넷마블 (251270)

하반기 신작의 서프라이즈가 필요

BUY (유지)

목표주가(12M)	50,000원(하향)
현재주가(8.05)	37,950원

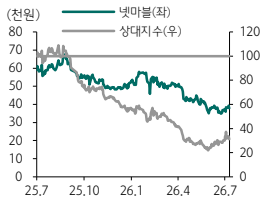
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,598.26
52주 최고/최저(원)	68,000/34,900
시가총액(십억원)	3,109.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	83,158.4
60일 평균 거래량(천주)	218.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.7
외국인지분율(%)	27.61
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 13 인	25.82
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	18.38

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,873.6	2,961.6
영업이익(십억원)	350.8	419.2
순이익(십억원)	429.8	337.3
EPS(원)	5,122	3,994
BPS(원)	71,633	74,555

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,830.0	2,751.3
영업이익	215.6	352.5	289.6	290.2
세전이익	76.3	346.2	672.5	346.1
순이익	25.6	225.0	502.7	255.6
EPS	298	2,618	6,051	3,060
증감률	흑전	778.52	131.13	(49.43)
PER	173.49	18.43	6.49	12.84
PBR	0.76	0.71	0.54	0.53
EV/EBITDA	14.86	10.21	8.28	7.80
ROE	0.49	4.15	8.76	4.16
BPS	67,728	67,887	72,479	74,596
DPS	417	876	964	964

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2Q26 Re: 컨센서스 하회, 추정치 부합

넷마블은 2분기 연결 기준 영업수익 7,492억원(+4.4%YoY, +15.0%QoQ), 영업이익 801억원(-20.8%YoY, +50.8%QoQ, OPM 10.7%)으로 컨센서스를 하회, 추정치에는 부합했다. [마블 콘테스트 오브 챔피언스]와 [일곱 개의 대죄: GRAND CROSS]가 반등했음에도 마케팅비 증가를 상쇄하지는 못했다. 2분기 영업비용은 6,691억원(+8.5%YoY, +11.8%QoQ)를 기록했다. 매출 대비 지급수수료율은 31.4%(-2.3%pYoY, +0.6%pQoQ)다. 자체 결제 비중 증가로 전년 대비 감소했으나 외부 IP 게임의 매출 비중 증가로 전분기 대비는 높은 수치를 기록했다. 매출 대비 마케팅비 비율은 24.5%를 기록, 1분기에 이어 20% 이상이 유지되는 모습이다. [일곱 개의 대죄: Origin], [몬길: STAR DIVE]의 글로벌 마케팅, [SOL: enchant] 출시 마케팅을 공격적으로 집행했으나 기대 대비 매출을 거두지 못해 비용 부담이 가중되고 있다.

하반기 신작 3종 출시 예정

넷마블은 2026년 영업수익 2조 8,299억원(-0.2%YoY), 영업이익 2,896억원(-17.8%YoY, OPM 10.2%를 기록할 것으로 전망한다. 9월 도쿄게임쇼에서 [샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종], [나 혼자만 레벨업: KARMA], [펄 인 블루]를 공개할 예정이다. [펄 인 블루]는 기존에 공개된 적 없는 일본 시장을 목표로 하는 미소녀 러브 코미디 RPG 신작이다. 시연 부스를 운영 예정이기에 개발 속도에 따라 2027년 추정치 반영 가능하다. 남은 하반기는 [샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종], [나 혼자만 레벨업: KARMA], [프로젝트 이지스]를 출시할 예정이다. [이블베인]과 [프로젝트 옥토퍼스]는 연기된 것으로 파악된다. 구조적인 성장을 입증하기 위해서는 결국 2025년 [세븐나이츠 리버스]와 같이 결국 신작에서 높은 실적 기여를 확인해야 한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 50,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 50,000원으로 하향한다. 12MF EPS에 Target Multiple 16배를 적용했다. 상반기 출시한 [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STARDIVE]가 높았던 기대감 대비 다소 아쉬운 성과를 거뒀다. 다만 이번 실적발표를 기점으로 추정치 하향은 마무리될 것으로 보인다. 현재 공개된 신작 라인업들에 대한 기대감은 높지 않으며 주가는 이를 반영하고 있다. 주가 반등을 위해서는 PLC 관리를 통한 기존 라인업의 성장이나 신작에서 서프라이즈가 필요하다.

