

넷마블 (251270/KS)

무난한 실적, 다가올 기회

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 79,000 원(유지)

현재주가: 55,300 원

상승여력: 42.9%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,753 십억원
주요주주	
방준혁(외12)	24.33%
HAN RIVER	17.52%

Stock Data

주가(25/10/16)	55,300 원
KOSPI	3,748.37 pt
52주 최고가	68,000 원
52주 최저가	37,500 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



3Q25 Preview: 영업이익 786 억원 전망

3 분기 매출액 6,950 억원(+7.4% YoY, -3.1% QoQ), 영업이익 786 억원(+20.0% YoY, -22.2% QoQ), 지배주주순이익 620 억원(176.4% YoY, -61.3% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 수준에 부합했을 것으로 추정한다.

<뱀피르>가 출시(8/26) 후 구글플레이 매출 1, 2 위를 기록하고 있으나 기존작들의 매출이 하향 안정화되며 전체 매출액은 전분기대비 감소한다. 다만 <RF 온라인 넥스트>와 <세븐나이트 리버스>의 글로벌 확장이 있었기 때문에 전분기대비 매출 감소폭은 크지 않다.

영업비용은 6,164 억원(+5.9% YoY)으로 전분기와 유사, <뱀피르> 출시 마케팅, 기존작들의 해외 확장, 다수의 게임쇼 출시로 마케팅비가 전분기대비 증가(+3.9% QoQ)했을 것으로 추정된다. 다만 지급수수료는 자체 IP 비중이 높은 수준에서 유지되고 있고, 기존작들의 자체 결제 비중이 높아지고 있어 매출대비 비중은 전분기 수준(33.8%)을 유지했을 것으로 전망한다.

높은 불확실성이 누르고 있는 주가

최근 주가는 <일곱 개의 대죄: Origin>의 1Q26으로 연기, 4분기 실적 및 내년 라인업에 대한 불확실성이 높아지며 하락했다. 그러나 3 분기 실적 컨퍼런스 콜에서 내년 라인업에 대한 언급이 있을 것으로 예상되고, 특히 지스타 2025 에서 향후 출시될 신작들의 B2C 노출이 높아지며 재차 내년 작품 및 실적에 대한 기대감이 형성될 수 있을 것으로 예상된다.

4 분기에 출시 될 <몬걸: STARDIVE>는 최근 일본, 브라질 게임쇼 등 다양한 글로벌 게임쇼에 참가하며 글로벌 exposure 를 높이고 있다. TGS 에서 공개된 PS5 버전의 시연 반응도 긍정적이었다. 2차 CBT 까지 완료되어 지스타 이후 출시할 것으로 예상된다. 4 분기부터는 재차 견조한 실적 성장세가 이어질 것으로 전망된다. 불확실성이 누른 현재 주가 수준은 매수 기회다. 업종 top-pick 으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,752	2,935	3,073
영업이익	십억원	-109	-68	216	312	349	374
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	305	291	328
EPS	원	-9,531	-2,975	298	3,543	3,386	3,814
PER	배	-6.3	-19.5	173.3	15.6	16.3	14.5
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	12.9	11.3	11.5
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	5.6	5.2	5.7

