

SK COMPANY Analysis



SK 신성장산업분석팀



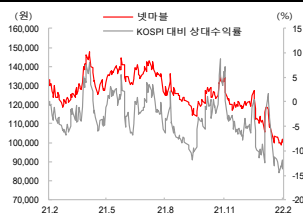
Analyst
이소중

sojoong@sks.co.kr
02-3773-9953

Company Data	
자본금	86 억원
발행주식수	8,595 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	86,813 억원
주요주주	
방준혁(외14)	64.14%
엔씨소프트	6.80%
외국인지분률	22.90%
배당수익률	0.80%

Stock Data	
주가(22/02/18)	101,000 원
KOSPI	2744.52 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	147,500 원
52주 최저가	98,600 원
60일 평균 거래대금	289 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.3%	-5.5%
6개월	-19.6%	-7.9%
12개월	-24.4%	-13.7%

넷마블 (251270/KS | 매수(신규편입) | T.P 137,000 원(신규편입))

2022 년 블록체인 신작 6 종 출시 예정

- 국내 3 대 게임 업체이며, 글로벌 모바일 게임 퍼블리셔
- 올해 넷마블은 20 여종의 신작을 출시할 계획, 이중 6 종이 블록체인 게임
- 블록체인 업체 아이텀게임즈 인수, 자체 코인 발행 등 블록체인 사업 추진 중
- 유명 IP(왕좌의게임, 방탄소년단, 일곱개의대죄, Raven 등) 기반 신작 개발 중
- 2022 년 매출액 3.22 조억원(+29% YoY), 영업이익 2,482 억원(+61% YoY) 전망

글로벌 모바일 게임 퍼블리셔

넷마블은 국내 3 대 게임 업체이며, 글로벌 모바일 게임 퍼블리셔다. 최근 1 개월 기준 글로벌 모바일 게임 매출 순위 13 위를 기록했다. 북미와 한국 시장 중심으로 외부 IP(리니지, 블레이드&소울, 마블 등)와 자체 IP(세븐나이츠, 모두의마블 등) 기반의 MMORPG/RPG 게임을 서비스 중이다. '22년 3 월부터 20 여종의 신작을 출시할 계획이며, 이 중 '세븐나이츠 레볼루션'(1Q22), '골든브로스'(2Q22), 'BTS 드림:타이니탄 하우스'(2H22), '모두의마블:메타월드'(2H22) 등이 매출 성장에 기여할 것으로 기대한다.

2022 년 블록체인 신작 6 종 출시 예정

올해 넷마블은 20 여종의 신작 중 6 종의 신작은 블록체인 게임이며, 자체 블록체인 플랫폼에 출시할 계획이다. 이 중 대형 IP 기반인 모두의마블 : 메타월드는 메타버스 공간에서 NFT 화된 부동산을 매매하는 투자 게임으로 메타버스, NFT 와 P2E 요소들을 포함해 기대감이 높을 것으로 예상된다. 블록체인 게임 외 유명 IP(방탄소년단, 세븐나이츠, A3) 기반의 신작들도 개발되고 있다. 한편 넷마블은 3~4 월에 자체 가상화폐를 발행하고 넷마블 블록체인 플랫폼에 P2E 및 NFT 모바일 게임 'A3 Still Alive 글로벌'과 '골든브로스'를 출시할 예정이다. 넷마블 플랫폼에 자체 게임들을 우선 탑재하고 이용자 수가 증가하게 되면 다른 게임사들로부터 플랫폼에 대한 수요가 높아질 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 137,000 원으로 커버리지 개시, Top Pick 제시

