

2Q 이후, 신작 라인업의 흥행 강도 매우 중요

2Q 이후가 중요

넷마블의 1Q26 실적은 전년 대비 매출과 영업이익이 각각 4.5%, 6.8% 증가하며 회복 기조를 이어갔다. 그러나 4Q25 사상 최대 분기 매출의 높은 기저와 주요 신작의 분기 말 출시 영향으로 전분기 대비로는 둔화됐다. 신작 IP의 성과는 크지 않았으나 지급수수료가 전년 대비 감소, 매출성장과 비용효율화가 나타난 점은 긍정적이다. '26년 하반기 모멘텀은 신작 개수보다, 신작 온 기반영이 시작되는 2Q26 이후의 매출 지속성에 달려 있다고 판단된다.

상반기 신작 IP 성과는 조금 더 지켜보아야

1분기 말 출시된 스톤에이지 키우기와 일곱 개의 대죄: Origin은 각각 1분기 매출 비중 3% 수준으로 추정된다. 1Q26 연결 매출 6,517억원 기준 각 타이틀의 분기 매출기여는 약 195억원 수준이다. 출시 시점이 분기 말이었기 때문에 온기 반응이 아니었다는 점은 감안해야 한다. 그러나 동사 투자스토리의 핵심이 다수 신작을 통한 실적 재도약이었다는 점을 고려 시, 신작 IP의 초기 성과가 주가 재평가를 유도하기에는 다소 부족했다고 판단된다.

하반기 라인업의 출시일정 확인 필요

1Q26 신작 성과는 상업적 실패로 단정하기 어렵지만, '26년 실적 레벨업과 밸류에이션 재평가를 기대했던 투자자 눈높이에는 미치지 못했다. 넷마블의 비용 효율화와 자체 결제 확대는 긍정적이다. 그러나 신작 모멘텀이 추정치 상향으로 연결되지 못한 만큼, 향후 단기 주가 반등의 핵심 변수는 2Q26 이후 신작의 매출 지속 성과, 하반기 라인업의 출시 일정 및 흥행 강도가 될 것으로 예상된다.

Fig. 1: 넷마블 연결재무제표 요약

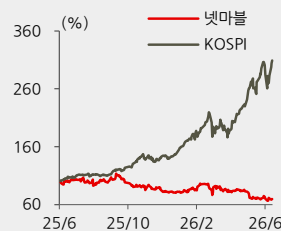
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,664	2,835	3,079	3,171	3,235
영업이익	216	352	435	472	488
세전이익	76	346	390	436	459
순이익[지배]	26	225	289	323	340
EPS(원)	298	2,618	3,483	3,870	4,074
증감률(%)	흑자전환	778.5	33.0	11.1	5.3
PER(배)	173.3	18.4	12.0	10.8	10.2
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.4	6.6	5.9
ROE(%)	0.5	4.1	5.2	5.6	5.6
배당수익률	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8

자료: 넷마블, BNK투자증권 / 주:K-IFRS 연결

투자이견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	75,000원
[유지]	80.1%
현재주가	41,650원
2026/6/17	

주식지표	
시가총액	3,413십억원
52주최고가	68,000원
52주최저가	40,000원
상장주식수	8,193만주/0.0만주
자본금/액면가	9십억원/100원
60일평균거래량	25만주
60일평균거래대금	11십억원
외국인지분율	26.7%
자기주식수	181만주/2.2%
주요주주및지분율	
방준혁 외	25.5%
HAN RIVER	
INVESTMENT	18.4%
PTE. LTD.	

