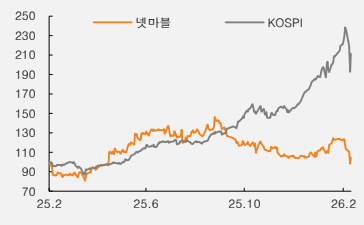


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 85,000원
현재주가(26/3/5)	48,500원
상승여력	75.3%

영업이익(25F,십억원)	353
Consensus 영업이익(25F,십억원)	347
EPS 성장률(25F,%)	833.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	17.3
MKT P/E(25F,x)	17.5
KOSPI	5,583.90
시가총액(십억원)	3,975
발행주식수(백만주)	82
유동주식비율(%)	38.5
외국인 보유비중(%)	28.7
베타(12M) 일간수익률	0.28
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	68,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.5	-20.2	19.2
상대주가	-11.7	-54.2	-45.4



[인터넷/게임]
임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

넷마블

앱 수수료 인하의 최대 수혜주

구글, 전격적인 앱 수수료 인하 발표

구글 앱 수수료가 기존 30%에서 최대 20%까지 인하될 예정이다. 신규 수수료 정책은 26년 6월 서구권(EU, 미국)을 시작으로 9월 호주, 12월 한국/일본, 27년 9월 나머지 지역에 도입될 예정이다. 구글은 2008년 안드로이드 마켓을 출시한 이후 실질적인 앱 수수료를 30%로 유지해왔다.

기존 인앱결제 수수료는 서비스 수수료와 결제 수수료로 분리된다. 앱 내에서 결제가 발생했을 경우 20%의 서비스 수수료가 적용되며, 구글 결제 시스템을 사용할 경우에는 추가로 5%의 결제 수수료가 부과된다. 연 매출 첫 100만 달러까지는 서비스 수수료가 10%로 유지되며, 정기 구독 수수료는 10%로 책정된다.

앱 수수료 인하 민감도 가장 높은 기업

앱 수수료 인하가 현실화되면서 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 국내 게임사 중에서는 1) 지급수수료 규모가 압도적으로 크고, 2) 모바일 매출 비중이 90% 이상이며, 3) 인앱결제 매출 비중이 70% 이상인 넷마블이 가장 큰 폭의 이익 상승을 경험할 전망이다.

구글 신규 앱 수수료 정책 변화에 따른 지급수수료 절감액은 26년 300억원, 27년 1,000억원에 달할 전망이다. 자체 결제 비중도 급격히 확대될 전망(25년: 19%, 26년: 31%, 27년: 41%)이다. 지급수수료율은 25년 33.1%에서 26년 29.2%, 27년 25.1%까지 급격히 감소할 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 85,000원으로 상향

전격적인 구글 앱 수수료 인하를 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 80,000원에서 85,000원(타겟 P/E 19배 유지)으로 상향한다. 26F 영업이익을 8%, 27F 영업이익을 22% 상향하였다. 26F P/E 11.3배, 27F P/E 9.0배로 국내 게임사 중 압도적인 밸류에이션 매력도를 보유하고 있다.

적극적인 매수 타이밍이다. 탑라인 미성장을 가정한 보수적인 추정으로도 27년까지 폭발적인 이익 개선이 이뤄질 전망이다. 연내 iOS 앱 수수료도 전격적인 인하 가능성이 높다고 판단한다. EU 지역처럼 나머지 지역의 앱수수료도 17%로 인하될 경우 27년 동사의 영업이익은 천억원 수준의 추가 개선이 가능하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,835	2,816	2,861
영업이익 (십억원)	-68	216	353	410	528
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.5	14.6	18.5
순이익 (십억원)	-256	26	239	370	463
EPS (원)	-2,975	298	2,785	4,300	5,384
ROE (%)	-4.9	0.5	4.4	6.6	7.7
P/E (배)	-	173.3	17.3	11.3	9.0
P/B (배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.8	1.9	2.0

