

EARNINGS
REVIEW

넷마블 (251270/KS)

나야, 넷마블

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: 해외 타이틀 PC 결제 도입으로 지급수수료 추가 절감 가능**Key:** 4 분기 신작 없이도 역대 최대 매출 기록**Step:** 올해 실적 성장+적극적인 주주환원 고려 시 현 주가는 저평가

매수(유지)

목표주가: 79,000 원(유지)

현재주가: 50,800 원

상승여력: 55.5%

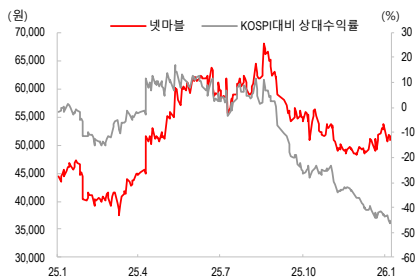
STOCK DATA

주가(26/02/05)	50,800 원
KOSPI	5,163.57 pt
52 주 최고가	68,000 원
60 일 평균 거래대금	9 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,193 만주
시가총액	4,366 십억원
주요주주	
방준혁(외 12)	24.33%
HANRIVER INVESTMENT	17.52%
외국인 지분율	27.62%

주가 및 상대수익률



4Q25 Review: 힘숨썬

매출액 7,976 억원(+14.6% QoQ, 이하 동일), 영업이익 1,108 억원(+21.9%), 지배 주주순이익 -341 억원(적전)으로 영업이익은 컨센서스를 상회했다. 역대 최대 분기 매출을 기록했는데 이는 해외 게임들의 계절적 성수기 효과와 더불어 기존작들의 지역 확장 성과가 양호했기 때문이다. 영업 외에서는 <킹아서> 서비스 중단에 따른 무형자산 손상차손이 발생하며 순손실을 기록했다. 영업비용은 6,868 억원(+13.5%)으로 증가했는데, 인센티브 지급으로 인건비 증가(+6.8%), 지역 확장에 따른 마케팅비가 증가(+23.0%)했으나 PC 결제 비중 확대에 지급수수료는 감소(-12.2%)했다.

진짜 마음먹고 26 년 시작

4 분기부터 이어지고 있는 신작 공백으로 동사의 올해 실적 성장에 대한 의구심이 높은 상황이다. 상반기 <일곱 개의 대죄: Origin>, <문갈: STARDIVE> 흥행을 통해 동사의 높은 hit ratio 를 증명할 필요가 있다. 26 년 실적은 기대작들의 흥행을 가정했고, 인건비와 지급수수료 효율화가 지속되며 매출액 2.9 조원(+4.0% YoY), 영업이익 4,009 억원(+13.7% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 해외 자회사들의 PC 결제 도입이 작년부터 막 도입되기 시작했기 때문에 올해도 지급수수료는 추가 절감 가능하다.

2/5 실적과 함께 보유 자사주 전량 소각(4.7%), 25 년 배당 증액 및 향후 3 개년 신규 주주환원 정책(지배주주순이익의 30%→40% 내 배당 및 자사주 매입/소각), 하이브 지분 유동화(처분 후 7.09%)를 발표했다. 올해 신작 성공에 따른 실적 성장뿐만 아니라 주주환원에도 적극적인 의지를 감안하면 현 주가 수준은 저평가되어 있다고 판단한다. 업종 top-pick 으로 유지한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	798	726	9.9	738	8.1	2,947	2,928	0.6	2,978	-1.0
영업이익(십억원)	111	95	16.8	105	5.7	401	392	2.3	415	-3.4
지배주주순이익(십억원)	-34	21	-	42	-	316	304	3.9	331	-4.5
영업이익률(%)	13.9	13.1	-	14.2	-	13.6	13.4	-	13.9	-
지배주주순이익률(%)	-4.3	2.9	-	5.7	-	10.7	10.4	-	11.1	-

