넷마블 (251270)

확연한 주주환원 정책, 그리고 1Q 이벤트

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

4Q25 Review: 이익은 인라인

넷마블의 4분기 매출 및 영업이익은 7,976억원(+22.9% YoY)과 1,108억원(+215% YoY)으로 매출은 기대를 상회, 영업이익은 충족했다. 세전이익은 하회했는데 카밤(구 로발게임즈) 손상차손은 예상 대비 적었으나 하이브 평가 금액이 예상과 달리 손실로 잡힌데 따른다. 11월 하이브 주식 대상 EB(2천억원) 기준 가격 대비 4분기말 종가가 낮아 평가 손실로 반영되었다. 다만 이는 실제 손익과 무관하다.

인건비와 마케팅비는 예상을 상회, 지급수수료는 하회했다. 연간 성과에 기반하여 인센티브가 추가 지급되었으며 청산 절차에 돌입한 손자회사 구로발게임즈 관련 비용이 반영되었다. 지급수수료율은 24년 39.5%에서 25년 36.4%까지 하락했다. 동사는 PC 자체 런처 대체율 추가 상승 및 앱마켓 수수료율 변화 가능성을 근거로 2026년 추가 하락을 예상한다고 밝혔다. 가능성에 대해 동의하나 당사는 보수적 추정을 위해 지급수수료율 유지를 가정했다. 외부 IP 활용 및 스팀, 플레이스테이션 등 신규 진입하는 플랫폼에서 모바일 런처 전환 효과를 기대하기 어려운 점을 고려했다.

확대된 주주환원 정책 발표 및 보유 자산 유동화, 그리고 1Q 이벤트

실적과 함께 동사는 두 가지 주주 환원을 발표했다. 자사주 4.7%를 전량 소각하며 연결 지배순이익 30%(718억원)의 현금 배당(주당 876원, 배당 수익률 1.7%, 기준일 26/02/27)을 결정했다. 향후 3개년 주주환원 정책도 발표되었는데 환원율이 40% 이내로 확대된다. 동사는 하이브 88만주에 대한 PRS(주가수익스왑) 계약을 체결했다. 관련 이익이 2026년 반영, 주주환원 재원으로 활용될 예정이다.

플레이스테이션에 따르면, 〈7대죄 오리진〉은 3월 17일 출시가 예상된다. 이와 함께 1분기 〈스톤에이지 키우기〉가 출시되며 3월11일에는 뱀피르의 대만/홍콩/마카오 확장이 예고되었다. 〈붉은 사막〉이 미국/유럽 주요 지역 PS 사전예약에서 10위권 내 진입해 예열 중이다. 당사는 〈7대죄 오리진〉의 한국/일본만을 반영했으나 플스에서 매출이 발생한다면 북미/유럽에서의 성과일 것이며 이는 실적뿐 아니라 밸류에이션 리레이팅 포인트로 작동할 전망이다. 신작이 글로벌 성과를 증명한다면 모바일 게임이 갇혀있던 동사의 개발 능력은 재평가 받을 것으로 예상한다.

Meritz Research 2026. 2. 6

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	72,000원
현재주가 (2.5)	50,800원
상승여력	41.7%

KOSPI	5,163.57pt
시가총액	43,664억원
발행주식수	8,193만주
유동주식비율	36.69%
외국인비중	27.55%
52주 최고/최저가	68,000원/37,500원
평균거래대금	86.4억원

주요주주(%)

방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52
CJ ENM	16.78

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	-13.2	12.9
상대주가	-10.9	-46.2	-45.1

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	-68.8	57,933	-19.5	1.0	54.9	-4.9	55.9
2024	2,663.8	215.6	25.6	298	-110.0	63,011	173.3	0.8	14.9	0.5	49.4
2025E	2,835.1	352.5	239.3	2,784	833.4	65,027	17.3	0.7	9.5	4.3	48.4
2026E	3,051.2	494.6	351.1	4,259	53.0	71,673	11.9	0.7	7.7	6.1	40.9
2027E	2,850.0	390.9	341.6	4,168	-2.1	74,355	12.2	0.7	7.9	5.7	32.5

