

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 46,000원
현재주가(26/10/20)	34,750원
상승여력	32.4%

영업이익(26F,십억원)	265
Consensus 영업이익(26F,십억원)	308
EPS 성장률(26F,%)	139.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	5.5
MKT P/E(26F,x)	5.4
KOSPI	5,552.74
시가총액(십억원)	2,890
발행주식수(백만주)	83
유동주식비율(%)	41.6
외국인 보유비중(%)	14.5
베타(12M) 일간수익률	-0.12
52주 최저가(원)	33,650
52주 최고가(원)	57,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.3	-32.5	-36.4
상대주가	24.5	-24.4	-56.3



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

251270 · 게임

넷마블

길어지는 모멘텀 부재 구간

AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

넷마블도 AI 기반 개발 및 운영 효율화에 나서고 있다. 2025년 AI전략실을 신설하고, 2026년에는 전 직원이 AI 에이전트를 활용하는 '1직원 1 AI 에이전트' 체계를 도입했다. 게임 아트 제작과 밸런싱, 이용자 분석에도 AI 활용을 확대하고 있다. 전사적 AI 전환에 따른 생산성 향상과 비용 절감이 수익성 개선에 기여할 전망이다.

캐주얼 게임의 수익성 개선 극대화

AI 기반 타겟팅 고도화와 광고 소재 제작 자동화로 모바일 게임의 CAC가 하락하고 ROAS가 개선되고 있다. 특히 캐주얼 게임은 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 큰 폭의 이익 증가가 가능하다.

2Q26 기준 캐주얼 게임 매출 비중이 35%인 동사도 AI 도입에 따른 수익성 개선이 기대된다. 스피엑스를 중심으로 안정적인 수익 기반을 확보했으며, AI 광고 소재 제작에도 나서고 있다. 스피엑스는 머지·타워디펜스 등 신규 장르로 확장 중이다. AI 마케팅 효율 개선과 포트폴리오 확대가 이익 성장에 기여할 전망이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 46,000원으로 하향

타겟 멀티플 하향(27F P/E 19배→13배)을 반영해 목표주가를 기존 50,000원에서 46,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 13배는 26년 12MF P/E 평균이다. 27F P/E 9.8배 수준에서 거래 중이다. 27년 이후 신작 라인업에 대한 공개가 필요한 시점이다. 대형 기대작 출시 가시화 전까지 모멘텀 부재 구간이 길어질 전망이다.

