

인터넷/게임

넷마블 251270

낮아진 눈높이에서 아직은 제한된 시야

Jul 14 2026

BUY

유지

2Q26 preview: 매출 및 영업이익 컨센서스 하회 예상

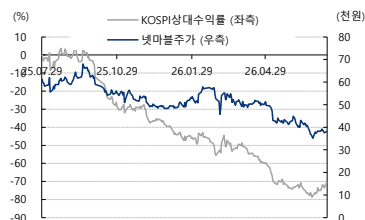
TP 61,000 원

하향

Company Data

현재가(07/13)	38,150 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	68,000 원
52 주 최저가(보통주)	35,150 원
KOSPI (07/13)	6,806.93p
KOSDAQ (07/13)	799.36p
자본금	86 억원
시가총액	31,258 억원
발행주식수(보통주)	8,353 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	19.7 만주
평균거래대금(60 일)	76 억원
외국인지분(보통주)	27.14%
주요주주	
방준혁 외 10 인	25.52%
HANRIVER INVESTMENT PTE	18.38%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	-24.5	-38.2
상대주가	7.3	-47.9	-71.2

넷마블 2Q26 매출은 7,237억원(YoY +0.8%, QoQ +11.0%), 영업이익은 772억원(YoY -23.6%, OPM 10.7%)으로 시장 예상치(매출 7,389억원, 영익 1,000억원) 하회 예상. 매출은 '일곱개의 대죄: Origin'(90일간 501억원 추정) 및 '몬길: STAR DIVE'(75일간 323억원 추정), 'Sol: Enchant'(13일간 210억원 추정) 등 주요 신작 성과가 기대에 미치지 못하며 7,237억원(YoY +0.8%, QoQ +11.0%) 기록했을 것으로 예상. 영업비용(6,392억원) 중 인건비는 임금 인상 반영에도 보수적인 채용 기조 유지로 1,771억원(YoY +1.3%, QoQ +5.7%), 마케팅비는 3종의 신작 출시 및 기존작의 지역확장 마케팅으로 1,737억원(YoY +28.3%) 기록 예상. 지급수수료는 외부 IP인 'Sol: Enchant' '왕좌의게임', '일곱 개의 대죄' 기반 매출 증가로, 2,311억원(YoY +15.0%, QoQ -4.7%)으로 매출 대비 31.9%(YoY -1.8%p) 기록 예상

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 61,000원으로 하향

투자의견 Buy, TP는 61,000원으로 -21.8% 하향 조정(종전 78,000원). 목표주가 하향조정은 12MF 지배주주순이익 3,747억원 및 target PER 14.0배를 적용하여 산정

동사는 1H26 출시한 5종의 신작과 2H26 출시 예정 신작 5종 매출의 누적 반영으로 이익의 분기별 계단식 성장 예상. 그러나 1H26 출시된 5종이 기대치 대비 낮은 성과를 보임에 따라 하반기 신작에 대해서도 게임별로 평균 일매출 3.6~4.5억원의 제한적인 매출 추정치를 반영. 하반기 대형 기대작이 없는 상황에서 하반기 중 2027년에 대한 시야 형성이 새로운 모멘텀 및 이익 성장 기대감 형성의 트리거가 될 것으로 예상

한편 2H26 북미/유럽 지역의 구글 플레이스토어 수수료 인화가 시작되어 카밤, 스피엑스 등 산하 게임들의 OPM 수혜가 예상되지만, 하반기 출시 신작은 대부분이 외부 IP 기반인 영향이 이를 상쇄하여 매출 대비 지급수수료를 하락은 제한적으로 이루어질 것으로 전망. 본격적인 지급수수료를 하락 수혜는 한국/일본 등 아시아권 수수료 인화가 이루어지는 2027년으로 예상하며, 매출 성장이 없다고 가정하더라도 해당 효과만으로 약 734억원의 이익 증가 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	2,664	2,835	2,937	3,032	3,126
YoY(%)	6.5	6.4	3.6	3.2	3.1
영업이익(십억원)	216	352	362	496	535
OP 마진(%)	8.1	12.4	12.3	16.4	17.1
순이익(십억원)	3	231	482	413	442
EPS(원)	298	2,618	5,531	4,695	5,029
YoY(%)	흑전	777.7	111.3	-15.1	7.1
PER(배)	173.3	18.4	6.8	8.0	7.5
PCR(배)	10.9	8.6	4.3	5.1	5.0
PBR(배)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	14.9	10.2	7.4	5.4	4.6
ROE(%)	0.5	4.1	8.2	6.6	6.7



