



BUY (유지)

목표주가(12M) 73,000원
현재주가(11.06) 55,400원

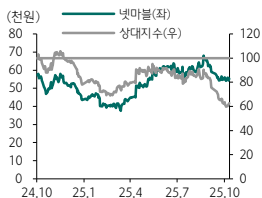
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,026.45
52주 최고/최저(원)	68,000/37,500
시가총액(십억원)	4,761.8
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	85,953.5
60일 평균 거래량(천주)	223.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.3
외국인지분율(%)	27.45
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,794.7	3,008.2
영업이익(십억원)	331.9	395.9
순이익(십억원)	333.7	340.0
EPS(원)	3,780	3,822
BPS(원)	69,961	75,612

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,742.5	2,912.1
영업이익	(68.5)	215.6	319.4	371.6
세전이익	(158.6)	76.3	401.2	383.3
순이익	(255.7)	25.6	321.0	314.9
EPS	(2,975)	298	3,735	3,664
증감률	적지	폭전	1,153.36	(1.90)
PER	(19.53)	173.49	14.83	15.12
PBR	0.93	0.76	0.81	0.77
EV/EBITDA	54.91	14.86	14.01	12.15
ROE	(4.90)	0.49	5.89	5.59
BPS	62,650	67,728	68,586	71,852
DPS	0	417	417	417



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 7일 | 기업분석_Earnings Review

넷마블 (251270)

2026년, 글로벌 성과가 필요

3Q25 Re: 컨센서스 상회

넷마블은 3분기 연결 기준 영업수익 6,960억원(+7.5%YoY, -3.0%QoQ), 영업이익 909억원(+38.8%YoY, -10.1%QoQ, OPM 13.1%)으로 영업이익 컨센서스를 상회했다. 주요 요인은 1) 자체 IP 게임 매출 증가로 인한 지급 수수료율 감소, 2) 인건비 효율화다. [세븐나이트 리버스]는 9월 18일 글로벌 확장에 힘입어 약 830억원 매출을 기록했다. 8월 출시한 [뱀피르]는 약 630억원을 시현하며 높은 성과를 확인했다. [RF온라인 넥스트]까지 약 350억원으로 기여하여 성공적인 3분기를 보냈다. 3분기 영업비용은 6,051억원(+4.0%YoY, -1.8%QoQ)을 기록했다. 인건비는 1,704억원(-87억원YoY, -45억원QoQ)까지 감소했으며 매출 대비 지급 수수료율은 32.3%(-2.4%pYoY, -1.5%pYoY)까지 하락했다. 다만 매출 대비 마케팅비 비율은 20.9%까지 증가했다. 글로벌게임쇼 출품, MMORPG 프로모션 이용 영향으로 파악된다.

내년 신작을 기다리며

넷마블은 2025년 영업수익 2조 7,425억원(+3.0%YoY), 영업이익 3,194억원(+48.1%YoY, OPM 11.6%)을 기록할 것으로 전망한다. [몬길: STAR DIVE]의 출시 연기를 반영하여 하향 조정했다. 11월 25일 [나 혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브] PC가 출시 예정이나 패키지 BM, 기존 모바일 게임이 서비스되고 있는 상황이기에 높은 성과 기대하기는 어렵다고 판단한다. 2026년, [RF온라인 넥스트], [뱀피르], [세븐나이트 리버스]가 하향 안정화되는 과정에서 결국 [일곱 개의 대죄: Origin], [몬길: STAR DIVE]의 성과가 중요하다. [일곱 개의 대죄: Origin]은 1월 26일 글로벌 출시할 계획이다. 9월 TGS 시연 이후 11월 지스타 출품 예정이다. 출시 전까지 마케팅 강도 올라가며 기대감 받을 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 73,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 73,000원을 유지한다. 넷마블은 11월까지 5개의 신작을 출시, 그중 3개의 신작이 국내 시장에서 기대 이상의 성과를 거뒀다. 지역별 매출 비중 중 국내는 1Q25 18%에서 2Q25 34%, 3Q25 32%까지 증가했다. 2026년에는 출시가 연기된 3개를 포함, 공개된 라인업만 8개가 준비 중이다. 다작을 지속하고 있다는 점에서 긍정적이나 국내 시장을 바탕으로 안정적인 이익 레벨에 도달했기에 이제부터 글로벌 성과가 중요하다. 2026년 라인업에서 글로벌 성과가 확인되고, 기존 게임의 PLC 관리가 이뤄진다면 상승 여력 크다고 판단한다.

