

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 50,000원
현재주가(26/8/5)	37,950원
상승여력	31.8%

영업이익(26F,십억원)	251
Consensus 영업이익(26F,십억원)	351
EPS 성장률(26F,%)	148.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	5.8
MKT P/E(26F,x)	6.3
KOSPI	6,598.26
시가총액(십억원)	3,109
발행주식수(백만주)	83
유동주식비율(%)	36.0
외국인 보유비중(%)	27.6
베타(12M) 일간수익률	-0.08
52주 최저가(원)	34,900
52주 최고가(원)	68,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.7	-25.3	-35.1
상대주가	21.8	-41.5	-68.6



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

251270 · 게임

넷마블

주요 신작 공개가 필요한 시점

2Q26 Review: 매출액 부합, 영업이익 하회

매출액 7,492억원(+4% YoY), 영업이익 801억원(-21% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 7% 하회했다. 4월 15일 출시한 문길은 매출액 220억 원 수준으로 기대에 미치지 못했다. 7대죄 오리진 2분기 매출액은 520억원(일평균 매출액 약 5.8억원) 수준으로 가파른 하향 안정화가 진행되었다.

6월 18일 출시한 SOL은 예상을 상회하는 초기 성과를 보이고 있으며 2분기 220억 원 수준의 매출을 기록한 것으로 추정된다. 여전히 구글 플레이스토어 매출 순위 1위를 유지하며 흥행을 이어나가는 중이다. 영업비용은 6,691억원(+9% YoY)으로 예상치를 10% 상회했다. 인건비가 급여 인상 영향으로 QoQ 9% 상승했다.

27년 출시 신작은 아직 미공개

하반기에는 '나 혼자만 레벨업: 카르마'(로그라이트 액션RPG, 글로벌), '샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종'(수집형 RPG, 일본), '프로젝트 이시스'(수집형 RPG, 글로벌) 3종 신작을 출시할 예정이다. 하반기 출시를 목표로 준비되고 있던 프로젝트 옥토퍼스(캐주얼 액션 로그라이크 RPG, 글로벌), 이블베인(협동액션, 글로벌) 등의 신작 라인업은 조정되었다.

27년 이후의 주요 신작 출시 일정에 대해서는 공개하지 않았다. 신작 론칭 기준을 강화하고 기존 라이브게임의 PLC 확대에 집중할 계획이다. 26년 이후 하락한 신작 Hit Ratio를 끌어올리는 데 집중할 것으로 보인다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 50,000원으로 하향

1) 신작 매출 가정치 하향 및 인건비 상향을 반영한 27F 실적 조정, 2) 실적 기준연도 변경(26년→27년)으로 목표주가를 65,000원에서 50,000원(타겟 P/E 19배 유지)으로 하향한다. 27F P/E 14.6배에서 거래 중이다. 27년 이후 주요 신작 공개 전까지 모멘텀 부재 구간이 길어질 전망이다.