주가동향



이종원

인터넷/게임/엔터

bluesky@bnkfn.co.kr

(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

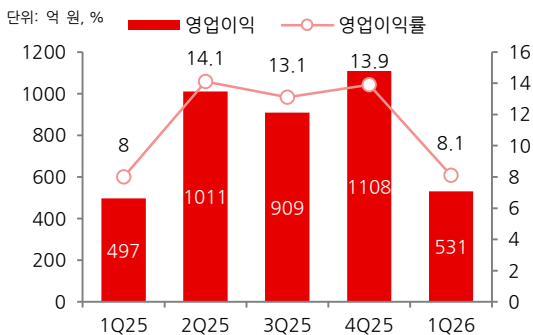
www.bnkfn.co.kr

1분기, 눈에 띄는 신작 IP의 부재

넷마블의 지난 1분기 매출 6,517억원과 영업이익 531억원은 전년 동기 대비 증가했지만 전분기 대비 감소했고, 컨센서스에는 미치지 못했다. 신작 초기 성과가 시장 기대보다 낮았고, 기존 게임의 자연 감소와 마케팅비 부담이 동시에 반영됐기 때문이다. 1분기 신작 결과는 회사 펀더멘털 전체의 훼손이라기보다, '26년 신작 모멘텀에 부여되던 일부 프리미엄이 낮아지는 이벤트로 주가에 투영되고 있다. 1Q26 신작 성과는 상업적 실패로 단정하기는 어렵지만, 단기적인 실적 레벨업과 밸류에이션 재평가를 기대했던 투자자 눈높이에는 미치지 못했다. 비용 효율화와 자체결제 확대는 긍정적이거나, 신작 모멘텀이 추정치 상향으로 연결되지 못한 만큼, 향후 중단기 주가 반등의 핵심 변수는 2Q26 이후 신작의 매출 지속성과 하반기 라인업의 흥행 강도가 될 전망이다.

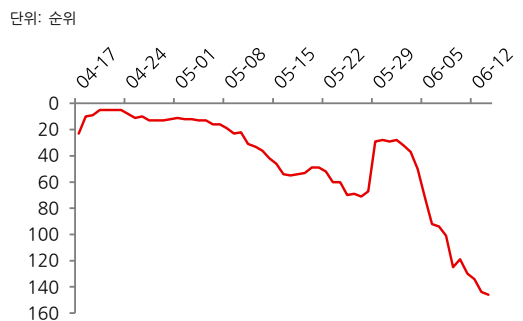
상반기에는 일곱개의대적: Origin, 스톤에이지 키우기, 세븐나이즈 리버스 등이 실적에 기여했다. 스톤에이지는 기존 IP의 인지도에 방치형 장르의 낮은 진입장벽이 결합되면서, 코어 MMORPG보다는 부담이 낮고 장기 운영이 가능한 캐주얼 수익원으로 판단된다. 몬길 STAR DIVE는 4월 15일 글로벌 출시됐고, 출시 직후 국내 양대 마켓 인기게임 1위, 애플 앱스토어 매출 2위에 올랐다. 이후 출시 5일 만에 구글플레이 매출 5위, 앱스토어 매출 9위를 기록하며 초반 흥행 지표는 양호했다. 초기 트래픽과 매출 진입은 긍정적이었지만 중/상위권 유지 여부는 아직 검증 단계로 판단된다. SOL: enchant, 프로젝트 옥토퍼스, 프로젝트 이블베인 등 다수의 신작 IP가 하반기에 대기하고 있다. SOL: enchant는 리니지M 개발진이 포진한 알트나인이 개발에 참여한 MMORPG로 6월 18일 정식 출시되었다. 나 혼자만 레벨업:어라이즈 오버드라이브'의 후속작인 '나 혼자만레벨업: 카르마'는 하반기 PC·모바일로 출시 예정이다. 향후 1년간 최소 5개 이상의 신작이 지속 출시될 예정이며 동시에 기존 타이틀의 권역 확장도 준비하고 있다. 신규 라인업이 많아지는 시기에는 마케팅비가 선제적으로 집행되고 매출은 후행적으로 인식될 수 있다. 주가의 업사이드가 확대되기 위해서는 2분기 이후 신작의 매출 유지력과 하반기 라인업의 흥행 확인이 필요하다.