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	624	718	696	798	662	706	742	706	2,664	2,835	2,816	2,861
(% YoY)	6.6%	-8.2%	7.5%	22.9%	6.2%	-1.6%	6.5%	-11.5%	6.5%	6.4%	-0.7%	1.6%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	56	65	49	88	57	64	48	87	253	257	256	254
잭팟월드(Jackpot World)	50	50	49	56	54	55	55	56	217	205	219	225
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	50	50	49	48	47	47	47	47	197	197	188	184
캐시프렌지(Cash Frenzy)	50	43	49	48	47	46	46	46	190	190	185	178
나 혼자만 레벨업	50	43	28	32	23	21	20	19	280	153	83	68
세븐나이츠 리버스	-	93	84	120	48	38	31	25	-	297	142	58
RF온라인	19	65	35	32	24	20	17	15	-	150	76	40
뱀피르	-	-	63	56	39	23	20	17	-	118	99	46
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	31	29	28	32	32	28	28	27	131	120	115	104
레이븐2	31	29	21	32	21	18	17	16	103	113	71	56
리니지2 레볼루션	10	11	10	8	7	7	6	6	58	40	27	22
제2의나라	7	6	7	5	5	5	5	5	51	26	19	16
기타	270	234	227	241	259	332	401	342	1,185	971	1,334	1,610
영업비용	574	617	605	687	599	616	601	589	2,448	2,483	2,406	2,333
지급수수료	219	242	225	252	205	213	209	195	947	939	821	718
인건비	172	175	170	179	174	175	176	177	720	696	701	715
마케팅비	114	135	145	179	150	159	147	150	470	574	606	630
기타	69	64	65	74	70	70	69	68	311	271	277	269
영업이익	50	101	91	111	63	90	141	116	216	353	410	528
(% YoY)	-	-9.1%	38.8%	214.5%	27.4%	-11.5%	55.0%	5.0%	흑전	63.5%	16.3%	28.7%
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	9.6%	12.7%	19.0%	16.5%	8.1%	12.4%	14.6%	18.4%
지배주주순이익	76	160	38	-34	63	83	121	103	26	239	370	463
순이익률	12.1%	22.3%	5.4%	-4.3%	9.4%	11.7%	16.4%	14.6%	1.0%	8.4%	13.1%	16.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	2,808	2,861	2,816	2,861	0%	0%	3,047	3,180	-8%	-10%	지급수수료를 하향
영업이익	380	432	410	528	8%	22%	432	469	-5%	12%	
지배주주순이익	348	392	370	463	6%	18%	341	380	8%	22%	
영업이익률	13.5%	15.1%	14.6%	18.4%	-	-	14.2%	14.8%	-	-	
순이익률	12.4%	13.7%	13.1%	16.2%	-	-	11.2%	12.0%	-	-	

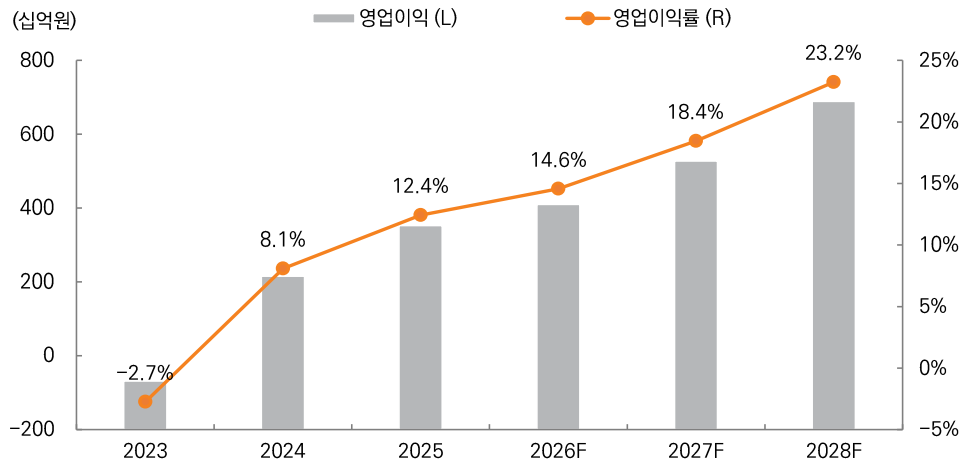
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	370	
Target P/E (배)	19	25년 P/E 평균. 다변화된 신작 출시 속 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	6,967	
주식 수 (천주)	81,960	
목표주가 (원)	85,000	
현재주가 (원)	48,500	
상승여력	75.3%	

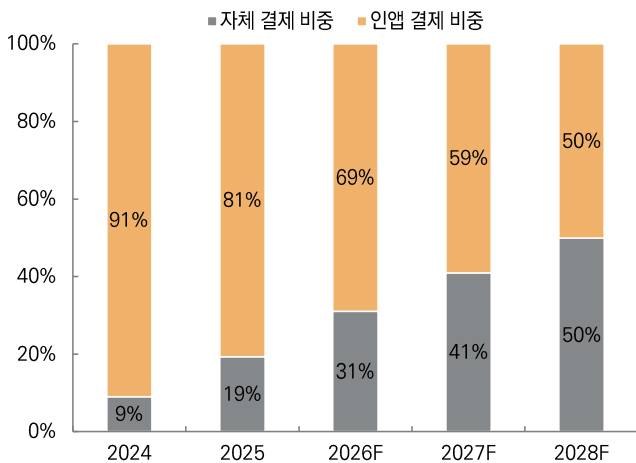
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 연간 영업이익, 영업이익률 전망



