

SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

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

Company Data

자본금	86 억원
발행주식수	8,588 만주
자사주	402 만주
액면가	100 원
시가총액	124,952 억원
주요주주	
방준혁(외16)	71.00%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	24.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/02/03)	145,500 원
KOSPI	3129.68 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	197,500 원
52주 최저가	87,000 원
60일 평균 거래대금	619 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.7%	1.6%
6개월	14.1%	-17.9%
12개월	60.4%	8.6%

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

세븐나이즈 2 흥행. 이외 신작 및 기존작은 부진

- 4Q20 매출액 6,708 억원, 영업이익 814 억원 기록하며 컨센서스 소폭 하회 전망
- 세븐나이즈 2 흥행 중이나 이외 신작 부진과 기존작 매출 감소가 주요 원인
- 올해 영업이익(4,073 억원), 지배주주순이익(3,582 억원) 전망치 9%, 8% 하향 조정
- 투자의견 중립, 목표주가 136,000 원 유지
- 주가 추가 상승 위해서는 향후 신작의 기대 이상 성과 필요하다 판단

세나2 흥행했으나 기존작 해외 매출 감소로 4Q20 컨센서스 소폭 하회 전망

4Q20 매출액 6,708 억원(+20.9% YoY, +4.4% QoQ), 영업이익 814 억원(+59.2% YoY, -6.9% QoQ) 기록하며 각각 컨센서스 1.1%, 5.4% 하회 전망. 11/18 국내 출시된 모바일 MMORPG 세븐나이즈2가 양대 모바일 앱스토어 최상위권을 유지하며 4분기 일평균매출 10억 수준을 기록할 것으로 전망되나, 4분기 출시된 나머지 신작들(세븐나이즈 타임엔더러, 마블 랠름 오브 챔피언스, A3:Still Alive 글로벌 버전)의 기대 이하 성과와 일곱개의대죄, 리니지2 레볼루션, 블소 레볼루션 같은 기존작들의 매출 하향 안정화, 비우호적 원달러 환율 등 반영해 실적 전망치 하향 조정

올해 실적 개선 예상되나 밸류에이션은 부담스러운 수준

동사는 올해 세븐나이즈2 이후로도 블레이드 앤 소울 레볼루션 글로벌(1Q21), 제2의 나라(1H21 한국, 일본, 대만), 세븐나이즈 레볼루션(1H21 한국, 일본, 대만) 등을 출시하며 작년 대비 영업이익이 50% 가량 증가할 것으로 전망되며 지분법으로 인식하는 빅히트, 코웨이 등 또한 좋은 실적 이어가고 있어 당기순이익의 또한 개선 전망. 하지만 이런 점들을 감안해도 올해 예상 EPS 대비 35배 수준인 동사의 주가 감안 시 상승 여력 제한적이라 판단. 이는 글로벌 최대 게임 퍼블리셔 Tencent, GTA 등 Top Tier 콘솔 게임 개발사 Take-Two Interactive 등과 유사한 수준의 밸류에이션으로 상대적으로 열위인 동사의 수익성과 펀더멘털 감안 시 다소 부담스러운 수준이라 판단

투자의견 중립, 목표주가 136,000 원 유지

넷마블의 목표주가를 136,000 원으로 유지하며 투자의견 중립으로 유지. 주가 추가 상승 위해서는 세븐나이즈 레볼루션 등 향후 주요 신작들의 기대 이상 성과가 필요하다 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	24,248	20,213	21,787	25,317	29,225	31,369
yoy	%	61.7	-16.6	7.8	16.2	15.4	7.3
영업이익	억원	5,098	2,417	2,027	2,709	4,073	4,576
yoy	%	73.0	-52.6	-16.1	33.7	50.4	12.4
EBITDA	억원	5,745	3,217	3,208	3,812	5,231	5,829
세전이익	억원	4,715	2,904	2,184	3,509	5,017	5,599
순이익(지배주주)	억원	3,098	1,896	1,560	2,729	3,582	4,019
영업이익률%	%	21.0	12.0	9.3	10.7	13.9	14.6
EBITDA%	%	23.7	15.9	14.7	15.1	17.9	18.6
순이익률	%	14.9	10.6	7.8	11.8	12.9	13.4
EPS(계속사업)	원	3,900	2,227	1,823	3,180	4,175	4,679
PER	배	48.3	50.1	50.7	41.4	34.9	31.1
PBR	배	3.7	2.2	1.8	2.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	24.2	24.2	20.6	30.9	24.4	21.0
ROE	%	11.2	4.4	3.5	5.7	6.4	6.2
순차입금	억원	-22,761	-19,224	-15,433	2,450	-210	-5,450
부채비율	%	19.8	19.4	24.9	37.7	35.6	34.2