Fig. 2: 넷마블 영업이익 및 영업이익률



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 3: STAR DIVE 구글플레이 순위

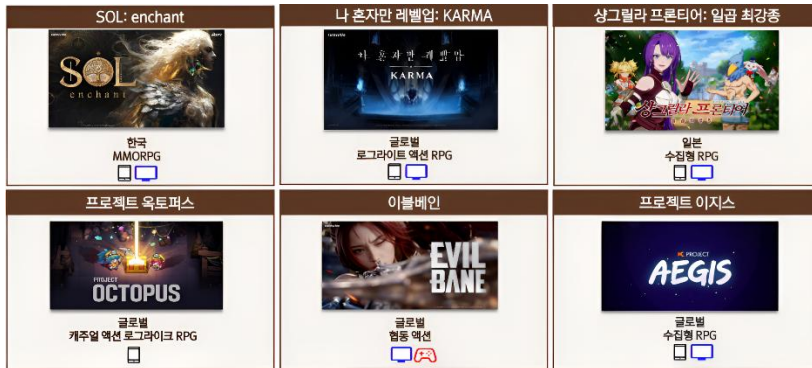


자료: 모바일인덱스, BNK투자증권

'26년: 가장 많은 대형 신작, 이익 체력 좋지만 변동성 확대 구간

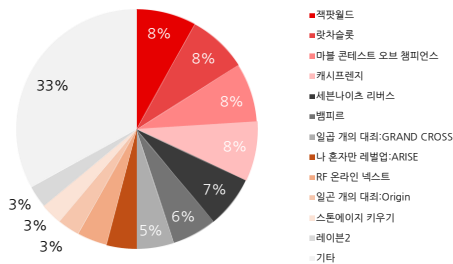
글로벌 확장과 신규 타이틀 출시를 통해 지속적인 성장을 전망한다. 다만 NC의 사례에서 보듯, 신작들의 초반 성과지표에 따라 추가적인 측면에서 단기 변동성이 있을 수 있는 만큼, 출시 초기 흥행지표와 과금 동향이 투자의 주요 관심 포인트가 될 전망이다. 경쟁사와 비교하면 동사의 한 게임당 게임 매출 집중도는 상대적으로 낮은 편이고 다수의 분산된 포트폴리오를 보유하고 있다. 투자자 관점의 리스크 요인은 오래된 게임들이 꾸준한 현금흐름에는 기여하지만 경쟁사의 메가히트작만큼 압도적 매출원과 그에 대한 시장의 기대감이 높지 않다는 것이며, 이점이 주가의 업사이드 포텐을 제한하는 부분이다. 긍정적인 부분은 상기에 서술한 바와 같이 준비 중인 신작 라인업이 일정 수준의 IP 경쟁력을 갖추고 있다는 점이다. 원작 IP 파워와 동사의 액션 RPG 개발 역량 고려 시, 기존 IP 게임의 글로벌 흥행 잠재력은 상대적으로 높은 편이다. 구글의 앱마켓 수수료 정책 변화 역시 모바일 게임사의 비용 구조에 중장기적으로 우호적일 수 있다. 넷마블처럼 모바일과 인앱결제 비중이 높은 회사는 플랫폼 수수료를 하락의 수혜가 상대적으로 크게 나타날 가능성이 있기 때문이다. 다만 정책 변화가 실제 손익에 반영되는 시점, 지역별 적용 범위, 결제방식 변화에 따른 유저별 행동 변화에는 아직 확인이 더 필요하다.

