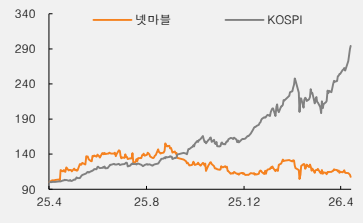


|              |                  |
|--------------|------------------|
| 투자 의견(유지)    | <b>매수</b>        |
| 목표주가(하향)     | ▼ <b>65,000원</b> |
| 현재주가(26/5/7) | 47,100원          |
| 상승여력         | 38.0%            |

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(26F,십억원)           | 243      |
| Consensus 영업이익(26F,십억원) | 424      |
| EPS 성장률(26F,%)          | 30.0     |
| MKT EPS 성장률(26F,%)      | 223.0    |
| P/E(26F,x)              | 13.8     |
| MKT P/E(26F,x)          | 8.3      |
| KOSPI                   | 7,490.05 |
| 시가총액(십억원)               | 3,860    |
| 발행주식수(백만주)              | 84       |
| 유동주식비율(%)               | 37.6     |
| 외국인 보유비중(%)             | 27.9     |
| 베타(12M) 일간수익률           | 0.00     |
| 52주 최저가(원)              | 44,950   |
| 52주 최고가(원)              | 68,000   |

|      |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|
| (%)  | 1M    | 6M    | 12M   |
| 절대주가 | -3.3  | -7.5  | 3.4   |
| 상대주가 | -29.0 | -51.2 | -64.5 |



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

# 넷마블

## 다소 아쉬운 신작 성과

### 1Q26 Review: 컨센서스 하회

매출액 6,517억원(+4% YoY), 영업이익 531억원(+7% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,980억원, 영업이익 693억원)를 각 7%, 23% 하회했다. 실적 부진은 지난 9월 글로벌 확장이 있었던 세븐나이트 리버스, RF온라인 등 기존작 매출의 가파른 하향 안정화 및 기대 이하의 흥행을 보여준 신작 성과에 기인한다.

지난 분기 실적 호조를 견인한 세븐나이트 리버스 매출액은 QoQ 62% 감소한 460억원을 기록했다. 3월 멀티 플랫폼으로 출시한 7대작 오리진은 200억원의 매출액을 기록했으며 일평균 매출액은 13억원 수준으로 추정된다. 영업비용은 5,990억원(+4% YoY)으로 예상치에 부합했다.

### 하반기까지 6종 신작 출시 예정

4월 15일 문길: 스타다이버(액션 RPG, 글로벌) 출시를 완료하였다. 5월에는 왕좌의 게임 아시아 지역 출시(14일 PC, 21일 모바일)를 앞두고 있다. 6월 중에는 SOL: enchant(MMORPG, 국내)를 출시할 예정이다.

하반기에는 나훈랩: 카르마(로그라이트 액션RPG, 글로벌), 상그릴라 프론티어: 일곱 최강종(수집형 RPG, 일본), 프로젝트 옥토퍼스(캐주얼 액션 로그라이크 RPG, 글로벌), 이블베인(협동액션, 글로벌), 프로젝트 이지스(수집형 RPG, 글로벌)를 출시할 예정이다. 이번 실적에서 공개한 프로젝트 이지스는 북미 자회사 카밤에서 2년 전부터 개발해온 AFK 장르 신작이다.

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 65,000원으로 하향

7대작 오리진, 문길 추정치 하향을 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 85,000원에서 65,000원(타겟 P/E 19배 유지)으로 하향한다. 26F P/E 13.8배에서 거래 중이다. 자체 결제 비중 증대에 따른 지급수수료 감소와 지속적인 인력 감축에 따른 인건비 감소가 관찰되고 있으며 하반기 이후 앱수수료 인하에 따른 추가적인 지급수수료 감소를 기대할 수 있는 점은 긍정적이다.

