

## EARNINGS REVIEW

6 Aug. 2026

김혜영

인터넷·게임·레저 | hyyy@daolfn.com

# BUY

|          | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | 유지 |
| 적정주가     | 55,000 | 55,000 | 유지 |
| Earnings |        |        | 유지 |

### Stock Information

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 현재가 (8/5)     | 37,950원          |
| 예상 주가상승률      | 44.9%            |
| 시가총액          | 31,094억원         |
| 비중(KOSPI내)    | 0.06%            |
| 발행주식수         | 81,935천주         |
| 52주 최저가 / 최고가 | 34,900 - 68,000원 |
| 3개월 일평균거래대금   | 94억원             |
| 외국인 지분율       | 27.6%            |
| 주요주주지분율(%)    |                  |
| 방준혁 (외 16인)   | 61.8             |
| 연씨소프트 (외 1인)  | 7.1              |
| 국민연금공단 (외 1인) | 6.5              |

### Valuation wide

|              | 2025 | 2026E | 2027E |
|--------------|------|-------|-------|
| PER(배)       | 18.4 | 6.1   | 8.9   |
| PBR(배)       | 1.6  | 1.5   | 1.2   |
| EV/EBITDA(배) | 9.9  | 8.3   | 5.9   |
| 배당수익률(%)     | 1.8  | 2.0   | 2.8   |

### Performance

|                    | 1M    | 6M     | 12M     | YTD    |
|--------------------|-------|--------|---------|--------|
| 주가상승률(%)           | (0.7) | (25.3) | (35.1)  | (21.3) |
| KOSPI 대비 상대수익률 (%) | 17.8  | (53.1) | (141.5) | (77.9) |

DAOL 다올투자증권

# 넷마블 (251270)

## 2Q26 Review: 전략 점검의 시기

### Issue

2Q26P 실적 Review

### Pitch

2Q26P 매출액은 컨센서스에 부합하고 영업이익은 컨센서스에 소폭 하회. 2H26에는 기존 게임의 PLC(Product Life Cycle) 확장에 집중할 계획. 투자의견 BUY, 적정주가 55,000원 유지

### Rationale

- 2Q26P 연결 매출액은 7,492억원(+4.4% YoY, +15.0% QoQ), 영업이익은 801억원(-20.8% YoY, +51.0% QoQ). 매출액은 컨센서스에 부합하고 영업이익은 컨센서스에 소폭 하회
- 지배주주당기순이익은 1,976억원(+23.2% YoY, -5.8% QoQ)으로 구로 지타워 매각 금액(6,977억원)이 반영되며 컨센서스에 상회
- 6/18에 출시한 <SOL: enchant>는 225억원의 매출 기록. 2Q26 평균 일매출은 17억원. 출시부터 8월 초인 현재까지 Google Play에서 1위 유지 중. 매출이 온기로 반영되는 3Q26에는 유의미하게 기여할 전망
- [지급수수료] 매출액의 31.4%인 2,356억원(-28% YoY, +17.3% QoQ) 기록. 외부 IP 비중이 상승하며 전분기 대비 상승
- [마케팅비] 매출액의 24.5%인 1,835억원(+35.5% YoY, +9.1% QoQ) 기록. <몬길: STAR DIVE>, <왕좌의 게임: 킹스로드>, <SOL: enchant> 출시로 인해 전년 동기 대비 큰 폭으로 상승. 특히 MMORPG 장르인 <SOL: enchant>의 지출이 높았다고 판단. 2H26 예정 신작은 3개로 많지 않기 때문에 연간 마케팅비 가이드스 연간 20% 수준은 유지할 전망
- 2H26 예정 신작은 <나 혼자만 레벨업: KARMA>, <샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종>, <프로젝트 이지스>이며 <프로젝트 옥토퍼스>와 <이블베인>은 2027년으로 연기. 신작 개수를 조정한 이유는 라이브 게임의 PLC 확장과 리소스를 효율화 측면에 집중하기 위함
- 기존 게임의 수명 연장을 도모한다는 점에서 긍정적이지만 2H26 실적 및 신작 모멘텀은 약한 상황. 투자의견 BUY와 적정주가 55,000원은 유지하나 전략 방향성에 대한 증명이 필요한 시점이라고 판단

