

넷마블 (251270)

Better than last year

투자의견

BUY(유지)

목표주가

80,000 원(유지)

현재주가

50,800 원(02/05)

시가총액

4,366(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

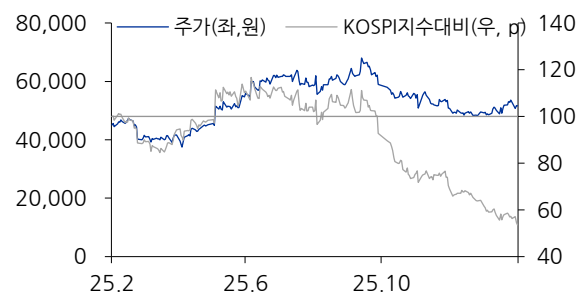
- 4분기 매출액 7,976억원(+23%yoy), 영업이익 1,108억원(+215%yoy)으로 컨센서스(1,051억원) 부합
- 이번에 분기 기준 역대 최대 매출을 기록했는데, 이는 나혼렐의 글로벌 성과가 크게 반영됐던 지난해 2분기를 뛰어 넘는 수치. 세븐나이츠 리버스의 매출 반등의 기여가 컸음. 세븐나이츠 리버스는 4분기 글로벌 지역확장 효과와 연속적인 신규 영웅 업데이트로 약 1,200억원의 매출을 기록함. 반면 8월 출시된 MMORPG '뱀피르'는 9월, 10월 국내 모바일 게임 매출 1위를 기록하는 등 초기 흥행에 성공했으나 이후 11월 5위, 12월 7위로 다소 순위가 하락돼 qoq 매출 감소(4분기 약 560억원)
- 비용에서는 매출 성과에 따른 인센티브 반영으로 인건비(1,820억원)가 증가하고, 지스타2025, TGA 등 각종 게임 쇼 참가에 따른 마케팅비용(1,787억원)이 qoq로 크게 증가함
- 동사는 기보유 자사주 전량 소각(4.7%) 및 3개년 주주환원 정책을 발표함. 2025년 지배이익의 30%인 718억원(주당 876원)을 현금 배당하고, 올해부터 28년까지 40% 범위 내로 배당 및 자사주 매입·소각을 진행할 예정. 또한 보유 중인 하이브 주식 880만주(약 3,200억원)에 대해 주가수익스왑 계약 체결 공시를 했으며, 잔여 주식은 305만813주(7.09%)
- 1월 출시 예정이었던 '일곱 개의 대죄: Origin'은 완성도를 높여 3/17 출시 예정이며, 2분기에도 기대 신작인 '몬길: STAR DIVE', 'SOL: enchant' 출시를 앞두고 있음. 칠대죄와 몬길은 과거 많은 유저층을 확보했던 레거시IP라는 강점이 있고 MMORPG인 SOL: enchant는 지난해 RF온라인과 뱀피르의 성과를 감안했을 때 유의미한 실적 기여를 기대할 수 있음

주가(원,02/05)	85,954천주
시가총액(십억원)	69,000원
발행주식수	37,500원
52주 최고가	0.52
최저가	91억원
52주 일간 Beta	27.6%
3개월 일평균거래대금	0.8%
외국인 지분율	85,954천주
배당수익률(2025F)	69,000원
주주구성	
방준혁 (외 15인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-12.6	-74.6	-92.9
절대기준	3.3	-13.2	12.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	80,000	-
영업이익(25)	353	345	▲
영업이익(26)	448	441	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026E
매출액	2,502	2,664	2,835	2,992
영업이익	-68	216	353	448
세전손익	-159	76	363	525
당기순이익	-304	3	245	381
EPS(원)	-2,975	298	2,784	3,940
증감률(%)	na	흑전	833.4	41.5
PER(배)	na	170.3	18.2	12.9
ROE(%)	-4.9	0.5	4.4	6.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	54.2	14.5	10.6	8.1