도표 1. 3Q25 Review

(단위: 십억원, %)

항목	3Q25P	3Q24	2Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)	기존 추정치	차이(%)
영업수익	696.0	647.3	717.6	7.5	(3.0)	695.9	0.0	690.0	0.9
영업이익	90.9	65.5	101.1	38.8	(10.1)	83.3	9.1	79.5	14.3
당기순이익	40.6	20.6	160.1	97.2	(74.6)	71.4	(43.1)	84.1	(51.7)
영업이익률(%)	13.1	10.1	14.1			12.0		11.5	
당기순이익률(%)	5.8	3.2	22.3			10.3		12.2	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	696.0	705.0	2,663.8	2,742.5	2,912.1
YoY(%)	(2.9)	29.6	2.7	(2.4)	6.6	(8.2)	7.5	8.6	6.5	3.0	6.2
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	605.1	627.3	2,448.2	2,423.1	2,540.5
YoY(%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.2)	(1.3)	(8.1)	4.0	2.2	(4.8)	(1.0)	4.8
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	171.6	720.0	689.0	716.5
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	238.3	946.9	924.7	994.0
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	137.0	470.3	531.9	560.7
기타(상각비 포함)	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	63.8	64.5	80.5	311.0	277.6	269.3
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	101.1	90.9	77.7	215.6	319.4	371.6
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	98.9	1246.9	(9.1)	38.8	120.7	흑전	48.1	16.3
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	13.1	11.0	8.1	11.6	12.8
당기순이익	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	160.1	40.6	48.1	3.2	328.9	318.1
YoY(%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(1.3)	97.2	흑전	흑전	10,126.4	(3.3)
당기순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	22.3	5.8	6.8	0.1	12.0	10.9

자료: 하나증권

도표 3. 넷마블 신작 라인업

2025년 3분기 실적	게임 포트폴리오	지역별 / 장르별 매출 비중	주요 비용 구조	신작 라인업	방위: 연결 재무제표	netmarble
--------------	----------	-----------------	----------	--------	-------------	-----------

- 신작라인업**
- 25년 4분기 나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE (11/25)를 선보일 예정이며, 26년 상반기 6종 (일곱 개의 대죄: Origin, SOL: enchant, 문길: STAR DIVE 등)을 출시할 계획
 - 지스타 2025에는 5종 (나 혼자만 레벨업: KARMA, 이블베인 등)을 공개할 예정

신작 라인업 (25년 4분기 ~ 26년)

모바일 PC 콘솔 자스타출품작

 나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE 글로벌 액션 RPG (11/25) (26년)	 스톤에이지 키우기 글로벌 방치형 RPG	 일곱 개의 대죄: Origin 글로벌 오픈월드 RPG	 SOL: enchant 한국 MMORPG	 문길: STAR DIVE 글로벌 액션 RPG
 나 혼자만 레벨업: KARMA 글로벌 로그라이드 액션 RPG	 프로젝트 옥토퍼스 글로벌 캐주얼 액션 로그라이크 RPG	 이블베인 글로벌 협동 액션	 상그릴라 프론티어: 일곱 최강종 글로벌 수집형 RPG	

자료: 넷마블, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,742.5	2,912.1	2,878.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,742.5	2,912.1	2,878.5
판매비	2,570.5	2,448.2	2,423.1	2,540.5	2,482.1
영업이익	(68.5)	215.6	319.4	371.6	396.4
금융손익	(188.8)	(115.4)	53.3	(53.8)	(48.3)
중속/관계기업손익	112.8	108.7	119.3	113.9	119.6
기타영업외손익	(14.2)	(132.7)	(90.9)	(48.4)	(48.4)
세전이익	(158.6)	76.3	401.2	383.3	419.3
법인세	145.3	73.1	72.3	65.2	71.3
계속사업이익	(303.9)	3.2	328.9	318.1	348.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(303.9)	3.2	328.9	318.1	348.0
비지배주주지분 손이익	(48.2)	(22.4)	7.9	3.2	3.5
지배주주순이익	(255.7)	25.6	321.0	314.9	344.6
지배주주지분포괄이익	(542.0)	371.5	72.9	182.1	199.2
NOPAT	(131.2)	9.1	261.9	308.4	329.0
EBITDA	117.0	370.0	439.7	483.1	501.4
성장성(%)					
매출액증가율	(6.41)	6.46	2.95	6.18	(1.15)
NOPAT증가율	적지	흑전	2,778.02	17.75	6.68
EBITDA증가율	(5.42)	216.24	18.84	9.87	3.79
영업이익증가율	적지	흑전	48.14	16.34	6.67
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	1,153.91	(1.90)	9.43
EPS증가율	적지	흑전	1,153.36	(1.90)	9.42
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	4.68	13.89	16.03	16.59	17.42
영업이익률	(2.74)	8.09	11.65	12.76	13.77
계속사업이익률	(12.15)	0.12	11.99	10.92	12.09