도표 1. 넷마블 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 12MF 예상 EPS	3,174	
2. Target PER Multiple	16	Peer 그룹 12MF P/E 평균 10% 할인
3. 적정주가(1*2)	50,789	
4. 목표주가	50,000	목표 시가총액 4.1조원
5. 현재주가	37,950	현재 시가총액 3.1조원
6. 상승여력	31.8%	

자료: 하나증권

도표 2. 2Q26 Review

(단위: 십억원, %)

항목	2Q26P	2Q25	1Q26	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)	기존 추정치	차이(%)
영업수익	749.2	717.6	651.7	4.4	15.0	730.0	2.6	721.4	3.8
영업이익	80.1	101.1	53.1	(20.8)	50.8	86.1	(7.0)	77.8	3.0
당기순이익	202.4	160.1	210.9	26.4	(4.0)	166.3	21.7	576.0	(64.9)
영업이익률(%)	10.7	14.1	8.1			11.8		10.8	
당기순이익률(%)	27.0	22.3	32.4			22.8		79.8	

자료: 하나증권

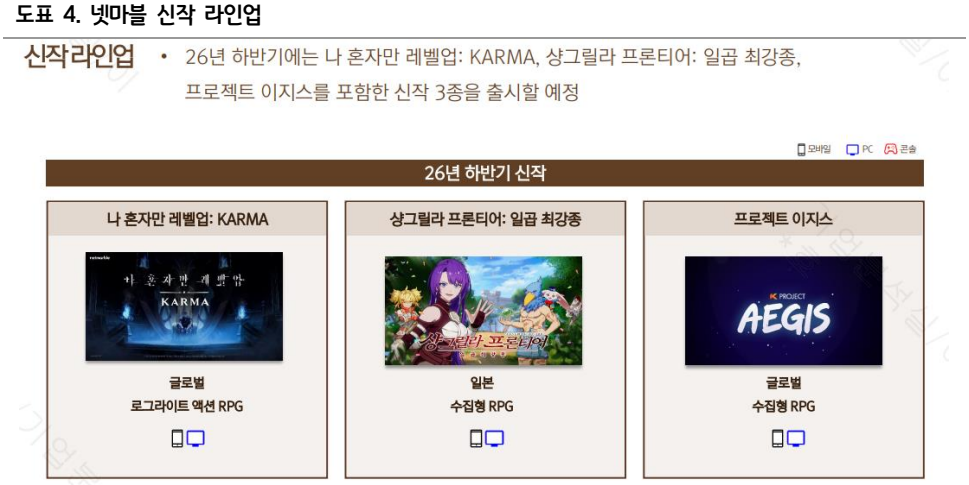
도표 3. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
영업수익	**623.9**	**717.6**	**696.0**	**797.6**	**651.7**	**749.2**	**696.1**	**732.9**	**2,835.1**	**2,829.9**
YoY(%)	6.6	(8.2)	7.5	22.9	4.5	4.4	0.0	(8.1)	6.4	(0.2)
영업비용	**574.2**	**616.5**	**605.1**	**686.8**	**598.6**	**669.1**	**619.8**	**652.8**	**2,482.6**	**2,540.3**
YoY(%)	(1.3)	(8.1)	4.0	11.9	4.2	8.5	2.4	(4.9)	1.4	2.3
인건비	**172.1**	**174.9**	**170.4**	**182.0**	**167.6**	**182.5**	**180.0**	**189.9**	**699.4**	**720.0**
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	235.6	218.9	231.8	938.7	887.2
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	183.5	152.6	153.0	573.6	657.3
기타(상각비 포함)	68.8	63.8	64.5	73.8	61.9	67.5	68.2	78.1	270.9	275.7
영업이익	**49.7**	**101.1**	**90.9**	**110.8**	**53.1**	**80.1**	**76.4**	**80.1**	**352.5**	**289.6**
YoY(%)	1,246.9	(9.1)	38.8	214.8	6.8	(20.8)	(16.0)	(27.7)	63.5	(17.8)
영업이익률(%)	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	10.7	11.0	10.9	12.4	10.2
당기순이익	**80.2**	**160.1**	**40.6**	**(50.1)**	**210.9**	**202.4**	**74.7**	**25.3**	**230.8**	**513.3**
YoY(%)	흑전	(1.3)	97.2	적지	162.9	26.4	83.9	흑전	7,076.8	122.4
당기순이익률(%)	12.9	22.3	5.8	(6.3)	32.4	27.0	10.7	3.5	8.1	18.1

