

넷마블 (251270)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

66,000

하향

현재주가

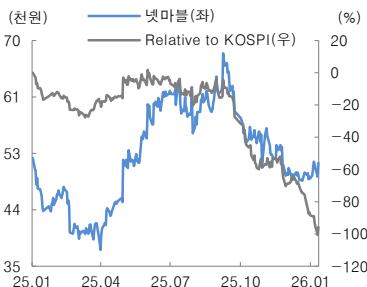
51,000

(26.01.20)

다산투자증권

KOSPI	4885.75
시가총액	4,384십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	68,000원 / 37,500원
120일 평균거래대금	114억원
외국인지분율	27.46%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33%
	HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	-6.6	-16.7	8.6
상대수익률	-14.6	-27.1	-45.6	-44.0



성수기 실적 안정적이나 2026년 신작 모멘텀 부족

- 4Q. 컨센 부합하는 실적 전망. 전통적 성수기 및 3분기 신작의 온기 반영 영향
- '26년 신작은 '25년 대비 기대감이 낮고, 출시 지연 가능성도 있는 것으로 판단
- 기대작 '7대죄: 오리진' 역시 사전 유저 관심도 낮아 보수적 접근 필요

투자 의견 매수 유지, 목표주가 66,000원으로 12% 하향

12MF EPS 3,655원에 Target PER 18.2배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 20% 할인. 목표주가 하향은 신작 모멘텀 부족한 것으로 판단하여 멀티플 할인 영향

4분기 실적은 안정적이나, 2026년 신작 모멘텀은 제한적

4Q25 매출액 7,340억원(YoY 13.1%, QoQ 5.5%), 영업이익 1,048억원(YoY 197.7%, QoQ 15.3%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센 부합 전망

4분기는 전통적인 성수기로, 'MCoC', '7대죄: 그랜드크로스' 등의 매출이 전분기 대비 증가할 것으로 전망. 또한 3분기에 출시된 '뱀피르'와 '세븐나이츠리버스(글로벌)'의 성과가 온기 반영되며, 4분기 출시된 'RF온라인(글로벌)', '나혼렐(스팀)' 역시 매출에 일부 기여할 것으로 판단. 영업비용은 큰 특이사항 없을 것으로 보이며, 기존작의 글로벌 지역 확장 및 지스타 참가 등으로 마케팅비는 전분기 대비 소폭 증가 예상

넷마블은 전년과 마찬가지로 2026년에도 다수의 신작 라인업을 공개했으나, 2025년과는 차이가 있는 것으로 판단. 2025년 흥행작들은 소위 '쌀떡'이 가능한 RPG 장르 중심으로, 단기 대규모 유저 확보 및 초기 매출 발생이 유리한 구조를 보였던 반면, 2026년 라인업의 경우 일부 RPG 타이틀('SOL: 인첸트', '몬갈', '상그릴라' 등)이 있긴 하나, 'SOL: 인첸트'는 자체개발이 아닌 퍼블리싱 타이틀로 상대적으로 마진률이 낮고, 일부 타이틀은 출시 일정 지연 가능성도 있을 것으로 예상. 또한 신작들의 전반적인 사전 기대감이 전년 라인업 대비 낮은 것으로 판단

한편, 그동안 기대작으로 알려진 '일곱개의 대죄: 오리진'은 출시일이 당초 1월에서 3월로 재차 지연된 상황으로, 작년부터 소폭의 일정 지연이 반복되고 있음. 일정 지연 자체가 단기적으로 주가에 미치는 영향은 제한적일 수 있으나, 보다 중요한 변수는 유저 사전 관심도임. 현재 위시리스트 지표 등 사전 지표를 감안할 때, 유저 관심도 높지 않은 것으로 판단되며, 이에 따라 보수적인 접근 추천

(단위: 십억원 %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25(F)				1Q26		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	649	696	772	734	13.1	5.5	743	611	-2.1
영업이익	35	91	115	105	197.5	15.3	104	54	9.1
순이익	-166	105	107	112	흑전	7.4	31	0	-99.5

자료: 넷마블, FnGuide, 다산증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,772	2,789	2,829
영업이익	-68	216	346	352	345
세전순이익	-159	76	510	326	310
총당기순이익	-304	3	414	258	245
지배지분순이익	-256	26	401	247	235
EPS	-2,975	298	4,670	2,879	2,736
PER	NA	173.3	10.9	17.7	18.6
BPS	57,933	63,011	74,868	91,297	119,288
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
ROE	-4.9	0.5	6.8	3.5	2.6

