

SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

kid_a@sk.co.kr

02-3773-9957

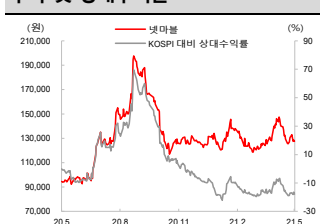
Company Data

자본금	86 억원
발행주식수	8,595 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	109,591 억원
주요주주	
방준혁(와14)	64.18%
엔씨소프트	6.80%
외국인지분률	23.70%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(21/05/14)	127,500 원
KOSPI	3153.32 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	197,500 원
52주 최저가	92,300 원
60일 평균 거래대금	378 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.9%	-9.1%
6개월	1.2%	-20.0%
12개월	34.6%	-17.8%

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

상반기는 부진. 관건은 하반기 신작 성과

- 1Q21 기존작 매출 감소와 인건비 증가로 매출액, 영업이익 컨센서스 하회
- 일곱개의 대죄 북미 매출 반등했으나 세븐나이즈 2 등 신작 포함한 기존 게임 매출 하락
- 외부 IP 게임 매출 비중 증가로 인한 지급수수료를 증가와 인건비 증가로 이익률 감소
- 주요 신작 기대치 상향하나 비용 증가 감안해 투자의견 중립, 목표주가 13.6 만원 유지

1Q21 매출액, 영업이익 부진. 기존작 매출 감소와 인건비 증가가 주요 원인

1Q21 매출액 5,704 억원(+7.0% YoY, -8.6% QoQ), 영업이익 542 억원(+7.0% YoY, -34.3% QoQ) 기록하며 예상치 하회. 주요작 중 일곱개의대죄 북미 매출이 업데이트 효과로 반등했으나 1) 11/25 출시돼 4Q20 일평균매출 17 억원 기록한 세븐나이즈2의 일매출 하락(1Q21 일평균매출 7 억원), 2) 기타 기존작 매출 감소, 3) 연봉 인상으로 인한 인건비 증가 영향 등으로 분기 800 억원 수준으로 유지되던 영업이익 다시 감소

2 분기 역시 비용 증가로 부진 전망되나 6 월 중순부터 신작 다수 출시 예정

2 분기에는 6/10 출시 예정인 지브리 애니메이션 IP 기반 모바일 MMORPG 제2의나라가 출시된다. 하지만 제2의나라 매출이 일부만 반영되고 출시 전 대규모 마케팅과 인건비 상승으로 영업이익은 감소할 것으로 예상된다. 관건은 대작 제2의나라, 세븐나이즈 레볼루션(1H21), 마블 퓨처 레볼루션(1H21) 실적이 반영되는 하반기 이후의 실적이다. 신작 설명회 이후 제2의나라에 대한 관심도를 반영해 제2의나라, 세븐나이즈 레볼루션의 출시 첫 분기 일평균매출을 20 억원 수준으로 상향한다. 두 타이틀 모두 동사의 올해 핵심작인 만큼 한국, 일본, 대만 등 주요 시장에 안착해 장기 서비스가 가능하다면 5~6,000 억원 수준에 머물러 있는 매출 수준이 한 단계 업그레이드될 수 있을 것이다.

올해 전망치 하향하나 내년 상향. 투자의견 중립, 목표주가 13.6 만원 유지

코로나 19 수혜 효과 감소로 인한 기존작 매출 안정화, 인건비 증가 등 감안해 올해 영업이익 예상치는 3,167 억원으로 하향 조정한다. 제2의나라, 세븐나이즈 레볼루션 등 주요 신작 전망치 상향 조정으로 내년 예상 영업이익은 상당폭 상향 조정하지만 현 주가 대비 제한적인 상승 여력과 아직 주요 신작들에 대한 정보가 제한적인 점 감안해 투자의견 중립, 목표주가 13.6 만원으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	20,213	21,787	24,848	26,138	31,669	34,226
yoy	%	-16.6	7.8	14.1	5.2	21.2	8.1
영업이익	억원	2,417	2,027	2,720	3,167	4,968	5,057
yoy	%	-52.6	-16.1	34.2	16.4	56.9	1.8
EBITDA	억원	3,217	3,208	3,838	4,259	6,197	6,348
세전이익	억원	2,904	2,184	4,746	4,471	6,318	6,629
순이익(지배주주)	억원	1,896	1,560	3,130	3,060	4,541	4,765
영업이익률%	%	12.0	9.3	11.0	12.1	15.7	14.8
EBITDA%	%	15.9	14.7	15.4	16.3	19.6	18.6
순이익률	%	10.6	7.8	13.6	12.5	15.0	14.5
EPS(계속사업)	원	2,227	1,823	3,647	3,566	5,284	5,544
PER	배	50.1	50.7	36.1	35.8	24.1	23.0
PBR	배	2.2	1.8	2.1	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	24.2	20.6	30.3	25.5	16.4	15.4
ROE	%	4.4	3.5	6.4	5.2	6.5	5.8
순차입금	억원	-19,224	-15,433	870	-3,799	-10,720	-15,145
부채비율	%	19.4	24.9	45.5	45.0	43.1	37.7

