

넷마블 (251270)

낮아진 눈높이, 하반기가 관건

투자의견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 4,358원에 Target PER 13.5배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 라이브서비스 게임사와 검증된 IP 포트폴리오를 보유한 게임사 Peer 평균에 10% 디스카운트를 적용. PC 결제-자체 런처 활용 등에 따른 지급수수료율 하락은 확인됐으나, 상반기 신작 성과가 기대치를 하회했고, 하반기 라인업의 흥행률과 마케팅 효율 확인이 추가로 필요하다는 점을 반영. 단기 실적 눈높이는 낮아졌지만, 하반기 신작 흥행 여부와 단계적으로 적용될 구글 앱마켓 수수료 인하 효과가 더해질 경우 이익률 개선 여지는 남아 있다고 판단.

2026년 매출액 2조 8,764억원, 영업이익 3,702억원 전망

2026년 매출액 2조 8,764억원(YoY +2%), 영업이익 3,702억원(YoY +5%, OPM 13%) 전망. 1분기 말 출시된 <일곱 개의 대죄: Origin>과 4월 출시된 <문길: STAR DIVE>의 초기 지표는 기대치를 하회했으나, 2분기부터 두 게임의 온기 반영과 6월 출시한 <SOL: enchant>가 더해지며 외형은 QoQ 개선 전망. 다만 상반기 신작의 매출 기여가 기대보다 낮아졌고, 하반기에 다수 신작 출시에 따른 마케팅비 부담이 이어질 수 있어 2026년 이익 추정은 보수적으로 접근할 필요.

하반기 신작 성과와 수수료율 하락 지속 여부가 관건

주가 반등을 위해서는 기존작 매출 하향을 신작 매출이 상쇄하고, 지급수수료율 하락이 수익성 개선으로 이어지는 흐름이 확인될 필요가 있다는 판단. <SOL: enchant>는 외부 퍼블리싱 타이틀로 이익 기여도는 제한적인 가운데, 향후 출시될 <나 혼자만 레벨업: KARMA>, <상그릴라 프론티어>, <프로젝트 옥토퍼스>, <이블베인>, <프로젝트 이지스> 등 신작 라인업의 흥행 성과와 마케팅 효율이 실적의 핵심 변수로 작용할 전망. 신작 성과가 양호하고 여기에 자체 런처 확대와 앱마켓 수수료 인하 효과가 함께 작용할 경우, 2027년 영업이익률 개선 여지는 커질 것으로 예상.



최지운 운송/게임
jyun.choi@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **59,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (6/29) **37,900원**

상승여력 **56%**

시가총액	31,053억원
총발행주식수	83,526,433주
60일 평균 거래대금	113억원
60일 평균 거래량	253,000주
52주 고/저	68,000원 / 35,150원
외인지분율	26.96%
배당수익률	1.82%
주요주주	방준혁 외 10 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.8)	(27.4)	(35.9)
상대	(10.0)	(53.0)	(76.7)
절대 (달러환산)	(13.0)	(29.1)	(43.7)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	739	2.9	13.3	743	-0.6
영업이익	98	-3.2	84.6	103	-4.6
세전계속사업이익	101	-46.8	-63.6	108	-6.6
지배순이익	76	-52.4	-63.6	79	-3.0
영업이익률 (%)	13.3	-0.8 %pt	+5.2 %pt	13.8	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	10.3	-12.0 %pt	-21.9 %pt	10.6	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	2,664	2,835	2,876	2,923
영업이익	216	352	370	410
지배순이익	26	225	385	333
PER	196.0	20.1	8.1	9.3
PBR	0.9	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA	16.4	11.0	6.8	5.7
ROE	0.5	4.1	6.8	5.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

