인터넷/게임

넷마블 251270

이익 성장 릴레이와 강해지는 주주환원책

Feb 6 2026

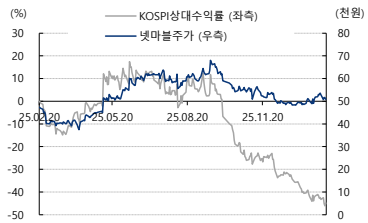
BUY 유지

TP 78,000 원 유지

Company Data

현재가(02/05)	50,800 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	68,000 원
52 주 최저가(보통주)	37,500 원
KOSPI (02/05)	5,163.57p
KOSDAQ (02/05)	1,108.41p
자본금	86 억원
시가총액	43,664 억원
발행주식수(보통주)	8,193 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	18.6 만주
평균거래대금(60 일)	95 억원
외국인지분(보통주)	27.55%
주요주주	
방준혁 외 12 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT PTE	17.52%

Price & Relative Performance



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

4Q25 Review: 매출 및 영업이익 컨센서스 상회

넷마블 4Q25 매출은 7,976억원(YoY +22.9%, QoQ +14.6%), 영업이익은 1,108억원(OPM 13.9%)으로 시장 예상치(매출 7,381억원, 영익 1,051억원) 상회. **매출**은 글로벌 확장에 따른 '세븐나이츠 리버스'(1,196억원) 및 '레이븐2'(319억원)의 기여와 해외 자회사의 계절성 업데이트 효과 반영으로 시장 기대치를 상회. **영업비용(6,868억원)** 중 **인건비**는 상여 반영에도 보수적인 채용 기조 유지로 1,820억원(YoY +1.8%, QoQ +6.8%), **마케팅비**는 신작 사전 마케팅 및 기존작의 계절성 업데이트로 1,787억원(YoY +48.3%) 집행. **지급수수료**는 2,523억원(YoY +8.9%, QoQ +12.2%)으로 매출 대비 31.6% 기록. 해당 비율은 PC 결제 비중 확대 지속에 따라 YoY -4.1%p, QoQ -0.7%p 절감.

투자의견 Buy & 목표주가 78,000원 유지

투자의견 Buy, TP는 78,000원 유지. 동사는 수년간 다변화된 장르 및 지역(해외 매출 비중 73.1%)의 신작들을 꾸준히 출시하는 동시에 섹터 내 가장 우수한 hit-ratio를 보이고 있음. 따라서 26년 주요 기대 신작에 대한 당사 추정치는 24년 및 25년의 주요 흥행작 평균 일매출과 비교하면 부담스럽지 않은 수준이라고 판단. 비교를 위해 당사는 '나 혼자만 레벨업: ARISE'의 24년 평균 일매출은 11.8억원, 25년 '세븐나이츠 리버스'의 평균 일매출은 12.9억원으로 추정하며, 26년 '일곱개의 대죄: Origin'과 '몬길: STAR DIVE'에 대해 각각 5.9억원의 평균 일매출을 가정하고 있음을 밝힘. 이에 더해 총 8개의 라인업이 분기별 분포해 있어 개별 게임의 흥행 정도와 월 단위 출시일 변동에 따른 추정치 부담은 경쟁사들에 비해 크지 않다고 판단. 26년 매출 3.07조원(YoY +8.1%) 및 영업이익 4,529억원(OPM 14.8%) 전망. OPM 상승은 1) 인건비(고정비) 증가가 제한적인 가운데 2) 지급수수료율이 26년에도 신작 및 해외 자회사 게임의 PC 결제 도입으로 32.0%로 YoY -1.1%p 낮아질 것으로 추정함에 따름. 영업외 단에서도 2월 5일 공시된 ㈜하이브 지분 유동화(88만 주, 총 3,208억원)를 통해 금융비용 축소 전망.

한편 동사는 새로운 주주환원 계획을 발표. a) 25년 연결 조정 지배순이익의 30%를 주주환원 재원으로 활용해 718억원의 현금 배당 시행 예정이며, b) 26년 내 기보유 자사주 약 4.7%를 전량 소각하고, c) 26~28년에 대해서는 연결 조정 지배순이익의 40%로 주주 환원 재원을 확대해 현금 배당 및 자사주 매입, 소각을 시행할 예정.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12P	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,835	3,065	3,301
YoY(%)	-6.4	6.5	6.4	8.1	7.7
영업이익(십억원)	-68	216	353	453	566
OP 마진(%)	-2.7	8.1	12.5	14.8	17.1
순이익(십억원)	-304	3	245	435	526
EPS(원)	-2,975	298	2,785	4,656	5,627
YoY(%)	적지	흑전	833.5	67.2	20.9
PER(배)	-19.5	173.3	17.3	10.9	9.0
PCR(배)	27.1	10.9	5.3	4.5	4.0
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	9.9	7.8	5.6
ROE(%)	-4.9	0.5	4.3	6.9	7.8

