Results Comment

넷마블 (251270)

호실적에도 설레지 않는 신작

- 4Q. 컨센 상회하는 호실적 기록. 전통적 성수기 및 3Q~4Q25 신작 성과 반영
- 자산 유동화를 통한 재무 구조 개선 노력 및 주주환원 정책은 긍정적
- 단, 1Q 신작 모멘텀 제한적, 주가 횡보 전망. 2Q 신작 구체화 시 모멘텀 기대

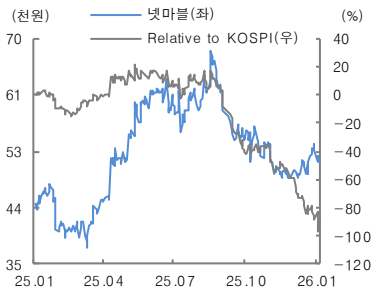
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	66,000 유지
현재주가 (26.02.05)	50,800
	디지털컨텐츠업종

KOSPI	5163.57
시가총액	4,366십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	68,000원 / 37,500원
120일 평균거래대금	106억원
외국인지분율	27.62%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	-6.4	-13.2	12.9
상대수익률	-10.9	-27.4	-46.2	-45.1



투자의견 매수, 목표주가 66,000원 유지

2026 EPS 3,281원에 Target PER 20.2배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 2026 PER 평균 적용하며, 신작 출시일이 가까워짐에 따라 기존에 부여하던 할인율 20% 제거. 단, TP 산출연도 변경하면서 EPS 26% 하향, 목표주가 유지

4분기 실적은 안정적이나, 당분간 신작 모멘텀은 제한적

4Q25 매출액 7,976억원(YoY 22.9%, QoQ 14.6%), 영업이익 1,108억원(YoY 214.8%, QoQ 21.9%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센 상회하는 실적 기록

4분기는 전통적인 성수기로, 매출 비중이 큰 'MCoC', '7대죄: 그랜드크로스', 스핀엑스 게임 3종 등의 매출이 전분기대비 증가. 또한 기존 흥행작들의 지역, 플랫폼 확장 출시가 이어지며 전반적인 실적 개선에 기여. 2025년 다수의 신작 흥행에 따른 인센티브 발생으로 인건비는 QoQ 7% 증가한 1,820억원 기록, 마케팅비는 지스타 참가 및 글로벌 지역 신작 마케팅 집행으로 QoQ 23% 증가한 1,787억원 기록

실적 발표와 함께 회사는 하이브 지분 매각 및 주주환원 정책을 공개. 하이브 지분 처분 금액은 3,208억원으로 처분 이후 넷마블의 하이브 잔여 지분율은 기존 9.44% → 7.09%로 감소. 3Q25말 기준 동사의 연결 순차입금은 약 6,480억원 수준으로 추정. 2024년 턴어라운드 이후 안정적인 영업현금흐름을 기반으로 부채 축소가 이미 빠르게 진행되는 가운데, 투자자산 유동화를 통한 재무구조 개선은 긍정적으로 판단. 또한 실적 안정성을 바탕으로 한 자사주 소각 및 배당 확대 등 주주환원 정책 역시 긍정적. 다만, 지속적인 주가 상승을 이끌 신작 모멘텀은 당분간은 제한적으로 판단. 1분기 출시 예정인 신작 2종('스톤에이지 키우기', '일곱 개의 대죄: 오리진')의 기대감은 높지 않은 반면, 2분기 출시 예정인 '몬길 스타다이브'와 '솔: 인챈트'의 기대감은 상대적으로 높은 것으로 파악. 이에 따라, 주가는 당분간 신작 모멘텀 부재로 횡보 전망. 이후 2분기 신작 일정 구체화 시 신작 모멘텀 발생 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	649	696	734	798	22.9	14.6	738	644	3.3	-19.2
영업이익	35	91	105	111	214.5	21.9	105	52	4.7	-53.0
순이익	-166	38	112	-36	적지	적전	42	41	-45.6	흑전