넷마블 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	51.1	51.0	56.1	294.5	205.4	229.2
YoY (%)	13.0	72.4	30.1	1.5	12.0	-54.5	-32.5	-13.0	31.4	-30.3	11.6
마블 콘테스트 오브 챔피언스	56.1	64.6	48.7	87.7	52.1	57.5	48.0	80.7	257.2	238.3	228.2
잭팟월드	49.9	50.2	48.7	55.8	52.1	52.4	49.7	56.9	204.7	211.1	209.0
랏차슬롯	49.9	50.2	48.7	47.9	52.1	52.7	49.6	48.8	196.7	203.3	200.7
캐시프렌지	49.9	43.1	48.7	47.9	52.1	44.8	49.6	48.8	189.5	195.3	191.4
나 혼자만 레벨업: ARISE	49.9	43.1	27.8	31.9	26.1	23.7	19.5	19.1	152.7	88.4	53.0
세븐나이츠 리버스	0.0	93.3	83.5	119.6	45.6	34.5	28.4	25.1	296.4	133.7	73.5
뱀피르	0.0	0.0	62.6	55.8	39.1	29.7	23.8	20.2	118.5	112.8	54.1
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	22.6	19.1	17.5	150.0	85.4	53.4
레이븐 2	31.2	28.7	20.9	31.9	19.6	17.2	15.0	14.0	112.7	65.8	42.8
일곱 개의 대죄: GRAND CROSS	31.2	28.7	27.8	31.9	32.6	29.3	28.5	30.6	119.6	121.0	108.6
일곱 개의 대죄: Origin					19.6	66.5	43.2	37.2		166.4	115.0
스톤에이지 키우기					19.6	27.4	19.2	15.3		81.4	41.5
몬길: STAR DIVE						37.0	35.1	24.6		96.7	66.6
기타	268.3	251.2	243.6	255.2	215.1	188.4	194.9	204.2	1,018.3	802.5	850.6
영업비용 (십억원)	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	622.3	617.4	665.2	2,482.6	2,503.4	2,429.1
YoY (%)	-1.3	-8.1	4.0	11.9	4.3	0.9	2.0	-3.2	1.4	0.8	-3.0
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	244.7	238.6	246.4	938.7	930.6	908.1
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	175.5	172.4	184.7	699.4	700.3	718.7
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	169.3	174.4	196.6	573.6	708.4	671.5
상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	29.1	30.6	36.2	131.5	126.7	123.8
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	31.1	32.8	32.0	37.5	139.4	133.4	130.7
영업이익 (십억원)	26.3	68.2	49.5	37.1	21.5	24.8	26.5	26.4	181.1	99.2	116.9
YoY (%)	1.2	51.6	39.3	-19.6	-18.1	-63.6	-46.5	-28.8	18.6	-45.2	17.8
영업이익률 (%)	62.2	60.7	65.6	57.6	45.5	48.6	52.0	47.1	61.5	48.3	51.0

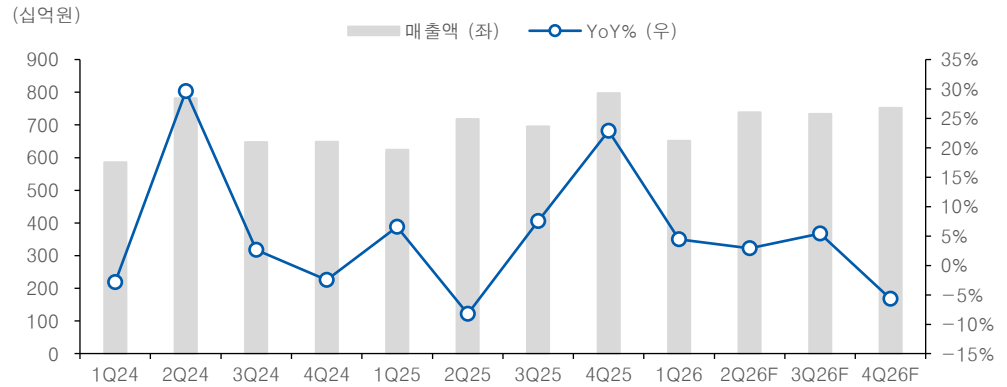
자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
왕좌의 게임: 킹스로드	ARPG	2026년 05월 14일	모바일/PC	자체개발
솔: 인챈트	MMORPG	2026년 06월 18일	모바일/PC	퍼블리싱
프로젝트 옥토퍼스	로그라이크 RPG	2H26	모바일	퍼블리싱
이블베인	다크판타지, Co-	2H26	PC/콘솔	자체개발
상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
프로젝트 이지스	수집형 RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
나 혼자만 레벨업: 카르마	액션 RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
프로젝트 블룸워커	크래프팅 어드벤처	2027년	PC/콘솔	자체개발
프로젝트 Q	MMORPG	2027년	모바일	자체개발

