



Outperform(Maintain)

목표주가: 40,000원(하향)

주가(10/29): 33,750원

시가총액: 28,066억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

Stock Data

KOSPI (10/29)	5,937.66pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,900원	33,550원
등락률	-41.7%	0.6%
수익률	절대	상대
1M	-2.3%	13.0%
6M	-34.2%	-25.9%
1Y	-37.6%	-56.8%

Company Data

발행주식수	83,158천주
일평균 거래량(3M)	138천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(26E)	3.0%
BPS(26E)	69,857원
주요 주주	방준혁 외 11인 38.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,865.4	2,668.0
영업이익	215.6	352.5	291.2	297.9
EBITDA	370.0	484.0	409.1	420.0
세전이익	76.3	346.2	634.2	345.3
순이익	3.2	230.8	482.6	260.2
지배주주지분순이익	25.6	225.0	468.1	244.2
EPS(원)	298	2,618	5,536	2,937
증감률(% YoY)	흑전	777.7	111.5	-47.0
PER(배)	173.3	18.4	6.1	11.5
PBR(배)	0.82	0.76	0.48	0.47
EV/EBITDA(배)	14.9	10.2	8.2	8.1
영업이익률(%)	8.1	12.4	10.2	11.2
ROE(%)	0.5	4.1	8.3	4.1
순차입금비용(%)	18.2	13.3	7.9	8.2

Price Trend



기업 업데이트

넷마블 (251270)

전략에 대한 강화 필요



동사 목표주가를 5.8만원에서 4만원으로 하향하고, 투자의견 Outperform을 유지한다. 라이브 게임별 매출 지속성과 글로벌 유저에게 소구할 수 있는 신작 출시를 통한 메가 IP 확보가 여전한 속제로 작동한다 할 수 있다. 동사 3Q26E 매출액과 영업이익은 각각 7,217억원과 692억원으로 해당 분기 영업이익률 9.6%를 전망한다.

>>> 목표주가 하향 조정

동사의 목표주가를 5.8만원에서 4만원으로 하향하고, 투자의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가는 27E 지배주주지분 2,442억원에 목표 PER 15배와 연 할인율 10%를 적용한 결과다. 주요 게임별 매출 지속성과 글로벌 유저에게 소구할 수 있는 신작 출시를 통한 메가 IP 확보가 여전한 속제로 작동한다 할 수 있다.

>>> 전략에 대한 포인트

동사는 모바일 중심 신작 전략을 여전히 가져갈 것으로 관측된다. 다만 글로벌 유저 관점에서 콘솔 신작에 대한 수요 접점이 크다는 점에서 관련 플랫폼에서 차별화된 게임성에 따른 신작 출시가 요구된다 할 수 있다. 이는 기존 메타를 브레이크할 수 있는 경쟁력 높은 신작을 정의하는 것이며, 관련 장르에서 주요 입지를 차지하고 있는 게임의 메타 대비로 유사한 포인트가 많을수록 유저들은 기존 게임을 이탈해 신작에 진입할 여지가 적을 수 있음을 염두하며, 도전적인 자세로 신작에 대한 준비를 확대할 필요가 있음을 부연 설명한다. 이는 동사의 아킬레스건인 매출 지속성 저하 및 이와 연동한 유저 트래픽 이탈을 해소하는 차원에서도 해당 의미를 가지는 바, 관련 프로세스를 통해서 글로벌 메가 IP를 확보할 경우 차기작과 연동한 중기 매출 확보 및 유저 로열티를 통한 넘버링별 매출 및 트래픽 레벨업을 이끌어낼 여지를 강조하는 것이다.

