

SK COMPANY Analysis



SK 신성장산업분석팀



Analyst
이소중

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

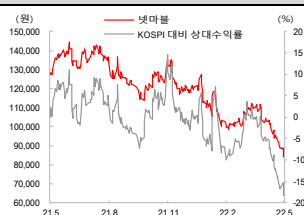
Company Data

자본금	86 억원
발행주식수	8,595 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	62,144 억원
주요주주	
방준혁(외14)	64.14%
엔씨소프트	6.80%
외국인지분률	22.70%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(22/05/13)	72,300 원
KOSPI	2604.24 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	72,300 원
60일 평균 거래대금	167 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.2%	-14.4%
6개월	-36.7%	-26.3%
12개월	-34.2%	-18.4%

넷마블 (251270/KS | 매수(유지) | T.P 95,000 원(하향))

2Q22 부터 13 여중 신작 모멘텀 기대

- 북미와 한국 시장 중심으로 외부 및 자체 IP 기반의 MMORPG/RPG 게임 서비스 중
- 1Q22 신작 출시 연기 및 기존 게임 매출 감소로 인해 실적 부진
- 2Q22 부터 12 여중 신작 출시 예정, 특히 블록체인 기반 신작 성과 기대
- 2Q22 매출액 6,669 억원(+6% QoQ), 영업이익 196 억원(흑자전환 QoQ) 전망
- 2022 년 매출액 2 조 8,724 억원(+15% YoY), 영업이익 978 억원(-35% YoY) 전망

글로벌 모바일 게임 퍼블리셔

넷마블은 국내 3 대 게임 업체이며, 글로벌 모바일 게임 퍼블리셔다. 북미와 한국 시장 중심으로 외부 IP(리니지, 블레이드&소울, 마블 등)와 자체 IP(세븐나이츠, 모두의마블 등) 기반의 MMORPG/RPG 게임을 서비스 중이다. 1Q22 신작 출시 연기 및 기존 게임 매출 감소로 인해 매출액 6,315 억원(+11% YoY, -16% QoQ), EBITDA 457 억원(-43% YoY, -62% QoQ), 영업이익 -119 억원(적자전환 YoY, QoQ)을 기록했다.

2Q22 부터 13 여중 신작 모멘텀 기대

2분기에 신작 5 개(제2 의나라 글로벌, 골든브로스, BTS 드림 등) 출시 효과로 2Q22 매출액은 6,669 억원(+6% QoQ), 영업이익은 196 억원(흑자전환 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 하반기에 신작 8 개(세븐나이츠 레볼루션, 오버프라이, 모두의마블:메타월드 등)가 출시됨에 따라 5 월부터 연말까지 풍부한 신작 모멘텀이 기대된다. 동사는 3 월에 기존 게임 A3 Still Alive 에 P2E 서비스를 도입함에 따라 인앱 결제 및 이용자 수가 늘어난 효과를 본 만큼 올해 출시될 블록체인 기반 신작들에 대한 성과에 대한 기대감이 높아질 것으로 판단한다. 2022 년 매출액은 2 조 8,724 억원(+15% YoY), 영업이익은 978 억원(-35% YoY)으로 전망한다.

투자이견 매수, 목표주가 95,000 원으로 하향

기존 게임 매출 감소폭이 크게 나타났고, 주요 신작 출시가 예상보다 늦어짐에 따라 2022 년 실적 추정치를 하향했고 목표주가가 137,000 원에서 95,000 원으로 하향했다. 5 월 중순부터 신작들이 출시되기 때문에 3Q22 부터 본격적인 매출 성장이 나타날 것으로 판단되며, 4Q21 부터 증가한 인건비에 따른 성과는 2023 년 실적 성장에 크게 기여할 것으로 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	21,787	24,848	25,069	28,724	32,881	36,756
yoy	%	7.8	14.1	0.9	14.6	14.5	11.8
영업이익	억원	2,027	2,720	1,510	978	1,938	2,646
yoy	%	-16.1	34.2	-44.5	-35.3	98.2	36.6
EBITDA	억원	3,208	3,838	3,016	4,107	5,065	4,920
세전이익	억원	2,184	4,746	3,512	943	3,248	3,716
순이익(지배주주)	억원	1,560	3,130	2,402	654	2,220	2,575
영업이익률%	%	9.3	11.0	6.0	3.4	5.9	7.2
EBITDA%	%	14.7	15.4	12.0	14.3	15.4	13.4
순이익률	%	7.8	13.6	9.9	2.2	7.5	7.7
EPS(계속사업)	원	1,823	3,647	2,796	761	2,582	2,996
PER	배	50.7	36.1	44.7	110.2	32.5	28.0
PBR	배	1.8	2.1	1.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	20.6	30.3	42.2	22.2	17.3	17.2
ROE	%	3.5	6.4	4.3	1.1	3.5	3.8
순차입금	억원	-15,433	870	17,656	16,580	13,144	9,713
부채비율	%	24.9	45.5	77.5	74.0	72.1	70.8