자료: SK 증권

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	659.1	756.6	754.7	776.8	2,663.8	2,835.1	2,947.2
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	581.8	653.8	640.2	670.4	2,448.2	2,482.6	2,546.3
인건비	172.1	174.8	170.5	182.0	174.1	176.2	177.2	180.4	720.0	699.4	707.8
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	123.4	147.9	146.8	159.1	470.3	573.6	577.1
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	214.5	260.1	245.5	253.6	946.9	938.7	973.7
기타	68.7	63.9	64.4	73.8	69.9	69.7	70.8	77.3	311.0	270.8	287.6
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	77.3	102.7	114.5	106.4	215.6	352.5	400.9
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	11.7%	13.6%	15.2%	13.7%	8.1%	12.4%	13.6%
순이익	80.2	160.1	40.6	-35.9	68.4	111.4	106.0	47.1	3.2	245.1	332.9
지배주주순이익	75.6	160.4	37.5	-34.1	64.9	105.9	100.7	44.7	3.2	239.3	316.2
YoY growth rate											
매출액	6.6%	-8.2%	7.5%	22.9%	5.6%	5.4%	8.4%	-2.6%	6.5%	6.4%	4.0%
모바일	10.5%	-8.6%	4.9%	18.5%	4.8%	3.8%	10.4%	1.0%	8.9%	5.4%	4.9%
온라인	-14.8%	3.2%	2.9%	4.8%	-0.8%	0.0%	0.3%	-0.2%	-6.0%	-1.7%	-0.2%
기타	-26.7%	-3.5%	46.5%	8.5%	18.3%	35.3%	-10.5%	13.1%	-17.0%	3.6%	11.0%
영업비용	-1.3%	-8.1%	4.0%	11.9%	1.3%	6.1%	5.8%	-2.4%	-4.8%	1.4%	2.6%
인건비	-4.1%	-4.3%	-4.8%	1.8%	1.1%	0.8%	3.9%	-0.9%	-3.2%	-2.9%	1.2%
마케팅비	12.5%	-5.7%	38.9%	48.3%	8.0%	9.2%	1.0%	-11.0%	-3.4%	22.0%	0.6%
지급수수료	-3.6%	-7.8%	0.0%	8.9%	-2.1%	7.3%	9.1%	0.5%	-3.4%	-0.9%	3.7%
기타	-6.2%	-21.6%	-12.1%	-11.1%	1.7%	9.0%	10.0%	4.7%	-13.5%	-12.9%	6.2%
영업이익	1246.1%	-9.1%	38.7%	214.5%	55.4%	1.6%	26.0%	-4.0%	흑전	63.5%	13.7%
영업이익률	7.3%p	-0.1%p	2.9%p	8.5%p	3.8%p	-0.5%p	2.1%p	-0.2%p	10.8%p	4.3%p	1.2%p
순이익	흑전	-1.3%	97.2%	적지	-14.8%	-30.4%	161.2%	흑전	흑전	7519.7%	35.9%

자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	726.0	698.6	717.8	718.3	797.6	659.1	756.6	754.7	9.9%	-5.7%	5.4%	5.1%
영업이익	95.1	83.0	92.7	98.9	110.8	77.3	102.7	114.5	16.6%	-6.9%	10.9%	15.8%
지배주주순이익	21.3	69.0	96.0	87.6	-34.1	64.9	105.9	100.7	적전	-5.9%	10.3%	15.0%

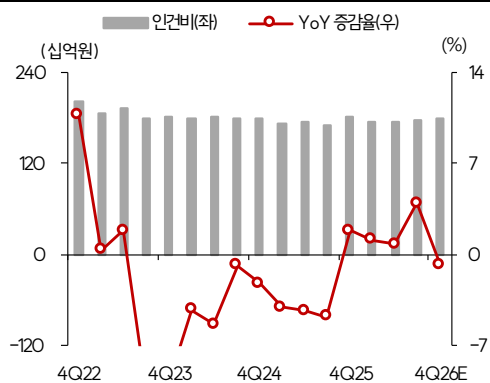
자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
매출액	2,763.4	2,927.8	3,022.3	2,835.1	2,947.2	3,068.9	2.6%	0.7%	1.5%
영업이익	336.8	392.1	425.1	352.5	400.9	421.6	4.7%	2.3%	-0.8%
지배주주순이익	294.8	304.4	334.6	239.3	316.2	335.0	-18.8%	3.9%	0.1%