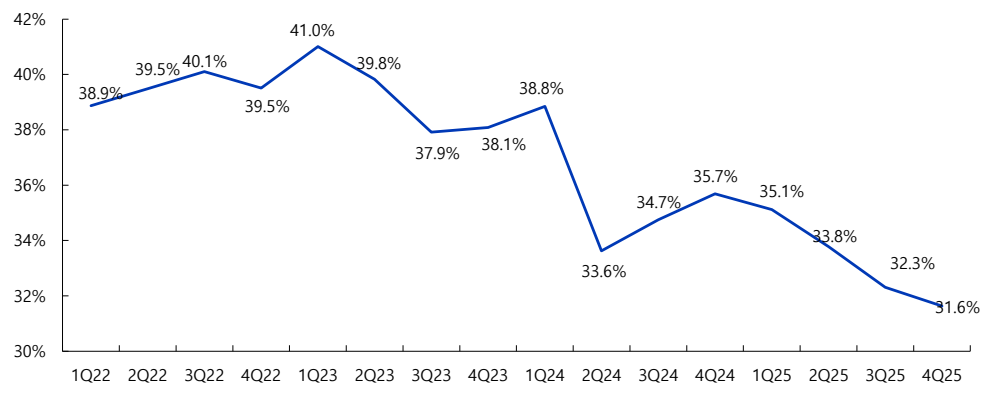
[인터넷/게임] 김동우
3771- 9249
20210135@iprovest.com

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025P	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	703.6	777.7	768.2	815.6	2,502.1	2,663.8	2,835.1	3,065.1
성장률(YoY %)	*6.6%*	*-8.2%*	*7.5%*	*22.9%*	*12.8%*	*8.4%*	*10.4%*	*2.3%*	*-6.4%*	*6.5%*	*6.4%*	*8.1%*
MCoC	56.2	64.6	48.7	87.7	54.4	68.8	52.2	73.4	269.6	253.4	257.2	248.8
스핀엑스 3종	149.7	143.5	146.2	151.5	151.8	143.8	141.4	146.0	649.0	604.2	591.0	583.0
일곱개의 대죄	31.2	28.7	27.8	31.9	32.1	28.9	25.8	31.1	149.8	130.6	119.6	117.9
나 혼자만 레벨업: ARISE	49.9	43.1	39.2	31.9	28.1	25.6	23.3	20.9	-	279.5	164.0	97.8
레이븐2	31.2	28.7	20.9	31.9	34.2	27.0	21.6	17.4	-	102.6	112.7	100.2
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	27.9	19.5	14.5	11.6	-	-	150.0	73.5
세븐나이츠 리버스	-	93.3	83.5	119.6	71.8	58.0	46.9	37.6	-	-	296.4	214.3
뱀피르	-	-	62.6	55.8	32.8	39.4	30.1	24.1	-	-	118.5	126.3
스톤에이지 키우기	-	-	-	-	12.0	19.1	13.5	9.5	-	-	-	54.1
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	15.0	63.7	51.5	41.2	-	-	-	171.4
SOL: enchant	-	-	-	-	-	40.0	46.0	32.2	-	-	-	118.2
몬길: STAR DIVE	-	-	-	-	-	20.0	55.2	44.2	-	-	-	119.4
나 혼자만 레벨업: KARMA	-	-	-	-	-	-	20.0	27.6	-	-	-	47.6
이블베인	-	-	-	-	-	-	15.0	12.5	-	-	-	27.5
프로젝트 옥토퍼스	-	-	-	-	-	-	-	28.0	-	-	-	28.0
샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	-	-	-	-	-	-	-	45.0	-	-	-	45.0
기타	287.0	251.2	232.3	255.2	243.4	223.9	211.2	213.4	1,348.9	1,293.6	1,025.6	892.0
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	617.7	664.6	646.2	683.7	2,570.6	2,448.2	2,482.6	2,612.2
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	230.2	249.7	243.4	257.2	980.0	946.9	938.7	980.5
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	173.2	177.1	172.9	185.1	744.1	720.0	699.4	708.4
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	141.5	163.3	155.9	165.6	486.8	470.3	573.6	626.3
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	34.9	36.7	36.3	38.5	174.3	156.6	139.4	146.4
감가상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	37.9	37.7	37.5	37.3	185.4	154.4	131.5	150.5
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	85.9	113.1	122.0	131.9	- 68.5	215.6	352.5	452.9
성장률(YoY %)	*1243.2%*	*-9.1%*	*38.8%*	*214.8%*	*72.9%*	*11.9%*	*34.2%*	*19.0%*	*적자지속*	*흑자전환*	*63.5%*	*28.5%*
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	12.2%	14.5%	15.9%	16.2%	-2.7%	8.1%	12.4%	14.8%
당기순이익	80.2	160.2	40.6	- 35.9	110.2	125.3	113.7	85.7	- 303.9	3.2	245.1	435.0
NPM(%)	*12.9%*	*22.3%*	*5.8%*	*-4.5%*	*15.7%*	*16.1%*	*14.8%*	*10.5%*	*-12.1%*	*0.1%*	*8.6%*	*14.2%*

