SK COMPANY Analysis

SK securities

넷마블 (251270/KS | 중립(하향) | T.P 58,000 원(하향))

1Q23 '모두의마블:메타월드' 출시 기대

- 북미와 한국 시장 중심으로 외부 및 자체 IP 기반의 MMORPG/RPG 게임 서비스 중
- 3Q22 기존 게임 콘텐츠 업데이트 및 신작 세븐나이츠 레볼루션 출시 효과 나타나
- 3Q22 매출액 6,944 억원(+14% YoY) , 영업이익 -380 억원(적전 YoY) 기록
- 4Q22 신작 3 종, 1Q23 '모두의마블:메타월드', 2Q23 '하이퍼스쿼드' 출시 기대
- 2023 년 매출액 2 조 8,485 억원(+7% YoY), 영업이익 357 억원(흑전 YoY) 전망

글로벌 모바일 게임 퍼블리셔

넷마블은 글로벌 모바일 게임 퍼블리셔다. 3Q22 마블 콘테스 트오브 챔피언스 업데이트 및 신작 세븐나이츠 레볼루션 출시 효과로 매출액은 전년대비 14% 증가했으나, 높은 인건비 및 마케팅비로 인해 영업적자가 확대됐다. 인건비는 관계사 잼시티 관련 일시적 퇴직 위로금 지급으로 증가했다. 4Q22 신작 '샬롯의 테이블', '킹 오브 파이터 아레나', '파라곤: 디 오버프라임'(early access) 출시 및 세븐나이츠 레볼루션 매출이 온기 반영될 예정이다. 2022 년 연간 실적은 세븐나이츠 레볼루션 성과 부진 및 기대작 출시 연기로 인해 부진하지만, 2023 년부터 연기된 신작들의 성과에 따라 실적 개선이 기대된다.

1Q23 모두의마블:메타월드 출시 효과 기대

2023 년 모두의마블:메타월드를 비롯해 2Q23 하이퍼스쿼드, 3Q22 아스달연대기, 나혼자만 레벨업 등 기대작들이 출시될 예정이다. 하이퍼스쿼드를 제외한 신작 3 종은 대형 IP 기반 인만큼 유의미한 매출이 나올 가능성이 높다. 특히 모두의마블:메타월드는 메타버스 공간에서 NFT 화된 부동산을 매매하는 투자 게임으로 메타버스, NFT 와 P2E 요소들을 포함해 기대감이 높을 것으로 예상한다. '모두의마블' 가입된 유저 수는 1 억명에 달하며, 블록체인 서비스를 통해 초기 마케팅 효과가 기대된다.

투자의견 중립, 목표주가 58,000 원으로 하향

신작 성과가 부진하게 나타났고, 기대작들의 출시 일정이 연기됨에 따라 2023 년 실적 추정치를 하향했고 목표주가도 95,000 원에서 58,000 원으로 하향하고 투자의견 중립을 제시한다. 2023 년 매출액은 2 조 8,485 억원(+7% YoY), 영업이익은 357 억원(흑전 YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

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	43,492 억원
주요주주	
방준혁(외15)	64.15%
엔씨소프트	6.80%
외국인지분률	23.40%
배당수익률	1.00%

Stock Data	
주가(22/11/11)	50,600 원
KOSPI	2483.16 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	135,000 원
52주 최저가	41,950 원
60일 평균 거래대금	110 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.9%	-8.3%
6개월	-42.9%	-40.4%
12개월	-62.5%	-55.9%