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	695.0	715.8	2,663.8	2,752.3	2,935.5	3,073.2
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	616.4	633.4	2,448.2	2,440.5	2,586.3	2,698.9
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.8	176.2	182.3	720.0	705.4	744.0	785.5
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	114.2	135.4	140.6	135.0	470.3	525.2	548.8	594.0
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	234.8	248.2	946.9	944.5	1,007.9	1,028.0
기타	73.2	81.5	73.3	83.0	68.7	63.9	64.8	67.9	311.0	265.4	285.5	291.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	78.6	82.3	215.6	311.8	349.2	374.3
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.3%	11.5%	8.1%	11.3%	11.9%	12.2%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	160.1	63.8	6.8	3.2	310.9	299.5	337.4
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-188.3	75.6	160.4	62.0	6.6	3.2	304.6	291.1	327.8
YoY growth rate												
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.4%	10.3%	6.5%	3.3%	6.7%	4.7%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.5%	10.5%	-9.2%	7.7%	11.1%	8.9%	4.0%	6.7%	4.3%
온라인	10.9%	-3.8%	-0.1%	-26.2%	-14.8%	0.9%	1.1%	3.5%	-6.0%	-3.0%	-0.5%	0.0%
기타	9.9%	-11.5%	-16.1%	-40.2%	-26.7%	8.8%	3.4%	0.7%	-17.0%	-5.5%	8.0%	11.1%
영업비용	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-8.1%	5.9%	3.2%	-4.8%	-0.3%	6.0%	4.4%
인건비	-4.3%	-5.4%	-0.9%	-2.2%	-4.1%	-4.3%	-1.6%	2.0%	-3.2%	-2.0%	5.5%	5.6%
마케팅비	1.2%	27.0%	-28.2%	-5.6%	12.5%	-5.7%	34.4%	12.1%	-3.4%	11.7%	4.5%	8.2%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.6%	-3.6%	-7.8%	4.4%	7.2%	-3.4%	-0.3%	6.7%	2.0%
기타	-23.6%	-13.2%	-15.7%	0.2%	-6.2%	-21.6%	-11.5%	-18.1%	-13.5%	-14.7%	7.6%	2.1%
영업이익	흑전	흑전	흑전	87.0%	124.1%	-9.1%	20.0%	133.7%	흑전	44.6%	12.0%	7.2%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	2.6%p	7.3%p	-0.1%p	1.2%p	6.1%p	10.8%p	3.2%p	0.6%p	0.3%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-1.4%	210.0%	흑전	흑전	9568.0%	-3.7%	12.6%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	665.6	796.4	743.2	739.3	695.0	715.8	752.5	763.5	4.4%	-10.1%	1.2%	3.3%
영업이익	69.9	102.2	78.9	89.7	78.6	82.3	83.7	99.9	12.4%	-19.5%	6.1%	11.4%
지배주주순이익	53.6	15.3	64.0	94.7	62.0	6.6	69.1	102.4	15.7%	-56.8%	7.8%	8.1%

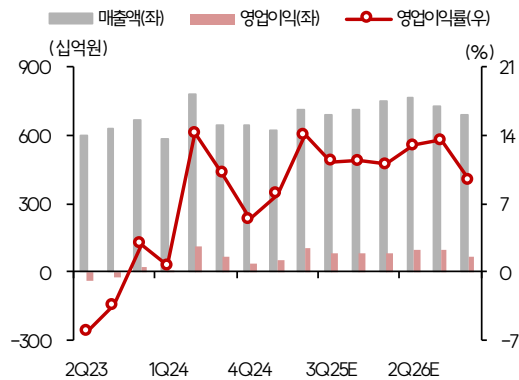
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,803.5	3,006.2	3,061.3	2,752.3	2,935.5	3,073.2	-1.8%	-2.4%	0.4%
영업이익	323.0	350.7	363.0	311.8	349.2	374.3	-3.5%	-0.4%	3.1%
지배주주순이익	304.8	288.5	318.8	304.6	291.1	327.8	-0.1%	0.9%	2.8%

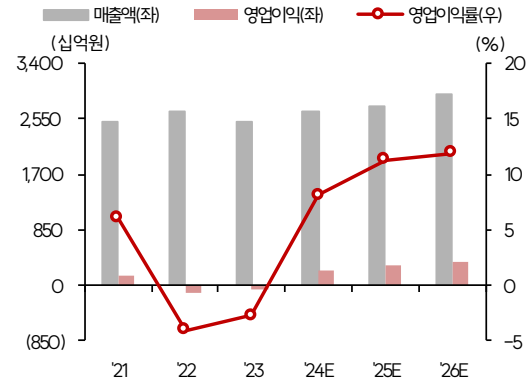
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