### 2Q26 Review

(단위: 십억원, %, %p)

|           | 회사 잠정      | 당사 예상      |        | 시장 컨센서스    |        | 전년 동기      |        | 전분기        |       |
|-----------|------------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|-------|
|           | 2026.06(P) | 2026.06(E) | vs Chg | 2026.06(E) | vs Con | 2025.06(A) | YoY    | 2026.03(A) | QoQ   |
| 매출액       | 749.2      | 705.5      | 6.2    | 730.0      | 2.6    | 717.6      | 4.4    | 651.7      | 15.0  |
| 영업이익      | 80.1       | 76.8       | 4.3    | 86.1       | (7.0)  | 101.1      | (20.8) | 53.1       | 51.0  |
| 지배주주당기순이익 | 197.6      | 282.6      | (30.1) | 115.5      | 71.1   | 160.4      | 23.2   | 209.7      | (5.8) |
| OPM       | 10.7       | 10.9       | (0.2)  | 11.8       | (1.1)  | 14.1       | (3.4)  | 8.1        | 2.6   |
| NIM       | 26.4       | 40.1       | (13.7) | 15.8       | 10.6   | 22.3       | 4.0    | 32.2       | (5.8) |

Note: K-IFRS 연결 기준

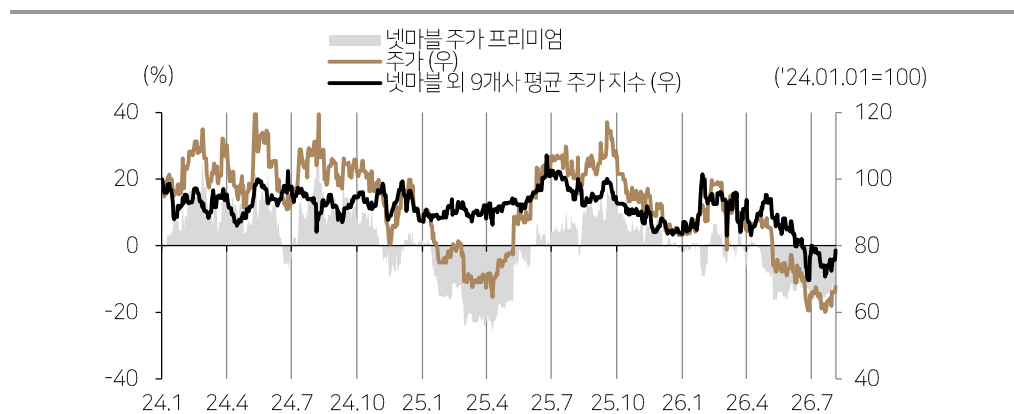
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 넷마블 Valuation Table

| 구분          | 단위    | 내용     | 비고                                            |
|-------------|-------|--------|-----------------------------------------------|
| 지배주주순이익     | (십억원) | 324.7  | 3Q26~2Q27                                     |
| 보통주         | (천 주) | 81,960 |                                               |
| EPS         | (원)   | 3,962  | 3Q26~2Q27                                     |
| 적정 P/E      | (배)   | 14.0   | 글로벌 게임사 평균 P/E에서 10% 할인<br>출시된 게임들의 흥행 여부를 반영 |
| 적정 주가       | (원)   | 55,000 | 반올림 적용                                        |
| 현재 주가 (8/5) | (원)   | 37,950 |                                               |
| 상승 여력       | (%)   | 44.9%  |                                               |

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 넷마블 주가 프리미엄/디스카운트



Note: 9개사는 크래프톤, NC, 더블유게임즈, 펠어비스, 카카오게임즈, 위메이드, 넥슨게임즈, 컴투스, 데브시스터즈  
 Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 넷마블 분기별 실적 추정

(십억원)