다만 유의미한 모멘텀이 다시 발생하기 위해서는 27년 이후 타임라인으로 준비 중인 대형 신작에 대한 공개가 필요할 것으로 보인다. 하반기를 목표로 출시 준비 중인 5종 신작은 대규모 매출을 기대하기는 어려운 작품들이다.

| 결산기 (12월)  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 2,664 | 2,835 | 2,663 | 2,708 | 2,731 |
| 영업이익 (십억원) | 216   | 352   | 243   | 359   | 450   |
| 영업이익률 (%)  | 8.1   | 12.4  | 9.1   | 13.3  | 16.5  |
| 순이익 (십억원)  | 26    | 225   | 283   | 330   | 401   |
| EPS (원)    | 298   | 2,618 | 3,403 | 3,955 | 4,806 |
| ROE (%)    | 0.5   | 4.1   | 5.1   | 5.6   | 6.5   |
| P/E (배)    | 173.3 | 18.4  | 13.8  | 11.9  | 9.8   |
| P/B (배)    | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 배당수익률 (%)  | 0.8   | 1.8   | 2.0   | 2.1   | 1.9   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|                     | 1Q25       | 2Q25       | 3Q25       | 4Q25       | 1Q26       | 2Q26F      | 3Q26F      | 4Q26F      | 2024         | 2025         | 2026F        | 2027F        |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>624</b> | <b>718</b> | <b>696</b> | <b>798</b> | <b>652</b> | <b>674</b> | <b>679</b> | <b>659</b> | <b>2,664</b> | <b>2,835</b> | <b>2,663</b> | <b>2,708</b> |
| (% YoY)             | 6.6%       | -8.2%      | 7.5%       | 22.9%      | 4.5%       | -6.1%      | -2.5%      | -17.3%     | 6.5%         | 6.4%         | -6.1%        | 1.7%         |
| 마블 콘테스트 오브 챔피언스     | 56         | 65         | 49         | 88         | 52         | 59         | 47         | 84         | 253          | 257          | 243          | 233          |
| 잭팟월드(Jackpot World) | 50         | 50         | 49         | 56         | 52         | 50         | 50         | 51         | 217          | 205          | 202          | 205          |
| 랏처 슬롯(Lotsa Slots)  | 50         | 50         | 49         | 48         | 52         | 51         | 51         | 51         | 197          | 197          | 205          | 200          |
| 캐시프렌지(Cash Frenzy)  | 50         | 43         | 49         | 48         | 52         | 52         | 51         | 51         | 190          | 190          | 205          | 197          |
| 나 혼자만 레벨업           | 50         | 43         | 28         | 32         | 26         | 21         | 20         | 19         | 280          | 153          | 86           | 66           |
| 세븐나이츠 리버스           | -          | 93         | 84         | 120        | 46         | 30         | 24         | 19         | -            | 297          | 118          | 45           |
| RF온라인               | 19         | 65         | 35         | 32         | 26         | 22         | 19         | 16         | -            | 150          | 83           | 43           |
| 뱀피르                 | -          | -          | 63         | 56         | 39         | 38         | 33         | 28         | -            | 118          | 138          | 75           |
| 일곱개의대죄: 그랜드 크로스     | 31         | 29         | 28         | 32         | 33         | 29         | 28         | 28         | 131          | 120          | 117          | 105          |
| 레이븐2                | 31         | 29         | 21         | 32         | 20         | 18         | 17         | 16         | 103          | 113          | 71           | 58           |
| 7대죄 오리진             | -          | -          | -          | -          | 20         | 63         | 44         | 36         | -            | -            | 162          | 111          |
| 몬길                  | -          | -          | -          | -          | -          | 18         | 25         | 20         | -            | -            | 64           | 55           |
| 기타                  | 287        | 251        | 244        | 255        | 235        | 223        | 270        | 242        | 1,294        | 1,037        | 970          | 1,315        |
| <b>영업비용</b>         | <b>574</b> | <b>617</b> | <b>605</b> | <b>687</b> | <b>599</b> | <b>611</b> | <b>606</b> | <b>605</b> | <b>2,448</b> | <b>2,483</b> | <b>2,421</b> | <b>2,348</b> |
| 지급수수료               | 219        | 242        | 225        | 252        | 201        | 204        | 209        | 195        | 947          | 939          | 810          | 696          |
| 인건비                 | 172        | 175        | 170        | 179        | 168        | 168        | 169        | 170        | 720          | 696          | 675          | 689          |
| 마케팅비                | 114        | 135        | 145        | 179        | 168        | 175        | 165        | 168        | 470          | 574          | 677          | 708          |
| 기타                  | 69         | 64         | 65         | 74         | 62         | 63         | 62         | 72         | 311          | 271          | 260          | 256          |
| <b>영업이익</b>         | <b>50</b>  | <b>101</b> | <b>91</b>  | <b>111</b> | <b>53</b>  | <b>63</b>  | <b>72</b>  | <b>54</b>  | <b>216</b>   | <b>353</b>   | <b>243</b>   | <b>359</b>   |
| (% YoY)             | -          | -9.1%      | 38.8%      | 214.5%     | 6.8%       | -37.6%     | -20.4%     | -51.2%     | 흑전           | 63.5%        | -31.2%       | 48.1%        |
| 영업이익률               | 8.0%       | 14.1%      | 13.1%      | 13.9%      | 8.1%       | 9.4%       | 10.7%      | 8.2%       | 8.1%         | 12.4%        | 9.1%         | 13.3%        |
| <b>지배주주순이익</b>      | <b>76</b>  | <b>160</b> | <b>38</b>  | <b>-34</b> | <b>210</b> | <b>10</b>  | <b>58</b>  | <b>5</b>   | <b>26</b>    | <b>239</b>   | <b>283</b>   | <b>330</b>   |
| 순이익률                | 12.1%      | 22.3%      | 5.4%       | -4.3%      | 32.2%      | 1.5%       | 8.5%       | 0.8%       | 1.0%         | 8.4%         | 10.6%        | 12.2%        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|         | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 컨센서스  |       | 과리율   |       | 변경 사유     |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
|         | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |           |
| 매출액     | 2,816 | 2,861 | 2,663 | 2,708 | -5%   | -5%   | 3,028 | 3,126 | -12%  | -13%  | 신작 가정치 하향 |
| 영업이익    | 410   | 528   | 243   | 359   | -41%  | -32%  | 424   | 484   | -43%  | -26%  |           |
| 지배주주순이익 | 370   | 463   | 283   | 330   | -24%  | -29%  | 317   | 378   | -11%  | -13%  |           |
| 영업이익률   | 14.6% | 18.4% | 9.1%  | 13.3% | -     | -     | 14.0% | 15.5% | -     | -     |           |
| 순이익률    | 13.1% | 16.2% | 10.6% | 12.2% | -     | -     | 10.5% | 12.1% | -     | -     |           |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q26 실적 비교

