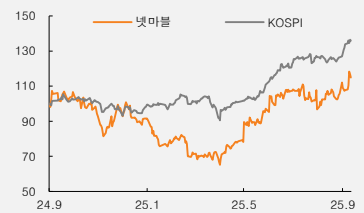


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 95,000원
현재주가(25/9/19)	66,100원
상승여력	43.7%

영업이익(25F, 십억원)	389
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	341
EPS 성장률(25F, %)	1,576.1
MKT EPS 성장률(25F, %)	23.5
P/E(25F, x)	13.2
MKT P/E(25F, x)	12.8
KOSPI	3,445.24
시가총액(십억원)	5,682
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	28.1
베타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	68,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.7	63.8	8.4
상대주가	-0.6	25.0	-18.8



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

사지 않을 이유가 없다

세븐나이트 리버스 글로벌도 흥행 조짐

시장의 예상과 달리 9/18일 출시한 세븐나이트 리버스(이하 세나리) 글로벌 흥행 조짐이 나타나고 있다. 안드로이드 매출 집계는 지연되고 있으나 iOS에서는 흥행이 이미 확인되고 있다. 9/21일 iOS 기준 태국과 홍콩에서 다운로드 및 매출 1위, 대만 매출 5위, 인도네시아 매출 3위를 기록 중이다. 안드로이드에서는 태국, 홍콩, 대만, 싱가포르 다운로드 1위를 기록 중이다.

2분기 폭발적인 성과를 거둔 세나리 국내보다도 높은 초반 일매출 페이스를 보여주고 있다. 세나리 글로벌은 iOS 일매출 8억원 이상을 기록 중인 것으로 추정된다. 지역별 매출 비중은 일본(23%), 홍콩(20%), 대만(18%), 미국(14%), 태국(10%) 순으로 추정된다. 동남아 지역을 중심으로 견조한 성과를 이어나갈 것으로 예상된다.

뱀피르 추정치 상향. 3, 4분기 실적 서프라이즈 예상

8/26일 출시한 뱀피르는 양대마켓 매출 순위 1위를 유지하면서 흥행이 장기화되고 있다. 초기 일매출은 30억원대, 현재는 20억원대 초중반 일매출을 기록 중인 것으로 추정된다. 예상보다 완만한 하향 안정화 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

뱀피르 3분기 일평균 매출액 추정치를 15억원에서 20억원으로 상향하며 3분기 예상 영업이익을 950억원(컨센서스 830억원)으로 12% 상향한다. 9/4일 출시한 킹오파 AFK도 일매출 3억원 이상을 기록하며 기대 이상의 성과를 이어나가고 있다. 4분기 영업이익은 1,430억원으로 컨센서스(1,110억원)를 30% 상회할 전망이다.

업종 내 Top Pick 유지, 목표주가 95,000원으로 상향

뱀피르 매출 상향에 따른 26F 실적 조정으로 목표주가를 90,000원에서 95,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 상향한다. 1) 밸류에이션 매력도가 높은 구간으로 25F P/E 13.2배, 26F 14.6배에 불과하다. 11월로 예상되는 26년 예정 신작 라인업(5종 예상) 공개 이후 26년에 대한 추정치 상향이 이어질 예정이다.