Fig. 4: 2026년 넷마블 신작 라인업



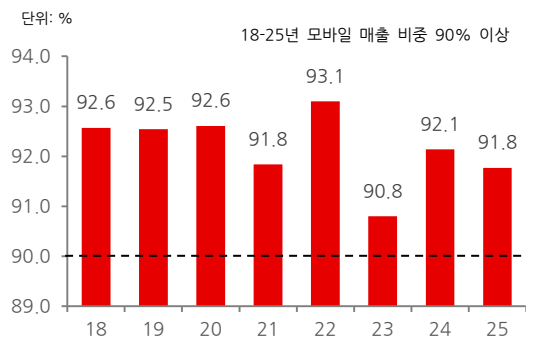
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 5: 넷마블 게임별 매출비중



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 6: 넷마블 모바일 매출 비중

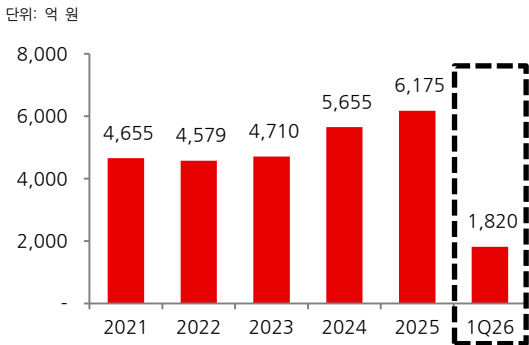


자료: 산업자료, BNK투자증권

하방안정성을 담보해주는 이벤트

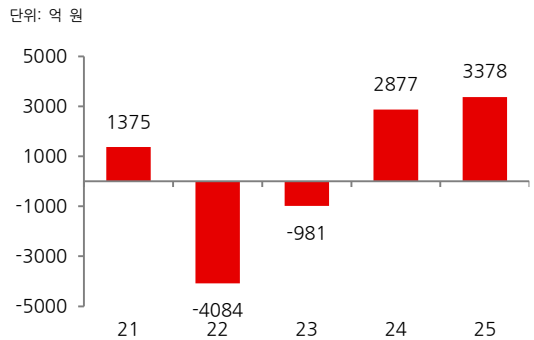
넷마블은 약 1,500억원 규모로 코웨이 주식을 추가 취득하기로 했고, 기존 26%대 지분율은 거래 완료 후 약 29% 수준까지 올라갈 수 있다. 코웨이는 안정적인 현금창출력과 배당 성향을 가진 기업으로, 동사 입장에서는 게임 사업의 변동성을 일부 보완하는 자산 역할을 할 수 있다. 지난 3년간 코웨이로부터 받은 배당수익과 지분법이익이 의미 있는 규모였다는 점도 투자자산의 방어적 가치를 기대하게 한다. 또한 동사가 제시한 '26년 주주환원 정책(배당+자사주 소각, 2026~2028 최대 40% 환원)은 25년 실적 턴어라운드 기조에서, 26년 성장가속 국면으로 연결시키는 핵심 촉매로 판단된다. 게임업종에서 주주환원은 변동성이 큰 실적을 보완해주는 안전판 역할을 한다. 다만 환원이 지속되면 영업현금흐름의 안정화가 선행돼야 할 것이다. 동사는 신작 라인업의 지속출시와 함께 자체 결제시스템 보완으로 수익성 추가 향상이 가능한 상황이다. 멀티 플랫폼 IP가 흥행할 경우 추가적인 밸류에이션 확장을 통한 주가 리레이팅이 가능하다. 물론 신작 IP의 출시 딜레이가 없다고 단정할 순 없다. 하지만 최근 동사의 신작 출시 템포가 속도감 있게, 선택과 집중의 전략을 효과적으로 구사하고 있어, 경쟁사 대비 신작 IP의 적시 출시가능성은 높다고 판단된다. 기존 출시작의 촘촘한 업데이트 속, 연중 지속되는 대형 IP의 출시 모멘텀과 흥행기조가 하반기 기업가치와 주가 리레이팅을 결정짓는 핵심 변수가 될 것이다.