자체 IP 신작 흥행 전에는 지급수수료 절감 효과가 두드러지게 나타나긴 어려울 전망이다. SOL 흥행 장기화는 긍정적이나 퍼블리싱 게임이라는 한계가 존재한다. 하반기 출시 예정인 '나 혼자만 레벨업: 카르마'와 '샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종'은 외부 IP 기반 게임으로 IP 로열티 부담은 지속된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,664	2,835	2,891	2,588	2,549
영업이익 (십억원)	216	352	251	166	180
영업이익률 (%)	8.1	12.4	8.7	6.4	7.1
순이익 (십억원)	26	225	541	217	233
EPS (원)	298	2,618	6,512	2,604	2,788
ROE (%)	0.5	4.1	9.4	3.5	3.7
P/E (배)	173.3	18.4	5.8	14.6	13.6
P/B (배)	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.8	1.8	2.4	2.5	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	624	718	696	798	652	749	765	725	2,664	2,835	2,891	2,588
(% YoY)	6.6%	-8.2%	7.5%	22.9%	4.5%	4.4%	9.9%	-9.2%	6.5%	6.4%	2.0%	-10.5%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	56	65	49	88	52	67	48	87	253	257	255	252
잭팟월드(Jackpot World)	50	50	49	56	52	52	51	52	217	205	208	210
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	50	50	49	48	52	52	52	52	197	197	209	205
캐시프렌지(Cash Frenzy)	50	43	49	48	52	52	51	51	190	190	207	198
나 혼자만 레벨업	50	43	28	32	26	22	19	18	280	153	86	64
세븐나이츠 리버스	-	93	84	120	46	30	25	23	-	297	124	71
RF온라인	19	65	35	32	26	22	22	20	-	150	91	62
뱀피르	-	-	63	56	39	37	36	30	-	118	142	94
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	31	29	28	32	33	37	34	33	131	120	137	126
레이븐2	31	29	21	32	20	22	19	18	103	113	79	64
7대죄 오리진	-	-	-	-	20	52	31	25	-	-	129	79
몬길	-	-	-	-	-	22	22	18	-	-	62	48
SOL	-	-	-	-	-	22	135	88	-	-	245	168
기타	287	251	244	255	235	255	218	210	1,294	1,037	917	947
영업비용	574	617	605	687	599	669	693	679	2,448	2,483	2,639	2,422
지급수수료	219	242	225	252	201	236	267	238	947	939	942	700
인건비	172	175	170	179	168	183	183	184	720	696	718	747
마케팅비	114	135	145	179	168	184	175	178	470	574	705	698
기타	69	64	65	74	62	68	68	78	311	271	275	278
영업이익	50	101	91	111	53	80	72	46	216	353	251	166
(% YoY)	-	-9.1%	38.8%	214.5%	6.8%	-20.8%	-20.8%	-58.6%	흑전	63.5%	-28.8%	-34.0%
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	10.7%	9.4%	6.3%	8.1%	12.4%	8.7%	6.4%
지배주주순이익	76	160	38	-34	210	198	77	57	26	239	541	217
순이익률	12.1%	22.3%	5.4%	-4.3%	32.2%	26.4%	10.0%	7.9%	1.0%	8.4%	18.7%	8.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	2,663	2,708	2,891	2,588	9%	-4%	2,874	2,962	1%	-13%	27년 신작 가정치 하향 인건비, 지급수수료 상향
영업이익	243	359	251	166	3%	-54%	351	419	-28%	-60%	
지배주주순이익	283	330	541	217	91%	-34%	425	332	27%	-35%	
영업이익률	9.1%	13.3%	8.7%	6.4%	-	-	12.2%	14.2%	-	-	
순이익률	10.6%	12.2%	18.7%	8.4%	-	-	14.8%	11.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q26 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	749	674	11%	730	3%
영업이익	80	63	27%	86	-7%
지배주주순이익	198	10	1903%	116	71%

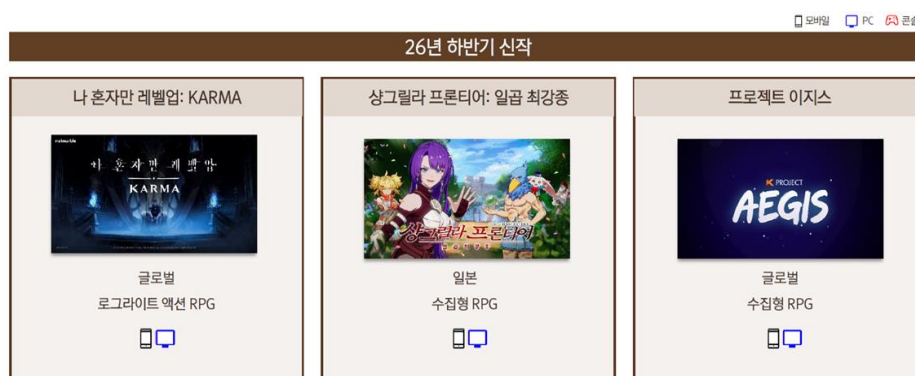
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
27F 지배주주순이익 (십억원)	217	
Target P/E (배)	19	25년 P/E 평균. 다변화된 신작 출시 속 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	4,099	
주식 수 (천주)	81,935	
목표주가 (원)	50,000	
현재주가 (원)	37,950	
상승여력	31.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 넷마블 하반기 신작 라인업



