

Tech팀
오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

종목 정보

BUY		
목표주가	44,000원	15.9%
현재주가	37,950원	
시가총액	3.1조원	
주식수 (유동주식 비중)	83,526,433주 (36.0%)	
52주 최저/최고	34,900원/68,000원	
60일-평균거래대금	87.5억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
넷마블 (%)	-0.7	-25.3	-35.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	21.8	-41.5	-68.6

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	44,000	49,000	-10.2%
2026E EPS	4,036	3,890	3.7%
2027E EPS	4,350	4,944	-12.0%

컨센서스

커버 증권사 수	12
목표주가	61,833
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

넷마블 (251270)

다작에서 게임 수명 확대로 전략 전환

- 일곱개의대죄: 오리진 매출 온기 반영과 SOL:인챐트의 흥행으로 2Q26 영업이익 QoQ 51% 증가하였으나, 마케팅비 증가로 컨센서스에는 7% 하회
- 다작 출시에서 게임 수명(PLC) 확대로 성장 전략이 변경되며 하반기 신작 라인업 축소. 하반기 신작 라인업 축소로 '26년 연간 영업이익 눈높이 하향 필요
- 11월 발표 예정인 신작 라인업의 경쟁력에 따라 주가 반등 여부가 결정될 전망

WHAT'S THE STORY?

영업이익 반등, 시장 기대에는 미달: 1분기 출시한 일곱개의대죄 오리진 매출의 온기 반영과 SOL:인챐트의 흥행으로 2Q26 매출은 QoQ 15% 증가하며 컨센서스에 부합. 영업이익은 매출 증가에 따른 레버리지 효과로 QoQ 51% 증가한 801억원을 기록하였으나, 신작 마케팅비가 선반영됨에 따라 컨센서스에는 7% 하회. 한편, G타워 매각 차익 약 2천억원이 발생하며 세전 이익은 2,655억원을 기록.

다작에서 PLC 확대로 전략 변화: 하반기 신작 라인업은 기존 5종에서 나혼자만레벨 업:KARMA, 상그릴라 프론티어:일곱 최강종, 프로젝트 이지스 등 3종으로 축소. 회사는 다작 출시에서 신작 선별 기준 강화와 기존 게임 수명(PLC) 연장에 개발과 운영 자원을 집중할 계획이라 밝힘. 프로젝트 옥터퍼스와 이블베인은 내년 상반기 출시가 예상되나, 하반기 라인업 수가 줄어든 만큼 신작 모멘텀 약화가 불가피.

'27년 이익 가시성은 아직: 신작 출시 지연과 기존 게임들의 매출 감소가 반복되며 넷마블의 분기 영업이익은 정체된 상황. 내년 신작 라인업이 공개되지 않아 '27년 실적 성장에 대한 가시성도 높지 않음. 지속적인 이익 성장을 확실하기 위해서는 내년 신작 라인업 경쟁력과 기존 게임의 PLC 연장 가능성에 대한 확인이 필요.

11월 신작 발표에 주목: 신작 출시 일정 연기와 기존 게임들의 매출 감소세를 반영하여 넷마블의 '26년과 '27년 영업이익 추정치를 각각 13%, 16% 하향. 목표주가 역시 기존 49,000원에서 44,000원(12개월 예상 EPS에 목표 P/E 10.5배 적용. 목표 P/E는 국내외 게임 기업 P/E 평균에 이익 성장성 차이 감안한 할인율 20% 반영)으로 10.2% 하향함. 다만, 11월 내년 신작 라인업 발표가 예정돼 있고, 출시 지연된 신작들도 내년 상반기 출시가 예상되는 만큼 기존 BUY 투자의견을 유지함.

분기 실적

(십억원)	2Q26	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	749.2	4.4	15.0	0.8	2.6
영업이익	80.1	-20.8	51.0	-9.7	-7.0
세전이익	265.5	39.8	-4.2	-23.8	19.7
순이익	246.6	54.0	16.9	41.6	48.3
이익률 (%)					
영업이익	10.7				
세전이익	35.4				
순이익	32.9				

