

SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

kid_a@sksec.co.kr
02-3773-9957

Company Data

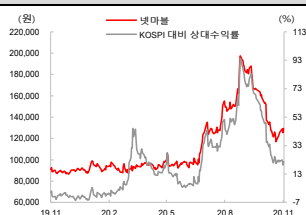
자본금	86 억원
발행주식수	8,584 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	111,166 억원
주요주주	
방준혁(와16)	71.11%

외국인지분률	22.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/11/11)	129,500 원
KOSPI	2485.87 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	197,500 원
52주 최저가	86,500 원
60일 평균 거래대금	1,220 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.0%	-21.1%
6개월	29.5%	0.8%
12개월	42.2%	21.5%

넷마블 (251270/KS | 중립(유지) | T.P 136,000 원(유지))

연이은 호실적 긍정적이나 높아진 눈높이 충족 필요

- 마케팅비용 안정화로 3Q20 영업이익 874 억 기록. 2Q 에 이어 기대치 상회 지속
- 4Q 에는 매출과 마케팅 함께 증가 전망돼 본격적인 증익은 1Q21 부터 예상
- 플랫폼 확장, 크로스플레이 지원, 투자 통해 글로벌 엔터테인먼트 기업으로 변화 도모
- 변화 방향성 긍정적으로 보나 현재로서는 높아진 실적 기대치 충족 여부가 더 중요
- 아직 밸류에이션 부담은 존재. 투자의견 중립, 목표주가 136,000 원 유지

주요 게임 매출 선방 + 마케팅비용 안정화 = 컨센서스 상회

3Q20 매출액 6,423 억원(+3.6% YoY, -6.3% QoQ), 영업이익 874 억원(+3.5% YoY, +6.9% QoQ) 기록하며 2Q20 에 이어 전망치 및 당사 컨센서스 상회. 매출액은 추정치와 유사했으나 2 분기 북미, 유럽 지역 일곱개의대죄 마케팅 캠페인으로 크게 증가했던 마케팅비용이 눈에 띄게 감소하며 영업이익 기대치 상회. 2분기 웨스턴 지역에서 큰 흥행 거둔 일곱개의대죄를 포함해 불소 레볼루션, A3:Still Alive 등의 주요 타이틀은 3Q20 매출 하향 안정화 추세 보였으나 리니지2 레볼루션, 마블 CoC, 해리포터 등이 선방. 4분기에는 세븐나이츠 신작 2종, 마블 RoC, A3:Still Alive 글로벌 출시 등이 예정돼 있어 매출 반등 예상되나, 2분기 감소한 마케팅비용 역시 함께 증가 예상. 본격적인 영업이익 증가세는 연말 신작 매출이 온기 반영되고 마케팅 부담도 줄어드는 1Q21 부터 나타날 전망. 내년 출시 가능할 것으로 예상되는 신작 타이틀 개수 5~6 개 정도

조금씩 드러나는 전략 방향: 멀티플랫폼화 + 적극적 투자 통한 사업 영역 확장

모바일게임이 매출 대부분을 차지하는 넷마블은 2022 년 이후 출시되는 신작들 중 대다수는 크로스플랫폼 지원 예정이며 향후 PC, 콘솔 타이틀 출시 통해 플랫폼 확대할 계획이라 밝힘. 또한 빅히트, 코웨이 투자 등을 통해 게임 외의 산업이나 기술에 대한 관심도 내비치고 있음. 주력인 게임 분야에서의 경쟁력과 최근 많은 투자를 하고 있는 AI 역량 등을 결합해 글로벌 종합 엔터테인먼트 기업으로 도약하려는 시도로 보임

