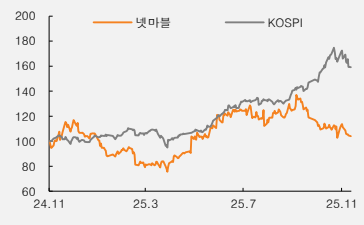


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(25/11/24)	51,600원
상승여력	84.1%

영업이익(25F,십억원)	360
Consensus 영업이익(25F,십억원)	341
EPS 성장률(25F,%)	1,329.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	12.1
MKT P/E(25F,x)	13.5
KOSPI	3,846.06
시가총액(십억원)	4,435
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	27.5
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	68,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.5	2.2	3.7
상대주가	-3.1	-31.1	-32.5



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesasset.com

251270 · 게임

넷마블

앱 수수료 인하의 최대 수혜주

붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

애플과 구글의 30% 수수료 체계에 균열이 발생 중이다. EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상한다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 26년 대다수 게임사에서 모바일 게임 내 자체 결제 방식을 도입하고 유저들의 자체 결제 이용 비중이 급격하게 상승할 전망이다.

앱 수수료 인하 민감도 가장 높은 기업

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 25년 실적을 기준으로 모바일 인앱 결제 수수료율 17%를 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7%p 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출(자체 결제 제외) 비중이 90%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선이 기대된다. 앱 수수료율이 17%였다면 넷마블의 올해 지급수수료는 3,200억원 수준이 절감(7,400억원→4,200억원)되었을 것이다. 지급수수료 절감에 따른 영업이익률 개선폭은 12%p에 달한다.

투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원 유지

게임 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 밸류에이션 매력에 높은 구간으로 26F 11.7배에 불과하며 4분기 실적 모멘텀도 기대할 수 있는 상황이다. 동사의 최대 기대작 7대작 오리진 출시(1월 28일)가 가시권으로 다가오기 시작함에 따라 강력한 신작 모멘텀을 기대할 수 있는 구간이다.

게임사 전반이 기존작 하향 안정화와 낮아진 신작 Hit ratio로 인해 부진한 실적을 겪는 가운데 동사는 돋보이는 이익 성장을 이어갈 전망이다. 자체 결제가 가능한 신작 비중이 높아짐에 따라 지급수수료율도 지속적으로 감소할 것이다. 앱 수수료 인하가 현실화될 경우에도 업종 내 가장 큰 폭의 이익 개선이 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,761	2,840	2,975
영업이익 (십억원)	-68	216	360	450	536
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	13.0	15.8	18.0
순이익 (십억원)	-256	26	367	380	451
EPS (원)	-2,975	298	4,266	4,424	5,245
ROE (%)	-4.9	0.5	6.7	6.7	7.4
P/E (배)	-	173.3	12.1	11.7	9.8
P/B (배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8

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

표 15. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

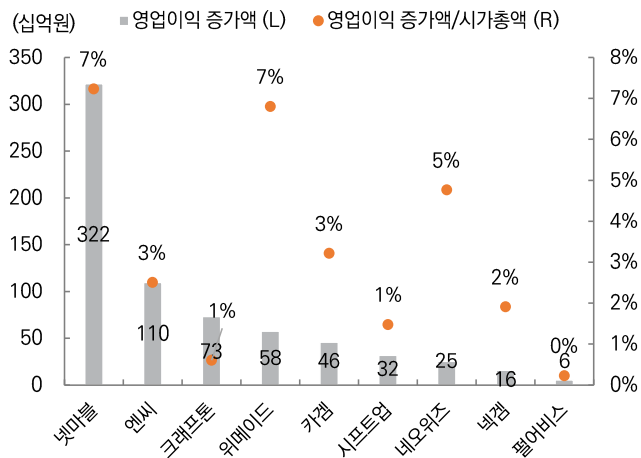
	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