2) 신작 흥행 및 글로벌 확장 성과, 지속적인 비용 효율화에 따른 3, 4분기 연속적인 서프라이즈가 예상된다. 3) 대형 신작(몬길, 7대죄 오리진) 출시가 다가오는 구간임을 고려 시 4분기 강력한 신작 모멘텀이 발생할 전망이다. 4) 24년 이후 지속적인 신작 흥행에 따라 높아지고 있는 Hit Ratio는 중장기 리레이팅으로 이어질 것이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,793	2,855	2,967
영업이익 (십억원)	-68	216	389	453	523
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	13.9	15.9	17.6
순이익 (십억원)	-256	26	430	389	446
EPS (원)	-2,975	298	5,000	4,525	5,188
ROE (%)	-4.9	0.5	7.7	6.5	7.0
P/E (배)	-	173.3	13.2	14.6	12.7
P/B (배)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	718	691	761	2,502	2,664	2,793	2,855
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	6.7%	17.2%	-6.4%	6.5%	4.9%	2.2%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	65	55	89	269	253	265	275
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	49	50	237	217	199	204
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	51	51	206	197	202	201
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	43	45	45	206	190	183	175
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	43	26	30	-	280	149	105
세븐나이트 리버스	-	-	-	-	-	93	72	81	-	-	246	135
RF온라인	-	-	-	-	19	65	32	42	-	-	158	90
뱀피르	-	-	-	-	-	-	70	90	-	-	160	126
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	29	23	22	150	131	105	83
레이븐2	-	31	39	32	31	29	24	23	-	103	107	82
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	11	10	87	58	42	36
제2의나라	18	14	10	9	7	6	7	6	93	51	27	23
기타	299	314	281	292	270	234	225	222	1,254	1,185	950	1,320
영업비용	582	671	582	614	574	617	596	618	2,571	2,448	2,404	2,402
지급수수료	227	263	225	232	219	242	231	252	980	947	945	931
인건비	180	183	179	179	172	175	175	176	745	720	698	712
마케팅비	102	144	105	121	114	135	131	131	487	470	512	523
기타	73	82	73	83	69	64	59	59	460	311	250	235
영업이익	4	111	66	35	50	101	95	143	-68	216	389	453
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1247.2%	-9.1%	45.2%	305.9%	적지	흑전	80.4%	16.5%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.8%	18.8%	-2.7%	8.1%	13.9%	15.9%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	160	79	115	-256	26	430	389
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	11.4%	15.1%	-10.2%	1.0%	15.4%	13.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,654	2,788	2,793	2,855	5%	2%	2,833	3,012	-1%	-5%	뱀피르 매출 상향
영업이익	304	400	389	453	28%	13%	341	384	14%	18%	
지배주주순이익	366	348	430	389	17%	12%	318	321	35%	21%	
영업이익률	11.4%	14.4%	13.9%	15.9%	-	-	12.0%	12.7%	-	-	
순이익률	13.8%	12.5%	15.4%	13.6%	-	-	11.2%	10.7%	-	-	

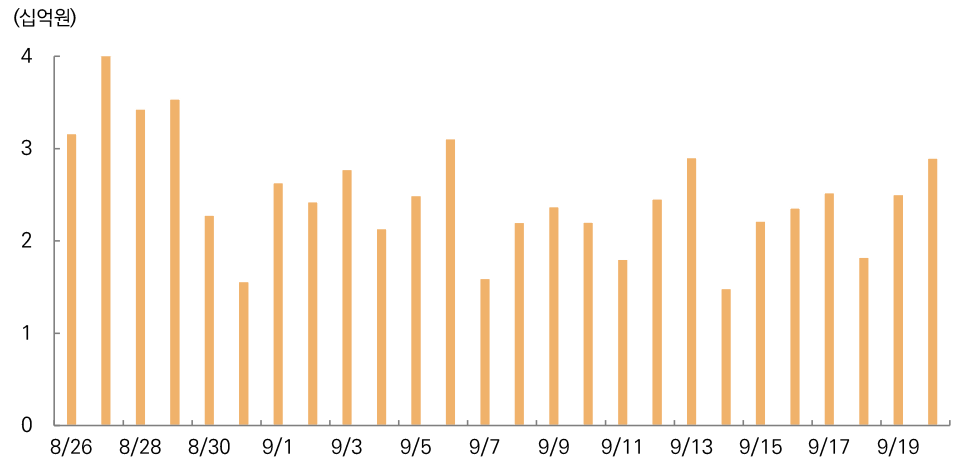
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	389	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	8,167	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	66,100	
상승여력	43.7%	