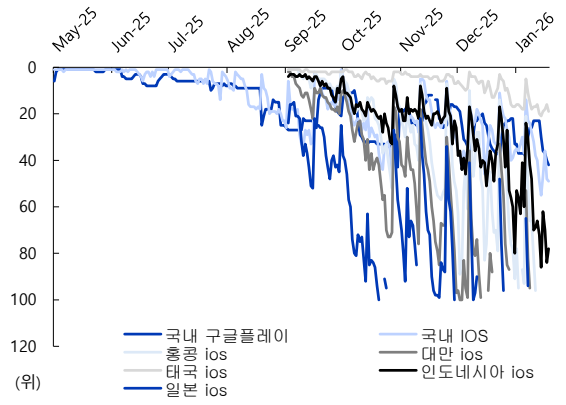
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 매출 대비 지급수수료율 추이 (분기별)



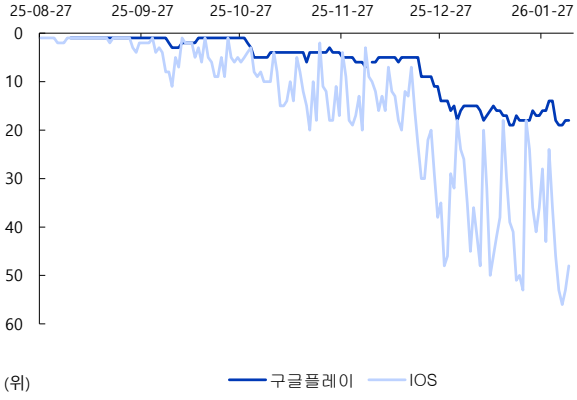
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 세븐나이츠 리버스 국내 및 글로벌 모바일 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 뱀피르 국내 모바일 게임 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

[도표 5] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
1Q26	스톤에이지 키우기	방치형 RPG	글로벌	모바일	자체 IP
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일/PC/콘솔	외부 IP
2Q26	SOL: enchant	MMORPG	한국	MMORPG	외부 IP (퍼블리싱)
	몬길: STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
2H26	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	글로벌	모바일	외부 IP (퍼블리싱)
	이블베인	협동 액션	글로벌	PC/콘솔	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 넷마블 주주환원 정책

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	3,065	3,301
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	3,065	3,301
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,483	2,612	2,735
영업이익	-68	216	353	453	566
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.4	14.8	17.2
EBITDA	117	370	482	566	665
EBITDA Margin (%)	4.7	13.9	17.0	18.5	20.1
영업외손익	-90	-139	11	91	91
관계기업손익	113	109	110	110	110
금융수익	73	77	146	148	148
금융비용	-262	-192	-132	-116	-116
기타	-14	-133	-113	-51	-51
법인세비용차감전순손익	-159	76	363	544	657
법인세비용	145	73	118	109	131
계속사업순손익	-304	3	245	435	526
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	245	435	526
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	8.6	14.2	15.9
비지배지분순이익	-48	-22	6	35	42
지배지분순이익	-256	26	239	400	484
지배순이익률 (%)	-10.2	1.0	8.4	13.1	14.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-286	349	441	441	441
포괄순이익	-590	352	686	876	967
비지배지분포괄이익	-48	-20	-38	-49	-54
지배지분포괄이익	-542	371	724	925	1,021

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,950	2,646	3,415
현금및현금성자산	430	578	1,336	1,917	2,521
매출채권 및 기타채권	272	295	314	339	365
재고자산	3	2	2	2	3
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,812	6,579	6,360
유형자산	344	340	298	264	238
관계기업투자금	2,386	2,439	2,319	2,199	2,078
기타금융자산	623	489	489	489	489
기타비유동자산	3,657	3,794	3,707	3,627	3,555
자산총계	7,916	8,177	8,762	9,225	9,776
유동부채	1,940	1,348	1,686	1,735	1,784
매입채무 및 기타채무	265	344	346	348	351
차입금	1,311	505	552	598	645
유동성채무	86	131	420	420	420
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,395	1,439	1,486
차입금	372	598	612	626	640
사채	0	399	429	459	489
기타비유동부채	525	358	354	354	357
부채총계	2,837	2,703	3,081	3,174	3,270
지배지분	4,980	5,416	5,621	5,987	6,437
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,351	1,717	2,166
기타자본변동	370	430	430	430	430
비지배지분	100	58	60	64	69
자본총계	5,079	5,474	5,681	6,051	6,505
총차입금	1,841	1,693	2,062	2,144	2,228