넷마블 실적 추정 Table(분기/연간)

(단위: 억원)

항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,704	5,771	6,072	7,523	6,315	6,669	7,688	8,052	25,070	28,724	32,881	36,756
yoy	7%	-16%	-5%	21%	11%	16%	27%	7%	1%	15%	14%	12%
모바일게임	5,305	5,368	5,585	7,098	5,934	6,248	6,971	7,311	23,356	26,463	30,710	34,647
PC 게임	93	72	63	72	60	74	272	371	291	577	614	474
기타매출	305	331	423	353	320	347	445	371	1,412	1,483	1,557	1,635
영업비용	5,162	5,610	5,804	6,983	6,434	6,473	7,166	7,673	23,559	27,746	30,943	34,110
지급수수료	2,342	2,434	2,546	2,829	2,455	2,466	2,897	3,073	10,151	10,890	12,530	14,048
인건비	1,434	1,546	1,579	1,829	1,868	1,855	1,895	2,085	6,388	7,703	8,473	9,321
마케팅비	776	1,004	1,004	1,216	1,129	1,134	1,307	1,369	4,000	4,938	5,590	6,248
감가상각비	261	256	319	600	576	611	675	612	1,436	2,474	2,524	2,574
기타	348	370	357	509	406	407	392	534	1,584	1,740	1,827	1,918
EBITDA	803	418	585	1,210	457	970	1,292	1,182	3,016	3,901	5,065	4,920
영업이익	542	160	268	540	-119	196	521	379	1,510	978	1,938	2,646
yoy	165%	-80%	-69%	-34%	적전	23%	95%	-30%	-44%	-35%	98%	37%
지분법손익	223	423	305	780	274	280	290	295	1,731	1,139	1,705	1,525
당기순이익	619	480	358	1,034	-518	280	550	328	2,493	639	2,462	2,817
yoy	8%	-44%	-61%	1%	-184%	-42%	53%	-68%	-26%	-74%	286%	14%
지배주주 순이익	564	457	301	1,079	-430	270	511	304	2,402	654	2,220	2,575

자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 목표주가 산정(SOTP)

항목	수치	단위	비고
영업 가치	51,028	억원	(a): (b)x(c)
12개월 Forward EBITDA	3,901	억원	(b): 2022E EBITDA
Target EV/EBITDA 멀티플	13.1	배	(c): 유사기업 Tencent, Netease, 카카오게임즈 2022E EV/EBITDA 평균 13.1배
투자자산 가치	28,204	억원	(d): (e)+(f)+(g)+(h) & 30% 할인 적용
엔씨소프트 지분	8,568	억원	(e) 지분율 8.88%, 시가총액 2022.05.13 기준
코웨이 지분	13,254	억원	(f) 지분율 25.51%, 시가총액 2022.05.13 기준
하이브 지분	17,169	억원	(g) 지분율 19.31%, 시가총액 2022.05.13 기준
기타 투자자산	1,302	억원	(h) 4Q21 장부가액 기준
순현금	-2,125	억원	(i) 1Q22 현금및현금성자산 - 단기차입금 및 기타유동부채
적정기업 가치	77,108	억원	(j) : (a)+(d)+(i)
발행주식 수	8,193	만주	(k)
적정주가	94,109	원	(j)/(k)*10,000
목표주가	95,000	원	
현재 주가(2022.05.13)	72,300	원	
상승여력	31	%	

