2026/2/12

넷마블 (251270)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

'26년: 가장 많은 대형 신작, 이익 체력이 좋다!

기존작 흥행 및 비용효율화 효과 지속

넷마블의 '25년 매출은 2조 8,351억원으로 YoY +6.4% 증가하였고. 4Q 실적은 매출액 7,976억원(YoY +22.9%, QoQ +14.6%), 영업이익 1,108억원(YoY +214.5%, QoQ +22.0%)을 시현하며 분기 최대수익을 재차 시현했다. 1)다장르 신작의 흥행 2)라이브 서비스의 운영 역량 강화 3)비용구조 효율화(결제 채널 믹스 개선)에 힘입어 연간매출과 분기매출 모두 상장 이후 최고치를 경신했다.

가장 안정적인 매출기조 유지

동사는 글로벌 퍼블리싱 역량을 보유하고 있으며, 안정적인 현금흐름을 유지하고 있다. 이를 바탕으로 안정적 매출기조와 개발 효율성 개선이 지속되고 있다. 전체 시장대비 긍정적인 분기실적 기조도 이어가고 있다. 무엇보다 '26년에는 기존 출시작과 대형 신작 런칭 사이에 큰 공백기가 없어 편안하다. '26년은 상반기부터 신작이 순차 투입되는 구간으로, 기존 타이틀의 지역 확장 및 신작 초기 매출 램프업이 동시에 발생할 경우, 매출성장뿐 아니라 마진의 구조적 상향 가능성도 함께 열려 있다고 판단된다.

'26년: 글로벌 확장과 신규 타이틀 출시를 통한 성장 예상

'26년에 '일곱개의 대죄: Origin'과 '몬길: STAR DIVE' 출시가 계획되어 있고, 연간 6~8개의 신작 출시가 예정되어있다. 글로벌 확장과 신규 타이틀 출시를 통한 꾸준한 성장을 예상한다. 신작 출시를 비롯, 자체 IP 활용 및 결제 시스템의 경제 효율화를 통해 수익성이 지속 개선될 것으로 전망한다.

Fig. 1: 넷마블 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	2,502	2,664	2,788	2,983	3,102
영업이익	-68	216	366	474	512
세전이익	-159	76	411	536	592
순이익[지배]	-256	26	292	368	406
EPS(원)	-2,975	298	3,397	4,281	4,728
증감률(%)	적자지속	흑자전환	1039.9	26.0	10.4
PER(배)	-	173.3	14.2	13.5	12.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.8	9.1	8.1
ROE(%)	-4.9	0.5	5.3	6.3	6.5
배당수익률	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8

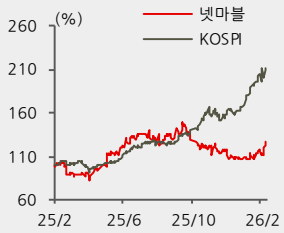
자료: 넷마블, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	75,000원
[유지]	*29.5%*
현재주가	57,900원
2026/2/11	

주식지표

시가총액	4,977십억원
52주최고가	68,000원
52주최저가	37,500원
상장주식수	8,595만주/0.0만주
자본금/액면가	9십억원/100원
60일평균거래량	19만주
60일평균거래대금	10십억원
외국인지분율	27.5%
자기주식수	402만주/4.7%
주요주주및지분율	
방준혁 외	24.3%
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.5%

