



BUY (유지)

넷마블 (251270)

목표주가(12M) 60,000원(하향)
현재주가(7.09) 38,250원

아쉬운 상반기, 눈높이 조정 시기

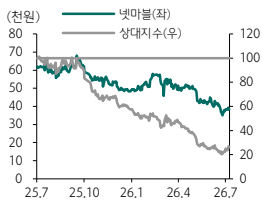
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,291.91
52주 최고/최저(원)	68,000/35,150
시가총액(십억원)	3,134.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	83,526.4
60일 평균 거래량(천주)	244.4
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6
외국인지분율(%)	27.19
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 10인	25.52
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	18.38

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,910.4	2,984.0
영업이익(십억원)	383.4	440.4
순이익(십억원)	397.6	370.2
EPS(원)	4,576	4,219
BPS(원)	69,994	73,060

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,749.7	2,637.0
영업이익	215.6	352.5	288.5	288.0
세전이익	76.3	346.2	1,208.6	355.2
순이익	25.6	225.0	886.7	265.8
EPS	298	2,618	10,674	3,183
증감률	흑전	778.52	307.72	(70.18)
PER	173.49	18.43	3.64	12.19
PBR	0.76	0.71	0.50	0.49
EV/EBITDA	14.86	10.21	7.34	6.75
ROE	0.49	4.15	14.95	4.07
BPS	67,728	67,887	77,076	79,316
DPS	417	876	964	964

2Q26 Pre: 컨센서스 하회 전망

넷마블은 2분기 연결 기준 영업수익 7,214억원(+0.5%YoY, +10.7%QoQ), 영업이익 778억원(-23.1%YoY, +22.8%QoQ, OPM 10.8%)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 상반기 출시한 [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STAR DIVE]가 기대치에 미치지 못한 영향이다. [마블 콘테스트 오브 챔피언스]와 [일곱 개의 대죄: GRAND CROSS]가 반등했음에도 마케팅비 증가를 상쇄하지는 못한 것으로 파악된다. 2분기 영업비용은 6,437억원(+4.4%YoY, +7.5%QoQ)으로 추정한다. 매출 대비 지급수수료율은 32.3%(-1.5%pYoY, +1.5%pQoQ)으로 예상된다. 전분기 대비 외부 IP 비중 증가, [SOL: enchant] 개발사 지급분을 반영했다. 매출 대비 마케팅비 비율은 24.0%로 예상된다. [일곱 개의 대죄: Origin], [몬길: STAR DIVE]에 [SOL: enchant] 마케팅이 추가된 영향이다.

하반기 신작 5종 출시 예정

넷마블은 2026년 영업수익 2조 7,497억원(-3.0%YoY), 영업이익 2,885억원(-18.1%YoY, OPM 10.5%)을 기록할 것으로 전망한다. 상반기 출시한 신작들의 매출 추이를 반영하여 추정치를 하향 조정했다. 하반기는 [나 혼자만 레벨업: KARMA]를 포함한 5종을 준비 중이다. 기대해 볼 수 있는 신작은 5월 신규로 공개된 [프로젝트 이지스]다. 미국 자회사 카밤이 개발하고 있는 AFK 방치형 RPG로 [마블 콘테스트 오브 챔피언스]와 같이 글로벌 IP를 활용한 신작을 예상한다. 다만 상반기 출시된 라인업 대비 기대감을 갖기는 어려운 라인업들이다. 2027년 신작들에 대한 정보 공개가 되어야 향후 추정치 상향이 가능하다고 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 60,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 60,000원으로 하향한다. 12MF EPS에 Target Multiple 18 배를 적용했다. 넷마블은 올해 상반기 이후 지속적으로 추정치가 하향되는 구간에 있다. [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STARDIVE]가 투자한 비용 대비 매출 측면에서 다소 아쉬운 성과를 거두고 있기 때문이다. 기존 강점인 다작을 통한 매출 창출, 약점으로 꼽히는 PLC(Product Life Cycle) 관리 역량에 대한 증명이 필요한 시점이라는 의견 유지한다. 2027년 신작 정보 공개 시점은 9월 이후로 예상된다. 단기적으로는 하반기 신작의 서프라이즈가 필요하며, [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STAR DIVE]의 대규모 업데이트를 통한 반등이 이뤄져야 기업 가치의 상승을 기대할 수 있다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

도표 1. 넷마블 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 12MF 예상 EPS	3,303	Peer 그룹 12MF P/E 평균
2. Target PER Multiple	18	
3. 적정주가(1*2)	59,461	
4. 목표주가	60,000	목표 시가총액 4.9조원
5. 현재주가	38,250	현재 시가총액 3.1조원
6. 상승여력	56.9%	