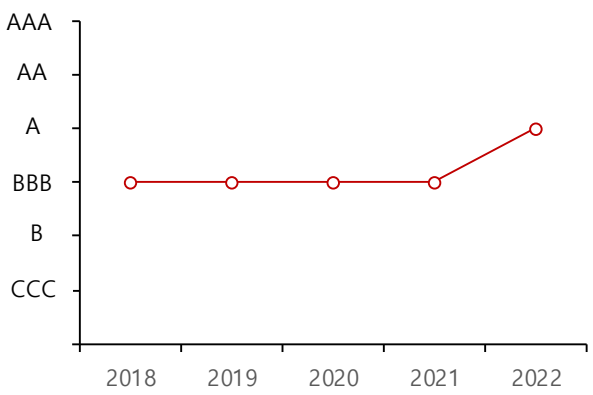
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	21,787	24,848	25,069	26,600	28,485	29,918
yoy	%	7.8	14.1	0.9	6.1	7.1	5.0
영업이익	억원	2,027	2,720	1,510	-981	357	453
yoy	%	-16.1	34.2	-44.5	적전	흑전	26.9
EBITDA	억원	3,208	3,838	3,016	2,029	4,320	3,132
세전이익	억원	2,184	4,746	3,512	-5,386	894	1,094
순이익(지배주주)	억원	1,560	3,130	2,402	-4,275	851	1,000
영업이익률%	%	9.3	11.0	6.0	-3.7	1.3	1.5
EBITDA%	%	14.7	15.4	12.0	7.6	15.2	10.5
순이익률	%	7.8	13.6	9.9	-17.6	2.4	2.7
EPS(계속사업)	원	1,823	3,647	2,796	-4,973	990	1,164
PER	배	50.7	36.1	44.7	N/A	51.1	43.5
PBR	배	1.8	2.1	1.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	20.6	30.3	42.2	33.0	14.8	19.8
ROE	%	3.5	6.4	4.3	-7.6	1.5	1.7
순차입금	억원	-15,433	870	17,656	21,756	18,692	16,852
부채비율	%	24.9	45.5	77.5	81.9	79.3	79.7

Analyst 이소중 sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

ESG 하이라이트

넷마블의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
넷마블 종합 등급	A	-	-
환경(Environment)	6.67	-	-
사회(Social)	49.11	-	-
지배구조(Governance)	62.26	-	-
<비교업체 종합 등급>			
- 엔씨소프트	BBB	-	-
- 펄어비스	BBB	-	-
- 위메이드	BB	-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 펄어비스 ESG 평가

넷마블은 올해 상반기 첫 ESG 보고서를 발간했으며 매년 정기적으로 작성할 계획이다.

ESG 보고서에 따르면 정보보안 관리 강화, 임직원 다양성 관리, 환경보호, 지역사회 참여 등의 성과가 보였다.

지속적으로 내부 통제 강화 및 사회적인 책임을 이행하는 등 ESG 경영 개선이 기대된다.

자료: SK 증권

넷마블의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

넷마블의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022-06-03	Social(사회)	최근 우크라이나를 돕기 위해 의료 지원금을 '국경없는의사회'에 전달
2022-05-04	ESG(종합)	ESG 첫 보고서 발간했으며, 주요 내용은 보안·자체 엔진 개발 강조
2021-11-02	Social(사회)	스마트 기기 후원으로 관내 보호종료 아동의 첫 사회진출을 지원
2021-06-16	ESG(종합)	코스닥 상장 게임사 중 최초로 ESG TF 팀을 신설

자료: 주요 언론사, SK 증권

넷마블 실적 추정 Table(분기/연간) (단위 : 억원)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	**6,315**	**6,606**	**6,944**	**6,735**	**6,959**	**6,983**	**7,213**	**7,330**	**26,600**	**28,485**	**29,918**
yoy	11%	14%	14%	-10%	10%	6%	4%	9%	6%	7%	5%
모바일	5,934	6,185	6,470	6,294	6,553	6,347	6,520	6,770	24,883	26,190	27,991
온라인 PC	60	74	72	71	70	272	271	171	277	784	340
기타매출	320	347	401	371	336	364	421	389	1,440	1,511	1,587
영업비용	**6,434**	**6,953**	**7,324**	**6,870**	**6,795**	**6,850**	**7,155**	**7,327**	**27,581**	**28,128**	**29,465**
지급수수료	2,455	2,608	2,785	2,546	2,649	2,647	2,716	2,776	10,394	10,789	11,332
인건비	1,868	1,897	2,030	2,048	1,961	1,992	2,132	2,151	7,843	8,236	8,647
마케팅비	1,129	1,444	1,449	1,145	1,183	1,187	1,226	1,246	5,167	4,842	5,086
감가상각비	576	600	646	612	588	612	659	624	2,434	2,483	2,532
기타	406	404	413	519	414	412	422	530	1,743	1,777	1,866
EBITDA	**457**	**215**	**208**	**477**	**752**	**744**	**717**	**627**	**1,357**	**2,840**	**2,986**
영업이익	**-119**	**-347**	**-380**	**-135**	**164**	**132**	**58**	**3**	**-980**	**357**	**453**
yoy	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-165%	-136%	27%
당기순이익	**-518**	**-1,205**	**-2,775**	**-184**	**182**	**169**	**144**	**176**	**-4,682**	**671**	**820**
yoy	적전	적전	-874%	-118%	-135%	-114%	-105%	-196%	적전	흑전	22%
지배주주 순이익	-430	-1,183	-2,453	-208	227	214	189	221	-4,275	851	1,000