자료: 넷마블, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

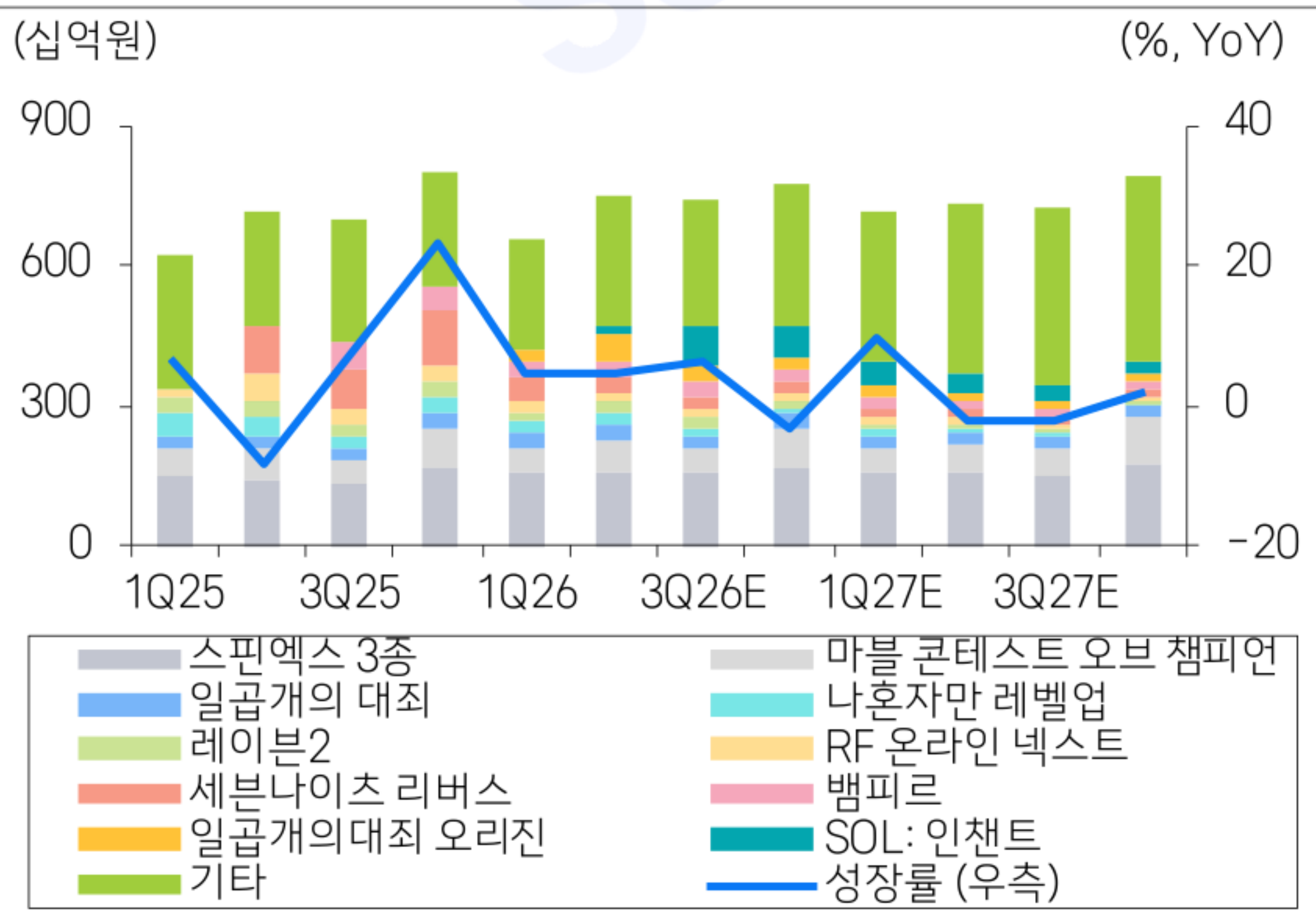
	2025	2026E	2027E
Valuation (배)			
P/E	15.3	9.4	8.7
P/B	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.3	8.5	7.5
Divyield (%)	1.8	5.2	2.1
EPS 증가율 (%)	-74.9	28.0	7.9
ROE (%)	4.1	8.9	3.4
주당지표 (원)			
EPS	3,150	4,036	4,350
BVPS	66,269	72,013	73,965
DPS	876	1,976	796