|                      | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 1Q26         | 2Q26P        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2025           | 2026E          | 2027E          |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>           | <b>623.9</b> | <b>717.6</b> | <b>696.0</b> | <b>797.6</b> | <b>651.7</b> | <b>749.2</b> | <b>726.1</b> | <b>759.1</b> | <b>2,835.1</b> | <b>2,886.1</b> | <b>3,085.4</b> |
| 소셜 카지노               | 197.2        | 189.4        | 188.1        | 207.2        | 212.7        | 203.7        | 192.9        | 207.6        | 781.9          | 816.9          | 816.1          |
| MCOC                 | 56.2         | 64.6         | 48.7         | 87.7         | 52.1         | 67.4         | 49.2         | 89.5         | 257.2          | 258.3          | 255.1          |
| 7대작: Grand Cross     | 31.2         | 28.7         | 27.8         | 31.9         | 32.6         | 37.5         | 33.6         | 34.0         | 119.6          | 137.6          | 121.9          |
| 세븐나이트 리버스            | -            | 93.3         | 83.5         | 119.6        | 45.6         | 30.0         | 21.2         | 17.0         | 296.4          | 113.8          | 52.0           |
| 뱀피르                  | -            | -            | 62.6         | 55.8         | 39.1         | 37.5         | 26.2         | 23.6         | 118.5          | 126.4          | 72.4           |
| 일곱 개의 대작: Origin     | -            | -            | -            | -            | 19.6         | 52.4         | 31.8         | 22.3         | -              | 126.1          | 68.3           |
| SOL: enchant         | -            | -            | -            | -            | -            | 22.5         | 79.5         | 47.7         | -              | 149.7          | 119.8          |
| 기타 (신작 포함)           | 339.3        | 341.7        | 285.1        | 295.3        | 250.0        | 298.3        | 291.6        | 317.4        | 1,261.4        | 1,157.4        | 1,579.9        |
| <b>매출 y/y growth</b> | <b>6.6%</b>  | <b>-8.2%</b> | <b>7.5%</b>  | <b>22.9%</b> | <b>4.5%</b>  | <b>4.4%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>-4.8%</b> | <b>6.4%</b>    | <b>1.8%</b>    | <b>6.9%</b>    |
| <b>영업비용</b>          | <b>574.2</b> | <b>616.5</b> | <b>605.1</b> | <b>686.8</b> | <b>598.6</b> | <b>669.1</b> | <b>618.5</b> | <b>642.8</b> | <b>2,482.6</b> | <b>2,529.1</b> | <b>2,590.7</b> |
| 지급수수료                | 219.1        | 242.4        | 224.9        | 252.3        | 200.9        | 235.6        | 230.9        | 241.4        | 938.7          | 908.8          | 910.2          |
| 인건비                  | 172.1        | 174.9        | 170.4        | 182.0        | 167.6        | 182.5        | 184.3        | 193.5        | 699.4          | 728.0          | 770.1          |
| 마케팅비                 | 114.2        | 135.4        | 145.3        | 178.7        | 168.2        | 183.5        | 138.0        | 138.2        | 573.6          | 627.8          | 632.5          |
| 기타비용                 | 68.8         | 63.8         | 64.5         | 73.8         | 61.9         | 67.5         | 65.3         | 69.7         | 270.9          | 264.5          | 277.9          |
| % of Revenue         | 92%          | 86%          | 87%          | 86%          | 92%          | 89%          | 85%          | 85%          | 88%            | 88%            | 84%            |
| y/y growth (%)       | -1.3%        | -8.1%        | 4.0%         | 11.9%        | 4.2%         | 8.5%         | 2.2%         | -6.4%        | 1.4%           | 1.9%           | 2.4%           |
| <b>영업이익</b>          | <b>49.7</b>  | <b>101.1</b> | <b>90.9</b>  | <b>110.8</b> | <b>53.1</b>  | <b>80.1</b>  | <b>107.6</b> | <b>116.3</b> | <b>352.5</b>   | <b>357.0</b>   | <b>494.7</b>   |
| OPM (%)              | 8.0%         | 14.1%        | 13.1%        | 13.9%        | 8.1%         | 10.7%        | 14.8%        | 15.3%        | 12.4%          | 12.4%          | 16.0%          |
| y/y growth (%)       | 1,247%       | -9.0%        | 38.7%        | 214.4%       | 6.7%         | -20.8%       | 18.4%        | 5.0%         | 63%            | 1.3%           | 38.6%          |
| <b>영업외손익</b>         | <b>48</b>    | <b>89</b>    | <b>-35</b>   | <b>-108</b>  | <b>224</b>   | <b>185</b>   | <b>20</b>    | <b>-93</b>   | <b>-6</b>      | <b>336</b>     | <b>1</b>       |
| <b>세전이익</b>          | <b>98</b>    | <b>190</b>   | <b>56</b>    | <b>3</b>     | <b>277</b>   | <b>266</b>   | <b>127</b>   | <b>23</b>    | <b>346</b>     | <b>693</b>     | <b>496</b>     |
| <b>당기순이익</b>         | <b>80</b>    | <b>160</b>   | <b>41</b>    | <b>-50</b>   | <b>211</b>   | <b>204</b>   | <b>93</b>    | <b>17</b>    | <b>231</b>     | <b>525</b>     | <b>362</b>     |
| NIM (%)              | 12.9%        | 22.3%        | 5.8%         | n/a          | 32.4%        | 27.2%        | 12.8%        | 2.3%         | 8.1%           | 18.2%          | 11.7%          |
| <b>지배주주순이익</b>       | <b>75.6</b>  | <b>160.4</b> | <b>37.5</b>  | <b>-48.4</b> | <b>209.7</b> | <b>197.6</b> | <b>90.0</b>  | <b>16.6</b>  | <b>225.0</b>   | <b>513.9</b>   | <b>351.3</b>   |
| NIM (지배주주, %)        | 12.1%        | 22.3%        | 5.4%         | n/a          | 32.2%        | 26.4%        | 12.4%        | 2.2%         | 7.9%           | 17.8%          | 11.4%          |