'나 혼자만 레벨업: 카르마'(로그라이트 액션RPG, 글로벌), '상그릴라 프론티어: 일곱 최강종'(수집형 RPG, 일본) 등이 출시를 앞두고 있다. 27년 신작으로는 '펄 인 블루', '이블베인' 등이 있으나, 구체적인 출시 일정은 확정되지 않았다. 특히 '펄 인 블루'는 도교게임쇼에서 시연 버전을 선보이며 기대감을 높인 바 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,664	2,835	2,892	2,645	2,606
영업이익 (십억원)	216	352	265	236	252
영업이익률 (%)	8.1	12.4	9.2	8.9	9.7
순이익 (십억원)	26	225	520	294	314
EPS (원)	298	2,618	6,276	3,539	3,777
ROE (%)	0.5	4.1	9.1	4.8	4.9
P/E (배)	173.3	18.4	5.5	9.8	9.2
P/B (배)	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.8	1.8	2.6	2.8	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	652	749	765	725	630	679	651	685	2,664	2,835	2,892	2,645
(% YoY)	4.5%	4.4%	9.9%	-9.1%	-3.3%	-9.4%	-14.9%	-5.6%	6.5%	6.4%	2.0%	-8.5%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	52	67	48	88	52	67	48	88	253	257	256	256
잭팟월드(Jackpot World)	52	52	51	52	52	52	53	53	217	205	208	210
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	52	52	52	52	52	51	51	51	197	197	209	205
캐시프렌지(Cash Frenzy)	52	52	51	51	50	50	49	49	190	190	207	198
나 혼자만 레벨업	26	22	19	18	17	16	16	15	280	153	86	64
세븐나이츠 리버스	46	30	25	23	21	19	17	15	-	297	124	71
RF온라인	26	22	22	20	18	16	15	13	-	150	91	62
뱀피르	39	37	36	30	27	25	22	20	-	118	142	94
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	33	37	34	33	32	32	31	30	131	120	137	126
레이븐2	20	22	19	18	17	16	16	15	103	113	79	64
7대죄 오리진	20	52	31	25	23	21	19	17	-	-	129	79
몬길	-	22	22	18	14	13	11	10	-	-	62	48
SOL	-	22	135	88	53	45	38	32	-	-	245	168
기타	235	255	218	210	268	256	266	277	1,294	1,037	917	1,001
영업비용	599	669	693	666	589	609	603	609	2,448	2,483	2,627	2,410
지급수수료	201	236	267	238	176	186	175	178	947	939	942	715
인건비	168	183	183	184	185	186	187	188	720	696	718	747
마케팅비	168	184	175	175	166	170	173	176	470	574	701	685
기타	62	68	68	68	61	67	67	67	311	271	265	263
영업이익	53	80	72	60	41	70	49	76	216	353	265	236
(% YoY)	6.8%	-20.8%	-20.8%	-46.1%	-22.3%	-12.4%	-32.5%	26.4%	흑전	63.5%	-24.8%	-11.1%
영업이익률	8.1%	10.7%	9.4%	8.2%	6.5%	10.3%	7.5%	11.0%	8.1%	12.4%	9.2%	8.9%
지배주주순이익	210	198	7	106	59	82	66	87	26	239	520	294
순이익률	32.2%	26.4%	0.9%	14.6%	9.4%	12.0%	10.2%	12.8%	1.0%	8.4%	18.0%	11.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	2,891	2,588	2,892	2,645	0%	2%	2,893	2,960	0%	-11%	27년 신작 반영
영업이익	251	166	265	236	6%	42%	308	355	-14%	-34%	
지배주주순이익	541	217	520	294	-4%	35%	495	280	5%	5%	
영업이익률	8.7%	6.4%	9.2%	8.9%	-	-	10.6%	12.0%	-	-	
순이익률	18.7%	8.4%	18.0%	11.1%	-	-	17.1%	9.5%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 밸류에이션

구분	내용	비고
27F 지배주주순이익 (십억원)	294	
Target P/E (배)	13	26년 12MF P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	3,826	
주식 수 (천주)	83,158	
목표주가 (원)	46,000	
현재주가 (원)	34,750	
상승여력	32.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 사전 등록 진행 중인 나 혼자만 레벨업: 카르마

netmarble

나 혼자만
레벨업
KARMA



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 상그릴라 프론티어, 도쿄 게임쇼 시연



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 펄인블루, 도쿄 게임쇼 시연



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,835	2,892	2,645	2,606
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,835	2,892	2,645	2,606
판매비와관리비	2,483	2,627	2,410	2,354
조정영업이익	352	265	236	252
영업이익	352	265	236	252
비영업손익	-6	427	151	161
금융손익	-56	-39	-23	-17
관계기업등 투자손익	106	463	172	175
세전계속사업손익	346	692	387	413
계속사업법인세비용	115	164	93	99
계속사업이익	231	528	294	314
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	231	528	294	314
지배주주	225	520	294	314
비지배주주	6	8	0	0
총포괄이익	221	528	294	314
지배주주	216	515	287	307
비지배주주	5	12	7	7
EBITDA	484	377	338	348
FCF	290	743	386	369
EBITDA 마진율 (%)	17.1	13.0	12.8	13.4
영업이익률 (%)	12.4	9.2	8.9	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	18.0	11.1	12.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,257	1,411	1,702	1,969
현금 및 현금성자산	689	876	1,163	1,438
매출채권 및 기타채권	296	277	279	274
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	270	256	258	255
비유동자산	6,837	6,884	6,827	6,787
관계기업투자등	2,535	2,548	2,573	2,599
유형자산	402	326	313	310
무형자산	2,858	2,969	2,900	2,836
자산총계	8,094	8,295	8,529	8,756
유동부채	1,901	1,517	1,525	1,513
매입채무 및 기타채무	131	128	129	127
단기금융부채	1,166	716	716	716
기타유동부채	604	673	680	670
비유동부채	701	637	640	636
장기금융부채	425	359	359	359
기타비유동부채	276	278	281	277
부채총계	2,601	2,154	2,165	2,149
지배주주지분	5,429	6,071	6,294	6,537
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,338	1,786	2,009	2,252
비지배주주지분	63	70	70	70
자본총계	5,492	6,141	6,364	6,607

