

넷마블 (251270/KS)

괜한 실적 걱정이었다

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: 자체 결제 비중 확대로 지급 수수료 절감 지속**Key:** 4 분기도 우수한 글로벌 성과로 호실적 기대**Step:** 내년 신작, 실적 모두 견조. 낮아진 주가는 매수 기회

매수(유지)

목표주가: 79,000 원(유지)

현재주가: 55,400 원

상승여력: 42.6%

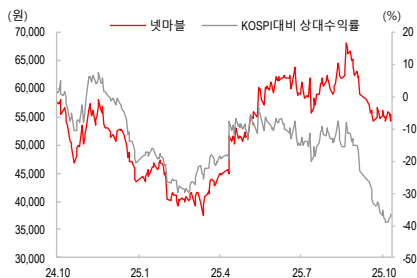
STOCK DATA

주가(25/11/06)	55,400 원
KOSPI	4,026.45 pt
52 주 최고가	68,000 원
60 일 평균 거래대금	13 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,762 십억원
주요주주	
방준혁(외 12)	24.33%
HANRIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52%
외국인 지분율	27.45%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review

매출액 6,960 억원(+7.5% YoY, -3.0% QoQ), 영업이익 909 억원(+38.8% YoY, -10.1% QoQ), 지배주주순이익 375 억원(+67.4% YoY, -76.6% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 824 억원을 상회했다. <뱀피르> 국내 출시 흥행, <세븐나이트 리버스>의 글로벌 출시 성과도 양호했다. 영업비용은 6,051 억원으로 전분기대비 1.8% 감소, 신작 출시 및 지역 확장에 따라 마케팅비가 증가(+7.3% QoQ)했음에도 불구하고 인건비 효율화 지속(-2.5% QoQ), 자체 결제 비중 확대로 지급수수료가 예상대비 큰 폭으로 감소(-7.2%)해 전체 이익 성장을 이끌었다. 3Q25 매출대비 지급수수료 비중은 32.3%(-1.5%p QoQ)다.

글로벌 성과가 이끌 4 분기 실적

4 분기 기대작 <일곱개의 대죄: Origin>과 <문갈: STARDIVE>의 출시가 내년 1 분기로 미뤄져 4 분기 실적에 대한 우려가 높은 것은 사실이다. 그러나 4 분기에는 <나 혼자만 레벨업: OVERDRIVE> 출시와 그 외 <RAVEN2>와 <RF 온라인 넥스트>의 지역 확장 효과가 추가 반영된다. 현재 기존작들의 글로벌 성과가 양호한 것으로 파악되고, 특히 <세븐나이트 리버스>의 글로벌 성과가 우수해 연말까지 현 분위기가 이어진다면 3 분기 매출을 상회할 가능성도 있어 보인다. 더불어 자체 결제 도입 속도도 빨라지고 있어 4 분기에도 지급수수료가 통제된다. 종합하면 4 분기 영업이익은 연중 가장 높은 수준인 1,063 억원(+16.9% QoQ)으로 전망한다.

당장 내년 1분기부터 기대작 출시

다음 주 지스타에서 26 년 출시될 신작 5 종이 공개된다. 이를 통해 신작 흥행도를 가늠할 수 있어 내년 실적에 대한 신뢰도가 더욱 높아질 수 있다. 내년에는 1분기부터 기대작 2종이 출시되기 때문에 게임사 중 가장 좋은 출발, 분기별 높은 실적 성장세가 예상된다. 동사는 금일 2 천억원 규모의 EB 발행 결정을 공시했다. 이는 이자율이 높은 차입금 상환에 대부분 사용될 예정으로 내년 재무구조 개선 효과도 기대된다. 신작, 실적 모두 우수하다. 업종 top-pick 으로 유지한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	696	695	0.1	696	0	2,779	2,752	1	2,795	-0.6
영업이익(십억원)	91	79	15.1	83	9.5	348	312	11.5	332	91
지배주주순이익(십억원)	38	62	-39.5	67	-44	302	305	-1	325	38
영업이익률(%)	13.1	11.4	1.7%p	11.9	1.2%p	12.5	11.3	1.2%p	11.9	13.1%p
지배주주순이익률(%)	5.4	8.9	-3.5%p	9.6	-4.2%p	10.9	11.1	-0.2%p	11.6	5.4%p

