2026-11-09

EARNINGS REVIEW

넷마블 (251270/KS)

신작 공백의 터널

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

매수(유지)

목표주가: 46,000 원(하향)
현재주가: 34,650 원
상승여력: 32.8%

Signal: 기존작 매출 감소와 신작 출시 지연 영향으로 이익 감소
Key: 내년 신작 7 종 신규 공개, 총 13 개 출시 계획
Step: 신작 상세 정보와 출시 일정 구체화되는 시점에 기대감 형성 가능

STOCK DATA

주가(26/11/06)	34,650 원
KOSPI	5,059.69 pt
52 주 최고가	57,900 원
60 일 평균 거래대금	11 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,134 만주
시가총액	2,881 십억원
주요주주	
방준혁(외 11)	38.85%
CJ ENM	17.34%
외국인 지분율	14.92%

주가 및 상대수익률



3Q26 Review

매출액 6,347 억원(-15.3% QoQ, 이하 동일), 영업이익 504 억원(-37.1%), 지배주주순이익 201 억원(-89.8%)을 기록했으며, 영업이익은 컨센서스를 하회했다. 비용 통제 노력이 지속되고 있으나 신작 출시 지연으로 신규 매출 기여가 없는 가운데 기존작 매출이 자연 감소한 영향이다.

2027 년 신작 13 종 공개, 관건은 흥행과 일정

동사는 금번 실적 발표에서 신작 7 종을 신규 공개했다. 2027 년은 상반기 7 종(<샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종>, <나 혼자만 레벨업: 카르마>, <이블베인> 등), 하반기 6 종으로 총 13 종이다. 출시 예정작이 많다는 점은 긍정적이나, 타이틀 간 이용자 중복에 따른 자기잠식 가능성과 개별 작품의 흥행 여부가 더 중요한 변수가 될 것이다. 여기에 PC 자체 결제 확대에 따른 지급수수료 절감 효과를 감안하면 2027 년 매출액은 +3.7%, 영업이익은 +34.0% 성장할 것으로 전망한다.

신작 성과로 증명 필요

투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 46,000 원으로 하향한다. 하반기 신작 출시가 내년으로 이연되면서 실적 추정치 조정이 불가피하다. 다수의 신작이 공개되었으나 올해 일정 변경 사례를 감안하면 출시 시점이 조정될 가능성도 열어둘 필요가 있다. 또한 올해 출시작의 성과가 기대 대비 아쉬웠던 만큼 신작 성과 검증이 필요하다. 타이틀별 상세 정보와 출시 일정이 구체화되는 시점에 기대감이 형성될 것으로 판단한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	26 년 3 분기					26 년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	635	739	-14.1	731	-13.1	2,654	2,654	-10.4	2,879	-7.8
영업이익(십억원)	50	123	-59.3	82	-39.0	226	226	-48.2	303	-25.4
지배주주순이익(십억원)	20	108	-81.5	51	-60.8	418	418	33.5	490	-14.7
영업이익률(%)	7.9	16.6	-	11.2	-	8.5	8.5	-	10.5	-
지배주주순이익률(%)	3.1	14.6	-	7.0	-	15.7	15.7	-	17.0	-

