

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data

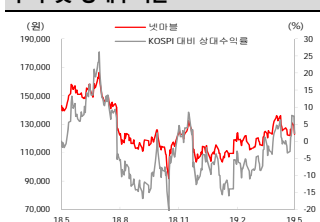
| | |
|----------|------------|
| 자본금 | 85 억원 |
| 발행주식수 | 8,538 만주 |
| 자사주 | 188 만주 |
| 액면가 | 100 원 |
| 시가총액 | 105,021 억원 |
| 주요주주 | |
| 방준혁(외18) | 71.37% |

| | |
|--------|--------|
| 외국인지분률 | 26.30% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(19/05/14) | 123,000 원 |
| KOSPI | 2081.84 pt |
| 52주 Beta | 0.93 |
| 52주 최고가 | 166,500 원 |
| 52주 최저가 | 91,800 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 245 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|-------|
| 1개월 | -6.8% | 0.0% |
| 6개월 | -1.6% | -2.3% |
| 12개월 | -14.0% | 2.3% |

넷마블 (251270/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(유지))

부진한 1분기 실적에도 신작 기대감은 유효

넷마블 1Q19 실적은 기존 게임의 매출 감소로 기대치를 하회하는 부진한 실적 시현

- 블소 레볼루션 실적 온기 반영됐으나 리니지2 레볼루션 등 기존 게임 매출 감소 여파
- 5월 9일 서비스 시작한 킹오브파이터즈 울스타를 시작으로 일곱개의 대죄, 요괴워치, BTS 월드 등 6월부터 기대작 출시 예정
- 하반기에도 A3: still alive, 세븐나이츠2 등 기대작 출시 예정 등 어느 업체보다 다양한 신작 라인업 보유. 3분기부터 영업이익도 1,000 억원대 회복할 전망

1Q19: 기존 게임 매출 감소로 기대치 하회

넷마블의 1Q19 실적은 매출액 4,776 억원(-2.0% qoq), 영업이익 339 억원(-10.8% qoq, OPM: 7.1%)이다. 블소 레볼루션이 실적에 온기 반영되었음에도 불구하고 리니지 2 레볼루션, 마블 콘테스트 오브 챔피언스 등 기존 주력 게임의 매출 감소로 매출이 전기 대비 감소하였으며, 블소 레볼루션 등 외부 IP 게임의 매출 증가로 지급수수료가 증가하면서 영업이익도 전기 대비 감소해 부진한 실적을 기록하였다.

6월부터 출시될 다양한 신작 라인업에 주목할 시점

넷마블의 신작 출시는 2분기부터 본격화될 예정이다. 지난 5월 9일 출시한 킹오브파이터 울스타는 구글 매출 순위 5 위권에 안착했다. 추후 캐릭터 추가를 통해 안정적인 매출 발생이 예상된다. 6월에는 일곱개의 대죄와 요괴워치가 출시 예정인데, 각각 사전예약자 수가 500 만명과 200 만명을 넘어서며 많은 관심을 받고 있다. 5월 10일 사전예약이 시작된 BTS 월드도 6월 말 출시가 예정되어 있다. 하반기에도 A3: Still Alive, 세븐나이츠2, 스톤에이지m 등이 출시될 예정이며, 블소레볼루션 일본 출시, 킹오파 울스타 글로벌 출시 등 기존 게임의 글로벌 런칭도 예정되어 있어 어느 업체보다 다양한 신규 라인업 확보할 것으로 보여진다.

