EARNINGS REVIEW

6 Feb. 2026

김혜영
인터넷·게임·레저 I hyyy@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

넷마블 (251270)

4Q25 Review: 신뢰를 만들어가는 구간

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	76,000	76,000	유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (2/5)	50,800원
예상 주가상승률	49.6%
시가총액	43,664억원
비중(KOSPI내)	0.10%
발행주식수	85,954천주
52주 최저가 / 최고가	37,500 - 68,000원
3개월 일평균거래대금	91억원
외국인 지분율	27.6%
주요주주지분율(%)	
방준혁 (외 15인)	58.6
엔씨소프트 (외 1인)	6.8
국민연금공단 (외 1인)	6.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	173.3	18.2	12.7
PBR(배)	2.0	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	14.4	10.9	9.6
배당수익률(%)	0.8	1.8	2.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.3	(13.2)	12.9	5.3
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(12.6)	(74.6)	(92.9)	(17.2)

Issue

4Q25P 실적 Review

Pitch

4Q25 매출액과 영업이익은 컨센서스에 부합. 투자의견과 적정주가 유지

Rationale

- 4Q25P 연결 매출액은 7,976억원(+22.9% YoY, +14.6% QoQ), 영업이익은 1,108억원(+214.5% YoY, +21.9% QoQ). 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합
- 지배주주당기순손실은 341억원(적지 YoY, 적전 QoQ)으로 <킹 아서: 레전드 라이즈> 운영 종료가 결정되며 카밤(Kabam)의 영업권 손상차손이 반영되며 적자 시현
- <세븐나이츠 리버스>는 1,196억원(+43.2% QoQ) 기록. 9월 18일에 글로벌로 확장한 효과가 온기 반영되며 매출이 전 분기 대비 큰 폭으로 상승
- **[지급수수료]** 자체 IP인 <세븐나이츠 리버스>와 <뱀피르>의 동시 흥행으로 매출액의 31.6%인 2,523억원(+8.9% YoY, +12.2% QoQ) 기록. 지속적으로 지급수수료율이 하락 중. 2026년에도 결제 비중의 상승과 자체 IP 확보로 2026년 연간 지급수수료율은 2025년 대비 하락 가이던스 제시
- **[마케팅비]** 1,787억원(+48.3% YoY, +23.0% QoQ). 4Q25에도 지스타와 <레이븐2 글로벌>, <나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE> PC 출시로 전 분기 대비 큰 폭으로 상승. 2025년 연간 매출액 대비 마케팅비는 20.2%로 2026년에도 비슷한 수준의 가이던스 제시
- **동사는 3개년(2026~2028년) 주주환원 계획을 발표. 주주환원 재원을 연결조정지배주주순이익의 40% 이내로 확대하여 배당 및 자사주 취득·소각으로 사용할 계획. 또한 기취득 자사주 전량(402만 주, 4.7%)을 소각하여 주주가치를 제고하였다는 점에서 긍정적**
- 재무구조 개선을 위해 체결한 하이브 주식 88만 주(3,208억원)에 대해 주가수익스왑 계약 긍정적. 다만 분기별 영업외손익 변동성에 주의
- **2026년에 지급수수료 절감과 자체 IP 흥행을 통해 구조적 성장을 보여주는 게 주가 방향성에 중요할 전망. 증명이 필요한 구간이라고 판단**

4Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(P)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	797.6	743.7	7.3	738.1	8.1	649.0	22.9	696.0	14.6
영업이익	110.8	102.1	8.5	105.1	5.4	35.2	214.5	90.9	21.9
지배주주당기순손익	(34.1)	40.1	n/a	42.2	n/a	(165.9)	적지	37.5	적전
OPM	13.9	13.7	0.2%p	14.2	-0.3%p	5.4	8.5%p	13.1	0.8%p
NIM	(4.3)	5.4	-9.7%p	5.7	-10.0%p	(25.6)	21.3%p	5.4	-9.7%p