자료: SK 증권

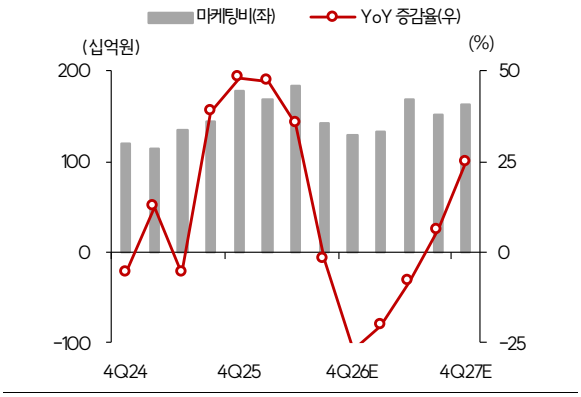
목표주가 산출					
항목					비고
1) 영업가치					
2027E EBITDA				363.5	
Target Multiple				5.4	국내외 peers 12MF EV/EBITDA 평균값 50% 할인
적정 영업 가치				**1,954.2**	
2) 투자지분 가치	시가총액	지분율	할인율	지분가치	
엔씨소프트	4,805.1	9.1%	40%	260.9	
하이브	14,925.8	7.1%	40%	634.9	과거 3 개월 평균 시가총액 40% 할인
코웨이	5,597.3	26.8%	40%	899.0	
투자자산 가치				**1,794.9**	
3) 순차입금				100.0	
합산 가치 1)+2)-3)				3,649.1	
주식 수 (천 주)				80,118.6	
적정 주가(원)				45,547	
목표 주가(원)				46,000	
현재 주가(원)				34,650	
상승 여력				32.8%	

자료: SK 증권

넷마블 수익 추정 표											
(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	651.7	749.2	634.7	618.0	614.9	708.2	679.6	748.6	2,835.1	2,653.6	2,751.3
영업비용	598.7	669.1	584.3	575.4	570.2	628.1	610.4	639.4	2,482.6	2,427.4	2,448.2
인건비	167.6	182.5	170.0	178.0	176.2	177.7	180.5	184.0	699.4	698.1	718.4
마케팅비	168.2	183.6	142.7	130.4	134.3	168.9	151.8	162.8	573.6	624.9	617.8
지급수수료	200.9	235.6	209.3	201.8	196.7	214.8	210.8	223.8	938.7	847.6	846.0
기타	62.0	67.3	62.3	65.3	63.1	66.7	67.4	68.8	270.9	256.8	266.0
영업이익	53.1	80.2	50.4	42.6	44.6	80.1	69.2	109.2	352.5	226.2	303.2
영업이익률	*8.1%*	*10.7%*	*7.9%*	*6.9%*	*7.3%*	*11.3%*	*10.2%*	*14.6%*	*12.4%*	*8.5%*	*11.0%*
순이익	210.9	203.9	22.2	-10.4	19.0	26.3	43.6	57.7	230.8	426.6	146.6
지배주주순이익	209.7	197.6	20.1	-9.4	17.2	23.8	39.5	52.2	225.0	418.0	132.8
YoY growth rate											
매출액	*4.5%*	*4.4%*	*-8.8%*	*-22.5%*	*-5.7%*	*-5.5%*	*7.1%*	*21.1%*	*6.4%*	*-6.4%*	*3.7%*
모바일	*1.4%*	*-2.8%*	*-6.8%*	*-24.5%*	*-6.3%*	*-2.5%*	*3.9%*	*22.3%*	*6.2%*	*-8.9%*	*3.9%*
온라인	*51.5%*	*70.4%*	*94.4%*	*-33.3%*	*17.1%*	*6.7%*	*-8.4%*	*4.1%*	*37.1%*	*23.3%*	*4.1%*
기타	*18.8%*	*36.0%*	*-10.0%*	*12.2%*	*13.3%*	*12.2%*	*8.0%*	*13.5%*	*4.0%*	*11.2%*	*11.7%*
영업비용	*4.3%*	*8.5%*	*-3.4%*	*-16.2%*	*-4.7%*	*-6.1%*	*4.5%*	*11.1%*	*1.4%*	*-2.2%*	*0.9%*
인건비	*-2.6%*	*4.4%*	*-0.3%*	*-2.2%*	*5.1%*	*-2.7%*	*6.2%*	*3.4%*	*-2.9%*	*-0.2%*	*2.9%*
마케팅비	*47.2%*	*35.6%*	*-1.8%*	*-27.0%*	*-20.2%*	*-8.0%*	*6.4%*	*24.9%*	*22.0%*	*8.9%*	*-1.1%*
지급수수료	*-8.3%*	*-2.8%*	*-6.9%*	*-20.0%*	*-2.1%*	*-8.8%*	*0.7%*	*10.9%*	*-0.9%*	*-9.7%*	*-0.2%*
기타	*-9.8%*	*5.3%*	*-3.2%*	*-11.7%*	*1.8%*	*-0.9%*	*8.2%*	*5.4%*	*-12.9%*	*-5.2%*	*3.6%*
영업이익	*6.7%*	*-20.7%*	*-44.5%*	*-61.6%*	*-15.8%*	*-0.1%*	*37.3%*	*156.5%*	*63.5%*	*-35.8%*	*34.0%*
영업이익률	*0.2%p*	*-3.4%p*	*-5.1%p*	*-7.0%p*	*-0.9%p*	*0.6%p*	*2.2%p*	*7.7%p*	*4.3%p*	*-3.9%p*	*2.5%p*
순이익	*162.9%*	*27.3%*	*-45.3%*	*적지*	*-91.0%*	*-87.1%*	*96.6%*	*흑전*	*7076.8%*	*84.8%*	*-65.6%*