넷마블 1Q21 실적 리뷰

(억원, %, %p)	1Q21P	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	1Q21E	vs. 추정치	1Q21C	vs. 컨센
매출액	5,704	5,329	7.0	6,238	-8.6	6,511	-12.4	6,474	-11.9
영업이익	542	204	165.2	825	-34.3	1,008	-46.2	869	-37.6
OPM	9.5	3.8	5.7	13.2	-3.7	15.5	-6.0	13.4	-3.9
세전이익	946	541	74.9	2,200	-57.0	1,260	-24.9	1,208	-21.7
Margin	16.6	10.2	6.4	35.3	-18.7	19.4	-2.8	18.7	-2.1
지배주주순이익	564	539	4.7	1,000	-43.6	901	-37.4	865	-34.8
Margin	9.9	10.1	-0.2	16.0	-6.1	13.8	-4.0	13.4	-3.5

자료: 넷마블, Quantwise, SK증권

넷마블 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2021E					2022E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	26,863.6	26,138.1	-2.7	28,341.2	-7.8	29,199.8	31,669.3	8.5	31,622.6	0.1
리니지2 레볼루션	1,676.3	1,671.0	-0.3			1,385.0	1,376.6	-0.6		
블소레볼루션	1,111.3	1,360.4	22.4			951.5	1,157.2	21.6		
마블콘테스트	3,454.9	3,298.2	-4.5			3,308.5	3,159.6	-4.5		
쿠키잼	929.7	881.5	-5.2			865.5	816.2	-5.7		
마블퓨처파이트	693.0	722.7	4.3			658.3	686.5	4.3		
알곰개이대죄	2,348.6	2,952.2	25.7			1,755.9	2,305.7	31.3		
세븐나이즈 2	749.3	749.3	0.0			3,128.1	1,766.3	-43.5		
영업비용	23,252.8	22,971.4	-1.2	24,551.8	-6.4	25,098.4	26,700.9	6.4	27,053.0	-1.3
지급수수료	10,518.2	10,749.6	2.2			11,267.6	12,919.4	14.7		
인건비	5,937.4	5,977.3	0.7			6,609.4	6,917.8	4.7		
마케팅비	3,858.9	3,714.1	-3.8			4,077.1	4,038.7	-0.9		
감가상각비	1,219.2	1,091.9	-10.4			1,319.7	1,229.0	-6.9		
기타	1,719.0	1,438.4	-16.3			1,824.5	1,595.9	-12.5		
영업이익	3,610.8	3,166.7	-12.3	3,789.3	-16.4	4,101.4	4,968.4	21.1	4,569.6	8.7
영업이익률	13.4%	12.1%	-1.3%	13.4%	-1.3%	14.0%	15.7%	1.6%	14.5%	1.2%
지배주주순이익	3,244.8	3,059.7	-5.7	3,649.9	-16.2	3,672.1	4,541.4	23.7	4,274.0	6.3
지배주주순이익률	12.1%	11.7%	-0.4%	12.9%	-1.2%	12.6%	14.3%	1.8%	13.5%	0.8%