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

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,809	3,062	2,772	2,789	-1.3	-8.9
판매비와 관리비	2,453	2,647	2,425	2,436	-1.1	-7.9
영업이익	356	415	346	352	-2.8	-15.2
영업이익률	12.7	13.6	12.5	12.6	-0.2	-0.9
영업외손익	92	-34	164	-26	78.0	작자유지
세전순이익	448	381	510	326	13.8	-14.4
지배지분순이익	353	289	401	247	13.6	-14.4
순이익률	13.0	9.8	14.9	9.2	2.0	-0.6
EPS(지배지분순이익)	4,109	3,365	4,670	2,879	13.6	-14.4

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	314.2	
Target PER(x)	18.2x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균대비 20% 할인 적용
목표 시총(십억원)	5,706.3	
주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	66,389	
목표 주가(원)	66,000	반올림 적용
현재 주가(원)	51,000	
상승 여력	29.4%	

자료: 대신증권 Research Center

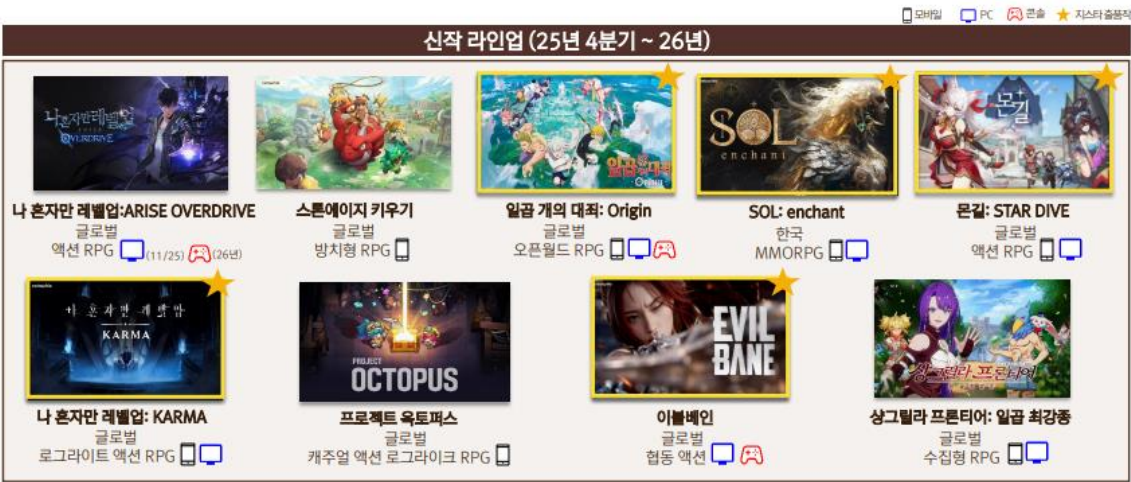
표 1. 넷마블 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q2E	2024	2025E	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	734.0	610.7	738.2	702.2	737.6	2,663.8	2,771.5	2,788.7
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	76.5	49.8	57.9	49.8	74.7	253.4	245.9	232.1
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	31.2	28.7	27.8	32.0	37.6	26.6	26.6	30.6	130.6	119.8	121.4
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	153.5	151.9	150.4	148.9	147.4	604.2	592.9	598.7
나혼자만 레벨업	49.9	43.1	27.8	30.6	24.0	29.1	20.6	18.5	279.5	151.4	92.1
레이븐2	31.2	28.7	20.9	22.1	20.6	19.8	19.0	18.0	102.6	102.9	77.3
RF 온라인넥스트	18.7	64.6	34.8	20.9	14.3	10.1	7.2	5.0		139.0	36.6
세븐나이츠리버스		93.3	83.5	71.4	34.9	38.9	37.3	35.5		248.2	146.6
뱀피르			62.6	92.2	18.2	14.8	22.4	17.9		154.8	73.3
일곱개의 대죄 오리진					20.0	63.7	45.1	31.6			160.3
몬길: 스타다이브					15.0	18.0	7.2	5.8			46.0
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	164.4	158.2	244.0	255.4	291.6	954.2	718.1	949.2
영업비용	574.2	616.5	605.1	629.2	556.5	621.0	608.7	650.1	2,448.2	2,425.0	2,436.4
인건비	172.1	174.9	170.4	172.1	166.9	168.6	170.3	172.0	720.0	689.5	677.8
지급수수료	219.1	242.4	224.9	244.4	207.2	269.5	254.9	271.0	946.9	930.8	1,002.6
마케팅비	114.2	135.4	145.3	148.2	118.6	119.8	120.9	145.1	470.3	543.1	504.4
감가비	31.9	30.0	31.5	31.8	31.5	31.2	30.9	30.6	154.4	125.2	124.1
기타	36.9	33.8	33.0	32.7	32.3	32.0	31.7	31.4	156.6	136.4	127.4
영업이익	49.7	101.1	90.9	104.8	54.2	117.1	93.4	87.5	215.6	346.5	352.3
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	14.3%	8.9%	15.9%	13.3%	11.9%	8.1%	12.5%	12.6%
지배주주지분 순이익	75.6	160.3	37.5	126.7	40.4	82.6	64.5	59.9	25.6	400.1	247.4
순이익률	12.1%	22.3%	5.4%	17.3%	6.6%	11.2%	9.2%	8.1%	1.0%	14.4%	8.9%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. 2026년 신작 라인업