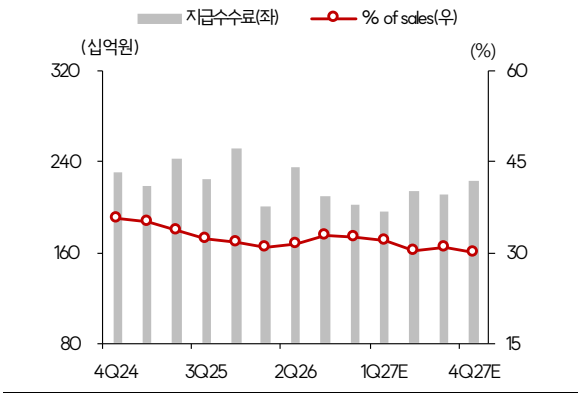
자료: 넷마블, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



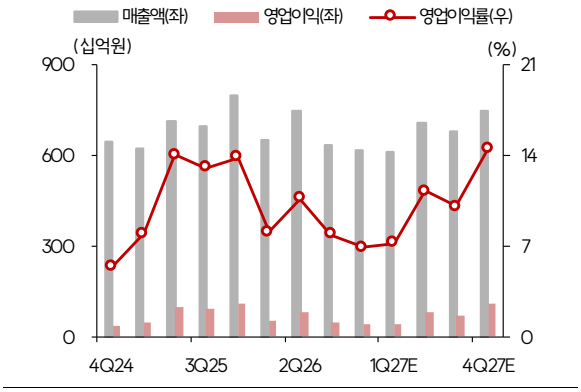
자료: 넷마블, SK 증권

매출대비 지급수수료 비중 추이



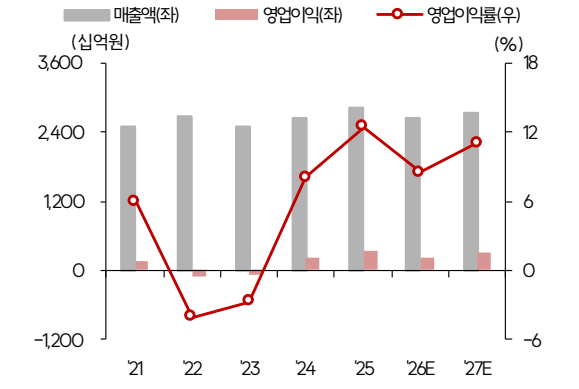
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



