

넷마블(251270.KS)

매수(유지)

다작 전략의 변화

분석의 기본 가정

- 구글 수수료 인하로 6월부터 북미권에 적용되며 스피엑스 수수료 감축

2분기: 매출 대비 높은 마케팅비 지속

넷마블의 2분기 매출액은 전년 동기 대비 4% 증가, 전분기 대비 15% 증가한 7,492억 원, 영업이익은 전년 동기 대비 24% 감소한 801억원을 기록, opm 10.7%로 시장 기대치를 하회함. 1분기 출시된 <일곱 개의 대죄: Origin>의 온기가 반영되고 <SOL: enchant>의 매출이 13일치 반영됨. 당기순이익은 지타워 매각에 따른 처분이익이 반영됨. <SOL:Enchant>과 <몬길: STAR DIVE>의 출시로 마케팅비는 전년동기대비 36% 증가하여 매출액 대비 마케팅비의 매출 대비 비중은 24%를 기록함

본격적인 수수료율 감소 효과는 2027년부터

동사는 PC결제 비중이 증가하며 지급수수료 중 플랫폼수수료의 매출비중은 감소하고 있음. 스피엑스가 작년 4분 기부터 자체 웹결제를 구축했고 이번 1분기부터 자체결제를 점진 적으로 도입하고 있음. 이와 더불어 구글 스토어의 수수료가 인하되는 효과를 통해 하반기부터 모바일 매출이 대부분인 동사의 지급수수료 비용은 감축될 예정임. 마켓 수수료는 7월부터 북미에서 감축되기 시작하여 내년부터 한국과 일본까지 확대 될 예정임. 다만, 하반기는 개발사 지급 수수료와 IP로열티 수수료가 증가하며 실제 지급수수료율의 감소는 2027년부터 확인할 수 있을 것임

다작 출시 전략에서 기존 게임의 수명 확장 전략으로

넷마블에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 목표주가는 종전 대비 18% 하향한 60,000 원을 제시함. 목표주가의 하향은 하반기 출시 신작인 <샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종>의 예상 매출을 하향한데 기인함. <샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종>의 원작 IP는 2027년 1월 애니메이션 3기 방영이 예정되어 있어 게임 매출 역시 2027년까지 수명이 확장될 가능성이 있음. 다만, 실제 장기 흥행 여부는 추가적인 모니터링이 필요하다고 판단함

게임/엔터테인먼트 담당 김지현

T.02)2004-9964 / kim.ji-hyun@shinyoung.com

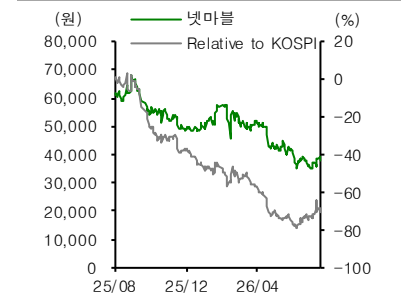
현재주가(08/05) 37,950원
목표주가(12M, 하향) 60,000원

Key Data	(기준일: 2026. 8. 5)
KOSPI(pt)	6598.26
KOSDAQ(pt)	799.59
액면가(원)	100
시가총액(억원)	31,094
발행주식수(천주)	83,158
평균거래량(3M, 주)	218,615
평균거래대금(3M, 백만원)	8,746
52주 최고/최저	68,000 / 34,900
52주 일간Beta	0.2
배당수익률(26F, %)	1.8
외국인지분율(%)	27.6
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 13 인	25.8 %
HAN RIVER INVESTMENT PTE	18.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-23.3	-25.3	-35.1
KOSPI대비 상대수익률	21.8	-19.4	-41.5	-68.6

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,664	2,835	2,920	2,793	2,965
영업이익(십억원)	216	352	406	421	522
세전손익(십억원)	76	346	749	306	447
지배순이익(십억원)	26	225	547	220	321
EPS(원)	298	2,618	6,580	2,632	3,838
증감율(%)	흑전	777.7	151.3	-60.0	45.8
ROE(%)	0.5	4.1	9.7	3.7	5.3
PER(배)	173.3	18.4	5.8	14.4	9.9
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	14.9	10.2	8.2	7.9	6.4