자료 : 넷마블, SK 증권

주요 게임 및 신작 장르 및 출시 일정

게임명	매출 비중	플랫폼	장르	출시 일정
캐시프렌지, 잭팟월드, 랫처슬롯	23%	모바일	슬롯머신	2018년
마블 콘테스트 오브 챔피언스	9%	모바일	대전 격투	2014년 12월
제2의 나라	7%	모바일	MMORPG/블록체인	2021년 6월 아시아, 1H22 글로벌
일곱개의 대죄	7%	모바일	CCG(수집형 카드게임)/RPG	2019년 6월 한국/일본, 2020년 3월 글로벌
세븐나이츠2	4%	모바일	CCG/MMORPG	2020년 11월 한국, 2021년 11월 글로벌
리니지2 레볼루션	4%	모바일	MMORPG	2016년 12월 한국, 2017년 6월 아시아, 2017년 8월 일본, 2017년 11월 글로벌
블레이드 앤 소울 레볼루션	4%	모바일	MMORPG	2018년 12월 한국, 2019년 10월 일본, 2020년 5월 아시아, 2021년 3월 글로벌
마블퓨처 레볼루션	2%	모바일	액션 RPG	2021년 8월 중국, 베트남 제외한 글로벌
A3 Still alive 글로벌	<2%	모바일	MMORPG/블록체인	1Q22 글로벌 (3월 출시)
골든브로스	-	모바일	슈팅/블록체인	2Q22 글로벌
디즈니 미러 가디언즈	-	모바일	캐주얼 액션 RPG	2Q22 글로벌
BTS 드림 : 타이탄 하우스	-	모바일	캐주얼(리듬/퍼미기)	2Q22 글로벌
머지 쿼아 아일랜드	-	모바일	RPG(머지)	2Q22 글로벌
세븐나이츠 레볼루션	-	모바일	MMORPG	2022년 7월 한국/일본
넷마블 프로야구 2022	-	PC	스포츠	2Q22 글로벌
몬스터길들이기2	-	모바일	RPG(블록체인)	2H22 글로벌
그랜드크로스W	-	모바일	전략	2H22 글로벌
모두의마블 메타월드	-	모바일	부동산 투자/메타버스/블록체인	2H22 글로벌
챔피언 : 어센션	-	모바일	대전/P2E	2H22 글로벌
하이퍼스쿼드	-	PC	멀티플레이 온라인 배틀	2H22 글로벌
오버프라임	-	PC	MOBA(멀티플레이 온라인 배틀 아레나)/ 슈팅	2H22 글로벌

자료 : 넷마블, SK 증권 정리

넷마블 연혁

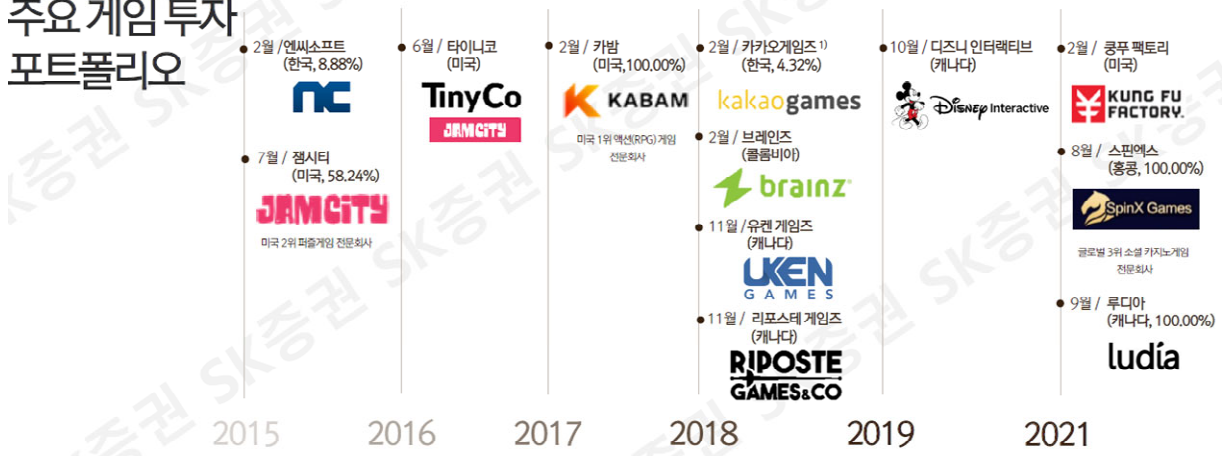
년도	내용
2000	넷마블 설립
2001	게임 퍼블리싱 사업 시작
2004	C그룹 자회사로 편입, CJ Internet으로 사명 변경
2011	개발 지주사 CJ게임즈 설립, CJ E&M과 합병
2012	모바일사업 추진, 해외법인 설립
2014	중국 텐센트 투자 유치, C그룹에서 독립 및 넷마블 게임즈 출범
2015	엔씨소프트와 전략적 제휴, 퍼블 글로벌 2위 개발사 점시티 인수
2017	마블, 트랜스포머 IP 활용 게임 보유한 카밤 인수
2018	하이브(빅히트) 지분 25.7% 인수
2019	실물구독경제 1위 기업 코웨이 인수
2021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