Source: 다올투자증권

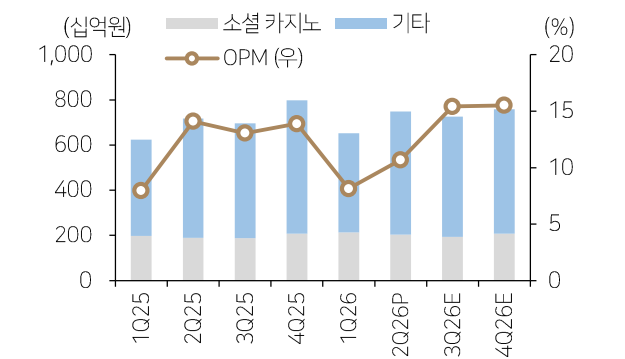
Fig. 4: 넷마블 실적 추정치 변경 내역

(십억원)

|         | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차이(%,%p) |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
|         | 2026.09 | 2026.12 | 2027.03 | 2027.06 | 2026.09 | 2026.12 | 2027.03 | 2027.06 | 2026.09  | 2026.12 | 2027.03 | 2027.06 |
| 매출액     | 702.1   | 731.4   | 767.4   | 712.3   | 726.1   | 759.1   | 803.3   | 786.0   | 3.4      | 3.8     | 4.7     | 10.3    |
| 영업이익    | 107.0   | 107.3   | 137.3   | 106.8   | 107.6   | 116.3   | 143.8   | 131.8   | 0.5      | 8.4     | 4.7     | 23.4    |
| OPM(%)  | 15.2    | 14.7    | 17.9    | 15.0    | 14.8    | 15.3    | 17.9    | 16.8    | (0.4)    | 0.6     | 0.0     | 1.8     |
| 지배주주순이익 | 86.4    | 18.9    | 124.8   | 89.6    | 90.0    | 16.6    | 114.9   | 103.2   | 4.1      | (12.2)  | (7.9)   | 15.1    |
| NIM(%)  | 12.3    | 2.6     | 16.3    | 12.6    | 12.4    | 2.2     | 14.3    | 13.1    | 0.1      | (0.4)   | (1.9)   | 0.5     |

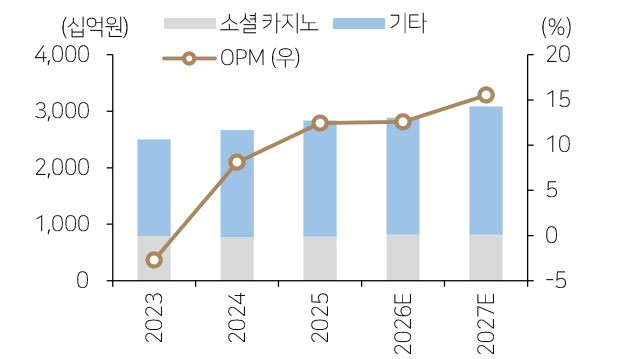
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 넷마블 분기 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 6: 넷마블 연간 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 7: 2026년 하반기 출시 예정 신작