자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 목표주가 산정(SOTP)

항목	수치	단위	비고
영업 가치	**36,918**	**억원**	**(a): (b)x(c)**
2023년 EBITDA	2,840	억원	(b): 2023E EBITDA
Target EV/EBITDA 멀티플	13.0	배	(c): 유사기업 Tencent, Netease, 카카오게임즈 2023E EV/EBITDA 평균 13.0배
투자자산 가치	**22,624**	**억원**	**(d): (e)+(f)+(g)+(h) & 30% 할인 적용**
엔씨소프트 지분	9,065	억원	(e) 지분율 8.88%, 시가총액 2022.11.11 기준
코웨이 지분	10,693	억원	(f) 지분율 25.51%, 시가총액 2022.11.11 기준
하이브 지분	11,259	억원	(g) 지분율 19.31%, 시가총액 2022.11.11 기준
기타 투자자산	1,302	억원	(h) 4Q21 장부가액 기준
순현금	**-11,956**	**억원**	**(i) 2Q22 현금 및 현금성자산, 매출채권 - 단기차입금, 매입채무**
적정기업 가치	47,586	억원	(j) : (a)+(d)+(i)
발행주식 수	8,193	만주	(k)
적정주가	58,078	원	(j)/(k)*10,000
목표주가	**58,000**	**원**	
현재 주가(2022.11.11)	50,600	원	
상승여력	15	%	

자료 : 넷마블, SK 증권

Analyst **이소중** sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

주요 게임 및 신작 장르 및 출시 일정(3Q22 기준)

게임명	매출 비중	플랫폼	장르	출시 일정
캐시프렌지, 잭팟월드, 랏처슬롯	24%	모바일	슬롯머신	2018년
마블 콘테스트 오브 챔피언스	11%	모바일	대전 격투	2014년 12월
제2의 나라	8%	모바일	MMORPG/블록체인	2021년 6월 아시아, 2022년 5월말 글로벌
일곱개의 대죄	6%	모바일	CCG(수집형 카드게임)/RPG	2019년 6월 한국/일본, 2020년 3월 글로벌
리니지2 레볼루션	3%	모바일	MMORPG	2016년 12월 한국, 2017년 6월 아시아, 2017년 8월 일본, 2017년 11월 글로벌
블레이드 앤 소울 레볼루션	3%	모바일	MMORPG	2018년 12월 한국, 2019년 10월 일본, 2020년 5월 아시아, 2021년 3월 글로벌
머지 쿠야 아일랜드	-	모바일	RPG(머지)	2022년 6월 15일 글로벌
디즈니 미러 가디언즈	-	모바일	캐주얼 액션 RPG	2022년 6월 24일 글로벌
세븐나이즈 레볼루션	3%	모바일	MMORPG	2022년 7월 28일 한국/일본
골든브로스	-	모바일	슈팅/블록체인	2022년 7월 29일 글로벌
BTS 드림 : 타이니탄 하우스	-	모바일	캐주얼(리듬/꾸미기)	2H22 글로벌
오버프라임	-	PC	MOBA(멀티플레이 온라인 배틀 아레나)/ 슈팅	4Q22 글로벌
모두의마블 메타월드	-	모바일	부동산 투자/메타버스/블록체인	1Q23 글로벌
하이퍼스쿼드	-	PC	멀티플레이 온라인 배틀	2023 글로벌
아스달연대기	-	모바일	MMORPG	1H23
신의탑	-	모바일	수집형 RPG	1H23
나혼자레벨업	-	모바일	싱글플레이 RPG	1H23