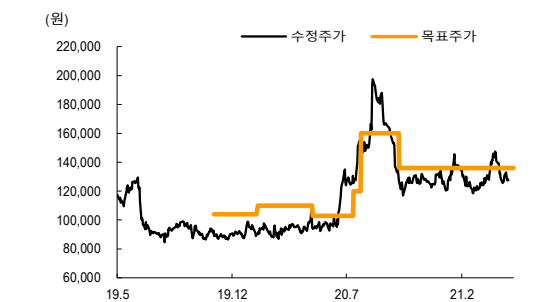
자료: 넷마블, Quantwise, SK증권

넷마블 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	4,776	5,262	6,199	5,550	5,329	6,857	6,423	6,239	5,704	5,906	7,085	7,443	21,787	24,848	26,138
리니지2 레볼루션	739	730	854	718	605	571	593	484	456	424	399	391	3,041	2,253	1,671
블소 레볼루션	781	506	380	406	414	635	524	342	342	374	330	314	2,073	1,915	1,360
마블 콘테스트	721	814	843	953	762	867	984	925	684	850	886	878	3,332	3,538	3,298
일곱개의 대죄	-	416	678	466	653	1,401	1,070	734	856	749	700	647	1,559	3,857	2,952
세븐나이트2	-	-	-	-	-	-	-	749	627	460	372	307	-	749	1,766
제2의나라	-	-	-	-	-	-	-	-	-	420	1,656	1,242	-	-	3,318
세븐나이트 레볼루션	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	620	-	-	620
기타	2,536	2,796	3,443	3,007	2,895	3,384	3,252	3,754	3,365	3,508	4,771	5,212	11,781	13,285	16,856
영업비용	4,437	4,930	5,355	5,039	5,125	6,040	5,549	5,414	5,162	5,527	5,940	6,341	19,761	22,128	22,971
지급수수료	2,101	2,292	2,709	2,433	2,272	2,877	2,638	2,464	2,342	2,424	2,936	3,047	9,535	10,251	10,750
인건비	1,139	1,195	1,203	1,233	1,245	1,312	1,378	1,378	1,434	1,470	1,507	1,567	4,770	5,313	5,977
마케팅비	628	836	723	737	950	1,249	857	868	776	1,009	857	1,072	2,924	3,924	3,714
감가상각비	264	291	345	281	280	278	270	290	261	269	277	285	1,181	1,118	1,092
기타	305	316	375	355	378	324	406	414	349	356	363	370	1,351	1,522	1,438
영업이익	339	332	844	511	204	817	874	825	542	379	1,145	1,101	2,026	2,720	3,167
영업이익률	7.1%	6.3%	13.6%	9.2%	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	9.5%	6.4%	16.2%	14.8%	9.3%	10.9%	12.1%
EBITDA	603	623	1,189	792	484	1,095	1,144	1,115	803	647	1,422	1,386	3,207	3,838	4,259
EBITDA 마진	12.6%	11.8%	19.2%	14.3%	9.1%	16.0%	17.8%	17.9%	14.1%	11.0%	20.1%	18.6%	14.7%	15.4%	16.3%
세전이익	586	394	1,109	95	541	846	1,160	2,200	946	679	1,445	1,401	2,184	4,746	4,471
세전이익률	12.3%	7.5%	17.9%	1.7%	10.1%	12.3%	18.1%	35.3%	16.6%	11.5%	20.4%	18.8%	10.0%	19.1%	17.1%
지배주주순이익	453	375	902	106	611	951	1,013	1,057	564	460	1,034	1,002	1,835	3,631	3,060
지배주주순이익률	9.5%	7.1%	14.5%	1.9%	11.5%	13.9%	15.8%	16.9%	9.9%	7.8%	14.6%	13.5%	8.4%	14.6%	11.7%

자료: 넷마블, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.17	중립	136,000원	6개월		
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%
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%



Compliance Notice

- 작성자(이진만)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 5월 17일 기준)

매수	90.24%	중립	9.76%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	25,601	18,207	23,480	30,770	35,526
현금및현금성자산	15,748	12,575	17,245	24,166	28,590
매출채권및기타채권	1,536	2,096	2,501	2,748	2,970
재고자산	51	46	55	61	66
비유동자산	32,460	64,027	73,423	82,600	90,921
장기금융자산	12,239	23,817	23,817	23,817	23,817
유형자산	2,356	4,231	4,632	4,765	3,920
무형자산	13,838	12,918	12,489	12,194	12,018
자산총계	58,061	82,234	96,903	113,370	126,447
유동부채	6,646	16,335	17,119	17,605	18,026
단기금융부채	3,389	12,340	12,340	12,340	12,340
매입채무 및 기타채무	1,000	1,145	1,366	1,501	1,622
단기충당부채	541	673	815	908	978
비유동부채	4,932	9,393	12,973	16,545	16,559
장기금융부채	2,678	3,614	3,614	3,614	3,614
장기매입채무 및 기타채무	90	92	107	123	123
장기충당부채	67	70	68	62	72
부채총계	11,577	25,728	30,091	34,150	34,585
지배주주지분	44,518	54,071	64,211	76,460	88,933
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,806	38,867	38,867	38,867	38,867
기타자본구성요소	-8,739	-10,086	-10,086	-10,086	-10,086
자기주식	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	9,145	12,262	14,695	19,236	24,000
비지배주주지분	1,965	2,435	2,600	2,760	2,929
자본총계	46,483	56,506	66,811	79,220	91,862
부채외자본총계	58,061	82,234	96,903	113,370	126,447