당장은 높아진 실적 기대치 충족 가능 여부가 중요. 목표주가 13.6 만원 유지

적극적 플랫폼 확장과 연관 분야로의 영역 확대는 분명 긍정적이나 현실화까지 최소 수년 걸릴 것. 세븐나이츠, 마블 IP 를 앞세워 11 월부터 내년까지 본격 가동되는 신작 라인업이 2, 3분기 호실적으로 높아진 눈높이 충족 가능 여부가 현재로서는 더 중요하다 판단. 여전히 존재하는 밸류에이션 부담 감안해 투자의견, 목표주가 중립, 13.6 만원 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	24,248	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632
yoy	%	61.7	-16.6	7.8	17.1	20.1	6.6
영업이익	억원	5,098	2,417	2,027	2,668	4,481	4,996
yoy	%	73.0	-52.6	-16.1	31.7	67.9	11.5
EBITDA	억원	5,745	3,217	3,208	3,771	5,639	6,249
세전이익	억원	4,715	2,904	2,184	3,232	5,502	6,170
순이익(지배주주)	억원	3,098	1,896	1,560	2,582	3,885	4,386
영업이익률%	%	21.0	12.0	9.3	10.5	14.6	15.3
EBITDA%	%	23.7	15.9	14.7	14.8	18.4	19.2
순이익률	%	14.9	10.6	7.8	11.2	13.5	14.2
EPS(계속사업)	원	3,900	2,227	1,823	3,010	4,528	5,112
PER	배	48.3	50.1	50.7	43.0	28.6	25.3
PBR	배	3.7	2.2	1.8	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	24.2	24.2	20.6	30.6	19.8	17.0
ROE	%	11.2	4.4	3.5	5.3	6.7	6.4
순차입금	억원	-22,761	-19,224	-15,433	1,756	-2,117	-7,755
부채비율	%	19.8	19.4	24.9	38.2	35.5	33.7

넷마블 3Q20 실적 리뷰

(억원, %, %p)	3Q20P	3Q19	YoY	2Q20	QoQ	3Q20E	vs. 추정치	3Q20C	vs. 컨센
매출액	6,423	6,199	3.6	6,857	-6.3	6,426	-0.0	6,584	-2.4
영업이익	874	844	3.5	817	6.9	686	27.3	791	10.4
OPM	13.6	13.6	-0.0	11.9	1.7	10.7	2.9	12.0	1.6
세전이익	1,160	1,109	4.6	846	37.1	909	27.6	971	19.5
Margin	18.1	17.9	0.2	12.3	5.7	14.1	3.9	14.7	3.3
지배주주순이익	837	792	5.6	753	11.1	578	44.8	662	26.4
Margin	13.0	12.8	0.2	11.0	2.0	9.0	4.0	10.1	3.0

자료: 넷마블, Quantwise, SK증권

넷마블 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2020E					2021E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	25,361.0	25,510.5	0.6	25,861.9	-1.4	29,490.3	30,624.5	3.8	30,427.1	0.6
리니지 2 레볼루션	2,148.3	2,280.6	6.2			1,750.5	1,983.2	13.3		
블소레볼루션	2,145.5	1,981.3	-7.7			1,647.0	1,410.8	-14.3		
마블콘테스트	3,443.4	3,522.7	2.3			3,419.4	3,494.0	2.2		
쿠키잼	1,094.4	1,069.9	-2.2			1,034.0	987.7	-4.5		
마블퓨처파이트	1,105.1	924.3	-16.4			1,114.4	942.7	-15.4		
일곱개의대죄	4,674.9	4,163.5	-10.9			4,216.3	3,433.0	-18.6		
영업비용	22,989.3	22,842.7	-0.6	23,143.5	-1.3	25,434.9	26,143.3	2.8	26,031.8	0.4
지급수수료	10,669.8	10,733.5	0.6			12,254.2	12,967.9	5.8		
인건비	5,165.9	5,354.3	3.6			5,750.4	6,107.8	6.2		
마케팅비	4,648.3	4,127.3	-11.2			4,765.5	4,138.5	-13.2		
감가상각비	1,130.8	1,103.4	-2.4			1,215.9	1,157.8	-4.8		
기타	1,374.5	1,524.2	10.9			1,448.9	1,771.3	22.3		
영업이익	2,371.7	2,667.8	12.5	2,718.4	-1.9	4,055.4	4,481.2	10.5	4,395.4	2.0
영업이익률	9.4%	10.5%	1.1%	10.5%	-0.1%	13.8%	14.6%	0.9%	14.4%	0.2%
지배주주순이익	2,152.9	2,582.3	19.9	2,601.8	-0.7	3,529.6	3,884.9	10.1	3,702.2	4.9
지배주주순이익률	8.5%	10.1%	1.6%	10.1%	0.1%	12.0%	12.7%	0.7%	12.2%	0.5%