넷마블 4Q20 실적 전망

(억원, %, %p)	4Q20E	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	4Q20C	vs.컨센서스
매출액	6,708	5,550	20.9	6,423	4.4	6,786	-1.1
영업이익	814	511	59.2	873	-6.9	860	-5.4
OPM	12.1	9.2	2.9	13.6	-1.5	12.7	-0.6
세전이익	962	95	911.6	1,160	-17.0	1,018	-5.5
Margin	14.3	1.7	12.6	18.1	-3.7	15.0	-0.7
지배주주순이익	599	-12	-5,250.1	837	-28.4	635	-5.6
Margin	8.9	-0.2	9.1	13.0	-4.1	9.4	-0.4

자료: 넷마블, Quantwise, SK증권

넷마블 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	4Q20E					2021E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	6,901.3	6,707.9	-2.8	6,785.7	-1.1	30,624.5	29,224.8	-4.6	29,456.6	-0.8
리니지 2 레볼루션	578.1	545.4	-5.6			1,983.2	1,969.8	-0.7		
블소레볼루션	513.8	441.6	-14.1			1,410.8	1,478.8	4.8		
마블콘테스트	963.5	905.4	-6.0			3,494.0	3,490.5	-0.1		
쿠키잼	256.9	241.7	-5.9			987.7	901.9	-8.7		
마블퓨처파이트	192.7	196.4	1.9			942.7	843.5	-10.5		
일곱개의대죄	1,091.9	907.5	-16.9			3,433.0	3,067.6	-10.6		
세븐나이츠 2	246.0	440.0	78.9			1,135.1	1,726.6	52.1		
영업비용	5,549.0	5,894.3	62	5,925.3	-0.5	26,143.3	25,151.6	-3.8	25,311.8	-0.6
지급수수료	2,638.0	2,742.7	4.0			12,967.9	11,837.5	-8.7		
인건비	1,378.0	1,419.3	3.0			6,107.8	6,107.8	0.0		
마케팅비	857.0	1,071.3	25.0			4,138.5	4,447.0	7.5		
감가상각비	270.0	275.4	2.0			1,157.8	1,157.8	0.0		
기타	406.0	385.7	-5.0			1,771.3	1,601.5	-9.6		
영업이익	873.8	813.5	-6.9	860.3	-5.4	4,481.2	4,073.1	-9.1	4,144.7	-1.7
영업이익률	13.6%	12.1%	-1.5%	12.7%	-0.6%	14.6%	13.9%	-0.7%	14.1%	-0.1%
지배주주순이익	837.0	599.5	-28.4	635.4	-5.6	3,893.4	3,582.4	-8.0	3,601.8	-0.5
지배주주순이익률	13.0%	8.9%	-4.1%	9.4%	-0.4%	12.7%	12.3%	-0.5%	12.2%	0.0%