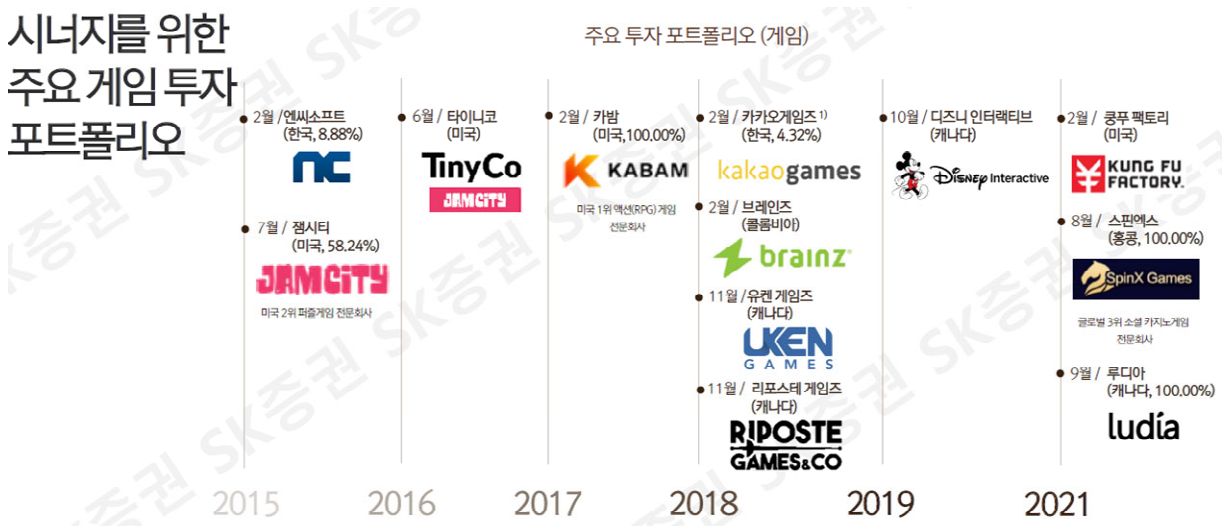
자료 : 넷마블, SK 증권 정리

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 스핀엑스 인수

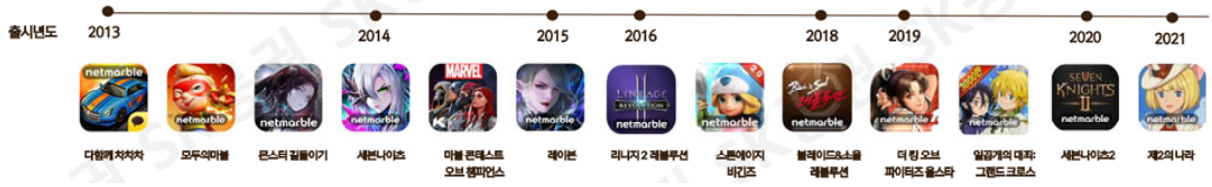
자료 : 넷마블, SK 증권

주요 게임 투자 포트폴리오



자료 : 넷마블, SK 증권

성공 게임 트랙레코드



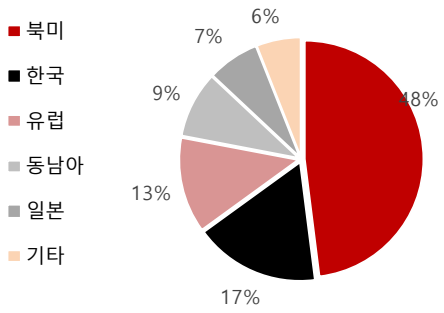
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 주요 신작 라인업