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	2,973	3,097
영업이익	-68	216	353	369	398
세전순이익	-159	76	363	357	378
총당기순이익	-304	3	245	282	299
지배지분순이익	-256	26	239	269	285
EPS	-2,975	298	2,784	3,281	3,314
PER	NA	173.3	18.2	16.2	15.3
BPS	57,933	63,011	72,982	89,662	118,231
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
ROE	-4.9	0.5	4.1	3.8	3.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,772	2,789	2,835	2,973	2.3	6.6
판매비와 관리비	2,425	2,436	2,483	2,604	2.4	6.9
영업이익	346	352	353	369	1.7	4.8
영업이익률	12.5	12.6	12.4	12.4	-0.1	-0.2
영업외손익	164	-26	11	-12	-93.4	적자유지
세전순이익	510	326	363	357	-28.8	9.5
지배지분순이익	401	247	239	269	-40.4	8.7
순이익률	14.9	9.2	8.6	9.5	-6.3	0.2
EPS(지배지분순이익)	4,670	2,879	2,784	3,281	-40.4	13.9

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	268.9	
Target PER(x)	20.2x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	5,434.5	
주식 수(천주)	81,960	자사주 소각 반영
적정 주가(원)	66,306	
목표 주가(원)	**66,000**	**반올림 적용**
현재 주가(원)	50,800	
상승 여력	29.9%	

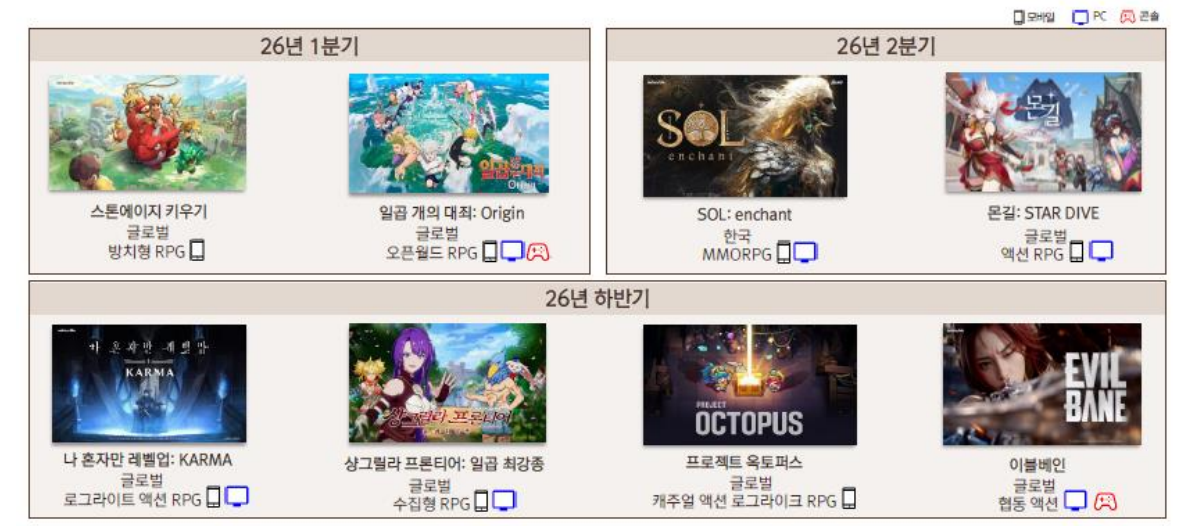
자료: 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	644.2	766.8	767.8	794.6	2,663.8	2,835.1	2,973.4
제2의 나라	12.4	11.7	11.1	10.8	10.3	10.1	10.0	9.8	61.8	45.9	40.2
마블 콘테스트 오브 챔피언	56.2	64.6	48.7	87.7	49.8	57.9	49.8	74.7	253.4	257.2	232.1
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	31.2	28.7	27.8	31.9	30.6	21.6	21.7	24.8	130.6	119.6	98.7
리니지2 레볼루션	17.6	17.5	17.5	17.3	16.7	16.8	16.8	16.6	71.9	69.8	66.9
해리포터 호그와트 미스터리	18.7	18.6	18.5	18.2	17.5	17.3	17.2	16.9	79.7	73.9	69.0
블레이드소울앤레볼루션	12.7	12.7	11.5	11.4	10.6	10.6	9.7	9.6	57.7	48.3	40.5
스핀엑스 게임 3종	149.7	143.5	146.2	151.5	150.0	148.5	147.0	145.6	604.2	591.0	591.2
나혼자만레벨업	49.9	43.1	27.8	31.9	23.4	28.4	20.1	18.1	279.5	152.7	90.0
레이븐2	31.2	28.7	20.9	31.9	21.8	21.0	20.2	19.1	102.6	112.7	82.1
RF 온라인넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	23.1	16.3	11.6	8.1		150.0	59.1
세븐나이츠리버스		93.3	83.5	119.6	70.2	78.1	75.0	71.3		296.4	294.6
뱀피르			62.6	55.8	11.0	8.9	13.5	10.8		118.5	44.4
일곱개의 대죄 오리진					19.5	81.9	58.0	40.6			199.9
몬길:스타다이브						15.0	18.0	7.2			40.2
중국 로열티	17.6	15.8	14.3	12.8	11.2	10.1	9.1	8.2	68.3	60.4	38.6
기타(기타 게임 및 신작 포함)	208.1	174.9	170.7	184.8	178.4	224.1	270.2	313.3	954.2	738.5	985.9
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	592.2	655.5	655.7	700.9	2,448.2	2,482.6	2,604.3
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	172.9	174.6	176.4	178.1	720.0	699.4	702.0
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	203.2	264.1	261.9	276.9	946.9	938.7	1,006.2
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	143.0	144.4	145.8	175.0	470.3	573.6	608.2
감가비	31.9	30.0	31.5	38.1	37.7	37.3	37.0	36.6	154.4	131.5	148.6
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	35.3	35.0	34.6	34.3	156.6	139.4	139.3
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	52.0	111.3	112.1	93.7	215.6	352.5	369.1
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	14.5%	14.6%	11.8%	8.1%	12.4%	12.4%
지배주주지분 순이익	75.6	160.3	37.5	-34.1	41.1	80.2	80.8	66.8	25.6	239.3	268.9
순이익률	623.9	717.6	696.0	797.6	644.2	766.8	767.8	794.6	2,663.8	2,835.1	2,973.4