자료: 넷마블, Quantwise, SK증권

넷마블 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	4,776	5,262	6,199	5,550	5,329	6,857	6,423	6,708	6,800	7,024	7,910	7,491	21,787	25,317	29,225
리니지2 레볼루션	739	730	854	718	605	571	593	545	512	497	483	478	3,041	2,314	1,970
블소 레볼루션	781	506	380	406	414	635	524	442	371	408	359	341	2,073	2,015	1,479
마블 콘테스트	721	814	843	953	762	867	984	905	845	824	935	887	3,332	3,519	3,490
일곱개의 대죄	0	416	678	466	653	1,401	1,070	907	823	785	750	710	1,559	4,030	3,068
세븐나이츠	-	-	-	-	-	-	-	440	600	455	368	304	-	440	1,727
기타	2,536	2,796	3,443	3,007	2,895	3,384	3,252	3,908	4,249	4,510	5,384	5,075	11,781	13,439	19,218
영업비용	4,437	4,930	5,355	5,039	5,125	6,040	5,549	5,894	5,872	6,246	6,518	6,515	19,761	22,608	25,152
지급수수료	2,101	2,292	2,709	2,433	2,272	2,877	2,638	2,743	2,767	2,851	3,195	3,025	9,535	10,530	11,837
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	1,205	1,085	1,193	2,924	4,127	4,447
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	386	391	397	403	409	1,351	1,494	1,602
영업이익	339	332	844	511	204	817	874	814	928	778	1,392	975	2,026	2,709	4,073
영업이익률	7.1%	6.3%	13.6%	9.2%	3.8%	11.9%	13.6%	12.1%	13.6%	11.1%	17.6%	13.0%	9.3%	10.7%	13.9%
EBITDA	603	623	1,189	792	484	1,095	1,144	1,089	1,209	1,065	1,684	1,273	3,207	3,812	5,231
EBITDA 마진	12.6%	11.8%	19.2%	14.3%	9.1%	16.0%	17.8%	16.2%	17.8%	15.2%	21.3%	17.0%	14.7%	15.1%	17.9%
지배주주순이익	394	385	792	106	539	753	837	599	839	727	1,187	829	1,677	2,728	3,582
지배주주순이익률	8.2%	7.3%	12.8%	1.9%	10.1%	11.0%	13.0%	8.9%	12.3%	10.4%	15.0%	11.1%	7.7%	10.8%	12.3%

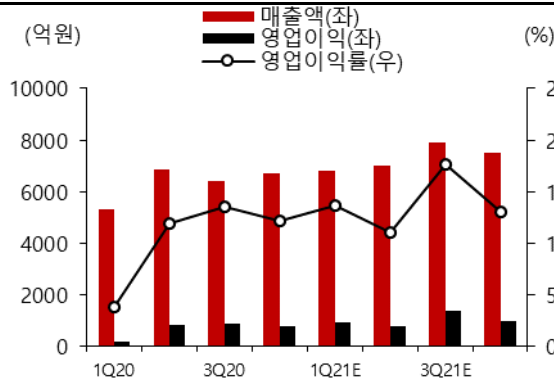
자료: 넷마블, SK 증권

넷마블 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역	비고	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21~
블소 레볼루션	글로벌	리니지 블레이드 앤 소울 IP 활용한 MMORPG		5/14 아시아 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					
세븐나이츠2	글로벌	세븐나이츠 후속 모바일 MMORPG				11/18 국내 출시				
세븐나이츠 타임원더러	글로벌	닌텐도 스위치용 싱글플레이 RPG				11/5 출시				
마블 헬름 오브 챔피언스	글로벌	자회사 Kabam이 제작 Marvel IP 기반 액션 RPG 게임. 4분기 Marvel 영화 개봉 맞춰 출시				12/17 글로벌 출시				
세븐나이츠 레볼루션	글로벌	세븐나이츠 후속 모바일 MMORPG							출시 예상	
제 2의 나라	한국, 일본	지브리 애니메이션 IP 활용 모바일 MMORPG							한일대만 출시 예상	
마블 퓨처 레볼루션	글로벌	북미 자회사 Kabam이 제작하는 Marvel IP 활용 모바일 MMORPG								출시 예상