목표주가 산정에 SOTP 방식을 적용해 목표주가 137,000 원을 제시한다. 올해 출시될 신작 게임 매출들을 감안해 2022 년 매출액은 3.22 조원(+29% YoY), 영업이익은 2,482 억원(+61% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	20,213	21,787	24,848	25,059	32,228	35,291
yoy	%	-16.6	7.8	14.1	0.9	28.6	9.5
영업이익	억원	2,417	2,027	2,720	1,545	2,482	2,843
yoy	%	-52.6	-16.1	34.2	-43.2	60.6	14.5
EBITDA	억원	3,217	3,208	3,838	2,685	5,545	5,821
세전이익	억원	2,904	2,184	4,746	3,542	4,204	4,858
순이익(지배주주)	억원	1,896	1,560	3,130	2,438	3,146	3,439
영업이익률%	%	12.0	9.3	11.0	6.2	7.7	8.1
EBITDA%	%	15.9	14.7	15.4	10.7	17.2	16.5
순이익률	%	10.6	7.8	13.6	10.1	9.9	10.4
EPS(계속사업)	원	2,227	1,823	3,647	2,837	3,660	4,001
PER	배	50.1	50.7	36.1	44.1	27.5	25.1
PBR	배	2.2	1.8	2.1	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	24.2	20.6	30.3	39.5	14.6	13.3
ROE	%	4.4	3.5	6.4	4.2	4.8	4.7
순차입금	억원	-19,224	-15,433	870	-3,617	-8,028	-11,550
부채비율	%	19.4	24.9	45.5	33.8	30.4	27.7

넷마블 실적 추정

(단위: 억원)

항목	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,329	6,857	6,423	6,237	5,704	5,771	6,072	7,513	7,895	8,052	7,909	8,372	24,847	25,059	32,228	35,291
yoY	12%	30%	4%	12%	7%	-16%	-5%	20%	38%	40%	30%	11%	14%	1%	29%	10%
모바일게임	4,926	6,367	5,933	5,784	5,305	5,368	5,585	7,098	7,515	7,631	7,192	7,630	23,010	23,356	29,968	33,170
온라인 PC 게임	146	132	51	100	93	72	63	62	60	74	272	371	428	291	577	564
기타매출	258	359	438	354	305	331	423	353	320	347	445	371	1,409	1,412	1,483	1,557
영업비용	5,125	6,040	5,549	5,413	5,162	5,610	5,804	6,938	7,160	7,247	7,372	7,968	22,127	23,514	29,746	32,448
지급수수료	2,272	2,877	2,638	2,464	2,342	2,434	2,546	2,811	2,954	3,005	2,986	3,280	10,251	10,133	12,225	13,494
인건비	1,244	1,313	1,377	1,378	1,434	1,546	1,579	1,827	1,864	1,855	1,974	2,083	5,313	6,386	7,776	8,554
마케팅비	950	1,249	857	868	776	1,004	1,004	1,177	1,342	1,369	1,345	1,423	3,924	3,961	5,479	5,999
감가상각비	280	277	271	289	261	256	319	677	616	611	675	691	1,117	1,513	2,593	2,645
기타	378	324	406	413	348	370	357	446	383	407	392	491	1,522	1,521	1,673	1,756
EBITDA	484	1,095	1,144	1,113	803	418	585	879	1,887	1,441	1,171	1,046	3,837	3,058	5,545	5,821
영업이익	204	817	874	824	542	160	268	575	735	805	538	404	2,720	1,545	2,482	2,843
yoY	-40%	146%	4%	61%	165%	-80%	-69%	-30%	36%	402%	101%	-30%	34%	-43%	61%	15%
지분법손익	179	110	237	1,394	223	423	305	779	322	376	370	394	1,920	1,730	1,463	1,705
당기순이익	575	853	925	1,027	619	480	358	1,071	931	899	717	640	3,380	2,529	3,187	3,682
yoY	36%	124%	9%	2,087%	8%	-44%	-61%	4%	50%	87%	100%	-40%	99%	-25%	26%	16%
지배주주순이익	539	753	837	1,000	564	457	301	1,115	965	888	678	615	3,130	2,438	3,146	3,439

자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 목표주가 산정(SOTP)

항목	수치	단위	비고
영업 가치	75,413	억원	(a): (b)x(c)
12개월 Forward EBITDA	5,545	억원	(b): 2022E EBITDA
Target EV/EBITDA 멀티플	13.6	배	(c): 유사기업 Coinbase, Netease, 카카오게임즈 2022E EV/EBITDA 평균 13.6배
투자자산 가치	30,910	억원	(d): (e)+(f)+(g)+(h) & 30% 할인 적용
엔씨소프트 지분	9,601	억원	(e) 지분을 8.88%, 시가총액 2022.02.16 기준
코웨이 지분	13,480	억원	(f) 지분을 25.51%, 시가총액 2022.02.16 기준
하이브 지분	20,482	억원	(g) 지분을 19.31%, 시가총액 2022.02.16 기준
기타 투자자산	594	억원	(h) 3Q21 장부가액 기준
순현금	5,585	억원	(i) 3Q21 현금및현금성자산 + 단기금융상품 - 이자발생부채
적정기업 가치	111,908	억원	(j) : (a)+(d)+(i)
발행주식 수	8,193	만주	(k)
적정주가	136,582	원	(j)/(k)*10,000
목표주가	137,000	원	
현재 주가(2022.02.18)	101,000	원	
상승여력	36	%	

