

종목 정보

BUY		
목표주가	74,000원	45.7%
현재주가	50,800원	
시가총액	4.4조원	
주식수 (유동주식 비중)	85,953,502주 (36.7%)	
52주 최저/최고	37,500원/68,000원	
60일-평균거래대금	87.7억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
넷마블 (%)	4.1	-12.1	16.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-16.4	-48.5	-46.4

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	74,000	74,000	0.0%
2025P EPS	3,290	3,717	-11.5%
2026E EPS	4,173	4,176	-0.1%

컨센서스

커버 증권사 수	18
목표주가	75,667
추천 점수	3.9

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

넷마블 (251270)

지역 확장으로 성장 지속

- 신작 부재에도 기존 게임들의 권역 확장으로 4Q25 영업이익은 QoQ 22% 증가, 컨센서스를 7% 상회
- 보유 주식 유동화로 재무 구조 개선 기대됨. 주주 환원 정책 강화로 투자 매력 제고
- 3월부터 매 분기 2종 이상 신작 출시로 '26년에도 이익 성장 지속 전망. P/E 12배 수준으로 하락하며 밸류에이션 매력 상승

WHAT'S THE STORY?

신작 없이도 권역 확장으로 성장 지속: 신작 부재에도 불구하고, 스피엑스의 소셜카지노 및 마블콘테스트오브챔피언 등 기존 게임들의 매출 반등과 세븐나이트리버스, 레이븐 2 등의 권역 확장으로 4Q25 매출은 QoQ 14.6% 증가, 컨센서스를 7.8% 상회. 매출 증가에도 제한적인 인건비 증가로 영업이익은 QoQ 21.9% 증가한 1,108억원을 기록하며 컨센서스를 6.8% 상회.

3월부터 지속될 신작 모멘텀: 넷마블은 높아진 신작 흥행율과 게임 라이프사이클 확장으로 매출의 지속 성장 구조를 확립. 크로스플랫폼 게임의 자체 결제 전환으로 수익성 개선도 확인. '26년에도 3월 일곱개의대죄:오리진을 시작으로 SOL:인챈트, 몬걸:스타다이크, 나혼렐:카르마 등 매 분기 2종 이상 신작을 출시, 성장을 지속할 전망.

재무 구조 개선과 주주 환원 강화: 회사는 보유 중인 하이브 주식 88만 주에 대한 주가수익 스왑(PRS) 계약 체결을 공시. 약 3,200억원을 유동화하여 부채 상환 등 재무 구조 개선에 사용할 계획. 또한 향후 3년간 연결조정지배주주 당기순이익의 40%의 배당과 자사주 매입/소각에 활용하고 기 취득 자사주 4.7%를 전량 소각한다고 공시.

높아진 밸류에이션 매력: 넷마블에 대해 기존 BUY 투자의견과 목표주가 74,000원('26년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 17.8배 적용)을 유지. 일곱개의대죄:오리진 출시가 3월로 연기됨에 따라 1분기 영업이익 감소 가능성이 있으나, 신작 모멘텀은 오히려 강화되고 있음. 구글 프로젝트 지니 공개 이후 게임 섹터에 대한 과도한 우려로 '26년 P/E는 12.2배로 낮아진 만큼 주가 상승 여력은 높아졌다고 판단됨.

분기 실적

(십억원)	4Q25	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	797.6	22.9	14.6	10.2	7.8
영업이익	110.8	214.5	21.9	0.9	5.8
세전이익	19.9	흑전	-64.4	-88.9	-56.5
순이익	-35.9	적지	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	13.9				
세전이익	2.5				
순이익	-4.5				