투자 의견 매수, 목표주가 140,000 원(유지)

넷마블에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 1분기 부진한 실적에도 불구하고 6월부터 본격화될 신작 모멘텀으로 주가 상승 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 신작 출시에 따라 실적도 3분기부터 분기 영업이익 1,000 억원대를 회복할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|----|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 억원 | 15,000 | 24,248 | 20,213 | 23,735 | 28,256 | 29,933 |
| yoy | % | 39.8 | 61.7 | -16.6 | 17.4 | 19.1 | 5.9 |
| 영업이익 | 억원 | 2,947 | 5,098 | 2,417 | 3,363 | 4,807 | 5,418 |
| yoy | % | 30.8 | 73.0 | -52.6 | 39.2 | 42.9 | 12.7 |
| EBITDA | 억원 | 3,253 | 5,745 | 3,217 | 3,798 | 5,206 | 5,787 |
| 세전이익 | 억원 | 2,756 | 4,715 | 2,904 | 4,071 | 5,460 | 6,139 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 1,740 | 3,098 | 1,896 | 2,765 | 3,834 | 4,332 |
| 영업이익률% | % | 19.6 | 21.0 | 12.0 | 14.2 | 17.0 | 18.1 |
| EBITDA% | % | 21.7 | 23.7 | 15.9 | 16.0 | 18.4 | 19.3 |
| 순이익률 | % | 14.0 | 14.9 | 10.6 | 12.4 | 14.2 | 15.1 |
| EPS | 원 | 2,718 | 3,900 | 2,227 | 3,240 | 4,492 | 5,076 |
| PER | 배 | 0.0 | 48.3 | 50.1 | 38.0 | 27.4 | 24.2 |
| PBR | 배 | 0.0 | 3.7 | 2.2 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 배 | 0.0 | 24.2 | 24.2 | 22.4 | 15.6 | 13.4 |
| ROE | % | 15.3 | 11.2 | 4.4 | 6.1 | 7.8 | 8.1 |
| 순차입금 | 억원 | -1,104 | -22,761 | -19,224 | -22,470 | -26,544 | -30,971 |
| 부채비율 | % | 49.4 | 19.8 | 19.4 | 21.6 | 20.4 | 20.2 |

넷마블 분기별 실적 전망

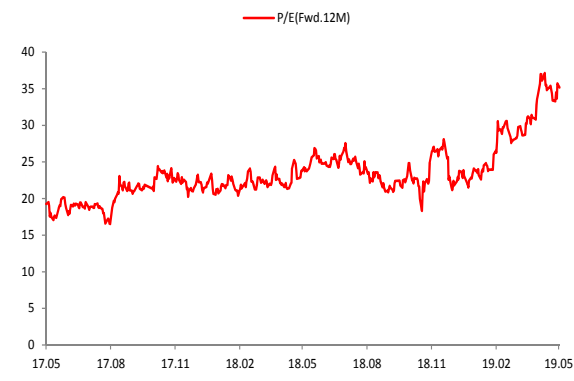
(단위: 억원)

| | 1Q18A | 2Q18A | 3Q18A | 4Q18A | 1Q19P | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2018A | 2019F | 2020F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 5,074 | 5,008 | 5,260 | 4,871 | 4,776 | 4,782 | 7,022 | 7,156 | 20,213 | 23,735 | 28,256 |
| 리지니2 레볼루션 | 1,776 | 1,402 | 1,210 | 1,023 | 716 | 631 | 906 | 946 | 5,411 | 3,200 | 3,344 |
| 마블 콘테스트 오브 챔피언스 | 812 | 751 | 736 | 877 | 716 | 694 | 676 | 667 | 3,176 | 2,753 | 2,507 |
| 블레이드앤소울 레볼루션 | - | - | - | 292 | 764 | 642 | 618 | 492 | 292 | 2,516 | 1,865 |
| 쿠키잼 | 355 | 351 | 316 | 341 | 334 | 325 | 315 | 305 | 1,362 | 1,280 | 1,110 |
| 기타 | 2,131 | 2,504 | 2,998 | 2,338 | 2,245 | 2,490 | 4,507 | 4,745 | 9,971 | 13,987 | 19,431 |
| 영업비용 | 4,332 | 4,386 | 4,587 | 4,491 | 4,437 | 4,322 | 5,815 | 5,799 | 17,796 | 20,372 | 23,450 |
| 영업이익 | 742 | 622 | 673 | 380 | 339 | 460 | 1,208 | 1,357 | 2,417 | 3,363 | 4,807 |
| 영업이익률 | 14.6% | 12.4% | 12.8% | 7.8% | 7.1% | 9.6% | 17.2% | 19.0% | 12.0% | 14.2% | 17.0% |