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

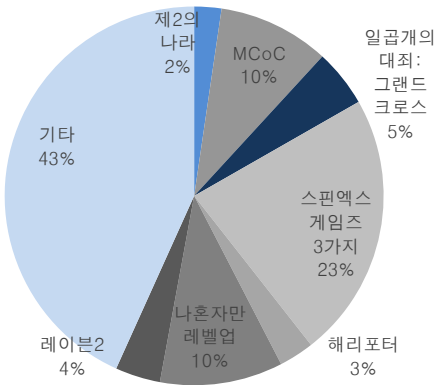
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 22%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국 민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크 로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

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

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

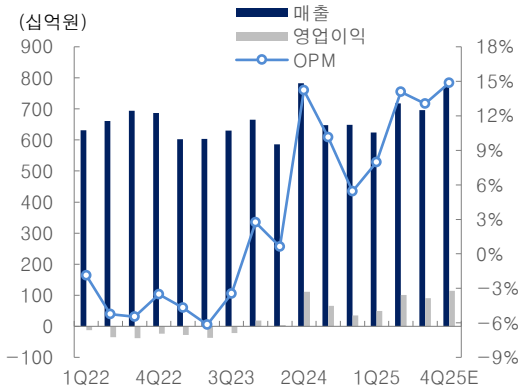
게임별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

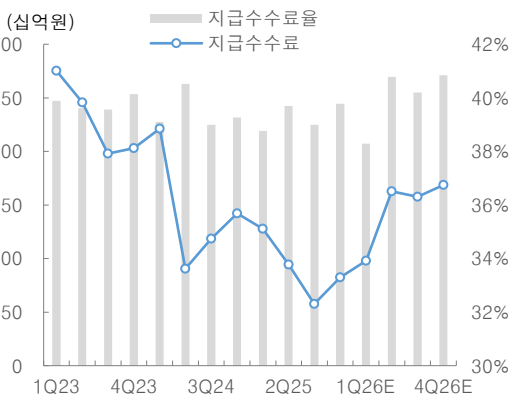
Earnings Driver

매출, 영업이익의 추이 및 전망



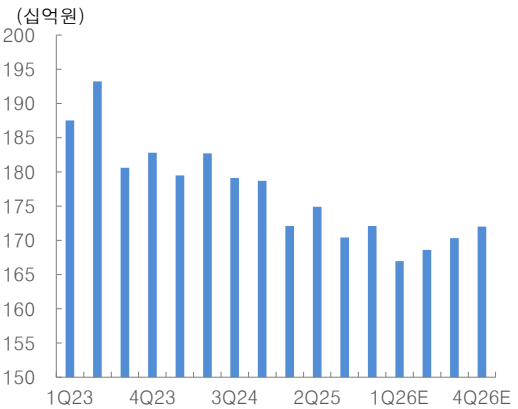
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



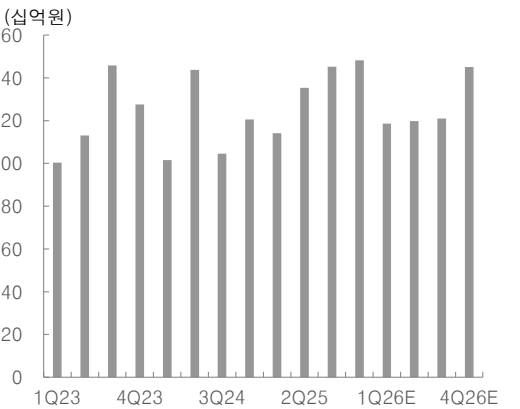
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

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	2,772	2,789	2,829
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,772	2,789	2,829
판매비용포함비	2,571	2,448	2,425	2,436	2,484
영업이익	-68	216	346	352	345
영업외수익	-27	8.1	12.5	12.6	12.2
EBITDA	117	370	478	470	451
영업외손익	-90	-139	164	-26	-35
관계기업손익	113	109	130	75	70
금융수익	73	77	180	24	25
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-262	-192	-135	-126	-131
외환관련손실	71	54	28	28	28
기타	-14	-133	-12	1	1
법인세비용차감전순이익	-159	76	510	326	310
법인세비용	-145	-73	-96	-68	-65
계속사업순이익	-304	3	414	258	245
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	414	258	245
당기순이익	-12.1	0.1	14.9	9.2	8.7
비재계분순이익	-48	-22	13	10	10
재계분순이익	-256	26	401	247	235
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	35	35	36	36
포괄손익이익	-590	352	766	613	604
비재계분포괄이익	-48	-20	24	24	24
재계분포괄이익	-542	371	743	589	580