자료: 동사, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,835	2,891	2,588	2,549
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,835	2,891	2,588	2,549
판매비와관리비	2,483	2,639	2,422	2,369
조정영업이익	352	251	166	180
영업이익	352	251	166	180
비영업손익	-6	470	124	131
금융손익	-56	-39	-23	-19
관계기업등 투자손익	106	506	145	147
세전계속사업손익	346	721	290	311
계속사업법인세비용	115	172	72	78
계속사업이익	231	548	217	233
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	231	548	217	233
지배주주	225	541	217	233
비지배주주	6	8	0	0
총포괄이익	221	548	217	233
지배주주	216	536	212	227
비지배주주	5	13	5	5
EBITDA	484	364	269	276
FCF	290	764	309	288
EBITDA 마진율 (%)	17.1	12.6	10.4	10.8
영업이익률 (%)	12.4	8.7	6.4	7.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	18.7	8.4	9.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,257	1,431	1,645	1,831
현금 및 현금성자산	689	896	1,107	1,300
매출채권 및 기타채권	296	277	278	274
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	270	256	258	255
비유동자산	6,837	6,884	6,827	6,787
관계기업투자등	2,535	2,548	2,573	2,599
유형자산	402	326	313	310
무형자산	2,858	2,969	2,900	2,836
자산총계	8,094	8,316	8,473	8,617
유동부채	1,901	1,517	1,525	1,513
매입채무 및 기타채무	131	128	129	127
단기금융부채	1,166	716	716	716
기타유동부채	604	673	680	670
비유동부채	701	637	640	636
장기금융부채	425	359	359	359
기타비유동부채	276	278	281	277
부채총계	2,601	2,154	2,165	2,149
지배주주지분	5,429	6,092	6,237	6,399
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,338	1,807	1,953	2,114
비지배주주지분	63	70	70	70
자본총계	5,492	6,162	6,307	6,469

예상 현금흐름표 (요약)

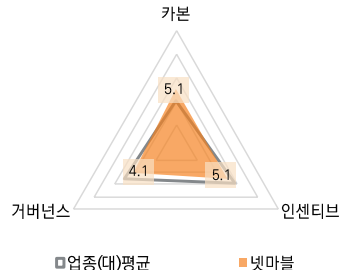
(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	338	764	329	318
당기순이익	231	548	217	233
비현금수익비용가감	258	272	146	140
유형자산감가상각비	48	36	33	33
무형자산상각비	84	76	69	63
기타	126	160	44	44
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-47	103	9	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	20	-3	4
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-5	0	0
법인세납부	-107	-172	-72	-78
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-149	-22	-28
유형자산처분(취득)	-47	40	-20	-30
무형자산감소(증가)	6	-187	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-38	-2	-2	2
기타투자활동	5	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-146	-502	-72	-72
장단기금융부채의 증가(감소)	-102	-516	0	0
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-41	-72	-72	-72
기타재무활동	-9	86	0	0
현금의 증가	111	207	211	193
기초현금	578	689	896	1,107
기말현금	689	896	1,107	1,300