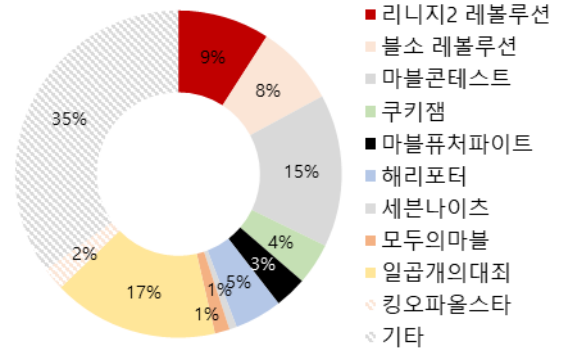
자료: 넷마블, 언론 보도 종합, SK 증권

넷마블 분기 매출액, 영업이익 추이 및 전망



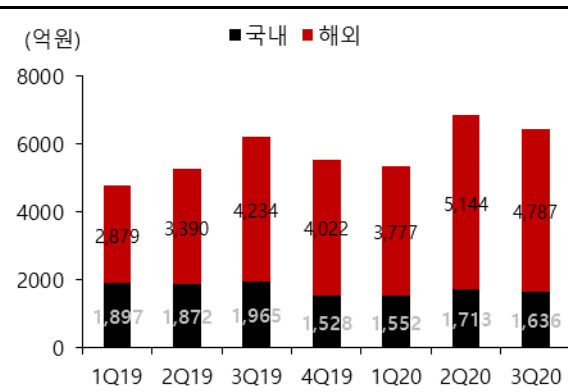
자료 : 넷마블, SK 증권

2Q20 넷마블 게임별 매출 비중



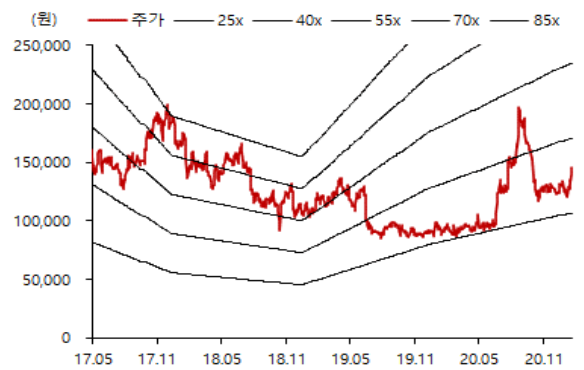
자료 : SK 증권

넷마블 국내, 해외 매출액 추이



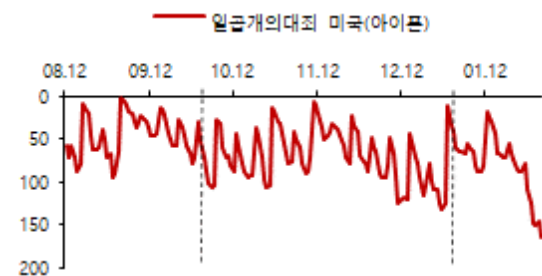
자료 : 넷마블, SK 증권

넷마블 PER Band Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

일곱개의대죄 미국 모바일게임 매출 순위 추이 (아이폰 앱스토어)



자료 : Mobile Index, SK 증권

일곱개의대죄 독일 모바일게임 매출 순위 추이 (아이폰 앱스토어)



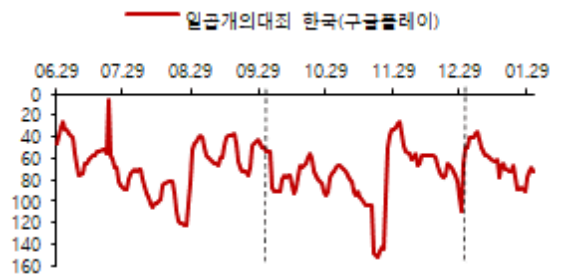
자료 : Mobile Index, SK 증권

일곱개의대죄 일본 모바일게임 매출 순위 추이 (아이폰 앱스토어)



자료 : Mobile Index, SK 증권

일곱개의대죄 한국 모바일게임 매출 순위 추이 (아이폰 앱스토어)