자료 : 넷마블, SK 증권

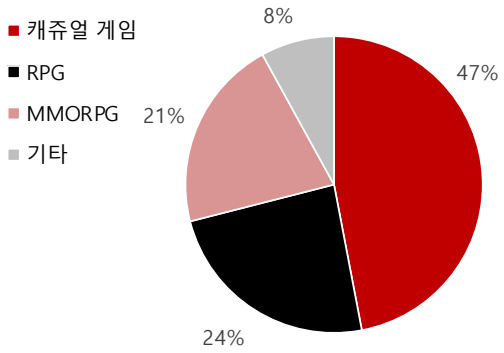
Analyst 이소중 sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

지역별 매출 비중(3Q22 기준)



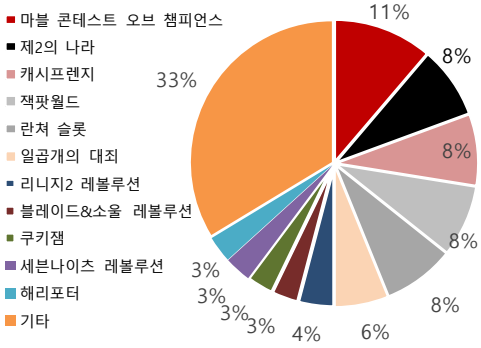
자료 : 넷마블, SK 증권

장르별 매출 비중(3Q22 기준)



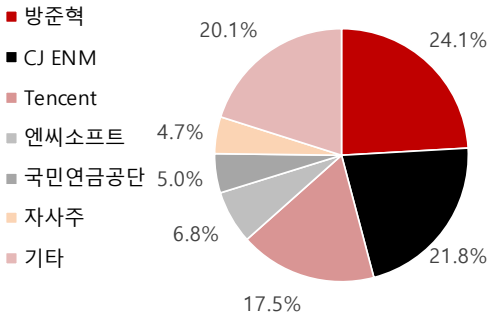
자료 : 넷마블, SK 증권

게임별 매출 비중(3Q22 기준)



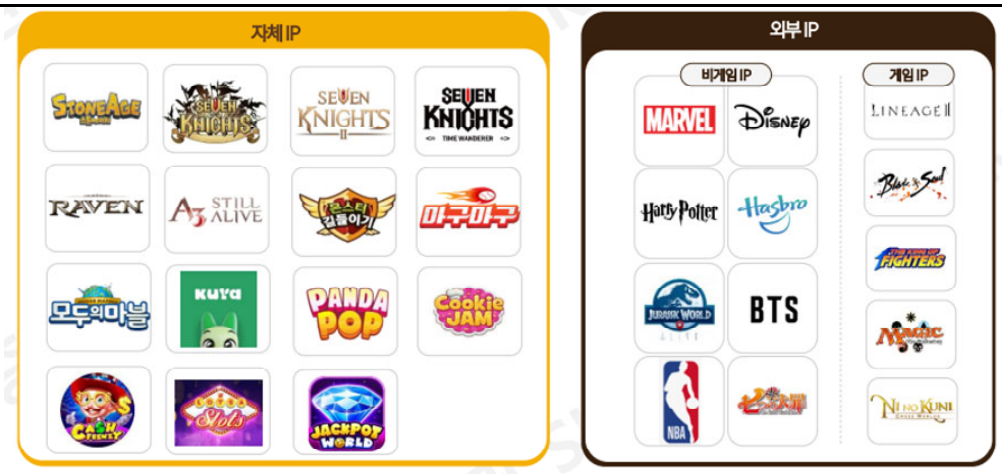
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 주주 구성