표1 넷마블 4Q25P 실적 Review

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**797.6**	649.0	22.9	696.0	14.6	738.1	8.1	767.7	3.9
영업이익	**110.8**	35.2	214.8	90.9	21.9	105.1	5.4	110.2	0.6
세전이익	**19.9**	-184.2	흑전	55.9	-64.3	64.0	-68.9	61.3	-67.5
순이익	**-34.1**	-165.9	적지	37.5	적전	42.3	N/A	4.9	N/A
영업이익률(%)	**13.9**	5.4		13.1		14.2		14.4	
세전이익률(%)	**2.5**	-28.4		8.0		8.7		8.0	
순이익률(%)	**-4.3**	-25.6		5.4		5.7		0.6	

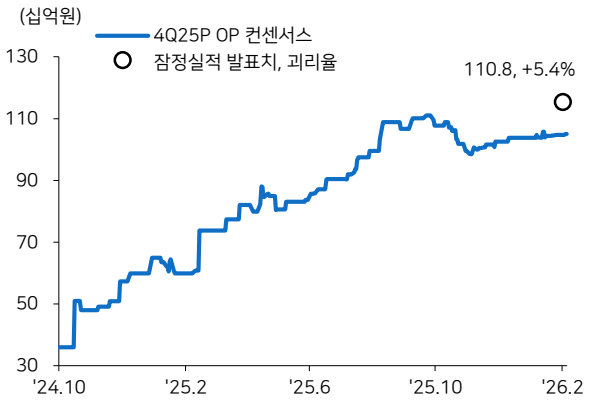
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표2 넷마블 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**3,051.2**	2,962.7	3.0	**2,850.0**	2,798.9	1.8
영업이익	**494.6**	442.4	11.8	**390.9**	362.3	7.9
세전이익	**540.3**	446.6	21.0	**441.6**	383.3	15.2
순이익	**351.1**	349.2	0.5	**341.6**	288.1	18.6
영업이익률(%)	**16.2**	14.9	+1.3%p	**13.7**	12.9	+0.8%p
세전이익률(%)	**17.7**	15.1	+2.6%p	**15.5**	13.7	+1.8%p
순이익률(%)	**11.5**	11.8	-0.3%p	**12.0**	10.3	+1.7%p

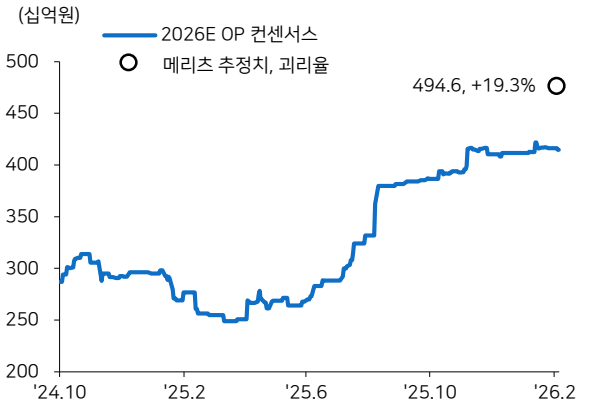
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 분기 영업이익, 컨센서스 대비 5% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 대비 19% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 넷마블 적정주가 산출

(원)		비고
EPS(원)	4,259	2026년 EPS 추정치
적정배수(X)	17	엔씨소프트와 동일
적정주가(원)	**72,000**	72,407원 천원 단위 절사
현재주가(원)	50,800	
상승여력(%)	41.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 넷마블 주주환원 정책

정책	구분	내용
1) 주식 소각	1. 소각할 주식의 종류와 수 2. 소각예정금액 3. 소각 예정일	보통주식 3,993,131주 (소각 비중: 4.7%) / 기취득 자기주식 전량 소각 4,052억원 규모 2026-02-12
2) 현금배당	1. 배당 금액 2. 배당기준일	연결 지배 주주순이익의 30%인 718억원(1주당 876원) 규모 2026-02-27
3) 3개년 주주환원 정책	1. 기간 2. 주주환원 재원 3. 주주환원 방법	2026년 ~ 2028년 사업연도 (3개년) 연결 조정 지배주주순이익의 40% 이내로 확대 배당 및 자기주식 취득 · 소각

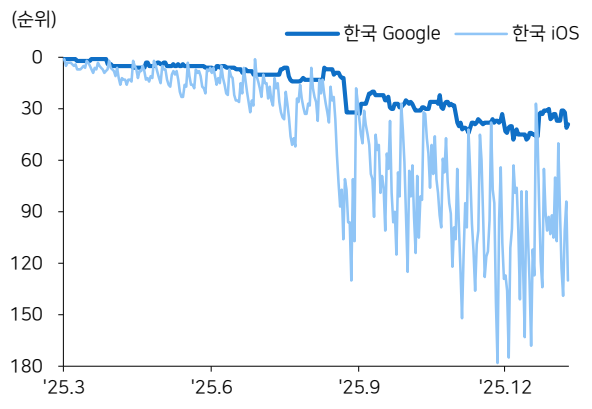
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표5 넷마블 게임 출시 일정

