넷마블 (251270)



최지운 운송/게임
jiyun.choi@yuantakorea.com

신작 가시성 확보가 회복의 조건

3Q26 매출액 6,347억원, 영업이익 504억원

3Q26 연결 매출액과 영업이익은 각각 6,347억원(YoY -8.8%), 504억원(YoY -44.6%, OPM 7.9%)으로, 영업이익은 시장 컨센서스를 -39% 하회.

신작 출시 공백과 기존작 매출 감소가 실적 부진의 주요 원인. 6월 출시된 〈SOL: enchant〉는 이번 분기에 온기 반영되며 매출액 약 508억원을 기록, 글로벌 지역 확장을 진행한 〈RF 온라인 넥스트〉도 매출액 약 444억원으로 전분기 대비 큰 폭 성장. 반면 3월 출시된 〈일곱 개의 대죄: Origin〉은 출시 효과가 소멸되며 매출이 전분기 대비 절반 수준으로 감소.

영업비용은 5,843억원(YoY -3.4%) 기록. 신작 출시 지연으로 마케팅비는 전분기 대비 -22% 감소했으나, 퍼블리싱작인 〈SOL: enchant〉의 매출 비중 확대로 지급수수료율은 33%(QoQ +1.6%p)까지 상승. 매출 감소폭 대비 비용 절감이 제한적이면서 영업이익률은 전분기 대비 2.8%p 하락.

2027년 신작 확대, 가시성 확보 필요

4Q26에는 기존에 공개된 신작 3종이 출시가 모두 2027년으로 이연되면서 외형 성장 가시성은 제한적일 전망. 다만 비용 효율화를 통해 전분기 대비 수익성 개선 예상.

2027년 매출액 2조 7,491억원(YoY +2.1%), 영업이익 2,781억원(YoY +15.4%, OPM 10.1%) 전망. 기존작 매출 감소에도 신작 출시 확대를 통해 외형 성장을 예상. 2027년 총 13종의 신작 출시를 계획 중이며, 1분기에는 〈샹그릴라 프론티어〉, 〈나 혼자만 레벨업: KARMA〉, 〈WB 올스타 키우기〉 등 3종 출시를 목표로 제시. 신작 대부분이 자체 개발작으로 구성된 가운데, PC 결제 비중 확대와 앱마켓 수수료 인하, 마케팅 효율화 등이 전사 수익성 개선에 기여할 전망.

다만 2026년 신작 출시가 지연되면서 일정에 대한 신뢰도가 낮아진 만큼, 출시 일정 준수와 신작 초기 흥행 성과 확인이 필요하다는 판단. 특히 1분기 예정작의 출시 일정 확정과 신규 라인업의 구체적인 정보 공개가 향후 실적 가시성을 높이는 주요 변수가 될 전망. 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 실적 추정치 하향 조정을 반영해 46,000원으로 하향 조정.

BUY (M)

목표주가	46,000원 (D)
직전 목표주가	52,000원
현재주가 (11/6)	34,650원
상승여력	33%

시가총액	28,814억원
총발행주식수	81,341,155주
60일 평균 거래대금	49억원
60일 평균 거래량	137,452주
52주 고/저	57,900원 / 33,450원
외인지분율	14.84%
배당수익률	1.82%
주요주주	방준혁 외 11 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.6	(11.2)	(37.5)
상대	38.0	10.6	(50.2)
절대 (달러환산)	(0.4)	(6.8)	(33.3)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	635	-8.8	-15.3	731	-13.1
영업이익	50	-44.5	-37.1	82	-38.8
세전계속사업이익	20	-64.8	-92.6	82	-76.0
지배순이익	20	-46.5	-89.8	51	-60.7
영업이익률 (%)	7.9	-5.2 %pt	-2.8 %pt	11.3	-3.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.2	-2.2 %pt	-23.2 %pt	7.0	-3.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	2,664	2,835	2,693	2,749
영업이익	216	352	241	278
지배순이익	26	225	371	222
PER	196.0	20.1	7.7	12.7
PBR	0.9	0.8	0.4	0.4
EV/EBITDA	16.4	11.0	7.1	5.1
ROE	0.5	4.1	6.4	3.5