>>> 3Q26E 실적 프리뷰

동사 3Q26E 매출액과 영업이익은 각각 7,217억원과 692억원으로 해당 분기 영업이익률 9.6%를 전망한다. 기존 라이브 게임별 매출 지속성이 전분기대비 낮아지는 가운데 신작 라이브 게임에 대한 마케팅비 투입 등에 따라 영업이익 불륨 자체가 전기대비 13.7% 감소할 것으로 예상한다. 당사는 현재 동사 향후 신작 성과를 추정에 반영하지 않고 있으며, 이후 관련 신작 라인업별 경쟁력을 중립적으로 검증해 유의미한 라인업이 존재할 때 추정치 반영을 할 예정이다. 이에 현재 당사가 부여한 목표 PER 15배는 신작 추정치 미반영에 대한 반대급부라고 할 수 있으며, 향후 메가 IP 확보 여부에 따라 이에 따른 밸류에이션 업다운 여지가 상존한다고 결론내릴 수 있겠다.

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	749.2	721.7	742.8	2,835.1	2,865.4	2,668.0
모바일 게임	575.3	672.8	628.0	731.5	611.1	707.4	678.3	686.9	2,607.5	2,683.7	2,482.7
온라인 게임	7.3	7.3	7.3	18.8	7.0	7.0	7.0	18.0	40.6	39.0	37.7
기타	41.3	37.6	60.7	47.3	33.6	34.8	36.4	37.9	187.0	142.7	147.7
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.7	669.1	652.5	653.9	2,482.6	2,574.2	2,370.2
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.2	69.2	88.9	352.5	291.2	297.9
영업이익률(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	10.7%	9.6%	12.0%	12.4%	10.2%	11.2%
영업외손익	47.8	88.8	-35.0	-108.0	224.1	185.4	40.5	-107.1	-6.3	343.0	47.4
법인세차감전순이익	97.6	189.9	55.9	2.8	277.2	265.6	109.7	-18.2	346.2	634.2	345.3
법인세차감전순이익률(%)	15.6%	26.5%	8.0%	0.3%	42.5%	35.4%	15.2%	-2.5%	12.2%	22.1%	12.9%
법인세비용	17.3	29.8	15.3	52.9	66.2	61.7	28.5	-4.7	115.4	151.7	85.1
법인세율(%)	17.7%	15.7%	27.4%	1905.8%	23.9%	23.2%	25.9%	25.9%	33.3%	23.9%	24.6%
당기순이익	80.2	160.1	40.6	-50.1	210.9	203.9	81.2	-13.5	230.8	482.6	260.2
당기순이익률(%)	12.9%	22.3%	5.8%	-6.3%	32.4%	27.2%	11.3%	-1.8%	8.1%	16.8%	9.8%
지배주주지분	75.6	160.4	37.5	-48.4	209.7	197.6	77.7	-17.0	225.0	468.1	244.2
비지배주주지분	4.7	-0.2	3.1	-1.7	1.3	6.2	3.5	3.5	5.8	14.5	16.0

주: 주요 게임별 매출은 편의상 모바일 게임으로 일괄 귀속

자료: 넷마블, 키움증권 리서치 추정

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	2,893.2	2,745.8	2,658.8	2,865.4	2,668.0	2,585.5	-1.0%	-2.8%	-2.8%
영업이익	363.4	333.9	320.0	291.2	297.9	288.7	-19.8%	-10.8%	-9.8%
영업이익률	12.6%	12.2%	12.0%	10.2%	11.2%	11.2%	-2.4%	-1.0%	-0.9%
법인세차감전순이익	435.0	450.5	472.4	634.2	345.3	379.5	45.8%	-23.3%	-19.7%
당기순이익	325.3	336.5	352.4	482.6	260.2	285.1	48.3%	-22.7%	-19.1%
지배주주지분	317.3	326.5	340.4	468.1	244.2	267.1	47.5%	-25.2%	-21.6%