합계	출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
2025년 (6개)	25.03.20	RF 온라인 넥스트(한국)	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
	25.05.15	**세븐나이츠 리버스(한국)**	**모바일**	**넷마블넥서스(99.93%)**	**자회사개발**
	25.05.21	왕좌의 게임: 킹스로드(서구권)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	25.08.26	뱀피르(한국)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	25.09.04	킹 오브 파이터 AFK(글로벌)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	25.09.18	세븐나이츠 리버스(글로벌)	모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사개발
	25.09.30	RF 온라인 넥스트(대만/홍콩/마카오/일본)	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
	25.10.22	레이븐2(글로벌 확장)	모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
	25.11.25	나 혼자만 레벨업: 오버드라이브(글로벌)	PC(스팀), 콘솔	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
2026년~	1Q26	스톤에이지 키우기(글로벌)	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
	26.03.11	뱀피르(대만/홍콩/마카오 확장)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	26.03.17	**일곱개의 대죄: Origin(글로벌)**	**PC, 모바일, 콘솔**	**넷마블에프앤씨 (79.71%)**	**자회사개발**
	2Q26	SOL: enchant(한국)	모바일	알트나인	퍼블리싱
		몬길: 스타 다이브(글로벌)	모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
	2H26	뱀피르(글로벌)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
		EVILBANE(글로벌)	PC, 콘솔	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
		프로젝트 옥토퍼스(글로벌)	모바일	콩스튜디오	퍼블리싱
2027년 ~	2027 이후	나 혼자만 레벨업: 카르마(글로벌)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
		샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종(글로벌)	모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사개발

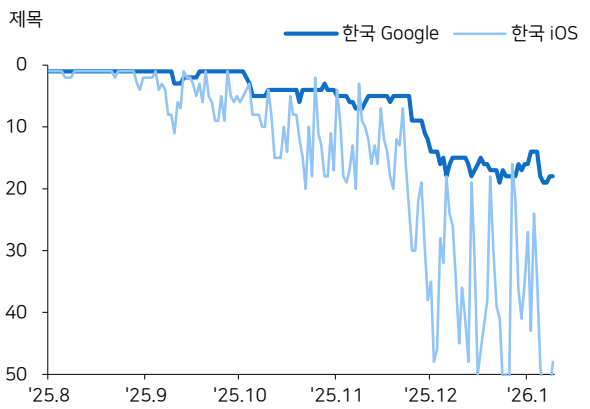
주1: 상기 출시 일정은 넷마블의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일. 모바일 구분 게임 중 넷마블 런처(PC) 병용도 존재
주2: 파란색은 모바일 MMORPG 장르
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림3 〈RF 온라인 넥스트〉 국내 매출 순위



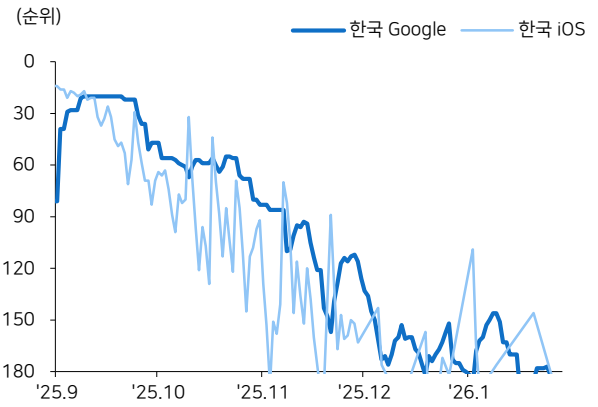
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 〈뱀피르〉 국내 매출 순위



