

인터넷게임

넷마블 251270

견조한 4분기 실적과 다시 시작되는 신작 모멘텀

Jan 19 2026

BUY

유지

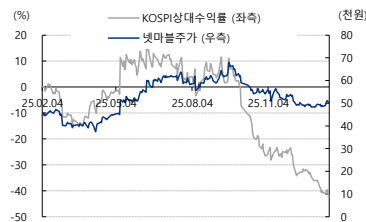
TP 78,000 원

유지

Company Data

현재가(01/17)	50,100 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	68,000 원
52 주 최저가(보통주)	37,500 원
KOSPI (01/17)	4840.74p
KOSDAQ (01/17)	954.59p
자본금	86 억원
시가총액	43,063 억원
발행주식수(보통주)	8,595 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	152 만주
평균거래대금(60 일)	75 억원
외국인지분(보통주)	27.47%
주요주주	
방준혁 외 12 인	24.33%
HAN RIVER INVESTMENT PTE	17.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	-19.6	3.0
상대주가	-15.6	-47.1	-46.2

4Q25 Preview: 매출 및 영업이익 컨센서스 부합 예상

넷마블 4Q25 매출은 7,350억원(YoY +13.3%, QoQ +5.6%), 영업이익은 1,011억원(OPM 13.8%)으로 시장 예상치(매출 7,404억원, 이익 1,039억원) 부합 예상. 매출은 '세븐나이즈 리버스'(글로벌) 매출 온기 반영과 MCoC의 성수기 효과 반영, RF온라인 넥스트 및 레이븐2 글로벌 확장 효과 반영되며 QoQ +5.6%, 신작이 부재했던 전년 동기비로는 +13.3% 기록 예상.

영업비용 중 인건비는 보수적인 채용 기조 유지로 1,733억원(YoY -3.0%, QoQ +1.7%), 마케팅비는 2026년 출시될 '일곱 개의 대죄: Origin' 및 '몬길: STAR DIVE'에 대한 마케팅 집행과 일부 게임 4분기 시즌 업데이트로 1,470억원(YoY +22.0%, 매출 대비 20.0%) 기록 예상. 지급수수료는 2,462억원(YoY +6.3%, QoQ +9.5%)으로 매출 대비 33.5% 전망. 해당 비율은 'RF 온라인 넥스트', '세븐나이즈 리버스', '뱀피르' 흥행에 따른 자체 IP 기반 게임 매출 비중 증가 영향으로 YoY -2.2%p 절감 예상.

투자의견 Buy & 목표주가 78,000원 유지

투자의견 Buy, TP는 78,000원 유지. 동사는 게임 섹터 내에서 빠른 자체 결제 도입을 통해 2년간 매출 대비 지급수수료를 감소(23년 39.2%→25년 33.6% 추정)를 이뤘으며, 현 수준에서도 26년 출시작에 대한 자체 결제 적용 혹은 소결제지도 라인업을 비롯한 기존작에 대한 적용을 통해 이익률의 추가적인 개선 여지가 남아있다고 판단.

4Q25는 기출시작의 지역 확장 및 매출 온기 반영에 따른 매출 신장이 주 성장 요인이었다면, 1Q26 '일곱 개의 대죄: Origin'(26년 3월 출시 예정)을 시작으로 '몬길: STAR DIVE', 'SOL: enchant' 등의 기대작 출시가 이어져 신작 출시 모멘텀이 다시 이어질 것으로 예상. 섹터 내 가장 우수한 hit-ratio를 기록하고 있을 뿐 아니라, 주요 신작들의 출시 시기가 분기별로 분산되어 있어 개별 게임 출시 성과에 전사 실적 추정치가 영향받는 정도는 상대적으로 낮을 것으로 예상. 섹터 관심도 저하에 따른 주가 하락과 재개되는 신작 모멘텀을 고려시 밸류에이션 매력도가 존재한다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,773	3,001	3,237
YoY(%)	-6.4	6.5	4.1	8.3	7.8
영업이익(십억원)	-68	216	343	446	563
OP 마진(%)	-2.7	8.1	12.4	14.9	17.4
순이익(십억원)	-304	3	372	432	525
EPS(원)	-2,975	298	4,159	4,620	5,617
YoY(%)	적지	흑전	1,294.3	11.1	21.6
PER(배)	-19.5	173.3	11.6	10.8	8.9
PCR(배)	27.1	10.9	4.7	4.5	4.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	9.8	7.5	5.4
ROE(%)	-4.9	0.5	6.4	6.7	7.6