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2026년 신작 라인업



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

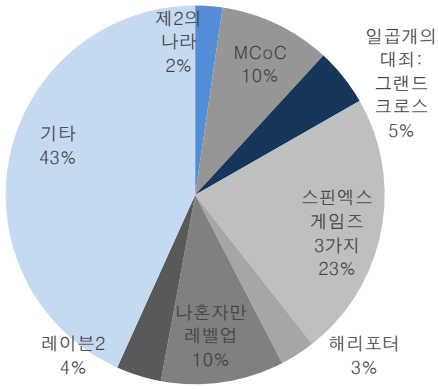
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 22%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

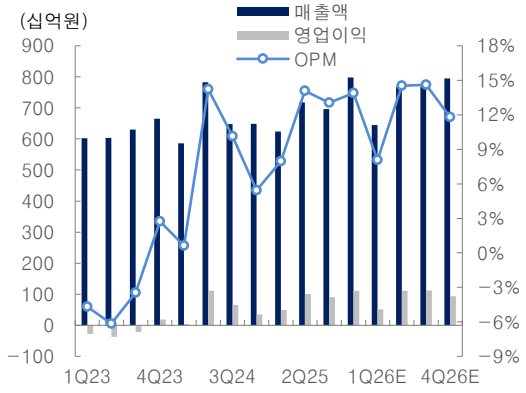
게임별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