자료 : Mobile Index, SK 증권

세븐나이츠2 국내 모바일게임 매출 순위 추이 (구글플레이)



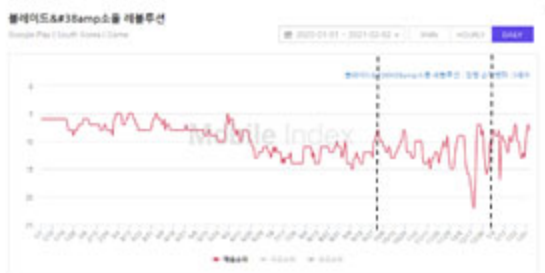
자료 : Mobile Index, SK 증권

세븐나이츠2 국내 모바일게임 매출 순위 추이 (아이폰 앱스토어)



자료 : Mobile Index, SK 증권

블스 레볼루션 국내 모바일게임 매출 순위 추이 (구글플레이)



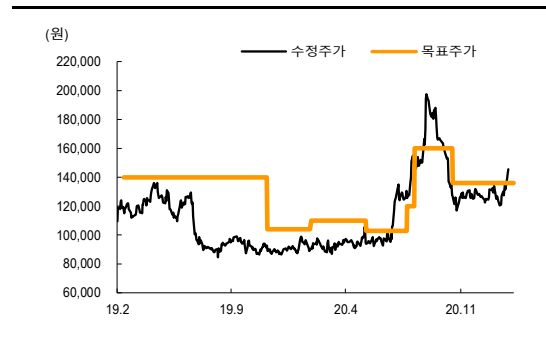
자료 : Mobile Index, SK 증권

리니지2 레볼루션 국내 모바일게임 매출 순위 추이 (구글플레이)



자료 : Mobile Index, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.04	중립	136,000원	6개월		
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	-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 기관투자가 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 (2021년 2월 4일 기준)

매수	88.8%	중립	11.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	25,906	25,601	14,867	18,105	24,121
현금및현금성자산	15,487	15,748	5,823	8,483	13,723
매출채권및기타채권	1,871	1,536	1,856	2,073	2,363
재고자산	33	51	62	69	79
비유동자산	28,424	32,460	59,128	66,547	71,921
장기금융자산	10,448	12,239	18,820	18,820	18,820
유형자산	1,743	2,356	4,262	5,970	5,396
무형자산	13,195	13,838	13,573	13,164	12,776
자산총계	54,330	58,061	73,995	84,652	96,042
유동부채	5,870	6,646	14,863	15,322	15,937
단기금융부채	2,780	3,389	10,926	10,926	10,926
매입채무 및 기타채무	1,154	1,000	1,209	1,350	1,539
단기충당부채	434	541	654	729	831
비유동부채	2,945	4,932	5,397	6,885	8,513
장기금융부채	1,076	2,678	1,434	1,434	1,434
장기매입채무 및 기타채무	148	90	49	65	80
장기충당부채	54	67	77	84	93
부채총계	8,815	11,577	20,259	22,206	24,450
지배주주지분	43,744	44,518	51,469	60,012	68,992
자본금	85	86	86	86	86
자본잉여금	38,494	38,806	38,854	38,854	38,854
기타자본구성요소	-6,174	-8,739	-9,527	-9,527	-9,527
자기주식	-1,601	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	7,610	9,145	11,874	15,456	19,475
비지배주주지분	1,771	1,965	2,267	2,433	2,599
자본총계	45,515	46,483	53,736	62,446	71,592
부채외자본총계	54,330	58,061	73,995	84,652	96,042