자료: 유안타증권

넷마블 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	749.2	634.7	657.0	2,835.1	2,692.6	2,749.1
YoY (%)	6.6	-8.2	7.5	22.9	4.5	4.4	-8.8	-17.6	6.4	-5.0	2.1
마블 콘테스트 오브 챔피언스	56.1	64.6	48.7	87.7	52.1	67.4	50.8	81.6	257.2	251.9	249.4
잭팟월드	49.9	50.2	48.7	55.8	52.1	52.4	44.4	53.6	204.7	202.6	201.1
랏차슬롯	49.9	50.2	48.7	47.9	52.1	52.4	50.8	48.3	196.7	203.7	201.1
캐시프렌지	49.9	43.1	48.7	47.9	52.1	52.4	44.4	48.3	189.5	197.3	193.4
나 혼자만 레벨업: ARISE	49.9	43.1	27.8	31.9	26.1	22.5	19.0	16.0	152.7	83.5	66.8
세븐나이츠 리버스	0.0	93.3	83.5	119.6	45.6	30.0	19.0	16.7	296.4	111.4	60.5
뱀피르	0.0	0.0	62.6	55.8	39.1	37.5	31.7	23.8	118.5	132.1	66.8
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	22.5	44.4	22.3	150.0	115.3	61.6
레이븐 2	31.2	28.7	20.9	31.9	19.6	22.5	19.0	16.0	112.7	77.0	50.1
일곱 개의 대죄: GRAND CROSS	31.2	28.7	27.8	31.9	32.6	37.5	25.4	23.9	119.6	119.4	113.4
일곱 개의 대죄: Origin					19.6	52.4	25.4	19.0		116.4	58.9
스톤에이지 키우기					19.6	22.5	15.7	12.6		70.3	34.1
SOL: enchant						22.5	50.8	38.1		111.3	100.6
기타	268.3	251.2	243.6	255.2	215.1	232.3	285.6	223.3	1,018.3	956.3	1,254.9
영업비용 (십억원)	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	669.1	584.3	599.7	2,482.6	2,451.7	2,471.0
YoY (%)	-1.3	-8.1	4.0	11.9	4.3	8.5	-3.4	-12.7	1.4	-1.2	0.8
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	235.6	209.3	211.6	938.7	857.4	853.7
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	182.5	170.0	178.7	699.4	698.8	719.3
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	183.5	142.7	143.0	573.6	637.4	639.4
상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	31.9	29.6	29.3	131.5	121.6	120.7
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	31.1	35.6	32.7	37.1	139.4	136.5	137.9
영업이익 (십억원)	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.1	50.4	57.3	352.5	240.9	278.1
YoY (%)	1,246.1	-9.1	38.7	214.5	6.8	-20.8	-44.5	-48.3	63.5	-31.7	15.4
영업이익률 (%)	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	10.7	7.9	8.7	12.4	8.9	10.1

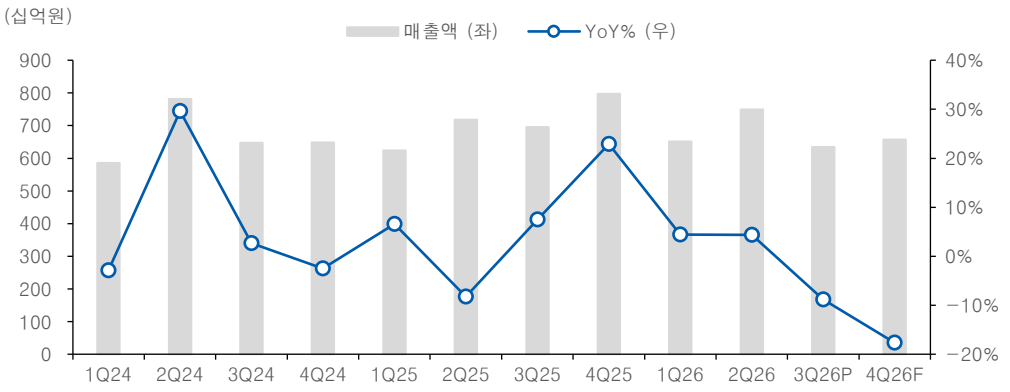
자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 실적 추정 변경 내역