2Q26 Review

(십억원)	2Q26			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
	실적	삼성 추정	컨센서스	삼성 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	749.2	743.4	730.0	0.8	2.6	717.6	651.7	4.4	15.0
스핀엑스 3종	157.3	154.8		1.6		143.5	156.4	9.6	0.6
마블 콘테스트 오브 챔피언	67.4	57.3		17.6		64.6	52.1	4.4	29.3
일곱개의 대죄	37.5	45.6		-17.9		28.7	32.6	30.5	15.0
RF온라인 넥스트	22.5	31.3		-28.1		64.6	26.1	-65.2	-13.8
세븐나이츠 리버스	30.0	31.9		-6.2		93.3	45.6	-67.9	-34.3
일곱개의대죄: 오리진	52.4	82.1		-36.1		0.0	19.6	n/a	168.2
SOL: 인첸트	22.5	24.0		-6.3		0.0	0.0	n/a	n/a
기타	359.6	316.3		13.7		322.9	319.3	11.4	12.6
영업비용	669.1	654.7	643.9	2.2	3.9	616.5	598.6	8.5	11.8
지급수수료	235.6	222.6		5.9		242.4	200.9	-2.8	17.3
인건비	182.5	179.1		1.9		174.9	167.6	4.3	8.9
광고선전비	183.5	178.7		2.7		135.4	168.2	35.5	9.1
기타비용	67.5	74.3		-9.2		63.8	61.9	5.8	9.0
영업이익	80.1	88.7	86.1	-9.7	-7.0	101.1	53.1	-20.8	50.8
세전이익	265.5	348.3	221.9	-23.8	19.7	189.9	277.2	39.8	-4.2
당기순이익	246.6	174.1	166.3	41.6	48.3	160.1	211.0	54.0	16.9
지배주주순이익	239.0	173.1	115.5	38.1	106.9	160.3	209.7	49.1	14.0
이익률 (%)									
영업이익률	10.7	11.9	11.8			14.1	8.1		
세전이익률	35.4	46.9	30.4			26.5	42.5		
순이익률	32.9	23.4	22.8			22.3	32.4		
지배주주순이익률	31.9	23.3	15.8			22.3	32.2		