주가동향



이종원

인터넷/게임/엔터

bluesky@bnkfn.co.kr

(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

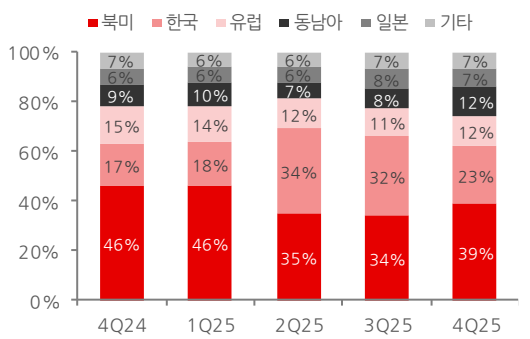
연간매출과 분기매출 모두 상장 이후 최고치 경신

'25년 연결 기준 매출은 2조 8,351억원으로 YoY +6.4% 증가하며 연간 기준 사상 최대치를 기록했다. 영업이익 역시 3,525억원으로 YoY +63.5% 증가하며 이익 체력이 뚜렷하게 복원되는 모습을 보였다. '25년 넷마블은 (1)다장르 신작의 흥행과 (2)라이브 서비스 운영 역량 강화, (3)비용 구조 효율화(결제채널 믹스개선)에 힘입어 연간매출과 분기매출 모두 상장 이후 최고치를 경신했다. 기존 신작 성과와 함께 분기별 수익성이 시장 컨센서스를 상회하는 긍정적인 모드가 지속되고 있다. 4Q25는 매출 7,976억원(YoY + 22.9%, QoQ +14.6%), 영업이익 1,108억원(YoY +214.5%, QoQ +22%, OPM 13.9%)으로 분기 최대수익을 재차 갱신했다. 동사 이익 레버리지의 원천은 PC 결제비중 확대에 따른 지급수수료율 하락과, 조직/프로젝트 구조조정 이후 고정비 레벨의 재설정, 기존 성공 타이틀 기반의 라이브 업데이트 운영으로 마케팅 효율이 개선되는 구조에 있다고 판단된다.

마케팅비는 전체 매출액의 20% 내외 수준에서 안정적으로 잘 관리되고 있다. 이를 기반으로 4Q25 실적에서 영업이익률 13.9%을 시현하며, 매출액 대비 디스카운트 받았던 수익성 문제도 지속 개선되고 있다. 4Q25는 계절성 업데이트 및 해외 자회사 매출기여 확대, 주요 타이틀의 지역확장 효과가 결합되면서 이익측면에서 견조한 수준을 유지했으나 지배주주 순손익은 적자전환하였다. 무형자산 손상차손 인식 등 비경상 요인에 따른 순이익 변동에 의한것으로 영업단의 실질 체력은 유지된 것으로 해석된다.

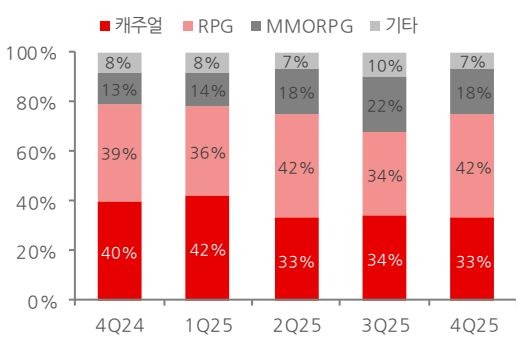
4Q25 매출의 해외 비중은 77%로, 4Q24(68%) 대비 9%p 상승했다. 이는 기존 타이틀의 글로벌 확장(지역 론칭 및 업데이트)과 해외 자회사 계열(소셜카지노 등)의 계절성 업데이트 효과가 중첩된 결과로 판단된다. 지역별로는 북미 39%, 한국 23%, 유럽 12%, 동남아 12%, 일본 7%, 기타 7%로 구성되어, 북미/유럽 등 선진 시장에서의 매출 비중이 절반을 상회했다. 장르 측면에서는 RPG 42%, 캐주얼 33%, MMORPG 18%, 기타 7%로, 2026년 예정된 대형 RPG/액션 RPG 라인업과의 성장 방향성과도 일치하는 모습을 나타냈다.