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

[도표 1] 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	723.7	768.3	793.5	2,502.1	2,663.8	2,835.1	2,937.2
성장률(YoY %)	6.6%	-8.2%	7.5%	22.9%	4.5%	0.8%	10.4%	-0.5%	-6.4%	6.5%	6.4%	3.6%
MCoC	56.2	64.6	48.7	87.7	52.1	65.9	50.0	70.3	269.6	253.4	257.2	238.2
스핀오프 3종	149.7	143.5	146.2	151.5	156.4	148.0	145.6	150.4	649.0	604.2	591.0	600.4
일곱개의 대죄	31.2	28.7	27.8	31.9	32.6	29.3	26.1	31.5	149.8	130.6	119.6	119.5
나 혼자만 레벨업: ARISE	49.9	43.1	39.2	31.9	26.1	23.7	21.6	19.4	-	279.5	164.0	90.8
레이븐2	31.2	28.7	20.9	31.9	19.6	15.8	11.8	9.6	-	102.6	112.7	56.6
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	21.1	24.0	19.4	-	-	150.0	90.5
세븐나이트 리버스	-	93.3	83.5	119.6	45.6	32.3	26.1	20.9	-	-	296.4	124.8
뱀피르	-	-	62.6	55.8	39.1	39.4	38.2	31.7	-	-	118.5	148.4
스톤에이지 키우기	-	-	-	-	19.6	19.1	13.5	9.4	-	-	-	61.5
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	19.6	50.1	40.5	32.4	-	-	-	142.5
SOL: enchant	-	-	-	-	-	21.0	83.7	62.8	-	-	-	167.5
몬걸: STAR DIVE	-	-	-	-	-	32.3	27.7	22.2	-	-	-	82.1
왕좌의 게임: 킹스로드 (아시아)	-	-	-	-	-	16.0	21.6	17.3	-	-	-	54.9
나 혼자만 레벨업: KARMA	-	-	-	-	-	-	20.0	27.6	-	-	-	47.6
이블배인	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	-	15.0
프로젝트 옥토퍼스	-	-	-	-	-	-	-	8.0	-	-	-	8.0
상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	-	-	-	-	-	-	18.0	36.0	-	-	-	54.0
기타	287.0	251.2	232.3	255.2	215.1	209.9	200.0	209.8	1,348.9	1,293.6	1,025.6	834.8
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	646.4	654.9	675.7	2,570.6	2,448.2	2,482.6	2,575.6
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	231.1	240.5	247.6	980.0	946.9	938.7	920.1
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	177.1	178.0	185.1	744.1	720.0	699.4	707.9
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	173.7	169.0	174.6	486.8	470.3	573.6	685.5
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	31.1	33.8	36.9	38.1	174.3	156.6	139.4	139.9
감가상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	30.6	30.5	30.3	185.4	154.4	131.5	122.3
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	77.2	113.4	117.8	68.5	215.6	352.5	361.6
성장률(YoY %)	1243.2%	-9.1%	38.8%	214.8%	6.8%	-23.6%	24.8%	6.4%	적자지속	흑자전환	63.5%	2.6%
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	10.7%	14.8%	14.8%	-2.7%	8.1%	12.4%	12.3%
당기순이익	80.2	160.2	40.6	50.2	210.9	92.8	101.5	77.2	303.9	3.2	230.8	482.3
NPM(%)	12.9%	22.3%	5.8%	-6.3%	32.4%	12.8%	13.2%	9.7%	-12.1%	0.1%	8.1%	16.4%