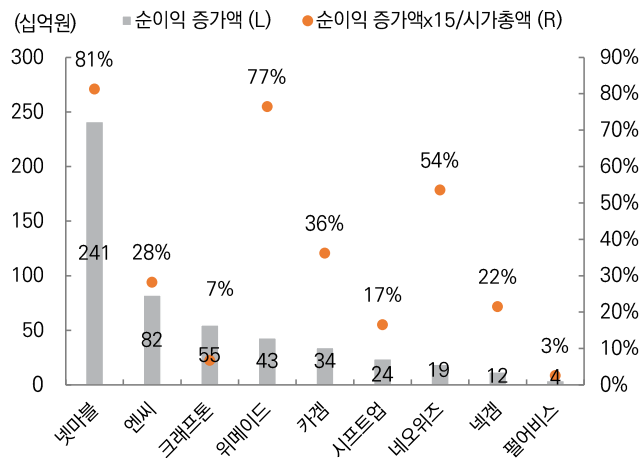
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

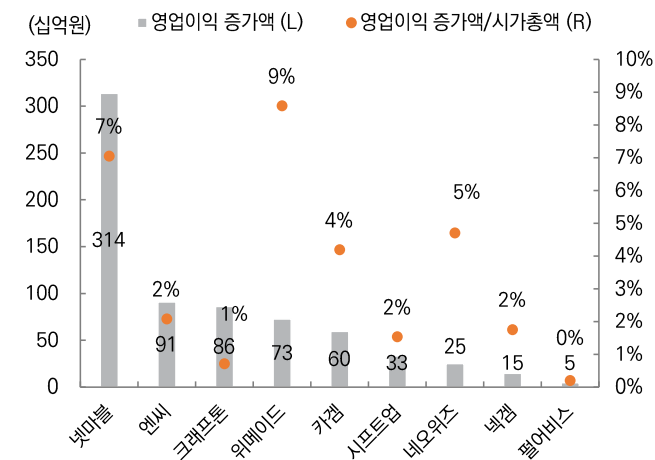
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

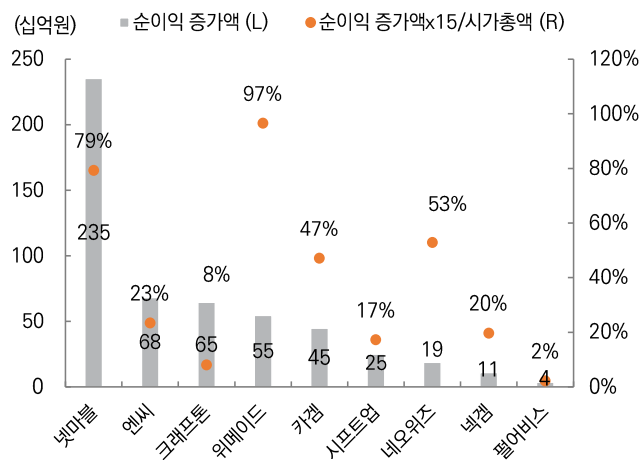
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 79. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	718	696	724	2,502	2,664	2,761	2,840
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.5%	11.5%	-6.4%	6.5%	3.7%	2.9%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	65	49	81	269	253	251	248
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	49	49	237	217	198	202
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	49	49	206	197	198	194
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	43	49	49	206	190	191	192
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	43	28	48	-	280	169	127
세븐나이츠 리버스	-	-	-	-	-	93	84	59	-	-	235	106
RF온라인	-	-	-	-	19	65	35	22	-	-	140	60
뱀피르	-	-	-	-	-	-	63	81	-	-	144	113
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	29	28	27	150	131	115	100
레이븐2	-	31	39	32	31	29	21	36	-	103	117	102
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	10	8	87	58	39	28
제2의나라	18	14	10	9	7	6	7	5	93	51	26	19
기타	299	314	281	292	270	234	227	209	1,254	1,185	939	1,347
영업비용	582	671	582	614	574	617	605	606	2,571	2,448	2,401	2,390
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	232	980	947	918	893
인건비	180	183	179	179	172	175	170	171	745	720	689	694
마케팅비	102	144	105	121	114	135	145	139	487	470	534	551
기타	73	82	73	83	69	64	65	64	460	311	261	252
영업이익	4	111	66	35	50	101	91	118	-68	216	360	450
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1247.2%	-9.1%	38.8%	234.8%	적지	흑전	66.8%	25.2%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	16.3%	-2.7%	8.1%	13.0%	15.9%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	160	38	93	-256	26	367	380
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	5.4%	12.9%	-10.2%	1.0%	13.3%	13.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
크래프톤 (KR)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에टे코모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트웍	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트웍	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트웍	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,761	2,840	2,975
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,761	2,840	2,975
판매비와관리비	2,448	2,401	2,390	2,439
조정영업이익	216	360	450	536
영업이익	216	360	450	536
비영업손익	-140	111	68	74
금융손익	-89	-65	-42	-29
관계기업등 투자손익	109	170	104	97
세전계속사업손익	76	471	518	610
계속사업법인세비용	73	94	130	153
계속사업이익	3	377	389	458
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	377	389	458
지배주주	26	367	380	451
비지배주주	-22	10	9	7
총포괄이익	352	377	389	458
지배주주	371	398	411	483
비지배주주	-20	-21	-22	-26
EBITDA	370	499	580	659
FCF	270	653	473	529
EBITDA 마진율 (%)	13.9	18.1	20.4	22.2
영업이익률 (%)	8.1	13.0	15.8	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	13.3	13.4	15.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,248	1,651	2,105
현금 및 현금성자산	578	708	1,105	1,553
매출채권 및 기타채권	294	296	299	303
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	242	245	247
비유동자산	7,062	6,861	6,826	6,809
관계기업투자등	2,439	2,529	2,555	2,580
유형자산	340	439	428	422
무형자산	3,245	2,953	2,904	2,867
자산총계	8,177	8,109	8,476	8,913
유동부채	1,348	1,770	1,780	1,791
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	756	756	756
기타유동부채	582	891	900	910
비유동부채	1,355	750	753	757
장기금융부채	1,057	447	447	447
기타비유동부채	298	303	306	310
부채총계	2,703	2,521	2,534	2,547
지배주주지분	5,416	5,520	5,866	6,282
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,478	1,824	2,241
비지배주주지분	58	68	77	84
자본총계	5,474	5,588	5,943	6,366