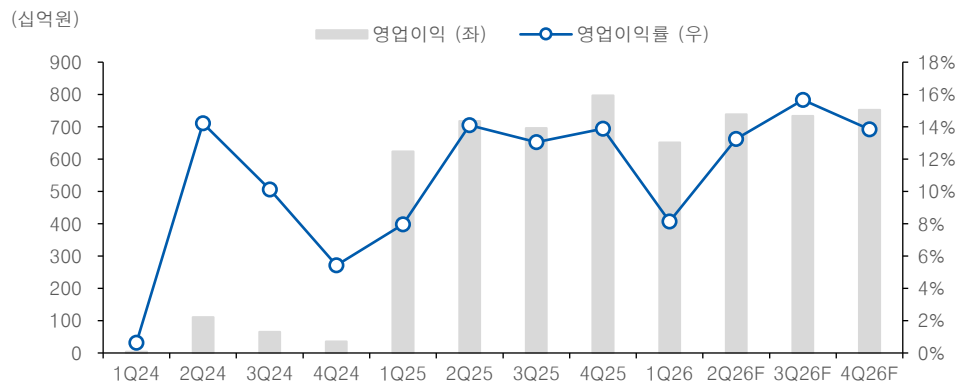
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 분기별 매출액 추이 및 전망



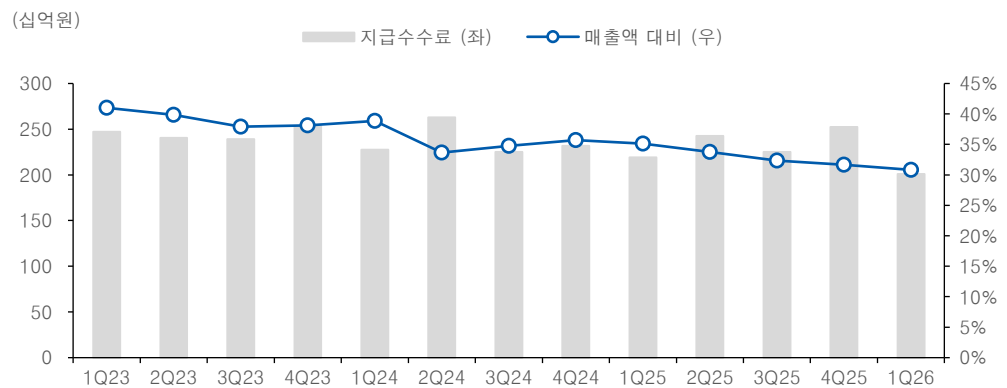
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 분기별 영업이익 추이 및 전망



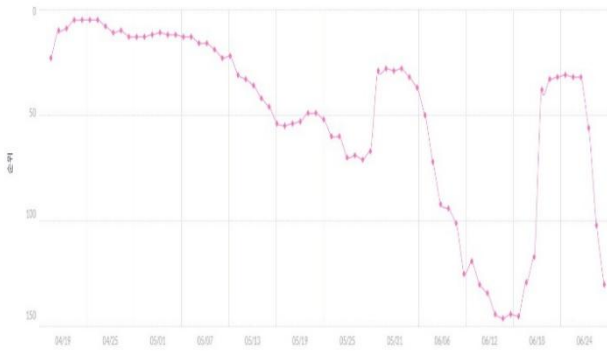
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 지급수수료 추이