**신작라인업** • 26년 하반기에는 나 혼자만 레벨업: KARMA, 상그릴라 프론티어: 일곱 최강종, 프로젝트 이지스를 포함한 신작 3종을 출시할 예정

모바일 PC 콘솔

26년 하반기 신작

**나 혼자만 레벨업: KARMA**



글로벌  
로그라이트 액션 RPG

모바일 PC

**상그릴라 프론티어: 일곱 최강종**



일본  
수집형 RPG

모바일 PC

**프로젝트 이지스**



글로벌  
수집형 RPG

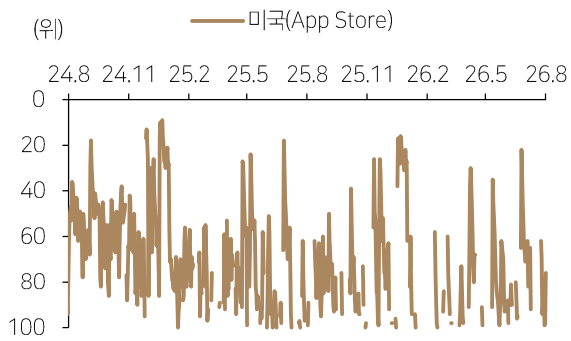
모바일 PC

Source: 다올투자증권

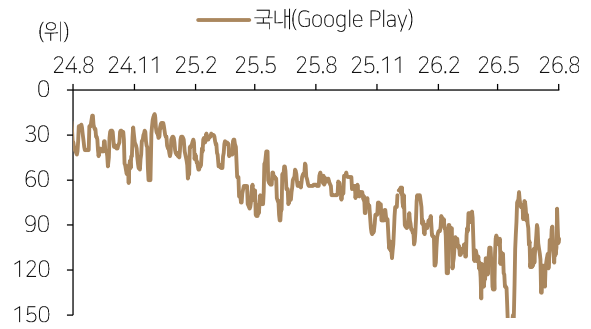
Fig. 8: 넷마블 게임 라인업

| 출시 일정      | 게임                            | 장르               | 개발사     | 디바이스(플랫폼) | 출시 지역           |
|------------|-------------------------------|------------------|---------|-----------|-----------------|
| 2025-03-20 | RF 온라인 넥스트                    | MMORPG           | 넷마블엔투   | 모바일/PC    | 한국              |
| 2025-05-23 | 세븐나이트 리버스                     | 턴제 RPG           | 넷마블 넥서스 | 모바일/PC    | 한국              |
| 2025-05-21 | 왕좌의 게임: 킹스로드                  | 오픈월드 액션 RPG      | 넷마블네오   | 모바일/PC    | 글로벌             |
| 2025-08-26 | 뱀피르                           | MMORPG           | 넷마블네오   | 모바일/PC    | 한국              |
| 2025-09-04 | 킹 오브 파이터 AFK                  | 방치형 RPG          | 넷마블네오   | 모바일       | 글로벌             |
| 2025-09-18 | 세븐나이트 리버스                     | 턴제 RPG           | 넷마블 넥서스 | 모바일/PC    | 글로벌             |
| 2025-09-30 | RF 온라인 넥스트                    | MMORPG           | 넷마블엔투   | 모바일/PC    | 대만, 홍콩, 마카오, 일본 |
| 2025-10-22 | 레이븐 2                         | MMORPG           | 넷마블몬스터  | 모바일       | 글로벌             |
| 2025-11-25 | 나 혼자만 레벨업:<br>ARISE OVERDRIVE | 액션 RPG           | 넷마블네오   | PC        | 글로벌             |
| 2026-03-03 | 스톤에이지 키우기                     | 글로벌 수집형 RPG      | 넷마블엔투   | 모바일       | 글로벌             |
| 2026-03-11 | 뱀피르                           | MMORPG           | 넷마블네오   | 모바일/PC    | 대만, 홍콩, 마카오     |
| 2026-03-17 | 일곱 개의 대죄: Origin              | 오픈월드 RPG         | 넷마블에프엔씨 | 모바일/PC/콘솔 | 글로벌             |
| 2026-04-15 | 문갈: STAR DIVE                 | 액션 RPG           | 넷마블몬스터  | 모바일/PC    | 글로벌             |
| 2026-05-14 | 왕좌의 게임: 킹스로드                  | 오픈월드 액션 RPG      | 넷마블네오   | PC        | 아시아             |
| 2026-05-21 | 왕좌의 게임: 킹스로드                  | 오픈월드 액션 RPG      | 넷마블네오   | 모바일       | 아시아             |
| 2026-06-18 | SOL: enchant                  | MMORPG           | 알트나인    | 모바일/PC    | 한국              |
| 2026-07-22 | 뱀피르                           | MMORPG           | 넷마블네오   | 모바일/PC    | 일본              |
| 2H26       | 나 혼자만 레벨업: KARMA              | 액션 RPG           | 넷마블네오   | 모바일/PC    | 글로벌             |
|            | 상그릴라 프론티어:<br>일곱 최강종          | 수집형 RPG          | 넷마블엔투   | PC/콘솔     | 글로벌             |
|            | 프로젝트 이지스                      | 수집형 RPG          | 카밤      | 모바일/PC    | 글로벌             |
| 2027년 이후   | 프로젝트 옥토퍼스                     | 캐주얼 액션 로그라이크 RPG | 콩스튜디오   | 모바일       | 글로벌             |
|            | 이블베인                          | 협동 액션            | 넷마블몬스터  | PC/콘솔     | 글로벌             |