자료 : 넷마블, SK 증권

주요 게임 투자 포트폴리오

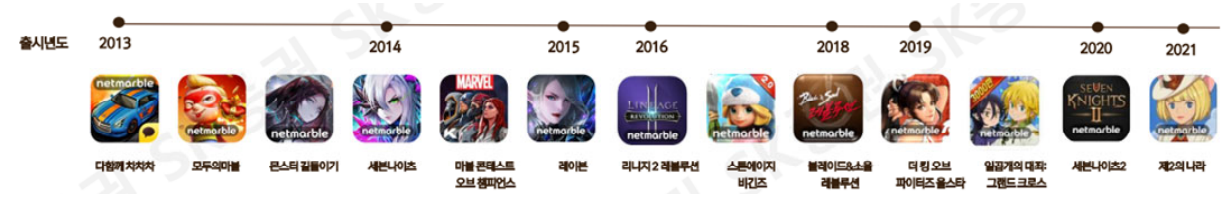
시너지를 위한
주요 게임 투자
포트폴리오

주요 투자 포트폴리오 (게임)



자료 : 넷마블, SK 증권

성공 게임 트랙레코드



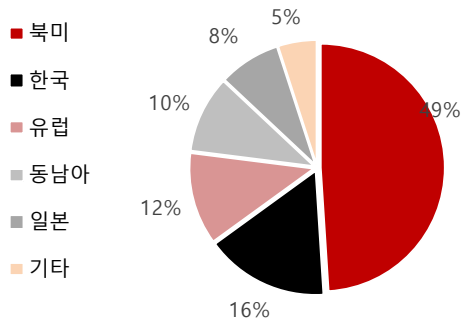
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 신작 라인업



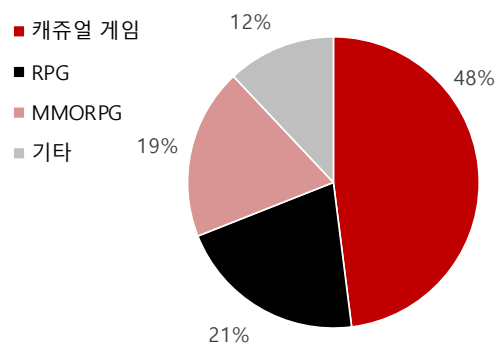
자료 : 넷마블, SK 증권

지역별 매출 비중(1Q22 기준)



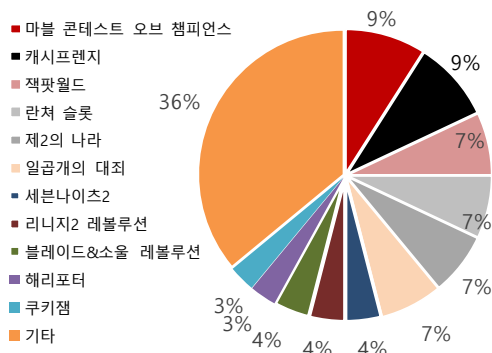
자료 : 넷마블, SK 증권

장르별 매출 비중(1Q22 기준)



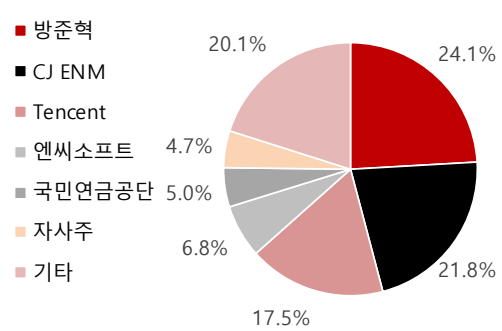
자료 : 넷마블, SK 증권

게임별 매출 비중(1Q22 기준)



