

넷마블 (251270)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

신작라인업 축소에 따른 성장모멘텀 감소

마케팅, 외부 IP 게임 비중 상승에 따른 이익률 저하

2Q26의 표면적인 숫자는 회복 기조를 나타냈다. 매출 7,492억원으로 전분기 대비 15.0% 증가했고 영업이익은 801억원으로 50.8% 증가했다. 2분기 영업비용은 6,691억원으로 전분기 대비 11.8% 증가했다. 신작 출시에 따른 마케팅비 1,835억원과 외부 IP 매출 확대에 따른 지급수수료 부담이 이익률을 높였다. 영업이익률은 10.7%로 1Q26의 8.1%에서는 반등했지만 25년의 13~14%대에는 미치지 못했다.

성장공백은 중단기 리스크 요인

1분기까지 회사는 하반기 신작 5종을 예고했지만, 2분기 실적 발표에서는 3종으로 줄었다. 동사는 이를 단순 지연이 아닌 보다 엄격한 런칭 기준, 개발 리소스 효율화, 기존 라이브 게임의 PLC 연장을 위한 선제적 조정이라고 설명했다. 넷마블의 과거 할인 요인이 '많은 게임을 내지만 수명이 짧다'는 인식이었다는 점을 고려하면, 이 전환이 실제 지표로 증명될 경우 중장기적인 밸류에이션의 질이 달라질 수는 있다. 반대로 기존작 유지율이 약한 상태에서 신작 수만 줄어든다면 성장 공백이 더 커질 수 있어 주의가 필요하다.

하반기 신작 라인업의 출시일정 확인 필요

상반기 신작 성과는 상업적 실패로 단정하기는 어렵지만, 26년 실적 레벨업과 밸류에이션 재평가를 기대했던 투자자 눈높이에는 미치지 못했다. 넷마블의 비용 효율화와 자체 결제 확대 기조는 긍정적이다. 그러나 신작 모멘텀이 추정치 상향으로 연결되지 못한 만큼, 향후 단기 주가 반등의 핵심 변수는 신작의 매출 지속성과 하반기 라인업의 흥행 강도에 따라 달라질 전망이다.

Fig. 1: 넷마블 연결재무제표 요약

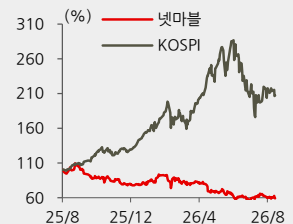
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,664	2,835	2,866	2,952	3,011
영업이익	216	352	325	360	373
세전이익	76	346	633	334	353
순이익[지배]	26	225	469	247	261
EPS(원)	298	2,618	5,660	2,972	3,142
증감률(%)	흑자전환	778.5	116.2	-47.5	5.7
PER(배)	173.3	18.4	6.5	12.3	11.7
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.7	6.8	6.1
ROE(%)	0.5	4.1	8.3	4.2	4.3
배당수익률	0.8	1.8	2.4	2.4	2.4

자료: 넷마블, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자조건	매수
[유지]	
목표주가(6M)	50,000원
[하향]	36.2%
현재주가	36,700원
2026/9/3	

주식지표	
시가총액	3,052십억원
52주최고가	68,000원
52주최저가	34,900원
상장주식수	8,316만주/0.0만주
자본금/액면가	9십억원/100원
60일평균거래량	18만주
60일평균거래대금	7십억원
외국인지분율	27.4%
자기주식수	182만주/2.2%
주요주주및지분율	
방준혁 외	25.4%
HAN RIVER	
INVESTMENT	18.1%

주가동향



이종원

인터넷/게임/엔터

bluesky@bnkfn.co.kr

(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

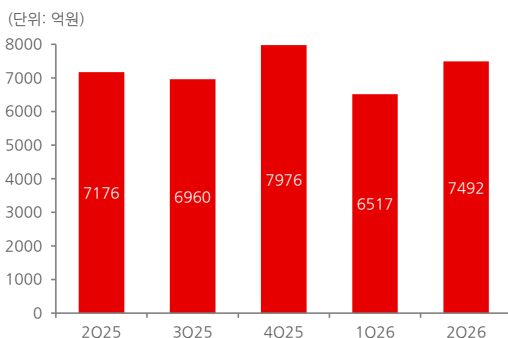
기대 이하의 상반기 신작 성과

2Q26 매출 7,492억원은 1Q26의 6,517억원에 대비 회복기조를 나타냈다. ‘일곱 개의 대죄: Origin’의 분기 온기 반영과 업데이트, 6월 18일 출시한 ‘SOL: enchant’, 그리고 기존 게임들의 매출 회복이 동시에 작용했다. 다만 영업이익 801억원은 시장 컨센서스 약 860억원을 밑돌았다. 매출은 예상 범위였지만, 비용이 시장이 기대한 것보다 무거웠다. 2Q26 최대 매출 게임은 ‘MARVEL Contest of Champions’로 전사 매출의 9% 수준이다. ‘일곱 개의 대죄: Origin’, Lotsa Slots, Jackpot World, Cash Frenzy가 각각 7% 수준이며, 상위 6개 게임의 합산 비중은 42% 수준이다.

동사에 대한 시장 평가가 보수적으로 바뀐 가장 직접적인 이유는 상반기 기대작의 성과가 눈높이에 미치지 못했기 때문이다. 상반기 기대작 중 하나였던 몬걸: 스타 다이브는 출시 직후 국내 앱마켓 최상위권에 진입하며 초기 흥행에는 성공했으나, 이후 매출 순위가 빠르게 하향 안정화되며 기대했던 장기 PLC를 입증하지 못하고 있다. 스타 다이브는 4월 15일 글로벌 출시됐고, 출시 직후 국내 양대 마켓 인기게임 1위, 애플 앱스토어 매출 2위에 올랐다. 이후 출시 5일 만에 구글플레이 매출 5위, 앱스토어 매출 9위를 기록하며 초반 흥행 지표는 양호했다. 초기 트래픽과 매출 진입은 긍정적이었지만 이후 빠른 추세로 하향안정화되며 차트 상위권에서 아웃됐다.

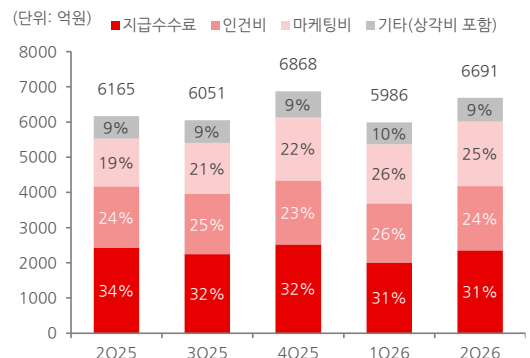
여기에 신작 모멘텀에 대한 기대감도 크게 희석된 상황이다. 동사는 연초 하반기 신작으로 나 혼자만 레벨업: 카르마, 샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종, 프로젝트 옥토퍼스, 이지스, 이블베인을 제시했다. 즉 당시에는 총 5개 작품이 하반기 성장 모멘텀으로 작용할 수 있는 구조였다. 그러나 2Q26 실적발표에서 회사가 제시한 연내 신작은 카르마, 샹그릴라 프론티어, 프로젝트 이지스의 3종으로 축소됐다. 프로젝트 옥토퍼스와 이블베인은 연내 출시 라인업에서 제외됐다. 신작 IP 출시 이연은 26년 매출 감소뿐 아니라 향후 이익 성장의 확률과 가시성에 대한 할인 요인으로 판단된다.

Fig. 2: 넷마블 매출액



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 3: 넷마블 주요 비용 구조



자료: 넷마블, BNK투자증권

변동성 확대 구간 진입

경쟁사와 비교하면 동사의 한 게임당 게임 매출 집중도는 상대적으로 낮은 편이고 다수의 분산된 포트폴리오를 보유하고 있다. 투자 관점의 리스크 요인은 오래된 게임들이 꾸준한 현금흐름에는 기여하지만 경쟁사의 메가히트작만큼 압도적 매출원과 그에 대한 시장의 기대감이 높지 않다는 것이며, 이점이 주가의 업사이드 포텐을 제한하는 부분이다. 넷마블은 9월 17~21일 도쿄게임쇼 2026에서 '샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종', '나 혼자만 레벨업: KARMA', 2027년 출시 목표인 '펄 인 블루'를 전시한다. 현재 시점에서는 가장 가까운 주가 이벤트다. 샹그릴라 프론티어는 일본에서 강한 원작 IP를 보유하고 있어, 일본 매출 비중 확대 가능성을 점검할 수 있을 것으로 판단된다. '27년 예상 EPS 및 Target P/E(17배) 조정'에 따라 동사에 대한 신규 목표주가 50,000원을 제시한다. ① 상반기 주요 신작의 기대 이하 성과에 따른 실적 추정치 조정, ② 외부 IP 및 마케팅 비용 증가로 인한 영업레버리지 약화, ③ 하반기 신작 라인업 축소에 따른 중단기 성장 가시성 저하를 반영, 이에 따른 Target Multiple 하향에 따른 목표가 조정이다.

옥토퍼스·이블베인의 출시이연과 기존 신작의 매출하향 안정화, 비용부담을 반영 26~27년 이익 추정치를 낮추는 동시에, 2027년 전체 라인업의 가시성 저하를 반영, 적용 valuation multiple을 하향조정 한다. 향후 멀티플 재확대를 위해서는 26년 하반기 신작의 예상 이상의 성과, SOL을 비롯한 최근 출시작의 PLC 장기화, 27년 대형 신작 라인업의 구체화가 필요하다. 회사가 신작 출시 기준을 강화하고 기존 게임의 장기 흥행에 집중하는 전략은 중장기적으로 게임당 성공 확률과 수익성을 높일 수 있다는 점에서는 긍정적이다. 그러나 현 시점에서는 장기적인 기대에 선행해 프리미엄을 부여하기보다, 기출시 IP의 실적과 차기 신작 일정 및 성과를 확인하면서 valuation을 확대하는 전략이 적절하다. 하반기 신규 라인업이 출시되면 마케팅비가 선제적으로 집행되고 매출은 후행적으로 인식될 수 있다. 주가의 업사이드가 다시 확대되기 위해서는, 2분기 이후 신작의 매출 유지력과 하반기 예정된 신작 라인업의 출시 및 추가적인 흥행 볼륨이 절실히 필요하다.

Fig. 4: 넷마블 도쿄게임쇼 2026



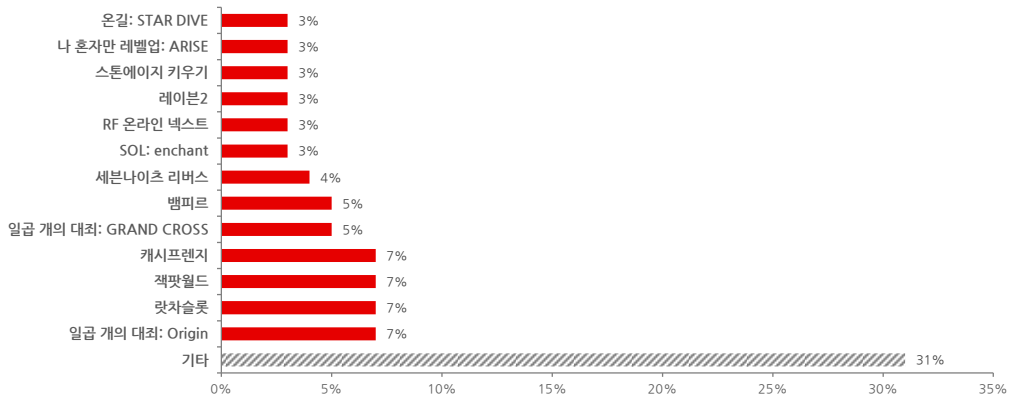
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 5: 샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종



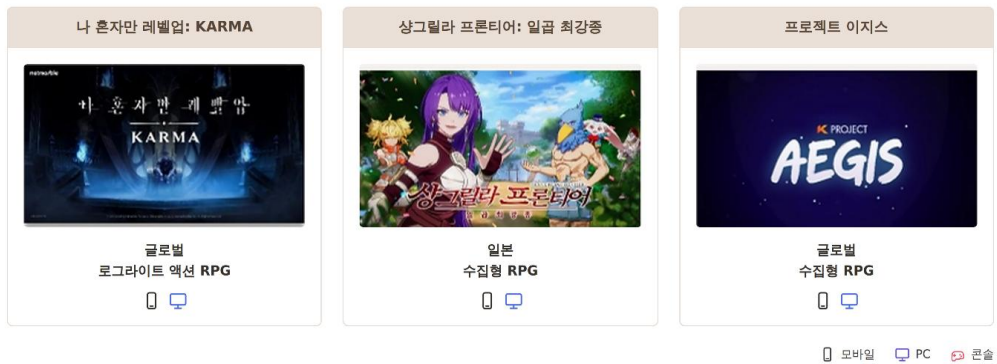
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 6: 넷마블 게임별 매출 비중



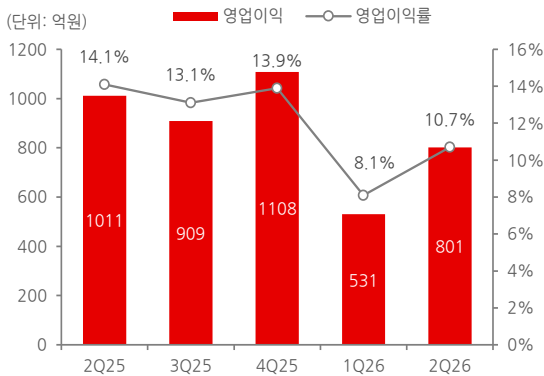
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 7: 넷마블 26년 하반기 신작 라인업



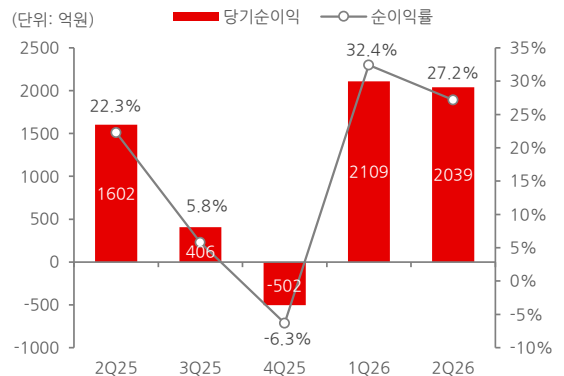
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 8: 넷마블 영업이익 및 영업이익률



자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 9: 넷마블 당기순이익 및 순이익률



자료: 넷마블, BNK투자증권

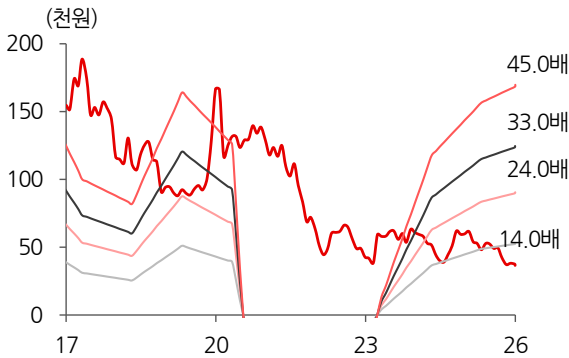
표 1. 넷마블 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E	2025A	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	749.2	715.0	750.4	2,835.1	2,866.3
RPG/수집형	230.6	219.9	223.9	247.2	176.0	232.3	193.0	230.0	921.6	831.2
캐주얼	149.7	143.5	132.2	167.5	176.0	179.8	172.0	177.0	592.9	704.8
MMORPG	112.5	149.1	89.2	83.9	84.7	104.9	146.0	122.4	434.7	458.0
기타/레거시	131.1	205.1	250.7	299.0	215.1	232.3	204.0	196.0	885.9	847.3
매출 YoY	6.6%	(8.2%)	7.5%	22.9%	4.5%	4.4%	2.7%	(5.9%)	6.4%	1.1%
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	669.1	617.6	655.2	2,482.6	2,541.0
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	182.5	183.0	185.0	699.4	718.3
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	183.5	145.0	170.0	573.6	666.7
D&A	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	31.9	32.0	32.5	131.5	127.5
지급수수료/기타	256.0	276.2	257.9	288.0	232.0	271.2	257.6	267.7	1,078.1	1,028.5
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.1	97.4	95.2	352.5	325.3
영업이익률	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	10.7%	13.6%	12.7%	12.4%	11.3%
영업이익 YoY	1243.2%	(9.1%)	38.8%	214.8%	6.8%	(20.8%)	7.2%	(14.1%)	63.5%	(7.7%)
당기순이익	80.2	160.2	40.6	(35.9)	210.9	203.9	42.5	24.0	245.1	481.3

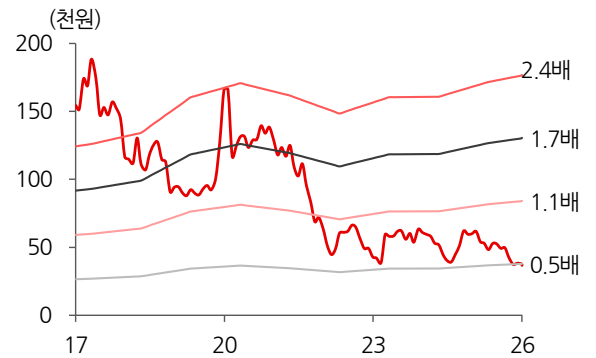
자료: 넷마블, BNK투자증권

Fig. 10: 넷마블 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: 넷마블 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,115	1,257	1,474	1,712	2,039
현금성자산	578	689	900	1,122	1,437
매출채권	277	281	284	292	298
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	7,062	6,837	6,749	6,724	6,687
투자자산	2,928	3,060	3,088	3,165	3,218
유형자산	340	402	363	330	303
무형자산	3,245	2,858	2,782	2,713	2,649
자산총계	8,177	8,094	8,223	8,436	8,725
유동부채	1,348	1,901	1,618	1,640	1,655
매입채무	28	23	24	24	25
단기차입금	505	733	733	733	733
비유동부채	1,355	701	704	712	718
사채및장기차입금	997	363	363	363	363
부채총계	2,703	2,601	2,321	2,352	2,373
지배기업지분	5,416	5,429	5,827	6,003	6,264
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,735	1,911	2,172
자본총계	5,474	5,492	5,902	6,084	6,352
총차입금	1,693	1,591	1,300	1,300	1,300
순차입금	995	732	252	26	-292