도표 1. 넷마블 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	624	718	696	798	652	749	728	791	2,835	2,920	2,793
QoQ%	-4%	15%	-3%	15%	-18%	15%	-3%	9%			
YoY%	7%	-8%	8%	23%	4%	4%	5%	-1%	6%	3%	-4%
[매출구성]											
스핀엑스 3종	150	144	146	152	156	157	152	159	591	624	639
마블 CoC	56	65	49	88	52	67	50	86	257	256	258
해리포터	19	19	13	8	12	16	15	14	58	57	56
일곱개의 대죄	31	29	28	32	33	37	36	35	120	141	125
나 혼자만 레벨업: ARISE	50	43	28	32	26	22	22	21	153	91	72
레이븐2	31	29	21	32	20	22	20	18	113	80	54
RF 온라인 넥스트	19	65	35	32	26	22	21	18	150	87	48
세븐나이츠 리버스	0	93	84	120	46	30	18	13	296	106	39
뱀피르	0	0	63	56	39	37	27	25	118	128	67
일곱 개의 대죄 : Origin					20	52	42	38	0	153	117
SOL :enchant					0	22	83	58	0	163	131
기타수익	268	233	231	247	223	261	243	307	979	1,033	1,188
영업비용	574	617	605	687	599	669	602	644	2,483	2,514	2,372
QoQ%	-6%	7%	-2%	14%	-13%	12%	-10%	7%			
YoY%	-1%	-8%	4%	12%	4%	9%	0%	-6%	1%	1%	-6%
지급수수료	219	242	225	252	201	236	229	241	939	906	773
인건비	172	175	170	182	168	183	179	190	699	719	754
마케팅비	114	135	145	179	168	184	128	144	574	624	580
D&A	32	30	32	32	31	32	32	33	125	128	133
기타	37	34	33	42	31	36	34	37	146	138	132
영업이익	50	101	91	111	53	80	126	147	353	406	421
OPM%	8%	14%	13%	14%	8%	11%	17%	19%	12%	14%	16%
QoQ%	47%	77%	-7%	6%	-41%	31%	61%	8%			
YoY%	1160%	-1%	29%	156%	2%	-24%	32%	34%	54%	12%	8%
당기순이익	80	160	41	-36	211	204	63	81	245	557	227
NIM%	13%	22%	6%	-5%	32%	27%	9%	10%	95%	218%	88%
QoQ%	흑전	74%	-74%	적전	흑전	-16%	-68%	19%			
YoY%	흑전	8%	96%	적축	152%	22%	47%	흑전	4729%	128%	-60%
자배주주순이익	76	160	38	-34	210	198	61	79	239	547	220

자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 2. 넷마블 신작 라인업

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
2025.03.26	한국	RF 온라인 넥스트	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2025.05.14	글로벌	세븐나이츠 리버스	턴제 RPG	모바일/PC	자체개발
2025.05.23	글로벌	왕좌의 게임: 킹스로드	오픈월드 액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2025.08.26	한국	뱀피르	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2025.09.04	글로벌	킹 오브 파이터 AFK	수집형 AFK RPG	모바일	자체개발
2025.11.17	글로벌	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발
2026.03.03	글로벌	스톤에이지 키우기	수집형 RPG	모바일	자체개발
2026.03.17	글로벌	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	모바일/PC/콘솔	자체개발
2026.04.15	글로벌	몬걸: STAR DIVE	액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2026.06	한국	SOL :enchant	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2H26	글로벌	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2H26	글로벌	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형RPG	모바일/PC	자체개발
2H26	글로벌	프로젝트 이시스	수집형RPG	모바일/PC	자체개발
-	글로벌	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	모바일	퍼블리싱
-	글로벌	프로젝트 이블베인	3인칭 협동 액션	PC/콘솔	자체개발
-		프로젝트 블룸워커	어드벤처	PC/콘솔	자체개발