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	3,095	3,504	6,518	8,074	4,674
당기순이익(손실)	1,698	3,380	3,263	4,739	4,972
비현금성항목등	1,638	848	996	1,459	1,376
유형자산감가상각비	360	392	394	664	845
무형자산감가상각비	821	726	698	565	445
기타	809	333	623	647	514
운전자본감소(증가)	329	-438	13	1	-17
매출채권및기타채권의 감소(증가)	346	-1,100	-405	-248	-222
재고자산감소(증가)	-25	-2	-9	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-314	212	221	135	121
기타	322	453	205	119	89
법인세납부	-570	-287	2,247	1,876	-1,657
투자활동현금흐름	-1,711	-15,018	-913	-845	74
금융자산감소(증가)	-49	4,657	0	0	0
유형자산감소(증가)	-794	-2,103	-796	-797	0
무형자산감소(증가)	-249	-269	-269	-269	-269
기타	-618	-17,302	152	222	344
재무활동현금흐름	-1,112	8,613	-936	-308	-323
단기금융부채증가(감소)	34	6,814	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,004	2,344	0	0	0
자본의증가(감소)	-2,149	92	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	-628	0	0
기타	-1	-637	-308	-308	-323
현금의 증가(감소)	262	-3,173	4,670	6,921	4,425
기초현금	15,487	15,748	12,575	17,245	24,166
기말현금	15,748	12,575	17,245	24,166	28,590
FCF	63	2,636	2,380	3,907	4,797

자료 : 넷마블, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	21,787	24,848	26,138	31,669	34,226
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,787	24,848	26,138	31,669	34,226
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	19,760	22,127	22,971	26,701	29,169
영업이익	2,027	2,720	3,167	4,968	5,057
영업이익률 (%)	9.3	11.0	12.1	15.7	14.8
비영업손익	157	2,026	1,304	1,350	1,571
순금융비용	-355	71	138	69	-20
외환관련손익	133	125	145	145	145
관계기업투자 등 관련손익	129	1,958	1,920	1,920	1,920
세전계속사업이익	2,184	4,746	4,471	6,318	6,629
세전계속사업이익률 (%)	10.0	19.1	17.1	20.0	19.4
계속사업법인세	486	1,366	1,208	1,580	1,657
계속사업이익	1,698	3,380	3,263	4,739	4,972
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,698	3,380	3,263	4,739	4,972
순이익률 (%)	7.8	13.6	12.5	15.0	14.5
지배주주	1,560	3,130	3,060	4,541	4,765
지배주주귀속 순이익률(%)	7.16	12.59	11.71	14.34	13.92
비지배주주	138	251	203	197	207
총포괄이익	3,190	11,051	10,933	12,409	12,642
지배주주	3,028	10,838	10,768	12,250	12,473
비지배주주	162	213	165	159	169
EBITDA	3,208	3,838	4,259	6,197	6,348

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	7.8	14.1	5.2	21.2	8.1
영업이익	-16.1	34.2	16.4	56.9	1.8
세전계속사업이익	-24.8	117.3	-5.8	41.3	4.9
EBITDA	-0.3	19.6	11.0	45.5	2.4
EPS(계속사업)	-18.1	100.1	-2.2	48.2	4.9
수익성 (%)					
ROE	3.5	6.4	5.2	6.5	5.8
ROA	3.0	4.8	3.6	4.5	4.2
EBITDA마진	14.7	15.4	16.3	19.6	18.6
안정성 (%)					
유동비율	385.2	111.5	137.2	174.8	197.1
부채비율	24.9	45.5	45.0	43.1	37.7
순차입금/자기자본	-33.2	1.5	-5.7	-13.5	-16.5
EBITDA/이자비용(배)	36.6	16.6	13.2	19.2	19.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,823	3,647	3,566	5,284	5,544
BPS	51,919	62,986	74,704	88,956	103,467
CFPS	3,204	4,949	4,839	6,714	7,046
주당 현금배당금	0	767	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	74.6	54.2	41.4	27.9	26.6
PER(최저)	46.4	23.9	33.2	22.4	21.4
PBR(최고)	2.6	3.1	2.0	1.7	1.4
PBR(최저)	1.6	1.4	1.6	1.3	1.2
PCR	28.8	26.6	26.4	19.0	18.1
EV/EBITDA(최고)	32.1	45.1	29.5	19.2	18.1
EV/EBITDA(최저)	18.5	20.4	23.7	15.2	14.1