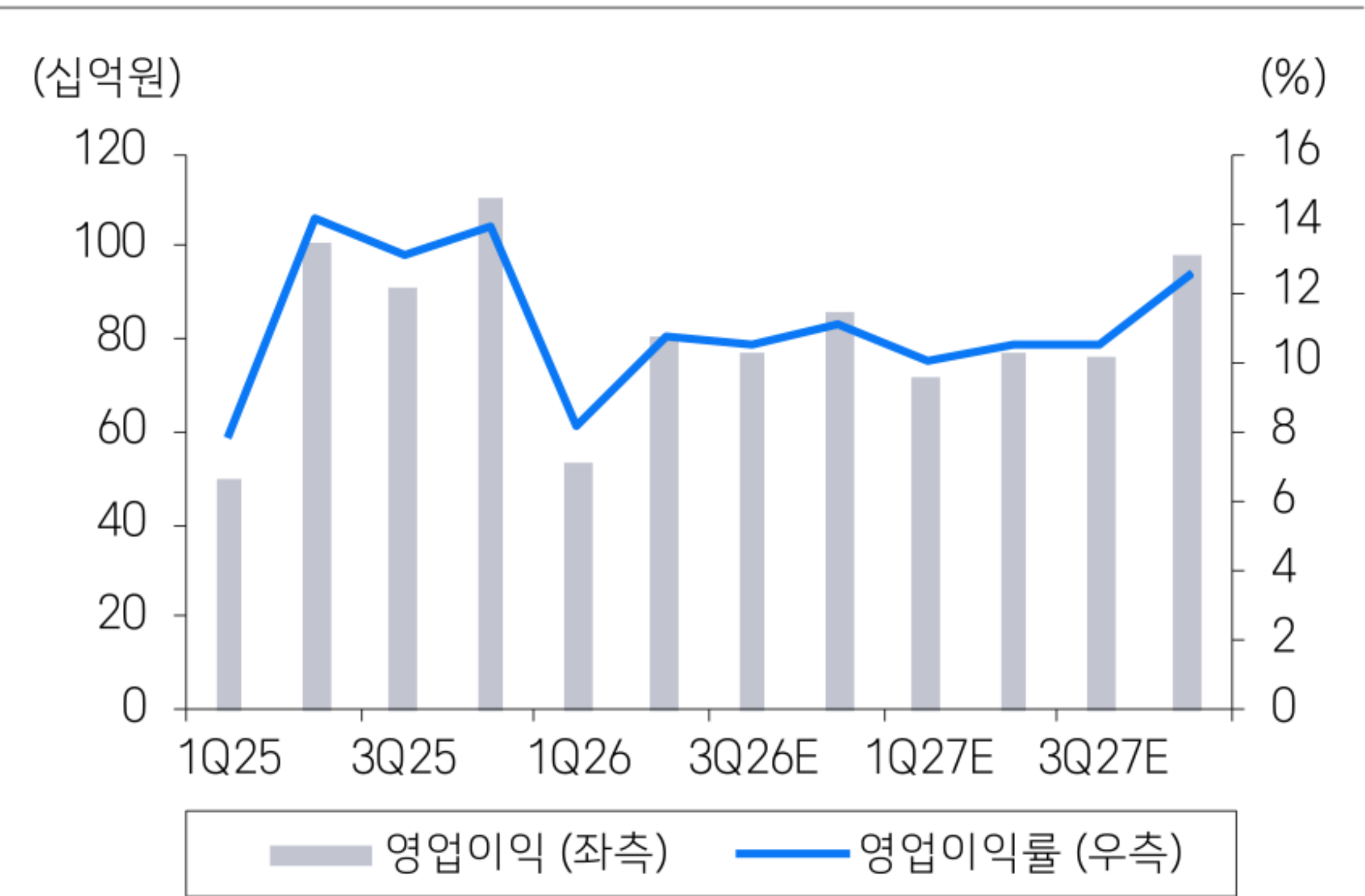
자료: 넷마블, Fnguide, 삼성증권 추정

분기별 매출액 추이



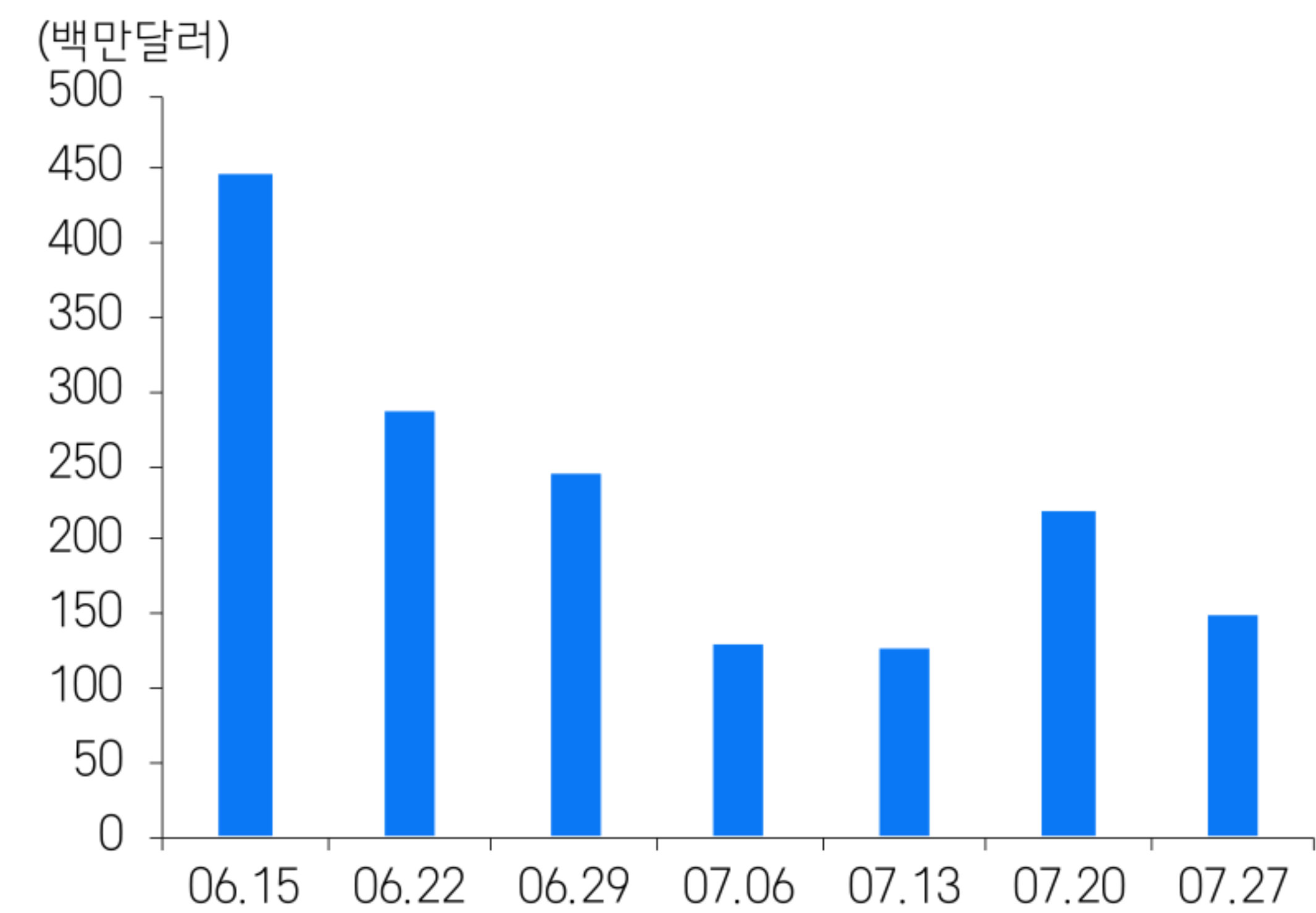
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