자료: 넷마블, Quantwise, SK증권

넷마블 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	4,776	5,262	6,199	5,550	5,329	6,857	6,423	6,901	7,537	7,564	7,867	7,657	21,787	25,510	30,625
리니지2 레볼루션	739	730	854	718	605	549	578	549	516	501	486	481	3,041	2,281	1,983
블소 레볼루션	781	506	380	406	414	635	514	418	355	386	343	327	2,073	1,981	1,411
마블 콘테스트	721	814	843	953	762	891	963	905	845	847	915	887	3,332	3,523	3,494
일곱개의 대죄	0	416	678	466	653	1,401	1,092	1,019	922	879	839	793	1,559	4,163	3,433
기타	2,536	2,796	3,443	3,007	2,895	3,382	3,276	4,010	4,900	4,951	5,284	5,169	11,781	13,562	20,303
영업비용	4,437	4,930	5,355	5,039	5,125	6,040	5,549	6,129	6,336	6,545	6,609	6,653	19,761	22,843	26,143
지급수수료	2,101	2,292	2,709	2,433	2,272	2,877	2,638	2,947	3,195	3,207	3,327	3,238	9,535	10,734	12,968
인건비	1,139	1,195	1,203	1,233	1,245	1,312	1,378	1,419	1,469	1,506	1,543	1,590	4,770	5,354	6,108
마케팅비	628	836	723	737	950	1,249	857	1,071	964	1,109	998	1,068	2,924	4,127	4,138
감가상각비	264	291	345	281	280	278	270	275	281	287	292	298	1,181	1,103	1,158
기타	305	316	375	355	378	324	406	416	427	437	448	459	1,351	1,524	1,771
영업이익	339	332	844	511	204	817	874	773	1,201	1,019	1,258	1,003	2,026	2,668	4,481
영업이익률	7.1%	6.3%	13.6%	9.2%	3.8%	11.9%	13.6%	11.2%	15.9%	13.5%	16.0%	13.1%	9.3%	10.5%	14.6%
EBITDA	603	623	1,189	792	484	1,095	1,144	1,048	1,482	1,305	1,550	1,302	3,207	3,771	5,639
EBITDA 마진	12.6%	11.8%	19.2%	14.3%	9.1%	16.0%	17.8%	15.2%	19.7%	17.3%	19.7%	17.0%	14.7%	14.8%	18.4%
지배주주순이익	394	385	792	106	539	753	837	453	1,178	904	1,146	657	1,677	2,582	3,885
지배주주순이익률	8.2%	7.3%	12.8%	1.9%	10.1%	11.0%	13.0%	6.6%	15.6%	12.0%	14.6%	8.6%	7.7%	10.1%	12.7%

