

EARNINGS
PREVIEW

넷마블 (251270/KS)

신작만 잘 해준다면 올해도 끄떡없을 것

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

Signal: 4분기 영업이익 951억원으로 컨센서스 부합 예상**Key:** 기존작+올해 신작에도 자체 결제 유도하며 지급수수료 추가 절감**Step:** 올해 분기별 신작 2종+, 견조한 실적 성장세 이어질 것

매수(유지)

목표주가: 79,000 원(유지)

현재주가: 49,100 원

상승여력: 60.9%

STOCK DATA

주가(26/01/12)	49,100 원
KOSPI	4,624.79 pt
52주 최고가	68,000 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,220 십억원
주요주주	
방준혁(외 12)	24.33%
HAN RIVER	17.52%
외국인 지분율	27.44%

주가 및 상대수익률



4Q25 Preview: 신작 없이도 호실적

매출액 7,260억원(+11.9% YoY, 이하 동일), 영업이익 951억원(+169.8%), 지배주주순이익 213억원(흑전)으로 영업이익은 컨센서스 수준에 부합할 것으로 예상된다. <세븐나이트 리버스>, <레이븐> 등 기존 IP의 글로벌 확장 효과가 반영되며 견조한 실적을 이어갔다. 영업비용은 6,309억원(+2.8%)으로 인센티브 지급, 글로벌향 마케팅 진행으로 소폭 증가했다.

올해도 지급수수료 추가 절감 가능

작년은 연이은 신작의 흥행과 함께 자체 결제 지원을 통해 지급수수료를 절감하며 분기별 양호한 실적 성장세를 보였다. <세븐나이트 리버스>, <RF 온라인 넥스트>, <레이븐>, <뱀피르> 등 작년에 출시된 타이틀에 자체 결제를 지원하며 25E 매출대비 지급수수료 비중은 33.8%(-1.8%p) 수준이 예상된다. 향후 출시될 신작뿐만 아니라 기존작에도 자체 결제를 유도하는 방안을 고려 중이기 때문에 올해도 추가적으로 지급수수료가 감소할 수 있다.

신작 흥행이 필요한 시점

올해 게임사들 중 가장 먼저 신작을 출시한다. <일곱개의 대죄: Origin>가 1/28 예정, 스팀 위시리스트 순위가 낮아 시장의 기대치는 낮지만 글로벌리 5,500만부가 판매된 만화 IP 기반인 만큼 팬덤은 견고해 성과를 기대해 볼 만하다. 올해도 분기별 2개의 신작 출시를 계획하고 있어 탐라인은 견고, 지급수수료 절감 효과가 이어지며 실적 성장이 기대된다. 현 상황에서는 신작에서의 성과를 보이는 것이 절실하다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					25년 연간실적				
	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	726	742	-2.2	739	-1.8	2,763	2,779	-0.6	2,794	-1.1
영업이익(십억원)	95	106	-10.4	104	-8.7	337	348	-3.2	348	-3.2
지배주주순이익(십억원)	21	29	-27.6	23	-8.7	295	302	-2.3	308	-4.2
영업이익률(%)	13.1	14.3	-	14.1	-	12.2	12.5	-	12.5	-
지배주주순이익률(%)	2.9	3.9	-	3.1	-	10.7	10.9	-	11.0	-