자료: 넷마블, Enguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

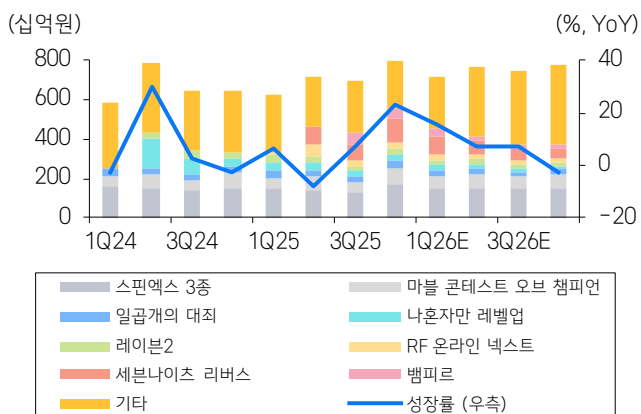
	2024	2025E	2026E
Valuation (배)			
P/E	4.1	14.7	12.4
P/B	0.8	0.7	0.8
EV/EBITDA	14.9	10.5	9.6
Divyield (%)	0.8	1.8	2.2
EPS 증가율 (%)	흑전	-73.8	26.8
ROE (%)	0.5	4.4	5.5
주당지표 (원)			
EPS	12,551	3,290	4,172
BVPS	66,102	65,480	68,282
DPS	417	876	1,141

4Q25 Review

(십억원)	4Q25			차이 (%)		4Q24	3Q25	증감 (%)	
	실적	삼성 추정	컨센서스	삼성 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	797.6	723.9	739.1	10.2	7.9	649.0	696.0	22.9	14.6
스핀엑스 3종	167.5	156.4		7.1		149.3	132.2	12.2	26.7
마블 콘테스트 오브 챔피언	87.7	82.8		5.9		84.4	48.7	4.0	80.1
일곱개의 대죄	31.9	26.2		21.9		32.5	27.8	-1.7	14.6
나혼자만 레벨업	31.9	22.3		43.2		38.9	27.8	-18.1	14.6
레이븐2	31.9	17.7		79.8		32.5	20.9	-1.7	52.8
RF 온라인 넥스트	31.9	31.3		1.9		0.0	34.8	n/a	-8.3
세븐나이츠 리버스	119.6	91.9		30.2		0.0	83.5	n/a	43.2
뱀피르	55.8	70.5		-20.8		0.0	62.6	n/a	-10.9
기타	239.3	224.8		6.4		311.5	257.5	-23.2	-7.1
영업비용	686.8	628.3	635.3	9.3	8.1	613.8	605.1	11.9	13.5
지급수수료	252.3	241.7		4.4		231.6	224.9	8.9	12.2
인건비	182.0	175.5		3.7		178.7	170.4	1.8	6.8
광고선전비	178.7	145.9		22.4		120.5	145.3	48.3	23.0
기타비용	73.8	65.1		13.3		83.0	64.5	-11.1	14.4
영업이익	110.8	95.5	103.8	16.0	6.8	35.2	90.9	214.8	21.9
세전이익	19.9	41.2	44.4	-51.8	-55.2	-184.2	55.9	흑전	-64.4
당기순이익	-35.9	30.9	42.0	nm	nm	-169.8	40.6	-78.9	적전
지배주주순이익	-34.1	29.7	24.3	nm	nm	-165.9	37.5	-79.4	적전
이익률 (%)				-61.6	-46.0				
영업이익률	13.9	13.2	14.0			5.4	13.1		
세전이익률	2.5	5.7	6.0			-28.4	8.0		
순이익률	-4.5	4.3	5.7			-26.2	5.8		
지배주주순이익률	-4.3	4.1	3.3			-25.6	5.4		