자료: 넷마블, SK 증권

넷마블 12M Forward PER 추이

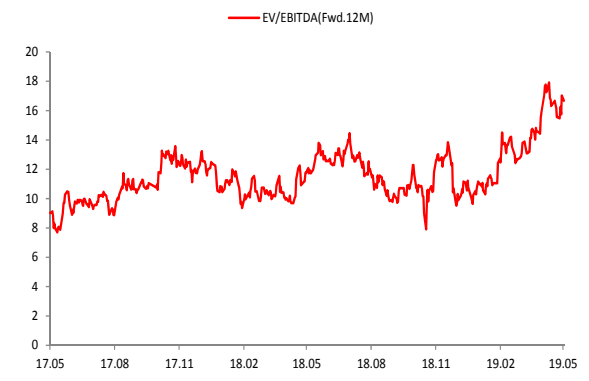
(단위: 배)



자료: Quantwise

넷마블 12M Forward Ev/EBITDA 추이

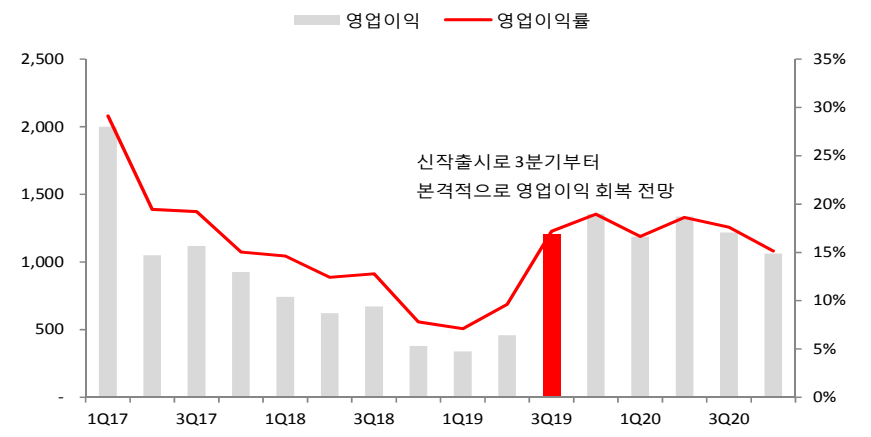
(단위: 배)



자료: Quantwise

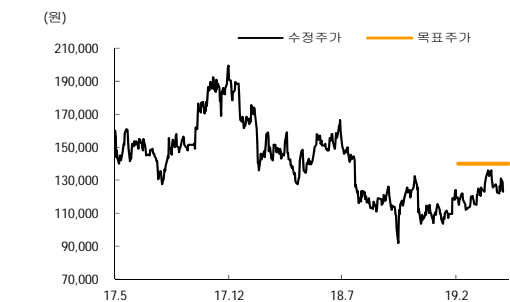
넷마블 분기별 영업이익 전망

(단위: 억원)



자료: 넷마블, SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2019.05.15 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | | |
| 2019.02.19 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -12.33% | -2.86% |



Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 15일 기준)