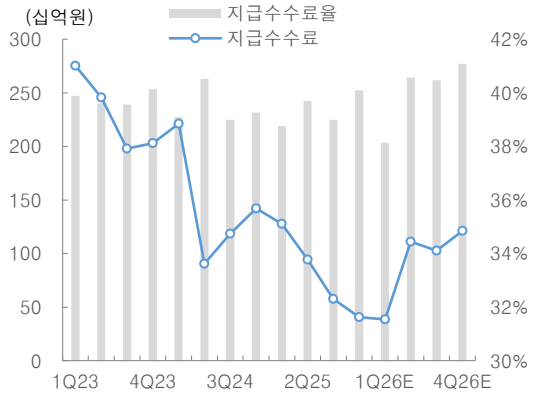
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



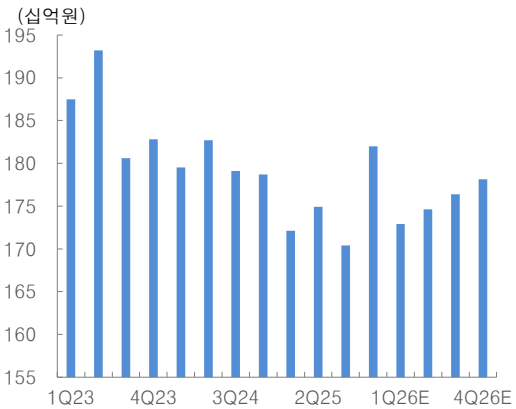
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



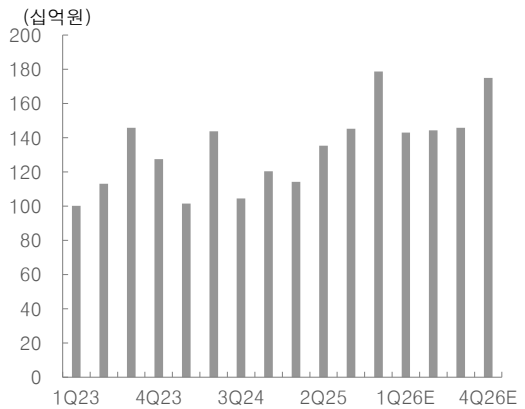
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	2,973	3,097
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	2,973	3,097
판매비와관리비	2,571	2,448	2,483	2,604	2,698
영업이익	-68	216	353	369	398
영업이익률	-2.7	8.1	12.4	12.4	12.9
EBITDA	117	370	484	487	505
영업외손익	-90	-139	11	-12	-20
관계기업손익	113	109	130	75	70
금융수익	73	77	180	24	25
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-262	-192	-288	-112	-117
외환관련손실	71	54	28	28	28
기타	-14	-133	-12	1	1
법인세비용차감전순손익	-159	76	363	357	378
법인세비용	-145	-73	-118	-75	-79
계속사업순손익	-304	3	245	282	299
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	245	282	299
당기순이익률	-12.1	0.1	8.6	9.5	9.6
비지배지분순이익	-48	-22	6	13	14
지배지분순이익	-256	26	239	269	285
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	35	35	36	36
포괄순이익	-590	352	597	638	658
비지배지분포괄이익	-48	-20	14	29	30
지배지분포괄이익	-542	371	583	608	628

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,265	2,047	3,850
현금및현금성자산	430	578	652	1,330	2,981
매출채권 및 기타채권	272	295	313	327	340
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,873	6,646	6,431
유형자산	344	340	313	292	275
관계기업투자금	2,386	2,439	2,340	2,186	2,027
기타비유동자산	4,280	4,283	4,220	4,168	4,128
자산총계	7,916	8,177	8,138	8,693	10,281
유동부채	1,940	1,348	443	-451	-1,345
매입채무 및 기타채무	265	344	346	347	349
차입금	1,311	505	-391	-1,286	-2,181
유동성채무	86	131	120	120	120
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	372	997	997	997	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	525	358	358	358	358
부채총계	2,837	2,703	1,798	904	10
지배지분	4,980	5,416	6,273	7,707	10,162
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,351	1,585	1,836
기타자본변동	792	1,207	1,859	3,058	5,263
비지배지분	100	58	67	82	108
자본총계	5,079	5,474	6,340	7,789	10,271
순차입금	1,329	995	-44	-1,707	-4,393