자료 : 넷마블, SK 증권

Peer Group 밸류에이션 표

(단위: 억원, %, 배)

항목	년도	NetEase	Coinbase	넷마블	카카오게임즈
티커		9999	Coin	251270	293490
시가총액(조원)		80.2	53.6	8.7	5.5
매출액	2019	99,943	6,222	21,787	3,910
	2020	125,861	15,066	24,848	4,955
	2021E	165,178	87,519	25,059	10,125
	2022E	191,966	84,868	31,905	16,190
영업이익	2019	23,266	(534)	2,027	350
	2020	24,839	4,823	2,720	665
	2021E	30,747	33,396	1,545	1,114
	2022E	38,149	26,845	3,353	3,638
영업이익률	2019	23.3%	-	9.3%	9.0%
	2020	19.7%	32.00%	10.9%	13.4%
	2021E	18.6%	38.20%	6.2%	12.4%
	2022E	19.9%	31.60%	10.5%	27.6%
순이익	2019	35,829	(354)	1,560	110
	2020	20,609	3,801	3,130	860
	2021E	27,750	39,369	2,438	1,209
	2022E	33,157	20,137	3,376	3,119
EBITDA	2019	26,904	(134)	3,208	528
	2020	30,747	5,545	3,838	888
	2021E	36,319	44,072	3,072	1,565
	2022E	43,347	34,222	5,046	4,304
EV/EBITDA	2019	14.9	-	14.9	-
	2020	20.0	-	22.6	32.6
	2021E	18.6	11.2	32.3	32.8
	2022E	15.1	13.7	17.5	11.9

자료 : Bloomberg, SK 증권

주요 게임 및 신작 장르 및 출시 일정

게임명	매출 비중	플랫폼	장르	출시 일정
캐시프렌지, 잭팟월드, 랫처슬롯	20%	모바일	슬롯머신	2018년
마블 콘테스트 오브 챔피언스	12%	모바일	대전 격투	2014년 12월
제2의 나라	9%	모바일	MMORPG/블록체인	2021년 6월 아시아, 1H22 글로벌
일곱개의 대죄	5%	모바일	CCG(수집형 카드게임)/RPG	2019년 6월 한국/일본, 2020년 3월 글로벌
세븐나이츠2	5%	모바일	CCG/MMORPG	2020년 11월 한국, 2021년 11월 글로벌
리니지2 레볼루션	5%	모바일	MMORPG	2016년 12월 한국, 2017년 6월 아시아, 2017년 8월 일본, 2017년 11월 글로벌
마블퓨처 레볼루션	3%	모바일	액션 RPG	2021년 8월 중국, 베트남 제외한 글로벌
블레이드 앤 소울 레볼루션	3%	모바일	MMORPG	2018년 12월 한국, 2019년 10월 일본, 2020년 5월 아시아, 2021년 3월 글로벌
세븐나이츠 레볼루션	-	모바일	MMORPG	1Q22 한국/일본 (사전예약 2021년 12월)
A3 Still alive 글로벌	-	모바일	MMORPG/블록체인	1Q22 글로벌
골든브로스	-	모바일	슈팅/블록체인	2Q22 글로벌
넷마블 프로야구 2022	-	PC	스포츠	2Q22 글로벌
BTS 드림 : 타이탄 하우스	-	모바일	캐주얼(리듬/꾸미기)	1H22 글로벌
머지 쿼아 아일랜드	-	모바일	RPG(머지)	1H22 글로벌
몬스터길들이기2	-	모바일	RPG(블록체인)	2H22 글로벌
디즈니 미러버스	-	모바일	캐주얼 액션 RPG	2H22 글로벌
그랜드크로스W	-	모바일	전략	2H22 글로벌
모두의마블 메타월드	-	모바일	부동산 투자/메타버스/블록체인	2H22 글로벌
챔피언 : 어센션	-	모바일	대전/P2E	2H22 글로벌
Squad Battle	-	PC	멀티플레이 온라인 배틀	2H22 글로벌
오버프라이م	-	PC	MOBA(멀티플레이 온라인 배틀 아레나)/ 슈팅	2H22 글로벌