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovst.com

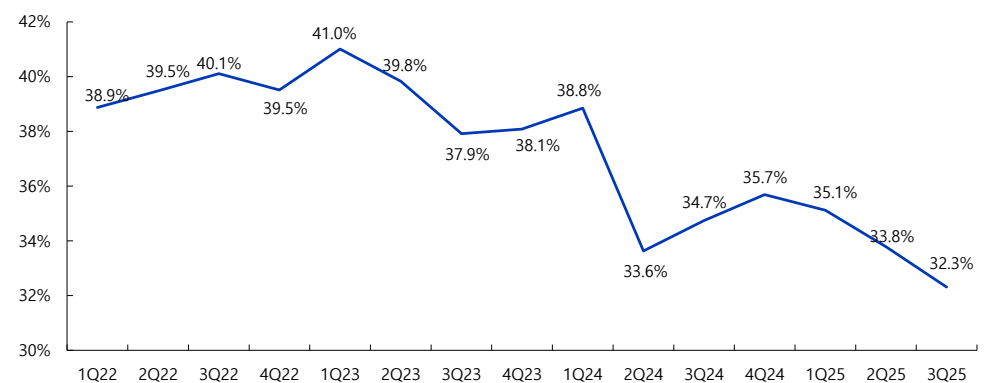
[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	735.0	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,772.5	3,001.4
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.6%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.5%	13.3%	6.6%	-6.4%	6.5%	4.1%	8.3%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	48.7	63.4	288.6	269.6	253.4	232.9	195.0
스핀오프 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	146.2	151.1	642.2	649.0	604.2	590.5	581.1
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	28.7	27.8	31.7	180.2	149.8	130.6	119.5	117.2
나 혼자만 레벨업: ARISE	-	-	-	-	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	39.2	35.3	-	-	279.5	167.4	108.1
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	20.9	20.1	-	-	102.6	100.8	59.0
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	18.7	64.6	34.8	36.4	-	-	-	154.5	85.0
세븐나이츠 리버스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	93.3	83.5	85.1	-	-	-	261.9	185.0
헵피리	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62.6	64.4	-	-	-	127.0	141.3
나혼렘 ARISE OVERDRIVE (Steam)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.2	-	-	-	11.2	25.2
스톤에이지 키우기	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60.1
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	176.4
SOL: enchant	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	148.2
몬걸: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	121.5
나 혼자만 레벨업: KARMA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83.6
프로젝트 엑토파스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	38.2
이블베인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.1
상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.5
기타 (신작 포함)	337.5	331.8	378.4	386.0	333.7	344.1	304.2	311.5	287.0	251.2	232.3	236.3	1,562.5	1,348.9	1,293.6	1,006.7	808.8
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	605.1	633.9	2,782.1	2,570.6	2,448.2	2,429.7	2,555.3
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	246.2	1,056.2	980.0	946.9	932.6	989.3
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	173.3	782.1	744.1	720.0	690.7	699.5
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	147.0	524.3	486.8	470.3	541.9	594.7
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	33.0	36.0	187.1	174.3	156.6	139.7	148.0
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	31.5	31.3	232.4	185.4	154.4	124.7	123.8
영업이익	- 28.2 -	37.2 -	21.9	18.8	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	101.1	- 108.7 -	68.5	215.6	342.8	446.1
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.2%	124.32%	-9.1%	38.8%	187.3%	적자전환	적자지속	흑자전환	59.0%	30.1%
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	13.8%	-4.1%	-2.7%	8.1%	12.4%	14.9%
당기순이익	- 45.8 -	44.1 -	28.4 -	185.6 -	9.9	162.3	20.6 -	169.8	80.2	160.2	40.6	91.3 -	- 88.6 -	303.9	3.2	372.3	431.6
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	3.2%	-26.2%	12.9%	22.3%	5.8%	12.4%	-33.2%	-12.1%	0.1%	13.4%	14.4%

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 매출 대비 지급수수료를 추이 (분기별)



자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,773	3,001	3,237
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,773	3,001	3,237
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,430	2,555	2,674
영업이익	-68	216	343	446	563
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.4	14.9	17.4
EBITDA	117	370	473	559	661
EBITDA Margin (%)	4.7	13.9	17.0	18.6	20.4
영업외손익	-90	-139	115	93	93
관계기업손익	113	109	110	110	110
금융수익	73	77	197	148	148
금융비용	-262	-192	-147	-119	-119
기타	-14	-133	-46	-46	-46
법인세비용차감전순이익	-159	76	458	540	656
법인세비용	145	73	85	108	131
계속사업순이익	-304	3	372	432	525
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	372	432	525
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	13.4	14.4	16.2
비지배자분순이익	-48	-22	15	35	42
지배자분순이익	-256	26	358	397	483
지배자이익률 (%)	-10.2	1.0	12.9	13.2	14.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-286	349	441	441	441
포괄순이익	-590	352	813	872	966
비지배자분포괄이익	-48	-20	-45	-49	-54
지배자분포괄이익	-542	371	859	921	1,020