자료: 하나증권

도표 2. 2Q26 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	2Q26F	2Q25	2Q26	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	721.4	717.6	651.7	0.5	10.7	743.1	(2.9)
영업이익	77.8	101.1	53.1	(23.1)	46.5	102.3	(24.0)
당기순이익	576.0	160.1	210.9	259.7	173.1	100.9	470.8
영업이익률(%)	10.8	14.1	8.1			13.8	
당기순이익률(%)	79.8	22.3	32.4			13.6	

자료: 하나증권

도표 3. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
영업수익	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	721.4	672.0	704.5	2,835.1	2,749.7
YoY(%)	6.6	(8.2)	7.5	22.9	4.5	0.5	(3.4)	(11.7)	6.4	(3.0)
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	643.7	596.4	622.5	2,482.6	2,461.1
YoY(%)	(1.3)	(8.1)	4.0	11.9	4.2	4.4	(1.4)	(9.4)	1.4	(0.9)
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	173.2	173.8	176.5	699.4	691.1
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	233.1	217.2	222.9	938.7	874.0
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	172.9	140.3	148.5	573.6	630.0
기타(상각비 포함)	68.8	63.8	64.5	73.8	61.9	64.4	65.1	74.5	270.9	266.0
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	77.8	75.6	82.0	352.5	288.5
YoY(%)	1,246.9	(9.1)	38.8	214.8	6.8	(23.1)	(16.8)	(26.0)	63.5	(18.1)
영업이익률(%)	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	10.8	11.3	11.6	12.4	10.5
당기순이익	80.2	160.1	40.6	(50.1)	210.9	576.0	76.3	28.8	230.8	892.0
YoY(%)	흑전	(1.3)	97.2	적지	162.9	259.7	88.0	흑전	7,076.8	286.5
당기순이익률(%)	12.9	22.3	5.8	(6.3)	32.4	79.8	11.4	4.1	8.1	32.4

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,749.7	2,637.0	3,091.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,663.8	2,835.1	2,749.7	2,637.0	3,091.8
판매비	2,448.2	2,482.6	2,461.2	2,349.0	2,738.1
영업이익	215.6	352.5	288.5	288.0	353.7
금융손익	(115.4)	36.9	(104.0)	(30.9)	(32.2)
중속/관계기업손익	108.7	105.9	112.1	117.7	0.0
기타영업외손익	(132.7)	(149.1)	911.9	(19.6)	(19.6)
세전이익	76.3	346.2	1,208.6	355.2	301.9
법인세	73.1	115.4	316.5	87.8	74.3
계속사업이익	3.2	230.8	892.0	267.4	227.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.2	230.8	892.0	267.4	227.6
비배주주지분 손이익	(22.4)	5.8	5.3	1.6	1.4
지배주주순이익	25.6	225.0	886.7	265.8	226.2
지배주주지분포괄이익	371.5	216.2	1,082.1	266.7	227.0
NOPAT	9.1	235.0	212.9	216.9	266.7
EBITDA	370.0	484.0	385.3	373.4	436.2
성장성(%)					
매출액증가율	6.46	6.43	(3.01)	(4.10)	17.25
NOPAT증가율	흑전	2,482.42	(9.40)	1.88	22.96
EBITDA증가율	216.24	30.81	(20.39)	(3.09)	16.82
영업이익증가율	흑전	63.50	(18.16)	(0.17)	22.81
(지배주주)순이익증가율	흑전	778.91	294.09	(70.02)	(14.90)
EPS증가율	흑전	778.52	307.72	(70.18)	(14.89)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.89	17.07	14.01	14.16	14.11
영업이익률	8.09	12.43	10.49	10.92	11.44
계속사업이익률	0.12	8.14	32.44	10.14	7.36

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	298	2,618	10,674	3,183	2,709
BPS	67,728	67,887	77,076	79,316	81,082
CFPS	4,482	5,689	12,220	3,848	4,600
EBITDAPS	4,305	5,631	4,638	4,470	5,223
SPS	30,991	32,984	33,101	31,571	37,016
DPS	417	876	964	964	964
주가지표(배)					
PER	173.49	18.43	3.64	12.19	14.32
PBR	0.76	0.71	0.50	0.49	0.48
PCFR	11.54	8.48	3.18	10.08	8.43
EV/EBITDA	14.86	10.21	7.34	6.75	6.17
PSR	1.67	1.46	1.17	1.23	1.05
재무비율(%)					
ROE	0.49	4.15	14.95	4.07	3.38
ROA	0.32	2.77	10.46	2.97	2.46
ROIC	0.27	7.44	7.60	8.34	10.77
부채비율	49.38	47.36	36.37	35.15	36.57
순부채비율	18.18	13.32	(6.34)	(10.77)	(8.07)
이자보상배율(배)	2.01	4.86	5.31	5.41	6.61