자료: 하나증권

도표 4. 넷마블 신작 라인업



자료: 넷마블, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,663.8**	**2,835.1**	**2,830.0**	**2,751.3**	**3,249.9**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,663.8	2,835.1	2,830.0	2,751.3	3,249.9
판관비	2,448.2	2,482.6	2,540.4	2,461.1	2,911.4
영업이익	**215.6**	**352.5**	**289.6**	**290.2**	**338.4**
금융손익	(115.4)	36.9	(111.0)	(42.2)	(44.5)
종속/관계기업손익	108.7	105.9	112.1	117.7	0.0
기타영업외손익	(132.7)	(149.1)	381.8	(19.6)	(19.6)
세전이익	**76.3**	**346.2**	**672.5**	**346.1**	**274.3**
법인세	73.1	115.4	159.2	82.2	65.2
계속사업이익	3.2	230.8	513.3	263.8	209.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.2**	**230.8**	**513.3**	**263.8**	**209.1**
비지배주주지분 순이익	(22.4)	5.8	10.7	8.2	6.5
지배주주순이익	**25.6**	**225.0**	**502.7**	**255.6**	**202.6**
지배주주지분포괄이익	371.5	216.2	704.3	263.2	208.6
NOPAT	9.1	235.0	221.0	221.3	258.0
EBITDA	370.0	484.0	386.4	375.6	421.0
성장성(%)					
매출액증가율	6.46	6.43	(0.18)	(2.78)	18.12
NOPAT증가율	흑전	2,482.42	(5.96)	0.14	16.58
EBITDA증가율	216.24	30.81	(20.17)	(2.80)	12.09
영업이익증가율	흑전	63.50	(17.84)	0.21	16.61
(지배주주)순익증가율	흑전	778.91	123.42	(49.15)	(20.74)
EPS증가율	흑전	778.52	131.13	(49.43)	(20.72)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.89	17.07	13.65	13.65	12.95
영업이익률	8.09	12.43	10.23	10.55	10.41
계속사업이익률	0.12	8.14	18.14	9.59	6.43