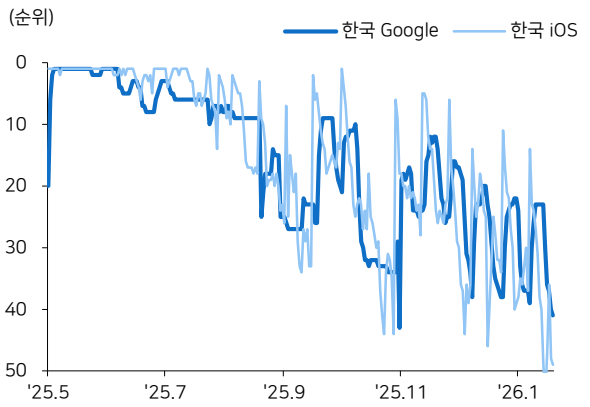
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 〈킹 오브 파이터 AFK〉 국내 매출 순위



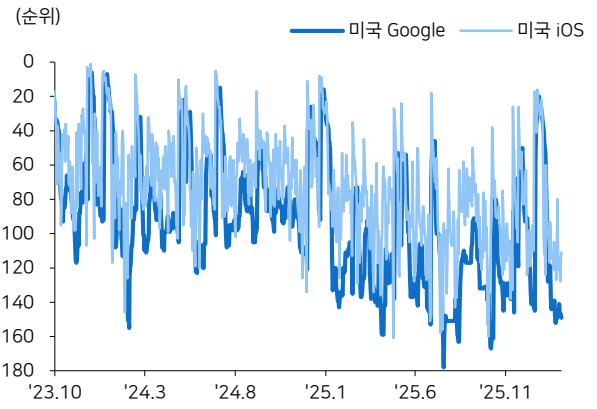
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 〈세븐나이츠 리버스〉 국내 매출 순위



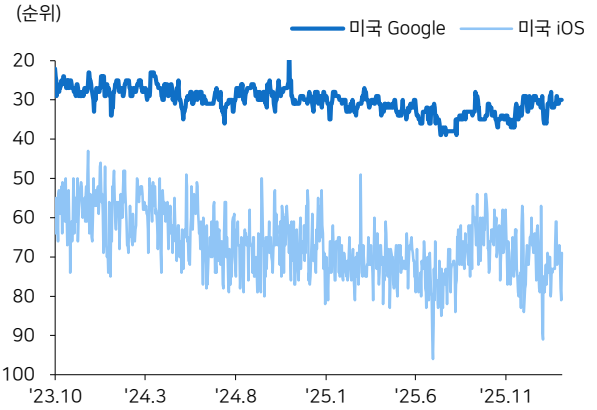
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림7 〈MARVEL: Contest of Champions〉 미국 매출 순위



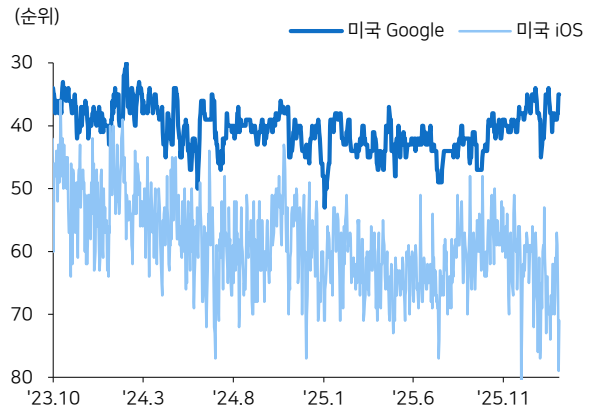
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림8 〈Lotsa Slots〉 미국 매출 순위