자료: SK 증권

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	741.9	2,663.8	2,779.4	3,031.6	3,061.8
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	605.1	635.6	2,448.2	2,431.4	2,625.9	2,635.7
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.8	170.4	176.6	720.0	694.0	724.0	765.9
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	140.0	470.3	534.9	585.6	581.8
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	254.5	946.9	940.9	1,027.8	998.1
기타	73.2	81.5	73.3	83.0	68.7	63.9	64.5	64.5	311.0	261.6	288.5	289.9
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	106.3	215.6	348.0	405.6	426.0
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	14.3%	8.1%	12.5%	13.4%	13.9%
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	160.1	40.6	30.9	3.2	311.9	323.5	367.1
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-188.3	75.6	160.4	37.5	28.6	3.2	302.0	298.8	339.1
YoY growth rate												
매출액	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.5%	14.3%	6.5%	4.3%	9.1%	1.0%
모바일	-4.3%	33.4%	4.3%	2.5%	10.5%	-8.6%	8.2%	15.7%	8.9%	5.5%	9.3%	0.4%
온라인	10.9%	-3.8%	-0.1%	-26.2%	-14.8%	3.2%	1.9%	4.5%	-6.0%	-2.1%	-0.3%	0.0%
기타	9.9%	-11.5%	-16.1%	-40.2%	-26.7%	-3.5%	-1.5%	-3.4%	-17.0%	-10.3%	7.6%	11.2%
영업비용	-7.8%	4.7%	-10.8%	-5.1%	-1.3%	-8.1%	4.0%	3.6%	-4.8%	-0.7%	8.0%	0.4%
인건비	-4.3%	-5.4%	-0.9%	-2.2%	-4.1%	-4.3%	-4.8%	-1.2%	-3.2%	-3.6%	4.3%	5.8%
마케팅비	12%	27.0%	-28.2%	-5.6%	12.5%	-5.7%	38.9%	16.2%	-3.4%	13.7%	9.5%	-0.7%
지급수수료	-8.0%	9.4%	-5.9%	-8.6%	-3.6%	-7.8%	0.0%	9.9%	-3.4%	-0.6%	9.2%	-2.9%
기타	-23.6%	-13.2%	-15.7%	0.2%	-6.2%	-21.6%	-11.9%	-22.3%	-13.5%	-15.9%	10.3%	0.5%
영업이익	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.1%	-9.1%	38.8%	201.7%	흑전	61.4%	16.6%	5.0%
영업이익률	5.3%p	20.4%p	13.6%p	2.6%p	7.3%p	-0.1%p	2.9%p	8.9%p	10.8%p	4.4%p	0.9%p	0.5%p
순이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-1.3%	97.2%	흑전	흑전	9597.5%	3.7%	13.5%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	695.0	715.8	752.5	763.5	696.0	741.9	765.0	734.6	0.1%	3.6%	1.7%	-3.8%
영업이익	78.6	82.3	83.7	99.9	90.9	106.3	91.9	95.0	15.6%	29.1%	9.8%	-4.9%
지배주주순이익	62.0	6.6	69.1	102.4	37.5	28.6	68.5	90.8	-39.5%	332.8%	-0.8%	-11.3%

자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,752.3	2,935.5	3,073.2	2,779.4	3,031.6	3,061.8	1.0%	3.3%	-0.4%
영업이익	311.8	349.2	374.3	348.0	405.6	426.0	11.6%	16.2%	13.8%
지배주주순이익	304.6	291.1	327.8	302.0	298.8	339.1	-0.8%	2.6%	3.4%

자료: SK 증권

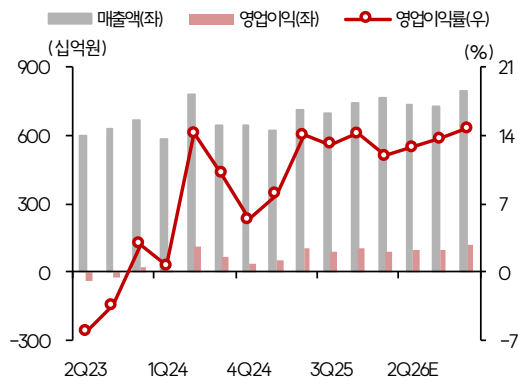
넷마블 신작 라인업

신작 라인업 (25년 4분기 ~ 26년)