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	821	528	589
당기순이익	3	377	389	458
비현금수익비용가감	382	263	266	269
유형자산감가상각비	53	69	66	65
무형자산상각비	101	70	64	58
기타	228	124	136	146
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-35	305	9	8
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	-94	-130	-153
투자활동으로 인한 현금흐름	37	113	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-168	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	222	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	60	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-524	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-490	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	130	397	448
기초현금	430	578	708	1,105
기말현금	578	708	1,105	1,553

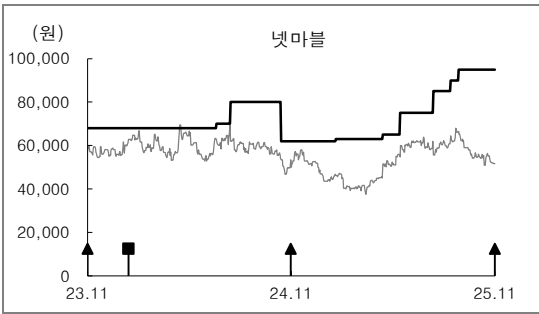
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	12.1	11.7	9.8
P/CF (x)	11.5	6.9	6.8	6.1
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	14.9	9.8	7.7	6.1
EPS (원)	298	4,266	4,424	5,245
CFPS (원)	4,482	7,441	7,618	8,453
BPS (원)	67,728	68,935	72,962	77,809
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	9.1	8.8	7.5
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	3.7	2.9	4.7
EBITDA증가율 (%)	216.4	34.8	16.4	13.5
조정영업이익증가율 (%)	흑전	66.8	25.2	19.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,329.9	3.7	18.6
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.9	10.1	10.5
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,296.7	1,320.6	1,369.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	4.6	4.7	5.3
ROE (%)	0.5	6.7	6.7	7.4
ROIC (%)	0.3	9.1	11.8	14.4
부채비율 (%)	49.4	45.1	42.6	40.0
유동비율 (%)	82.7	70.5	92.7	117.5
순차입금/자기자본 (%)	18.4	6.7	-0.4	-7.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	4.1	6.2	7.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

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

투자의견 분류 및 적용기준

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 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.