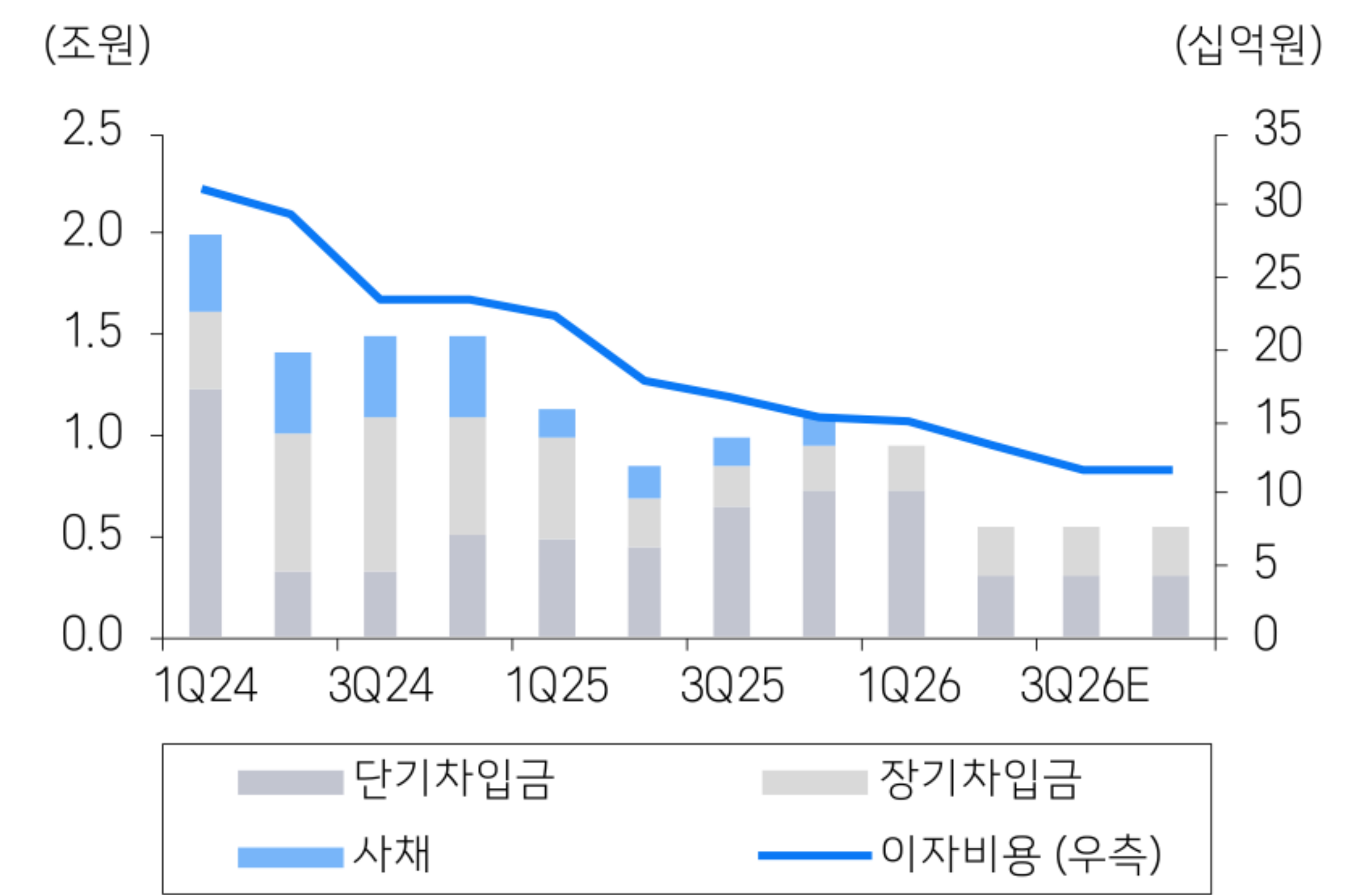
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

SOL: enchant 주별 매출액 추정



자료: 센서타워

차입금 및 이자 비용 추이



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	자체 개발/퍼블리싱	출시 국가
2Q26	몬길: 스타 다이브	액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	SOL: enchant	MMORPG	PC/모바일	퍼블리싱	한국
2H26	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	프로젝트 이시스	수집형 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌

자료: 넷마블, 삼성증권 정리

넷마블 밸류에이션

	(십억원)
12개월 예상 EPS	4,161
적용 P/E (배) *	10.5
적정 주가 (원)	43,897
목표주가 (원)	44,000
현재 주가 (원)	37,950
상승 여력(%)	15.9

참고: * 피어 그룹의 2026년, 2027년 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 20% 할인을 적용; 8월 5일 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2026E	2027E	평균
Krafton	11.7	9.3	10.5
NC	11.2	10.9	11.0
Shiftup	13.7	14.5	14.1
Netease	13.7	12.5	13.1
Nexon	17.4	17.0	17.2
평균	13.6	12.8	13.2