자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 주주 구성



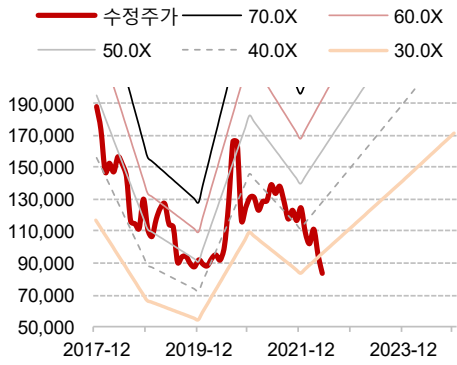
자료 : 넷마블, SK 증권

주요 IP 현황

자체 IP				외부 IP			
STONEAGE	SEVEN KNIGHTS	SEVEN KNIGHTS II	SEVEN KNIGHTS THE WARRIOR	MARVEL	DISNEY	LINEAGE II	
RAVEN	A3 STILL ALIVE	인스타인	미꾸라지	Harry Potter	Hasbro	Black Soul	
모두의마블	KUVA	PANDA POP	COOKIE JAM	JURASSIC WORLD	BTS	DRAGON FIGHTERS	
캐시프렌지	슬롯	JACKPOT WORLD		NBA		MAGIC	NINHO KUNI

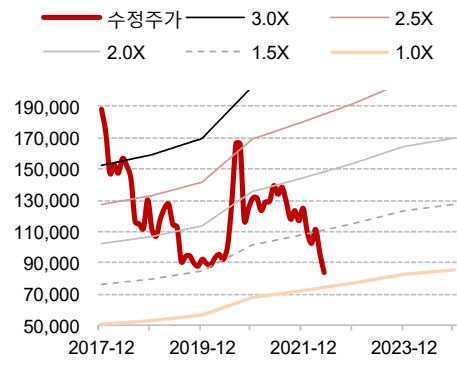
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PER 밴드 차트 (단위 : 원 배)



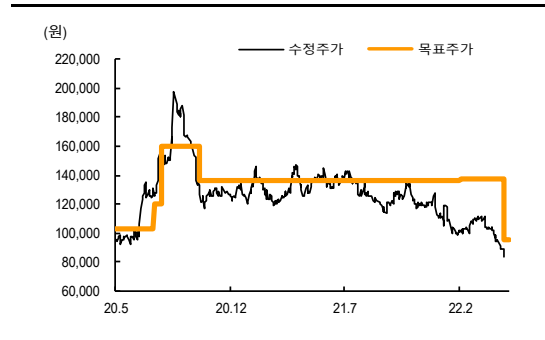
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PBR 밴드 차트 (단위 : 원 배)



자료 : 넷마블, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.16	매수	95,000원	6개월		
2022.02.21	매수	137,000원	6개월	-25.25%	-18.25%
2021.05.17	중립	136,000원	6개월	-6.68%	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%



Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 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 5월 16일 기준)

매수	92.74%	중립	7.26%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	18,207	19,626	21,941	26,701	31,922
현금및현금성자산	12,575	13,537	15,564	19,750	24,482
매출채권및기타채권	2,096	2,320	2,484	2,843	3,178
재고자산	46	40	42	49	54
비유동자산	64,027	87,012	87,364	89,517	91,662
장기금융자산	23,817	13,845	13,845	13,845	13,845
유형자산	4,231	3,228	3,155	3,073	2,747
무형자산	12,918	40,990	38,360	35,764	33,966
자산총계	82,234	106,638	109,305	116,218	123,584
유동부채	16,335	30,562	30,941	31,850	32,870
단기금융부채	12,339	22,113	21,913	21,513	21,313
매입채무 및 기타채무	1,145	1,661	1,778	2,035	2,275
단기충당부채	673	847	891	1,022	1,145
비유동부채	9,393	15,999	15,541	16,824	18,368
장기금융부채	3,614	11,780	12,980	14,180	15,680
장기매입채무 및 기타채무	92	45	63	63	63
장기충당부채	70	87	95	120	133
부채총계	25,728	46,561	46,482	48,674	51,238
지배주주지분	54,071	57,914	60,614	65,031	69,528
자본금	86	86	91	95	99
자본잉여금	38,867	38,967	38,967	38,967	38,967
기타자본구성요소	-10,086	-10,590	-10,590	-10,590	-10,590
자기주식	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	12,262	22,346	22,568	24,507	26,527
비지배주주지분	2,435	2,162	2,209	2,513	2,818
자본총계	56,506	60,077	62,823	67,545	72,346
부채외자본총계	82,234	106,638	109,305	116,218	123,584