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	440	608	684
당기순이익	-304	3	245	435	526
비현금항목의 가감	440	382	435	399	397
감가상각비	57	53	42	33	26
외환손익	36	5	2	2	2
지분법평가손익	-113	-109	-110	-110	-110
기타	461	432	501	473	478
자산부채의 증감	-121	-35	-35	-40	-41
기타현금흐름	-113	-63	-205	-185	-198
투자활동 현금흐름	466	37	67	35	-15
투자자산	549	191	229	229	229
유형자산	-36	-17	0	0	0
기타	-47	-137	-162	-194	-244
재무활동 현금흐름	-481	-221	308	-19	-34
단기차입금	-298	-895	47	47	47
사채	-160	399	30	30	30
장기차입금	-16	314	14	14	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-72	-87
기타	-5	-38	251	-38	-38
현금의 증감	-73	148	758	543	552
기초 현금	503	430	578	1,336	1,879
기말 현금	430	578	1,336	1,879	2,431
NOPLAT	-131	9	238	362	453
FCF	-103	111	333	435	511

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	2,785	4,656	5,627
PER	-19.5	173.3	17.3	10.9	9.0
BPS	57,933	63,011	65,398	69,215	73,836
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	1,361	4,305	5,611	6,583	7,738
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.9	7.8	5.6
SPS	29,109	30,991	32,984	35,660	38,408
PSR	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3
CFPS	-1,198	1,296	3,874	5,061	5,945
DPS	0	417	880	1,056	1,162

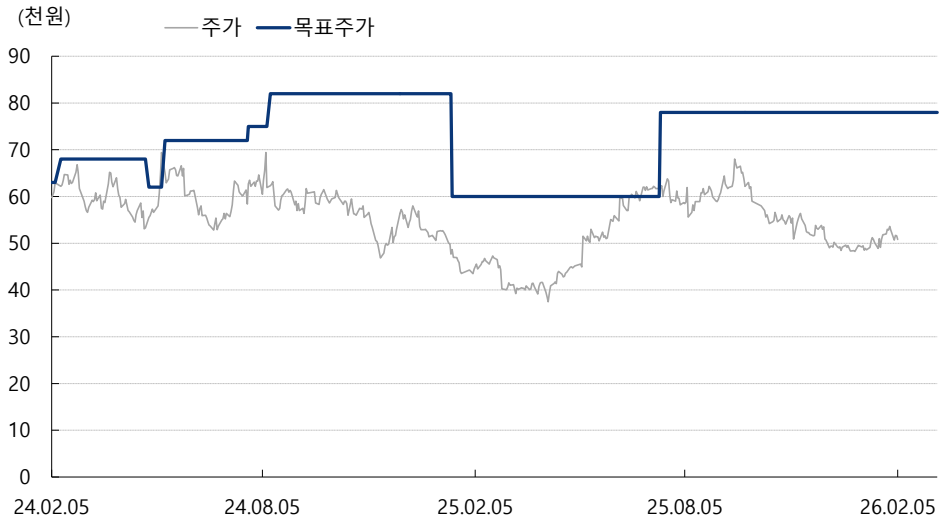
재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	6.4	8.1	7.7
영업이익 증가율	적지	흑전	63.5	28.5	25.1
순이익 증가율	적지	흑전	7,524.8	77.4	20.9
수익성					
ROIC	-3.6	0.3	7.4	11.6	14.9
ROA	-3.0	0.3	2.8	4.4	5.1
ROE	-4.9	0.5	4.3	6.9	7.8
안정성					
부채비율	55.9	49.4	54.2	52.4	50.3
순차입금비율	23.3	20.7	23.5	23.2	22.8
이자보상배율	-0.5	2.0	2.7	3.3	4.0

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

넷마블 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.05.12	매수	77,000	(33.83)	(28.33)	2024.10.21	매수	82,000	(53.4)	(37.8)
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)	2025.01.16	매수	60,000	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000	(43.7)	(26.8)
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)	2025.04.15	매수	60,000	(36.9)	(31.7)
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37	2025.05.09	매수	60,000	(5.7)	3.5
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)	2025.07.15	매수	78,000	(29.3)	(22.3)
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)	2025.08.08	매수	78,000	(28.2)	(14.7)
2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32	2025.10.21	매수	78,000	(41.2)	(37.8)
2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)	2025.11.07	매수	78,000	(53.0)	(38.3)
2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)	2026.01.19	매수	78,000	(51.5)	(45.5)
2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)	2026.02.06	매수	78,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하