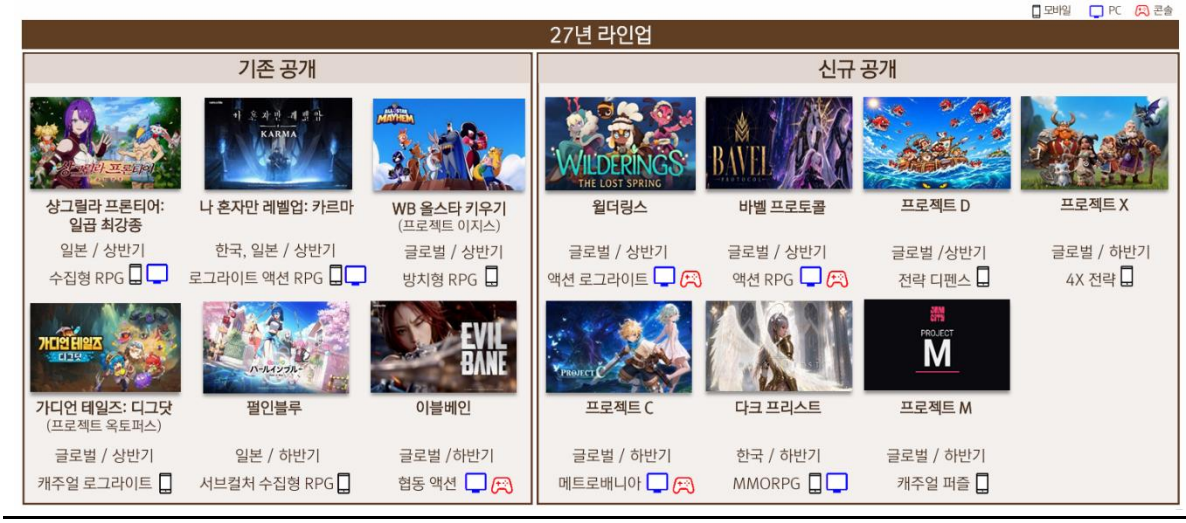
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

27 년 신작 라인업



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,115	1,257	1,930	1,944	2,189
현금및현금성자산	578	689	1,545	1,483	1,738
매출채권 및 기타채권	295	299	232	281	274
재고자산	2	2	1	1	1
비유동자산	7,062	6,837	6,218	6,521	6,360
장기금융자산	496	539	633	636	636
유형자산	340	402	199	162	133
무형자산	3,245	2,858	2,952	2,873	2,795
자산총계	8,177	8,094	8,148	8,465	8,549
유동부채	1,348	1,901	1,581	1,865	1,829
단기금융부채	636	1,166	903	1,094	1,070
매입채무 및 기타채무	130	131	285	346	338
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,355	701	533	542	536
장기금융부채	1,057	425	324	291	291
장기매입채무 및 기타채무	19	14	8	8	8
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	2,703	2,601	2,114	2,407	2,365
지배주주지분	5,416	5,430	5,981	5,992	6,102
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
기타자본구성요소	430	256	569	569	569
자기주식	-405	-405	-83	-83	-83
이익잉여금	1,145	1,338	1,279	1,290	1,400
비지배주주지분	58	63	53	67	82
자본총계	5,474	5,492	6,034	6,059	6,184
부채와자본총계	8,177	8,094	8,148	8,465	8,549

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,664	2,835	2,654	2,751	2,770
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,654	2,751	2,770
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,448	2,483	2,427	2,448	2,451
영업이익	216	352	226	303	319
영업이익률(%)	8.1	12.4	8.5	11.0	11.5
비영업손익	-139	-6	323	-112	-102
순금융손익	-89	-56	-27	-22	-19
외환관련손익	-7	-9	5	0	0
관계기업등 투자손익	109	106	-5	41	41
세전계속사업이익	76	346	549	191	217
세전계속사업이익률(%)	2.9	12.2	20.7	6.9	7.8
계속사업법인세	73	115	122	44	50
계속사업이익	3	231	427	147	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	3	231	427	147	166
순이익률(%)	0.1	8.1	16.1	5.3	6.0
지배주주	26	225	418	133	151
지배주주귀속 순이익률(%)	1.0	7.9	15.8	4.8	5.4
비지배주주	-22	6	9	14	16
총포괄이익	352	221	723	147	166
지배주주	371	216	716	144	163
비지배주주	-20	5	7	3	3
EBITDA	370	484	351	419	426

