DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

넷마블 251270

예상한 비수기, 성수기 폭은 하반기 신작에 달렸다

1Q26 Review: 수익-비용 시차에 따른 컨센서스 하회

1Q26 실적은 매출액 6,517억원(QoQ-18.3%),영업이익 531억원(QoQ-52%)으로 컨센서스를 하회했으나 당사 추정치에 부합했다. 주요게임 일정이 3월말에 집중되며 이익기여가 제한적인 가운데 마케팅비용이 선지급되며 수익-비용 시차가 있었다. 2Q는 7대죄 오리진, 스톤에이지 키우기 온기 반영과 2분기 출시 신작 몬길:STARDIVE, SOL이 기여하며 다시 QoQ 증익구간에 진입할 것으로 예상된다. 비용통제 지속되고 있다. 특히 PC결제 확대되며 지급수수료 비율은 매출액 대비 30.5%(vs 1Q25 35.1%)로 근래 들어 가장 낮은 수치를 기록했다.

일정수준의 히트는 이어지나 초대형 히트가 필요

넷마블의 이익사이클은 기존신작의 하락을 신작이 크게 상회할 때 선순환 구조로 흘러간다. 산발적인 히트가 존재하는 현재는 선순환 구조로 나아가고 있다. 다작을 통해 지속적인 YoY 상승이 기대된다. 그러나 이익의 높은 성장폭을 위해서는 신작 PLC 확대와 초대형 히트가 필요하다. 7대죄 오리진, 몬길은 기존 넷마블 게임 대비 높은 PLC가 기대되나 예상을 뛰어넘는 빅히트를 기록하지는 못했다. 몬길 초기 일매출 7억원, 7대죄 오리진 12억원 기록 중인 것으로 추정한다. 과거 대흥행 기록했던 나혼렙 대비 낮은 페이스지만 PLC는 더 길 전망이다.

추정치 하향조정, 목표주가 하향

넷마블 목표주가를 7만원으로 하향한다. 이는 신작 및 기존게임 실적 추정 하향에 따라 영업이익을 기존 4,589억원→4,061억원으로 하향함과 동시에 게임주 Historical P/E와 하이브지분 3,200억원 매각에 따른 1Q EPS를 고려해 Target P/E 13배로 하향 적용한 결과다. 무난한 게임성과와 무난한 게임 파이프라인(기대신작)으로 연속 증익가능성은 매우 높으나 서프라이즈가 없어 주가의 상방 트리거를 작동시킬 요소가 부족하다. 여기에 하반기 주요신작 라인업의 무게감이 상반기보다 떨어지기에 트레이딩 매력도는 떨어지는 상황이다. 그러나 여전히 밸류에이션은 역사상 최하단에 놓여있다. 또한 구글 앱수수료 인하로 '27년 영업이익은 당사추정 기존 대비 영업이익 20%성장 효과 있을 것으로 분석된다. 여기에 무난한 신작성과 이어지며 주가는 점진적 우상향을 띌 것으로 예상한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	2,954	3,303
영업이익	-68	216	352	406	572
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.4	13.7	17.3
세전이익	-159	76	346	593	563
지배주주지분순이익	-256	26	225	466	442
EPS(원)	-2,975	298	2,746	5,420	5,144
증감률(%)	적지	흑전	820.7	97.4	-5.1
ROE(%)	-4.9	0.5	4.1	8.6	7.9
PER(배)	-19.5	173.3	17.6	8.7	9.2
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	54.2	14.7	10.1	7.8	5.0

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2026.05.08

매수

목표주가(하향)	70,000원
현재주가(05/07)	47,100원
상승여력	48.6%

Stock Data

KOSPI	7,490.1pt
시가총액(보통주)	3,860십억원
발행주식수	81,960천주
액면가	100원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	280천주
60일 평균거래대금	14,681백만원
외국인 지분율	27.9%
52주 최고가	69,000원
52주 최저가	44,950원
주요주주	
방준혁(외 14인)	61.5%
엔씨소프트(외 1인)	7.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.3	-39.6
3M	-13.9	-61.1
6M	-7.5	-96.9

