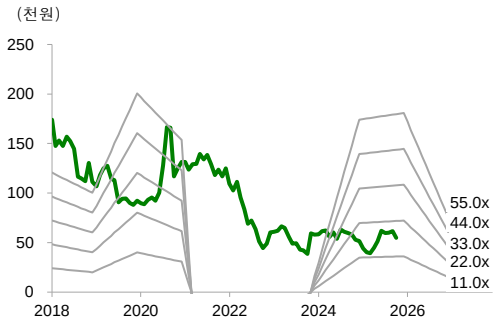
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 2. 넷마블 신작 라인업

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
2025.03.26	한국	RF 온라인 넥스트	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2025.05.14	글로벌	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	모바일/PC	자체개발
2025.05.23	글로벌	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2025.08.26	한국	뱀피르	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2025.09.04	글로벌	킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	모바일	자체개발
2025.11.17	글로벌	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발
1Q26	글로벌	스톤에이지: 펫월드	수집형 RPG	모바일	자체개발
2026.01.28	글로벌	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	모바일/PC/콘솔	자체개발
1H26	글로벌	몬길: STAR DIVE	액션 RPG	모바일/PC	자체개발
1H26	한국	SOL :enchant	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2H26	글로벌	프로젝트 이블베인	3인칭 협동 액션	PC/콘솔	자체개발
2026	글로벌	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2026	글로벌	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	모바일	퍼블리싱
2026	글로벌	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형RPG	모바일/PC	자체개발
–		프로젝트 블룸워커	어드벤처	PC/콘솔	지체개발

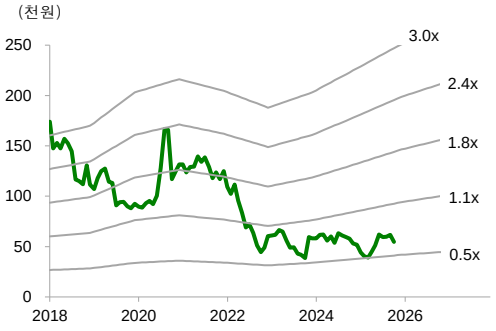
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 3. 넷마블 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 넷마블 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 5. 넷마블 목표주가 산출 방법

	2025E	2026E	비고
지배주주지분 순이익(십억원)	292	277	
발행주식총수(만 주)	8,193		자기주식수 차감
적용 EPS(원)	3,412		12개월 선행 EPS 적용
타겟 P/E(배)	21.3		글로벌 동종사의 25E~26E 가중평균 PER
적정 주가(원)	72,675		적정시총 5조 9,812억원
목표 주가(원)	**73,000**		
전일 종가(원)(11/6 기준)	55,400		
상승 여력	**31.8%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