자료: SK 증권

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	623.9	717.6	696.0	726.0	698.6	717.8	718.3	793.0	2,663.8	2,763.4	2,927.8	3,022.3
영업비용	574.2	616.5	605.1	630.9	615.6	625.2	619.4	675.5	2,448.2	2,426.7	2,535.7	2,597.2
인건비	172.1	174.8	170.5	176.6	172.4	174.6	177.2	180.4	720.0	694.1	704.6	751.4
마케팅비	114.2	135.4	145.3	143.8	130.8	133.6	139.7	152.2	470.3	538.7	556.2	573.7
지급수수료	219.1	242.4	224.9	246.4	240.3	249.2	233.6	267.8	946.9	932.8	990.9	983.3
기타	68.7	63.9	64.4	64.1	72.2	67.7	68.9	75.2	311.0	261.1	284.0	288.8
영업이익	49.7	101.1	90.9	95.1	83.0	92.7	98.9	117.5	215.6	336.8	392.1	425.1
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	13.1%	11.9%	12.9%	13.8%	14.8%	8.1%	12.2%	13.4%	14.1%
순이익	80.2	160.1	40.6	23.1	74.8	104.0	94.8	56.1	3.2	304.1	329.7	362.4
지배주주순이익	75.6	160.4	37.5	21.3	69.0	96.0	87.6	51.8	3.2	294.8	304.4	334.6
YoY growth rate												
매출액	6.6%	-8.2%	7.5%	11.9%	12.0%	0.0%	3.2%	9.2%	6.5%	3.7%	5.9%	3.2%
모바일	10.5%	-8.6%	4.9%	12.2%	11.7%	-1.9%	4.6%	9.1%	8.9%	3.8%	5.6%	2.6%
온라인	-14.8%	3.2%	2.9%	4.8%	-0.8%	0.0%	0.3%	-0.2%	-6.0%	-1.7%	-0.2%	0.0%
기타	-26.7%	-3.5%	46.5%	8.5%	18.3%	35.3%	-10.5%	13.1%	-17.0%	3.6%	11.0%	11.7%
영업비용	-1.3%	-8.1%	4.0%	2.8%	7.2%	1.4%	2.4%	7.1%	-4.8%	-0.9%	4.5%	2.4%
인건비	-4.1%	-4.3%	-4.8%	-1.2%	0.1%	-0.1%	3.9%	2.1%	-3.2%	-3.6%	1.5%	6.6%
마케팅비	12.5%	-5.7%	38.9%	19.4%	14.5%	-1.3%	-3.9%	5.8%	-3.4%	14.6%	3.2%	3.1%
지급수수료	-3.6%	-7.8%	0.0%	6.4%	9.7%	2.8%	3.9%	8.7%	-3.4%	-1.5%	6.2%	-0.8%
기타	-6.2%	-21.6%	-12.1%	-22.8%	5.1%	6.0%	7.1%	17.3%	-13.5%	-16.1%	8.8%	1.7%
영업이익	1246.1%	-9.1%	38.7%	169.8%	66.9%	-8.4%	8.9%	23.6%	흑전	56.2%	16.4%	8.4%
영업이익률	7.3%p	-0.1%p	2.9%p	7.7%p	3.9%p	-1.2%p	0.7%p	1.7%p	10.8%p	4.1%p	1.2%p	0.7%p
순이익	흑전	-1.3%	97.2%	흑전	-6.8%	-35.1%	133.6%	142.8%	흑전	9354.7%	8.4%	9.9%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	741.9	765.0	734.6	730.9	726.0	698.6	717.8	718.3	-2.1%	-8.7%	-2.3%	-1.7%
영업이익	106.3	91.9	95.0	100.5	95.1	83.0	92.7	98.9	-10.5%	-9.7%	-2.5%	-1.6%
지배주주순이익	28.6	68.5	90.8	87.5	21.3	69.0	96.0	87.6	-25.3%	0.8%	5.7%	0.1%

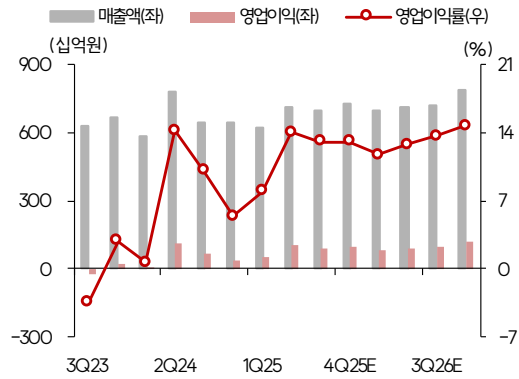
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,779.4	3,031.6	3,061.8	2,763.4	2,927.8	3,022.3	-0.6%	-3.4%	-1.3%
영업이익	348.0	405.6	426.0	336.8	392.1	425.1	-3.2%	-3.3%	-0.2%
지배주주순이익	302.0	298.8	339.1	294.8	304.4	334.6	-2.4%	1.9%	-1.3%