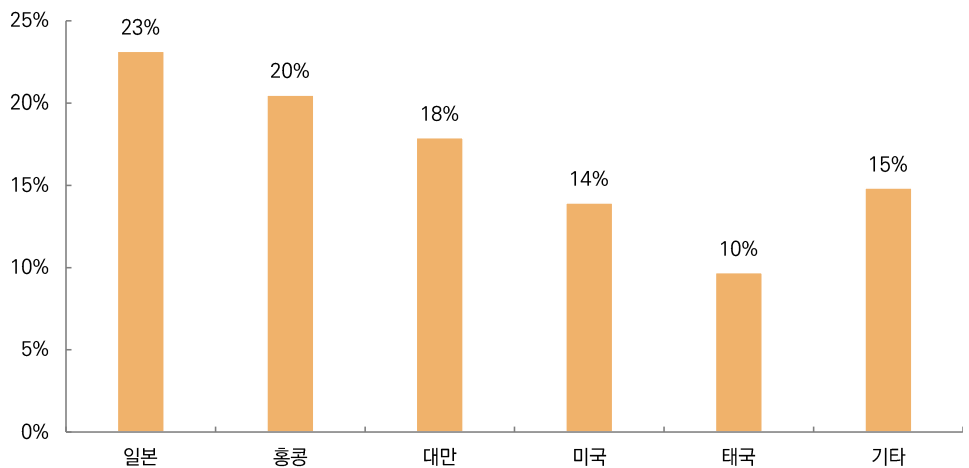
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 뱀피르 일매출 추정



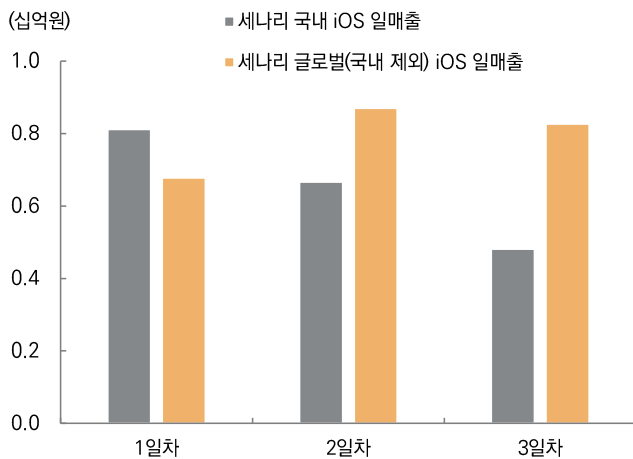
주: 8/26-8/31일 안드로이드 일매출은 매출 미집계. 9월 1일 이후의 안드로이드/iOS 평균 계수를 대입하여 해당 시기 매출 재추정
 자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 세븐나이츠 리버스 글로벌 국가별 매출 비중



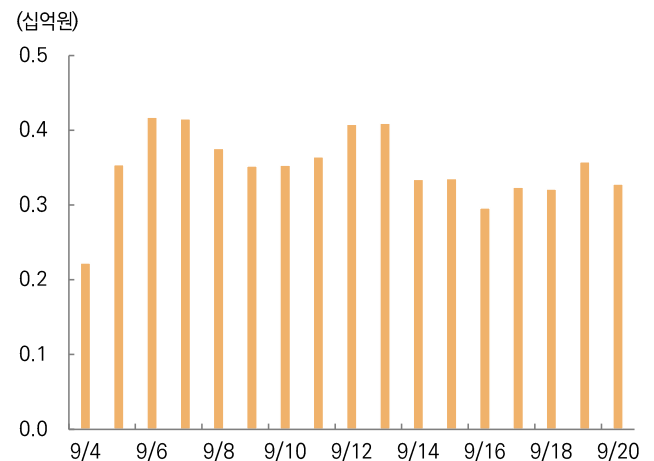
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 세븐나이츠 리버스 국내, 글로벌 초반 iOS 일매출 비교