 나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE 글로벌 액션 RPG (11/25) (26년)	 스톤에이지 키우기 글로벌 방치형 RPG	 일곱 개의 대죄: Origin 글로벌 오픈월드 RPG	 SOL: enchant 한국 MMORPG	 몬길: STAR DIVE 글로벌 액션 RPG
 나 혼자만 레벨업: KARMA 글로벌 로그라이트 액션 RPG	 프로젝트 옥토퍼스 글로벌 캐주얼 액션 로그라이크 RPG	 이블베인 글로벌 협동 액션	 상그릴라 프론티어: 일곱 최강종 글로벌 수집형 RPG	

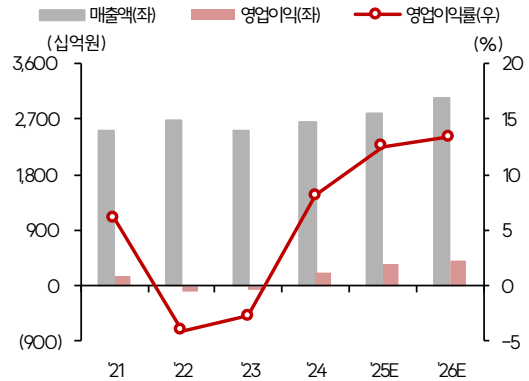
자료: 넷마블, SK 증권 / 주 : 아이콘은 각각 모바일, PC, 콘솔. 별 표시는 지스타 출품작

분기 실적 추이 및 전망



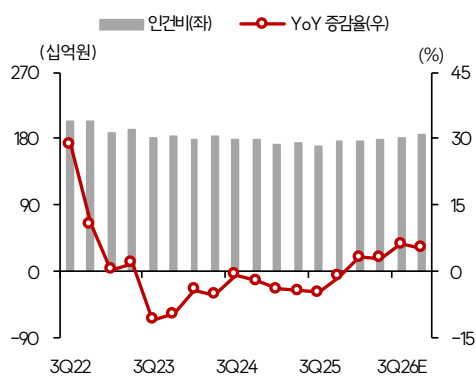
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



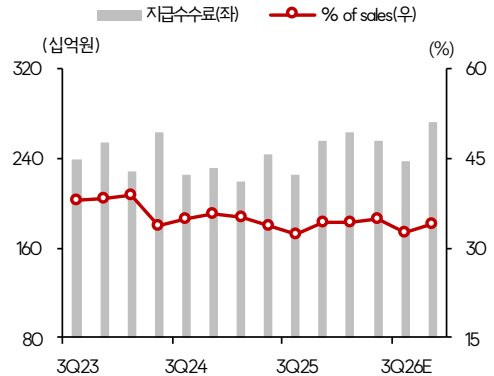
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

지급수수료 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	678	939	1,310
현금및현금성자산	430	578	73	296	677
매출채권 및 기타채권	272	295	337	364	357
재고자산	3	2	2	3	3
비유동자산	7,010	7,062	7,020	7,133	6,964
장기금융자산	636	496	546	547	547
유형자산	344	340	368	326	288
무형자산	3,229	3,245	2,828	2,759	2,691
자산총계	7,916	8,177	7,698	8,072	8,274
유동부채	1,940	1,348	1,418	1,576	1,545
단기금융부채	1,398	636	666	773	757
매입채무 및 기타채무	118	130	393	425	416
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	748	732	687
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	2,167	2,308	2,232
지배주주지분	4,980	5,416	5,471	5,679	5,928
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	1,413	1,622	1,871
비지배주주지분	100	58	61	85	113
자본총계	5,079	5,474	5,531	5,764	6,042
부채와자본총계	7,916	8,177	7,698	8,072	8,274

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	418	484	458
당기순이익(손실)	-304	3	312	323	367
비현금성항목등	440	382	78	243	241
유형자산감가상각비	57	53	48	42	38
무형자산상각비	129	101	72	69	67
기타	255	228	-42	131	136
운전자본감소(증가)	-121	-35	86	49	-14
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-60	-27	8
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-1	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	83	31	-9
기타	-117	-91	-114	-212	-227
법인세납부	-4	-29	-56	-81	-92
투자활동현금흐름	466	37	-303	-234	67
금융자산의감소(증가)	27	-39	-17	-10	3
유형자산의감소(증가)	-36	-17	-18	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	345	0	0
기타	461	72	-613	-224	64
재무활동현금흐름	-481	-221	-648	-26	-144
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	-448	106	-16
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-157	-42	-38
자본의증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금지급	-2	-0	-41	-91	-90
기타	862	-22	-2	0	0
현금의 증가(감소)	-73	148	-505	223	382
기초현금	503	430	578	73	296
기말현금	430	578	73	296	677
FCF	-134	271	400	484	458