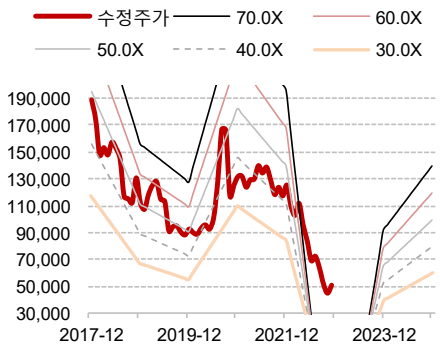
자료 : 넷마블, SK 증권

주요 IP 현황



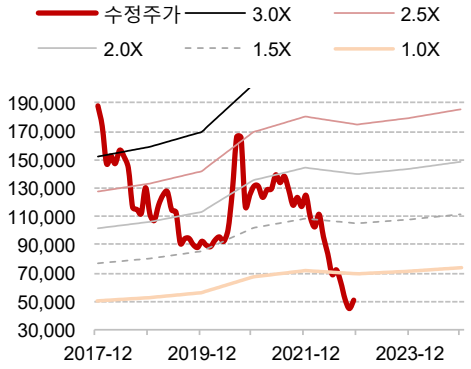
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PER 밴드 차트 (단위 : 원, 배)



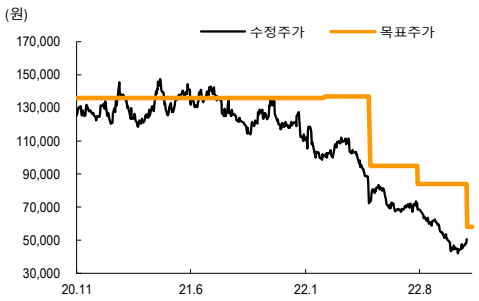
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PBR 밴드 차트 (단위 : 원, 배)



자료 : 넷마블, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.11.14	중립	58,000원	6개월		
2022.08.12	매수	84,000원	6개월	-35.30%	-18.33%
2022.05.16	매수	95,000원	6개월	-23.05%	-12.11%
2022.02.21	매수	137,000원	6개월	-25.64%	-18.25%
2021.05.17	중립	136,000원	6개월	-6.59%	8.46%
2021.02.15	중립	136,000원	6개월	-5.02%	8.46%
2021.02.04	중립	136,000원	6개월	-5.25%	6.99%
2020.11.30	중립	136,000원	6개월	-5.82%	6.99%
2020.11.12	중립	136,000원	6개월	-6.13%	-3.68%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2022 년 11 월 14 일 기준)

매수	94.31%	중립	5.69%	매도	0%

Analyst **이소중** sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	18,207	19,626	17,492	21,571	24,875
현금및현금성자산	12,575	13,537	10,605	14,420	17,561
매출채권및기타채권	2,096	2,320	2,077	2,224	2,336
재고자산	46	40	35	38	40
비유동자산	64,027	87,012	84,828	82,976	83,230
장기금융자산	23,817	13,845	8,379	8,379	8,379
유형자산	4,231	3,228	3,313	2,843	2,237
무형자산	12,918	40,990	42,862	40,069	38,395
자산총계	82,234	106,638	102,320	104,547	108,105
유동부채	16,335	30,562	30,826	30,962	31,169
단기금융부채	12,339	22,113	23,275	22,875	22,675
매입채무 및 기타채무	1,145	1,661	1,487	1,593	1,673
단기충당부채	673	847	745	799	840
비유동부채	9,393	15,999	15,247	15,268	16,781
장기금융부채	3,614	11,780	12,939	14,139	15,639
장기매입채무 및 기타채무	92	45	64	64	64
장기충당부채	70	87	81	87	91
부채총계	25,728	46,561	46,073	46,230	47,951
지배주주지분	54,071	57,914	54,557	56,674	58,558
자본금	86	86	91	95	99
자본잉여금	38,867	38,967	38,968	38,968	38,968
기타자본구성요소	-10,086	-10,590	-10,221	-10,221	-10,221
자기주식	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	12,262	22,346	17,633	18,765	19,663
비지배주주지분	2,435	2,162	1,690	1,643	1,596
자본총계	56,506	60,077	56,247	58,318	60,154
부채와자본총계	82,234	106,638	102,320	104,547	108,105