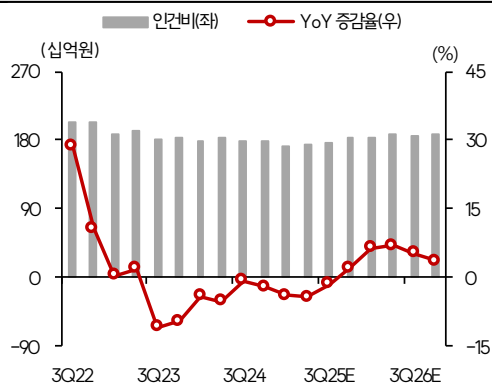
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



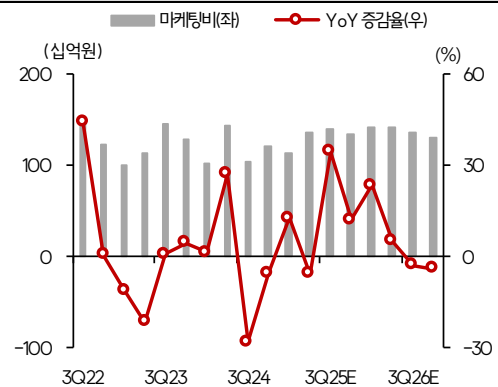
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 추이 및 전망



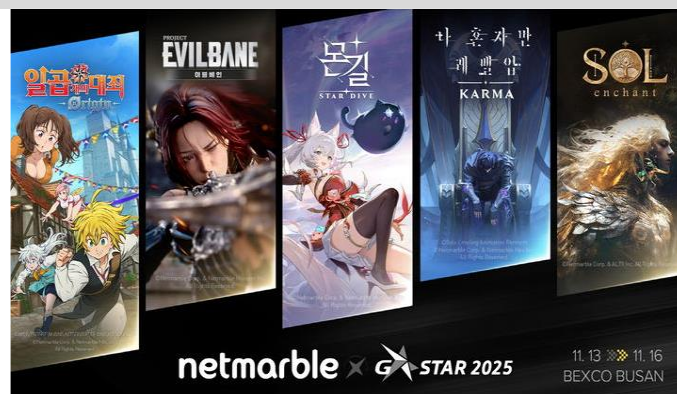
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

지스타에 신작 5종 출품



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	734	1,027	995
현금및현금성자산	430	578	145	454	281
매출채권 및 기타채권	272	295	325	315	414
재고자산	3	2	2	2	3
비유동자산	7,010	7,062	6,921	6,720	7,438
장기금융자산	636	496	545	544	550
유형자산	344	340	368	326	288
무형자산	3,229	3,245	2,828	2,759	2,691
자산총계	7,916	8,177	7,655	7,747	8,433
유동부채	1,940	1,348	1,387	1,323	1,705
단기금융부채	1,398	636	658	614	807
매입채무 및 기타채무	118	130	380	367	482
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	737	685	740
장기금융부채	443	1,057	418	376	339
장기매입채무 및 기타채무	182	19	10	10	10
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	2,837	2,703	2,125	2,009	2,445
지배주주지분	4,980	5,416	5,473	5,673	5,914
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
기타자본구성요소	370	430	430	430	430
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,128	1,145	1,416	1,616	1,856
비지배주주지분	100	58	57	66	75
자본총계	5,079	5,474	5,530	5,739	5,989
부채와자본총계	7,916	8,177	7,655	7,747	8,433

