



넷마블 (251270)

바닥을 지나는 중

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(하향): 56,000원

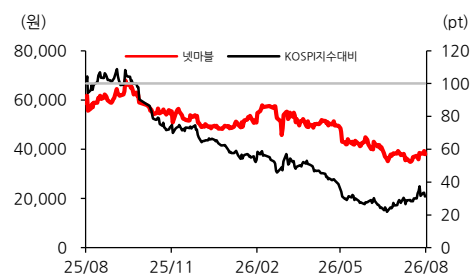
현재 주가(8/5)	37,950 원
상승여력	▲47.6%
시가총액	31,094 억원
발행주식수	81,935 천주
52 주 최고가 / 최저가	68,000 / 34,900 원
90 일 일평균 거래대금	94.11 억원
외국인 지분율	27.6%
주주 구성	
방준혁 (외 1 인)	61.8%
엔씨소프트 (외 1 인)	7.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.7	-23.3	-25.3	-35.1
상대수익률(KOSPI)	17.8	-18.5	-53.1	-141.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,664	2,835	2,996	3,232
영업이익	216	352	317	343
EBITDA	370	484	453	481
지배주주순이익	26	225	479	242
EPS	298	2,618	6,150	3,107
순차입금	1,009	756	1,118	863
PER	127.2	14.5	6.2	12.2
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.1	8.0	9.3	8.3
배당수익률	1.1	2.3	2.3	2.3
ROE	0.5	4.1	9.0	4.6

주가 추이



동사의 2Q26 실적은 신작 성과 일부 반영에도 영업이익의 컨센서스를 하회했습니다. 현재 주가는 27E P/E 약 12 배 수준으로 부담스러운 수준은 아니며, 주가의 추가 하락 가능성도 제한적이라고 봅니다. 다만 당장의 상승 탄력을 기대할 만한 하반기 신작에 대한 기대감을 아직 높이지는 어렵다고 판단합니다.

2Q26 실적은 영업이익 컨센서스 하회

동사의 2Q26 실적은 매출액 7,492억 원, 영업이익 801억 원을 기록하며 영업이익의 컨센서스를 하회했다. MCoc를 포함한 기존 게임들의 매출이 전분기 대비 증가했음에도 불구하고, 마케팅비 증가폭을 상쇄하는 수준은 아니었다. 6월 18일 출시된 [솔:인챈트]는 초반 양대 앱마켓 매출 순위 1위를 기록하며 2분기 실적에 일부 기여했다. 지난 3월 출시된 [일곱개의대죄:오리진]의 일평균 매출액은 6억원 내외 수준을 기록한 것으로 추정한다. 인건비와 마케팅비, 지급수수료 모두 전분기 대비 증가했다.

하반기 신작라인업 3종에 대한 시장 기대감은 높지 않아

3분기 영업이익으로 881억 원을 전망한다. [솔:인챈트] 성과가 3분기에 온기로 반영되겠지만, 퍼블리싱 게임이기에 수익성 개선폭은 아주 크지 않을 것으로 예상된다. 동사는 분기 이익레벨은 과거 대비 안정적인 수준을 지속하고 있지만, 여전히 신작 관련 마케팅 증가로 인해서 이익 레버리지를 최대한으로 끌어올릴수 있는 구조는 확인되지 않고있다. 기존 공개됐었던 신작 라인업은 일부 정리되고 지연되면서, 하반기에는 3종이 예정 중이다. 공개된 라인업에 대한 시장의 눈높이는 아직 크지 않은 상황이라 일부 성과가 확인될 경우 추정치 상향이 큰 폭 나타날 수 있다고 본다.