자료: 키움증권 리서치

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E
매출액	739.6	768.4	713.3	671.0	721.7	742.8	665.9	683.1	-2.4%	-3.3%	-6.7%	1.8%
영업이익	113.5	104.0	95.9	76.2	69.2	88.9	83.4	81.3	-39.0%	-14.5%	-13.1%	6.6%
영업이익률	15.3%	13.5%	13.5%	11.4%	9.6%	12.0%	12.5%	11.9%	-5.8%	-1.6%	-0.9%	0.5%
법인세차감전순이익	163.2	35.4	146.3	126.6	109.7	-18.2	122.8	120.6	-32.8%	적전	-16.1%	-4.7%
당기순이익	122.1	26.5	109.3	94.6	81.2	-13.5	92.5	90.9	-33.4%	적전	-15.4%	-3.9%
지배주주지분	120.1	24.5	106.8	92.1	77.7	-17.0	88.5	86.9	-35.2%	적전	-17.1%	-5.6%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,865.4	2,668.0	2,585.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,663.8	2,835.1	2,865.4	2,668.0	2,585.5
판매비	2,448.2	2,482.6	2,574.2	2,370.2	2,296.7
영업이익	215.6	352.5	291.2	297.9	288.7
EBITDA	370.0	484.0	409.1	420.0	414.6
영업외손익	-139.3	-6.3	343.0	47.4	90.8
이자수익	18.4	16.0	21.1	20.4	19.7
이자비용	107.4	72.5	72.5	72.5	72.5
외환관련이익	46.9	47.2	20.3	20.7	21.1
외환관련손실	53.9	56.1	24.7	25.2	25.7
종속 및 관계기업손익	108.7	105.9	89.2	195.9	219.8
기타	-152.0	-46.8	309.6	-91.9	-71.6
법인세차감전이익	76.3	346.2	634.2	345.3	379.5
법인세비용	73.1	115.4	151.7	85.1	94.5
계속사업손익	3.2	230.8	482.6	260.2	285.1
당기순이익	3.2	230.8	482.6	260.2	285.1
지배주주순이익	25.6	225.0	468.1	244.2	267.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.5	6.4	1.1	-6.9	-3.1
영업이익 증감율	흑전	63.5	-17.4	2.3	-3.1
EBITDA 증감율	216.4	30.8	-15.5	2.7	-1.3
지배주주순이익 증감율	흑전	778.9	108.0	-47.8	9.4
EPS 증감율	흑전	777.7	111.5	-47.0	9.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.1	12.4	10.2	11.2	11.2
EBITDA Margin(%)	13.9	17.1	14.3	15.7	16.0
지배주주순이익률(%)	1.0	7.9	16.3	9.2	10.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	287.7	337.8	581.4	285.8	280.3
당기순이익	3.2	230.8	482.6	260.2	285.1
비현금항목의 가감	382.0	258.2	231.8	63.3	53.3
유형자산감가상각비	53.4	47.9	44.9	46.9	48.5
무형자산감가상각비	100.9	83.6	73.0	75.3	77.4
지분법평가손익	-243.5	-117.0	-89.2	-195.9	-219.8
기타	471.2	243.7	203.1	137.0	147.2
영업활동자산부채증감	-34.8	-47.4	17.8	47.0	36.9
매출채권및기타채권의감소	-9.5	-12.1	-3.2	20.8	8.7
재고자산의감소	-0.4	-1.0	0.0	0.1	0.0
매입채무및기타채무의증가	-6.3	-3.7	17.5	16.5	18.3
기타	-18.6	-30.6	3.5	9.6	9.9
기타현금흐름	-62.7	-103.8	-150.8	-84.7	-95.0
투자활동 현금흐름	36.9	-74.0	-127.2	-127.9	-128.7
유형자산의 취득	-17.3	-47.3	-55.0	-55.0	-55.0
유형자산의 처분	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	20.6	5.5	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	189.4	-26.3	-13.7	-14.0	-14.4
단기금융자산의감소(증가)	-37.7	-50.1	-8.5	-8.9	-9.4
기타	-118.4	43.7	50.0	50.0	50.1
재무활동 현금흐름	-220.8	-146.3	-121.8	-129.1	-129.1
차입금의 증가(감소)	-182.8	-42.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-0.1	-41.3	-71.8	-79.1	-79.1