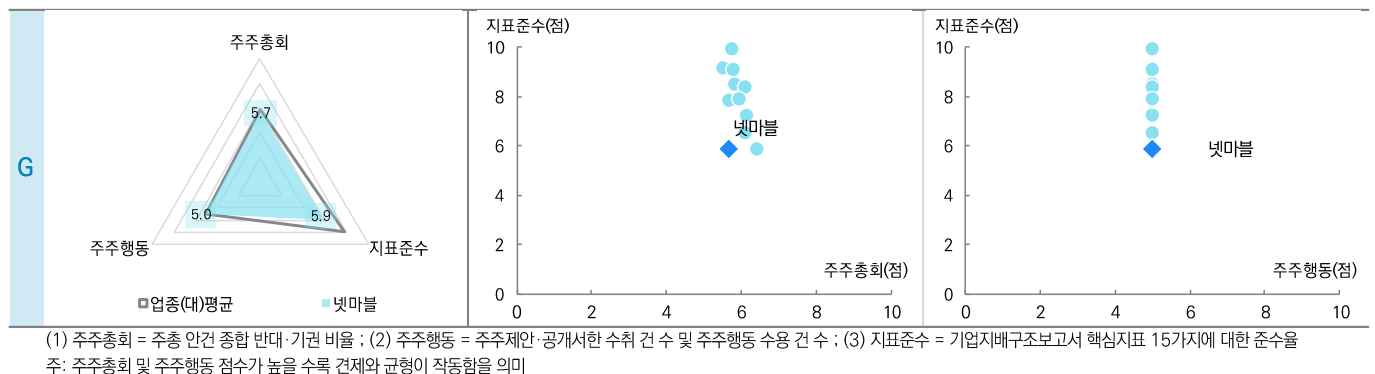
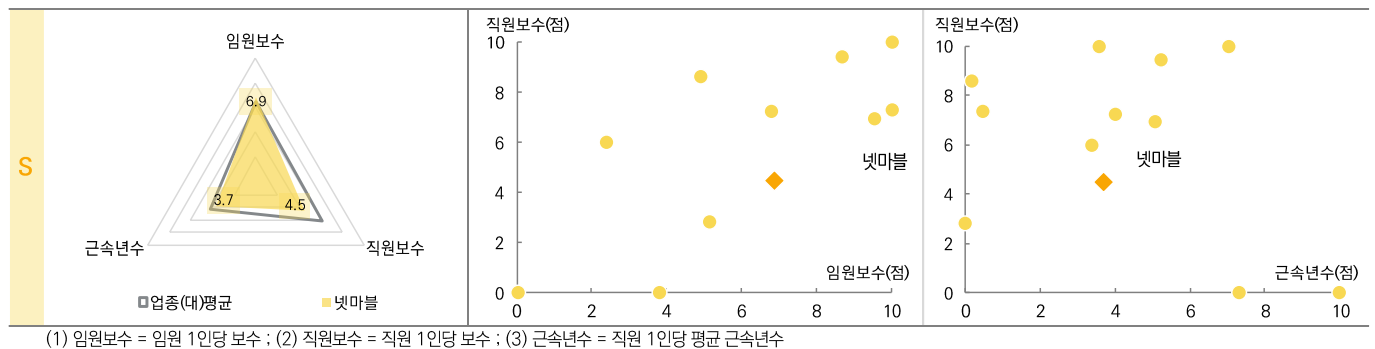
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	18.4	5.8	14.6	13.6
P/CF (x)	8.5	3.8	8.7	8.5
P/B (x)	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	10.3	8.8	11.1	10.1
EPS (원)	2,618	6,512	2,604	2,788
CFPS (원)	5,689	9,871	4,355	4,470
BPS (원)	67,887	76,758	78,505	80,436
DPS (원)	876	920	966	876
배당성향 (%)	31.1	13.1	32.9	30.7
배당수익률 (%)	1.8	2.4	2.5	2.3
매출액증가율 (%)	6.4	2.0	-10.5	-1.5
EBITDA증가율 (%)	30.8	-24.9	-26.1	2.8
조정영업이익증가율 (%)	63.5	-28.8	-34.0	8.7
EPS증가율 (%)	777.7	148.7	-60.0	7.1
매출채권 회전율 (회)	10.2	10.7	9.9	9.7
재고자산 회전율 (회)	1,557.4	1,889.9	1,675.3	1,654.3
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	6.7	2.6	2.7
ROE (%)	4.1	9.4	3.5	3.7
ROIC (%)	7.2	6.4	4.3	4.6
부채비율 (%)	47.4	35.0	34.3	33.2
유동비율 (%)	66.1	94.4	107.9	121.0
순차입금/자기자본 (%)	13.8	0.1	-3.3	-6.1
조정영업이익/금융비용 (x)	4.9	4.3	3.5	3.8

ESG 레이팅 : 넷마블 (251270)

종합		세부항목						
ESG	 카본 거버넌스 인센티브 ■업종(대)평균 ■넷마블	ESG 점수	4.6	=	직전점수	4.6	업종(대)	커뮤니케이션서비스
		ESG 등급	BB	▼	직전등급	BBB	업종(중)	미디어와엔터테인먼트
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	임희석
		카본(E)	5.1	A	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	5.1	BB	10	=		
		거버넌스(G)	4.1	BB	50	=		
가중치 변경 없음								

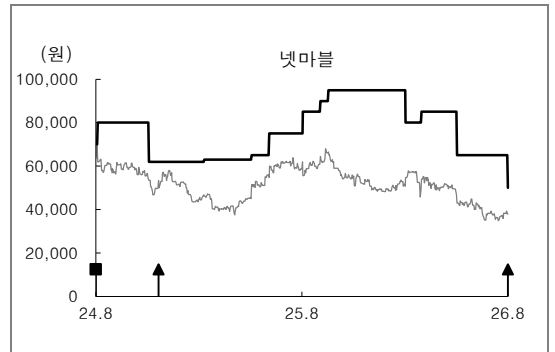


점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2026.08.06	매수	50,000	-	-
2026.05.08	매수	65,000	-39.16	-30.92
2026.03.06	매수	85,000	-39.92	-35.06
2026.02.06	매수	80,000	-31.40	-27.63
2025.09.22	매수	95,000	-44.10	-31.37
2025.09.08	매수	90,000	-28.96	-24.44
2025.08.08	매수	85,000	-29.55	-26.82
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.