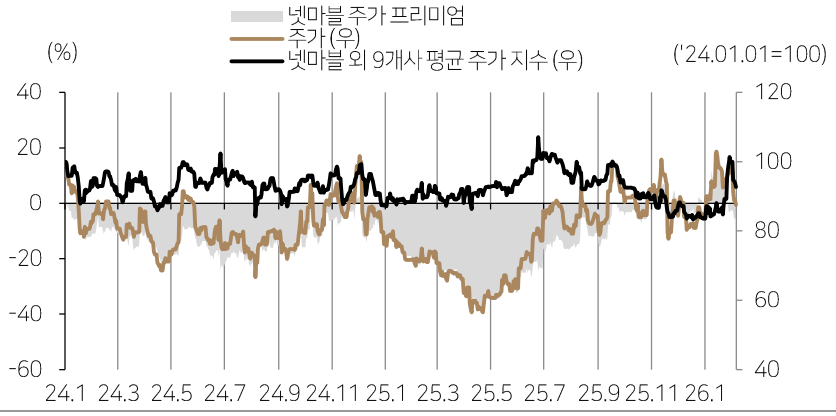
Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 넷마블 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	345.1	1Q26~4Q26
보통주	(천 주)	81,935	
EPS	(원)	4,212	1Q26~4Q26
적정 P/E	(배)	18.0	글로벌 게임사 평균 P/E 적용 지속적인 신작 개발 및 비용 통제 반영
적정 주가	(원)	76,000	반올림 적용
현재 주가 (2/5)	(원)	50,800	
상승 여력	(%)	49.6%	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 넷마블 주가 프리미엄/디스카운트



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 넷마블 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	685.2	719.2	801.1	806.8	2,663.8	2,835.1	3,012.2
소셜 카지노	197.2	189.4	188.1	196.1	198.8	187.9	192.7	195.9	766.7	770.8	775.3
MCOC	56.2	64.6	48.7	87.7	55.0	63.2	48.2	86.9	253.4	257.2	253.3
7대죄: Grand Cross	31.2	28.7	27.8	31.9	14.6	18.5	13.5	12.9	130.6	119.6	59.5
나 혼자만 레벨업: ARISE	49.9	43.1	27.8	31.9	21.4	21.2	21.0	20.5	279.5	152.7	84.0
레이븐2	31.2	28.7	20.9	31.9	23.3	23.3	23.3	23.1	102.6	112.7	93.0
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	21.8	19.9	18.1	16.3		150.0	76.1
세븐나이츠 리버스		93.3	83.5	119.6	81.9	74.6	67.8	61.1		296.4	285.4
뱀피르			62.6	55.8	49.7	40.2	36.2	32.6		118.5	158.6
기타	239.5	205.3	201.6	210.7	218.7	270.4	380.2	357.6	1,131.1	857.1	1,226.9
매출 y/y growth	*6.6%*	*-8.2%*	*7.5%*	*22.9%*	*9.8%*	*0.2%*	*15.1%*	*1.2%*	*6.5%*	*6.4%*	*6.2%*
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	602.7	637.8	675.0	680.8	2,448.2	2,482.6	2,596.2
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	219.3	244.5	264.4	266.2	946.9	938.7	994.4
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	176.5	178.3	180.1	181.9	720.0	699.4	716.8
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	137.0	142.4	158.6	159.7	470.3	573.6	597.8
기타비용	68.8	63.8	64.5	73.8	69.8	72.5	71.9	72.9	311.0	270.9	287.2
% of Revenue	92%	86%	87%	86%	88%	89%	84%	84%	92%	88%	86%
y/y growth (%)	*-1.3%*	*-8.1%*	*4.0%*	*11.9%*	*5.0%*	*3.4%*	*11.5%*	*-0.9%*	*-4.8%*	*1.4%*	*4.6%*
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	82.5	81.4	126.1	126.0	215.6	352.5	416.0
OPM (%)	*8.0%*	*14.1%*	*13.1%*	*13.9%*	*12.0%*	*11.3%*	*15.7%*	*15.6%*	*8.1%*	*12.4%*	*13.8%*
y/y growth (%)	*1,247%*	*-9%*	*39%*	*214.5%*	*66%*	*-19.5%*	*38.8%*	*13.7%*	*흑전*	*63.5%*	*18.0%*
영업외손익	48	89	-35	-91	25	22	33	7	-139	11	89
세전이익	98	190	56	20	108	104	159	133	76	363	504
당기순이익	80	160	41	-36	78	75	115	96	3	245	363
NIM (%)	*12.9%*	*22.3%*	*5.8%*	*n/a*	*11.3%*	*10.4%*	*14.3%*	*11.9%*	*0.1%*	*8.6%*	*12.1%*
지배주주순이익	75.6	160.4	37.5	-34.1	73.8	71.0	109.1	91.2	25.7	239.3	345.1
NIM (지배주주, %)	*12.1%*	*22.3%*	*5.4%*	*n/a*	*10.8%*	*9.9%*	*13.6%*	*11.3%*	*1.0%*	*8.4%*	*11.5%*

