한화투자증권

2026년 2월 6일
기업분석

넷마블 (251270)

실적 정상화

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (상향)

목표주가(상향): 68,000원

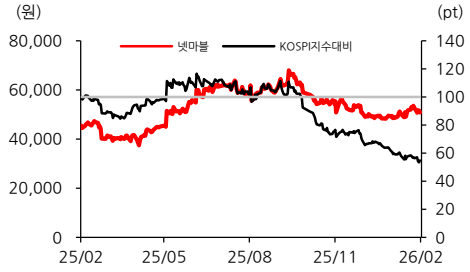
현재 주가(2/5)	50,800 원
상승여력	▲33.9%
시가총액	43,664 억원
발행주식수	85,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	68,000 / 37,500 원
90 일 일평균 거래대금	90.8 억원
외국인 지분율	27.6%
주주 구성	
방준혁 (외 15 인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1 인)	6.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.3	-6.4	-13.2	12.9
상대수익률(KOSPI)	-12.6	-35.4	-74.6	-92.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,664	2,835	3,096	3,350
영업이익	216	353	384	440
EBITDA	370	492	564	613
지배주주순이익	26	238	329	270
EPS	313	2,902	4,013	3,294
순차입금	1,009	1,079	621	230
PER	165.2	14.1	12.7	15.4
PBR	0.8	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	14.7	9.3	8.8	7.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	0.5	4.5	6.2	4.9

주가 추이



동사의 4Q25 실적은 컨센서스를 상회했습니다. 분기 실적 안정성이 확인됐고, 자산 유동화 및 주주환원 정책에 대한 회사의 정책 방향성도 적극적인 점을 고려하면 점진적인 기업가치 레벨은 높아질 것으로 예상합니다.

4Q25 실적은 영업이익 컨센서스 상회

동사의 4Q25 실적은 매출액 7,976억 원, 영업이익 1,108억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 상회했다. MCoC를 포함한 기존 게임들의 매출이 전분기 대비 증가했고, 기존 주요 흥행작들의 플랫폼 및 지역 확장 출시 효과가 매출에 기여됐다. 인건비는 신작 흥행에 따른 인센티브 지급으로 인해 QoQ 7% 증가, 마케팅비는 지스타 및 글로벌 지역 마케팅 집행으로 인해 QoQ 23% 늘어났다. 대부분의 비용 역시 전반적인 통제 기조가 유지된 것으로 본다.

확인된 체력, 재무구조 개선 및 주주환원 정책도 긍정적

이번 실적발표와 동시에 주주환원 정책 및 하이브 지분 매각 결정을 공개했다. 실적 안정성을 바탕으로 하는 자사주 소각 및 배당 확대 등 주주환원 정책이 적극적인 기조로 제시된 점은 긍정적이다. 또한, 투자자산 유동화를 통한 재무구조 개선 기조를 유지하고 있는 와중에, 하이브 일부 지분 처분으로 향후 부채 축소 및 안정적인 영업현금흐름 추세가 더욱 부각될 것으로 예상한다. 신작 모멘텀은 상반기 4종의 신작이 예정 중인데, 1분기보다는 2분기 라인업에 기대을 높일 수 있다고 본다. 1분기에는 스톤에이지 키우기, 일곱개의 대죄 오리진의 성과, 3월 뱀피르의 지역 확장, 2분기 몬길 및 SOL이 예정되어 있다. 글로벌 성과 증명 시에는 동사의 개발 능력은 보다 재평가 받을 것으로 본다.

목표주가 6만 8천 원, 투자의견 BUY로 상향

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익 추정치 상향으로 6만 8천 원으로 높여 제시한다. 올해 예상 EPS에 P/E 목표배수 17배를 적용했으며, 목표주가 상승여력 확대로 투자의견도 Buy로 상향한다. 분기 실적 안정성이 확인됐고, 자산 유동화 및 주주환원 정책에 대한 회사의 정책 방향성도 적극적인 점을 고려하면 점진적인 기업가치 레벨은 높아질 것으로 예상한다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025P	2026E
매출액	624	718	696	798	692	753	806	846	2,502	2,664	2,835	3,096
YoY (%)	6.6	(8.2)	7.5	22.9	10.8	5.0	15.8	6.1	(6.4)	6.5	6.4	9.2
영업비용	574	617	605	687	629	665	692	726	2,571	2,448	2,483	2,712
YoY (%)	(1.3)	(8.1)	4.0	11.9	9.6	7.9	14.3	5.7	(7.6)	(4.8)	1.4	9.3
지급수수료	219	242	225	252	228	249	266	279	980	947	939	1,022
인건비	172	175	170	182	180	191	192	185	744	720	699	747
광고선전비	114	135	145	179	152	151	153	178	487	470	574	634
기타	37	34	33	36	35	38	40	42	174	157	139	155
감가상각비	32	30	32	38	35	38	40	42	185	154	132	155
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	62.2	88.2	114.0	119.7	(68.5)	215.6	352.5	384.0
YoY (%)	1,243.2	(9.1)	38.8	214.8	25.2	(12.8)	25.4	8.0	적지	흑전	63.5	8.9
영업이익률 (%)	8.0	14.1	13.1	13.9	9.0	11.7	14.1	14.2	(2.7)	8.1	12.4	12.4
당기순이익	80.2	160.2	125.4	(35.9)	91.4	81.1	120.8	35.6	(303.9)	3.2	245.1	328.8
YoY (%)	흑전	(1.3)	508.9	적지	13.9	(49.4)	(3.7)	흑전	적지	흑전	7,521	34
순이익률(%)	12.9	22.3	18.0	(4.5)	13.2	10.8	15.0	4.2	(12.1)	0.1	8.6	10.6