(십억원)

|         | 발표  | 추정치 | 과리율  | 컨센서스 | 과리율  |
|---------|-----|-----|------|------|------|
| 매출액     | 652 | 662 | -2%  | 698  | -7%  |
| 영업이익    | 53  | 63  | -16% | 69   | -23% |
| 지배주주순이익 | 210 | 63  | 235% | 67   | 213% |

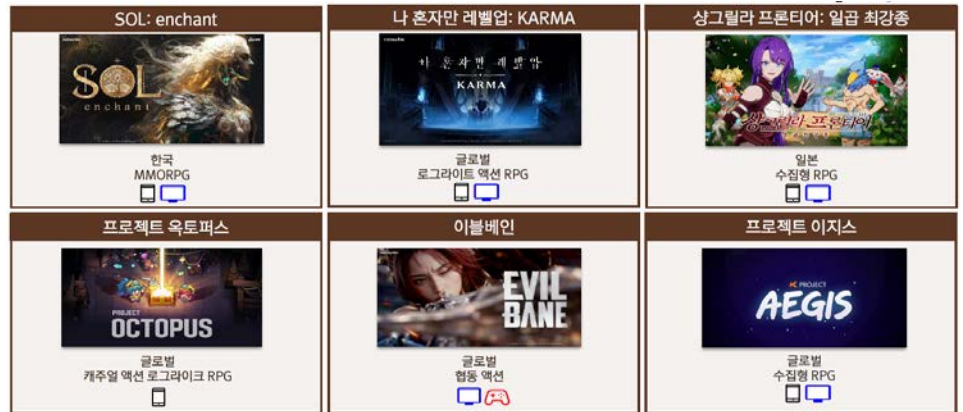
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