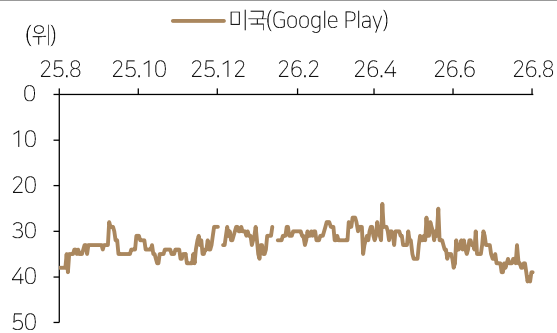
Source: 다올투자증권

**Fig. 9:** MCOC 미국 매출 순위 추이

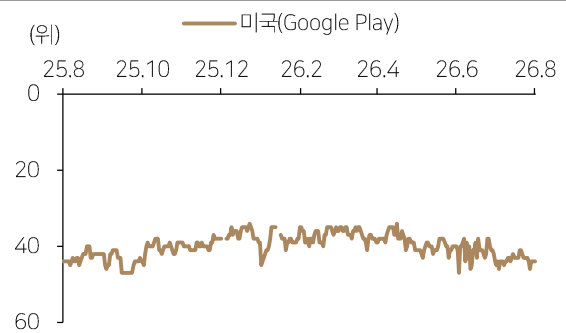
Source: Mobile Index, 다올투자증권

**Fig. 10:** B&S Revolution 한국 매출 순위 추이

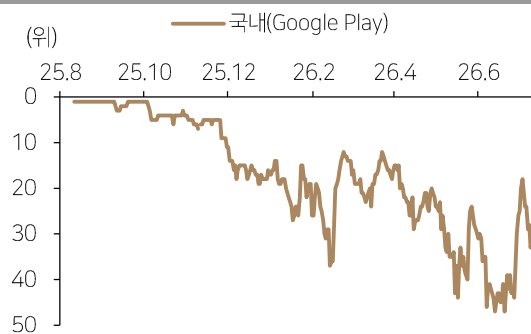
Source: Mobile Index, 다올투자증권

**Fig. 11:** Lotsa Slots 미국 매출 순위 추이

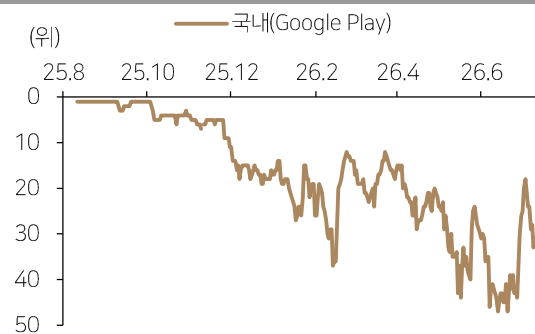
Source: Mobile Index, 다올투자증권

**Fig. 12:** Cash Frenzy 미국 매출 순위 추이

Source: Mobile Index, 다올투자증권

**Fig. 13:** 뱀피르 한국 매출 순위 추이

Source: Mobile Index, 다올투자증권

**Fig. 14:** Sol: Enchant 한국 매출 순위 추이

Source: Mobile Index, 다올투자증권

## 넷마블 재무제표 (K-IFRS 연결)

## 대차대조표

| (십억원)   | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산    | 1,114.8 | 1,256.5 | 816.4   | 1,094.2 | 1,629.3 |
| 현금성자산   | 683.5   | 834.5   | 407.2   | 680.2   | 1,144.9 |
| 매출채권    | 295.1   | 299.1   | 310.9   | 311.7   | 377.7   |
| 재고자산    | 2.1     | 1.5     | 1.6     | 1.7     | 2.0     |
| 비유동자산   | 7,062.2 | 6,837.1 | 6,540.4 | 6,466.3 | 6,283.9 |
| 투자자산    | 3,477.3 | 3,576.6 | 3,619.2 | 3,642.5 | 3,666.7 |
| 유형자산    | 339.8   | 402.3   | 118.9   | 239.0   | 233.1   |
| 무형자산    | 3,245.2 | 2,858.3 | 2,802.3 | 2,584.8 | 2,384.1 |
| 자산총계    | 8,177.1 | 8,093.7 | 7,356.8 | 7,560.5 | 7,913.2 |
| 유동부채    | 1,348.2 | 1,900.6 | 1,785.7 | 1,762.9 | 1,804.7 |
| 매입채무    | 344.2   | 368.4   | 317.2   | 322.7   | 392.7   |
| 유동성이자부채 | 636.1   | 1,165.7 | 1,098.2 | 1,066.2 | 1,034.2 |
| 비유동부채   | 1,355.0 | 700.5   | 621.6   | 592.5   | 483.7   |
| 비유동이자부채 | 1,056.6 | 424.9   | 350.4   | 310.4   | 190.4   |
| 부채총계    | 2,703.2 | 2,601.2 | 2,407.3 | 2,355.4 | 2,288.4 |
| 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 |
| 이익잉여금   | 1,145.5 | 1,337.6 | 1,374.9 | 1,785.2 | 2,306.4 |
| 자본조정    | 1,207.1 | 1,022.6 | 450.0   | 295.2   | 193.7   |
| 자기주식    | (405.4) | (405.4) | (4.3)   | (4.3)   | (4.3)   |
| 자본총계    | 5,473.9 | 5,492.5 | 4,949.5 | 5,205.1 | 5,624.8 |
| 투하자본    | 3,565.0 | 3,196.1 | 2,915.3 | 2,824.7 | 2,626.4 |
| 순차입금    | 875.0   | 634.7   | 944.8   | 595.9   | (24.9)  |
| ROA     | 0.0     | 2.8     | 6.8     | 4.9     | 5.8     |
| ROE     | 0.1     | 4.3     | 10.2    | 7.2     | 8.4     |
| ROIC    | 0.3     | 7.0     | 8.8     | 12.6    | 15.4    |