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,848	25,069	26,600	28,485	29,918
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,848	25,069	26,600	28,485	29,918
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	22,127	23,559	27,580	28,128	29,465
영업이익	2,720	1,510	-981	357	453
영업이익률 (%)	11.0	6.0	-3.7	1.3	1.5
비영업손익	2,026	2,002	-4,406	537	640
순금융비용	71	284	810	880	881
외환관련손익	125	318	-1,463	106	21
관계기업투자등 관련손익	1,958	2,091	1,197	1,151	1,341
세전계속사업이익	4,746	3,512	-5,386	894	1,094
세전계속사업이익률 (%)	19.1	14.0	-20.3	3.1	3.7
계속사업법인세	1,366	1,020	-704	224	273
계속사업이익	3,380	2,492	-4,682	671	820
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	3,380	2,492	-4,682	671	820
순이익률 (%)	13.6	9.9	-17.6	2.4	2.7
지배주주	3,130	2,402	-4,275	851	1,000
지배주주귀속 순이익률(%)	12.59	9.58	-16.07	2.99	3.34
비지배주주	251	89	-407	-180	-180
총포괄이익	11,051	5,027	-3,567	1,786	1,935
지배주주	10,838	4,876	-3,293	1,832	1,982
비지배주주	213	152	-274	-47	-47
EBITDA	3,838	3,016	2,029	4,320	3,132

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	3,504	1,937	-479	4,204	3,060
당기순이익(손실)	3,380	2,492	-4,682	671	820
비현금성항목등	848	902	6,911	3,649	2,312
유형자산감가상각비	392	440	511	770	606
무형자산상각비	726	1,066	2,498	3,193	2,073
기타	333	647	3,103	0	0
운전자본감소(증가)	-438	-807	3,715	254	201
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,100	197	115	-147	-112
재고자산감소(증가)	-2	-3	4	-3	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	212	-987	13	105	80
기타	453	-14	3,583	298	234
법인세납부	-287	-649	-6,423	-370	-273
투자활동현금흐름	-15,018	-11,228	-1,985	-517	-143
금융자산감소(증가)	4,657	13,493	-1,436	-49	0
유형자산감소(증가)	-2,103	-858	-444	-300	0
무형자산감소(증가)	-269	-151	-400	-400	-400
기타	-17,302	-23,712	295	232	257
재무활동현금흐름	8,613	10,081	-1,280	128	224
단기금융부채증가(감소)	6,814	8,354	-392	-400	-200
장기금융부채증가(감소)	2,344	4,022	560	1,200	1,500
자본의증가(감소)	92	72	5	4	4
배당금의 지급	0	-1,570	-522	281	-102
기타	-637	-797	-931	-957	-978
현금의 증가(감소)	-3,173	962	-2,932	3,815	3,141
기초현금	15,748	12,575	13,537	10,605	14,420
기말현금	12,575	13,537	10,605	14,420	17,561
FCF	2,761	5,660	985	3,787	2,824

자료 : 넷마블, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	14.1	0.9	6.1	7.1	5.0
영업이익	34.2	-44.5	적전	흑전	26.9
세전계속사업이익	117.3	-26.0	적전	흑전	22.3
EBITDA	19.6	-21.4	-32.7	112.9	-27.5
EPS(계속사업)	100.1	-23.4	적전	흑전	17.6
수익성 (%)					
ROE	6.4	4.3	-7.6	1.5	1.7
ROA	4.8	2.6	-4.5	0.7	0.8
EBITDA마진	15.4	12.0	7.6	15.2	10.5
안정성 (%)					
유동비율	111.5	64.2	56.7	69.7	79.8
부채비율	45.5	77.5	81.9	79.3	79.7
순차입금/자기자본	1.5	29.4	38.7	32.1	28.0
EBITDA/이자비용(배)	16.6	8.3	2.3	4.5	3.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,647	2,796	-4,973	990	1,164
BPS	62,986	67,379	63,473	65,936	68,128
CFPS	4,949	4,547	-1,472	5,600	4,281
주당 현금배당금	767	528	-343	125	887
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	54.2	52.8	N/A	128.8	109.6
PER(최저)	23.9	40.8	N/A	42.4	36.1
PBR(최고)	3.1	2.2	2.0	1.9	1.9
PBR(최저)	1.4	1.7	0.7	0.6	0.6
PCR	26.6	27.5	-34.4	9.0	11.8
EV/EBITDA(최고)	45.1	48.7	65.6	30.1	40.9
EV/EBITDA(최저)	20.4	39.1	29.3	13.1	17.4