	기존 추정			신규 추정			변화율		
	3Q26F	2026F	2027F	3Q26P	2026F	2027F	3Q26P	2026F	2027F
매출액 (십억원)	771	2,972	3,023	635	2,693	2,749	-17.7%	-9.4%	-9.1%
영업이익 (십억원)	119	355	360	50	241	278	-57.5%	-32.2%	-22.7%
영업이익률 (%)	15.4	11.9	11.9	7.9	8.9	10.1	-7.5%p	-3.0%p	-1.8%p

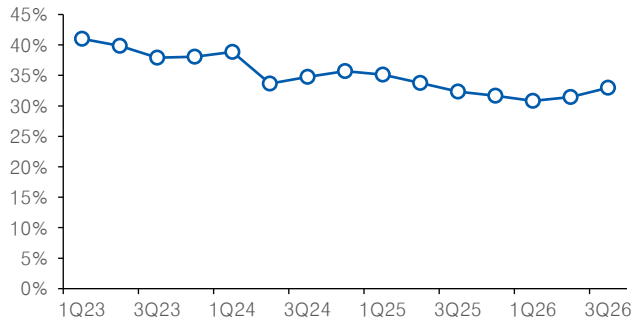
자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 분기별 매출액 추이 및 전망



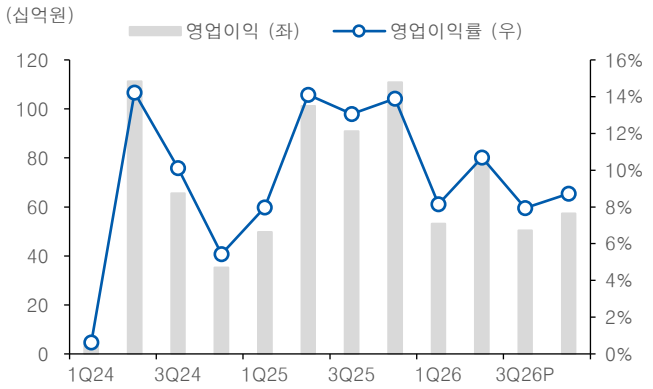
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 지급수수료율 추이



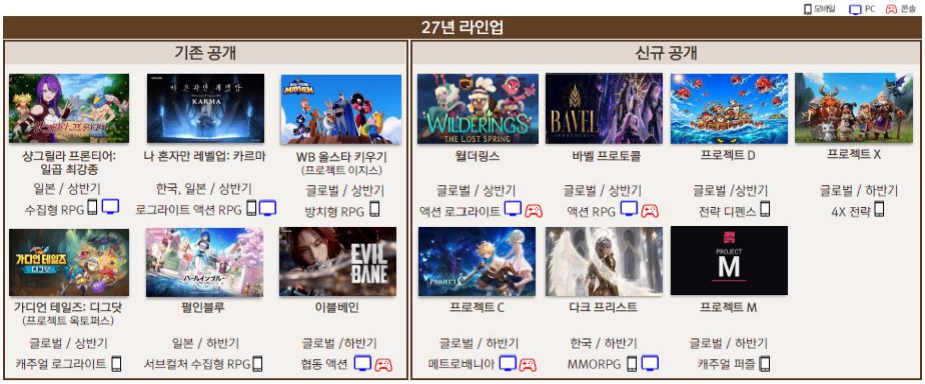
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 신작 라인업