자료 : 넷마블, SK 증권 정리

넷마블 연혁

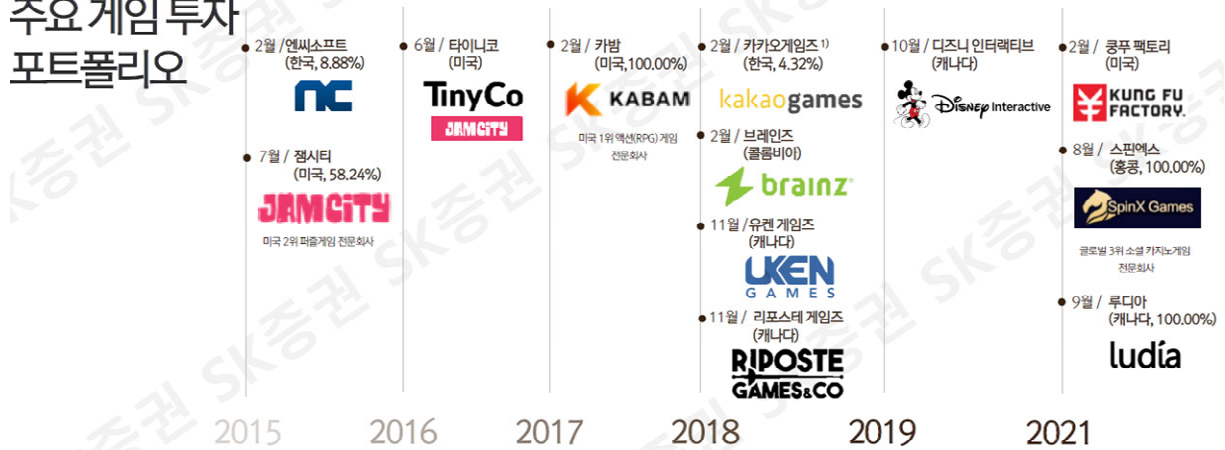
년도	내용
2000	넷마블 설립
2001	게임 퍼블리싱 사업 시작
2004	CJ그룹 자회사로 편입, CJ Internet으로 사명 변경
2011	개발 지주사 CJ게임즈 설립, CJ E&M과 합병
2012	모바일사업 추진, 해외법인 설립
2014	중국 텐센트 투자 유치, CJ그룹에서 독립 및 넷마블 게임즈 출범
2015	엔씨소프트와 전략적 제휴, 퍼블 글로벌 2위 개발사 잼시티 인수
2017	마블, 트랜스포머 IP 활용 게임 보유한 카밤 인수
2018	하이브(빅히트) 지분 25.7% 인수
2019	실물구독경제 1위 기업 코웨이 인수
2021	글로벌 모바일 소셜 카지노게임 3위 스피엑스 인수

자료 : 넷마블, SK 증권

주요 게임 투자 포트폴리오

시너지를 위한
주요 게임 투자
포트폴리오

주요 투자 포트폴리오 (게임)