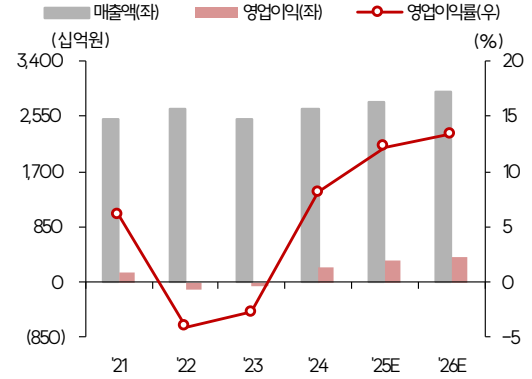
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



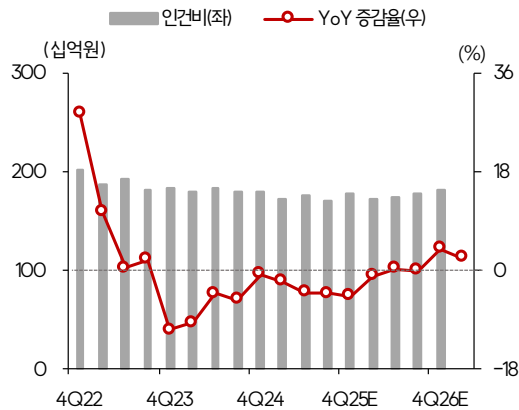
자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



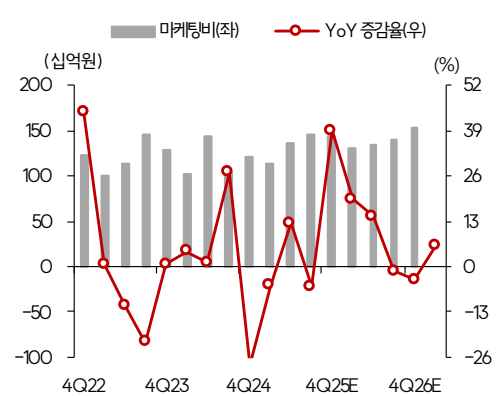
자료: 넷마블, SK 증권

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	582	860	1,238
현금및현금성자산	430	578	12	247	638
매출채권 및 기타채권	272	295	330	361	352
재고자산	3	2	2	3	3
비유동자산	7,010	7,062	7,083	7,217	7,032
장기금융자산	636	496	560	562	562
유형자산	344	340	385	342	304
무형자산	3,229	3,245	2,917	2,840	2,765
자산총계	7,916	8,177	7,664	8,077	8,271
유동부채	1,940	1,348	1,423	1,604	1,568
단기금융부채	1,398	636	661	783	765
매입채무 및 기타채무	118	130	385	421	410
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	759	750	708
장기금융부채	443	1,057	376	338	304
장기매입채무 및 기타채무	182	19	69	69	69
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	2,837	2,703	2,183	2,354	2,277
지배주주지분	4,980	5,416	5,420	5,636	5,880
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
기타자본구성요소	370	430	264	264	264
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,128	1,145	1,406	1,622	1,865
비지배주주지분	100	58	61	87	115
자본총계	5,079	5,474	5,482	5,723	5,994
부채와자본총계	7,916	8,177	7,664	8,077	8,271

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	312	505	460
당기순이익(손실)	-304	3	304	330	362
비현금성항목등	440	382	102	252	249
유형자산감가상각비	57	53	48	43	38
무형자산상각비	129	101	76	77	75
기타	255	228	-22	132	136
운전자본감소(증가)	-121	-35	-41	56	-16
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-51	-30	9
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-2	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	-68	36	-10
기타	-117	-91	-105	-214	-227
법인세납부	-4	-29	-52	-82	-91
투자활동현금흐름	466	37	-197	-265	75
금융자산의감소(증가)	27	-39	-31	-11	3
유형자산의감소(증가)	-36	-17	-27	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	252	0	0
기타	461	72	-391	-254	72
재무활동현금흐름	-481	-221	-713	-4	-144
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	-458	122	-19
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-212	-38	-34
자본의증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금지급	-2	-0	-41	-88	-91
기타	862	-22	-3	0	0
현금의 증가(감소)	-73	148	-566	235	391
기초현금	503	430	578	12	247
기말현금	430	578	12	247	638
FCF	-134	271	285	505	460