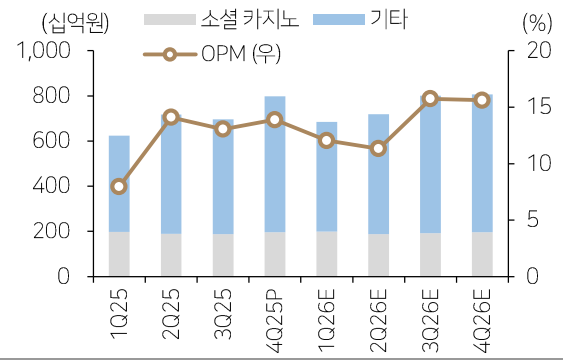
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 넷마블 실적 추정치 변경 내역 (십억원)

	변경 전				변경 후				차이(%,%p)			
	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12	2026.03	2026.06	2026.09	2026.12
매출액	739.0	759.5	766.8	754.3	685.2	719.2	801.1	806.8	(7.3)	(5.3)	4.5	7.0
영업이익	93.7	108.4	109.5	101.6	82.5	81.4	126.1	126.0	(12.0)	(24.9)	15.1	24.0
OPM(%)	12.7	14.3	14.3	13.5	12.0	11.3	15.7	15.6	(0.6)	(3.0)	1.5	2.1
지배주주순이익	86.2	94.7	103.6	78.8	73.8	71.0	109.1	91.2	(14.4)	(25.0)	5.3	15.8
NIM(%)	11.7	12.5	13.5	10.4	10.8	9.9	13.6	11.3	(0.9)	(2.6)	0.1	0.9

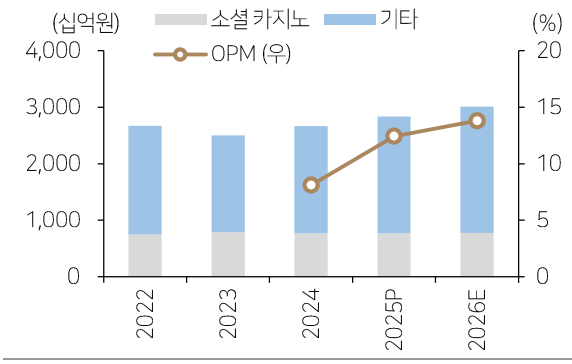
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 넷마블 분기 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 6: 넷마블 연간 매출액 추이