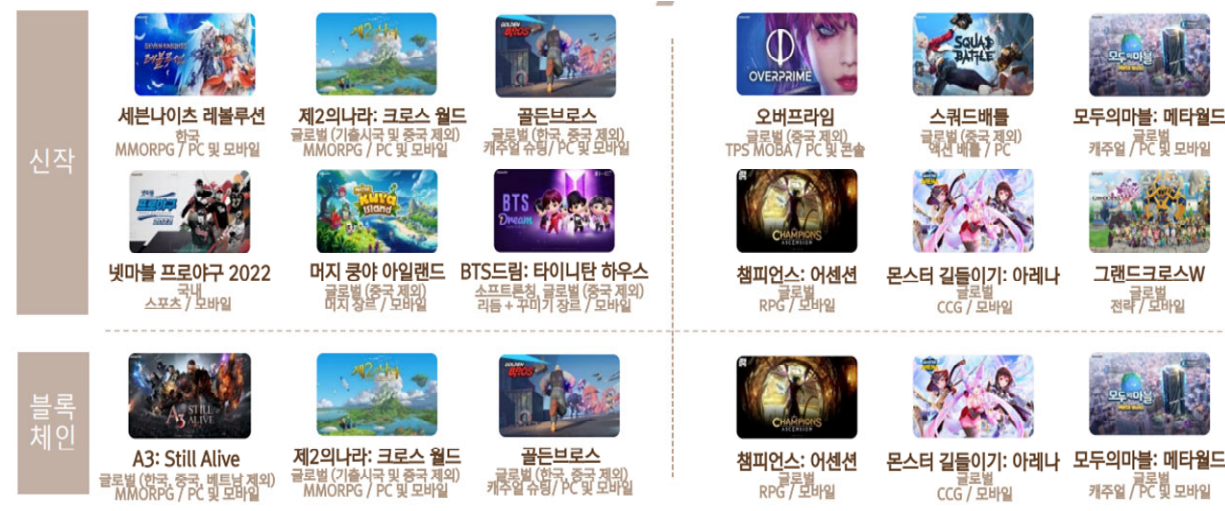
자료 : 넷마블, SK 증권

성공 게임 트랙레코드



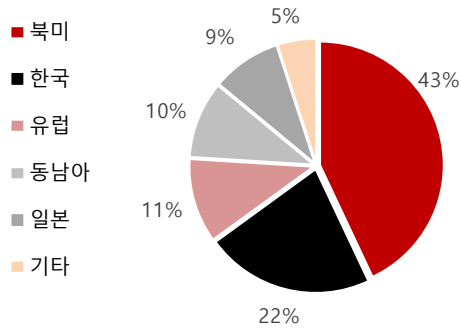
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 신작 라인업



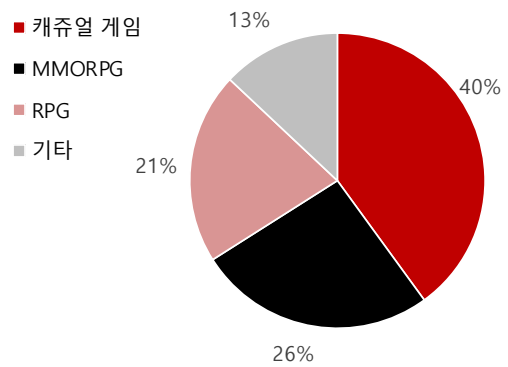
자료 : 넷마블, SK 증권

지역별 매출 비중(4Q21 기준)



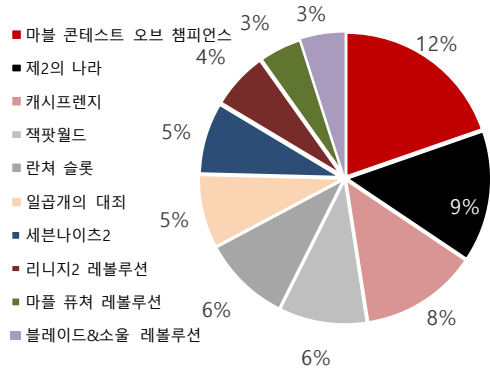
자료 : 넷마블, SK 증권

장르별 매출 비중(4Q21 기준)



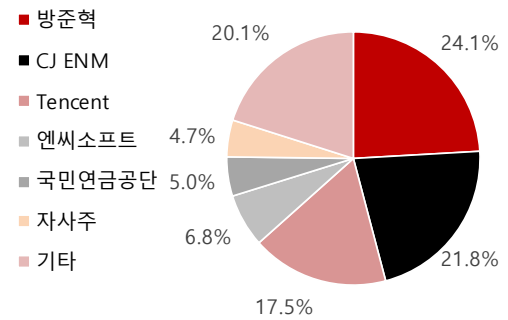
자료 : 넷마블, SK 증권

게임별 매출 비중(4Q21 기준)