참고: 8월 5일 종가 기준

자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	749.2	737.9	772.4	715.7	734.4	722.5	787.8
스핀엑스 3종	149.7	143.5	132.2	167.5	156.4	157.3	155.8	163.5	157.0	155.4	153.9	177.0
마블컨테스트 오브 챔피언	56.2	64.6	48.7	87.7	52.1	67.4	50.6	88.5	53.1	60.0	54.0	97.2
일곱개의 대죄	31.2	28.7	27.8	31.9	32.6	37.5	30.7	29.5	28.0	26.6	25.5	24.8
RF온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	22.5	19.1	16.2	13.8	11.7	10.0	8.5
세븐나이트 리버스		93.3	83.5	119.6	45.6	30.0	25.5	21.7	18.4	16.6	14.9	13.4
일곱개의대죄: 오리진					19.6	52.4	36.7	29.4	25.0	20.0	18.0	16.2
SOL: 인챈트						22.5	88.5	61.9	49.6	39.6	35.7	32.1
기타	368.1	322.9	368.9	358.9	319.3	359.6	331.0	361.7	370.9	404.5	410.6	418.7
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	669.1	660.8	687.0	643.7	657.7	646.5	689.5
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	235.6	235.9	243.1	217.9	218.4	210.0	229.4
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	182.5	183.2	183.9	184.6	192.1	193.3	194.4
광고선전비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	183.5	171.7	185.8	172.5	176.7	173.9	190.0
기타비용	68.8	63.8	64.5	73.8	61.9	67.5	70.1	74.2	68.7	70.5	69.4	75.6
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.1	77.0	85.4	72.0	76.7	76.0	98.3
세전이익	97.5	189.9	55.9	2.8	277.2	265.5	85.7	(2.6)	75.7	83.4	83.8	33.0
당기순이익	80.2	160.1	40.6	(50.9)	211.0	246.6	65.1	(2.0)	57.6	63.4	63.7	25.1
지배주주순이익	75.6	160.3	37.5	(49.1)	209.7	239.0	63.1	(1.9)	55.8	61.4	61.7	24.3
수정 EPS (원)	597	1,191	909	410	680	1,232	1,002	1,121	1,006	1,032	1,034	1,278
이익률 (%)												
영업이익률	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	10.7	10.4	11.1	10.1	10.4	10.5	12.5
세전이익률	15.6	26.5	8.0	0.4	42.5	35.4	11.6	(0.3)	10.6	11.4	11.6	4.2
순이익률	12.9	22.3	5.8	(6.4)	32.4	32.9	8.8	(0.3)	8.0	8.6	8.8	3.2
지배주주순이익률	12.1	22.3	5.4	(6.2)	32.2	31.9	8.6	(0.3)	7.8	8.4	8.5	3.1

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	2,932.3	2,911.2	(0.7)	3,096.8	2,960.5	(4.4)	3,205.0	3,082.6	(3.8)
스핀엑스 3종	625.5	633.0	1.2	633.1	643.3	1.6	685.0	696.1	1.6
마블 컨테스트 오브 챔피언	243.5	258.6	6.2	249.4	264.3	6.0	263.8	281.1	6.6
일곱개의 대죄	154.2	130.3	(15.5)	132.5	105.0	(20.8)	111.4	88.2	(20.8)
RF 온라인 넥스트	106.5	83.9	(21.3)	61.2	44.0	(28.1)	32.0	23.0	(28.1)
세븐나이트 리버스	127.8	122.7	(4.0)	67.4	63.3	(6.2)	44.2	41.5	(6.2)
일곱개의대죄 오리진	205.1	138.1	(32.7)	123.8	79.1	(36.1)	78.4	50.1	(36.1)
SOL:인챈트	161.7	172.9	6.9	143.7	157.0	9.3	91.0	99.4	9.3
기타	1,307.9	1,371.7	4.9	1,685.6	1,604.6	(4.8)	1,899.2	1,803.2	(5.1)
영업비용	2,592.0	2,615.5	0.9	2,714.0	2,637.4	(2.8)	2,790.0	2,699.3	(3.3)
지급수수료	904.4	915.5	1.2	904.3	875.7	(3.2)	852.9	830.9	(2.6)
인건비	706.9	717.2	1.5	750.0	764.4	1.9	800.9	816.4	1.9
광고선전비	697.7	709.2	1.6	762.4	713.1	(6.5)	815.7	743.8	(8.8)
기타비용	283.1	273.6	(3.3)	297.3	284.2	(4.4)	320.5	308.3	(3.8)
영업이익	340.2	295.6	(13.1)	382.8	323.1	(15.6)	415.0	383.3	(7.6)
세전이익	742.6	625.8	(15.7)	331.9	276.0	(16.8)	398.3	375.3	(5.8)
당기순이익	474.1	520.7	9.8	252.3	209.8	(16.8)	302.7	285.2	(5.8)
지배주주순이익	471.3	509.9	8.2	250.7	203.3	(18.9)	300.9	276.4	(8.1)
수정 EPS (원)	3,890	4,036	3.7	4,944	4,350	(12.0)	5,330	5,025	(5.7)
이익률 (%)									
영업이익률	13.0	10.2		13.6	10.9			12.4	
세전이익률	14.0	21.5		17.0	9.3			12.2	
순이익률	10.6	17.9		12.9	7.1			9.3	
지배주주순이익률	10.1	17.5		12.3	6.9			9.0	