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	700.0	773.9	775.6	742.0	2,835.1	2,991.5
(%yoy)	6.6%	-8.2%	7.5%	22.9%	12.2%	7.8%	11.4%	-7.0%	6.4%	5.5%
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	616.0	658.2	640.3	629.1	2482.6	2543.6
(%yoy)	-1.3%	-8.1%	4.0%	11.9%	7.3%	6.8%	5.8%	-8.4%	1.4%	2.5%
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	224.0	243.8	248.2	233.7	938.7	949.7
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	178.0	179.1	179.0	185.0	699.4	721.1
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	147.0	170.3	148.9	140.2	573.6	606.4
감가상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.0	30.1	30.2	30.1	131.5	120.4
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	37.0	35.0	34.0	40.0	139.4	146.0
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	84.0	115.7	135.3	112.9	352.5	447.9
(%yoy)	1246%	-9.1%	38.8%	214.5%	69.0%	14.4%	48.8%	1.9%	63.5%	27.1%
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	12.0%	14.9%	17.4%	15.2%	12.4%	15.0%
영업외손익	47.8	88.8	-35.0	-90.9	13.5	32.5	16.6	14.7	10.7	77.3
세전이익	97.6	189.9	55.9	19.9	97.5	148.2	151.9	127.6	363.3	525.2
지배순이익	75.6	160.3	37.5	-34.1	63.7	93.9	99.1	82.0	239.3	338.6
(%yoy)	흑자전환	-5.4%	67.1%	적자지속	-15.7%	-41.4%	164.2%	흑자전환	833.2%	41.5%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,835.1	2,991.5
영업이익	-68.5	215.6	352.5	447.9
세전이익	-158.6	76.3	363.3	525.2
지배순이익	-255.7	25.6	239.3	338.6
EPS(원)	-2,975	298	2,784	3,940
PER(배)	na	170.3	18.2	12.9
OPM(%)	-2.7%	8.1%	12.4%	15.0%
NPM(%)	-10.2%	1.0%	8.4%	11.3%

자료: 유진투자증권

도표 3. 넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,835	2,992	2,790	3,009	1.6%	-0.6%
영업이익	353	448	345	441	2.2%	1.6%
세전이익	363	525	402	518	-9.6%	1.4%
지배순이익	239	339	311	334	-23.0%	1.4%
% of Sales						
영업이익	12.4%	15.0%	12.4%	14.6%		
세전이익	12.8%	17.6%	14.4%	17.2%		
지배순이익	8.4%	11.3%	11.1%	11.1%		

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 4. 타법인 주식 및 출자증권 처분결정 (2026.02.05)

발행회사	회사명	(주)하이브
	발행주식총수	43,039,485 주
처분내역	처분주식수	880,000 주
	처분금액	32,760,000,000 원
	자기자본	5,473,860,209,795 원
	자기자본대비	5.86%
처분후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수	3,050,813 주
	지분비율	7.09%
처분목적		보유주식 매각을 통한 유동성 확보
처분에정일자		2026.02.05
이사회결의일		2026.02.05
기타 투자판단과 관련한 중요사항		■ 상기 처분과 동시에 거래상대방과 주가수익스왑 (PRS) 계약을 체결함 - 기초자산: (주)하이브 보통주 880,000주 - 기준가격: 주당 364,500원(2026년 2월 5일 종가) - 처분방식: 양수인의 주식 매각 시 매각금액과 정산 기준금액(매각 주식 수*기준가격)의 차액을 정산

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 5. 주식소각결정 (2026.02.05)

소각할 주식의 종류와 수	보통주식	3,993,131 주
발행주식 총수	보통주식	85,953,502 주
1 주당 가액		100 원
소각 예정 금액		405,214,751,100 원
소각할 주식의 취득방법	기취득 자기주식	
소각 예정일	2026.02.12	
이사회결의일	2026.02.05	
기타 투자판단과 관련한 중요사항	■ 소각 완료 후 발행주식 총수는 81,960,371주	

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 6. 현금·현물배당 결정 (2026.02.05)

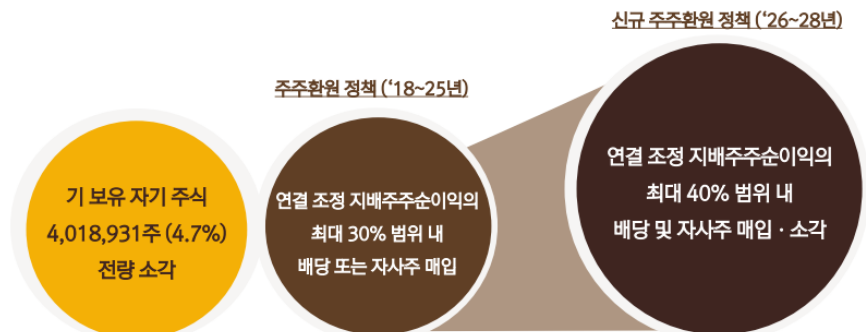
배당구분	결산배당
배당종류	현금배당
1 주당 배당금	보통주식 876 원
시가배당율	보통주식 1.7%
배당금총액	71,774,684,196 원
배당기준일	2026.02.27
배당금지급 예정일자	-
주주총회 예정일자	2026.03.26
이사회결의일	2026.02.05
기타 투자판단과 관련한 중요사항	■ 배당금지급 예정일자는 주주총회 결의일로부터 1개월 이내 지급 예정