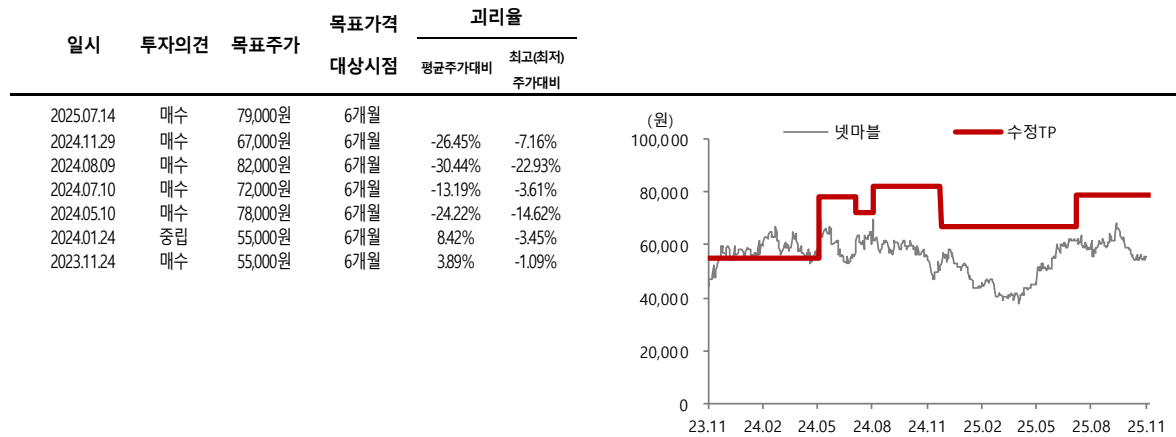
자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,779	3,032	3,062
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,779	3,032	3,062
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,431	2,626	2,636
영업이익	-68	216	348	406	426
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.5	13.4	13.9
비영업손익	-90	-139	34	-1	33
순금융손익	-130	-89	-59	-50	-44
외환관련손익	-34	-7	-3	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	109	103	99
세전계속사업이익	-159	76	382	404	459
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	13.7	13.3	15.0
계속사업법인세	145	73	70	81	92
계속사업이익	-304	3	312	323	367
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	312	323	367
순이익률(%)	-12.1	0.1	11.2	10.7	12.0
지배주주	-256	26	302	299	339
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	10.9	9.9	11.1
비지배주주	-48	-22	10	25	28
총포괄이익	-590	352	97	323	367
지배주주	-542	371	63	185	210
비지배주주	-48	-20	34	138	157
EBITDA	117	370	468	517	531

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	4.3	9.1	1.0
영업이익	적지	흑전	61.4	16.6	5.0
세전계속사업이익	적지	흑전	400.7	5.8	13.5
EBITDA	-5.5	216.4	26.6	10.4	2.7
EPS	적지	흑전	1,077.9	-1.1	13.5
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	3.9	4.1	4.5
ROE	-4.9	0.5	5.5	5.4	5.8
EBITDA마진	4.7	13.9	16.8	17.1	17.3
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	47.8	59.6	84.8
부채비율	55.9	49.4	39.2	40.0	36.9
순차입금/자기자본	26.2	18.2	14.0	10.5	2.8
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	6.5	8.1	8.4
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	3,514	3,476	3,945
BPS	62,650	67,728	68,365	70,787	73,689
CFPS	-817	2,094	4,913	4,773	5,166
주당 현금배당금	0	417	1,106	1,094	1,241
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	15.8	15.9	14.0
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	-71.1	24.7	11.3	11.6	10.7
EV/EBITDA	54.9	14.9	11.9	10.5	9.5
배당수익률	0.0	0.8	2.0	2.0	2.2



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 07 일 기준)

매수 92.02% 중립 7.98% 매도 0.00%