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,664	2,835	2,911	2,961	3,083
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,911	2,961	3,083
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	2,448	2,483	2,616	2,637	2,699
영업이익	216	352	296	323	383
(영업이익률, %)	8.1	12.4	10.2	10.9	12.4
영업외손익	-139	-6	330	-47	-8
금융수익	77	196	75	80	91
금융비용	192	159	223	206	205
지분법손익	109	106	158	164	171
기타	-133	-149	319	-86	-65
세전이익	76	346	626	276	375
법인세	73	115	105	66	90
(법인세율, %)	95.8	33.3	16.8	24.0	24.0
계속사업이익	3	231	521	210	285
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	3	231	521	210	285
(순이익률, %)	0.1	8.1	17.9	7.1	9.3
지배주주순이익	26	225	510	203	276
비지배주주순이익	-22	6	11	6	9
EBITDA	370	484	411	431	486
(EBITDA 이익률, %)	13.9	17.1	14.1	14.6	15.8
EPS (지배주주)	298	2,618	6,149	2,493	3,390
EPS (연결기준)	37	2,685	6,279	2,573	3,498
수정 EPS (원)*	12,551	3,150	4,036	4,350	5,025

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	288	338	97	137	209
당기순이익	3	231	521	210	285
현금유출입이없는 비용 및 수익	382	258	-279	32	35
유형자산 감가상각비	53	48	36	31	28
무형자산 상각비	101	84	80	78	75
기타	228	127	-395	-76	-68
영업활동 자산부채 변동	-35	-47	-46	-21	-12
투자활동에서의 현금흐름	37	-74	507	-6	-9
유형자산 증감	-17	-47	61	0	0
장단기금융자산의 증감	-35	-38	42	-2	-6
기타	89	10	404	-4	-3
재무활동에서의 현금흐름	-221	-146	-757	-155	-47
차입금의 증가(감소)	-148	-102	-353	6	17
자본금의 증가(감소)	5	6	0	0	0
배당금	-0	-41	-72	-161	-65
기타	-77	-9	-332	0	-0
현금증감	148	111	108	286	402
기초현금	430	578	689	796	1,083
기말현금	578	689	796	1,083	1,484
Gross cash flow	385	489	241	242	320
Free cash flow	270	290	88	137	209

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,115	1,257	1,335	1,631	2,060
현금 및 현금등가물	578	689	796	1,082	1,483
매출채권	277	281	309	315	332
재고자산	2	2	2	2	2
기타	258	285	228	232	243
비유동자산	7,062	6,837	6,874	6,620	6,439
투자자산	2,928	3,060	3,214	3,068	2,989
유형자산	340	402	305	274	247
무형자산	3,245	2,858	2,918	2,840	2,765
기타	549	516	438	438	438
자산총계	8,177	8,094	8,209	8,251	8,499
유동부채	1,348	1,901	1,525	1,512	1,520
매입채무	28	23	30	31	32
단기차입금	505	733	304	304	304
기타 유동부채	815	1,145	1,192	1,178	1,184
비유동부채	1,355	701	645	652	671
사채 및 장기차입금	997	363	254	254	254
기타 비유동부채	358	337	391	398	418
부채총계	2,703	2,601	2,171	2,164	2,192
지배주주지분	5,416	5,430	5,974	6,016	6,228
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,288	1,331	1,542
기타	1,207	1,023	1,616	1,616	1,616
비지배주주지분	58	63	65	71	80
자본총계	5,474	5,492	6,039	6,088	6,308
순부채	1,009	756	340	58	-332