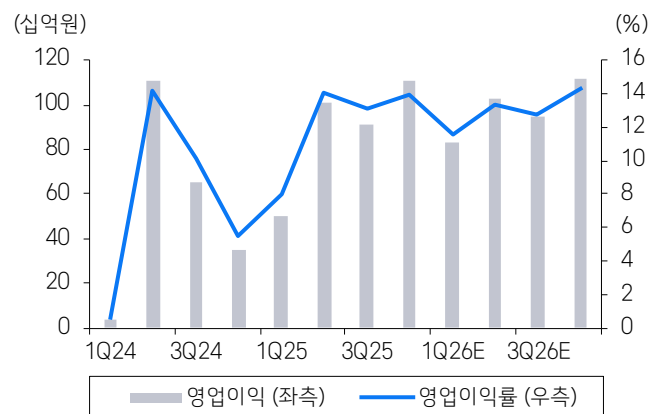
자료: 넷마블, Fnguide, 삼성증권 추정

분기별 매출액 추이



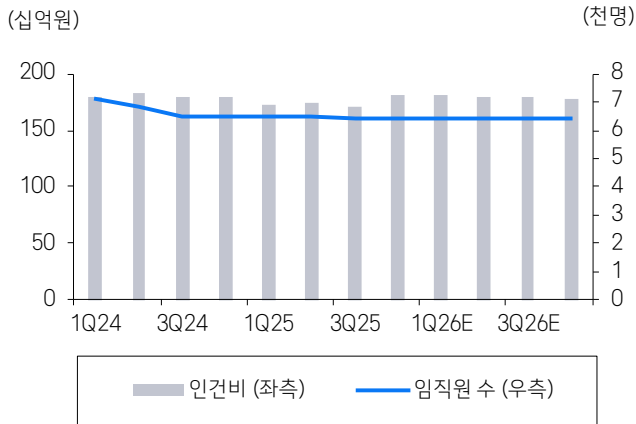
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



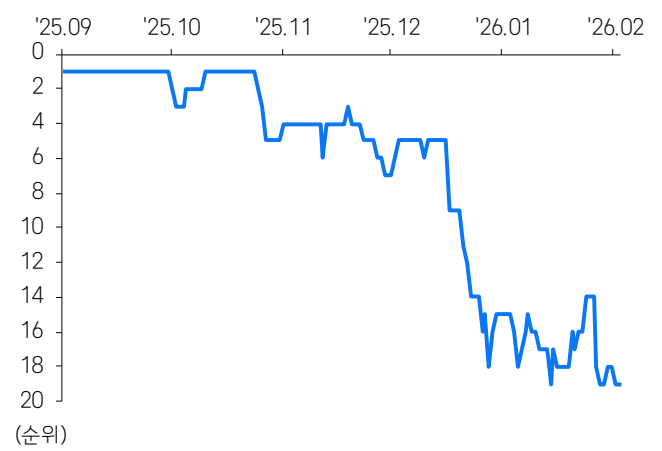
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

인건비 및 인력 추이



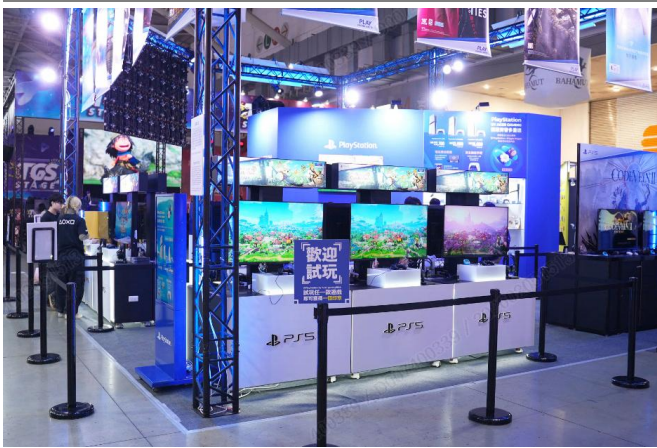
자료: 센서타워

뱀피르: 구글플레이 매출 순위



자료: 센서타워

1월 타이베이게임쇼 출전한 일곱개의대죄:오리진



자료: 넷마블

MMORPG SOL: Enchant



자료: 넷마블

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	자체 개발/퍼블리싱	출시 국가
4Q25	나 혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브	액션 RPG	PC/콘솔	자체 개발	글로벌
1Q26	스톤에이지 키우기	방치형 RPG	모바일	자체 개발	글로벌
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	PC/모바일/콘솔	자체 개발	글로벌
2Q26	SOL: Enchant	MMORPG	PC/모바일	퍼블리싱	한국
	몬길: 스타 다이브	액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
2H26	나 혼자만 레벨업: 카르마	로그라이트 액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 로그라이크 RPG	모바일	퍼블리싱	글로벌
	이블베인	협동 액션	PC/콘솔	자체 개발	글로벌