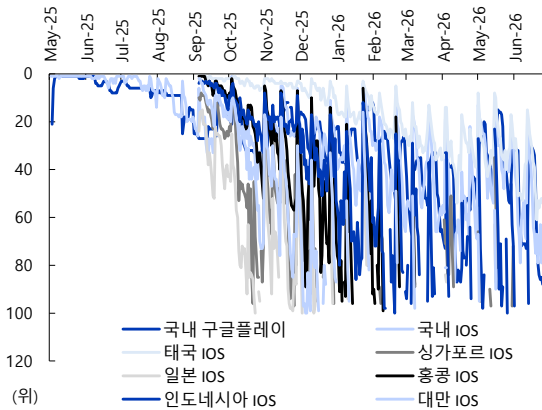
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 넷마블 Valuation Table

부문	단위	25F	가치 산정	비고
영업가치	십억원		5,246	
	십억원	12MF 지배순이익	374.7	
	배	target PER	14.0	글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균 할인
적정시가총액	십억원		5,246	
발행주식수	천 주		85,954	
적정주가	원		61,031	
목표주가	원		61,000	
현재주가	원		38,150	
상승여력	%		59.9%	

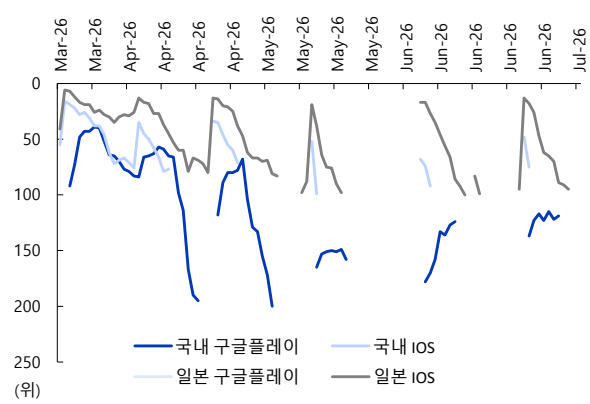
자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 세븐나이츠 리버스 국내 및 글로벌 모바일 매출순위 추이



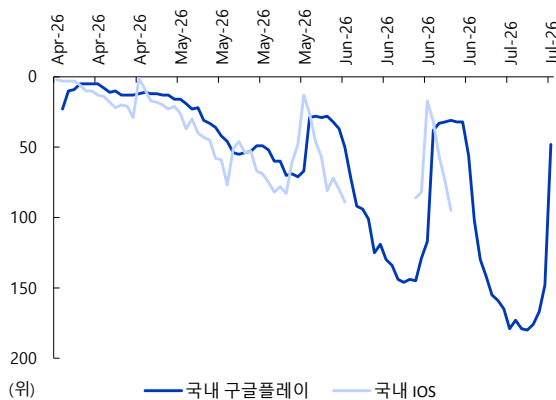
자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 일곱개의 대죄: Origin 국내 및 일본 모바일 매출 순위 추이



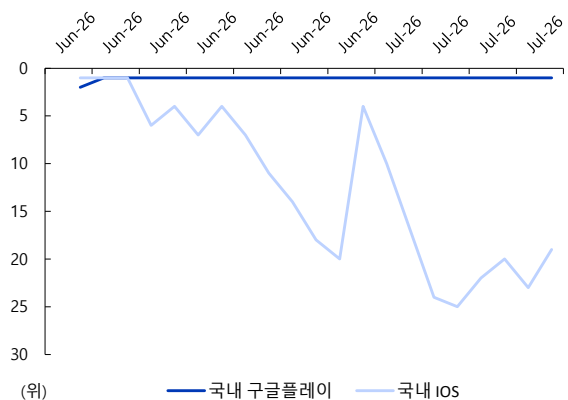
자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

[도표 5] 몬걸: STAR DIVE 국내 모바일 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