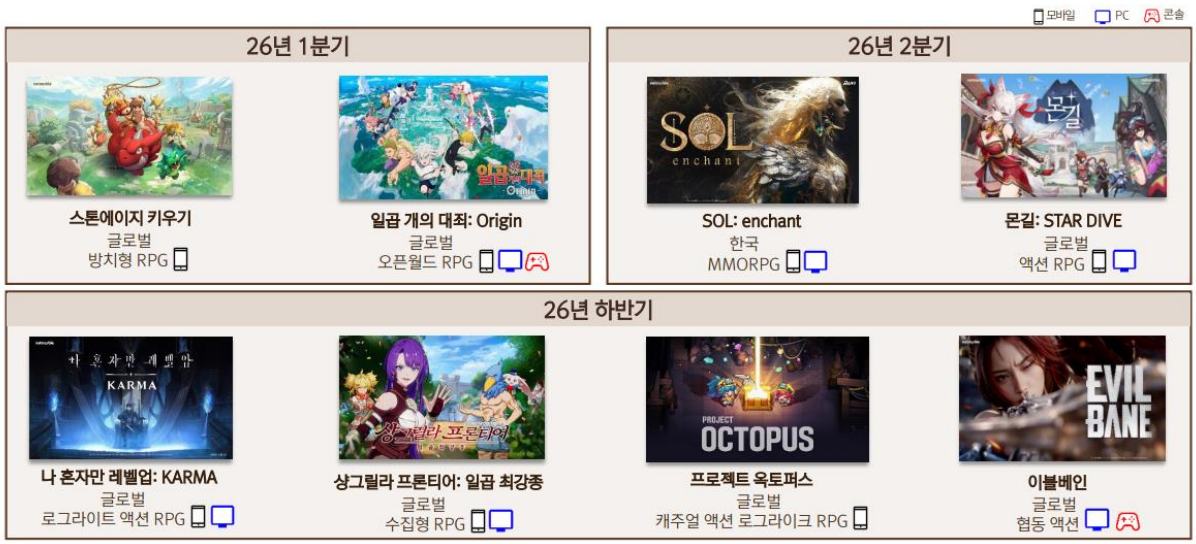
Source: 다올투자증권

Fig. 7: 넷마블 출시 예정 게임

출시 일정	게임	장르	개발사	디바이스(플랫폼)	출시 지역
2025-03-20	RF 온라인 넥스트	MMORPG	넷마블엔투	모바일/PC	한국
2025-05-23	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	넷마블 넥서스	모바일/PC	한국
2025-05-21	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	넷마블네오	모바일/PC	글로벌
2025-08-26	뱀피르	MMORPG	넷마블네오	모바일/PC	한국
2025-09-04	킹 오브 파이터 AFK	방치형 RPG	넷마블네오	모바일	글로벌
2025-09-18	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	넷마블 넥서스	모바일/PC	글로벌
2025-09-30	RF 온라인 넥스트	MMORPG	넷마블엔투	모바일/PC	대만, 홍콩, 마카오, 일본
2025-10-22	레이븐 2	MMORPG	넷마블몬스터	모바일	글로벌
2025-11-25	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	넷마블네오	PC	글로벌
2026-03-17	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	넷마블에프엔씨	모바일/PC/콘솔	글로벌
1Q26	뱀피르	MMORPG	넷마블네오	모바일/PC	대만, 홍콩, 마카오
	스톤에이지 키우기	글로벌 수집형 RPG	넷마블엔투	모바일	글로벌
2Q26	SOL: enchant	MMORPG	알트나인	모바일/PC	한국
	몬길: STAR DIVE	액션 RPG	넷마블몬스터	모바일/PC	글로벌
1H26	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	넷마블네오	콘솔	글로벌
2H26	이블베인	협동 액션	넷마블몬스터	PC/콘솔	글로벌
	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	넷마블엔투	PC/콘솔	글로벌
	나 혼자만 레벨업: KARMA	액션 RPG	넷마블네오	모바일/PC	글로벌
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	콩스튜디오	모바일	글로벌

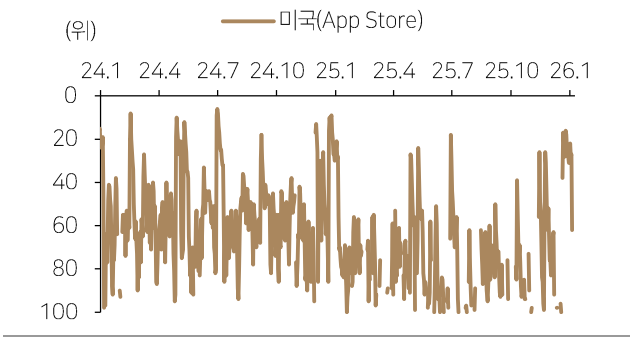
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 신작 라인업 및 2025년 지스타 출품작