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 킹오브파이터 AFK 일매출 추정



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,793	2,855	2,967
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,793	2,855	2,967
판매비와관리비	2,448	2,404	2,402	2,444
조정영업이익	216	389	453	523
영업이익	216	389	453	523
비영업손익	-140	157	66	72
금융손익	-89	-64	-40	-27
관계기업등 투자손익	109	215	99	93
세전계속사업손익	76	546	519	595
계속사업법인세비용	73	112	130	149
계속사업이익	3	434	389	446
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	434	389	446
지배주주	26	430	389	446
비지배주주	-22	4	0	0
총포괄이익	352	434	389	446
지배주주	371	458	411	471
비지배주주	-20	-24	-22	-25
EBITDA	370	518	575	638
FCF	270	355	461	506
EBITDA 마진율 (%)	13.9	18.5	20.1	21.5
영업이익률 (%)	8.1	13.9	15.9	17.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	15.4	13.6	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,486	1,879	2,312
현금 및 현금성자산	578	727	1,112	1,537
매출채권 및 기타채권	294	296	299	303
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	461	466	470
비유동자산	7,062	6,753	6,727	6,717
관계기업투자등	2,439	2,512	2,537	2,563
유형자산	340	439	428	422
무형자산	3,245	2,862	2,822	2,793
자산총계	8,177	8,239	8,606	9,029
유동부채	1,348	1,617	1,626	1,635
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	727	727	727
기타유동부채	582	767	775	783
비유동부채	1,355	748	751	754
장기금융부채	1,057	447	447	447
기타비유동부채	298	301	304	307
부채총계	2,703	2,365	2,377	2,389
지배주주지분	5,416	5,812	6,167	6,578
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,541	1,896	2,308
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,874	6,229	6,640

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	523	516	566
당기순이익	3	434	389	446
비현금수익비용가감	382	269	255	256
유형자산감가상각비	53	69	66	65
무형자산상각비	101	61	55	50
기타	228	139	134	141
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	-40	5	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-3	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-8	0	0
법인세납부	-29	-112	-130	-149
투자활동으로 인한 현금흐름	37	213	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-168	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	322	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	60	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-553	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-519	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	149	385	425
기초현금	430	578	727	1,112
기말현금	578	727	1,112	1,537

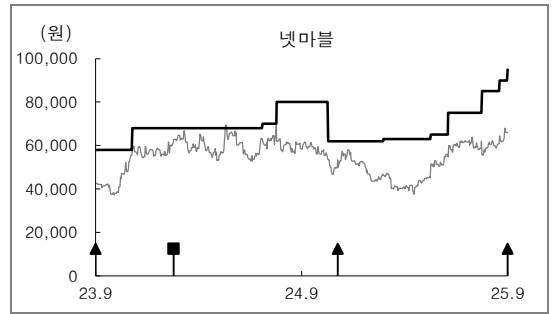
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	13.2	14.6	12.7
P/CF (x)	11.5	8.1	8.8	8.1
P/B (x)	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	14.9	11.7	9.9	8.2
EPS (원)	298	5,000	4,525	5,188
CFPS (원)	4,482	8,185	7,494	8,160
BPS (원)	67,728	72,330	76,458	81,248
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	7.9	8.8	7.7
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	4.9	2.2	3.9
EBITDA증가율 (%)	216.4	40.1	10.9	11.0
조정영업이익증가율 (%)	흑전	80.4	16.5	15.4
EPS증가율 (%)	흑전	1,576.1	-9.5	14.7
매출채권 회전율 (회)	10.0	10.0	10.1	10.4
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,311.8	1,327.4	1,365.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	5.3	4.6	5.1
ROE (%)	0.5	7.7	6.5	7.0
ROIC (%)	0.3	9.4	10.9	12.8
부채비율 (%)	49.4	40.3	38.2	36.0
유동비율 (%)	82.7	91.9	115.6	141.4
순차입금/자기자본 (%)	18.4	5.6	-1.0	-7.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	4.5	6.4	7.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2025.09.22	매수	95,000	-	-
2025.09.08	매수	90,000	-28.96	-24.44
2025.08.08	매수	85,000	-29.55	-26.82
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.