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 신작 파이프라인

게임명	장르	출시일	플랫폼
나 혼자만 레벨업: 카르마	로그라이트 액션 RPG	1Q27	모바일/PC
샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	1Q27	모바일/PC
WB 올스타 키우기	방치형 RPG	1Q27	모바일
윌더링스	액션 로그라이트	1H27	PC/콘솔
바벨 프로토콜	액션 RPG	1H27	PC/콘솔
가디언 테일즈: 디그닷	캐주얼 로그라이트	1H27	모바일
프로젝트 D	전략 디펜스	1H27	모바일
펄인블루	서브컬처 수집형 RPG	2H27	모바일
이블베인	협동 액션	2H27	PC/콘솔
프로젝트 X	4X 전략	2H27	모바일
프로젝트 C	메트로배니아	2H27	PC/콘솔
다크 프리스트	MMORPG	2H27	모바일/PC
프로젝트 M	캐주얼 퍼즐	2H27	모바일

자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	2,880	
Target PER (배)	16.0	
적정 주가 (원)	46,082	
목표 주가 (원)	46,000	
전일 종가 (원)	34,650	
상승 여력	33%	

자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,664**	**2,835**	**2,693**	**2,749**	**2,834**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,693	2,749	2,834
판관비	2,448	2,483	2,452	2,471	2,529
영업이익	**216**	**352**	**241**	**278**	**305**
EBITDA	370	484	367	403	425
영업외손익	-139	-6	246	20	42
외환관련손익	-7	-9	3	3	-6
이자손익	-89	-56	-26	-23	-13
관계기업관련손익	109	106	47	102	102
기타	-152	-47	222	-62	-41
법인세비용차감전순손익	76	346	487	298	347
법인세비용	73	115	108	68	91
계속사업순손익	3	231	379	229	256
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	231	379	229	256
지배지분순이익	**26**	**225**	**371**	**222**	**248**
포괄순이익	352	221	816	509	536
지배지분포괄이익	371	216	807	500	526

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**288**	**338**	**286**	**409**	**434**
당기순이익	3	231	379	229	256
감가상각비	53	48	45	46	42
외환손익	5	5	1	-3	6
종속,관계기업관련손익	-109	-106	-47	-102	-102
자산부채의 증감	-35	-47	-1	-45	-52
기타현금흐름	369	208	-91	285	284
투자활동 현금흐름	**37**	**-74**	**1,331**	**86**	**-3**
투자자산	191	-61	469	-1	-65
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-47	-54	-33	-25
유형자산 감소	0	1	368	0	0
기타현금흐름	-137	34	549	120	86
재무활동 현금흐름	**-221**	**-146**	**-1,031**	**-290**	**-56**
단기차입금	-865	228	-302	-12	-19
사채 및 장기차입금	456	-330	-225	-208	32
자본	-845	6	0	0	0
현금배당	0	-41	-81	-70	-70
기타현금흐름	1,034	-9	-423	0	0
연결범위변동 등 기타	44	-6	-3	105	118
현금의 증감	**148**	**111**	**583**	**310**	**492**
기초 현금	430	578	689	1,272	1,582
기말 현금	578	689	1,272	1,582	2,074
NOPLAT	**216**	**352**	**241**	**278**	**305**
FCF	**270**	**290**	**232**	**376**	**409**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,115**	**1,257**	**1,734**	**2,044**	**2,550**
현금및현금성자산	578	689	1,272	1,582	2,074
매출채권 및 기타채권	295	299	246	247	254
재고자산	2	2	1	1	1
비유동자산	7,062	6,837	6,349	6,258	6,258
유형자산	340	402	216	203	187
관계기업등 지분관련자산	2,439	2,535	2,088	2,089	2,154
기타투자자산	489	525	622	622	623
자산총계	**8,177**	**8,094**	**8,082**	**8,302**	**8,807**
유동부채	1,348	1,901	1,325	1,237	1,213
매입채무 및 기타채무	344	368	303	304	313
단기차입금	505	733	252	215	190
유동성장기부채	131	291	32	-5	-29
비유동부채	1,355	701	571	440	503
장기차입금	598	214	183	158	214
사채	399	150	0	0	0
부채총계	**2,703**	**2,601**	**1,896**	**1,676**	**1,715**
지배지분	5,416	5,430	6,134	6,567	7,026
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,232	1,385	1,563
비지배지분	58	63	52	59	67
자본총계	**5,474**	**5,492**	**6,186**	**6,626**	**7,092**
순차입금	**995**	**732**	**-342**	**-873**	**-1,355**
총차입금	1,693	1,591	1,064	843	857