[도표 6] Sol: Enchant 국내 모바일 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

[도표 7] 넷마블 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체 IP/외부 IP
2026-03-03	스톤에이츠 키우기	방치형 RPG	글로벌	모바일	자체 IP
2026-03-24	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	글로벌	모바일/PC/콘솔	외부 IP
2026-04-15	몬걸: STAR DIVE	액션 RPG	글로벌	PC/모바일	자체 IP
2026-05-21	왕좌의 게임: 킹스로드 (아시아)	액션 RPG	아시아	모바일/PC	외부 IP
2026-06-18	SOL: enchant	MMORPG	한국	MMORPG	외부 IP (퍼블리싱)
2H26	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	프로젝트 이시스	유명 IP 기반 AFK	글로벌	PC/모바일	외부 IP
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	글로벌	모바일	외부 IP (퍼블리싱)
	이블베인	협동 액션	글로벌	PC/콘솔	자체 IP

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

[넷마블 251270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,664	2,835	2,937	3,032	3,126
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,937	3,032	3,126
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,448	2,483	2,576	2,536	2,591
영업이익	216	352	362	496	535
영업이익률 (%)	8.1	12.4	12.3	16.4	17.1
EBITDA	370	484	472	593	620
EBITDA Margin (%)	13.9	17.1	16.1	19.5	19.8
영업외손익	-139	-6	273	47	47
관계기업손익	109	106	113	113	113
금융수익	77	196	161	130	130
금융비용	-192	-159	-190	-140	-140
기타	-133	-149	189	-56	-56
법인세비용차감전순이익	76	346	634	543	582
법인세비용	73	115	152	130	140
계속사업순이익	3	231	482	413	442
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	231	482	413	442
당기순이익률 (%)	0.1	8.1	16.4	13.6	14.1
비지배지분순이익	-22	6	23	21	22
지배지분순이익	26	225	459	392	420
지배순이익률 (%)	1.0	7.9	15.6	12.9	13.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	349	-9	-35	-35	-35
포괄순이익	352	221	448	378	408
비지배지분포괄이익	-20	5	11	9	10
지배지분포괄이익	371	216	437	369	398

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	288	338	501	419	437
당기순이익	3	231	482	413	442
비현금항목의 가감	382	258	261	220	212
감가상각비	53	48	38	31	25
외환손익	5	5	4	4	4
자본법평가손익	-109	-106	-113	-113	-113
기타	432	312	332	298	297
자산부채의 증감	-35	-47	-40	-39	-39
기타현금흐름	-63	-104	-202	-175	-178
투자활동 현금흐름	37	-74	-23	-44	-73
투자자산	191	-61	-1	-1	-1
유형자산	-17	-47	0	0	0
기타	-137	35	-23	-43	-72
재무활동 현금흐름	-221	-146	-279	-177	-177
단기차입금	-895	-111	-111	-111	-111
사채	399	200	200	200	200
장기차입금	314	-131	-131	-131	-131
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-41	-72	-72	-72
기타	-38	-63	-165	-63	-63
현금의 증감	148	111	186	187	175
기초 현금	430	578	689	874	1,061
기말 현금	578	689	874	1,061	1,237
NOPLAT	9	235	275	377	407
FCF	111	272	345	434	452

자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,115	1,257	1,508	1,781	2,070
현금및현금성자산	578	689	874	1,061	1,237
매출채권 및 기타채권	295	299	310	320	330
재고자산	2	2	2	2	2
기타유동자산	240	267	322	398	502
비유동자산	7,062	6,837	6,834	6,844	6,865
유형자산	340	402	364	333	308
관계기업투자금	2,439	2,535	2,642	2,748	2,855
기타금융자산	489	525	525	525	525
기타비유동자산	3,794	3,375	3,303	3,237	3,177
자산총계	8,177	8,094	8,341	8,624	8,936
유동부채	1,348	1,901	1,688	1,578	1,468
매입채무 및 기타채무	344	368	369	370	371
차입금	505	733	621	510	399
유동성채무	131	291	189	189	189
기타유동부채	368	509	509	509	509
비유동부채	1,355	701	769	838	907
차입금	598	214	82	-49	-180
사채	399	150	350	550	749
기타비유동부채	358	337	337	337	338
부채총계	2,703	2,601	2,458	2,416	2,375
지배지분	5,416	5,430	5,817	6,137	6,486
자본금	9	9	8	8	8
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,725	2,045	2,394
기타자본변동	430	256	256	256	256
비지배지분	58	63	67	71	75
자본총계	5,474	5,492	5,884	6,208	6,561
총차입금	1,693	1,591	1,448	1,408	1,367