자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 7. 넷마블 '26-28년 3개년 주주환원정책

주주환원정책

- 기 보유 자사주: 전량 (4.7%) 소각
- [25년] 연결 지배주주순이익의 30%인 718억원 (주당 876원)의 현금 배당 시행
- [26~28년] 연결 조정 지배주주순이익의 40% 범위 내로 주주환원을 확대



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 8. RF 온라인 넥스트 일 매출 순위 추이

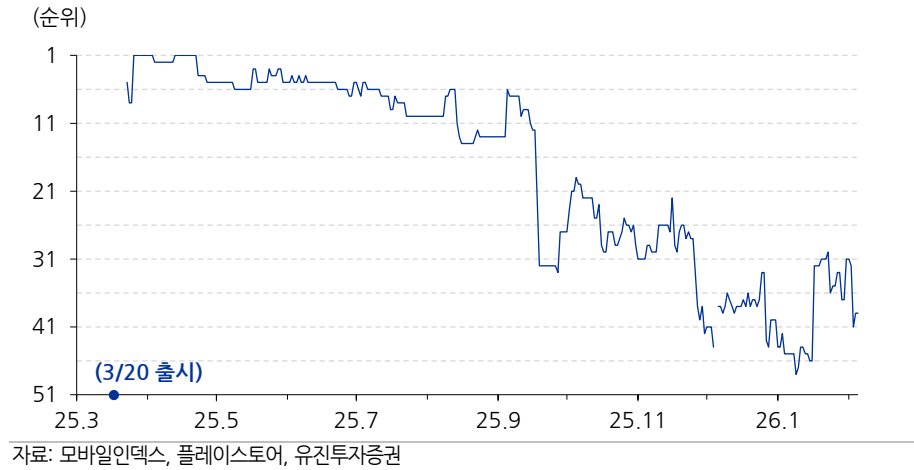


도표 9. 세븐나이츠 리버스 일 매출 순위 추이

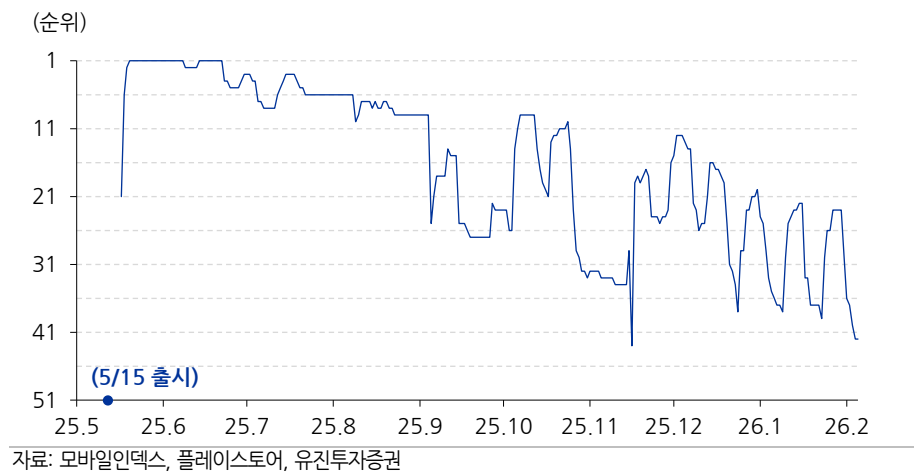


도표 10. 뱀피르 일 매출 순위 추이

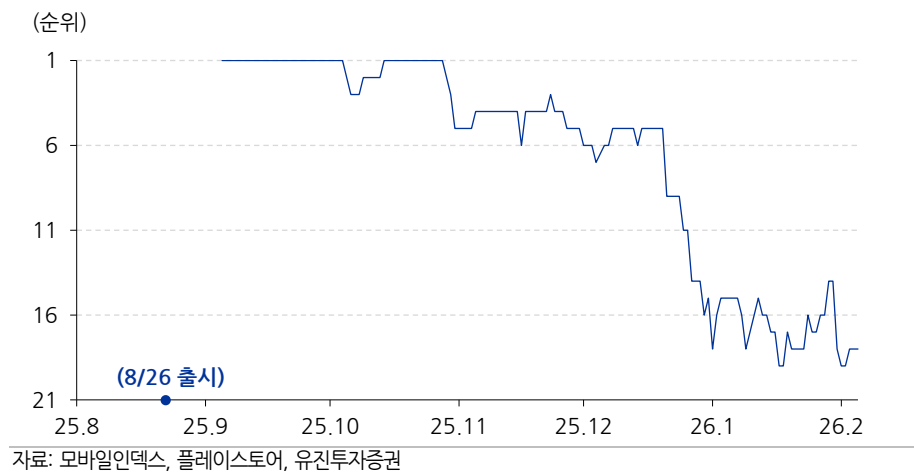
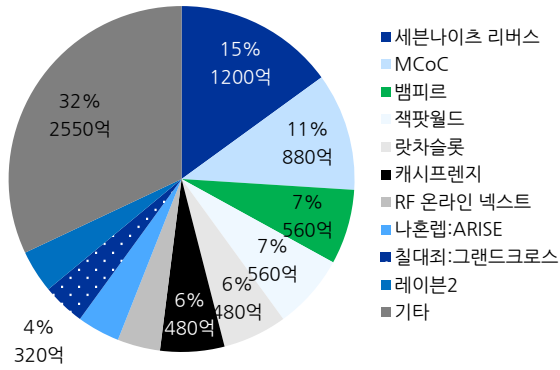


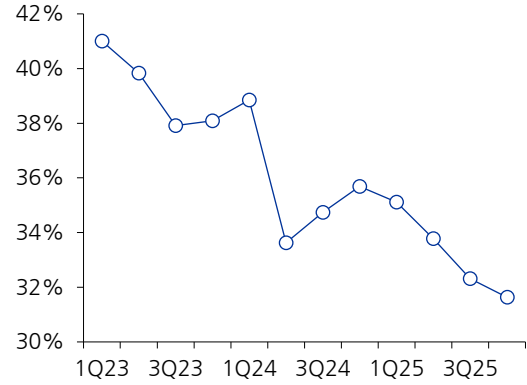
도표 11. 4Q25 게임 포트폴리오



자료: 넷마블, 유진투자증권

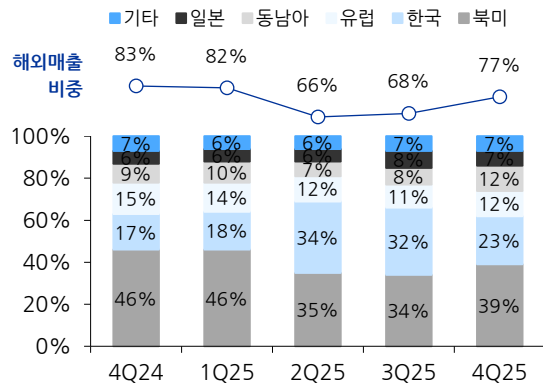
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄

도표 12. 매출액 대비 지급수수료 비중 추이



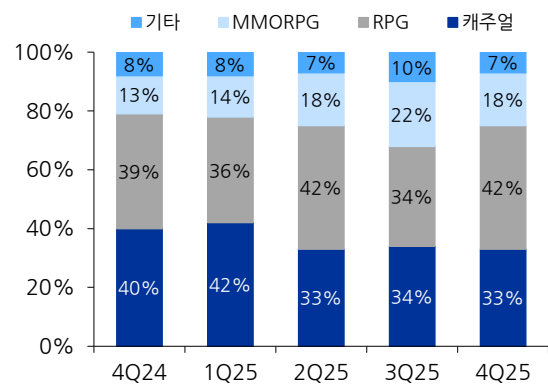
자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 13. 지역별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 14. 장르별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 15. 넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
1Q26	스톤에이지 키우기	넷마블엔투	글로벌	방치형 RPG	모바일
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일
2Q26	SOL: enchant	알트나인	국내	MMORPG	모바일/PC
	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
2H26	나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	글로벌	로그라이트 액션 RPG	모바일/PC
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스	글로벌	수집형 RPG	모바일/PC
	프로젝트 옥토퍼스	콩스튜디오	글로벌	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	모바일
	이블베인	넷마블몬스터	글로벌	협동 액션	콘솔/PC