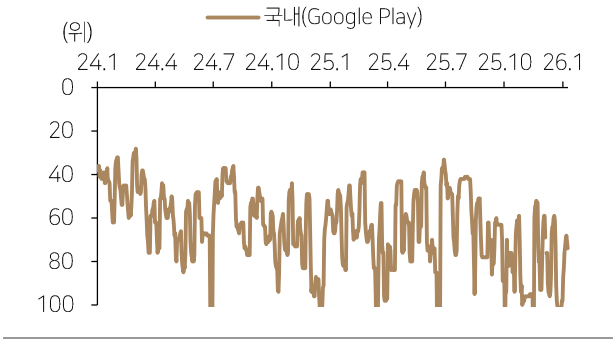
Source: 다올투자증권

Fig. 9: MCOC 미국 매출 순위 추이



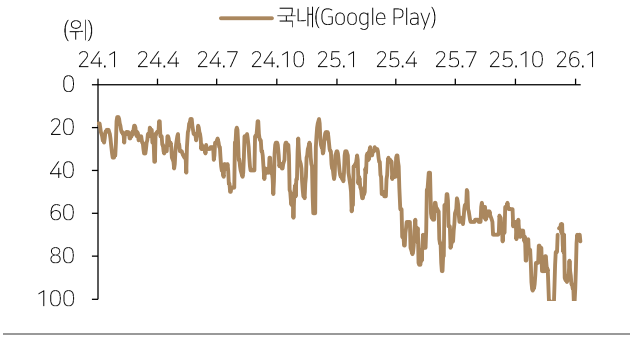
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 10: 리니지2 레볼루션 한국 매출 순위 추이



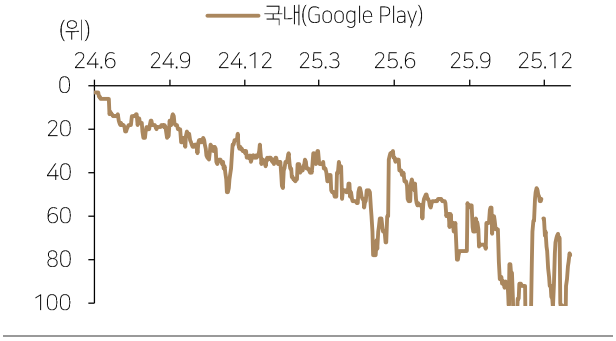
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 11: B&S Revolution 한국 매출 순위 추이



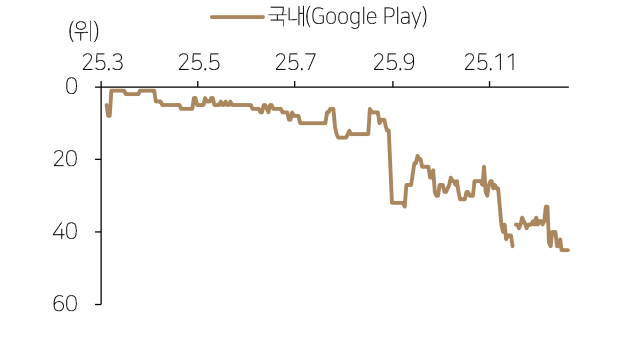
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 12: 레이븐2 한국 매출 순위 추이



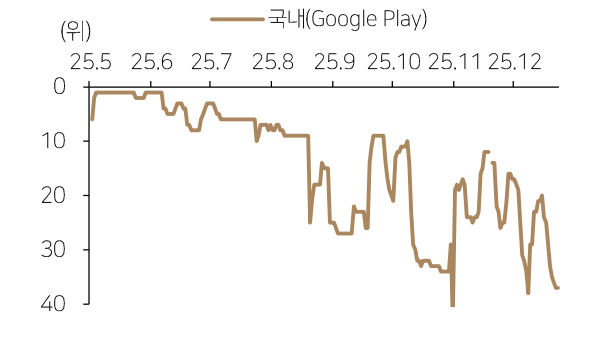
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 13: RF 온라인 넥스트 한국 매출 순위 추이



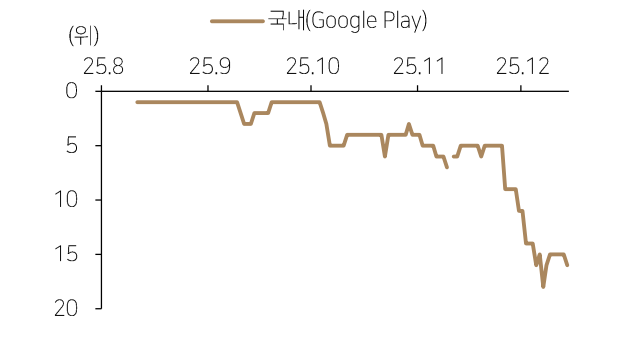
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 14: 세븐나이츠 리버스 한국 매출 순위 추이