넷마블(251270.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**25,021**	**26,638**	**27,121**	**27,130**	**28,939**
증가율(%)	-6.4	6.5	1.8	0.0	6.7
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**25,021**	**26,638**	**27,121**	**27,130**	**28,939**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**25,705**	**24,482**	**23,716**	**23,172**	**24,411**
판관비율(%)	102.7	91.9	87.4	85.4	84.4
영업이익	**-685**	**2,156**	**3,405**	**3,958**	**4,529**
증가율(%)	적지	흑전	57.9	16.2	14.4
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.6	14.6	15.7
EBITDA	**1,170**	**3,700**	**4,926**	**5,266**	**5,657**
EBITDA마진(%)	4.7	13.9	18.2	19.4	19.5
순금융손익	**-1,888**	**-1,154**	**-558**	**-268**	**37**
이자손익	-1,303	-890	-599	-309	-4
외화관련손익	-341	-71	-20	-20	-20
기타영업외손익	**-142**	**-1,327**	**212**	**-890**	**-1,238**
종속및관계기업 관련손익	**1,128**	**1,087**	**1,081**	**1,081**	**1,036**
법인세차감전계속사업이익	**-1,586**	**763**	**4,140**	**3,881**	**4,364**
계속사업손익법인세비용	**1,453**	**731**	**1,132**	**1,009**	**1,135**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-3,039**	**32**	**3,008**	**2,872**	**3,229**
증가율(%)	적지	흑전	9,300.0	-4.5	12.4
순이익률(%)	-12.1	0.1	11.1	10.6	11.2
지배주주지분 당기순이익	-2,557	256	2,918	2,774	3,006
증가율(%)	적지	흑전	1,039.8	-4.9	8.4
기타포괄이익	**-2,860**	**3,486**	**4,408**	**4,408**	**4,408**
총포괄이익	**-5,899**	**3,518**	**7,416**	**7,280**	**7,637**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**9,058**	**11,148**	**22,115**	**33,118**	**44,880**
현금및현금성자산	4,303	5,779	16,208	26,292	36,459
매출채권 및 기타채권	2,715	2,951	2,896	2,907	3,098
재고자산	27	21	25	25	26
비유동자산	**70,101**	**70,622**	**67,900**	**65,390**	**63,060**
유형자산	3,444	3,398	2,886	2,482	2,162
무형자산	32,288	32,452	31,443	30,539	29,730
투자자산	30,088	29,281	28,079	26,878	25,676
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**79,159**	**81,771**	**90,014**	**98,508**	**107,940**
유동부채	**19,398**	**13,482**	**14,652**	**16,207**	**18,343**
단기차입금	13,114	5,050	5,050	5,050	5,050
매입채무및기타채무	2,646	3,442	4,611	6,166	8,302
유동성장기부채	863	1,311	1,311	1,311	1,311
비유동부채	**8,970**	**13,550**	**13,550**	**13,550**	**13,550**
사채	0	3,992	3,992	3,992	3,992
장기차입금	3,716	5,979	5,979	5,979	5,979
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**28,368**	**27,032**	**28,202**	**29,756**	**31,893**
지배주주지분	**49,795**	**54,160**	**61,145**	**67,985**	**75,058**
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	30,500	30,548	30,548	30,548	30,548
기타포괄이익누계액	4,224	7,769	12,177	16,585	20,993
이익잉여금	11,285	11,455	14,031	16,463	19,128
비지배주주지분	**995**	**578**	**668**	**766**	**989**
자본총계	**50,790**	**54,739**	**61,813**	**68,751**	**76,047**
총차입금	**18,410**	**16,926**	**16,926**	**16,926**	**16,926**
순차입금	**13,284**	**9,950**	**-1,061**	**-12,044**	**-23,606**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-981**	**2,877**	**4,675**	**4,648**	**5,226**
당기순이익	**-3,039**	**32**	**3,008**	**2,872**	**3,229**
현금유출이없는비용및수익	**4,403**	**3,820**	**2,185**	**1,559**	**1,200**
유형자산감가상각비	565	534	511	404	320
무형자산상각비	1,289	1,009	1,009	903	809
영업활동관련자산부채변동	**-1,210**	**-348**	**1,213**	**1,536**	**1,935**
매출채권의감소(증가)	-804	-95	55	-11	-191
재고자산의감소(증가)	-3	-4	-3	0	-2
매입채무의증가(감소)	-146	-63	1,169	1,555	2,137
투자활동으로인한현금흐름	**4,656**	**367**	**-52**	**-372**	**-866**
투자자산의 감소(증가)	6,766	1,894	2,289	2,289	2,289
유형자산의 감소	4	3	0	0	0
CAPEX	-362	-173	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	53	-412	-581	-900	-1,394
재무활동으로인한현금흐름	**-4,809**	**-2,207**	**-719**	**-719**	**-719**
장기차입금의증가(감소)	-155	3,140	0	0	0
사채의증가(감소)	-1,600	3,987	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**408**	**437**	**6,527**	**6,527**	**6,527**
현금의 증가	**-727**	**1,475**	**10,429**	**10,084**	**10,167**
기초현금	5,030	4,303	5,779	16,208	26,292
기말현금	4,303	5,779	16,208	26,292	36,459

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	-2,975	298	3,395	3,227	3,497
BPS	62,650	67,728	75,854	83,812	92,040
DPS	0	417	417	417	417
Multiples (배)					
PER	na	173.3	16.3	17.2	15.8
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.9	7.2	4.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	흑전	1038.0%	-4.9%	8.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-5.4%	216.2%	33.1%	6.9%	7.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-5.7%	0.1%	5.2%	4.4%	4.5%
ROE(지배순이익 기준)	-4.9%	0.5%	5.1%	4.3%	4.2%
ROIC	-0.6%	-0.4%	7.4%	9.6%	12.2%
WACC	11.2%	7.1%	8.4%	8.4%	8.4%
안전성(%)					
부채비율	55.9%	49.4%	45.6%	43.3%	41.9%
순차입금비율	26.2%	18.2%	-1.7%	-17.5%	-31.0%
이자보상배율	-0.5	2.0	3.2	3.7	4.2

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
넷마블	-	-	-	-	-	-	-	-

넷마블 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-07	매수	73000		
2025-11-03	매수	73000		