| 구분                | 내용     | 비고                               |
|-------------------|--------|----------------------------------|
| 26F 지배주주순이익 (십억원) | 283    |                                  |
| Target P/E (배)    | 19     | 25년 P/E 평균. 다변화된 신작 출시 속 수익성 개선기 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 5,327  |                                  |
| 주식 수 (천주)         | 81,960 |                                  |
| 목표주가 (원)          | 65,000 |                                  |
| 현재주가 (원)          | 47,100 |                                  |
| 상승여력              | 38.0%  |                                  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 26년 신작 라인업



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025         | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>2,835</b> | <b>2,663</b> | <b>2,708</b> | <b>2,731</b> |
| 매출원가            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>매출총이익</b>    | <b>2,835</b> | <b>2,663</b> | <b>2,708</b> | <b>2,731</b> |
| 판매비와관리비         | 2,483        | 2,421        | 2,348        | 2,281        |
| <b>조정영업이익</b>   | <b>352</b>   | <b>243</b>   | <b>359</b>   | <b>450</b>   |
| 영업이익            | 352          | 243          | 359          | 450          |
| 비영업손익           | -6           | 131          | 82           | 85           |
| 금융손익            | -56          | -48          | -41          | -33          |
| 관계기업등 투자손익      | 106          | 177          | 119          | 116          |
| 세전계속사업손익        | 346          | 374          | 441          | 535          |
| 계속사업법인세비용       | 115          | 91           | 110          | 134          |
| 계속사업이익          | 231          | 284          | 330          | 401          |
| 중단사업이익          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>231</b>   | <b>284</b>   | <b>330</b>   | <b>401</b>   |
| 지배주주            | 225          | 283          | 330          | 401          |
| 비지배주주           | 6            | 1            | 0            | 0            |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>221</b>   | <b>284</b>   | <b>330</b>   | <b>401</b>   |
| 지배주주            | 216          | 277          | 323          | 392          |
| 비지배주주           | 5            | 7            | 8            | 9            |
| EBITDA          | 484          | 368          | 480          | 555          |
| FCF             | 290          | 447          | 398          | 513          |
| EBITDA 마진율 (%)  | 17.1         | 13.8         | 17.7         | 20.3         |
| 영업이익률 (%)       | 12.4         | 9.1          | 13.3         | 16.5         |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 7.9          | 10.6         | 12.2         | 14.7         |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2025         | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>1,257</b> | <b>1,343</b> | <b>1,626</b> | <b>2,047</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 689          | 809          | 1,087        | 1,504        |
| 매출채권 및 기타채권    | 296          | 276          | 279          | 281          |
| 재고자산           | 2            | 2            | 2            | 2            |
| 기타유동자산         | 270          | 256          | 258          | 260          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>6,837</b> | <b>6,979</b> | <b>6,965</b> | <b>6,882</b> |
| 관계기업투자등        | 2,535        | 2,561        | 2,586        | 2,609        |
| 유형자산           | 402          | 408          | 417          | 375          |
| 무형자산           | 2,858        | 2,969        | 2,920        | 2,856        |
| <b>자산총계</b>    | <b>8,094</b> | <b>8,322</b> | <b>8,590</b> | <b>8,929</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>1,901</b> | <b>1,955</b> | <b>1,963</b> | <b>1,970</b> |
| 매입채무 및 기타채무    | 131          | 128          | 129          | 130          |
| 단기금융부채         | 1,166        | 1,166        | 1,166        | 1,166        |
| 기타유동부채         | 604          | 661          | 668          | 674          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>701</b>   | <b>555</b>   | <b>558</b>   | <b>561</b>   |
| 장기금융부채         | 425          | 277          | 277          | 277          |
| 기타비유동부채        | 276          | 278          | 281          | 284          |
| <b>부채총계</b>    | <b>2,601</b> | <b>2,510</b> | <b>2,521</b> | <b>2,530</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>5,429</b> | <b>5,748</b> | <b>6,005</b> | <b>6,334</b> |
| 자본금            | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 자본잉여금          | 3,061        | 3,061        | 3,061        | 3,061        |
| 이익잉여금          | 1,338        | 1,548        | 1,806        | 2,135        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>63</b>    | <b>64</b>    | <b>64</b>    | <b>64</b>    |
| <b>자본총계</b>    | <b>5,492</b> | <b>5,812</b> | <b>6,069</b> | <b>6,398</b> |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2025        | 2026F       | 2027F      | 2028F      |
|-----------------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>338</b>  | <b>502</b>  | <b>458</b> | <b>513</b> |
| 당기순이익                 | 231         | 284         | 330        | 401        |
| 비현금수익비용가감             | 258         | 212         | 219        | 220        |
| 유형자산감가상각비             | 48          | 49          | 51         | 42         |
| 무형자산상각비               | 84          | 76          | 69         | 63         |
| 기타                    | 126         | 87          | 99         | 115        |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -47         | 92          | 7          | 6          |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -12         | 20          | -3         | -2         |
| 재고자산 감소(증가)           | -1          | 0           | 0          | 0          |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | -4          | -5          | 0          | 0          |
| 법인세납부                 | -107        | -91         | -110       | -134       |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-74</b>  | <b>-244</b> | <b>-82</b> | <b>-1</b>  |
| 유형자산처분(취득)            | -47         | -55         | -60        | 0          |
| 무형자산감소(증가)            | 6           | -187        | -20        | 0          |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -38         | -2          | -2         | -1         |
| 기타투자활동                | 5           | 0           | 0          | 0          |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-146</b> | <b>-220</b> | <b>-73</b> | <b>-73</b> |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | -102        | -148        | 0          | 0          |
| 자본의 증가(감소)            | 6           | 0           | 0          | 0          |
| 배당금의 지급               | -41         | -72         | -73        | -73        |
| 기타재무활동                | -9          | 0           | 0          | 0          |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>111</b>  | <b>120</b>  | <b>278</b> | <b>417</b> |
| 기초현금                  | 578         | 689         | 809        | 1,087      |
| 기말현금                  | 689         | 809         | 1,087      | 1,504      |