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,670	2,879	2,736
PER	NA	173.3	9.6	15.6	16.4
BPS	57,933	63,011	74,868	91,297	119,288
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
EBITDAPS	1,361	4,305	5,557	5,470	5,249
EV/EBITDA	54.9	14.9	8.9	5.5	0.0
SPS	29,109	30,991	32,244	32,444	32,914
PSR	20	1.7	1.6	1.6	1.5
CFPS	1,587	4,482	8,324	6,672	6,403
DPS	0	417	417	417	417

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-6.4	6.5	4.0	0.6	1.4
영업이익 증/감	착지	흑전	60.7	1.7	-2.1
순이익 증/감	착지	흑전	12,779.3	-37.8	-5.0
수익성					
ROIC	-3.5	0.3	8.0	8.1	8.2
ROA	-0.8	2.7	4.2	4.1	3.6
ROE	-4.9	0.5	6.8	3.5	2.6
안정성					
부채비율	55.9	49.4	27.6	11.4	0.1
순차입금비율	26.2	18.2	-3.3	-23.5	-43.5
이자보상비율	-0.5	2.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷비탈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,428	2,187	3,939
현금및현금성자산	430	578	822	1,489	3,098
매출채권 및 기타채권	272	295	306	308	312
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
관계기업투자지급	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	8,302	8,834	10,370
유동부채	1,940	1,348	443	-452	-1,348
매입채무 및 기타채무	265	344	345	345	346
차입금	1,311	505	-391	-1,286	-2,181
유동상채무	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	902	7
자본계분	4,980	5,416	6,435	7,847	10,253
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,513	1,726	1,927
기타자본계분	792	1,207	1,859	3,058	5,263
비자본계분	100	58	69	84	109
자본총계	5,079	5,474	6,504	7,931	10,363
순차입금	1,329	995	-214	-1,867	-4,510

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	597	491	469
당기순이익	-304	3	414	258	245
비현금항목의 가감	440	382	301	316	306
감가상각비	185	154	131	118	106
외환손익	36	5	2	2	2
자본법평가손익	-113	-109	-130	-75	-70
기타	332	332	298	271	267
자산부채의 증감	-121	-35	-29	-20	-22
기타현금흐름	-113	-63	-90	-62	-59
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	-238	-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	244	667	1,608
기초 현금	503	430	578	822	1,489
기말 현금	430	578	822	1,489	3,098
NOPLAT	-131	9	281	278	272
FCF	31	167	395	379	361

[Compliance Notice]

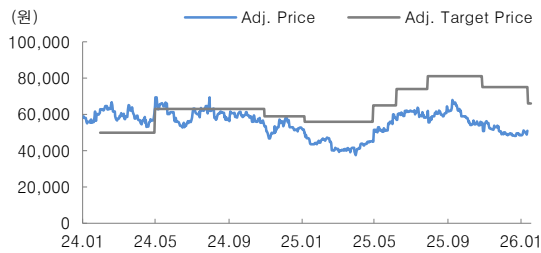
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

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	26.01.21	25.12.01	25.11.28	25.11.17	25.11.06	25.10.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	66,000	75,000	75,000	75,000	75,000	81,000
과다율(평균%)		(32.07)	(28.79)	(28.83)	(27.28)	(26.53)
과다율(최대/최소%)		(24.80)	(24.80)	(24.80)	(24.80)	(16.05)
제시일자	25.09.29	25.08.07	25.06.16	25.05.31	25.05.08	25.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	81,000	81,000	74,000	66,000	66,000	56,000
과다율(평균%)	(24.88)	(23.90)	(18.11)	(18.03)	(21.10)	(23.04)
과다율(최대/최소%)	(16.05)	(16.05)	(13.78)	(7.54)	(18.46)	(13.13)
제시일자	24.11.16	24.11.08	24.09.24	24.08.08	24.07.18	24.05.09
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	59,000	59,000	63,000	63,000	63,000	63,000
과다율(평균%)	(10.80)	(16.71)	(5.19)	(3.47)	(0.88)	(5.42)
과다율(최대/최소%)	(1.69)	(14.24)	10.16	(10.48)	3.97	10.16
제시일자	24.02.08					
투자의견	Marketperform					
목표주가	50,000					
과다율(평균%)	19.28					
과다율(최대/최소%)	6.20					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260118)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	87.9%	12.1%	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