자료: 넷마블, 삼성증권 정리

넷마블 밸류에이션

	(십억원)
2026년 예상 EPS	4,173
적용 P/E (배) *	17.8
적정 주가 (원)	74,215
목표주가 (원)	74,000
현재 주가 (원)	50,800
상승 여력(%)	45.7

참고: * 피어 그룹의 2026년 평균 적용; 2월 5일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025E	2026E
크래프톤	12.9	10.5
엔씨소프트	14.1	14.9
컴투스	75.1	22.5
넷이즈	14.6	13.8
EA	23.6	21.8
넥슨	25.8	23.0
평균	27.7	17.8

참고: 2월 5일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	797.6	718.6	767.2	745.9	775.6
스핀엑스 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	132.2	167.5	150.7	149.2	147.7	155.1
마블 컨테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	48.7	87.7	61.4	75.5	58.9	70.7
일곱개의 대죄	41.0	31.3	22.5	32.5	31.2	28.7	27.8	31.9	30.6	29.7	29.1	28.0
나혼자만 레벨업		156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	27.8	31.9	25.5	20.4	16.3	13.1
레이븐2		31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	20.9	31.9	27.1	23.1	19.6	16.7
RF 온라인 넥스트					18.7	64.6	34.8	31.9	27.1	23.1	19.6	16.7
세븐나이츠 리버스						93.3	83.5	119.6	95.7	76.6	65.1	55.3
뱀피르							62.6	55.8	33.5	20.1	16.1	13.7
기타	333.7	344.1	307.6	311.5	287.0	251.2	257.5	239.3	266.8	349.5	373.4	406.4
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	605.1	686.8	635.2	664.6	651.0	664.3
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	252.3	235.9	258.8	252.3	257.8
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	182.0	180.9	179.8	178.8	177.7
광고선전비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	178.7	150.1	153.0	149.0	155.1
기타비용	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	63.8	64.5	73.8	68.3	72.9	70.9	73.7
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	110.8	83.4	102.7	94.9	111.3
세전이익	0.9	217.4	42.2	(184.2)	97.5	189.9	55.9	19.9	105.3	142.7	137.5	34.4
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	160.1	40.6	(35.9)	80.0	108.5	104.5	26.1
지배주주순이익	(0.4)	169.5	22.4	(165.9)	75.6	160.3	37.5	(34.1)	76.0	103.0	99.3	24.8
수정 EPS (원)	(3)	1,071	642	31	597	1,191	909	594	915	1,056	1,000	1,202
이익률 (%)												
영업이익률	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	13.1	13.9	11.6	13.4	12.7	14.4
세전이익률	0.1	27.8	6.5	(28.4)	15.6	26.5	8.0	2.5	14.7	18.6	18.4	4.4
순이익률	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	22.3	5.8	(4.5)	11.1	14.1	14.0	3.4
지배주주순이익률	(0.1)	21.7	3.5	(25.6)	12.1	22.3	5.4	(4.3)	10.6	13.4	13.3	3.2