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 18.4    | 13.8    | 11.9    | 9.8     |
| P/CF (x)        | 8.5     | 7.9     | 7.2     | 6.3     |
| P/B (x)         | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.6     |
| EV/EBITDA (x)   | 10.3    | 11.9    | 8.6     | 6.6     |
| EPS (원)         | 2,618   | 3,403   | 3,955   | 4,806   |
| CFPS (원)        | 5,689   | 5,964   | 6,575   | 7,445   |
| BPS (원)         | 67,887  | 73,665  | 76,753  | 80,691  |
| DPS (원)         | 876     | 920     | 966     | 876     |
| 배당성향 (%)        | 31.1    | 25.5    | 21.9    | 18.1    |
| 배당수익률 (%)       | 1.8     | 1.9     | 2.0     | 1.8     |
| 매출액증가율 (%)      | 6.4     | -6.1    | 1.7     | 0.9     |
| EBITDA증가율 (%)   | 30.8    | -24.0   | 30.4    | 15.8    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 63.5    | -31.2   | 48.1    | 25.2    |
| EPS증가율 (%)      | 777.7   | 30.0    | 16.2    | 21.5    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 10.2    | 9.8     | 10.3    | 10.3    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 1,557.4 | 1,741.3 | 1,752.8 | 1,751.6 |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 2.8     | 3.5     | 3.9     | 4.6     |
| ROE (%)         | 4.1     | 5.1     | 5.6     | 6.5     |
| ROIC (%)        | 7.2     | 6.0     | 8.8     | 11.3    |
| 부채비율 (%)        | 47.4    | 43.2    | 41.5    | 39.5    |
| 유동비율 (%)        | 66.1    | 68.7    | 82.8    | 103.9   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 13.8    | 8.0     | 3.0     | -3.7    |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 4.9     | 3.6     | 5.6     | 7.1     |