현금흐름표

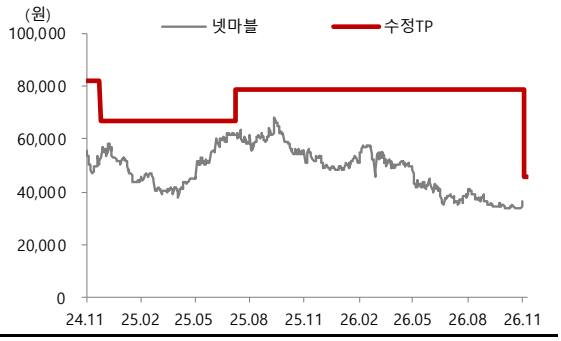
12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	288	338	225	347	263
당기순이익(손실)	3	231	427	147	166
비현금성항목등	382	258	-152	182	177
유형자산감가상각비	53	48	43	36	30
무형자산상각비	101	84	81	79	77
기타	228	127	-276	66	69
운전자본감소(증가)	-35	-47	-22	84	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	-9	-12	97	-49	6
재고자산의감소(증가)	-0	-1	0	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-6	-4	16	60	-8
기타	-91	-211	-90	-111	-120
법인세납부	-29	-107	-62	-44	-50
투자활동현금흐름	37	-74	1,412	-443	57
금융자산의감소(증가)	-39	-57	53	-24	3
유형자산의감소(증가)	-17	-47	332	0	0
무형자산의감소(증가)	21	6	-175	0	0
기타	72	24	1,202	-419	54
재무활동현금흐름	-221	-146	-868	37	-65
단기금융부채의증가(감소)	-895	-111	-380	191	-24
장기금융부채의증가(감소)	692	50	-297	-32	0
자본의증가(감소)	-845	6	0	0	0
배당금지급	-0	-41	-81	-122	-41
기타	828	-51	-110	-0	0
현금의 증가(감소)	148	111	856	-62	255
기초현금	430	578	689	1,545	1,483
기말현금	578	689	1,545	1,483	1,738
FCF	271	291	557	347	263

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	6.5	6.4	-6.4	3.7	0.7
영업이익	흑전	63.5	-35.8	34.0	5.1
세전계속사업이익	흑전	353.7	58.6	-65.2	13.4
EBITDA	216.4	30.8	-27.6	19.5	1.6
EPS	흑전	777.7	96.3	-68.2	13.4
수익성 (%)					
ROA	0.0	2.8	5.3	1.8	2.0
ROE	0.5	4.1	7.3	2.2	2.5
EBITDA마진	13.9	17.1	13.2	15.2	15.4
안정성 (%)					
유동비율	82.7	66.1	122.1	104.3	119.7
부채비율	49.4	47.4	35.0	39.7	38.2
순차입금/자기자본	18.2	13.3	-7.4	-4.1	-8.5
EBITDA/이자비용(배)	3.4	6.7	7.1	8.8	8.9
배당성향	133.3	31.9	29.1	30.6	30.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	298	2,618	5,139	1,632	1,852
BPS	67,728	67,887	74,547	74,682	76,034
CFPS	2,094	4,148	6,669	3,056	3,168
주당 현금배당금	417	876	1,531	511	580
Valuation지표 (배)					
PER	173.3	18.4	6.7	21.2	18.7
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
PCR	24.7	11.6	5.2	11.3	10.9
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.6	6.8	6.1
배당수익률	0.8	1.8	4.2	1.4	1.6

자료 : 넷마블, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.11.09	매수	46,000원	6개월		
2025.07.14	매수	79,000원	6개월	-38.93%	-13.92%
2024.11.29	매수	67,000원	6개월	-26.45%	-7.16%



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 기관투자가 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 (2026 년 11 월 09 일 기준)	매수	96.40%	중립	3.60%	매도	0.00%