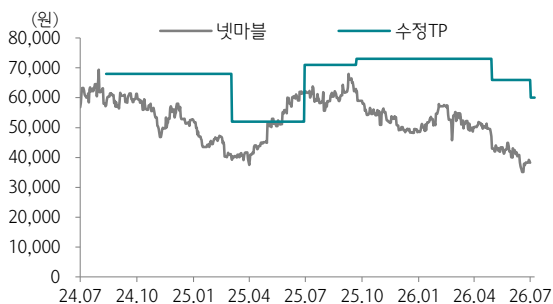
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,114.8	1,256.5	2,112.5	2,415.2	2,307.8
금융자산	697.7	858.9	1,771.9	2,079.7	1,911.9
현금성자산	577.9	688.9	1,390.9	1,704.4	1,469.6
매출채권	277.3	280.6	247.9	244.0	289.3
채고자산	2.1	1.5	1.3	1.3	1.6
기타유동자산	137.7	115.5	91.4	90.2	105.0
비유동자산	7,062.2	6,837.1	6,741.7	6,615.1	7,020.2
투자자산	2,928.1	3,060.3	3,226.6	3,185.3	3,672.9
금융자산	489.1	525.0	564.5	564.4	565.7
유형자산	339.8	402.3	77.6	69.8	62.8
무형자산	3,245.2	2,858.3	2,917.9	2,840.3	2,764.8
기타비유동자산	549.1	516.2	519.6	519.7	519.7
자산총계	8,177.1	8,093.7	8,854.2	9,030.3	9,328.0
유동부채	1,348.2	1,900.6	1,827.9	1,818.9	1,925.0
금융부채	636.1	1,165.7	1,069.0	1,069.0	1,069.0
매입채무	27.9	23.5	22.0	21.7	25.7
기타유동부채	684.2	711.4	736.9	728.2	830.3
비유동부채	1,355.0	700.5	533.5	529.9	572.6
금융부채	1,056.6	424.9	291.4	291.4	291.4
기타비유동부채	298.4	275.6	242.1	238.5	281.2
부채총계	2,703.2	2,601.2	2,361.4	2,348.8	2,497.6
지배주주지분	5,416.1	5,429.7	6,433.6	6,620.7	6,768.2
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,054.8	3,060.9	3,060.9	3,060.9	3,060.9
자본조정	430.2	255.8	(4.3)	(4.3)	(4.3)
기타포괄이익누계액	776.9	766.8	1,620.7	1,620.7	1,620.7
이익잉여금	1,145.5	1,337.6	1,747.7	1,934.8	2,082.3
비지배주주지분	57.8	62.8	59.2	60.8	62.2
자본총계	5,473.9	5,492.5	6,492.8	6,681.5	6,830.4
순금융부채	995.0	731.7	(411.5)	(719.3)	(551.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	287.7	337.8	807.2	225.9	441.5
당기순이익	3.2	230.8	892.0	267.4	227.6
조정	319.3	154.4	(173.7)	(30.5)	84.3
감가상각비	154.4	131.5	96.8	85.4	82.5
외환거래손익	5.1	4.6	0.5	0.0	0.0
지분법손익	(243.5)	(95.3)	(363.7)	(117.7)	0.0
기타	403.3	113.6	92.7	1.8	1.8
영업활동 자산부채변동	(34.8)	(47.4)	88.9	(11.0)	129.6
투자활동 현금흐름	36.9	(74.0)	340.1	162.9	(556.3)
투자자산감소(증가)	189.4	(26.3)	(54.1)	159.0	(487.5)
자본증가(감소)	(16.9)	(46.8)	307.2	0.0	0.0
기타	(135.6)	(0.9)	87.0	3.9	(68.8)
재무활동 현금흐름	(220.8)	(146.3)	(479.6)	(78.7)	(78.7)
금융부채증가(감소)	(148.4)	(102.0)	(230.2)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.9	6.1	0.1	0.0	0.0
기타재무활동	(77.2)	(9.1)	(177.7)	0.0	0.0
배당지급	(0.1)	(41.3)	(71.8)	(78.7)	(78.7)
현금의 증감	147.5	111.1	908.2	313.5	(234.8)
Unlevered CFO	385.2	489.0	1,015.1	321.4	384.2
Free Cash Flow	270.4	290.5	798.2	225.9	441.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.10	BUY	60,000		
26.5.8	BUY	66,000	-38.42%	-31.97%
25.9.30	BUY	73,000	-28.39%	-14.93%
25.7.8	BUY	71,000	-13.73%	-4.23%
25.3.12	BUY	52,000	-5.57%	19.42%
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 7월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 7월 10일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.27%	2.73%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 07월 07일