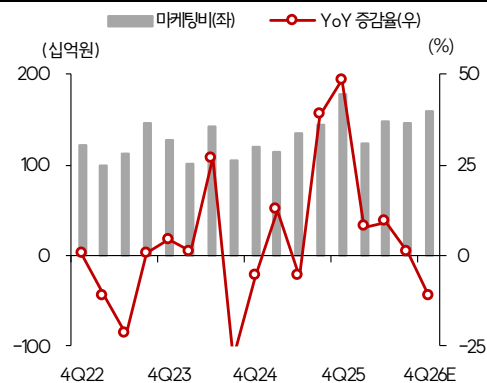
자료: SK 증권

인건비 효율화 지속



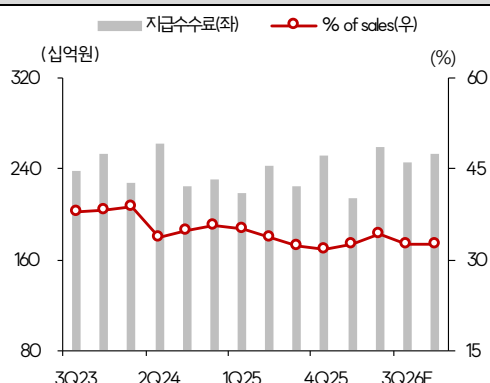
자료: 넷마블, SK 증권

매출대비 마케팅비 비중 20% 이내로 집행



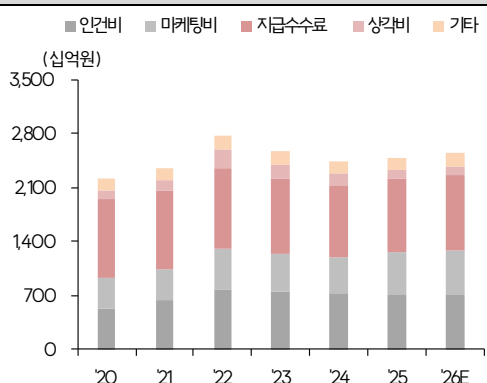
자료: 넷마블, SK 증권

해외 자회사 PC 결제 도입으로 지급수수료 추가 절감 가능



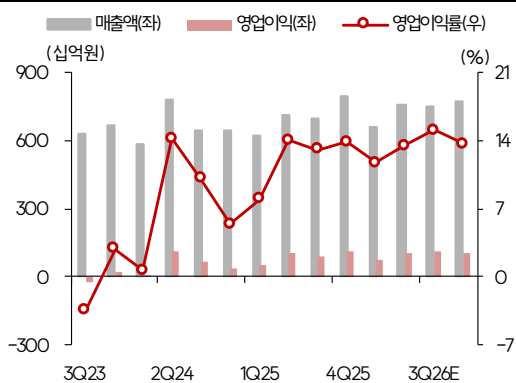
자료: 넷마블, SK 증권

항목별 비용 추이 및 전망



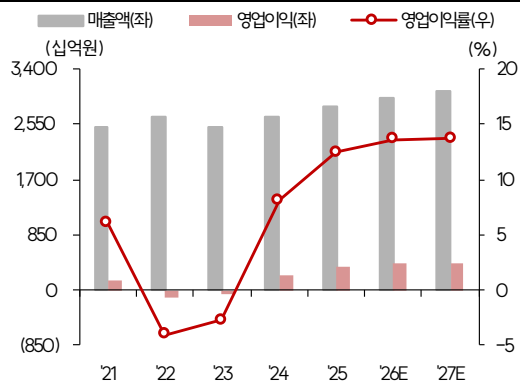
자료: 넷마블, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 넷마블, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	1,093	1,085	1,266
현금및현금성자산	430	578	477	482	651
매출채권 및 기타채권	272	295	363	353	361
재고자산	3	2	3	3	3
비유동자산	7,010	7,062	6,628	6,744	6,690
장기금융자산	636	496	562	562	562
유형자산	344	340	385	342	304
무형자산	3,229	3,245	2,917	2,840	2,765
자산총계	7,916	8,177	7,721	7,829	7,956
유동부채	1,940	1,348	1,509	1,402	1,335
단기금융부채	1,398	636	685	595	513
매입채무 및 기타채무	118	130	423	412	421
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	897	1,355	790	743	717
장기금융부채	443	1,057	376	338	304
장기매입채무 및 기타채무	182	19	69	69	69
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	2,837	2,703	2,298	2,145	2,052
지배주주지분	4,980	5,416	5,365	5,610	5,812
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
기타자본구성요소	370	430	264	264	264
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,128	1,145	1,351	1,595	1,797
비지배주주지분	100	58	58	75	92
자본총계	5,079	5,474	5,423	5,684	5,904
부채와자본총계	7,916	8,177	7,721	7,829	7,956

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-98	288	313	435	480
당기순이익(손실)	-304	3	245	333	353
비현금성항목등	440	382	151	259	254
유형자산감가상각비	57	53	48	43	38
무형자산상각비	129	101	76	77	75
기타	255	228	27	140	141
운전자본감소(증가)	-121	-35	18	-17	15
매출채권및기타채권의감소(증가)	-80	-9	-83	9	-8
재고자산의감소(증가)	-0	-0	-2	0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	-6	-30	-11	9
기타	-117	-91	-204	-231	-238
법인세납부	-4	-29	-102	-91	-97
투자활동현금흐름	466	37	246	-233	-61
금융자산의감소(증가)	27	-39	-43	3	-3
유형자산의감소(증가)	-36	-17	-27	0	0
무형자산의감소(증가)	13	21	252	0	0
기타	461	72	64	-236	-58
재무활동현금흐름	-481	-221	-690	-198	-249
단기금융부채의증가(감소)	-298	-895	-435	-89	-82
장기금융부채의증가(감소)	-195	692	-212	-38	-34
자본의증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금지급	-2	-0	-41	-72	-133
기타	862	-22	-3	0	-0
현금의 증가(감소)	-73	148	-101	5	170
기초현금	503	430	578	477	482
기말현금	430	578	477	482	651
FCF	-134	271	286	435	480