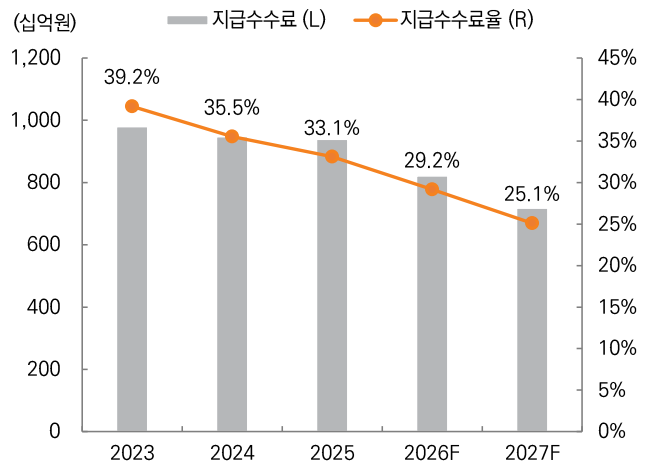
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 자체 결제 비중 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 연간 지급수수료, 지급수수료율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,835	2,816	2,861
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,816	2,861
판매비와관리비	2,448	2,483	2,406	2,333
조정영업이익	216	353	410	528
영업이익	216	353	410	528
비영업손익	-140	10	83	89
금융손익	-89	-67	-47	-34
관계기업등 투자손익	109	72	123	118
세전계속사업손익	76	363	493	617
계속사업법인세비용	73	118	123	154
계속사업이익	3	245	370	463
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	245	370	463
지배주주	26	239	370	463
비지배주주	-22	6	0	0
총포괄이익	352	245	370	463
지배주주	371	259	390	489
비지배주주	-20	-14	-21	-26
EBITDA	370	484	533	644
FCF	270	497	447	528
EBITDA 마진율 (%)	13.9	17.1	18.9	22.5
영업이익률 (%)	8.1	12.5	14.6	18.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	8.4	13.1	16.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,257	1,633	2,085
현금 및 현금성자산	578	716	1,087	1,534
매출채권 및 기타채권	294	296	299	302
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	243	245	247
비유동자산	7,062	6,841	6,813	6,803
관계기업투자등	2,439	2,590	2,616	2,642
유형자산	340	453	439	432
무형자산	3,245	2,858	2,818	2,789
자산총계	8,177	8,098	8,446	8,888
유동부채	1,348	1,900	1,910	1,921
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	886	886	886
기타유동부채	582	891	900	910
비유동부채	1,355	701	704	707
장기금융부채	1,057	397	397	397
기타비유동부채	298	304	307	310
부채총계	2,703	2,602	2,615	2,628
지배주주지분	5,416	5,432	5,768	6,196
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,351	1,686	2,115
비지배주주지분	58	64	64	64
자본총계	5,474	5,496	5,832	6,260

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	682	502	588
당기순이익	3	245	370	463
비현금수익비용가감	382	282	258	270
유형자산감가상각비	53	72	69	67
무형자산상각비	101	60	55	49
기타	228	150	134	154
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	305	9	9
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	-118	-123	-154
투자활동으로 인한 현금흐름	37	201	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-185	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	327	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	60	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-444	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-410	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	138	371	447
기초현금	430	578	716	1,087
기말현금	578	716	1,087	1,534

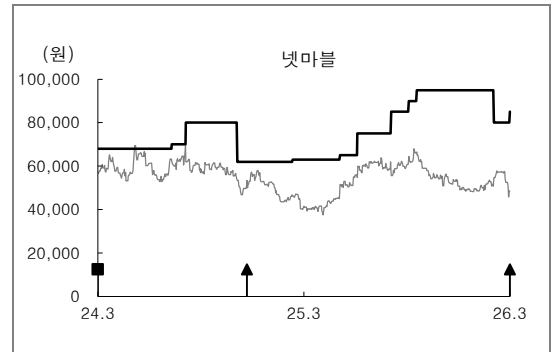
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	17.3	11.3	9.0
P/CF (x)	11.5	7.9	6.6	5.7
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	14.9	9.6	7.7	5.7
EPS (원)	298	2,785	4,300	5,384
CFPS (원)	4,482	6,128	7,301	8,522
BPS (원)	67,728	67,920	71,823	76,809
DPS (원)	417	876	920	966
배당성향 (%)	1,062.3	13.9	9.2	7.4
배당수익률 (%)	0.8	1.8	1.8	1.9
매출액증가율 (%)	6.5	6.4	-0.7	1.6
EBITDA증가율 (%)	216.4	30.9	10.1	20.8
조정영업이익증가율 (%)	흑전	63.5	16.3	28.7
EPS증가율 (%)	흑전	833.5	54.4	25.2
매출채권 회전율 (회)	10.0	10.2	10.0	10.1
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,331.4	1,309.2	1,317.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	3.0	4.5	5.3
ROE (%)	0.5	4.4	6.6	7.7
ROIC (%)	0.3	7.7	11.1	14.5
부채비율 (%)	49.4	47.3	44.8	42.0
유동비율 (%)	82.7	66.2	85.5	108.6
순차입금/자기자본 (%)	18.4	8.1	1.3	-6.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	3.9	5.3	6.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2026.03.06	매수	85,000	-	-
2026.02.06	매수	80,000	-31.40	-27.63
2025.09.22	매수	95,000	-44.10	-31.37
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



* 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 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급지(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.