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2025P			2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	2,761.4	2,835.1	2.7	2,896.7	3,007.2	3.8	3,034.1	3,137.3	3.4
스핀엑스 3종	595.8	593.0	(0.5)	600.4	602.9	0.4	576.1	610.2	5.9
마블 컨테스트 오브 챔피언	252.3	257.2	1.9	251.7	266.6	5.9	231.8	245.5	5.9
일곱개의 대죄	113.9	119.6	5.0	96.3	117.4	21.9	81.6	99.5	21.9
나혼자만 레벨업	143.1	152.7	6.7	52.6	75.3	43.2	21.5	30.9	43.2
레이븐2	98.5	112.7	14.4	48.1	86.4	79.8	25.1	45.1	79.8
RF 온라인 넥스트	149.4	150.0	0.4	84.8	86.4	1.9	44.3	45.1	1.9
세븐나이츠 리버스	268.7	296.4	10.3	224.8	292.7	30.2	110.4	143.8	30.2
뱀피르	133.1	118.5	(11.0)	105.2	83.3	(20.8)	44.8	35.5	(20.8)
기타	1,006.6	1,035.0	2.8	1,432.9	1,396.1	(2.6)	1,898.5	1,881.7	(0.9)
영업비용	2,424.1	2,482.6	2.4	2,509.4	2,615.0	4.2	2,596.6	2,709.5	4.3
지급수수료	928.1	938.7	1.1	969.7	1,004.8	3.6	1,002.1	1,017.3	1.5
인건비	692.9	699.4	0.9	714.5	717.3	0.4	736.5	727.5	(1.2)
광고선전비	540.8	573.6	6.1	535.6	607.3	13.4	554.6	651.0	17.4
기타비용	262.2	270.9	3.3	289.7	285.7	(1.4)	303.4	313.7	3.4
영업이익	337.2	352.5	4.5	387.3	392.2	1.3	437.5	427.8	(2.2)
세전이익	384.6	363.3	(5.6)	415.0	419.9	1.2	544.2	534.3	(1.8)
당기순이익	311.9	245.0	(21.4)	315.5	319.1	1.2	412.9	406.1	(1.7)
지배주주순이익	303.1	239.3	(21.0)	302.9	303.1	0.1	396.4	385.7	(2.7)
수정 EPS (원)	3,717	3,290	(11.5)	4,176	4,173	(0.1)	4,740	4,615	(2.6)
이익률 (%)									
영업이익률	12.2	12.4		13.4	13.0		14.4	13.6	
세전이익률	13.9	12.8		14.3	14.0		17.9	17.0	
순이익률	11.3	8.6		10.9	10.6		13.6	12.9	
지배주주순이익률	11.0	8.4		10.5	10.1		13.1	12.3	

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,835	3,007	3,137
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	3,007	3,137
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	2,571	2,448	2,483	2,615	2,710
영업이익	-68	216	353	392	428
(영업이익률, %)	-2.7	8.1	12.4	13.0	13.6
영업외손익	-90	-139	11	28	106
금융수익	73	77	186	145	161
금융비용	262	192	125	156	140
지분법손익	113	109	131	145	157
기타	-14	-133	-180	-107	-72
세전이익	-159	76	363	420	534
법인세	145	73	118	101	128
(법인세율, %)	-91.6	95.8	32.5	24.0	24.0
계속사업이익	-304	3	245	319	406
종단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-304	3	245	319	406
(순이익률, %)	-12.1	0.1	8.6	10.6	12.9
지배주주순이익	-256	26	239	303	386
비지배주주순이익	-48	-22	6	16	20
EBITDA	117	370	477	512	541
(EBITDA 이익률, %)	4.7	13.9	16.8	17.0	17.2
EPS (지배주주)	-2,975	298	2,784	3,527	4,489
EPS (연결기준)	-3,535	37	2,851	3,713	4,726
수정 EPS (원)*	-2,303	12,551	3,290	4,172	4,615

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	1,061	1,316	1,435
현금 및 현금등가물	430	578	489	757	842
매출채권	255	277	303	295	316
재고자산	3	2	2	2	2
기타	218	258	267	263	275
비유동자산	7,010	7,062	6,864	6,675	6,739
투자자산	3,009	2,928	3,070	3,000	3,177
유형자산	344	340	385	342	304
무형자산	3,229	3,245	2,917	2,840	2,765
기타	428	549	492	492	492
자산총계	7,916	8,177	7,925	7,991	8,174
유동부채	1,940	1,348	1,735	1,563	1,409
매입채무	32	28	25	25	26
단기차입금	1,311	505	616	496	376
기타 유동부채	596	815	1,093	1,042	1,006
비유동부채	897	1,355	768	758	782
사채 및 장기차입금	372	997	352	352	352
기타 비유동부채	525	358	415	406	430
부채총계	2,837	2,703	2,502	2,320	2,191
지배주주지분	4,980	5,416	5,365	5,596	5,889
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
이익잉여금	1,128	1,145	1,351	1,582	1,874
기타	792	1,207	950	950	950
비지배주주지분	100	58	58	74	94
자본총계	5,079	5,474	5,423	5,670	5,983
순부채	1,342	1,009	812	427	215