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	574	605	683
당기순이익	-304	3	372	432	525
비현금항목의 가감	440	382	399	395	393
감가상각비	57	53	42	33	26
외환손익	36	5	2	2	2
자본법평가손익	-113	-109	-110	-110	-110
기타	461	432	464	469	475
자산부채의 증감	-121	-35	-29	-40	-41
기타현금흐름	-113	-63	-168	-181	-194
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	19
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	-34	-34
기타	-5	-38	251	-38	-38
현금의 증감	-73	148	883	578	604
기초 현금	503	430	578	1,461	2,039
기말 현금	430	578	1,461	2,039	2,642
NOPLAT	-131	9	279	357	450
FCF	-103	111	380	430	508

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	2,069	2,761	3,530
현금및현금성자산	430	578	1,461	2,039	2,642
매출채권 및 기타채권	272	295	307	332	358
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	8,881	9,340	9,890
유동부채	1,940	1,348	1,685	1,734	1,783
매입채무 및 기타채무	265	344	345	348	350
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	3,080	3,173	3,269
지배자분	4,980	5,416	5,739	6,102	6,551
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,469	1,832	2,280
기타자본변동	370	430	430	430	430
비지배자분	100	58	61	65	70
자본총계	5,079	5,474	5,801	6,167	6,621
총차입금	1,841	1,693	2,062	2,144	2,228

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

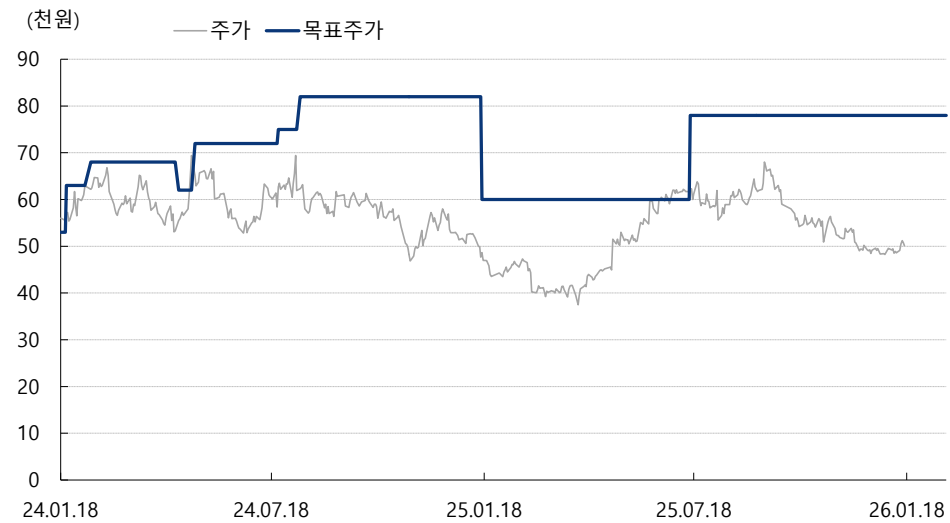
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,159	4,620	5,617
PER	-19.5	173.3	11.6	10.8	8.9
BPS	57,933	63,011	66,773	70,995	76,215
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	1,361	4,305	5,498	6,504	7,694
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.8	7.5	5.4
SPS	29,109	30,991	32,256	34,919	37,658
PSR	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3
CFPS	-1,198	1,296	4,421	4,999	5,911
DPS	0	417	417	417	417

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	4.1	8.3	7.8
영업이익 증가율	적지	흑전	59.0	30.1	26.1
순이익 증가율	적지	흑전	11,479.1	15.9	21.6
수익성					
ROIC	-3.6	0.3	8.6	11.4	14.8
ROA	-3.0	0.3	4.2	4.4	5.0
ROE	-4.9	0.5	6.4	6.7	7.6
안정성					
부채비율	55.9	49.4	53.1	51.4	49.4
순차입금비율	23.3	20.7	23.2	23.0	22.5
이자보상배율	-0.5	2.0	2.6	3.2	3.9

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.04.25	매수	77,000	(16.84)	(13.24)	2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)
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		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 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