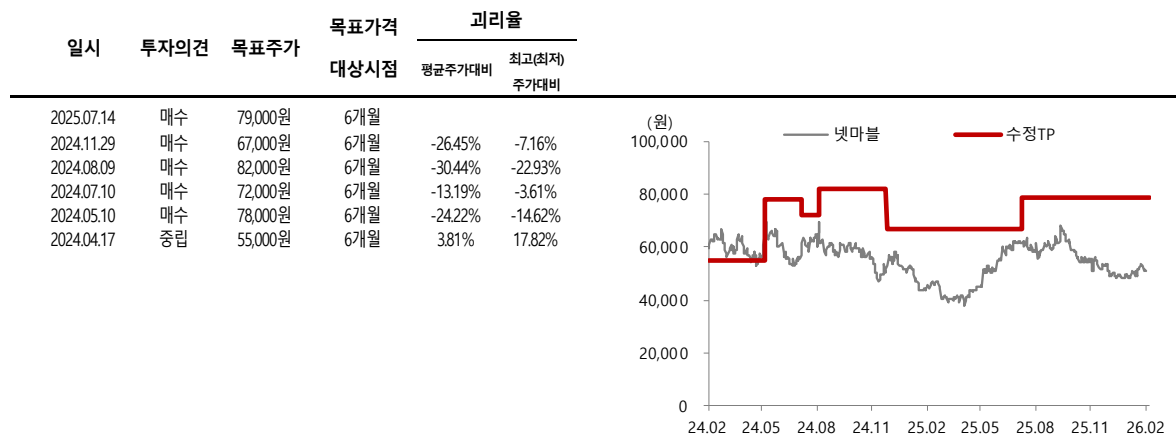
자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,835	2,947	3,069
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	2,947	3,069
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,571	2,448	2,483	2,546	2,647
영업이익	-68	216	353	401	422
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.4	13.6	13.7
비영업손익	-90	-139	11	23	28
순금융손익	-130	-89	-58	-48	-44
외환관련손익	-34	-7	-5	0	0
관계기업등 투자손익	113	109	116	102	102
세전계속사업이익	-159	76	363	424	450
세전계속사업이익률(%)	-6.3	2.9	12.8	14.4	14.6
계속사업법인세	145	73	118	91	97
계속사업이익	-304	3	245	333	353
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	245	333	353
순이익률(%)	-12.1	0.1	8.6	11.3	11.5
지배주주	-256	26	239	316	335
지배주주귀속 순이익률(%)	-10.2	1.0	8.4	10.7	10.9
비지배주주	-48	-22	6	17	18
총포괄이익	-590	352	153	333	353
지배주주	-542	371	147	326	346
비지배주주	-48	-20	6	7	7
EBITDA	117	370	477	521	535

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	6.4	4.0	4.1
영업이익	적지	흑전	63.5	13.7	5.2
세전계속사업이익	적지	흑전	376.2	16.8	5.9
EBITDA	-5.5	216.4	28.9	9.2	2.7
EPS	적지	흑전	833.4	32.1	5.9
수익성 (%)					
ROA	-3.6	0.0	3.1	4.3	4.5
ROE	-4.9	0.5	4.4	5.8	5.9
EBITDA마진	4.7	13.9	16.8	17.7	17.4
안정성 (%)					
유동비율	46.7	82.7	72.5	77.4	94.8
부채비율	55.9	49.4	42.4	37.7	34.8
순차입금/자기자본	26.2	18.2	6.7	4.1	-0.9
EBITDA/이자비용(배)	0.8	3.4	6.7	8.7	9.0
배당성향	0.0	133.3	30.0	42.0	42.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,975	298	2,784	3,679	3,897
BPS	62,650	67,728	67,135	69,979	72,329
CFPS	-817	2,094	4,232	5,072	5,211
주당 현금배당금	0	417	876	1,623	1,719
Valuation지표 (배)					
PER	-19.5	173.3	17.3	13.8	13.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	-71.1	24.7	11.4	10.0	9.7
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.6	9.1	8.4
배당수익률	0.0	0.8	1.8	3.1	3.3



COMPLIANCE NOTICE

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 02월 06일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------