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	3,504	1,937	2,384	4,647	4,608
당기순이익(손실)	3,380	2,492	639	2,462	2,817
비현금성항목등	848	902	3,468	2,603	2,103
유형자산감가상각비	392	440	348	381	326
무형자산상각비	726	1,066	2,781	2,746	1,949
기타	333	647	779	0	0
운전자본감소(증가)	-438	-807	233	515	587
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,100	197	-163	-359	-335
재고자산감소(증가)	-2	-3	-3	-6	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	212	-987	117	257	240
기타	453	-14	282	623	688
법인세납부	-287	-649	-1,955	-932	-899
투자활동현금흐름	-15,018	-11,228	-234	-249	127
금융자산감소(증가)	4,657	13,493	-50	-49	0
유형자산감소(증가)	-2,103	-858	-275	-300	0
무형자산감소(증가)	-269	-151	-151	-151	-151
기타	-17,302	-23,712	242	251	278
재무활동현금흐름	8,613	10,081	-124	-212	-4
단기금융부채증가(감소)	6,814	8,354	-200	-400	-200
장기금융부채증가(감소)	2,344	4,022	1,200	1,200	1,500
자본의증가(감소)	92	72	5	4	4
배당금의 지급	0	-1,570	-433	-280	-555
기타	-637	-797	-697	-736	-753
현금의 증가(감소)	-3,173	962	2,026	4,187	4,731
기초현금	15,748	12,575	13,537	15,564	19,750
기말현금	12,575	13,537	15,564	19,750	24,482
FCF	2,761	5,660	3,738	4,660	4,716

자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,848	25,069	28,724	32,881	36,756
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,848	25,069	28,724	32,881	36,756
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	22,127	23,559	27,746	30,943	34,110
영업이익	2,720	1,510	978	1,938	2,646
영업이익률 (%)	11.0	6.0	3.4	5.9	7.2
비영업손익	2,026	2,002	-35	1,310	1,071
순금융비용	71	284	630	640	635
외환관련손익	125	318	75	85	21
관계기업투자등 관련손익	1,958	2,091	1,139	1,705	1,525
세전계속사업이익	4,746	3,512	943	3,248	3,716
세전계속사업이익률 (%)	19.1	14.0	3.3	9.9	10.1
계속사업법인세	1,366	1,020	304	786	899
계속사업이익	3,380	2,492	639	2,462	2,817
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,380	2,492	639	2,462	2,817
순이익률 (%)	13.6	9.9	2.2	7.5	7.7
지배주주	3,130	2,402	654	2,220	2,575
지배주주귀속 순이익률(%)	12.59	9.58	2.28	6.75	7.01
비지배주주	251	89	-16	242	242
총포괄이익	11,051	5,027	3,174	4,998	5,353
지배주주	10,838	4,876	3,128	4,693	5,048
비지배주주	213	152	47	304	304
EBITDA	3,838	3,016	4,107	5,065	4,920

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	14.1	0.9	14.6	14.5	11.8
영업이익	34.2	-44.5	-35.3	98.2	36.6
세전계속사업이익	117.3	-26.0	-73.2	244.4	14.4
EBITDA	19.6	-21.4	36.2	23.3	-2.9
EPS(계속사업)	100.1	-23.4	-72.8	239.3	16.0
수익성 (%)					
ROE	6.4	4.3	1.1	3.5	3.8
ROA	4.8	2.6	0.6	2.2	2.4
EBITDA마진	15.4	12.0	14.3	15.4	13.4
안정성 (%)					
유동비율	111.5	64.2	70.9	83.8	97.1
부채비율	45.5	77.5	74.0	72.1	70.8
순차입금/자기자본	1.5	29.4	26.4	19.5	13.4
EBITDA/이자비용(배)	16.6	8.3	5.8	6.9	6.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,647	2,796	761	2,582	2,996
BPS	62,986	67,379	70,520	75,659	80,891
CFPS	4,949	4,547	4,401	6,221	5,642
주당 현금배당금	767	528	342	678	887
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	54.2	52.8	167.5	49.4	42.6
PER(최저)	23.9	40.8	110.2	32.5	28.0
PBR(최고)	3.1	2.2	1.8	1.7	1.6
PBR(최저)	1.4	1.7	1.2	1.1	1.0
PCR	26.6	27.5	19.1	13.5	14.9
EV/EBITDA(최고)	45.1	48.7	31.3	24.7	24.8
EV/EBITDA(최저)	20.4	39.1	22.2	17.3	17.2