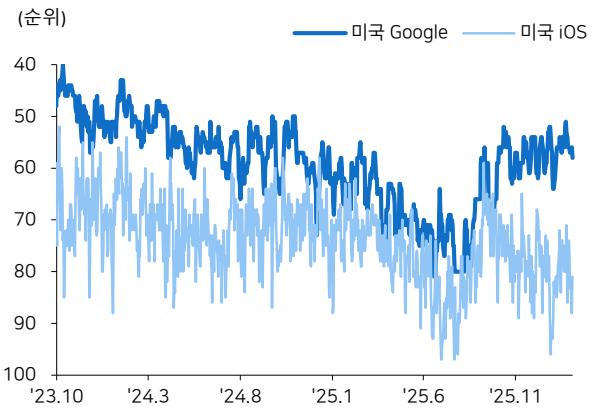
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림9 〈Cash Frenzy〉 미국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림10 〈Jackpot World〉 미국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표6 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출	**623.9**	**717.6**	**696.0**	**797.6**	**738.0**	**843.0**	**710.2**	**760.0**	**2,835.1**	**3,051.2**	**2,850.0**
모바일게임	575.6	673.5	628.8	747.5	691.7	799.5	657.7	709.5	2,625.4	2,858.3	2,657.2
기타	48.3	44.1	67.2	50.1	46.4	43.5	52.6	50.5	209.6	192.9	192.8
% YoY											
매출	*6.6*	*-8.2*	*7.5*	*22.9*	*18.3*	*17.5*	*2.1*	*-4.7*	*6.4*	*7.6*	*-6.6*
모바일게임	*10.1*	*-8.6*	*4.9*	*24.6*	*20.2*	*18.7*	*4.6*	*-5.1*	*6.8*	*8.9*	*-7.0*
기타	*-22.8*	*-2.4*	*41.0*	*1.8*	*-3.9*	*-1.4*	*-21.8*	*0.8*	*2.5*	*-8.0*	*0.0*
영업비용	**574.2**	**616.5**	**605.1**	**686.8**	**631.4**	**676.1**	**603.1**	**646.0**	**2,482.6**	**2,556.6**	**2,459.1**
% to sales	*92.0*	*85.9*	*86.9*	*86.1*	*85.6*	*80.2*	*84.9*	*85.0*	*87.6*	*83.8*	*86.3*
% YoY	*-1.3*	*-8.1*	*4.0*	*11.9*	*10.0*	*9.7*	*-0.3*	*-5.9*	*1.4*	*3.0*	*-3.8*
지급수수료	243.6	263.9	246.8	276.8	261.8	311.5	261.7	279.1	1,031.1	1,114.1	1,055.3
인건비	172.3	174.9	170.7	182.0	173.8	177.7	173.1	182.1	699.8	706.7	716.0
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	152.3	143.6	128.9	144.6	573.6	569.4	536.7
감가상각비	31.9	29.9	31.5	38.1	29.0	28.8	28.4	28.3	131.4	114.6	102.9
기타	12.2	12.4	10.8	11.2	14.5	14.5	11.0	11.8	46.5	51.8	48.2
영업이익	**49.7**	**101.1**	**90.9**	**110.8**	**106.6**	**166.9**	**107.2**	**114.0**	**352.5**	**494.6**	**390.9**
% YoY	*1,246.1*	*-9.1*	*38.7*	*214.5*	*114.5*	*65.0*	*17.9*	*2.9*	*63.5*	*40.3*	*-21.0*
영업이익률(%)	*8.0*	*14.1*	*13.1*	*13.9*	*14.4*	*19.8*	*15.1*	*15.0*	*12.4*	*16.2*	*13.7*
세전이익	97.6	189.9	55.9	19.9	222.7	173.1	81.6	63.0	363.3	540.3	441.6
% YoY	*11,136.7*	*-12.6*	*32.5*	*흑전*	*128.2*	*-8.9*	*45.9*	*216.0*	*376.2*	*48.7*	*-18.3*
지배주주순이익	75.6	160.4	37.5	-34.1	175.3	143.6	63.1	-30.9	239.3	351.1	341.6
% YoY	*흑전*	*-5.4*	*67.1*	*적지*	*132.0*	*-10.5*	*68.4*	*적지*	*833.4*	*46.7*	*-2.7*