Fig. 7: 코웨이 당기순이익



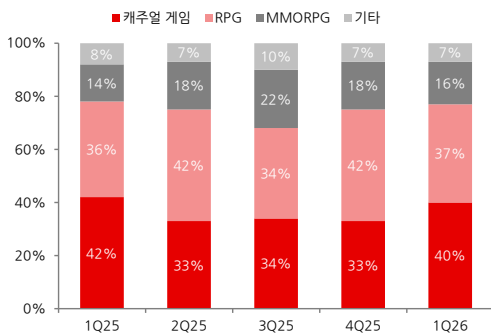
자료: 코웨이, BNK투자증권

Fig. 8: 넷마블 영업현금흐름



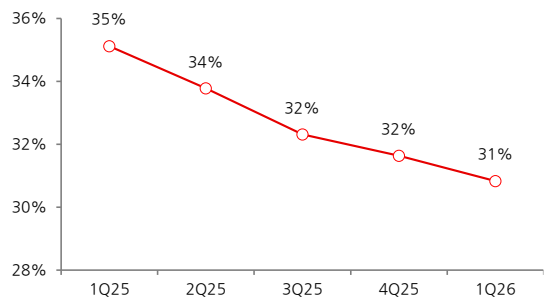
자료: DART 넷마블, BNK투자증권

Fig. 9: 넷마블 유형별 매출액 비중



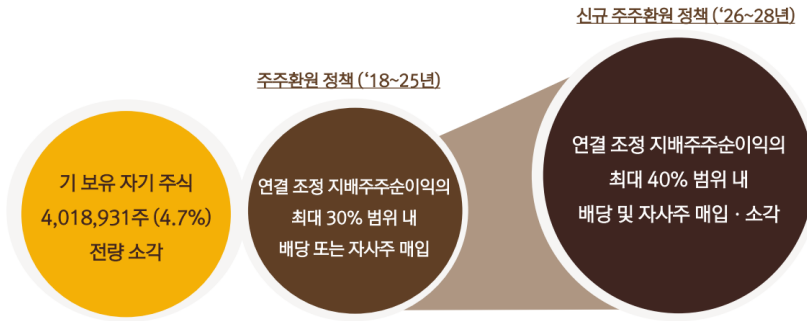
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 10: 넷마블 매출액 대비 지급수수료 비중



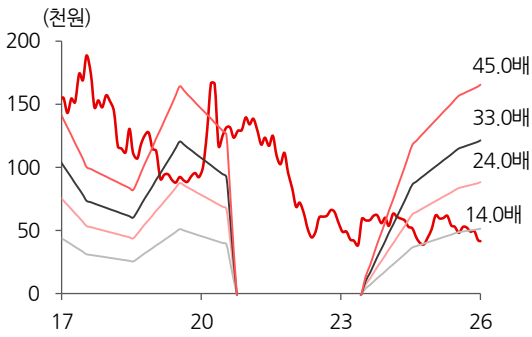
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 11: 넷마블 주주환원 로드맵



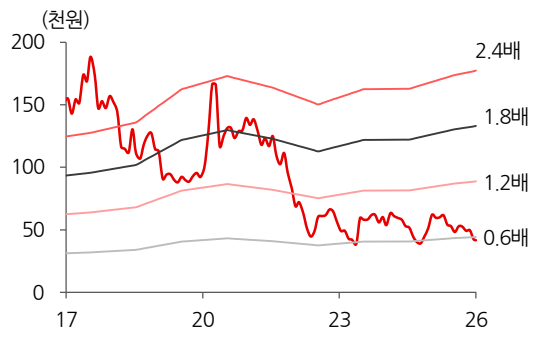
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 12: 넷마블 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 넷마블 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,115	1,257	1,174	1,486	1,891
현금성자산	578	689	560	854	1,247
매출채권	277	281	305	314	320
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	7,062	6,837	6,940	6,921	6,887
투자자산	2,928	3,060	3,279	3,362	3,419
유형자산	340	402	363	330	303
무형자산	3,245	2,858	2,782	2,713	2,649
자산총계	8,177	8,094	8,114	8,406	8,778
유동부채	1,348	1,901	1,673	1,697	1,713
매입채무	28	23	25	26	27
단기차입금	505	733	733	733	733
비유동부채	1,355	701	724	733	739
사채및장기차입금	997	363	363	363	363
부채총계	2,703	2,601	2,397	2,430	2,453
지배기업지분	5,416	5,429	5,647	5,897	6,238
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,555	1,806	2,146
자본총계	5,474	5,492	5,717	5,976	6,325
총차입금	1,693	1,591	1,300	1,300	1,300
순차입금	995	732	581	283	-113