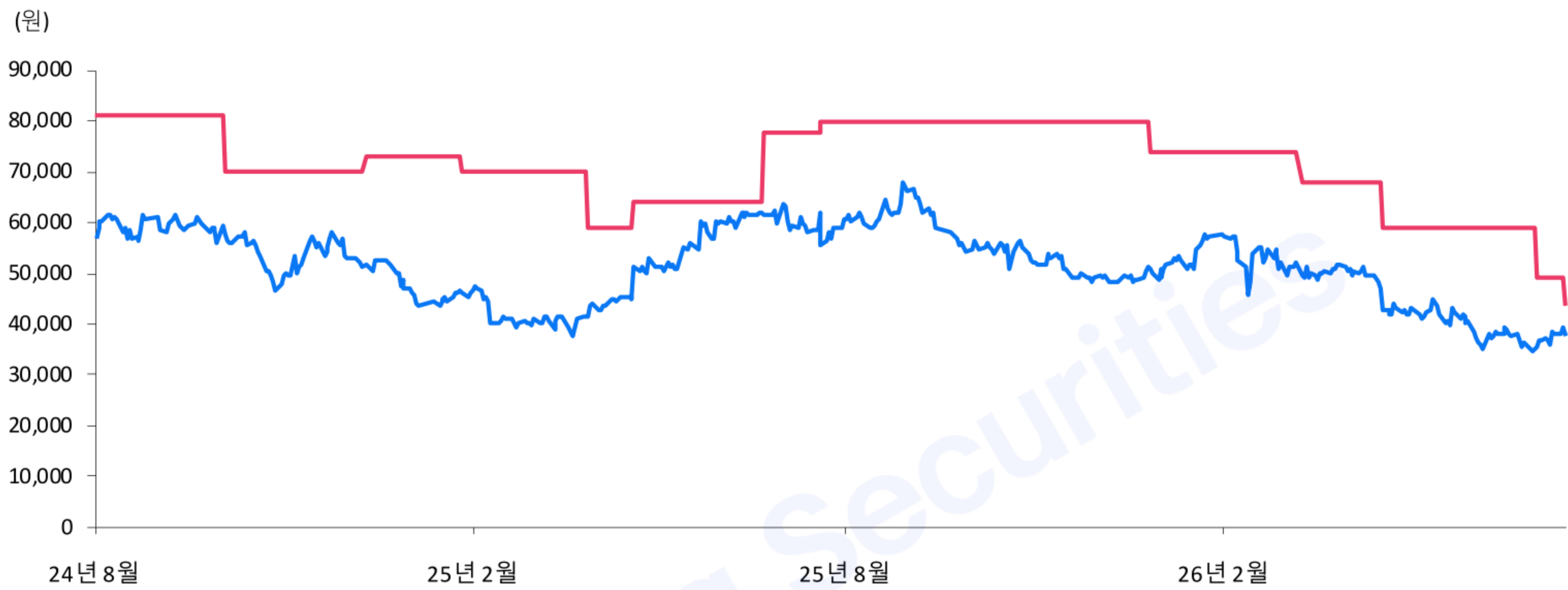
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	6.5	6.4	2.7	1.7	4.1
영업이익	흑전	63.5	-16.1	9.3	18.6
순이익	흑전	7,076.8	125.6	-59.7	36.0
수정 EPS**	흑전	-74.9	28.0	7.9	15.5
주당지표					
EPS (지배주주)	298	2,618	6,149	2,493	3,390
EPS (연결기준)	37	2,685	6,279	2,573	3,498
수정 EPS**	12,551	3,150	4,031	4,350	5,025
BPS	66,102	66,269	72,013	73,965	76,567
DPS (보통주)	417	876	1,976	796	796
Valuations (배)					
P/E***	4.1	15.3	9.4	8.7	7.6
P/B***	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.9	10.3	8.5	7.5	5.9
비율					
ROE (%)	0.5	4.1	8.9	3.4	4.5
ROA (%)	0.0	2.8	6.4	2.5	3.4
ROIC (%)	0.3	7.2	7.9	7.8	9.5
배당성향 (%)	133.3	31.9	31.5	31.9	23.4
배당수익률 (보통주, %)	0.8	1.8	5.2	2.1	2.1
순부채비율 (%)	18.4	13.8	5.6	0.9	-5.3
이자보상배율 (배)	2.0	4.9	5.8	7.0	8.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 8월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 8월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2024/5/10	8/9	10/22	12/30	2025/2/14	4/16	5/9	7/11	8/8	2026/1/15	3/30	5/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	74000	81000	70000	73000	70000	59000	64000	78000	80000	74000	68000	59000
과리율 (평균)	-18.59	-26.48	-23.22	-34.71	-40.50	-25.12	-11.50	-22.55	-30.27	-28.29	-26.27	-32.16
과리율 (최대or최소)	-6.22	-21.98	-17.14	-27.81	-32.43	-22.80	-2.81	-18.21	-15.00	-21.76	-23.68	-23.90
일 자	7/22	8/6										
투자의견	BUY	BUY										
TP (원)	49000	44000										
과리율 (평균)	-23.33											
과리율 (최대or최소)	-19.80											

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026. 6. 30. 기준
매수(85.5%)·중립(14.5%)·매도(0%)

Samsung Securities

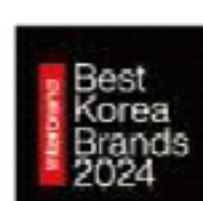
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA