

(251270)

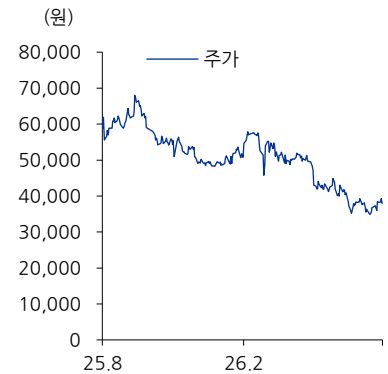
넷마블

인터넷게임/우주 정의훈

6170 / uihoon0607@eugenefn.com

부진한 상반기 신작 성과, 부족한 하반기 신작 라인

- “ 2분기 매출액 7,492억원(+15.0%qoq, +4.4%yoy), 영업이익 801억원(+50.8%qoq, -20.8%yoy)을 기록. 매출액은 신작 성과와 기존작 매출 상승에 힘입어 시장 컨센서스(7,300억원)를 상회했으나, 영업이익은 신작 출시에 따른 마케팅비와 지급수수료 증가로 컨센서스(861억원)를 하회. 지배순이익은 지타워 매각 처분이익 반영으로 1,976억원(+23.3%yoy)을 기록하며 컨센서스(1,663억원)를 상회
- “ 2분기 매출액 성장은 신작과 기존작 업데이트 효과가 주요했음. 먼저 일곱 개의 대좌: Origin의 매출이 온기 반영됐고, 신작 SOL: enchant는 출시 초기 모바일 양대마켓 1위를 기록. 기존작인 일곱 개의 대좌: GRAND CROSS도 주년 업데이트 효과로 매출 반등
- “ 영업비용에서는 마케팅비(1,835억원, +35.5%yoy)가 신작 출시로 크게 증가했으나, 하반기에는 기존 분기별 지출 수준으로 수렴할 전망. 인건비(1,825억원, +4.3%yoy)는 급여 인상 효과가 온기 반영됨. 지급수수료(2,356억원, +17.3%qoq, -2.8%yoy)는 외부 IP 게임의 매출 비중 확대로 증가했으며, 지급수수료율은 31.4%(+0.6%pyoy) 기록. 마켓 수수료 인하 효과는 올해까지는 미미하며 2027년부터 유의미하게 반영될 전망
- “ 하반기 출시 예정인 신작은 총 3종으로 '나 혼자만 레벨업: KARMA(글로벌 로그라이트 액션 RPG)', '샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종(일본 수집형 RPG)', '프로젝트 이시스(글로벌 수집형 RPG)'가 모바일/PC 플랫폼으로 출시될 예정. 하지만 현재 신작 가시화를 감안했을 때, 내년도 일부 신작 출시 연기 가능성도 감안해야 함. 동사는 하반기 라인업 축소에 대해 다작 출시보다 기존 라이브 게임의 PLC 확장에 주력하겠다는 전략 변화가 반영된 것이라 밝힘
- “ 6월 구로구 사옥 지타워를 약 7,000억원에 매각(Sales & Lease back)하며 재무구조 개선. 매각 대금은 차입금 상환 등에 활용돼 2분기 말 단기차입금은 3,059억원으로 전분기 대비 4,566억원 감소했고, 현금성 자산은 8,097억원으로 증가. 향후 순현금 구조 진입에 따른 금융비용 절감 효과 기대
- “ 상반기 출시 신작들의 성과가 기대치를 하회한 만큼, 하반기는 기존작 라이브 서비스 강화를 통한 PLC 확장 입증과 신작 흥행률 개선이 매출 성장에 관건이 될 전망이며, 비용에서는 마케팅비 집행 규모가 관련(3분기 TGS2026, 4분기 지스타 및 신작 마케팅)이 되겠지만, 전년 대비 감익은 불가피할 전망. 이에 하반기 실적 추정치를 하향하고 이를 반영해 목표주가를 기존 80,000원에서 55,000원으로 하향함. 자산 매각과 차입금 상환으로 재무 부담이 완화된 가운데, 하반기 신작 성과와 2027년 라인업 구체화가 주가 반등의 트리거가 될 전망

투자의견
목표주가
현재주가BUY(유지)
55,000 원(하향)
37,950 원(8/5)

시가총액(십억원)	3,109
발행주식수(천주)	81,935
52 주 최고	69,000 원
최저	34,200 원
52 주 일간 Beta	-0.09
60 일 평균 거래대금	94 억원
외국인 지분율	27.6%
배당수익률(26E)	2.3%
주주구성	
방준혁 (외 16 인)	61.8%
연씨소프트 (외 1 인)	7.1%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-0.7	-25.3	-35.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	55,000	80,000	▼
영업이익(26E)	293	448	▼
영업이익(27E)	399	460	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	2835	2874	3075
영업이익	352	293	399
세전순익	346	726	454
당기순이익	231	549	345
EPS(원)	2,618	6,568	4,121
증감률(%)	777.7	150.9	-37.2
PER(배)	145	58	92
ROE(%)	4.1	9.3	5.4
PBR(배)	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.0	8.0	6.0

실적전망 및 밸류에이션

넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	749.2	731.0	742.0	2835.1	2873.9
(%yoy)	6.6%	-8.2%	7.5%	22.9%	4.5%	4.4%	5.0%	-7.0%	6.4%	1.4%
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.7	669.1	652.1	661.6	2482.6	2581.4
(%yoy)	-1.3%	-8.1%	4.0%	11.9%	4.3%	8.5%	7.8%	-3.7%	1.4%	4.0%
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	235.6	248.5	241.2	938.7	926.2
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	182.5	183.0	185.0	699.4	718.1
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	183.5	153.5	163.2	573.6	668.5
감가상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	31.9	32.0	32.2	131.5	126.9
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	31.1	35.6	35.0	40.0	139.4	141.7
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.1	79.0	80.4	352.5	292.5
(%yoy)	1246%	-9.1%	38.8%	214.5%	6.7%	-20.8%	-13.1%	-27.4%	63.5%	-17.0%
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	10.7%	10.8%	10.8%	12.4%	10.2%
영업외손익	47.8	88.8	-35.0	-90.9	224.1	185.4	0.0	-9.1	10.7	400.4
세전이익	97.6	189.9	55.9	19.9	277.2	265.5	79.0	71.3	363.3	692.9
지배순이익	75.6	160.3	37.5	-34.1	209.7	197.6	55.4	51.0	239.3	513.7
(%yoy)	흑자전환	-5.4%	67.1%	적자지속	177.4%	23.3%	47.9%	흑자전환	833.2%	114.7%

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2663.8	2835.1	2873.9	3075.1
영업이익	215.6	352.5	292.5	399.2
세전이익	76.3	363.3	692.9	454.5
지배순이익	25.6	239.3	513.7	337.8
EPS(원)	298	2,618	6,568	4,121
PER(배)	173.3	14.5	5.8	9.2
OPM(%)	8.1%	12.4%	10.2%	13.0%
NPM(%)	1.0%	8.4%	17.9%	11.0%

자료: 유진투자증권

넷마블 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	2,874	3,075	2,992	3,021	-3.9%	1.8%
영업이익	293	399	448	460	-34.6%	-13.3%
세전이익	726	454	525	539	38.3%	-15.8%
지배순이익	538	338	339	346	58.7%	-2.3%
% of Sales						
영업이익	10.2%	13.0%	15.0%	15.2%		
세전이익	25.3%	14.8%	17.5%	17.8%		
지배순이익	18.7%	11.0%	11.3%	11.5%		

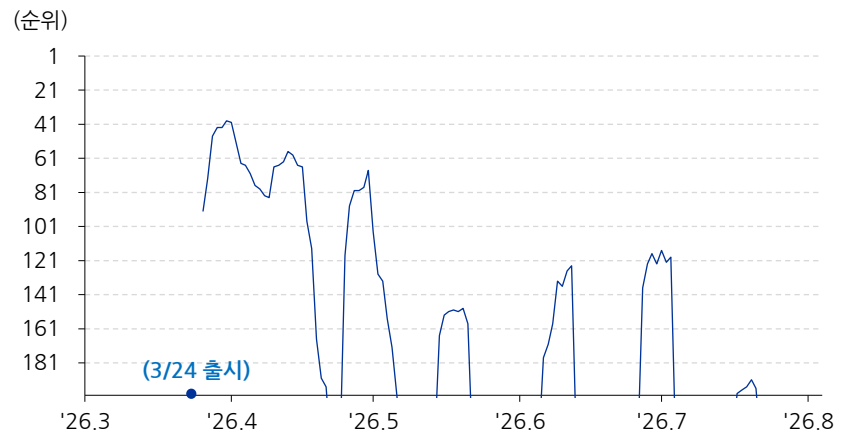
자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블 목표주가 변경

적용 EPS(원)	3,257	12M Fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	17.0	
목표주가(원)	55,000	기존 8만원 대비 31.3% 하향

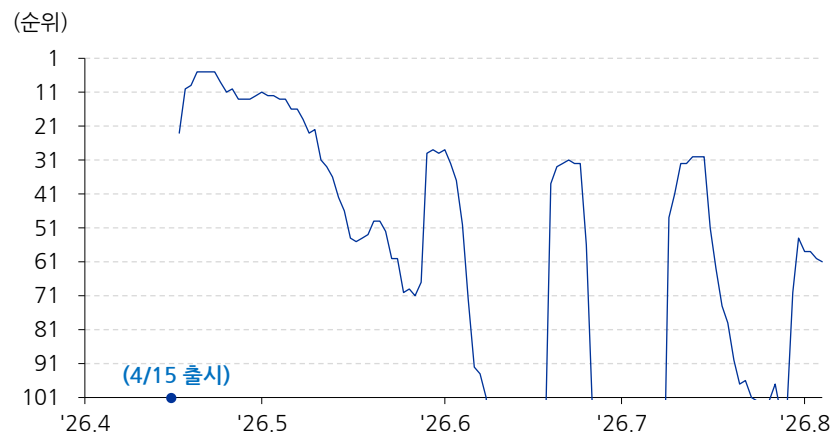
자료: 유진투자증권

일곱 개의 대죄: Origin 일 매출 순위 추이



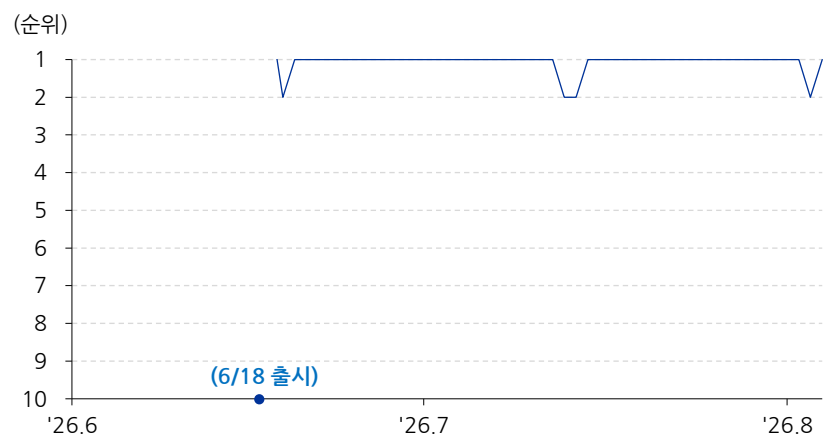
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

몬걸: STAR DIVE 일 매출 순위 추이



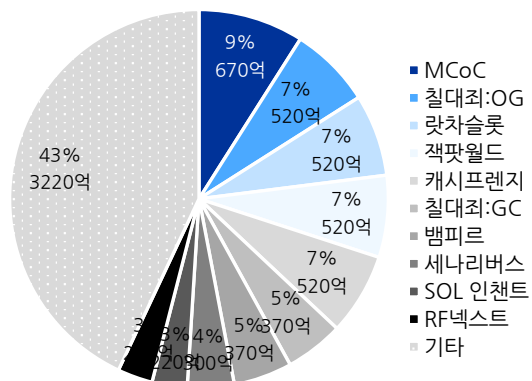
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

SOL: enchant 일 매출 순위 추이



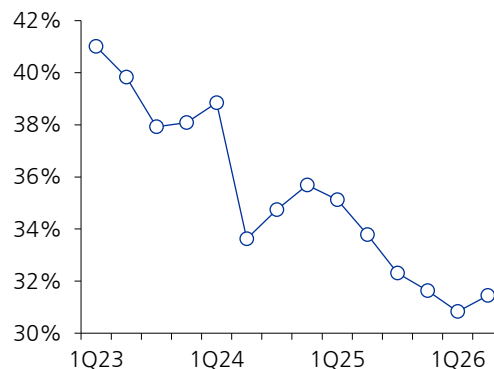
자료: 모바일인덱스, 플레이스토어, 유진투자증권

2Q26 게임 포트폴리오



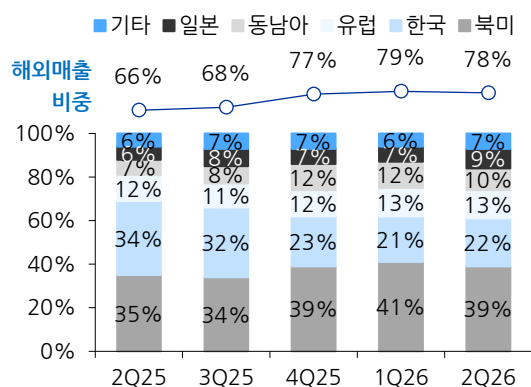
주: 게임별 매출액은 비중으로 역산한 대략적인 추정치를 나타냄
자료: 넷마블, 유진투자증권

매출액 대비 지급수수료 비중 추이



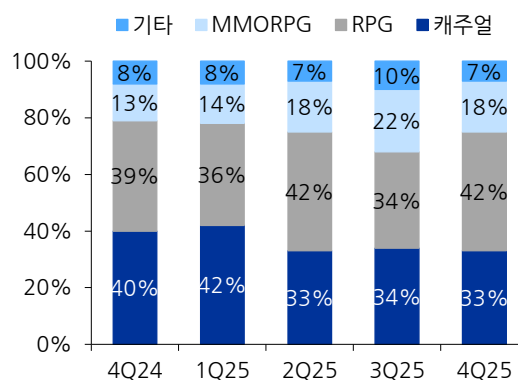
자료: 넷마블, 유진투자증권

지역별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

장르별 매출 비중



자료: 넷마블, 유진투자증권

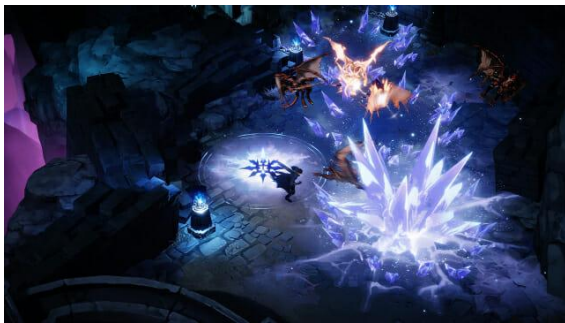
넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임	개발사	출시 지역	장르	플랫폼
3/3	스톤에이지 키우기	넷마블엔투	글로벌	방치형 RPG	모바일
3/24	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블 F&C	글로벌	오픈월드 RPG	콘솔/PC/모바일
4/15	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	글로벌	액션 RPG	모바일/PC
6/18	SOL: enchant	알트나인	국내	MMORPG	모바일/PC
2H26	나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	글로벌	로그라이트 액션 RPG	모바일/PC
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스	글로벌	수집형 RPG	모바일/PC
	프로젝트 이지스	카밤	글로벌	수집형 RPG	모바일

주: 회색은 출시 완료된 게임

자료: 넷마블, 유진투자증권

나 혼자만 레벨업: KARMA



자료: 넷마블, 유진투자증권

상그릴라 프론티어: 일곱 최강종



자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	7,916	8,177	8,094	8,748	9,042
유동자산	906	1,115	1,257	1,722	1,945
현금성자산	499	684	835	1,261	1,471
매출채권	272	295	299	337	349
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	6,837	7,026	7,096
투자자산	3,437	3,477	3,577	3,711	3,862
유형자산	344	340	402	397	396
기타	3,229	3,245	2,858	2,917	2,838
부채총계	2,837	2,703	2,601	2,607	2,635
유동부채	1,940	1,348	1,901	2,045	2,062
매입채무	265	344	368	371	385
유동성이자부채	1,398	636	1,166	1,303	1,303
기타	278	368	367	370	374
비유동부채	897	1,355	701	563	573
비유동이자부채	443	1,057	425	291	291
기타	454	298	276	271	282
자본총계	5,079	5,474	5,492	6,140	6,406
지배지분	4,980	5,416	5,430	6,085	6,351
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,128	1,145	1,338	1,399	1,665
기타	792	1,207	1,023	1,616	1,616
비지배지분	100	58	63	55	55
자본총계	5,079	5,474	5,492	6,140	6,406
총차입금	1,841	1,693	1,591	1,595	1,595
순차입금	1,342	1,009	756	334	124

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	(98)	288	338	387	349
당기순이익	(304)	3	231	549	345
자산상각비	185	154	131	136	137
기타비현금성손익	255	228	127	(1,043)	(420)
운전자본증감	(121)	(35)	(47)	2	4
매출채권감소(증가)	(80)	(9)	(12)	(10)	(12)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(15)	(6)	(4)	82	13
기타	(26)	(19)	(31)	(71)	2
투자현금	466	37	(74)	207	(75)
단기투자자산감소	32	(37)	(59)	(46)	(8)
장기투자증권감소	518	229	(1)	326	12
설비투자	36	17	47	46	51
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	13	21	6	(5)	(6)
재무현금	(481)	(221)	(146)	(245)	(72)
차입금증가	(493)	(203)	(61)	(243)	0
자본증가	(2)	(0)	(41)	(73)	(72)
배당금지급	2	0	41	72	72
현금 증감	(73)	148	111	368	202
기초현금	503	430	578	689	1,057
기말현금	430	578	689	1,057	1,259
Gross Cash flow	136	385	489	426	345
Gross Investment	(312)	(39)	62	(255)	63
Free Cash Flow	449	424	427	681	282

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,835	2,874	3,075
증가율(%)	(6.4)	6.5	6.4	1.4	7.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	2,874	3,075
판매 및 일반관리비	2,571	2,448	2,483	2,581	2,676
기타영업손익	(8)	(5)	1	4	4
영업이익	(68)	216	352	293	399
증가율(%)	적지	흑전	63.5	(17.0)	36.5
EBITDA	117	370	484	428	537
증가율(%)	(5.5)	216.4	30.8	(11.5)	25.3
영업외손익	(90)	(139)	(6)	433	55
이자수익	29	25	19	26	26
이자비용	147	107	72	70	65
지분법손익	423	244	95	389	141
기타영업외손익	(396)	(300)	(48)	88	(47)
세전순이익	(159)	76	346	726	454
증가율(%)	적지	흑전	353.7	109.7	(37.4)
법인세비용	145	73	115	177	109
당기순이익	(304)	3	231	549	345
증가율(%)	적지	흑전	7,076.8	138.0	(37.1)
지배주주지분	(256)	26	225	538	338
증가율(%)	적지	흑전	777.7	139.2	(37.2)
비지배지분	(48)	(22)	6	11	8
EPS(원)	(2,975)	298	2,618	6,568	4,121
증가율(%)	적지	흑전	777.7	150.9	(37.2)
수정EPS(원)	(2,975)	298	2,618	6,568	4,121
증가율(%)	적지	흑전	777.7	150.9	(37.2)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	2,618	6,568	4,121
BPS	57,933	63,011	63,170	74,246	77,491
DPS	0	417	876	880	880
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	173.3	14.5	5.8	9.2
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	54.2	14.7	8.0	8.0	6.0
배당수익율	0.0	0.8	2.3	2.3	2.3
PCR	36.6	11.5	6.7	7.3	9.0
수익성(%)					
영업이익율	(2.7)	8.1	12.4	10.2	13.0
EBITDA이익율	4.7	13.9	17.1	14.9	17.4
순이익율	(12.1)	0.1	8.1	19.1	11.2
ROE	(4.9)	0.5	4.1	9.3	5.4
ROIC	(1.3)	0.3	7.0	6.8	9.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	26.4	18.4	13.8	5.4	1.9
유동비율	46.7	82.7	66.1	84.2	94.3
이자보상배율	(0.5)	2.0	4.9	4.2	6.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	10.3	9.4	9.5	9.0	9.0
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,557.4	1,771.4	1,753.2
매입채무회전율	10.5	8.8	8.0	7.8	8.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