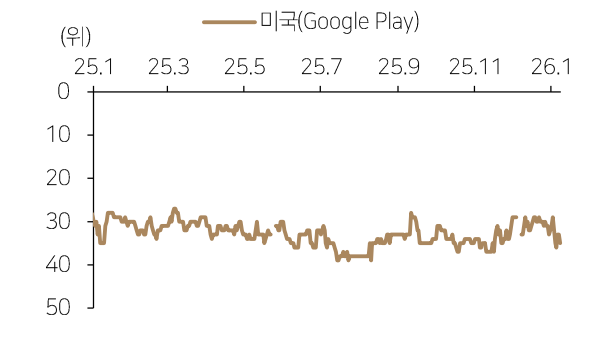
Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 15: 뱀피르 한국 매출 순위 추이



Source: Mobile Index, 다올투자증권

Fig. 16: Lotsa Slots 미국 매출 순위 추이



Source: Mobile Index, 다올투자증권

넷마블 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	905.8	1,114.8	858.2	786.1	1,100.0
현금성자산	498.5	683.5	333.4	258.6	569.9
매출채권	271.5	295.1	352.6	348.6	343.9
재고자산	2.7	2.1	2.3	2.2	2.2
비유동자산	7,010.1	7,062.2	6,576.2	6,409.0	6,259.2
투자자산	3,436.9	3,477.3	3,532.7	3,554.5	3,577.0
유형자산	344.4	339.8	400.5	416.8	433.7
무형자산	3,228.8	3,245.2	2,642.9	2,437.7	2,248.5
자산총계	7,915.9	8,177.1	7,434.4	7,195.1	7,359.2
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,557.4	1,085.2	965.6
매입채무	264.6	344.2	434.3	290.8	202.5
유동성이자부채	1,397.7	636.1	751.4	719.4	687.4
비유동부채	897.0	1,355.0	952.4	923.2	814.4
비유동이자부채	443.3	1,056.6	616.5	576.5	456.5
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,509.8	2,008.4	1,780.0
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,055.7	3,055.7	3,055.7
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,350.7	1,767.5	2,261.4
자본조정	792.5	1,207.1	450.0	295.2	193.7
자기주식	(405.4)	(405.4)	(405.4)	(405.4)	(405.4)
자본총계	5,079.0	5,473.9	4,924.7	5,186.7	5,579.1
투하자본	3,425.1	3,565.0	2,931.3	3,195.0	3,122.8
순차입금	1,209.5	875.0	864.6	860.5	390.0
ROA	(3.6)	0.0	3.1	5.0	5.7
ROE	(5.8)	0.1	4.8	7.3	7.8
ROIC	(1.3)	0.3	7.3	9.8	10.7

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,835.1	3,012.2	3,165.2
증가율 (Y-Y,%)	(6.4)	6.5	6.4	6.2	5.1
영업이익	(68.5)	215.6	352.5	416.0	461.7
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	63.5	18.0	11.0
EBITDA	117.0	370.0	478.6	542.5	588.4
영업외손익	(90.1)	(139.3)	10.8	88.5	108.7
순이자수익	(117.3)	(82.9)	(60.6)	(63.8)	(65.8)
외화관련손익	(34.1)	(7.1)	(7.1)	(7.8)	(8.1)
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	(158.6)	76.3	363.3	504.5	570.4
당기순이익	(303.9)	3.2	245.1	363.2	416.4
지배기업당기순이익	(255.7)	25.6	239.3	345.1	395.6
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	7,520.4	48.2	14.6
NOPLAT	(49.6)	9.1	237.8	299.5	337.0
(+) Dep	185.4	154.4	126.1	126.5	126.7
(-) 운전자본투자	(42.6)	(146.1)	(0.3)	442.9	90.1
(-) Capex	36.2	17.3	35.5	35.7	35.0
OpFCF	142.2	292.3	328.7	(52.6)	338.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.2	2.0	2.0	6.4	5.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	12.6	n/a	n/a	28.9
EBITDA증가율(3Yr)	(32.7)	7.1	57.0	66.8	16.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	(76.5)	n/a	n/a	405.9
영업이익률(%)	(2.7)	8.1	12.4	13.8	14.6
EBITDA마진(%)	4.7	13.9	16.9	18.0	18.6
순이익률 (%)	(12.1)	0.1	8.6	12.1	13.2