자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 주주 구성



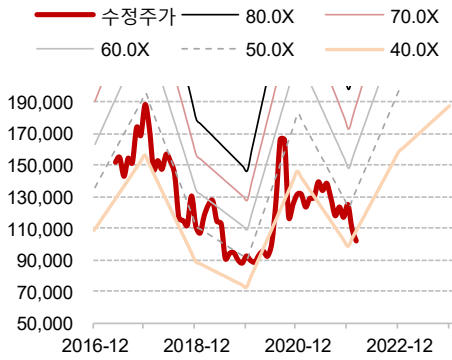
자료 : 넷마블, SK 증권

주요 IP 현황

자체 IP				외부 IP			
STONEAGE	SEVEN KNIGHTS	SEVEN KNIGHTS II	SEVEN KNIGHTS - THE WARRIORS	비게임 IP		게임 IP	
RAVEN	A3 STILL ALIVE	모두의마블	쿠키잼	MARVEL	Disney	LINEAGE II	
모두의마블	KUYA	PANDA POP	COOKIE JAM	Harry Potter	Hasbro	Blade & Soul	
PAJAMA PARTY	스타	JACKPOT WORLD		JURASSIC WORLD	BTS	FIGHTERS	
				NBA		MAGIC	
						NINJA KUNI	

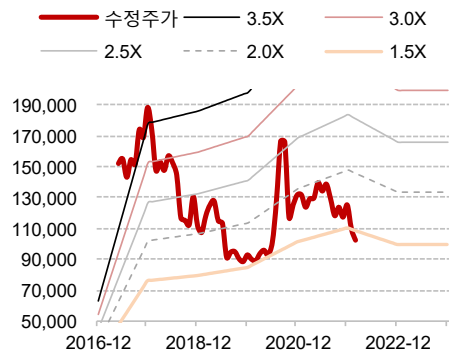
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PER 밴드 차트 (단위: 원 배)



자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PBR 밴드 차트 (단위: 원 배)



자료 : 넷마블, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.21	매수	137,000원	6개월		
2021.05.17	중립	136,000원	6개월	-6.62%	8.46%
2021.02.15	중립	136,000원	6개월	-5.37%	8.46%
2021.02.04	중립	136,000원	6개월	-5.86%	6.99%
2020.11.30	중립	136,000원	6개월	-6.36%	6.99%
2020.11.12	중립	136,000원	6개월	-7.44%	-3.68%
2020.10.23	중립	136,000원	6개월	-8.56%	-4.78%
2020.08.13	중립	160,000원	6개월	2.15%	23.44%
2020.07.30	중립	120,000원	6개월	16.25%	29.17%
2020.05.15	중립	103,000원	6개월	3.87%	31.07%
2020.04.29	매수	110,000원	6개월	-10.65%	-4.09%



Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 21일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	25,601	18,207	17,342	21,117	24,818
현금및현금성자산	15,748	12,575	11,345	14,641	17,894
매출채권및기타채권	1,536	2,096	2,524	2,813	3,080
재고자산	51	46	56	62	68
비유동자산	32,460	64,027	67,252	71,615	76,356
장기금융자산	12,239	23,817	17,613	17,613	17,613
유형자산	2,356	4,231	3,128	2,532	2,043
무형자산	13,838	12,918	15,586	13,635	11,686
자산총계	58,061	82,234	84,594	92,733	101,174
유동부채	6,646	16,335	5,726	6,088	6,195
단기금융부채	3,389	12,340	904	704	304
매입채무 및 기타채무	1,000	1,145	1,379	1,536	1,682
단기충당부채	541	673	821	925	1,009
비유동부채	4,932	9,393	15,628	15,546	15,743
장기금융부채	2,678	3,614	9,060	8,194	8,374
장기매입채무 및 기타채무	90	92	88	83	83
장기충당부채	67	70	71	67	80
부채총계	11,577	25,728	21,354	21,634	21,938
지배주주지분	44,518	54,071	61,199	68,932	76,741
자본금	86	86	86	91	95
자본잉여금	38,806	38,867	30,444	30,444	30,444
기타자본구성요소	-8,739	-10,086	-1,285	-1,285	-1,285
자기주식	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	9,145	12,262	19,202	21,990	24,856
비지배주주지분	1,965	2,435	2,041	2,167	2,495
자본총계	46,483	56,506	63,240	71,099	79,235
부채외자본총계	58,061	82,234	84,594	92,733	101,174