Fig. 2: 넷마블 지역별 매출 비중



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 3: 넷마블 장르별 매출 비중

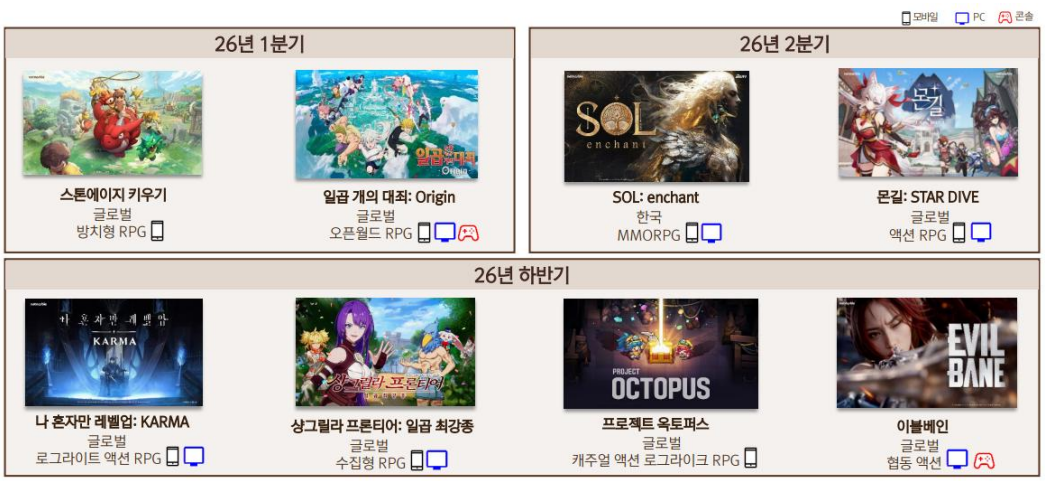


자료: 넷마블, BNK투자증권

기존 출시작의 Hit Ratio가 안정적인 추세를 나타내고, 신작출시도 지속 예정되어 있다. 향후 1년간 최소 5개 이상의 신작이 지속 출시될 예정이며 동시에 기존 타이틀의 권역 확장도 준비하고 있다. 동사는 신작출시 이후 촘촘한 업데이트를 통해 안정적인 매출기조를 유지하고 있으며, 인건비를 축소하며 개발 효율성 또한 개선되고 있다. '26년은 상반기부터 신작이 순차 투입되는 구간으로, 기존 타이틀의 지역 확장과 신작 초기 매출 램프업이 동시에 발생할 경우, 매출성장뿐 아니라 마진의 구조적 상향 가능성도 열려 있다.

계획된 신작출시 일정에 따라 지난 4분기를 기점으로 양호한 성장세가 지속됐고, '26년 또한 전년 대비 개선된 실적이 예상된다. '25년 11월 25일에 신작 '나 혼자만 레벨업:어라이즈 오버드라이브'를 '엑스박스(Xbox) PC'와 '스팀(Steam)'을 통해 글로벌 시장에 정식출시했다. '26년에는 대형 기대작 '일곱 개의 대죄: Origin'과 '몬길: STAR DIVE' 출시를 계획하고 있다. '나 혼자만 레벨업:어라이즈 오버드라이브'의 후속작인 '나 혼자만 레벨업: 카르마'는 '26년 하반기에 PC·모바일로 출시 예정이다. 글로벌 확장과 신규 타이틀 출시를 통해 동사의 지속적인 성장을 전망한다. 다만 엔씨소프트의 사례에서 보듯, 신작들의 초반 성과지표에 따라 주가적인 측면에서 단기 변동성이 있을 수 있는 만큼, 출시 초기 흥행지표와 과금 동향이 투자의 주요 관심 포인트가 될 전망이다.