## 손익계산서

| (십억원)               | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액                 | 2,663.8 | 2,835.1 | 2,886.1 | 3,085.4 | 3,288.0 |
| 증가율 (Y-Y,%)         | 6.5     | 6.4     | 1.8     | 6.9     | 6.6     |
| 영업이익                | 215.6   | 352.5   | 357.0   | 494.7   | 573.3   |
| 증가율 (Y-Y,%)         | 흑전      | 63.5    | 1.3     | 38.6    | 15.9    |
| EBITDA              | 370.0   | 484.0   | 486.8   | 626.1   | 704.9   |
| 영업외손익               | (139.3) | (6.3)   | 336.2   | 1.5     | 44.7    |
| 순이자수익               | (82.9)  | (53.6)  | (40.5)  | (44.8)  | (46.3)  |
| 외화관련손익              | (7.1)   | (8.9)   | (8.9)   | (11.4)  | (12.1)  |
| 지분법손익               | 96.4    | 11.4    | 12.9    | 13.8    | 15.6    |
| 세전계속사업손익            | 76.3    | 346.2   | 693.2   | 496.2   | 618.0   |
| 당기순이익               | 3.2     | 230.8   | 524.7   | 362.2   | 451.1   |
| 지배기업당기순이익           | 25.6    | 225.0   | 513.9   | 351.3   | 437.6   |
| 증가율 (Y-Y,%)         | 흑전      | 7,076.8 | 127.3   | (31.0)  | 24.6    |
| NOPLAT              | 9.1     | 235.0   | 270.2   | 361.1   | 418.5   |
| (+) Dep             | 154.4   | 131.5   | 129.8   | 131.4   | 131.6   |
| (-) 운전자본투자          | (146.1) | (32.1)  | 34.7    | (4.5)   | (3.4)   |
| (-) Capex           | 17.3    | 47.3    | 47.0    | 48.5    | 48.1    |
| OpFCF               | 292.3   | 351.3   | 318.3   | 448.5   | 505.4   |
| 3 Yr CAGR & Margins |         |         |         |         |         |
| 매출액증가율(3Yr)         | 2.0     | 2.0     | 4.9     | 5.0     | 5.1     |
| 영업이익증가율(3Yr)        | 12.6    | n/a     | n/a     | 31.9    | 17.6    |
| EBITDA증가율(3Yr)      | 7.1     | 57.6    | 60.9    | 19.2    | 13.4    |
| 순이익증가율(3Yr)         | (76.5)  | n/a     | n/a     | 382.9   | 25.0    |
| 영업이익률(%)            | 8.1     | 12.4    | 12.4    | 16.0    | 17.4    |
| EBITDA마진(%)         | 13.9    | 17.1    | 16.9    | 20.3    | 21.4    |
| 순이익률 (%)            | 0.1     | 8.1     | 18.2    | 11.7    | 13.7    |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2024    | 2025    | 2026E     | 2027E   | 2028E   |
|-----------------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| 영업현금            | 287.7   | 337.8   | 797.2     | 452.6   | 664.6   |
| 당기순이익           | 3.2     | 230.8   | 524.7     | 362.2   | 451.1   |
| 자산상각비           | 154.4   | 131.5   | 129.8     | 131.4   | 131.6   |
| 운전자본증감          | (34.8)  | (47.4)  | (0.8)     | 4.5     | 3.4     |
| 매출채권감소(증가)      | (9.5)   | (12.1)  | 16.1      | (0.8)   | (66.0)  |
| 재고자산감소(증가)      | (0.4)   | (1.0)   | (0.3)     | (0.0)   | (0.4)   |
| 매입채무증가(감소)      | (6.3)   | (3.7)   | 28.3      | 5.5     | 70.1    |
| 투자현금            | 36.9    | (74.0)  | 255.2     | (20.1)  | (38.6)  |
| 단기투자자산감소        | (37.1)  | (59.0)  | (46.0)    | (8.3)   | (8.6)   |
| 장기투자증권감소        | 228.9   | (0.6)   | 387.0     | 79.6    | 63.4    |
| 설비투자            | (17.3)  | (47.3)  | (47.0)    | (48.5)  | (48.1)  |
| 유무형자산감소         | 20.9    | 6.0     | (16.1)    | (20.9)  | (22.4)  |
| 재무현금            | (220.8) | (146.3) | (1,557.8) | (167.7) | (169.9) |
| 차입금증가           | (203.1) | (60.6)  | (389.1)   | (72.0)  | (152.0) |
| 자본증가            | 0.1     | 41.3    | (1,133.8) | (95.7)  | (17.9)  |
| 배당금지급           | (0.1)   | (41.3)  | (34.0)    | (59.0)  | (83.6)  |
| 현금 증감           | 147.5   | 111.1   | (485.6)   | 264.7   | 456.1   |
| 총현금흐름(Gross CF) | 385.2   | 489.0   | 839.1     | 448.1   | 661.3   |
| (-) 운전자본증가(감소)  | (146.1) | (32.1)  | 34.7      | (4.5)   | (3.4)   |
| (-) 설비투자        | 17.3    | 47.3    | 47.0      | 48.5    | 48.1    |
| (+) 자산매각        | 20.9    | 6.0     | (16.1)    | (20.9)  | (22.4)  |
| Free Cash Flow  | 387.4   | 367.6   | 1,093.4   | 432.5   | 626.0   |
| (-) 기타투자        | (228.9) | 0.6     | (387.0)   | (79.6)  | (63.4)  |
| 잉여현금            | 616.2   | 367.0   | 1,480.4   | 512.1   | 689.5   |