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

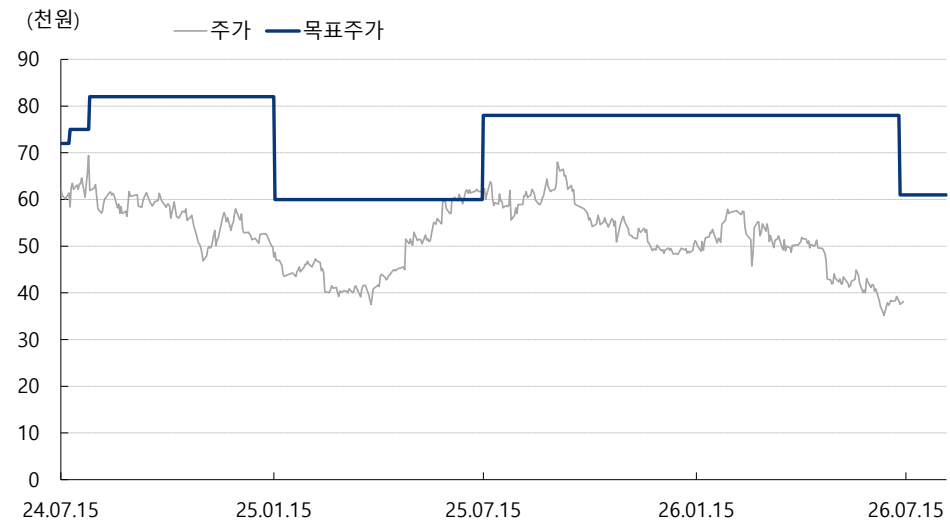
12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	298	2,618	5,531	4,695	5,029
PER	173.3	18.4	6.8	8.0	7.5
BPS	63,011	63,170	69,639	73,476	77,649
PBR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	4,305	5,631	5,683	7,096	7,421
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.4	5.4	4.6
SPS	30,991	32,984	35,392	36,305	37,423
PSR	1.7	1.5	1.1	1.0	1.0
CFPS	1,296	3,162	4,155	5,198	5,415
DPS	417	876	876	876	876

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	6.5	6.4	3.6	3.2	3.1
영업이익 증가율	흑 전	63.5	2.6	37.2	7.8
순이익 증가율	흑 전	7,076.8	108.9	-14.4	7.1
수익성					
ROIC	0.3	7.6	9.6	13.6	15.1
ROA	0.3	2.8	5.6	4.6	4.8
ROE	0.5	4.1	8.2	6.6	6.7
안정성					
부채비율	49.4	47.4	41.8	38.9	36.2
순차입금비율	20.7	19.7	17.4	16.3	15.3
이자보상배율	2.0	4.9	5.0	7.1	7.9

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.06.08	매수	77,000	(54.04)	(35.09)	2025.01.16	매수	60,000	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000	(43.7)	(26.8)
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)	2025.04.15	매수	60,000	(36.9)	(31.7)
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37	2025.05.09	매수	60,000	(5.7)	3.5
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)	2025.07.15	매수	78,000	(29.3)	(22.3)
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)	2025.08.08	매수	78,000	(28.2)	(14.7)
2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32	2025.10.21	매수	78,000	(41.2)	(37.8)
2024.05.10	매수	72,000	(20.8)	(3.7)	2025.11.07	매수	78,000	(53.0)	(38.3)
2024.07.23	매수	75,000	(18.6)	(8.1)	2026.01.19	매수	78,000	(51.5)	(45.5)
2024.08.09	매수	82,000	(37.6)	(29.7)	2026.02.06	매수	78,000	(65.5)	(34.7)
2024.10.21	매수	82,000	(53.4)	(37.8)	2026.07.14	매수	61,000		

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하