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	338	743	406	399
당기순이익	231	528	294	314
비현금수익비용가감	258	263	166	160
유형자산감가상각비	48	36	33	33
무형자산상각비	84	76	69	63
기타	126	151	64	64
영업활동으로인한자산및부채의변동	-47	103	9	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	20	-3	4
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-5	0	0
법인세납부	-107	-164	-93	-99
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-149	-22	-28
유형자산처분(취득)	-47	40	-20	-30
무형자산감소(증가)	6	-187	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-38	-2	-2	2
기타투자활동	5	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-146	-502	-71	-71
장단기금융부채의 증가(감소)	-102	-516	0	0
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-41	-72	-71	-71
기타재무활동	-9	86	0	0
현금의 증가	111	187	288	275
기초현금	578	689	876	1,163
기말현금	689	876	1,163	1,438

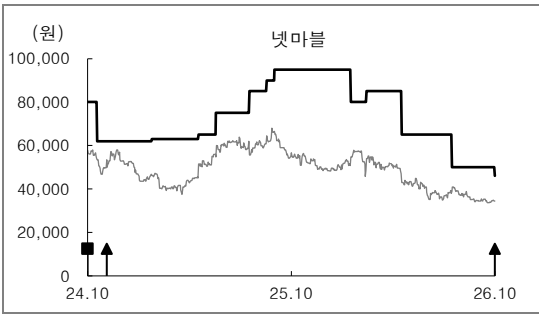
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	18.4	5.5	9.8	9.2
P/CF (x)	8.5	3.6	6.3	6.1
P/B (x)	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.3	7.9	8.0	7.0
EPS (원)	2,618	6,276	3,539	3,777
CFPS (원)	5,689	9,537	5,539	5,702
BPS (원)	67,887	76,850	79,532	82,452
DPS (원)	876	920	966	876
배당성향 (%)	31.1	13.5	24.2	22.7
배당수익률 (%)	1.8	2.6	2.8	2.5
매출액증가율 (%)	6.4	2.0	-8.5	-1.5
EBITDA증가율 (%)	30.8	-22.0	-10.3	3.0
조정영업이익증가율 (%)	63.5	-24.8	-11.1	7.1
EPS증가율 (%)	777.7	139.7	-43.6	6.7
매출채권 회전율 (회)	10.2	10.7	10.1	10.0
재고자산 회전율 (회)	1,557.4	1,890.5	1,712.4	1,691.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	6.4	3.5	3.6
ROE (%)	4.1	9.1	4.8	4.9
ROIC (%)	7.2	6.7	6.1	6.5
부채비율 (%)	47.4	35.1	34.0	32.5
유동비율 (%)	66.1	93.0	111.6	130.1
순차입금/자기자본 (%)	13.8	0.4	-4.1	-8.1
조정영업이익/금융비용 (x)	4.9	4.5	5.0	5.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2026.10.22	매수	46,000	-	-
2026.08.06	매수	50,000	-27.84	-18.20
2026.05.08	매수	65,000	-39.16	-30.92
2026.03.06	매수	85,000	-39.92	-35.06
2026.02.06	매수	80,000	-31.40	-27.63
2025.09.22	매수	95,000	-44.10	-31.37
2025.09.08	매수	90,000	-28.96	-24.44
2025.08.08	매수	85,000	-29.55	-26.82
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.