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	3,735	3,664	4,009
BPS	62,650	67,728	68,586	71,852	75,463
CFPS	1,587	4,482	4,171	5,026	5,205
EBITDAPS	1,361	4,305	5,115	5,620	5,833
SPS	29,109	30,991	31,907	33,880	33,489
DPS	0	417	417	417	417
주가지표(배)					
PER	(19.53)	173.49	14.83	15.12	13.82
PBR	0.93	0.76	0.81	0.77	0.73
PCFR	36.61	11.54	13.28	11.02	10.64
EV/EBITDA	54.91	14.86	14.01	12.15	11.01
PSR	2.00	1.67	1.74	1.64	1.65
재무비율(%)					
ROE	(4.90)	0.49	5.89	5.59	5.81
ROA	(3.03)	0.32	4.00	3.92	4.12
ROIC	(3.62)	0.27	8.36	10.84	12.09
부채비율	55.85	49.38	41.80	40.35	38.72
순부채비율	26.16	18.18	13.57	7.94	1.77
이자보상배율(배)	(0.47)	2.01	4.25	6.06	6.46

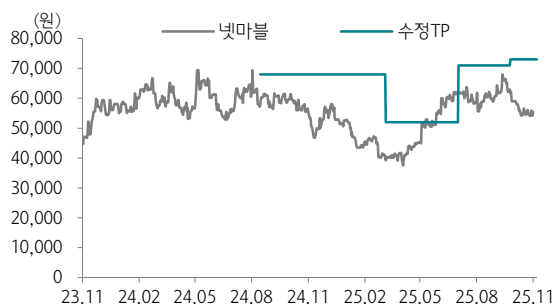
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	961.8	1,257.2	1,624.2
금융자산	512.4	697.7	525.1	814.6	1,169.4
현금성자산	430.3	577.9	291.4	579.3	931.0
매출채권	254.6	277.3	285.6	289.5	297.5
재고자산	2.7	2.1	2.3	2.3	2.4
기타유동자산	136.1	137.7	148.8	150.8	154.9
비유동자산	7,010.1	7,062.2	6,905.8	6,928.5	6,902.1
투자자산	3,008.8	2,928.1	3,219.6	3,353.9	3,432.4
금융자산	623.0	489.1	536.7	536.9	537.2
유형자산	344.4	339.8	368.1	325.6	288.0
무형자산	3,228.8	3,245.2	2,827.7	2,758.6	2,691.3
기타비유동자산	428.1	549.1	490.4	490.4	490.4
자산총계	7,915.9	8,177.1	7,867.6	8,185.8	8,526.3
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,729.9	1,759.8	1,777.5
금융부채	1,397.7	636.1	1,013.5	1,013.5	1,013.5
매입채무	32.2	27.9	30.3	35.4	36.4
기타유동부채	509.9	684.2	686.1	710.9	727.6
비유동부채	897.0	1,355.0	589.3	593.6	602.6
금융부채	443.3	1,056.6	264.5	264.5	264.5
기타비유동부채	453.7	298.4	324.8	329.1	338.1
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,319.2	2,353.5	2,380.1
지배주주지분	4,979.5	5,416.1	5,489.8	5,770.5	6,080.9
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,055.6	3,055.6	3,055.6
자본조정	370.1	430.2	430.1	430.1	430.1
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	563.1	563.1	563.1
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,432.3	1,713.1	2,023.5
비지배주주지분	99.5	57.8	58.6	61.8	65.3
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,548.4	5,832.3	6,146.2
순금융부채	1,328.6	995.0	752.9	463.4	108.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(98.1)	287.7	340.8	348.0	360.1
당기순이익	(303.9)	3.2	328.9	318.1	348.0
조정	326.8	319.3	(32.3)	2.8	(9.5)
감가상각비	185.4	154.4	120.3	111.5	104.9
외환거래손익	35.7	4.8	1.0	0.0	0.0
지분법손익	(423.1)	(243.5)	(109.4)	(113.9)	(119.6)
기타	528.8	403.6	(44.2)	5.2	5.2
영업활동 자산부채변동	(121.0)	(34.8)	44.2	27.1	21.6
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	(130.7)	(27.1)	32.7
투자자산감소(증가)	802.8	189.4	(172.2)	(20.4)	41.1
자본증가(감소)	(36.2)	(16.9)	(17.9)	0.0	0.0
기타	(301.0)	(135.8)	59.4	(6.7)	(8.4)
재무활동 현금흐름	(688.6)	(220.7)	(454.0)	(34.2)	(34.2)
금융부채증가(감소)	(736.4)	(148.4)	(414.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(847.5)	4.9	0.8	0.0	0.0
기타재무활동	895.3	(77.1)	(5.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.1)	(34.2)	(34.2)	(34.2)
현금의 증감	(321.1)	147.5	(73.9)	287.9	351.6
Unlevered CFO	136.4	385.2	358.5	432.0	447.4
Free Cash Flow	(134.3)	270.4	322.7	348.0	360.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.30	BUY	73,000		
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 2025년 11월 7일 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 11월 7일 현재 해당회사의 유가증권들을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 04일