주가차트

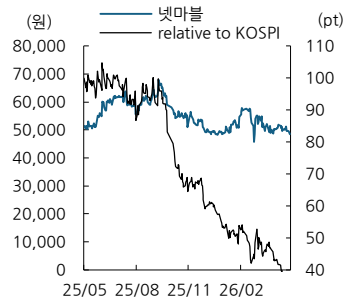


표1 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	**623.9**	**717.6**	**696.0**	**797.6**	**651.7**	**765.6**	**768.3**	**768.3**	**2,663.8**	**2,835.1**	**2,953.9**
MCOC	56.2	64.6	48.7	87.7	52.1	50.4	44.4	73.6	253.4	257.2	220.6
스핀엑스	149.7	143.5	146.2	151.5	156.4	145.1	143.6	151.0	604.2	591.0	596.1
나혼자만 레벨업	49.9	43.1	27.8	31.9	26.1	29.0	22.6	34.5	279.5	152.7	112.1
레이븐 2	31.2	28.7	20.9	31.9	19.6	13.8	13.0	12.2	102.6	112.7	45.5
RF 온라인넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	22.6	18.8	16.2	-	150.0	83.7
뱀피르	-	-	62.6	55.8	39.1	32.0	22.0	18.0	-	118.5	111.1
세븐나이츠리버스	-	93.3	83.5	119.6	45.6	59.9	46.0	38.8	-	296.4	190.3
일곱개의 대죄:오리진	-	-	-	-	19.6	91.0	72.8	62.8	-	-	246.1
몬길:STAR DIVE	-	-	-	-	-	41.5	45.5	36.4	-	-	123.4
영업비용	**574.2**	**616.5**	**605.1**	**686.8**	**598.6**	**653.8**	**643.9**	**651.5**	**2,448.2**	**2,476.6**	**2,547.8**
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	245.0	249.7	252.8	946.9	945.1	948.4
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	178.3	181.1	186.5	720.0	725.5	713.5
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	165.5	150.0	145.9	470.3	495.8	629.6
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	31.1	33.1	32.6	31.0	156.6	170.7	127.8
감가상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	31.9	30.5	35.3	154.4	139.5	128.5
영업이익	**49.7**	**101.1**	**90.9**	**110.8**	**53.1**	**111.8**	**124.4**	**116.8**	**215.6**	**352.5**	**406.1**
OPM	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	14.6%	16.2%	15.2%	8.1%	12.4%	13.7%
지배순이익	75.6	160.4	37.5	-48.4	209.7	119.4	94.4	42.5	**6.3**	**239.4**	**465.9**
NPM	*12.1%*	*22.3%*	*5.4%*	*-6.1%*	*32.2%*	*15.6%*	*12.3%*	*5.5%*	*0.2%*	*8.4%*	*15.8%*

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 넷마블 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	466	26F 지배주주 순이익 적용
Target EPS	(원)	5,420	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	13	일회성 매각대금 등 고려
목표주가	(원)	70,000	적정주가 70,460원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	47,100	5/7종가 기준
Upside	(%)	48.6	5/7 종가 기준

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 신작라인업

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

[넷마블 251270]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,257	1,009	1,839
현금 및 현금성자산	430	578	689	455	1,243
매출채권 및 기타채권	272	295	299	275	305
재고자산	3	2	2	2	2
기타	201	240	267	278	289
비유동자산	7,010	7,062	6,837	6,903	6,985
관계기업투자등	2,996	2,918	3,052	3,176	3,305
유형자산	344	340	402	360	327
무형자산	3,229	3,245	2,858	2,821	2,785
자산총계	7,916	8,177	8,094	7,913	8,824
유동부채	1,940	1,348	1,901	1,741	1,800
매입채무 및 기타채무	265	344	368	393	437
단기금융부채	1,398	636	1,166	966	966
기타유동부채	278	368	367	382	397
비유동부채	897	1,355	701	681	1,263
장기금융부채	443	1,057	425	125	125
기타비유동부채	454	298	276	556	1,138
부채총계	2,837	2,703	2,601	2,422	3,063
지배주주지분	4,980	5,416	5,430	5,428	5,699
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,128	1,145	1,338	1,732	2,002
비지배주주지분(연결)	100	58	63	63	63
자본총계	5,079	5,474	5,492	5,491	5,762