자료: 다올투자증권

## 주요투자지표

| (원, 배)          | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Per share Data  |        |        |        |        |        |
| EPS             | 298    | 2,618  | 6,270  | 4,287  | 5,339  |
| BPS             | 25,256 | 29,917 | 25,525 | 31,298 | 38,867 |
| DPS             | 417    | 876    | 760    | 1,070  | 1,340  |
| Multiples(x,%)  |        |        |        |        |        |
| PER             | 173.3  | 18.4   | 6.1    | 8.9    | 7.1    |
| PBR             | 2.0    | 1.6    | 1.5    | 1.2    | 1.0    |
| EV/ EBITDA      | 14.4   | 9.9    | 8.3    | 5.9    | 4.4    |
| 배당수익률           | 0.8    | 1.8    | 2.0    | 2.8    | 3.5    |
| PCR             | 11.5   | 8.5    | 3.7    | 6.9    | 4.7    |
| PSR             | 1.7    | 1.5    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| 재무건전성 (%)       |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 49.4   | 47.4   | 48.6   | 45.3   | 40.7   |
| Net debt/Equity | 16.0   | 11.6   | 19.1   | 11.4   | n/a    |
| Net debt/EBITDA | 236.5  | 131.1  | 194.1  | 95.2   | n/a    |
| 유동비율            | 82.7   | 66.1   | 45.7   | 62.1   | 90.3   |
| 이자보상배율          | 2.6    | 6.6    | 8.8    | 11.0   | 12.4   |
| 이자비용/매출액        | 4.0    | 2.6    | 2.2    | 2.1    | 2.1    |
| 자산구조            |        |        |        |        |        |
| 투하자본(%)         | 46.1   | 42.0   | 42.0   | 39.5   | 35.3   |
| 현금+투자자산(%)      | 53.9   | 58.0   | 58.0   | 60.5   | 64.7   |
| 자본구조            |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)          | 23.6   | 22.5   | 22.6   | 20.9   | 17.9   |
| 자기자본(%)         | 76.4   | 77.5   | 77.4   | 79.1   | 82.1   |

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 93.5%      HOLD : 6.5%      SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

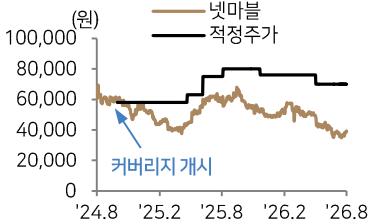
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

넷마블 (251270)



|       |            |            |            |            |            |            |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일자    | 커버리지 개시    | 2024.10.08 | 2025.04.29 | 2025.06.18 | 2025.08.08 | 2025.11.27 |
| 투자 의견 |            | BUY        | BUY        | BUY        | BUY        | BUY        |
| 적정주가  |            | 58,000원    | 63,000원    | 75,000원    | 80,000원    | 76,000원    |
| 일자    | 2026.05.08 | 2026.07.14 |            |            |            |            |
| 투자 의견 | BUY        | BUY        |            |            |            |            |
| 적정주가  | 70,000원    | 55,000원    |            |            |            |            |

|                      | 일자         | 적정주가   | 평균주가   | 최고가    | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|----------------------|------------|--------|--------|--------|-------------|------------|
| 적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%) | 2024.10.08 | 58,000 | 48,510 | 61,300 | -16.36%     | 5.69%      |
|                      | 2025.04.29 | 63,000 | 52,198 | 60,100 | -17.15%     | -4.6%      |
|                      | 2025.06.18 | 75,000 | 60,732 | 63,800 | -19.02%     | -14.93%    |
|                      | 2025.08.08 | 80,000 | 58,340 | 68,000 | -27.08%     | -15%       |
|                      | 2025.11.27 | 76,000 | 51,372 | 57,900 | -32.41%     | -23.82%    |
|                      | 2026.05.08 | 70,000 | 40,624 | 44,900 | -41.97%     | -35.86%    |
|                      | 2026.07.14 | 55,000 | -      | -      | -           | -          |
|                      |            |        |        |        |             |            |

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 5일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가