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	3,095	3,504	2,857	5,170	4,479
당기순이익(손실)	1,698	3,380	2,529	3,187	3,682
비현금성항목등	1,638	848	448	2,358	2,139
유형자산감가상각비	360	392	419	871	788
무형자산상각비	821	726	722	2,192	2,190
기타	809	333	208	0	0
운전자본감소(증가)	329	-438	-1,145	75	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	346	-1,100	-483	-289	-267
재고자산감소(증가)	-25	-2	-14	-6	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-314	212	-28	158	146
기타	322	453	-620	212	107
법인세납부	-570	-287	1,024	-450	-1,322
투자활동현금흐름	-1,711	-15,018	3,208	-308	-307
금융자산감소(증가)	-49	4,657	8,522	-50	-49
유형자산감소(증가)	-794	-2,103	-819	-275	-300
무형자산감소(증가)	-249	-269	-241	-241	-241
기타	-618	-17,302	-4,253	258	283
재무활동현금흐름	-1,112	8,613	-7,578	-1,567	-918
단기금융부채증가(감소)	34	6,814	-11,147	-200	-400
장기금융부채증가(감소)	1,004	2,344	5,355	-866	180
자본의증가(감소)	-2,149	92	72	5	4
배당금의 지급	-1	0	-1,570	-357	-574
기타	-1	-637	-288	-149	-129
현금의 증가(감소)	262	-3,173	-1,230	3,295	3,253
기초현금	15,487	15,748	12,575	11,345	14,641
기말현금	15,748	12,575	11,345	14,641	17,894
FCF	24	2,761	1,282	4,449	4,571

자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	21,787	24,848	25,059	32,228	35,291
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,787	24,848	25,059	32,228	35,291
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	19,760	22,127	23,514	29,746	32,448
영업이익	2,027	2,720	1,545	2,482	2,843
영업이익률 (%)	9.3	11.0	6.2	7.7	8.1
비영업손익	157	2,026	1,997	1,723	2,015
순금융비용	-355	71	131	41	1
외환관련손익	133	125	145	141	151
관계기업투자등 관련손익	129	1,958	1,730	1,463	1,705
세전계속사업이익	2,184	4,746	3,542	4,204	4,858
세전계속사업이익률 (%)	10.0	19.1	14.1	13.1	13.8
계속사업법인세	486	1,366	1,013	1,017	1,176
계속사업이익	1,698	3,380	2,529	3,187	3,682
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,698	3,380	2,529	3,187	3,682
순이익률 (%)	7.8	13.6	10.1	9.9	10.4
지배주주	1,560	3,130	2,438	3,146	3,439
지배주주귀속 순이익률(%)	7.16	12.59	9.73	9.76	9.74
비지배주주	138	251	91	41	243
총포괄이익	3,190	11,051	7,553	8,211	8,706
지배주주	3,028	10,838	7,378	8,085	8,379
비지배주주	162	213	176	126	328
EBITDA	3,208	3,838	2,685	5,545	5,821

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	7.8	14.1	0.9	28.6	9.5
영업이익	-16.1	34.2	-43.2	60.6	14.5
세전계속사업이익	-24.8	117.3	-25.4	18.7	15.5
EBITDA	-0.3	19.6	-30.0	106.5	5.0
EPS(계속사업)	-18.1	100.1	-22.2	29.0	9.3
수익성 (%)					
ROE	3.5	6.4	4.2	4.8	4.7
ROA	3.0	4.8	3.0	3.6	3.8
EBITDA마진	14.7	15.4	10.7	17.2	16.5
안정성 (%)					
유동비율	385.2	111.5	302.9	346.9	400.6
부채비율	24.9	45.5	33.8	30.4	27.7
순차입금/자기자본	-33.2	1.5	-5.7	-11.3	-14.6
EBITDA/이자비용(배)	36.6	16.6	12.0	38.4	45.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,823	3,647	2,837	3,660	4,001
BPS	51,919	62,986	71,200	80,196	89,281
CFPS	3,204	4,949	4,164	7,223	7,466
주당 현금배당금	0	767	436	700	802
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	74.6	54.2	52.0	34.8	31.9
PER(최저)	46.4	23.9	40.2	26.9	24.6
PBR(최고)	2.6	3.1	2.1	1.6	1.4
PBR(최저)	1.6	1.4	1.6	1.2	1.1
PCR	28.8	26.6	30.0	13.9	13.5
EV/EBITDA(최고)	32.1	45.1	46.7	18.8	17.3
EV/EBITDA(최저)	18.5	20.4	36.0	14.3	13.1