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,502.1**	**2,663.8**	**2,835.1**	**3,051.2**	**2,850.0**
매출액증가율(%)	-6.4	6.5	6.4	7.6	-6.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,835.1	3,051.2	2,850.0
판매관리비	2,570.5	2,448.2	2,482.6	2,556.6	2,459.1
영업이익	**-68.5**	**215.6**	**352.5**	**494.6**	**390.9**
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.4	16.2	13.7
금융손익	-188.8	-115.4	13.7	1.4	-21.5
종속/관계기업손익	112.9	108.7	110.9	116.5	122.3
기타영업외손익	-14.2	-132.7	-113.9	-72.2	-50.2
세전계속사업이익	-158.6	76.3	363.3	540.3	441.6
법인세비용	145.3	73.1	118.3	183.5	150.0
당기순이익	**-303.9**	**3.2**	**245.1**	**356.8**	**291.6**
지배주주지분 순이익	-255.7	25.6	239.3	351.1	341.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-98.1**	**287.7**	**571.4**	**534.4**	**444.3**
당기순이익(손실)	-303.9	3.2	245.1	356.8	291.6
유형자산상각비	56.5	53.5	48.3	44.6	41.0
무형자산상각비	128.9	100.9	83.2	70.0	62.0
운전자본의 증감	-121.0	-34.8	194.9	63.0	49.8
투자활동 현금흐름	**465.6**	**36.7**	**-15.6**	**-311.2**	**426.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-36.2	-17.3	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	676.6	189.4	-157.5	-198.7	385.0
재무활동 현금흐름	**-480.9**	**-220.7**	**-265.2**	**-471.8**	**-571.8**
차입금의 증감	-736.4	-148.4	-231.1	-400.0	-500.0
자본의 증가	-847.5	4.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.7	147.5	290.6	-248.6	299.2
기초현금	503.0	430.3	577.9	868.5	619.9
기말현금	430.3	577.9	868.5	619.9	919.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	905.8	1,114.8	1,490.1	1,287.8	1,594.2
현금및현금성자산	430.3	577.9	868.5	619.9	919.0
매출채권	254.6	277.3	301.9	325.0	353.9
재고자산	2.7	2.1	2.3	2.4	2.3
비유동자산	7,010.1	7,062.3	6,888.3	7,072.5	6,554.5
유형자산	344.4	339.8	391.5	446.9	506.0
무형자산	3,228.8	3,245.2	2,862.0	2,792.0	2,600.1
투자자산	3,008.8	2,928.1	3,085.6	3,284.4	2,899.3
자산총계	**7,915.9**	**8,177.1**	**8,378.4**	**8,360.2**	**8,148.7**
유동부채	1,939.8	1,348.2	2,007.1	1,679.7	1,453.2
매입채무	32.2	27.9	29.6	31.9	29.8
단기차입금	1,311.4	505.0	655.0	655.0	355.0
유동성장기부채	86.3	131.1	400.0	0.0	0.0
비유동부채	897.1	1,355.0	724.2	748.4	543.4
사채	0.0	399.2	149.2	149.2	-50.8
장기차입금	371.6	597.9	197.9	197.9	197.9
부채총계	**2,836.8**	**2,703.2**	**2,731.2**	**2,428.0**	**1,996.7**
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	776.9	776.9	776.9
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,318.8	1,198.6	1,418.5
비지배주주지분	99.5	57.8	57.8	57.8	57.8
자본총계	**5,079.0**	**5,473.9**	**5,647.2**	**5,932.2**	**6,152.0**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	29,109	30,991	32,984	37,016	34,773
EPS(지배주주)	-2,975	298	2,784	4,259	4,168
CFPS	1,587	4,482	6,563	8,533	6,210
EBITDAPS	1,361	4,305	5,631	7,391	6,025
BPS	57,933	63,011	65,027	71,673	74,355
DPS	0	417	876	876	876
배당수익률(%)	0.0	0.8	1.8	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	-19.5	173.3	17.3	11.9	12.2
PCR	36.6	11.5	7.4	6.0	8.2
PSR	2.0	1.7	1.5	1.4	1.5
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	117.0	370.0	484.0	609.2	493.8
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.5	7.7	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.9	0.5	4.3	6.1	5.7
EBITDA 이익률	4.7	13.9	17.1	20.0	17.3
부채비율	55.9	49.4	48.4	40.9	32.5
금융비용부담률	5.9	4.0	3.4	2.5	1.7
이자보상배율(x)	-0.5	2.0	3.7	6.4	7.9
매출채권회전율(x)	11.3	10.0	9.8	9.7	8.4
재고자산회전율(x)	900.4	1,100.6	1,296.3	1,303.3	1,214.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

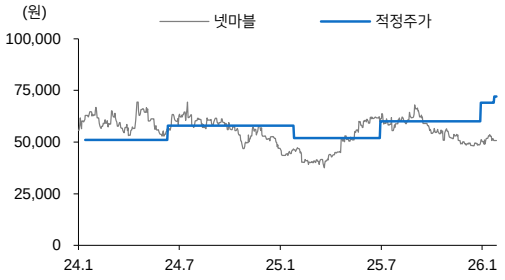
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

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

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.08	기업브리프	Hold	51,000	이효진	17.2	36.1
2024.07.04	기업브리프	Hold	58,000	이효진	-3.8	19.7
2025.02.14	기업브리프	Hold	52,000	이효진	-5.6	19.8
2025.07.18	기업브리프	Hold	60,000	이효진	-6.0	13.3
2026.01.13	기업브리프	Buy	69,000	이효진	-25.7	-22.3
2026.02.06	기업브리프	Buy	72,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이