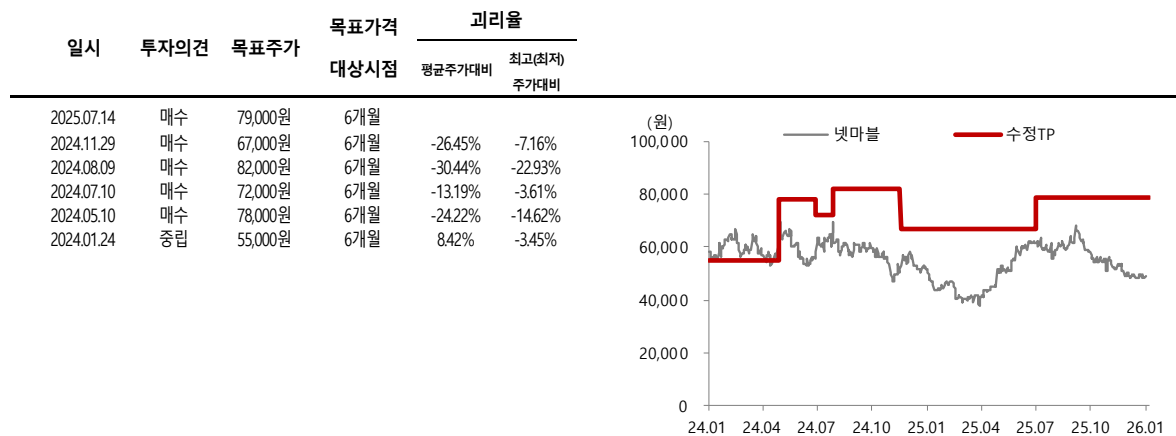
자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,763	2,928	3,022
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,763	2,928	3,022
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,427	2,536	2,597
영업이익	-68	216	337	392	425
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.2	13.4	14.1
비영업손익	-90	-139	36	20	28
순금융손익	-130	-89	-59	-49	-46
외환관련손익	-34	-7	-5	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	114	100	100
세전계속사업이익	-159	76	372	412	453
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	13.5	14.1	15.0
계속사업법인세	145	73	68	82	91
계속사업이익	-304	3	304	330	362
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	304	330	362
순이익률(%)	-12.1	0.1	11.0	11.3	12.0
지배주주	-256	26	295	304	335
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	10.7	10.4	11.1
비지배주주	-48	-22	9	25	28
총포괄이익	-590	352	212	330	362
지배주주	-542	371	205	323	355
비지배주주	-48	-20	7	7	7
EBITDA	117	370	461	512	538

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	3.7	5.9	3.2
영업이익	적지	흑전	56.2	16.4	8.4
세전계속사업이익	적지	흑전	388.0	10.7	9.9
EBITDA	-5.5	216.4	24.6	11.0	5.1
EPS	적지	흑전	1,049.6	3.3	9.9
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	3.8	4.2	4.4
ROE	-4.9	0.5	5.4	5.5	5.8
EBITDA마진	4.7	13.9	16.7	17.5	17.8
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	40.9	53.6	79.0
부채비율	55.9	49.4	39.8	41.1	38.0
순차입금/자기자본	26.2	18.2	14.9	11.4	3.6
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	6.5	8.5	8.8
배당성향	0.0	133.3	30.0	30.0	30.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	3,429	3,541	3,893
BPS	62,650	67,728	67,780	70,292	73,123
CFPS	-817	2,094	4,877	4,934	5,207
주당 현금배당금	0	417	1,079	1,115	1,225
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	14.1	13.7	12.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	-71.1	24.7	9.9	9.9	9.3
EV/EBITDA	54.9	14.9	10.9	9.7	8.4
배당수익률	0.0	0.8	2.2	2.3	2.5



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 13일 기준)

매수	93.45%	중립	6.55%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------