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	298	2,618	4,487	2,734	3,052
BPS	66,102	66,269	77,136	82,578	88,344
EBITDAPS	4,305	5,631	4,439	4,956	5,226
SPS	30,991	32,984	32,569	33,797	34,843
DPS	417	876	876	876	876
PER	**196.0**	**20.1**	**7.7**	**12.7**	**11.4**
PBR	**0.9**	**0.8**	**0.4**	**0.4**	**0.4**
EV/EBITDA	**16.4**	**11.0**	**7.1**	**5.1**	**3.7**
PSR	**1.9**	**1.6**	**1.1**	**1.0**	**1.0**

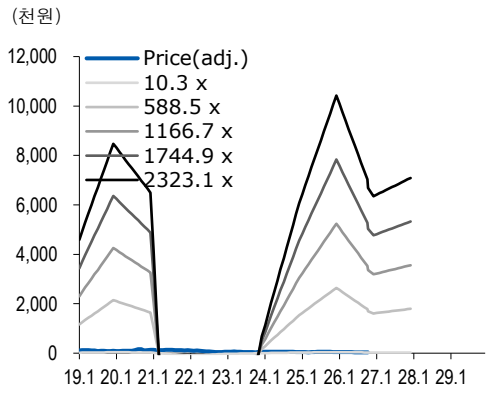
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**6.5**	**6.4**	**-5.0**	**2.1**	**3.1**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**63.5**	**-31.7**	**15.4**	**9.7**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**777.7**	**64.9**	**-40.1**	**11.6**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**8.1**	**12.4**	**8.9**	**10.1**	**10.8**
지배순이익률 (%)	1.0	7.9	13.8	8.1	8.8
EBITDA 마진 (%)	13.9	17.1	13.6	14.7	15.0
ROIC	0.3	7.6	4.4	7.5	8.4
ROA	0.3	2.8	4.6	2.7	2.9
ROE	**0.5**	**4.1**	**6.4**	**3.5**	**3.7**
부채비율 (%)	49.4	47.4	30.7	25.3	24.2
순차입금/자기자본 (%)	18.4	13.5	-5.6	-13.3	-19.3
영업이익/금융비용 (배)	2.0	4.9	5.1	6.4	7.9

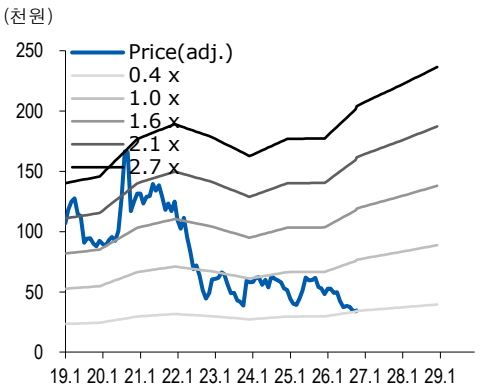
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

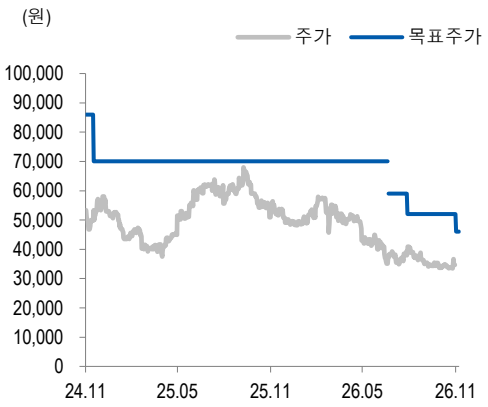
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-09	BUY	46,000	1년		
2026-08-06	BUY	52,000	1년	-31.36	-21.35
2026-06-30	BUY	59,000	1년	-36.62	-33.39
2025-11-25	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-30.02	-17.29
2024-11-25	BUY	70,000	1년	-24.41	-2.86
2024-05-13	BUY	86,000	1년	-31.73	-19.30

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **최지운**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.