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,403	3,095	1,135	5,228	5,594
당기순이익(손실)	2,149	1,698	2,997	3,763	4,199
비현금성항목등	1,277	1,638	1,127	1,468	1,630
유형자산감가상각비	155	360	382	458	574
무형자산감가상각비	645	821	721	700	679
기타	494	809	-39	-529	-559
운전자본감소(증가)	-862	329	-2,341	-233	-319
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,044	346	-369	-217	-290
재고자산감소(증가)	-9	-25	-16	-7	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-278	-314	-72	141	189
기타	-1,618	322	-1,884	-150	-208
법인세납부	-1,161	-570	-648	230	84
투자활동현금흐름	-4,508	-1,711	-16,586	-2,328	-115
금융자산감소(증가)	-1,696	-49	3,037	0	0
유형자산감소(증가)	-229	-794	-2,165	-2,165	0
무형자산감소(증가)	-173	-249	-291	-291	-291
기타	-2,411	-618	-17,166	129	177
재무활동현금흐름	-543	-1,112	5,637	-239	-239
단기금융부채증가(감소)	494	34	5,722	0	0
장기금융부채증가(감소)	852	1,004	152	0	0
자본의증가(감소)	-1,538	-2,149	52	0	0
배당금의 지급	-306	-1	0	0	0
기타	-45	-1	-289	-239	-239
현금의 증가(감소)	-3,591	262	-9,925	2,660	5,240
기초현금	19,078	15,487	15,748	5,823	8,483
기말현금	15,487	15,748	5,823	8,483	13,723
FCF	1,464	63	553	1,502	4,053

자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,213	21,787	25,317	29,225	31,369
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	20,213	21,787	25,317	29,225	31,369
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	17,796	19,760	22,608	25,152	26,793
영업이익	2,417	2,027	2,709	4,073	4,576
영업이익률 (%)	12.0	9.3	10.7	13.9	14.6
비영업손익	488	157	800	944	1,023
순금융비용	-394	-355	54	85	37
외환관련손익	162	133	-105	-105	-105
관계기업투자등 관련손익	86	129	643	606	606
세전계속사업이익	2,904	2,184	3,509	5,017	5,599
세전계속사업이익률 (%)	14.4	10.0	13.9	17.2	17.9
계속사업법인세	755	486	512	1,254	1,400
계속사업이익	2,149	1,698	2,997	3,763	4,199
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,149	1,698	2,997	3,763	4,199
순이익률 (%)	10.6	7.8	11.8	12.9	13.4
지배주주	1,896	1,560	2,729	3,582	4,019
지배주주귀속 순이익률(%)	9.38	7.16	10.78	12.26	12.81
비지배주주	253	138	268	180	180
총포괄이익	2,921	3,190	7,944	8,710	9,146
지배주주	2,646	3,028	7,690	8,544	8,980
비지배주주	275	162	254	166	166
EBITDA	3,217	3,208	3,812	5,231	5,829

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-16.6	7.8	16.2	15.4	7.3
영업이익	-52.6	-16.1	33.7	50.4	12.4
세전계속사업이익	-38.4	-24.8	60.7	43.0	11.6
EBITDA	-44.0	-0.3	18.8	37.2	11.4
EPS(계속사업)	-42.9	-18.1	74.4	31.3	12.1
수익성 (%)					
ROE	4.4	3.5	5.7	6.4	6.2
ROA	4.0	3.0	4.5	4.7	4.7
EBITDA마진	15.9	14.7	15.1	17.9	18.6
안정성 (%)					
유동비율	441.3	385.2	100.0	118.2	151.4
부채비율	19.4	24.9	37.7	35.6	34.2
순차입금/자기자본	-42.2	-33.2	4.6	-0.3	-7.6
EBITDA/이자비용(배)	555.1	36.6	16.7	20.6	22.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,227	1,823	3,180	4,175	4,679
BPS	51,303	51,919	59,955	69,881	80,338
CFPS	3,166	3,204	4,465	5,524	6,139
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	84.7	74.6	62.1	34.9	31.1
PER(최저)	41.2	46.4	27.4	28.9	25.8
PBR(최고)	3.7	2.6	3.3	2.1	1.8
PBR(최저)	1.8	1.6	1.5	1.7	1.5
PCR	35.2	28.8	29.5	26.3	23.7
EV/EBITDA(최고)	44.5	32.1	45.8	24.4	21.0
EV/EBITDA(최저)	19.0	18.5	20.9	20.3	17.3