목표주가 5만 6천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 실적추정치 하향으로 5만 6천 원으로 낮춰 제시한다. 내년 예상 EPS에 P/E 목표배수 18배를 적용했다. 현재 주가는 27E P/E 약 12배 수준으로 부담스러운 수준은 아니며, 주가의 추가 하락 가능성도 제한적이라고 판단한다. 다만 당장의 상승 탄력을 기대할 만한 하반기 신작에 대한 기대감을 아직 높이지는 어렵다고 본다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	624	718	696	798	652	749	790	805	2,664	2,835	2,996	3,232
YoY (%)	6.6	(8.2)	7.5	22.9	4.5	4.4	13.5	1.0	6.5	6.4	5.7	7.9
영업비용	574	617	605	687	599	669	702	710	2,448	2,483	2,679	2,889
YoY (%)	(1.3)	(8.1)	4.0	11.9	4.2	8.5	16.0	3.3	(4.8)	1.4	7.9	3.2
지급수수료	219	242	225	252	201	236	245	250	947	939	931	1,002
인건비	172	175	170	182	168	183	192	190	720	699	733	788
광고선전비	114	135	145	179	168	184	190	193	470	574	735	785
기타	37	34	33	36	31	36	39	40	157	139	146	168
감가상각비	32	30	32	38	31	32	36	36	154	132	134	145
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.1	88.1	95.7	215.6	352.5	317.1	343.3
YoY (%)	1,243.2	(9.1)	38.8	214.8	6.8	(20.8)	(3.0)	(13.6)	흑전	63.5	(10.1)	8.3
영업이익률 (%)	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	10.7	11.2	11.9	8.1	12.4	10.6	10.6
당기순이익	80.2	160.1	40.6	(50.1)	210.9	203.9	59.3	58.5	3.2	230.8	480.6	242.1
YoY (%)	흑전	(1.3)	97.1	적지	163.0	27.3	46.1	흑전	흑전	7,077	108	(50)
순이익률(%)	12.9	22.3	5.8	(6.3)	32.4	27.2	7.5	7.3	0.1	8.1	16.0	7.5

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,835	2,996	3,232
매출총이익	2,502	2,664	2,835	2,996	3,232
영업이익	-68	216	352	317	343
EBITDA	117	370	484	453	481
순이자손익	-117	-83	-54	-36	-38
외화관련손익	-34	-7	-9	0	0
지분법손익	423	244	95	290	0
세전계속사업손익	-159	76	346	682	351
당기순이익	-304	3	231	481	242
지배주주순이익	-256	26	225	479	242
증가율(%)					
매출액	-6.4	6.5	6.4	5.7	7.9
영업이익	적지	흑전	63.5	-10.1	8.3
EBITDA	-5.5	216.4	30.8	-6.5	6.2
순이익	적지	흑전	7,076.8	108.2	-49.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-2.7	8.1	12.4	10.6	10.6
EBITDA 이익률	4.7	13.9	17.1	15.1	14.9
세전이익률	-6.3	2.9	12.2	22.7	10.9
순이익률	-12.1	0.1	8.1	16.0	7.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	-98	288	338	-390	405
당기순이익	-304	3	231	481	242
자산상각비	185	154	131	136	138
운전자본증감	-121	-35	-47	39	15
매출채권 감소(증가)	-80	-9	-12	-38	-32
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	-6	-4	114	36
투자현금흐름	466	37	-74	200	-90
유형자산처분(취득)	-36	-17	-47	-48	-54
무형자산 감소(증가)	13	21	6	-5	-6
투자자산 감소(증가)	32	-37	-59	-46	-8
재무현금흐름	-481	-221	-146	-245	-68
차입금의 증가(감소)	-540	-203	-61	-243	0
자본의 증가(감소)	-2	0	-41	-73	-68
배당금의 지급	-2	0	-41	-72	-68
총현금흐름	136	385	489	-388	391
(-)운전자본증감(감소)	16	-205	-32	-5	-15
(-)설비투자	36	17	47	48	54
(+)자산매각	13	21	6	-4	-6
Free Cash Flow	97	593	480	-435	345
(-)기타투자	-351	169	53	-332	22
잉여현금	449	424	427	-103	323
NOPLAT	-50	9	235	224	237
(+) Dep	185	154	131	136	138
(-)운전자본투자	16	-205	-32	-5	-15
(-)Capex	36	17	47	48	54
OpFCF	84	351	351	316	335