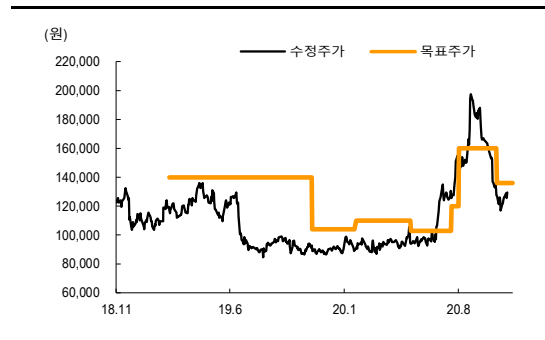
자료 넷마블, SK 증권

넷마블 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역	비고	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21~
블스 레볼루션	글로벌	리니지 블레이드 앤 소울 IP 활용한 MMORPG		5/14 아시아 출시			글로벌 출시			
A3: Still Alive	글로벌	30인 배틀로얄 장르 MMORPG 게임	3/12 국내 출시			11/30 글로벌 출시				
스톤에이지 월드	글로벌	스톤에이지 IP 기반 모바일 게임		6/18 글로벌 출시						
마구마구 2020	한국	캐주얼 야구 게임			7/8 국내 출시					
BTS 유니버스 스토리	글로벌	BTS IP 활용한 애니메이션풍 육성 게임			9/24 글로벌 출시					
세븐나이트 타임원더러	글로벌	닌텐도 스위치용 싱글플레이 RPG				11/5 출시				
세븐나이트2	글로벌	세븐나이트 후속 모바일 수집형 MMORPG				11/18 한국 출시				
세븐나이트 레볼루션	글로벌	세븐나이트 후속 모바일 MMORPG					한 일 대만 출시			
제 2의 나라	한국, 일본	지브리 애니메이션 IP 활용 모바일 MMORPG					한 일 출시			
마블 펠름 오브 챔피언스	글로벌	자회사 Kabam이 제작 Marvel IP 기반 액션 RPG 게임. 4분기 Marvel 영화 개봉 맞춰 출시				12/17 글로벌 출시				
마블 퓨처 레볼루션	글로벌	복미 자회사 Kabam이 제작하는 Marvel IP 활용 모바일 MMORPG								출시 예상

자료: 넷마블, 언론 보도 종합, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.11.12	중립	136,000원	6개월		
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	-14.78%	-4.09%
2020.02.14	매수	110,000원	6개월	-15.38%	-11.18%
2020.02.03	매수	110,000원	6개월	-15.41%	-13.73%
2019.11.13	중립	104,000원	6개월	-13.01%	-4.90%
2019.05.15	매수	140,000원	6개월	-23.51%	-2.86%
2019.02.19	매수	140,000원	6개월	-12.33%	-2.86%



Compliance Notice

- 작성자(이)진만는 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 (2020년 11월 12일 기준)

매수	87.05%	중립	12.95%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	25,906	25,601	16,152	20,583	27,132
현금및현금성자산	15,487	15,748	6,756	10,628	16,267
매출채권및기타채권	1,871	1,536	1,910	2,119	2,460
재고자산	33	51	64	71	82
비유동자산	28,424	32,460	59,606	68,069	75,205
장기금융자산	10,448	12,239	19,049	19,049	19,049
유형자산	1,743	2,356	3,541	4,565	4,060
무형자산	13,195	13,838	13,716	13,213	12,737
자산총계	54,330	58,061	75,758	88,652	102,337
유동부채	5,870	6,646	16,407	16,850	17,573
단기금융부채	2,780	3,389	12,357	12,357	12,357
매입채무 및 기타채무	1,154	1,000	1,244	1,380	1,602
단기충당부채	434	541	672	746	865
비유동부채	2,945	4,932	4,512	6,363	8,223
장기금융부채	1,076	2,678	451	451	451
장기매입채무 및 기타채무	148	90	44	53	62
장기충당부채	54	67	79	86	97
부채총계	8,815	11,577	20,919	23,212	25,796
지배주주지분	43,744	44,518	52,525	62,857	73,691
자본금	85	86	86	86	86
자본잉여금	38,494	38,806	38,832	38,832	38,832
기타자본구성요소	-6,174	-8,739	-9,788	-9,788	-9,788
자기주식	-1,601	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	7,610	9,145	11,727	15,612	19,998
비지배주주지분	1,771	1,965	2,314	2,582	2,851
자본총계	45,515	46,483	54,839	65,439	76,541
부채외자본총계	54,330	58,061	75,758	88,652	102,337