기타	-37.9	-62.6	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	43.7	-6.4	-72.1	-72.3	-72.5
현금 및 현금성자산의 순증가	147.5	111.1	260.3	-43.6	-50.1
기초현금 및 현금성자산	430.3	577.9	688.9	949.3	905.7
기말현금 및 현금성자산	577.9	688.9	949.3	905.7	855.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,114.8	1,256.5	1,531.0	1,477.9	1,431.0
현금 및 현금성자산	577.9	688.9	949.3	905.7	855.6
단기금융자산	119.8	169.9	178.4	187.3	196.7
매출채권 및 기타채권	295.1	299.1	302.3	281.5	272.8
재고자산	2.1	1.5	1.5	1.4	1.4
기타유동자산	119.9	97.1	99.5	102.0	104.5
비유동자산	7,062.2	6,837.1	6,987.4	7,240.7	7,514.8
투자자산	2,928.1	3,060.3	3,163.2	3,373.1	3,607.3
유형자산	339.8	402.3	412.3	420.5	427.0
무형자산	3,245.2	2,858.3	2,885.3	2,910.0	2,932.6
기타비유동자산	549.1	516.2	526.6	537.1	547.9
자산총계	8,177.1	8,093.7	8,518.4	8,718.6	8,945.8
유동부채	1,348.2	1,900.6	1,925.5	1,949.4	1,975.4
매입채무 및 기타채무	344.2	368.4	385.8	402.3	420.6
단기금융부채	636.1	1,165.7	1,165.7	1,165.7	1,165.7
기타유동부채	367.9	366.5	374.0	381.4	389.1
비유동부채	1,355.0	700.5	706.5	711.1	715.8
장기금융부채	1,056.6	424.9	424.9	424.9	424.9
기타비유동부채	298.4	275.6	281.6	286.2	290.9
부채총계	2,703.2	2,601.2	2,631.9	2,660.5	2,691.2
지배지분	5,416.0	5,429.7	5,809.2	5,964.8	6,143.3
자본금	8.6	8.6	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	3,054.8	3,060.9	3,061.2	3,061.2	3,061.2
기타자본	430.2	255.8	255.8	255.8	255.8
기타포괄손익누계액	776.9	766.8	757.4	748.0	738.5
이익잉여금	1,145.5	1,337.6	1,726.5	1,891.6	2,079.5
비지배지분	57.8	62.8	77.3	93.3	111.3
자본총계	5,473.9	5,492.5	5,886.5	6,058.1	6,254.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	298	2,618	5,536	2,937	3,211
BPS	63,011	63,170	69,857	71,729	73,875
CFPS	4,482	5,689	8,450	3,891	4,069
DPS	417	876	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	173.3	18.4	6.1	11.5	10.5
PER(최고)	242.7	26.4	10.6		
PER(최저)	154.5	14.3	6.0		
PBR	0.82	0.76	0.48	0.47	0.46
PBR(최고)	1.15	1.09	0.84		
PBR(최저)	0.73	0.59	0.47		
PSR	1.67	1.46	1.00	1.05	1.09
PCFR	11.5	8.5	4.0	8.7	8.3
EV/EBITDA	14.9	10.2	8.2	8.1	8.3
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	1,062.3	31.1	16.4	30.4	27.8
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.8	1.8	3.0	3.0	3.0
ROA	0.0	2.8	5.8	3.0	3.2
ROE	0.5	4.1	8.3	4.1	4.4
ROIC	-0.4	6.7	7.3	7.4	7.1
매출채권회전율	9.4	9.5	9.5	9.1	9.3
재고자산회전율	1,100.6	1,557.4	1,872.8	1,796.4	1,833.6
부채비율	49.4	47.4	44.7	43.9	43.0
순차입금비율	18.2	13.3	7.9	8.2	8.6
이자보상배율	2.0	4.9	4.0	4.1	4.0
총차입금	1,692.6	1,590.6	1,590.6	1,590.6	1,590.6
순차입금	995.0	731.7	462.9	497.6	538.3
NOPLAT	370.0	484.0	409.1	420.0	414.6
FCF	109.0	262.6	205.3	241.7	227.7

Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 현재 '넷마블(251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

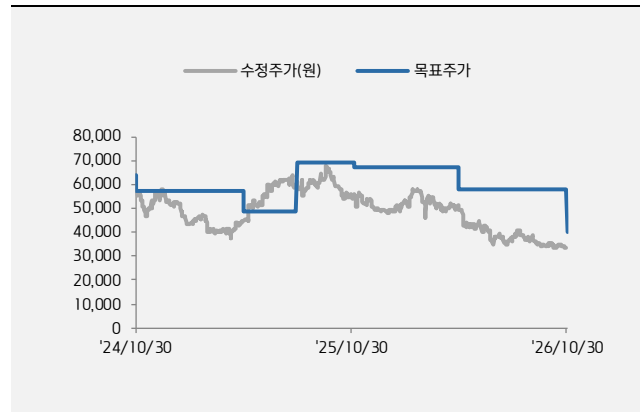
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2024-10-31	Marketperform(Maintain)	57,000원	6개월	-17.24	1.75
	2025-04-30	Marketperform(Maintain)	49,000원	6개월	14.43	30.20
	2025-07-29	Outperform(Upgrade)	69,000원	6개월	-13.87	-1.45
	2025-11-04	Outperform(Maintain)	67,000원	6개월	-22.55	-13.58
	2026-04-30	Outperform(Maintain)	58,000원	6개월	-33.81	-14.40
	2026-10-30	Outperform(Maintain)	40,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

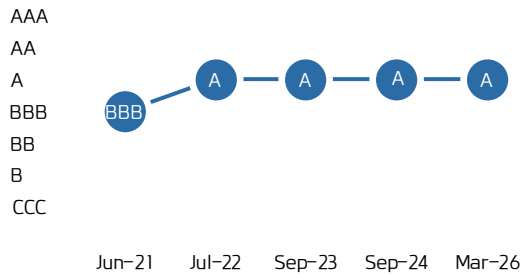
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

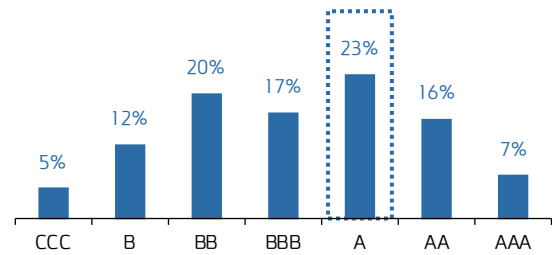
매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 210개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.4	4.7		
환경	8.8	7.5	5.0%	▼0.3
탄소 배출	8.8	7.8	5.0%	▼0.3
사회	4.5	4	51.0%	
인력 자원 개발	4.5	3.5	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	4.6	4.5	25.0%	
지배구조	6.1	5.2	44.0%	▼0.1
기업 지배구조	7.0	5.8		▼0.1
기업 활동	6.0	6.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2025.12	미국 캘리포니아주: 모바일 앱 개발업체가 데이터 처리와 관련된 주 개인정보 보호 규정 위반 혐의로 140만 달러의 벌금을 부과 받음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
NC Corporation	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AAA	▲
Kakao Games Corp.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AAA	◀▶
KRAFTON, Inc.	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	◀▶
Pearl Abyss Corp.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	●	A	▲
Netmarble Corporation	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	A	◀▶
DoubleUGames Co., Ltd.	●	● ●	●	● ●	●	B	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● ● ● ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치