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,835	3,096	3,350
매출총이익	2,502	2,664	2,835	3,096	3,350
영업이익	-68	216	353	384	440
EBITDA	117	370	492	564	613
순이자손익	-117	-83	-58	-57	-47
외화관련손익	-34	-7	-5	0	0
지분법손익	423	244	126	170	0
세전계속사업손익	-159	76	298	422	346
당기순이익	-304	3	245	329	270
지배주주순이익	-256	26	238	329	270
증가율(%)					
매출액	-6.4	6.5	6.4	9.2	8.2
영업이익	적지	흑전	63.5	8.9	14.5
EBITDA	-5.5	216.4	33.0	14.6	8.6
순이익	적지	흑전	7,526.6	34.1	-17.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-2.7	8.1	12.4	12.4	13.1
EBITDA 이익률	4.7	13.9	17.4	18.2	18.3
세전이익률	-6.3	2.9	10.5	13.6	10.3
순이익률	-12.1	0.1	8.7	10.6	8.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	839	1,324	1,754
현금성자산	499	684	338	796	1,187
매출채권	272	295	330	350	380
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	6,833	6,727	6,633
투자자산	3,437	3,477	3,532	3,553	3,574
유형자산	344	340	391	371	356
무형자산	3,229	3,245	2,910	2,804	2,703
자산총계	7,916	8,177	7,672	8,052	8,387
유동부채	1,940	1,348	1,759	1,799	1,853
매입채무	265	344	434	460	501
유동성이자부채	1,456	636	999	999	999
비유동부채	897	1,355	753	764	775
비유동이자부채	443	1,057	417	417	417
부채총계	2,837	2,703	2,513	2,563	2,628
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
이익잉여금	1,128	1,145	1,349	1,678	1,948
자본조정	792	1,207	687	687	687
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	5,079	5,474	5,160	5,489	5,759

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	-98	288	55	362	470
당기순이익	-304	3	245	329	270
자산상각비	185	154	140	180	173
운전자본증감	-121	-35	-71	13	16
매출채권 감소(증가)	-80	-9	-50	-20	-31
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	-6	-19	26	40
투자현금흐름	466	37	73	92	-83
유형자산처분(취득)	-36	-17	-39	-45	-48
무형자산 감소(증가)	13	21	18	-9	-9
투자자산 감소(증가)	32	-37	-1	-4	-4
재무현금흐름	-481	-221	-455	0	0
차입금의 증가(감소)	-540	-203	-290	0	0
자본의 증가(감소)	-2	0	-165	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0	0
총현금흐름	136	385	126	350	454
(-)운전자본증가(감소)	16	-205	23	-13	-16
(-)설비투자	36	17	39	45	48
(+)자산매각	13	21	19	-9	-9
Free Cash Flow	97	593	83	308	413
(-)기타투자	-351	169	-45	-149	21
잉여현금	449	424	128	458	391
NOPLAT	-50	9	290	300	343
(+) Dep	185	154	140	180	173
(-)운전자본투자	16	-205	23	-13	-16
(-)Capex	36	17	39	45	48
OpFCF	84	351	368	447	484

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-2,975	313	2,902	4,013	3,294
BPS	57,933	63,011	59,338	63,164	66,304
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,587	4,482	1,468	4,068	5,284
ROA(%)	-3.0	0.3	3.0	4.2	3.3
ROE(%)	-4.9	0.5	4.5	6.2	4.9
ROIC(%)	-1.3	0.3	8.6	9.5	11.3
Multiples(x,%)					
PER	-19.5	165.2	14.1	12.7	15.4
PBR	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8
PSR	2.0	1.7	1.2	1.4	1.3
PCR	36.6	11.5	27.9	12.5	9.6
EV/EBITDA	54.7	14.7	9.3	8.8	7.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	55.9	49.4	48.7	46.7	45.6
Net debt/Equity	27.6	18.4	20.9	11.3	4.0
Net debt/EBITDA	1,197.9	272.7	219.2	110.1	37.5
유동비율	46.7	82.7	47.7	73.6	94.6
이자보상배율(배)	n/a	2.0	4.5	4.4	5.5
자산구조(%)					
투하자본	47.0	46.1	45.3	41.5	38.3
현금+투자자산	53.0	53.9	54.7	58.5	61.7
자본구조(%)					
차입금	27.2	23.6	21.5	20.5	19.7
자기자본	72.8	76.4	78.5	79.5	80.3

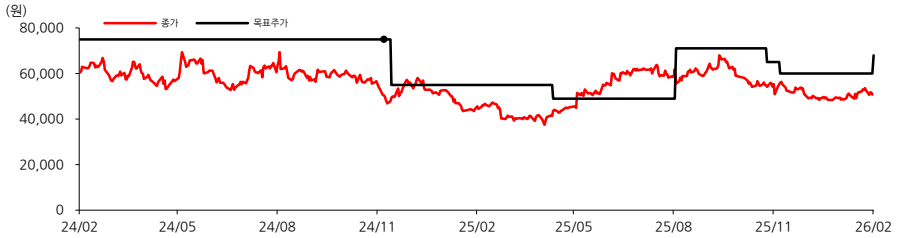
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 2 월 6 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.02.08	2024.05.10	2024.09.03	2024.10.11	2024.11.01	2024.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	55,000
일 시	2025.01.13	2025.04.17	2025.08.08	2025.10.31	2025.11.12	2026.02.06
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	55,000	49,000	71,000	65,000	60,000	68,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.19	Hold	55,000	-14.75	5.45
2025.04.17	Hold	49,000	12.79	30.20
2025.08.08	Hold	71,000	-15.61	-4.23
2025.10.31	Hold	65,000	-16.21	-14.00
2025.11.12	Hold	60,000	-15.04	-6.00
2026.02.06	Buy	68,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%