| | | | | | |
|----|-------|----|------|----|----|
| 매수 | 90.6% | 중립 | 9.4% | 매도 | 0% |
|----|-------|----|------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 29,184 | 25,906 | 30,478 | 34,477 | 39,373 |
| 현금및현금성자산 | 19,078 | 15,487 | 18,733 | 22,807 | 27,234 |
| 매출채권및기타채권 | 2,942 | 1,871 | 2,749 | 2,700 | 3,010 |
| 재고자산 | 24 | 33 | 49 | 48 | 53 |
| 비유동자산 | 24,293 | 28,424 | 29,398 | 30,128 | 30,979 |
| 장기금융자산 | 9,420 | 10,448 | 10,448 | 10,448 | 10,448 |
| 유형자산 | 1,454 | 1,743 | 1,661 | 1,590 | 1,529 |
| 무형자산 | 12,368 | 13,195 | 13,015 | 12,859 | 12,724 |
| 자산총계 | 53,477 | 54,330 | 59,876 | 64,605 | 70,352 |
| 유동부채 | 5,013 | 5,870 | 7,324 | 7,250 | 7,770 |
| 단기금융부채 | 410 | 2,780 | 2,780 | 2,780 | 2,780 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,587 | 1,154 | 1,696 | 1,665 | 1,857 |
| 단기충당부채 | 504 | 434 | 642 | 639 | 718 |
| 비유동부채 | 3,812 | 2,945 | 3,326 | 3,683 | 4,049 |
| 장기금융부채 | 2,340 | 1,076 | 1,076 | 1,076 | 1,076 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 148 | 295 | 443 | 590 |
| 장기충당부채 | 19 | 54 | 73 | 75 | 84 |
| 부채총계 | 8,824 | 8,815 | 10,650 | 10,933 | 11,819 |
| 지배주주지분 | 43,295 | 43,744 | 47,259 | 51,509 | 56,174 |
| 자본금 | 85 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 자본잉여금 | 38,421 | 38,494 | 38,494 | 38,494 | 38,494 |
| 기타자본구성요소 | -4,226 | -6,174 | -6,174 | -6,174 | -6,174 |
| 자기주식 | -2 | -1,601 | -1,601 | -1,601 | -1,601 |
| 이익잉여금 | 6,029 | 7,610 | 10,375 | 13,876 | 17,791 |
| 비지배주주지분 | 1,358 | 1,771 | 1,967 | 2,163 | 2,359 |
| 자본총계 | 44,653 | 45,515 | 49,226 | 53,672 | 58,533 |
| 부채외자본총계 | 53,477 | 54,330 | 59,876 | 64,605 | 70,352 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 4,680 | 1,403 | 2,880 | 3,977 | 4,346 |
| 당기순이익(손실) | 3,609 | 2,149 | 2,939 | 4,008 | 4,506 |
| 비현금성항목등 | 2,245 | 1,277 | 859 | 1,198 | 1,281 |
| 유형자산감가상각비 | 115 | 155 | 82 | 71 | 61 |
| 무형자산상각비 | 532 | 645 | 353 | 329 | 308 |
| 기타 | 471 | 494 | -305 | -186 | -186 |
| 운전자본감소(증가) | -391 | -862 | -7 | 72 | 41 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -184 | 1,044 | -878 | 50 | -311 |
| 재고자산감소(증가) | -5 | -9 | -16 | 1 | -5 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -33 | -278 | 541 | -31 | 192 |
| 기타 | -168 | -1,618 | 345 | 52 | 166 |
| 법인세납부 | -783 | -1,161 | -911 | -1,301 | -1,481 |
| 투자활동현금흐름 | -13,931 | -4,508 | 226 | 291 | 358 |
| 금융자산감소(증가) | -5,384 | -1,696 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -300 | -229 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -14 | -173 | -173 | -173 | -173 |
| 기타 | -8,234 | -2,411 | 399 | 464 | 531 |
| 재무활동현금흐름 | 25,370 | -543 | 140 | -194 | -277 |
| 단기금융부채증가(감소) | -932 | 494 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | 852 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 26,421 | -1,538 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -306 | 0 | -334 | -418 |
| 기타 | -119 | -45 | 140 | 140 | 140 |
| 현금의 증가(감소) | 16,351 | -3,591 | 3,247 | 4,074 | 4,427 |
| 기초현금 | 2,727 | 19,078 | 15,487 | 18,733 | 22,807 |
| 기말현금 | 19,078 | 15,487 | 18,733 | 22,807 | 27,234 |
| FCF | 4,943 | 1,456 | 2,615 | 3,759 | 4,146 |