자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
자산총계	8,936	7,916	8,177	7,983	8,270
유동자산	997	906	1,115	1,119	1,381
현금성자산	578	499	684	652	936
매출채권	215	272	295	330	307
재고자산	3	3	2	2	2
비유동자산	7,938	7,010	7,062	6,865	6,889
투자자산	4,006	3,437	3,477	3,563	3,707
유형자산	336	344	340	386	347
기타	3,596	3,229	3,245	2,916	2,835
부채총계	3,314	2,837	2,703	2,559	2,543
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,805	1,779
매입채무	213	265	344	434	404
유동성이자부채	1,783	1,398	636	999	999
기타	298	278	368	372	375
비유동부채	1,020	897	1,355	753	764
비유동이자부채	795	443	1,057	417	417
기타	225	454	298	336	347
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,425	5,728
지배지분	5,461	4,980	5,416	5,365	5,668
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,351	1,653
기타	177	792	1,207	950	950
비지배지분	161	100	58	60	60
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,425	5,728
총차입금	2,577	1,841	1,693	1,417	1,417
순차입금	1,999	1,342	1,009	765	481

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
영업현금	(408)	(98)	288	261	363
당기순이익	(886)	(304)	3	245	381
자산상각비	232	185	154	132	148
기타비현금성손익	855	255	228	(363)	(420)
운전자본증감	(73)	(121)	(35)	(14)	(5)
매출채권감소(증가)	12	(80)	(9)	(50)	23
재고자산감소(증가)	1	(0)	(0)	(1)	0
매입채무증가(감소)	(8)	(15)	(6)	(19)	(30)
기타	(78)	(26)	(19)	56	2
투자현금	(40)	466	37	75	(47)
단기투자자산감소	126	32	(37)	(1)	(4)
장기투자증권감소	0	518	229	1	6
설비투자	39	36	17	33	19
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(82)	13	21	18	(9)
재무현금	(549)	(481)	(221)	(333)	(36)
차입금증가	(443)	(493)	(203)	(290)	0
자본증가	(52)	(2)	(0)	(34)	(36)
배당금지급	52	2	0	34	36
현금 증감	(851)	(73)	148	(14)	281
기초현금	1,354	503	430	578	564
기말현금	503	430	578	564	845
Gross Cash flow	201	136	385	310	368
Gross Investment	239	(312)	(39)	(62)	48
Free Cash Flow	(38)	449	424	372	320

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,835	2,992
증가율(%)	6.6	(6.4)	6.5	6.4	5.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,835	2,992
판매 및 일반관리비	2,782	2,571	2,448	2,483	2,544
기타영업손익	18	(8)	(5)	1	2
영업이익	(109)	(68)	216	353	448
증가율(%)	적전	적지	흑전	63.5	27.1
EBITDA	124	117	370	484	596
증가율(%)	(59.0)	(5.5)	216.4	30.9	23.1
영업외손익	(833)	(90)	(139)	11	77
이자수익	24	29	25	17	15
이자비용	113	147	107	75	81
지분법손익	79	423	244	117	130
기타영업손익	(823)	(396)	(300)	(49)	13
세전순이익	(941)	(159)	76	363	525
증가율(%)	적전	적지	흑전	376.2	44.6
법인세비용	(55)	145	73	118	145
당기순이익	(886)	(304)	3	245	381
증가율(%)	적전	적지	흑전	7,519.7	55.3
지배주주지분	(819)	(256)	26	239	339
증가율(%)	적전	적지	흑전	833.4	41.5
비지배지분	(67)	(48)	(22)	6	42
EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	2,784	3,940
증가율(%)	적전	적지	흑전	833.4	41.5
수정EPS(원)	(9,531)	(2,975)	298	2,784	3,940
증가율(%)	적전	적지	흑전	833.4	41.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
주당지표(원)					
EPS	(9,531)	(2,975)	298	2,784	3,940
BPS	63,533	57,933	63,011	62,418	65,941
DPS	0	0	417	420	420
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	170.3	18.2	12.9
PBR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/ EBITDA	58.1	54.2	14.5	10.6	8.1
배당수익율	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
PCR	25.8	36.6	11.3	14.1	11.9
수익성(%)					
영업이익율	(4.1)	(2.7)	8.1	12.4	15.0
EBITDA이익율	4.6	4.7	13.9	17.1	19.9
순이익율	(33.2)	(12.1)	0.1	8.6	12.7
ROE	(14.6)	(4.9)	0.5	4.4	6.1
ROIC	(2.0)	(1.3)	0.3	7.1	10.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	35.6	26.4	18.4	14.1	8.4
유동비율	43.5	46.7	82.7	62.0	77.6
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	2.0	4.7	5.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	11.9	10.3	9.4	9.1	9.4
재고자산회전율	786.3	900.4	1,100.6	1,390.7	1,582.9
매입채무회전율	12.1	10.5	8.8	7.3	7.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