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,403	3,095	1,549	5,733	6,022
당기순이익(손실)	2,149	1,698	2,866	4,127	4,628
비현금성항목등	1,277	1,638	1,159	1,512	1,622
유형자산감가상각비	155	360	307	381	505
무형자산감가상각비	645	821	796	777	748
기타	494	809	-117	-774	-855
운전자본감소(증가)	-862	329	-2,024	-229	-384
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,044	346	-414	-209	-341
재고자산감소(증가)	-9	-25	-17	-7	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-278	-314	305	136	222
기타	-1,618	322	-1,898	-150	-254
법인세납부	-1,161	-570	-451	324	157
투자활동현금흐름	-4,508	-1,711	-15,923	-1,601	-124
금융자산감소(증가)	-1,696	-49	3,037	0	0
유형자산감소(증가)	-229	-794	-1,405	-1,405	0
무형자산감소(증가)	-173	-249	-273	-273	-273
기타	-2,411	-618	-17,281	77	149
재무활동현금흐름	-543	-1,112	5,270	-260	-260
단기금융부채증가(감소)	494	34	5,302	0	0
장기금융부채증가(감소)	852	1,004	212	0	0
자본의증가(감소)	-1,538	-2,149	27	0	0
배당금의 지급	-306	-1	0	0	0
기타	-45	-1	-271	-260	-260
현금의 증가(감소)	-3,591	262	-8,992	3,872	5,638
기초현금	19,078	15,487	15,748	6,756	10,628
기말현금	15,487	15,748	6,756	10,628	16,267
FCF	1,464	63	1,303	2,596	4,327

자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비외관리비	17,796	19,760	22,842	26,143	27,636
영업이익	2,417	2,027	2,668	4,481	4,996
영업이익률 (%)	12.0	9.3	10.5	14.6	15.3
비영업손익	488	157	564	1,021	1,174
순금융비용	-394	-355	33	45	-27
외환관련손익	162	133	-105	-105	-105
관계기업투자등 관련손익	86	129	400	397	397
세전계속사업이익	2,904	2,184	3,232	5,502	6,170
세전계속사업이익률 (%)	14.4	10.0	12.7	18.0	18.9
계속사업법인세	755	486	366	1,376	1,543
계속사업이익	2,149	1,698	2,866	4,127	4,628
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,149	1,698	2,866	4,127	4,628
순이익률 (%)	10.6	7.8	11.2	13.5	14.2
지배주주	1,896	1,560	2,582	3,885	4,386
지배주주귀속 순이익률(%)	9.38	7.16	10.12	12.69	13.44
비지배주주	253	138	284	242	242
총포괄이익	2,921	3,190	9,340	10,601	11,102
지배주주	2,646	3,028	9,029	10,332	10,833
비지배주주	275	162	310	268	268
EBITDA	3,217	3,208	3,771	5,639	6,249

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-16.6	7.8	17.1	20.1	6.6
영업이익	-52.6	-16.1	31.7	67.9	11.5
세전계속사업이익	-38.4	-24.8	48.0	70.3	12.2
EBITDA	-44.0	-0.3	17.6	49.5	10.8
EPS(계속사업)	-42.9	-18.1	65.1	50.5	12.9
수익성 (%)					
ROE	4.4	3.5	5.3	6.7	6.4
ROA	4.0	3.0	4.3	5.0	4.9
EBITDA마진	15.9	14.7	14.8	18.4	19.2
안정성 (%)					
유동비율	441.3	385.2	98.5	122.2	154.4
부채비율	19.4	24.9	38.2	35.5	33.7
순차입금/자기자본	-42.2	-33.2	3.2	-3.2	-10.1
EBITDA/이자비용(배)	555.1	36.6	15.9	21.0	23.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,227	1,823	3,010	4,528	5,112
BPS	51,303	51,919	61,187	73,224	85,844
CFPS	3,166	3,204	4,295	5,878	6,573
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	84.7	74.6	65.6	43.6	38.6
PER(최저)	41.2	46.4	28.9	19.2	17.0
PBR(최고)	3.7	2.6	3.2	2.7	2.3
PBR(최저)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
PCR	35.2	28.8	30.2	22.0	19.7
EV/EBITDA(최고)	44.5	32.1	46.1	30.2	26.4
EV/EBITDA(최저)	19.0	18.5	20.9	13.4	11.2