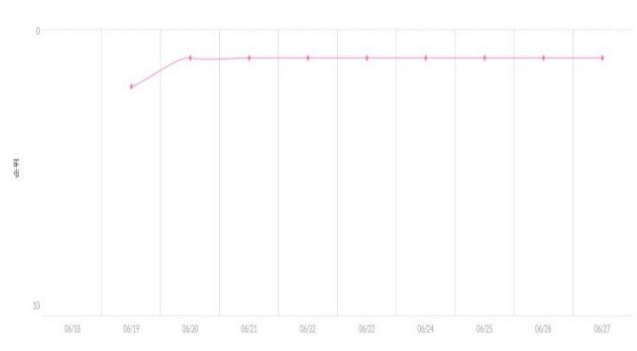
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

몬걸: STAR DIVE 국내 매출 순위 (Google Play)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

SOL: enchant 국내 매출 순위 (Google Play)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

넷마블 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	4,368	
Target PER (배)	13.5	글로벌 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균에 10% 디스카운트
적정 주가 (원)	58,972	
목표 주가 (원)	59,000	
전일 증가 (원)	37,900	
상승 여력	56%	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
NC	11.2	12.9	12.1
크래프톤	15.0	9.8	8.7
Nexon	33.4	15.2	14.6
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
EA	30.4	23.0	21.4
NetEase	18.3	12.9	11.7
평균	23.6	16.0	14.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,664	2,835	2,876	2,923	3,001
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,876	2,923	3,001
판매비	2,448	2,483	2,506	2,514	2,562
영업이익	216	352	370	410	440
EBITDA	370	484	493	530	557
영업외손익	-139	-6	139	31	52
외환관련손익	-7	-9	-3	-3	-6
이자손익	-89	-56	-39	-50	-43
관계기업관련손익	109	106	104	106	106
기타	-152	-47	77	-22	-4
법인세비용차감전순손익	76	346	509	441	492
법인세비용	73	115	122	106	133
계속사업순손익	3	231	387	335	359
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	231	387	335	359
지배지분순이익	26	225	385	333	356
포괄순이익	352	221	594	313	359
지배지분포괄이익	371	216	592	312	358

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	288	338	74	-6	9
당기순이익	3	231	387	335	359
감가상각비	53	48	43	42	41
외환손익	5	5	3	3	6
중속, 관계기업관련손익	-109	-106	-104	-106	-106
자산부채의 증감	-35	-47	-103	-165	-174
기타현금흐름	369	208	-153	-116	-117
투자활동 현금흐름	37	-74	451	-33	-146
투자자산	191	-61	126	23	-63
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-47	-41	-33	-25
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-137	34	366	-23	-58
재무활동 현금흐름	-221	-146	-315	-199	-58
단기차입금	-806	228	181	-67	-20
사채 및 장기차입금	658	-330	-247	-62	32
자본	5	6	0	0	0
현금배당	0	-41	0	-70	-70
기타현금흐름	-77	-9	-250	0	0
연결범위변동 등 기타	44	-6	273	458	506
현금의 증감	148	111	483	219	311
기초 현금	430	578	689	1,172	1,391
기말 현금	578	689	1,172	1,391	1,703
NOPLAT	216	352	370	410	440
FCF	270	290	33	-39	-16