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	1,257	941	1,232
현금성자산	499	684	835	477	732
매출채권	272	295	299	365	398
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	6,837	6,935	6,879
투자자산	3,437	3,477	3,577	3,618	3,640
유형자산	344	340	402	399	400
무형자산	3,229	3,245	2,858	2,917	2,838
자산총계	7,916	8,177	8,094	7,876	8,111
유동부채	1,940	1,348	1,901	2,085	2,136
매입채무	265	344	368	403	439
유동성이자부채	1,456	636	1,166	1,303	1,303
비유동부채	897	1,355	701	563	573
비유동이자부채	443	1,057	425	291	291
부채총계	2,837	2,703	2,601	2,648	2,710
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,128	1,145	1,338	1,340	1,514
자본조정	792	1,207	1,023	763	763
자기주식	-405	-405	-405	-4	-4
자본총계	5,079	5,474	5,492	5,227	5,401

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-2,975	298	2,618	6,150	3,107
BPS	57,933	63,011	63,170	63,108	65,229
DPS	0	417	876	880	880
CFPS	1,587	4,482	5,689	-4,733	4,767
ROA(%)	-3.0	0.3	2.8	6.0	3.0
ROE(%)	-4.9	0.5	4.1	9.0	4.6
ROIC(%)	-1.3	0.3	7.0	6.9	7.3
Multiples(x, %)					
PER	-19.5	127.2	14.5	6.2	12.2
PBR	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
PSR	2.0	1.2	1.2	1.0	1.0
PCR	36.6	8.5	6.7	-8.0	8.0
EV/EBITDA	54.7	11.1	8.0	9.3	8.3
배당수익률	n/a	1.1	2.3	2.3	2.3
안정성(%)					
부채비율	55.9	49.4	47.4	50.7	50.2
Net debt/Equity	27.6	18.4	13.8	21.4	16.0
Net debt/EBITDA	1,197.9	272.7	156.2	246.9	179.3
유동비율	46.7	82.7	66.1	45.1	57.7
이자보상배율(배)	n/a	2.0	4.9	5.3	5.7
자산구조(%)					
투하자본	47.0	46.1	42.0	44.4	42.2
현금+투자자산	53.0	53.9	58.0	55.6	57.8
자본구조(%)					
차입금	27.2	23.6	22.5	23.4	22.8
자기자본	72.8	76.4	77.5	76.6	77.2

[Compliance Notice]

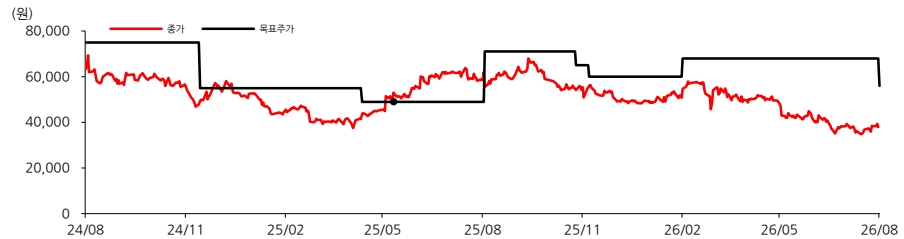
(공표일: 2026년 8월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[넷마블 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.09.03	2024.10.11	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.13	2025.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	75,000	75,000	75,000	55,000	55,000	49,000
일 시	2025.08.08	2025.10.31	2025.11.12	2026.02.06	2026.08.06	
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy	
목표가격	71,000	65,000	60,000	68,000	56,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.19	Hold	55,000	-14.85	5.45
2025.04.17	Hold	49,000	13.16	30.20
2025.08.08	Hold	71,000	-15.61	-4.23
2025.10.31	Hold	65,000	-16.21	-14.00
2025.11.12	Hold	60,000	-15.04	-6.00
2026.02.06	Buy	68,000	-32.69	-14.85
2026.08.06	Buy	56,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%