Fig. 4: 2026년 넷마블 신작 라인업

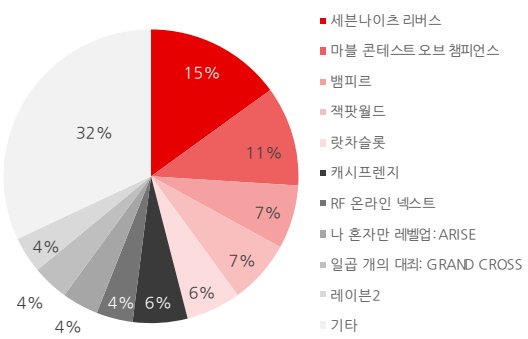


자료: 넷마블, BNK투자증권

'26년 더 강화되는 신작모멘텀으로 기존 리스크 완화

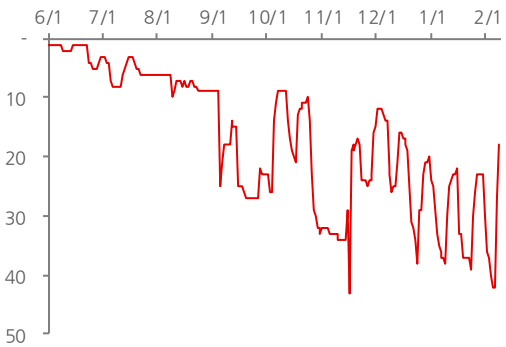
동사는 오랜 기간 사랑받아온 대표 게임 IP들을 다수 보유하고 있으며, 이들 장수 게임들은 안정적인 매출기반을 형성하고 있다. 경쟁사와 비교하면 동사의 한 게임당 게임 매출 집중도는 상대적으로 낮은 편이고 다수의 분산된 포트폴리오를 보유하고 있다. 예컨대 엔씨소프트의 리니지M과 2M처럼 단일 게임이 차지하는 비중이 절대적이지 않다. 이는 리스크 분산과 브랜드 다각화 측면에서 강점인 반면, 동시에 개별 타이틀의 '킬러 타이틀'급 수익 파워는 제한적인 것으로 해석될 수 있다. 투자자 관점의 리스크 요인 역시 오래된 게임들이 꾸준한 현금흐름에는 기여하지만 경쟁사의 메가히트작만큼 압도적 매출원과 그에 대한 시장의 기대감이 높지 않다는 것인데, 이점이 주가의 업사이드 포텐을 다소 제한하는 부분이다. 다만 긍정적인 부분은 상기에 서술한 바와 같이 준비 중인 신작 라인업이 최고 수준의 IP 경쟁력을 갖추고 있다는 점이다. '막강한 원작 IP 파워와 동사의 액션 RPG 개발역량을 고려할 때, 기존 IP 게임의 글로벌 흥행 잠재력은 상대적으로 높은 편이라고 판단된다.

Fig. 5: 넷마블 게임별 매출비중



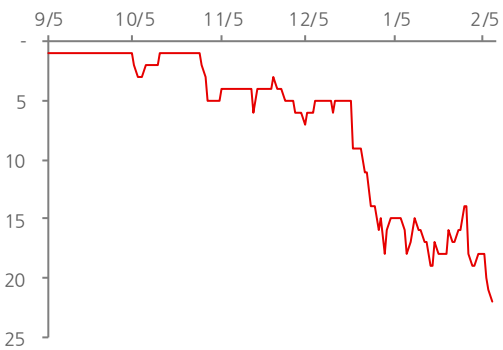
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 6: 세븐나이츠 리버스 매출 순위



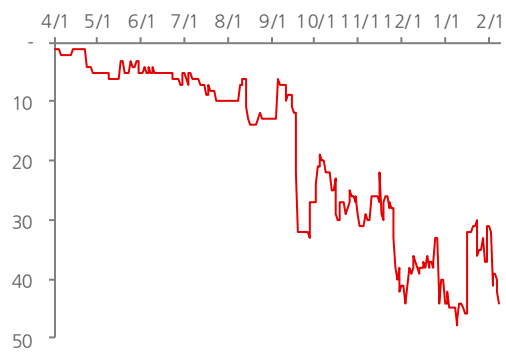
자료: 모바일인덱스, Google Play, BNK투자증권

Fig. 7 뱀피르 매출 순위



자료: 모바일인덱스, Google Play, BNK투자증권

Fig. 8 RF 온라인 넥스트 매출 순위



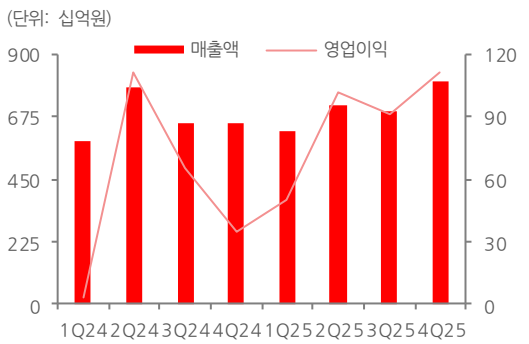
자료: 모바일인덱스, Google Play, BNK투자증권

높아진 기초체력에 대형IP 출시로 리레이팅 예상

동사가 제시한 '26년 8종의 신작 로드맵과 주주환원 정책(배당+자사주 소각, 2026~2028 최대 40% 환원)은 2025년 실적 턴어라운드기조 에서 2026년 성장가속 국면으로 연결시키는 핵심 촉매로 판단된다. 향후 신작 라인업의 출시와 함께 자체결제시스템 보완으로 수익성 추가 향상이 가능한 상황이다. 멀티플랫폼향 IP가 흥행할 경우 추가적인 밸류에이션 확장을 통한 주가 리레이팅이 기대된다. 물론 예정된 출시 딜레이가 없다고 단정할 순 없다. 하지만 다른 어떤 게임사보다 속도감 있게, 선택과 집중의 전략을 효과적으로 구사하고 있어 경쟁사 대비 신작 IP의 적시 출시가능성은 높다고 판단된다.

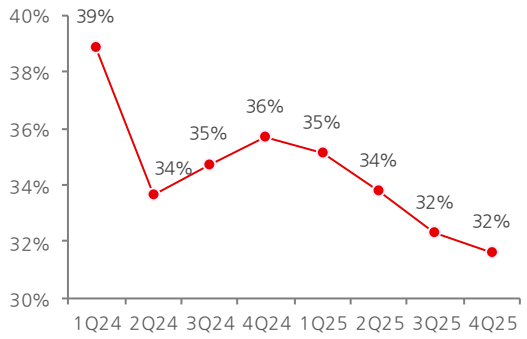
결론적으로 동사는 중대형 개발사 중 '26년 실적 개선세가 지속될 가능성이 높은편이다. 무엇보다 분기별 안정적인 매출기조와 개발 효율성 개선이 지속 유지되고 있다. 뛰어난 글로벌 퍼블리싱 역량을 보유하고 있으며, 안정적인 현금 흐름을 나타내고 있다. 기존 출시작과 하반기 대형 신작 런칭에 따라 공백기가 없어 편안하다. 기존 출시작의 촘촘한 업데이트 속, 연중 지속되는 대형 IP의 출시 모멘텀과 흥행기조가 동사 기업가치와 주가 리레이팅을 결정짓는 핵심 변수가 될 것이다. 현재로서는 그 가능성이 타사 대비 높은 상황이라 판단된다.

Fig. 9: 넷마블 분기별 실적 추이



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 10: 넷마블 매출액 대비 지급수수료 비중



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 11: 넷마블 주주환원 로드맵

자료: 넷마블, BNK투자증권

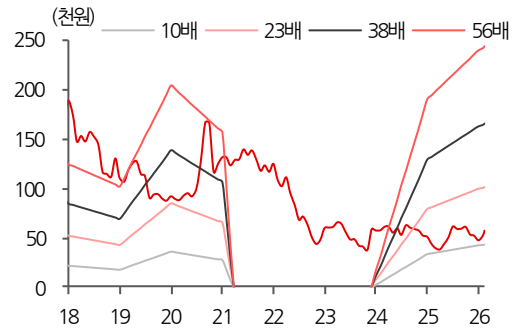
표 1. 넷마블 분기 실적 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025
매출액	**585**	**782**	**647**	**649**	**624**	**718**	**696**	**798**	**2,664**	**2,836**
영업비용	582	671	582	614	574	617	605	687	2,448.2	2,483
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	111	215.6	353
OPM(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	12.4
순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	160.2	40.6	-35.9	3.2	245.1
NPM(%)	-1.7	20.8	3.2	-26.2	12.9	22.3	5.8	-4.5	0.1	8.6

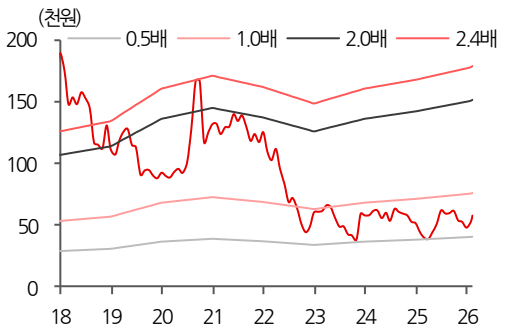
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 12: 넷마블 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 넷마블 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,342	1,740	2,241
현금성자산	430	578	781	1,140	1,618
매출채권	255	277	290	310	323
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	7,041	7,102	7,107
투자자산	3,009	2,928	3,042	3,221	3,331
유형자산	344	340	296	260	230
무형자산	3,229	3,245	3,154	3,071	2,996
자산총계	**7,916**	**8,177**	**8,383**	**8,841**	**9,348**
유동부채	1,940	1,348	1,250	1,302	1,334
매입채무	32	28	29	31	32
단기차입금	1,311	505	505	505	505
비유동부채	897	1,355	1,369	1,391	1,404
사채및장기차입금	372	997	997	997	997
부채총계	**2,837**	**2,703**	**2,619**	**2,693**	**2,738**
지배기업지분	4,979	5,416	5,674	6,008	6,414
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,403	1,737	2,144
자본총계	**5,079**	**5,474**	**5,764**	**6,148**	**6,610**
총차입금	1,841	1,693	1,562	1,562	1,562
순차입금	1,329	995	670	303	-180