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	(98.1)	287.7	476.1	42.7	446.4
당기순이익	(303.9)	3.2	245.1	363.2	416.4
자산상각비	185.4	154.4	126.1	126.5	126.7
운전자본증감	(121.0)	(34.8)	(71.7)	(442.9)	(90.1)
매출채권감소(증가)	(80.4)	(9.5)	(73.5)	4.0	4.6
재고자산감소(증가)	(0.3)	(0.4)	(1.5)	0.1	0.0
매입채무증가(감소)	(14.6)	(6.3)	(18.5)	(143.5)	(88.4)
투자현금	465.6	36.7	91.1	33.9	16.4
단기투자자산감소	32.2	(37.1)	(0.5)	(3.6)	(3.7)
장기투자증권감소	518.1	228.9	22.0	104.8	88.9
설비투자	(36.2)	(17.3)	(35.5)	(35.7)	(35.0)
유무형자산감소	13.0	20.9	15.8	(11.3)	(12.5)
재무현금	(480.9)	(220.7)	(882.4)	(155.0)	(155.2)
차입금증가	(493.0)	(203.1)	(339.4)	(72.0)	(152.0)
자본증가	2.2	0.1	(466.1)	(83.0)	(3.2)
배당금지급	(2.2)	(0.1)	(34.0)	(71.8)	(98.3)
현금 증감	(72.7)	147.5	(332.0)	(78.4)	307.6
총현금흐름(Gross CF)	136.4	385.2	582.4	485.7	536.5
(-) 운전자본증가(감소)	(42.6)	(146.1)	(0.3)	442.9	90.1
(-) 설비투자	36.2	17.3	35.5	35.7	35.0
(+) 자산매각	13.0	20.9	15.8	(11.3)	(12.5)
Free Cash Flow	480.9	387.2	601.9	76.6	462.8
(-) 기타투자	(518.1)	(228.9)	(22.0)	(104.8)	(88.9)
잉여현금	999.0	616.1	623.9	181.4	551.7

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,975)	298	2,784	4,015	4,602
BPS	20,369	25,256	25,852	31,288	38,055
DPS	0	417	876	1,200	1,380
Multiples(x,%)					
PER	n/a	173.3	18.2	12.7	11.0
PBR	2.9	2.0	2.0	1.6	1.3
EV/ EBITDA	53.0	14.4	10.9	9.6	8.1
배당수익율	0.0	0.8	1.7	2.4	2.7
PCR	36.6	11.5	7.5	9.0	8.1
PSR	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	55.9	49.4	51.0	38.7	31.9
Net debt/Equity	23.8	16.0	17.6	16.6	7.0
Net debt/EBITDA	1,034.1	236.5	180.6	158.6	66.3
유동비율	46.7	82.7	55.1	72.4	113.9
이자보상배율	n/a	2.6	5.8	6.5	7.0
이자비용/매출액	5.9	4.0	2.7	2.6	2.6
자산구조					
투하자본(%)	46.5	46.1	43.1	45.6	43.0
현금+투자자산(%)	53.5	53.9	56.9	54.4	57.0
자본구조					
차입금(%)	26.6	23.6	21.7	20.0	17.0
자기자본(%)	73.4	76.4	78.3	80.0	83.0

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~+15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

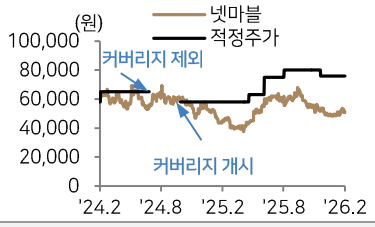
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

넷마블 (251270)



일자	2024.01.16	2024.02.08	커버리지 제외	커버리지 개시	2024.10.08	2025.04.29
투자의견	BUY	BUY			BUY	BUY
적정주가	58,000원	65,000원			58,000원	63,000원
일자	2025.06.18	2025.08.08	2025.11.27			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	75,000원	80,000원	76,000원			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.01.16	58,000	57,641	61,700	-0.62%	6.38%
2024.02.08	65,000	60,016	69,400	-7.67%	6.77%
2024.10.08	58,000	48,510	61,300	-16.36%	5.69%
2025.04.29	63,000	52,198	60,100	-17.15%	-4.6%
2025.06.18	75,000	60,732	63,800	-19.02%	-14.93%
2025.08.08	80,000	58,403	68,000	-27%	-15%
2025.11.27	76,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 2월 5일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가