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	288	338	465	454	453
당기순이익	3	231	297	332	349
비현금비용	726	563	273	264	258
감가상각비	154	131	116	102	90
비현금수익	-344	-305	-69	-71	-78
자산및부채의증감	-35	-47	53	20	14
매출채권감소	-9	-12	-24	-9	-6
재고자산감소	0	-1	0	0	0
매입채무증가	-6	-4	2	1	1
법인세환급(납부)	-29	-107	-94	-105	-110
투자활동현금흐름	37	-74	-231	-88	-60
유형자산증가	-17	-47	0	0	0
유형자산감소	0	1	0	0	0
무형자산순감	21	6	0	0	0
재무활동현금흐름	-221	-146	-363	-73	0
차입금증가	-148	-102	-291	0	0
자본의증감	5	6	0	0	0
배당금지급	0	-41	-72	-73	0
현금의증가	148	111	-129	294	393
기말현금	578	689	560	854	1,247
잉여현금흐름(FCF)	270	290	465	454	453

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,664	2,835	3,079	3,171	3,235
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	3,079	3,171	3,235
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,448	2,483	2,644	2,699	2,746
판매비율	91.9	87.6	85.9	85.1	84.9
영업이익	216	352	435	472	488
영업이익률	8.1	12.4	14.1	14.9	15.1
EBITDA	370	484	551	575	579
영업외손익	-139	-6	-44	-36	-29
금융이자손익	-89	-56	-47	-39	-32
외화관련손익	-7	-9	0	0	0
기타영업외손익	-43	59	3	3	3
세전이익	76	346	390	436	459
세전이익률	2.9	12.2	12.7	13.7	14.2
법인세비용	73	115	94	105	110
법인세율	96.1	33.2	24.1	24.1	24.0
계속사업이익	3	231	297	332	349
당기순이익	3	231	297	332	349
당기순이익률	0.1	8.1	9.6	10.5	10.8
지배기업순이익	26	225	289	323	340
총포괄손익	352	221	297	332	349

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	298	2,618	3,483	3,870	4,074
BPS	67,728	67,887	72,464	75,464	79,538
CFPS	4,482	5,689	6,035	6,287	6,335
DPS	417	876	876	876	876
PER (배)	173.3	18.4	12.0	10.8	10.2
PSR	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	11.5	8.5	6.9	6.6	6.6
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.4	6.6	5.9
배당성향 (%)	1062.3	31.1	24.5	21.9	20.8
배당수익률	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8
매출액증가율	6.5	6.4	8.6	3.0	2.0
영업이익증가율	0.0	63.5	23.4	8.6	3.3
순이익증가율	0.0	777.7	28.6	11.7	5.3
EPS증가율	0.0	777.7	33.0	11.1	5.3
부채비율 (%)	49.4	47.4	41.9	40.7	38.8
차입금비율	30.9	29.0	22.7	21.7	20.5
순차입금/자기자본	18.2	13.3	10.2	4.7	-1.8
ROA (%)	0.0	2.8	3.7	4.0	4.1
ROE	0.5	4.1	5.2	5.6	5.6
ROIC	0.3	7.2	11.0	12.5	13.4

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/6/17 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
넷마블 (251270)	25/08/28	매수	75,000원	-23.9	-9.3
	25/12/11	매수	75,000원	-32.4	-22.8
	26/02/12	매수	75,000원	-30.7	-23.2
	26/04/30	매수	75,000원	-42.8	-34.0
	26/06/18	매수	75,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 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(2026.03.31기준) / 매수(Buy) 75.4%, 보유(Hold) 24.6%, 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. 당사는 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.