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	-98	288	198	220	298
당기순이익	-304	3	245	319	406
현금유출입이없는 비용 및 수익	440	382	115	100	97
유형자산 감가상각비	57	53	48	43	38
무형자산 상각비	129	101	76	77	75
기타	255	228	-10	-20	-16
영업활동 자산부채 변동	-121	-35	-57	-51	-37
투자활동에서의 현금흐름	466	37	88	5	-4
유형자산 증감	-36	-17	-27	0	0
장단기금융자산의 증감	26	-35	22	3	-7
기타	475	89	93	2	3
재무활동에서의 현금흐름	-481	-221	-363	-192	-213
차입금의 증가(감소)	-736	-148	-306	-120	-120
자본금의 증가(감소)	-847	5	1	0	0
배당금	-2	-0	-41	-72	-93
기타	1,105	-77	-17	-0	-0
현금증감	-73	148	-89	268	85
기초현금	503	430	578	489	757
기말현금	430	578	489	757	842
Gross cash flow	136	385	360	419	503
Free cash flow	-134	270	171	220	298

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

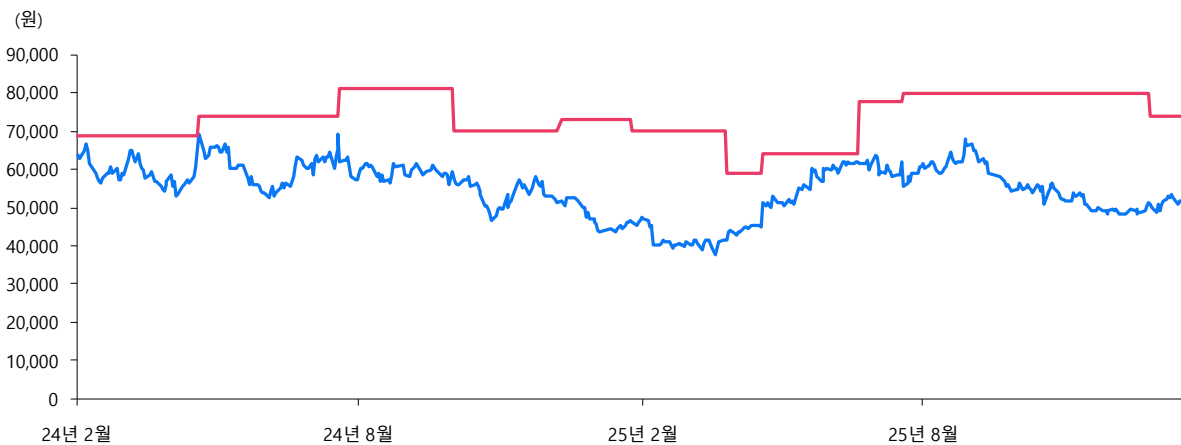
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025P	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-6.4	6.5	6.4	6.1	4.3
영업이익	적지	흑전	63.5	11.3	9.1
순이익	적지	흑전	7,519.7	30.2	27.2
수정 EPS**	적지	흑전	-73.8	26.8	10.6
주당지표					
EPS (지배주주)	-2,975	298	2,784	3,527	4,489
EPS (연결기준)	-3,535	37	2,851	3,713	4,726
수정 EPS**	-2,303	12,551	3,290	4,172	4,615
BPS	60,774	66,102	65,480	68,282	71,870
DPS (보통주)	0	417	876	1,141	1,451
Valuations (배)					
P/E***	n/a	4.1	14.7	12.4	11.2
P/B***	1.0	0.8	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	55.0	14.9	10.5	9.6	8.8
비율					
ROE (%)	-4.9	0.5	4.4	5.5	6.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/9/12	2024/2/8	5/10	8/9	10/22	12/30	2025/2/14	4/16	5/9	7/11	8/8	2026/1/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	56000	69000	74000	81000	70000	73000	70000	59000	64000	78000	80000	74000
과리율 (평균)	-9.23	-13.44	-18.59	-26.48	-23.22	-34.71	-40.50	-25.12	-11.50	-22.55	-30.27	
과리율 (최대/최소)	10.18	-3.19	-6.22	-21.98	-17.14	-27.81	-32.43	-22.80	-2.81	-18.21	-15.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT (비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL (중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT (비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준

매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA