



BUY (유지)

목표주가(12M) 66,000원(하향)
현재주가(5.07) 47,100원

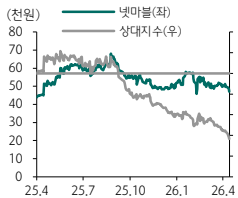
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,490.05
52주 최고/최저(원)	68,000/44,950
시가총액(십억원)	3,860.3
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	83,526.4
60일 평균 거래량(천주)	294.3
60일 평균 거래대금(십억원)	15.5
외국인지분율(%)	27.90
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 11 인	25.52
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	18.37

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,027.6	3,125.8
영업이익(십억원)	423.9	484.1
순이익(십억원)	328.0	394.4
EPS(원)	3,817	4,521
BPS(원)	68,780	72,575

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,888.4	2,735.5
영업이익	215.6	352.5	392.0	357.6
세전이익	76.3	346.2	571.4	342.5
순이익	25.6	225.0	432.3	259.1
EPS	298	2,618	5,246	3,163
증감률	흑전	778.52	100.38	(39.71)
PER	173.49	18.43	8.98	14.89
PBR	0.76	0.71	0.67	0.65
EV/EBITDA	14.86	10.21	8.78	9.11
ROE	0.49	4.15	7.71	4.41
BPS	67,728	67,887	70,698	72,903
DPS	417	876	964	964



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 5월 8일 | 기업분석_Earnings Review

넷마블 (251270)

PLC 관리 역량 증명 필요

1Q26 Re: 컨센서스 하회

넷마블은 1분기 연결 기준 영업수익 6,517억원(+4.5%YoY, -18.3%QoQ), 영업이익 531억원(+6.8%YoY, -52.1%QoQ, OPM 8.1%)으로 컨센서스를 하회했다. 3월 출시한 [스톤에이지 키우기]가 매출액 약 200억원으로 기대 이상의 성과를 거뒀으나 [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STAR DIVE]항 마케팅비 증가를 상쇄하지 못한 영향이다. [일곱 개의 대죄: Origin]은 3월 17일 출시, 매출액 약 200억원을 기록했다. [세븐나이츠 리버스]는 약 450억원으로 가파르게 하향 안정화된 모습이다. 1분기 영업비용은 5,986억원(+4.2%YoY, -12.8%QoQ)를 기록했다. 매출 대비 지급수수료율은 30.8%(-4.3%pYoY, -0.8%pQoQ)까지 하락했다. 자체 IP와 PC 결제 매출 비중 확대에 기인한다. 매출 대비 마케팅비 비율은 25.8%까지 증가했다. [일곱 개의 대죄: Origin], [몬길: STAR DIVE]의 글로벌 마케팅이 반영되었다.

일곱 개의 대죄: Origin, 몬길: STAR DIVE 반등 기대

넷마블은 2026년 영업수익 2조 8,884억원(+1.9%YoY), 영업이익 3,920억원(+11.2%YoY, OPM 13.6%)을 기록할 것으로 전망한다. 넷마블의 자체 IP와 PC 결제 매출 비중 확대 기조와 글로벌 모바일 스토어 수수료 인하는 분명히 수익성에 긍정적인 요소다. 다만 이는 매출의 지속성이 전제되었을 때 유의미한 장점이다. 3월 17일 출시한 [일곱 개의 대죄: Origin]과 4월 15일 출시한 [몬길: STAR DIVE]의 초기 지표는 시장 기대를 하회하고 있다. 과거 신작 대비 유저들의 리텐션은 높은 것으로 확인되어 가파른 매출 하향을 겪지는 않을 것으로 보인다. 두 게임 모두 글로벌 플랫폼에 동시 출시하여 유저 성향을 탐색하는 시기를 가지고 있으며 장기적으로 매출을 발생시킬 수 있는 업데이트를 준비 중이다. 트래픽, 매출 반등에 성공한다면 캐시카우 역할 기대 가능하다. 이후 신작으로는 [SOL: enchant]를 출시할 예정이며 이후 [나 혼자만 레벨업: KARMA]를 포함한 5종을 준비 중이다. 이번에 새로 공개된 [프로젝트 이시스]는 카바미 개발하고 있는 AFK 방치형 RPG다. [마블 콘테스트 오브 챔피언스]와 같이 글로벌 IP를 활용한 신작으로 예상하며 출시 시점이 가시화된다면 기대감 받을 수 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 66,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 66,000원으로 하향한다. [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STARDIVE]로 기존 넷마블의 약점으로 꼽혔던 PLC(Product Life Cycle) 관리 역량에 대한 증명이 필요한 시점이다. 6월 [SOL: enchant] 출시가 예정되어 있긴 하지만 퍼블리싱 라인업으로 수익성은 제한적이며 이후 신작들은 가시성이 떨어지기에 [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STARDIVE]의 임무가 막중하다. [스톤에이지 키우기]와 같은 소규모 게임을 포함하여 다수의 신작을 개발하고 출시까지 이뤄 유의미한 매출을 창출한다는 점은 넷마블의 분명한 강점이다. 두 게임을 통한 PLC 관리 역량 입증과 함께 기업 가치의 반등을 기대한다.

도표 1. 넷마블 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 12MF 예상 EPS	3,711	Peer 그룹 12MF P/E 평균(90일) 10% 할인
2. Target PER Multiple	18	
3. 적정주가(1*2)	66,799	
4. 목표주가	66,000	목표 시가총액 5.4조원
5. 현재주가	47,100	현재 시가총액 3.9조원
6. 상승여력	40.1%	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
영업수익	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	763.5	730.9	742.2	2,835.1	2,888.4
YoY(%)	6.6	(8.2)	7.5	22.9	4.5	6.4	5.0	(6.9)	6.4	1.9
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	638.5	621.0	638.2	2,482.6	2,496.3
YoY(%)	(1.3)	(8.1)	4.0	11.9	4.2	3.6	2.6	(7.1)	1.4	0.6
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	173.2	172.1	178.4	699.4	691.2
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	241.5	231.2	228.8	938.7	902.4
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	159.4	152.6	156.5	573.6	636.7
기타(상각비 포함)	68.8	63.8	64.5	73.8	61.9	64.4	65.1	74.5	270.9	266.0
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	125.0	109.9	104.0	352.5	392.0
YoY(%)	1246.9	(9.1)	38.8	214.8	6.8	23.7	20.9	(6.1)	63.5	11.2
영업이익률(%)	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	16.4	15.0	14.0	12.4	13.6
당기순이익	80.2	160.1	40.6	(50.1)	210.9	113.4	97.8	12.6	230.8	434.7
YoY(%)	흑전	(1.3)	97.2	적지	162.8	(29.1)	140.9	흑전	7,076.8	88.4
당기순이익률(%)	12.9	22.3	5.8	(6.3)	32.4	14.9	13.4	1.7	8.1	15.1

자료: 하나증권


도표 3. 넷마블 신작 라인업

2026년 1분기 실적
게임 포트폴리오
지역별 / 장르별 매출 비중
주요 비용 구조
신작 라인업
별칭: 연결 재무제표
netmarble

신작 라인업


- 왕좌의 게임: 킹스로드의 아시아 지역 출시(26년 5월 14일 PC, 5월 21일 모바일)를 포함한 기존작 권역 확장 지속
- 26년 6월 SOL: enchant를 선보일 예정이며, 하반기에는 기공개한 신작 4종 및 프로젝트 이지스 등 해외 자회사 신작 출시 계획

SOL: enchant




한국 MMORPG

나 혼자만 레벨업: KARMA




글로벌 로그라이프 액션 RPG

상그릴라 프론티어: 일곱 최강종



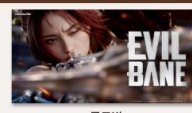
일본 수집형 RPG

프로젝트 옥토퍼스



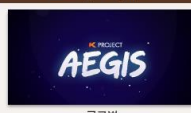
글로벌 캐주얼 액션 로그라이프 RPG

이블베인



글로벌 협동 액션

프로젝트 이지스



글로벌 수집형 RPG

자료: 넷마블, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,663.8	2,835.1	2,888.4	2,735.5	2,861.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,663.8	2,835.1	2,888.4	2,735.5	2,861.1
판매비	2,448.2	2,482.6	2,496.3	2,377.9	2,498.3
영업이익	215.6	352.5	392.0	357.6	362.8
금융손익	(115.4)	36.9	(62.5)	(49.5)	(44.5)
중속/관계기업손익	108.7	105.9	106.4	111.7	0.0
기타영업외손익	(132.7)	(149.1)	135.6	(77.3)	(77.3)
세전이익	76.3	346.2	571.4	342.5	240.9
법인세	73.1	115.4	136.7	81.9	57.6
계속사업이익	3.2	230.8	434.7	260.5	183.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.2	230.8	434.7	260.5	183.3
비지배주주지분 손이익	(22.4)	5.8	2.5	1.5	1.0
지배주주순이익	25.6	225.0	432.3	259.1	182.3
지배주주지분포괄이익	371.5	216.2	457.4	274.1	192.9
NOPAT	9.1	235.0	298.2	272.1	276.0
EBITDA	370.0	484.0	531.6	478.6	467.9
성장성(%)					
매출액증가율	6.46	6.43	1.88	(5.29)	4.59
NOPAT증가율	흑전	2,482.42	26.89	(8.75)	1.43
EBITDA증가율	216.24	30.81	9.83	(9.97)	(2.24)
영업이익증가율	흑전	63.50	11.21	(8.78)	1.45
(지배주주)순이익증가율	흑전	778.91	92.13	(40.06)	(29.64)
EPS증가율	흑전	778.52	100.38	(39.71)	(29.66)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.89	17.07	18.40	17.50	16.35
영업이익률	8.09	12.43	13.57	13.07	12.68
계속사업이익률	0.12	8.14	15.05	9.52	6.41

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	298	2,618	5,246	3,163	2,225
BPS	67,728	67,887	70,698	72,903	74,169
CFPS	4,482	5,689	7,691	4,491	4,360
EBITDAPS	4,305	5,631	6,452	5,844	5,712
SPS	30,991	32,984	35,055	33,397	34,930
DPS	417	876	964	964	964
주가지표(배)					
PER	173.49	18.43	8.98	14.89	21.17
PBR	0.76	0.71	0.67	0.65	0.64
PCFR	11.54	8.48	6.12	10.49	10.80
EV/EBITDA	14.86	10.21	8.78	9.11	9.21
PSR	1.67	1.46	1.34	1.41	1.35
재무비율(%)					
ROE	0.49	4.15	7.71	4.41	3.03
ROA	0.32	2.77	5.34	3.17	2.18
ROIC	0.27	7.44	10.39	10.02	10.67
부채비율	49.38	47.36	38.22	37.03	37.31
순부채비율	18.18	13.32	6.35	1.04	0.18
이자보상배율(배)	2.01	4.86	7.34	6.91	7.01

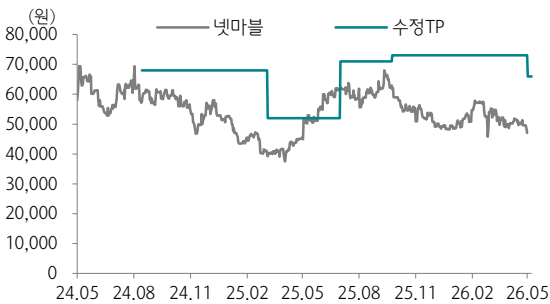
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,114.8	1,256.5	1,269.5	1,577.7	1,654.4
금융자산	697.7	858.9	897.8	1,206.9	1,259.0
현금성자산	577.9	688.9	738.0	1,047.5	1,089.9
매출채권	277.3	280.6	261.2	260.5	278.9
재고자산	2.1	1.5	1.4	1.4	1.5
기타유동자산	137.7	115.5	109.1	108.9	115.0
비유동자산	7,062.2	6,837.1	6,823.7	6,695.5	6,779.4
투자자산	2,928.1	3,060.3	3,186.5	3,179.3	3,368.3
금융자산	489.1	525.0	524.5	524.5	525.0
유형자산	339.8	402.3	361.9	328.6	301.2
무형자산	3,245.2	2,858.3	2,759.0	2,671.2	2,593.6
기타비유동자산	549.1	516.2	516.3	516.4	516.3
자산총계	8,177.1	8,093.7	8,093.3	8,273.2	8,433.7
유동부채	1,348.2	1,900.6	1,555.6	1,554.2	1,592.5
금융부채	636.1	1,165.7	845.0	845.0	845.0
매입채무	27.9	23.5	24.5	24.5	26.2
기타유동부채	684.2	711.4	686.1	684.7	721.3
비유동부채	1,355.0	700.5	682.2	681.5	698.9
금융부채	1,056.6	424.9	424.9	424.9	424.9
기타비유동부채	298.4	275.6	257.3	256.6	274.0
부채총계	2,703.2	2,601.2	2,237.8	2,235.7	2,291.5
지배주주지분	5,416.1	5,429.7	5,790.2	5,970.8	6,074.5
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,054.8	3,060.9	3,060.9	3,060.9	3,060.9
자본조정	430.2	255.8	660.6	660.6	660.6
기타포괄이익누계액	776.9	766.8	766.8	766.8	766.8
이익잉여금	1,145.5	1,337.6	1,293.3	1,473.8	1,577.6
비지배주주지분	57.8	62.8	65.3	66.7	67.8
자본총계	5,473.9	5,492.5	5,855.5	6,037.5	6,142.3
순금융부채	995.0	731.7	372.0	63.0	10.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	287.7	337.8	432.6	269.9	338.0
당기순이익	3.2	230.8	434.7	260.5	183.3
조정	319.3	154.4	35.1	11.2	106.9
감가상각비	154.4	131.5	139.6	121.1	105.1
외환거래손익	5.1	4.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(243.5)	(95.3)	(106.4)	(111.7)	0.0
기타	403.3	113.6	1.9	1.8	1.8
영업활동 자산부채변동	(34.8)	(47.4)	(37.2)	(1.8)	47.8
투자활동 현금흐름	36.9	(74.0)	(11.5)	117.4	(200.3)
투자자산감소(증가)	189.4	(26.3)	(19.9)	118.9	(188.9)
자본증가(감소)	(16.9)	(46.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(135.6)	(0.9)	8.4	(1.5)	(11.4)
재무활동 현금흐름	(220.8)	(146.3)	(392.5)	(78.5)	(78.5)
금융부채증가(감소)	(148.4)	(102.0)	(320.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.9	6.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(77.2)	(9.1)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(0.1)	(41.3)	(71.8)	(78.5)	(78.5)
현금의 증감	147.5	111.1	255.3	309.4	42.4
Unlevered CFO	385.2	489.0	633.7	367.8	357.1
Free Cash Flow	270.4	290.5	432.6	269.9	338.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.8	BUY	66,000		
25.9.30	BUY	73,000	-28.39%	-14.93%
25.7.8	BUY	71,000	-13.73%	-4.23%
25.3.12	BUY	52,000	-5.57%	19.42%
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 8일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 5월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.29%	2.71%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 05일