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,835	2,954	3,303
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,835	2,954	3,303
판매비 및 관리비	2,571	2,448	2,483	2,548	2,731
영업이익	-68	216	352	406	572
(EBITDA)	117	370	484	556	715
금융손익	-151	-90	-63	-24	-15
이자비용	147	107	72	52	44
관계기업등 투자손익	423	244	95	38	38
기타영업외손익	-362	-293	-39	173	-32
세전계속사업이익	-159	76	346	593	563
계속사업법인세비용	145	73	115	125	118
계속사업이익	-304	3	231	468	445
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	231	468	445
지배주주	-256	26	225	466	442
총포괄이익	-584	358	231	468	445
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.4	13.7	17.3
EBITDA마진률 (%)	4.7	13.9	17.1	18.8	21.6
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	8.1	15.9	13.5
ROA (%)	-3.0	0.3	2.8	5.8	5.3
ROE (%)	-4.9	0.5	4.1	8.6	7.9
ROIC (%)	-1.3	0.3	7.0	10.7	18.3

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	338	850	1,152
당기순이익(손실)	-304	3	231	468	445
비현금수익비용가감	440	382	258	322	684
유형자산감가상각비	57	53	48	61	55
무형자산상각비	129	101	84	89	88
기타현금수익비용	255	228	-141	94	463
영업활동 자산부채변동	-121	-35	-47	59	23
매출채권 감소(증가)	-80	-9	-12	24	-31
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	-6	-4	25	44
기타자산, 부채변동	-26	-19	-31	10	10
투자활동 현금	466	37	-74	-184	-193
유형자산처분(취득)	-36	-17	-47	-19	-21
무형자산 감소(증가)	13	21	6	-52	-52
투자자산 감소(증가)	550	192	-60	-92	-97
기타투자활동	-62	-159	27	-21	-22
재무활동 현금	-481	-221	-146	-572	-172
차입금의 증가(감소)	-493	-203	-61	-500	0
자본의 증가(감소)	-2	0	-34	-72	-172
배당금의 지급	2	0	34	72	172
기타재무활동	14	-18	-52	0	0
현금의 증가	-73	148	111	-234	788
기초현금	503	430	578	689	455
기말현금	430	578	689	455	1,243
NOPLAT	-50	9	235	321	452
FCF	481	387	368	666	960

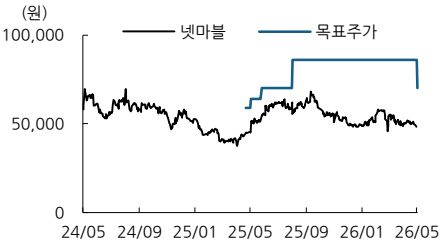
주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	-19.5	173.3	17.6	8.7	9.2
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
P/S	2.0	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	54.2	14.7	10.1	7.8	5.0
P/CF	36.6	11.5	8.5	5.1	3.6
배당수익률 (%)	n/a	0.8	1.8	4.2	4.7
성장성 (%)					
매출액	-6.4	6.5	6.4	4.2	11.8
영업이익	적지	흑전	63.5	15.2	40.9
세전이익	적지	흑전	353.7	71.3	-5.1
당기순이익	적지	흑전	7,076.8	103.0	-5.1
EPS	적지	흑전	820.7	97.4	-5.1
안정성 (%)					
부채비율	55.9	49.4	47.4	44.1	53.2
유동비율	46.7	82.7	66.1	58.0	102.2
순차입금/자기자본(x)	26.4	18.4	13.8	8.8	-5.4
영업이익/금융비용(x)	-0.5	2.0	4.9	7.8	12.9
총차입금 (십억원)	1,841	1,693	1,591	1,091	1,091
순차입금 (십억원)	1,342	1,009	756	484	-310
주당지표(원)					
EPS	-2,975	298	2,746	5,420	5,144
BPS	57,933	63,011	63,170	63,156	66,300
SPS	29,109	30,991	32,984	34,366	38,432
CFPS	1,587	4,482	5,689	9,198	13,132
DPS	n/a	417	880	2,000	2,200

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

넷마블 (251270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-04-28	담당자변경			
2025-04-28	매수	59,000	-23.7	-22.8
2025-05-09	매수	64,000	-19.9	-17.2
2025-06-02	매수	70,000	-14.3	-8.9
2025-08-08	매수	86,000	-37.0	-20.9
2025-09-08	매수	86,000	-37.8	-20.9
2025-11-07	매수	86,000	-40.0	-32.7
2025-12-09	매수	86,000	-40.3	-32.7
2026-02-06	매수	86,000	-39.3	-32.7
2026-05-08	매수	70,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.03.31

매수	중립	매도
99.4%	0.0%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.