자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 24,248 | 20,213 | 23,735 | 28,256 | 29,933 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 24,248 | 20,213 | 23,735 | 28,256 | 29,933 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와관리비 | 19,150 | 17,796 | 20,372 | 23,450 | 24,516 |
| 영업이익 | 5,098 | 2,417 | 3,363 | 4,807 | 5,418 |
| 영업이익률 (%) | 21.0 | 12.0 | 14.2 | 17.0 | 18.1 |
| 비영업손익 | -383 | 488 | 708 | 654 | 721 |
| 순금융비용 | -87 | -394 | -392 | -456 | -524 |
| 외환관련손익 | -133 | 162 | 11 | 11 | 11 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -79 | 86 | 1 | 1 | 1 |
| 세전계속사업이익 | 4,715 | 2,904 | 4,071 | 5,460 | 6,139 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 19.5 | 14.4 | 17.2 | 19.3 | 20.5 |
| 계속사업법인세 | 1,106 | 755 | 1,132 | 1,452 | 1,633 |
| 계속사업이익 | 3,609 | 2,149 | 2,939 | 4,008 | 4,506 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 3,609 | 2,149 | 2,939 | 4,008 | 4,506 |
| 순이익률 (%) | 14.9 | 10.6 | 12.4 | 14.2 | 15.1 |
| 지배주주 | 3,098 | 1,896 | 2,765 | 3,834 | 4,332 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 12.78 | 9.38 | 11.65 | 13.57 | 14.47 |
| 비지배주주 | 511 | 253 | 174 | 174 | 174 |
| 총포괄이익 | 5,694 | 2,921 | 3,711 | 4,780 | 5,278 |
| 지배주주 | 5,228 | 2,646 | 3,515 | 4,584 | 5,082 |
| 비지배주주 | 466 | 275 | 196 | 196 | 196 |
| EBITDA | 5,745 | 3,217 | 3,798 | 5,206 | 5,787 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 61.7 | -16.6 | 17.4 | 19.1 | 5.9 |
| 영업이익 | 73.0 | -52.6 | 39.2 | 42.9 | 12.7 |
| 세전계속사업이익 | 71.1 | -38.4 | 40.2 | 34.1 | 12.4 |
| EBITDA | 76.6 | -44.0 | 18.1 | 37.1 | 11.2 |
| EPS(계속사업) | 43.5 | -42.9 | 45.5 | 38.7 | 13.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 11.2 | 4.4 | 6.1 | 7.8 | 8.1 |
| ROA | 9.9 | 4.0 | 5.2 | 6.4 | 6.7 |
| EBITDA마진 | 23.7 | 15.9 | 16.0 | 18.4 | 19.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 582.2 | 441.3 | 416.2 | 475.5 | 506.7 |
| 부채비율 | 19.8 | 19.4 | 21.6 | 20.4 | 20.2 |
| 순차입금/자기자본 | -51.0 | -42.2 | -45.7 | -49.5 | -52.9 |
| EBITDA/이자비용(배) | 42.6 | 555.1 | 503.2 | 689.8 | 766.7 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,900 | 2,227 | 3,240 | 4,492 | 5,076 |
| BPS | 50,919 | 51,303 | 55,350 | 60,327 | 65,791 |
| CFPS | 4,715 | 3,166 | 3,750 | 4,961 | 5,508 |
| 주당 현금배당금 | 360 | 0 | 400 | 500 | 700 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 51.2 | 84.7 | 42.0 | 30.3 | 26.8 |
| PER(최저) | 32.7 | 41.2 | 32.0 | 23.0 | 20.4 |
| PBR(최고) | 3.9 | 3.7 | 2.5 | 2.3 | 2.1 |
| PBR(최저) | 2.5 | 1.8 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| PCR | 4.00 | 35.2 | 32.8 | 24.8 | 22.3 |
| EV/EBITDA(최고) | 25.8 | 44.5 | 25.3 | 17.8 | 15.3 |
| EV/EBITDA(최저) | 15.2 | 19.0 | 18.0 | 12.4 | 10.5 |