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	288	338	259	374	371
당기순이익	3	231	481	254	268
비현금비용	726	563	332	240	232
감가상각비	154	131	116	102	90
비현금수익	-344	-305	-417	-77	-82
자산및부채의증감	-35	-47	7	19	13
매출채권감소	-9	-12	-3	-9	-6
재고자산감소	0	-1	0	0	0
매입채무증가	-6	-4	0	1	0
법인세환급(납부)	-29	-107	-152	-80	-85
투자활동현금흐름	37	-74	315	-82	-56
유형자산증가	-17	-47	0	0	0
유형자산감소	0	1	0	0	0
무형자산순감	21	6	0	0	0
재무활동현금흐름	-221	-146	-363	-71	0
차입금증가	-148	-102	-291	0	0
자본의증감	5	6	0	0	0
배당금지급	0	-41	-72	-71	0
현금의증가	148	111	212	222	315
기말현금	578	689	900	1,122	1,437
잉여현금흐름(FCF)	270	290	259	374	371

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,664	2,835	2,866	2,952	3,011
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,866	2,952	3,011
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,448	2,483	2,541	2,593	2,638
판매비율	91.9	87.6	88.7	87.8	87.6
영업이익	216	352	325	360	373
영업이익률	8.1	12.4	11.3	12.2	12.4
EBITDA	370	484	441	462	463
영업외손익	-139	-6	308	-26	-20
금융이자손익	-89	-56	-44	-33	-27
외화관련손익	-7	-9	0	0	0
기타영업외손익	-43	59	352	7	7
세전이익	76	346	633	334	353
세전이익률	2.9	12.2	22.1	11.3	11.7
법인세비용	73	115	152	80	85
법인세율	96.1	33.2	24.0	24.0	24.1
계속사업이익	3	231	481	254	268
당기순이익	3	231	481	254	268
당기순이익률	0.1	8.1	16.8	8.6	8.9
지배기업순이익	26	225	469	247	261
총포괄손익	352	221	481	254	268

주요투자지표

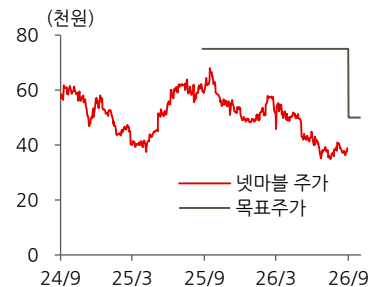
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	298	2,618	5,660	2,972	3,142
BPS	67,728	67,887	74,949	77,064	80,206
CFPS	4,482	5,689	4,773	5,008	5,028
DPS	417	876	876	876	876
PER (배)	173.3	18.4	6.5	12.3	11.7
PSR	1.7	1.5	1.1	1.0	1.0
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
PCR	11.5	8.5	7.7	7.3	7.3
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.7	6.8	6.1
배당성향 (%)	1062.3	31.1	14.8	28.1	26.6
배당수익률	0.8	1.8	2.4	2.4	2.4
매출액증가율	6.5	6.4	1.1	3.0	2.0
영업이익증가율	0.0	63.5	-7.7	10.5	3.7
순이익증가율	0.0	777.7	108.5	-47.3	5.7
EPS증가율	0.0	777.7	116.2	-47.5	5.7
부채비율 (%)	49.4	47.4	39.3	38.7	37.4
차입금비율	30.9	29.0	22.0	21.4	20.5
순차입금/자기자본	18.2	13.3	4.3	0.4	-4.6
ROA (%)	0.0	2.8	5.9	3.0	3.1
ROE	0.5	4.1	8.3	4.2	4.3
ROIC	0.3	7.2	8.2	9.4	10.1

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/9/3 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
넷마블 (251270)	25/08/28	매수	75,000원	-23.9	-9.3
	25/12/11	매수	75,000원	-32.4	-22.8
	26/02/12	매수	75,000원	-30.7	-23.2
	26/04/30	매수	75,000원	-42.8	-34.0
	26/06/18	매수	75,000원	-49.7	-45.5
	26/09/04	매수	50,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.