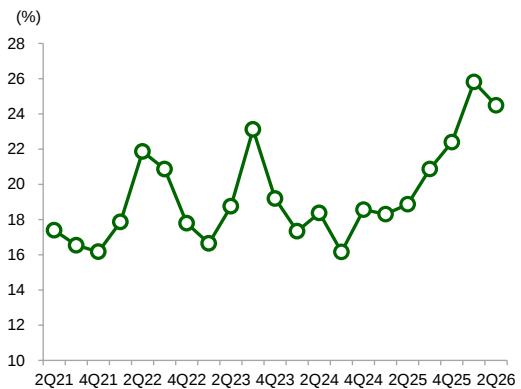
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 3. 넷마블 매출대비 지급수수료



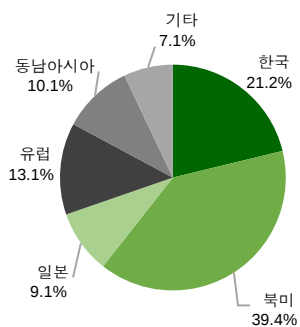
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 4. 넷마블 매출대비 매출대비 마케팅비



자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 5. 넷마블, 권역별 매출 비중(2Q24)



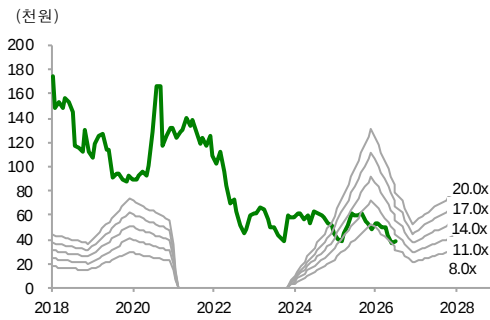
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 6. 넷마블 매출대비 인건비



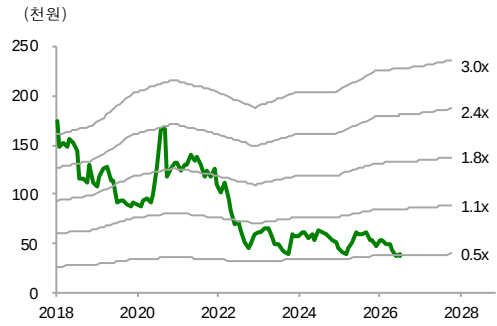
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 7. 넷마블 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 8. 넷마블 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 9. 넷마블 목표주가 산출 방법

		비고
지배주주지분 순이익(십억원)	266	12개월 선행 지배주주순이익
발행주식총수(만 주)	8,012	자기주식수 차감
적용 EPS(원)	3,320	12개월 선행 EPS 적용
타겟 P/E(배)	18	글로벌 동종사의 2026년 PER
적정 주가(원)	59,760	
목표 주가(원)	60,000	
전일 종가(원)	37,950	
상승 여력	58%	

자료 : 신영증권 리서치센터

넷마블(251270.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	26,638	28,351	29,201	27,929	29,651
증가율(%)	6.5	6.4	3.0	-4.4	6.2
매출원가	0	0	0	0	0
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	26,638	28,351	29,201	27,929	29,651
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	24,482	24,826	25,142	23,719	24,435
판매비율(%)	91.9	87.6	86.1	84.9	82.4
영업이익	2,156	3,525	4,060	4,211	5,216
증가율(%)	흑전	63.5	15.2	3.7	23.9
영업이익률(%)	8.1	12.4	13.9	15.1	17.6
EBITDA	3,700	4,840	5,347	5,329	6,189
EBITDA마진(%)	13.9	17.1	18.3	19.1	20.9
순금용손익	-1,154	369	-543	-506	-463
이자손익	-890	-564	-465	-431	-384
외화관련손익	-71	-89	-43	-43	-43
기타영업외손익	-1,327	-1,491	-1,483	-1,483	-1,483
종속및관계기업 관련손익	1,087	1,059	5,458	841	1,196
법인세차감전계속사업이익	763	3,462	7,492	3,063	4,467
계속사업손익법인세비용	731	1,154	1,923	796	1,161
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	2,308	5,569	2,266	3,305
증가율(%)	흑전	7,112.5	141.3	-59.3	45.9
순이익률(%)	0.1	8.1	19.1	8.1	11.1
지배주주지분 당기순이익	256	2,250	5,466	2,198	3,206
증가율(%)	흑전	778.9	142.9	-59.8	45.9
기타포괄이익	3,486	-94	-345	-345	-345
총포괄이익	3,518	2,214	5,224	1,921	2,960

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,148	12,565	17,599	19,150	21,653
현금및현금성자산	5,779	6,889	11,482	12,544	13,946
매출채권 및 기타채권	2,951	2,991	3,065	2,946	3,123
재고자산	21	15	19	18	19
비유동자산	70,622	68,371	68,148	68,095	68,187
유형자산	3,398	4,023	3,571	3,208	2,916
무형자산	32,452	28,583	27,746	26,991	26,310
투자자산	29,281	30,603	31,668	32,733	33,797
기타 금융투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	81,771	80,937	85,748	87,245	89,839
유동부채	13,482	19,006	19,348	19,676	20,062
단기차입금	5,050	7,325	7,325	7,325	7,325
매입채무및기타채무	3,442	3,684	4,025	4,353	4,739
유동성장기부채	1,311	2,911	2,911	2,911	2,911
비유동부채	13,550	7,005	7,005	7,005	7,005
사채	3,992	1,498	1,498	1,498	1,498
장기차입금	5,979	2,137	2,137	2,137	2,137
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	27,032	26,012	26,353	26,681	27,067
자본주주지분	54,160	54,297	58,663	59,765	61,874
자본금	86	86	84	84	84
자본잉여금	30,548	30,609	30,609	30,609	30,609
기타포괄이익누계액	7,769	7,668	7,323	6,978	6,632
이익잉여금	11,455	13,376	18,090	19,537	21,991
비지배주주지분	578	628	731	799	898
자본총계	54,739	54,925	59,395	60,564	62,772
총차입금	16,926	15,906	15,906	15,906	15,906
순차입금	9,950	7,420	2,175	355	-2,091

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	2,877	3,378	6,320	3,026	3,656
당기순이익	32	2,308	5,569	2,266	3,305
현금유출이없는비용및수익	3,820	2,582	2,723	1,390	1,567
유형자산감가상각비	534	479	452	363	292
무형자산상각비	1,009	836	836	755	681
영업활동관련자산부채변동	-348	-474	415	597	330
매출채권의감소(증가)	-95	-121	-73	118	-176
재고자산의감소(증가)	-4	-10	-4	1	-1
매입채무의증가(감소)	-63	-37	341	328	386
투자활동으로인한현금흐름	369	-740	-586	-792	-1,081
투자자산의 감소(증가)	1,894	-263	-6	-6	-6
유형자산의 감소	3	5	0	0	0
CAPEX	-173	-473	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-412	-417	-613	-818	-1,108
재무활동으로인한현금흐름	-2,208	-1,463	-1,347	-1,378	-1,378
장기차입금의증가(감소)	3,140	-1,313	0	0	0
사채의증가(감소)	3,987	1,999	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
기타현금흐름	437	-64	206	206	206
현금의 증가	1,475	1,111	4,592	1,062	1,402
기초현금	4,303	5,779	6,889	11,482	12,544
기말현금	5,779	6,889	11,482	12,544	13,946

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	298	2,618	6,580	2,632	3,838
BPS	67,728	67,887	75,087	76,406	78,930
DPS	417	876	906	906	906
Multiples (배)					
PER	173.3	18.4	5.8	14.4	9.9
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	14.9	10.2	8.2	7.9	6.4
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	흑전	777.7%	151.3%	-60.0%	45.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	216.2%	30.8%	10.5%	-0.3%	16.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.1%	4.2%	9.7%	3.8%	5.4%
ROE(지배순이익 기준)	0.5%	4.1%	9.7%	3.7%	5.3%
ROIC	-0.4%	6.7%	10.1%	11.1%	14.5%
WACC	4.8%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
안전성(%)					
부채비율	49.4%	47.4%	44.4%	44.1%	43.1%
순차입금비율	18.2%	13.5%	3.7%	0.6%	-3.3%
이자보상배율	2.0	4.9	5.6	5.8	7.2

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
 비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
넷마블	-	-	-	-	-	-	-	-

넷마블 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균 주가	최고(저) 주가



2026-08-06	매수	60000		
2025-11-03	매수	73000	-34.65	-20.68