자료: 유안타증권

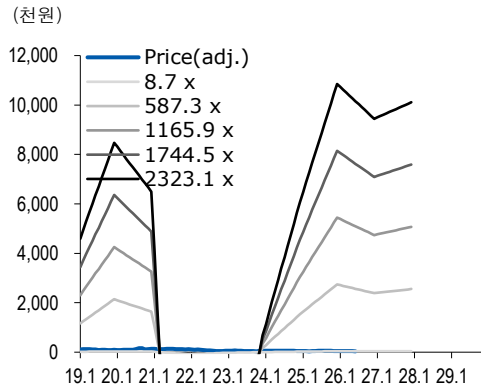
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,115	1,257	1,699	1,914	2,238
현금및현금성자산	578	689	1,172	1,391	1,703
매출채권 및 기타채권	295	299	282	280	287
재고자산	2	2	1	1	1
비유동자산	7,062	6,837	6,794	6,684	6,686
유형자산	340	402	400	390	375
관계기업 등 지분관련 자산	2,439	2,535	2,392	2,369	2,432
기타투자자산	489	525	565	565	565
자산총계	8,177	8,094	8,493	8,598	8,924
유동부채	1,348	1,901	1,943	1,832	1,807
매입채무 및 기타채무	344	368	348	344	353
단기차입금	505	733	680	643	618
유동성장기부채	131	291	191	154	130
비유동부채	1,355	701	535	508	571
장기차입금	598	214	208	183	239
사채	399	150	0	0	0
부채총계	2,703	2,601	2,478	2,340	2,377
지배지분	5,416	5,430	5,959	6,200	6,486
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,246	1,509	1,795
비지배지분	58	63	56	58	60
자본총계	5,474	5,492	6,015	6,258	6,547
순차입금	995	732	201	-147	-449
총차입금	1,693	1,591	1,525	1,395	1,408

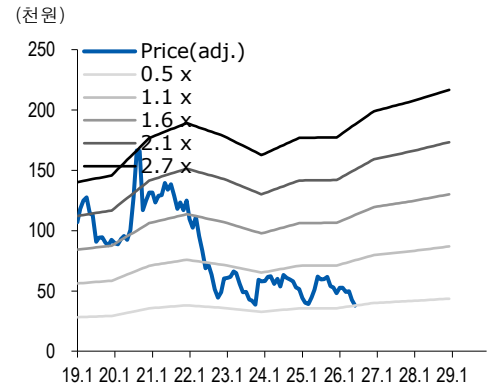
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	298	2,618	4,672	4,065	4,351
BPS	66,102	66,269	74,377	77,386	80,959
EBITDAPS	4,305	5,631	5,981	6,465	6,792
SPS	30,991	32,984	34,904	35,679	36,628
DPS	417	876	876	876	876
PER	196.0	20.1	8.1	9.3	8.7
PBR	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	16.4	11.0	6.8	5.7	4.9
PSR	1.9	1.6	1.1	1.1	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	6.5	6.4	1.5	1.6	2.7
영업이익 증가율 (%)	흑전	63.5	5.0	10.7	7.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	777.7	71.1	-13.5	7.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.1	12.4	12.9	14.0	14.6
지배순이익률 (%)	1.0	7.9	13.4	11.4	11.9
EBITDA 마진 (%)	13.9	17.1	17.1	18.1	18.5
ROIC	0.3	7.6	9.2	10.5	11.3
ROA	0.3	2.8	4.6	3.9	4.1
ROE	0.5	4.1	6.8	5.5	5.6
부채비율 (%)	49.4	47.4	41.2	37.4	36.3
순차입금/자기자본 (%)	18.4	13.5	3.4	-2.4	-6.9
영업이익/금융비용 (배)	2.0	4.9	5.6	5.8	6.5

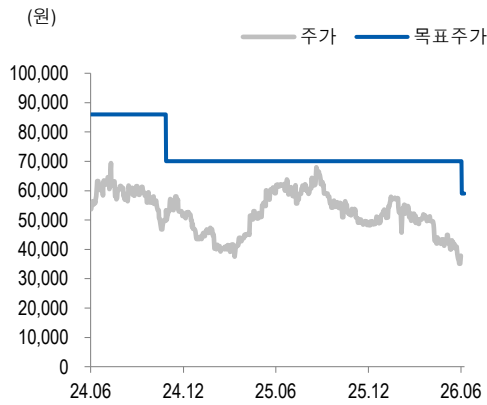
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	59,000	1년		
2025-11-25	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-30.02	-17.29
2024-11-25	BUY	70,000	1년	-24.41	-2.86
2024-05-13	BUY	86,000	1년	-31.73	-19.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.