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,502**	**2,664**	**2,788**	**2,983**	**3,102**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,788	2,983	3,102
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,421	2,509	2,590
판관비율	102.8	91.9	86.8	84.1	83.5
영업이익	**-68**	**216**	**366**	**474**	**512**
영업이익률	-2.7	8.1	13.1	15.9	16.5
EBITDA	117	370	501	593	616
영업외손익	-90	-139	44	62	80
금융이자손익	-130	-89	-75	-62	-49
외화관련손익	-34	-7	0	0	0
기타영업외손익	74	-43	119	124	129
세전이익	**-159**	**76**	**411**	**536**	**592**
세전이익률	-6.4	2.9	14.7	18.0	19.1
법인세비용	145	73	86	118	130
법인세율	-91.2	96.1	20.9	22.0	22.0
계속사업이익	-304	3	324	418	462
당기순이익	**-304**	**3**	**324**	**418**	**462**
당기순이익률	-12.2	0.1	11.6	14.0	14.9
지배기업순이익	-256	26	292	368	406
총포괄손익	-590	352	324	418	462

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**-98**	**288**	**372**	**460**	**468**
당기순이익	-304	3	324	418	462
비현금비용	954	726	320	332	330
감가상각비	185	154	135	119	104
비현금수익	-514	-344	-175	-189	-207
자산및부채의증감	-121	-35	28	43	27
매출채권감소	-80	-9	-13	-20	-12
재고자산감소	0	0	0	0	0
매입채무증가	-15	-6	1	2	1
법인세환급(납부)	-4	-29	-86	-118	-130
투자활동현금흐름	**466**	**37**	**-19**	**-87**	**-14**
유형자산증가	-36	-17	0	0	0
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	13	21	0	0	0
재무활동현금흐름	**-481**	**-221**	**-165**	**-34**	**0**
차입금증가	-736	-148	-131	0	0
자본의증감	-847	5	0	0	0
배당금지급	-2	0	-34	-34	0
현금의증가	-73	148	203	359	478
기말현금	430	578	781	1,140	1,618
잉여현금흐름(FCF)	-134	270	372	460	468

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

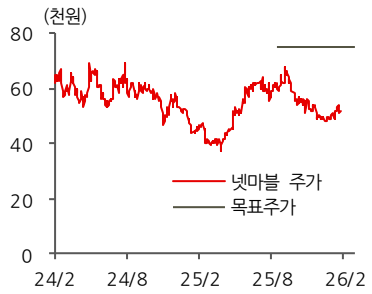
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	-2,975	298	3,397	4,281	4,728
BPS	62,650	67,728	70,728	74,611	79,339
CFPS	1,587	4,482	5,467	6,527	6,802
DPS	0	417	417	417	417
PER (배)	-	173.3	14.2	13.5	12.2
PSR	2.0	1.7	1.5	1.7	1.6
PBR	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7
PCR	36.6	11.5	8.8	8.9	8.5
EV/EBITDA	54.9	14.9	9.8	9.1	8.1
배당성향 (%)	0.0	1062.3	10.5	8.2	7.4
배당수익률	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
매출액증가율	-6.4	6.5	4.7	7.0	4.0
영업이익증가율	0.0	0.0	69.8	29.4	8.0
순이익증가율	0.0	0.0	1038.9	26.0	10.4
EPS증가율	0.0	0.0	1038.9	26.0	10.4
부채비율 (%)	55.9	49.4	45.4	43.8	41.4
차입금비율	36.2	30.9	27.1	25.4	23.6
순차입금/자기자본	26.2	18.2	11.6	4.9	-2.7
ROA (%)	-3.6	0.0	3.9	4.9	5.1
ROE	-4.9	0.5	5.3	6.3	6.5
ROIC	-3.5	0.3	8.6	11.4	12.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/2/11 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
넷마블	25/08/28	매수	75,000원	*-23.9*	*-9.3*
(251270)	25/12/11	매수	75,000원	*-32.4*	*-22.8*
	26/02/12	매수	75,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.