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	2,784	3,281	3,314
PER	NA	173.3	18.2	15.5	15.3
BPS	57,933	63,011	72,982	89,662	118,231
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
EBITDAPS	1,361	4,305	5,627	5,666	5,873
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.1	5.6	0.2
SPS	29,109	30,991	32,984	34,593	36,029
PSR	2.0	1.7	1.5	1.5	1.4
CFPS	1,587	4,482	6,613	7,031	7,197
DPS	0	417	417	417	417

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	6.4	4.9	4.2
영업이익 증가율	적지	흑전	63.5	4.7	7.9
순이익 증가율	적지	흑전	7,520.1	15.0	5.9
수익성					
ROIC	-3.5	0.3	6.7	8.5	9.4
ROA	-0.8	2.7	4.3	4.4	4.2
ROE	-4.9	0.5	4.1	3.8	3.2
안정성					
부채비율	55.9	49.4	28.4	11.6	0.1
순차입금비율	26.2	18.2	-0.7	-21.9	-42.8
이자보상배율	-0.5	2.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	422	504	515
당기순이익	-304	3	245	282	299
비현금항목의 가감	440	382	323	322	320
감가상각비	185	154	131	118	106
외환손익	36	5	2	2	2
지분법평가손익	-113	-109	-130	-75	-70
기타	332	332	320	277	282
자산부채의 증감	-121	-35	-35	-32	-30
기타현금흐름	-113	-63	-112	-69	-73
투자활동 현금흐름	466	37	-40	-17	-62
투자자산	544	179	100	156	160
유형자산	-36	-17	-17	-17	-17
기타	-43	-125	-123	-155	-205
재무활동 현금흐름	-481	-221	-983	-972	-972
단기차입금	-298	-895	-895	-895	-895
사채	-160	399	0	0	0
장기차입금	-16	314	0	0	0
유상증자	3	5	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-8	-43	-54	-43	-43
현금의 증감	-73	148	74	678	1,651
기초 현금	503	430	578	652	1,330
기말 현금	430	578	652	1,330	2,981
NOPLAT	-131	9	238	292	315
FCF	31	167	352	392	404

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

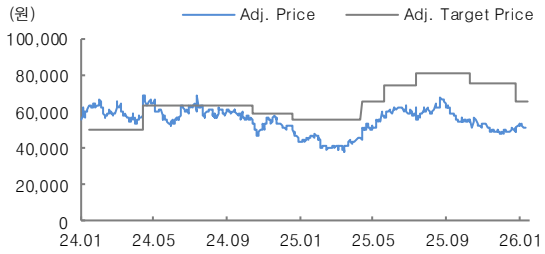
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.02.06	26.01.28	26.01.20	25.12.01	25.11.28	25.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	66,000	66,000	66,000	75,000	75,000	75,000
괴리율(평균,%)		(21.62)	(21.82)	(32.07)	(28.79)	(28.83)
괴리율(최대/최소,%)		(18.79)	(19.70)	(24.80)	(24.80)	(24.80)
제시일자	25.11.06	25.10.19	25.09.29	25.08.07	25.06.16	25.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	81,000	81,000	81,000	74,000	65,000
괴리율(평균,%)	(27.28)	(26.53)	(24.88)	(23.90)	(18.11)	(18.03)
괴리율(최대/최소,%)	(24.80)	(16.05)	(16.05)	(16.05)	(13.78)	(7.54)
제시일자	25.05.08	25.01.14	24.11.16	24.11.08	24.09.24	24.08.08
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	65,000	56,000	59,000	59,000	63,000	63,000
괴리율(평균,%)	(21.10)	(23.04)	(10.80)	(16.71)	(5.19)	(3.47)
괴리율(최대/최소,%)	(18.46)	(13.13)	(1.69)	(14.24)	10.16	(10.48)
제시일자	24.07.18	24.05.09	24.02.08			00.06.29
투자의견	Marketperform	Buy	Marketperform			
목표주가	63,000	63,000	50,000			
괴리율(평균,%)	(0.88)	(5.42)	19.28			
괴리율(최대/최소,%)	3.97	10.16	6.20			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260203)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상