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,114.8**	**1,256.5**	**1,758.4**	**2,035.0**	**1,880.3**
금융자산	697.7	858.9	1,404.5	1,682.2	1,458.3
현금성자산	577.9	688.9	1,023.5	1,302.5	1,005.0
매출채권	277.3	280.6	257.9	257.0	308.8
재고자산	2.1	1.5	1.4	1.4	1.7
기타유동자산	137.7	115.5	94.6	94.4	111.5
비유동자산	**7,062.2**	**6,837.1**	**6,742.0**	**6,647.7**	**7,101.4**
투자자산	2,928.1	3,060.3	3,226.9	3,217.9	3,754.2
금융자산	489.1	525.0	564.8	564.8	566.2
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**	**519.6**
자산총계	**8,177.1**	**8,093.7**	**8,500.4**	**8,682.7**	**8,981.7**
유동부채	**1,348.2**	**1,900.6**	**1,843.3**	**1,841.3**	**1,961.2**
금융부채	636.1	1,165.7	1,069.0	1,069.0	1,069.0
매입채무	27.9	23.5	22.0	22.0	26.4
기타유동부채	684.2	711.4	752.3	750.3	865.8
비유동부채	**1,355.0**	**700.5**	**543.0**	**542.1**	**590.9**
금융부채	**1,056.6**	**424.9**	**291.4**	**291.4**	**291.4**
기타비유동부채	298.4	275.6	251.6	250.7	299.5
부채총계	**2,703.2**	**2,601.2**	**2,386.3**	**2,383.5**	**2,552.1**
지배주주지분	**5,416.1**	**5,429.7**	**6,049.5**	**6,226.4**	**6,350.3**
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	1,363.7	1,540.5	1,664.4
비지배주주지분	**57.8**	**62.8**	**64.6**	**72.8**	**79.3**
자본총계	**5,473.9**	**5,492.5**	**6,114.1**	**6,299.2**	**6,429.6**
순금융부채	995.0	731.7	(44.0)	(321.8)	(97.9)

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	298	2,618	6,051	3,060	2,426
BPS	67,728	67,887	72,479	74,596	76,079
CFPS	4,482	5,689	5,851	3,874	4,417
EBITDAPS	4,305	5,631	4,652	4,496	5,040
SPS	30,991	32,984	34,067	32,940	38,908
DPS	417	876	964	964	964
주가지표(배)					
PER	173.49	18.43	6.49	12.84	16.20
PBR	0.76	0.71	0.54	0.53	0.52
PCFR	11.54	8.48	6.72	10.14	8.90
EV/EBITDA	14.86	10.21	8.28	7.80	7.51
PSR	1.67	1.46	1.15	1.19	1.01
재무비율(%)					
ROE	0.49	4.15	8.76	4.16	3.22
ROA	0.32	2.77	6.06	2.98	2.29
ROIC	0.27	7.44	7.91	8.56	10.52
부채비율	49.38	47.36	39.03	37.84	39.69
순부채비율	18.18	13.32	(0.72)	(5.11)	(1.52)
이자보상배율(배)	2.01	4.86	5.33	5.45	6.32

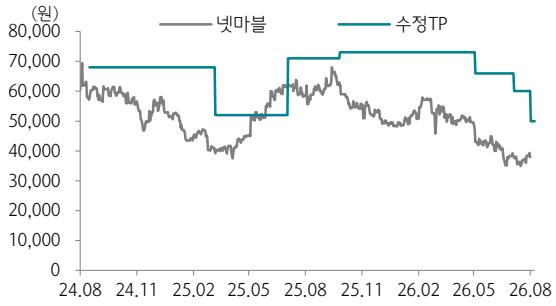
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**287.7**	**337.8**	**450.0**	**230.8**	**440.2**
당기순이익	3.2	230.8	513.3	263.8	209.1
조정	319.3	154.4	(173.7)	(30.6)	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	1.7	1.8
영업활동자산부채변동	(34.8)	(47.4)	110.4	(2.4)	146.8
투자활동 현금흐름	**36.9**	**(74.0)**	**339.8**	**126.1**	**(611.6)**
투자자산감소(증가)	189.4	(26.3)	(54.4)	126.7	(536.2)
자본증가(감소)	(16.9)	(46.8)	307.2	0.0	0.0
기타	(135.6)	(0.9)	87.0	(0.6)	(75.4)
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**	**540.8**	**279.0**	**(297.5)**
Unlevered CFO	385.2	489.0	486.1	323.6	369.0
Free Cash Flow	270.4	290.5	441.1	230.8	440.2

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.6	BUY	50,000		
26.7.10	BUY	60,000	-38.40%	-34.50%
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 8월 6일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 8월 6일 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 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	98.62%	1.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 03일