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	395	391	623
당기순이익(손실)	-304	3	311	300	337
비현금성항목등	440	382	76	251	249
유형자산감가상각비	57	53	48	42	38
무형자산상각비	129	101	72	69	67
기타	255	228	-45	139	144
운전자본감소(증가)	-121	-35	65	-20	181
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-48	11	-99
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	69	-13	115
기타	-117	-91	-110	-229	-245
법인세납부	-4	-29	-54	-90	-101
투자활동현금흐름	466	37	-200	94	-859
금융자산의감소(증가)	27	-39	-12	4	-35
유형자산의감소(증가)	-36	-17	-18	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	345	0	0
기타	461	72	-515	90	-824
재무활동현금흐름	-481	-221	-656	-177	68
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	-457	-44	193
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-157	-42	-38
자본의증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금지급	-2	-0	-41	-91	-87
기타	862	-22	-2	-0	0
현금의 증가(감소)	-73	148	-433	309	-174
기초현금	503	430	578	145	454
기말현금	430	578	145	454	281
FCF	-134	271	378	391	623

자료 : 넷마블, SK증권 추정

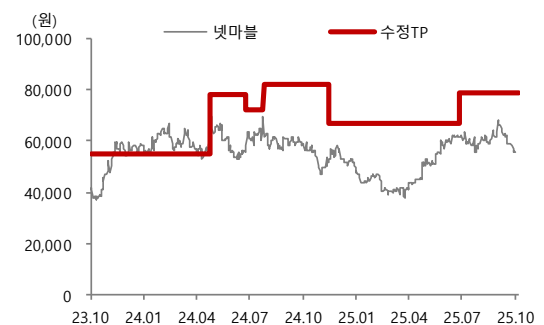
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,752	2,935	3,073
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,752	2,935	3,073
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,440	2,586	2,699
영업이익	-68	216	312	349	374
영업이익률(%)	-2.7	8.1	11.3	11.9	12.2
비영업손익	-90	-139	68	40	65
순금융손익	-130	-89	-59	-49	-42
외환관련손익	-34	-7	-3	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	115	104	102
세전계속사업이익	-159	76	379	390	439
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	13.8	13.3	14.3
계속사업법인세	145	73	68	90	101
계속사업이익	-304	3	311	300	337
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	311	300	337
순이익률(%)	-12.1	0.1	11.3	10.2	11.0
지배주주	-256	26	305	291	328
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	11.1	9.9	10.7
비지배주주	-48	-22	6	8	10
총포괄이익	-590	352	96	300	337
지배주주	-542	371	63	171	193
비지배주주	-48	-20	34	128	144
EBITDA	117	370	432	461	479

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	3.3	6.7	4.7
영업이익	적지	흑전	44.6	12.0	7.2
세전계속사업이익	적지	흑전	397.2	2.7	12.6
EBITDA	-5.5	216.4	16.8	6.6	4.0
EPS	적지	흑전	1,087.9	-4.4	12.6
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	3.9	3.9	4.2
ROE	-4.9	0.5	5.6	5.2	5.7
EBITDA마진	4.7	13.9	15.7	15.7	15.6
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	52.9	77.7	58.4
부채비율	55.9	49.4	38.4	35.0	40.8
순차입금/자기자본	26.2	18.2	12.6	5.3	10.0
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	6.0	7.4	7.9
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	3,543	3,386	3,814
BPS	62,650	67,728	68,395	70,718	73,516
CFPS	-817	2,094	4,943	4,684	5,035
주당 현금배당금	0	417	1,115	1,066	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	15.6	16.3	14.5
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	-71.1	24.7	11.2	11.8	11.0
EV/EBITDA	54.9	14.9	12.9	11.3	11.5
배당수익률	0.0	0.8	2.0	1.9	2.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.07.14	매수	79,000원	6개월		
2024.11.29	매수	67,000원	6개월	-26.45%	-7.16%
2024.08.09	매수	82,000원	6개월	-30.44%	-22.93%
2024.07.10	매수	72,000원	6개월	-13.19%	-3.61%
2024.05.10	매수	78,000원	6개월	-24.22%	-14.62%
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
2023.11.24	매수	55,000원	6개월	3.89%	-1.09%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 10월 17일 기준)

매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------