ESG 레이팅 : 넷마블 (251270)

| 종합  |  | 세부항목    |     |     |        |     |           |            |
|-----|--|---------|-----|-----|--------|-----|-----------|------------|
| ESG | <p>카본: 5.5, 거버넌스: 4.6, 인센티브: 7.6</p> <p>□업종(대)평균    ■넷마블</p> | ESG 점수  | 5.2 | =   | 직전점수   | 5.2 | 업종(대)     | 커뮤니케이션서비스  |
|     |  | ESG 등급  | BBB | =   | 직전등급   | BBB | 업종(중)     | 미디어와엔터테인먼트 |
|     |  | 세부항목    | 점수  | 등급  | 가중치(%) |     | 담당자       | 임희석        |
|     |  | 카본(E)   | 5.5 | A   | 40     | =   | 담당자 코멘트   |            |
|     |  | 인센티브(S) | 7.6 | A   | 10     | =   |           |            |
|     |  | 거버넌스(G) | 4.6 | BBB | 50     | =   |           |            |
|     |  |         |     |     |        |     | 가중치 변경 없음 |            |

| ESG 항목별 세부점수   | 동일업종(대) 기업 간 비교             |                            |
|--|-----------------------------|----------------------------|
| <p>탄소배출량: 7.5, 투자여력: 5.0, 배출량감축: 5.9</p> <p>□업종(대)평균    ■넷마블</p> | <p>배출량감축(점) vs 탄소배출량(점)</p> | <p>배출량감축(점) vs 투자여력(점)</p> |

(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE  
 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례

| S 항목별 세부점수   | 동일업종(대) 기업 간 비교           |                           |
|--|---------------------------|---------------------------|
| <p>임원보수: 9.1, 직원보수: 9.5, 근속년수: 4.8</p> <p>□업종(대)평균    ■넷마블</p> | <p>직원보수(점) vs 임원보수(점)</p> | <p>직원보수(점) vs 근속년수(점)</p> |

(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수

| G 항목별 세부점수   | 동일업종(대) 기업 간 비교           |                           |
|--|---------------------------|---------------------------|
| <p>주주총회: 6.0, 주주행동: 5.0, 지표준수: 6.0</p> <p>□업종(대)평균    ■넷마블</p> | <p>지표준수(점) vs 주주총회(점)</p> | <p>지표준수(점) vs 주주행동(점)</p> |

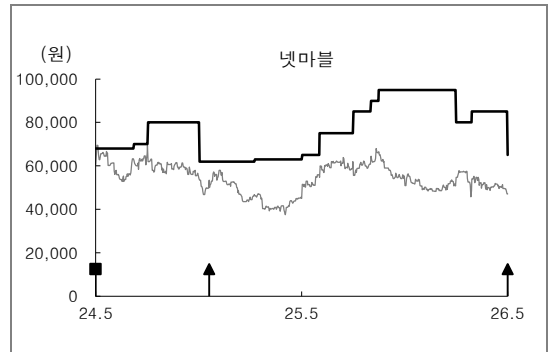
(1) 주주총회 = 주총 인권 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안 공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율  
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

| 점수       | 산정식 및 설명   |
|----------|--|
| ESG 점수   | ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어) |
| 카본 스코어   | 카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)                           |
| 인센티브 스코어 | 인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수                             |
| 거버넌스 스코어 | 거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수                             |

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자         | 투자의견        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|--------------|-------------|---------|--------|------------|
|              |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 넷마블 (251270) |             |         |        |            |
| 2026.05.08   | 매수          | 65,000  | -      | -          |
| 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     |
| 2024.07.15   | Trading Buy | 70,000  | -10.67 | -0.86      |
| 2024.02.08   | Trading Buy | 68,000  | -13.32 | 2.06       |



\* 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 약화 |

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   |
|--------|-----------------|--------|------|
| 80.84% | 0%              | 18.56% | 0.6% |

\* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블 을(을) 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.