

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812**Company Data**

자본금	110 억원
발행주식수	2,194 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	92,363 억원
주요주주	
국민연금공단	12.34%
김택진(외7)	12.01%
외국인지분률	41.80%
배당수익률	0.90%

**Stock Data**

주가(17/11/09)	421,000 원
KOSPI	2,550.57 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	478,500 원
52주 최저가	218,000 원
60일 평균 거래대금	1,060 억원

**주가 및 상대수익률**

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.4%	-14.9%
6개월	15.0%	3.4%
12개월	57.7%	21.1%

**엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 540,000 원(유지))****4분기 리니지 m의 매출 감소는 제한적일 전망**

엔씨소프트는 3 분기에 리니지 m 매출이 온기 반영되면서 분기 사상 최대 실적을 기록함. 런칭 효과 소멸로 리니지 M의 4 분기 매출 감소에 대한 우려가 존재하나, 매출은 공성전 업데이트, 해외 출시 등으로 인해 안정적인 수준에서 유지될 전망. 리니지를 성공적으로 모바일화한 경험을 바탕으로 블소, 리니지2, 아이온 기반의 모바일 게임도 개발 중이어서 이에 대한 기대감이 고조되는 중. 현 주가는 PER 밴드 하단으로 밸류에이션 부담도 없음.

**3Q17: 예상된 사상 최대 실적**

엔씨소프트는 3Q17에 매출액 7,273 억 원(181.2% qoq), 영업이익 3,278 억 원(772.6% qoq, OPM: 45.1%)의 실적을 기록하였다. 리니지 m 매출이 온기 반영되며 분기 매출액이 사상 최대치를 기록하였고, 영업이익과 영업이익률 또한 특별 상여금 지급에도 불구하고 분기 사상 최대치를 보였다. 모바일게임 매출 비중이 3 분기 전체 매출의 75.8%를 차지한 엔씨소프트는 성공적으로 모바일게임 개발사로 전환하였다.

**리니지 m의 견조한 매출 전망과 신작에 대한 기대감 유효**

3 분기 리니지 m의 일평균매출은 61 억 원 수준이었으나, 이는 4 분기 들어 신작 효과가 소멸되며 자연스럽게 감소할 것으로 예상된다. 하지만, 매출은 11 월 5 일 공성전 업데이트 이후 리바운드 할 가능성이 높으며, 대만, 홍콩, 마카오 등 해외 출시를 통해 추가적으로 매출이 발생할 것으로 예상되어 4 분기에도 견조한 매출을 유지할 전망이다. ‘리니지 IP를 성공적으로 모바일화시킨 엔씨소프트는 축적된 경험을 바탕으로 블레이드앤팽소울, 리니지2, 아이온 등 기존 온라인 IP의 모바일화 작업도 진행 중에 있어 신작에 대한 기대감이 고조될 것으로 예상한다. 신작은 2018년 내에 출시가 가능할 전망이다.

**투자의견 매수(유지), 목표주가 54 만원(유지)**

3 분기 사상 최대 실적을 기록한 엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 리니지 m의 해외 진출과 신작에 대한 기대감도 유효하다. 엔씨소프트 현 주가는 12M Forward PER 기준 15 배로 역사적 밴드의 하단이다.

**영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	8,387	8,383	9,836	18,088	23,881	26,549
yoY	%	10.9	-0.1	17.3	83.9	32.0	11.2
영업이익	억원	2,782	2,375	3,288	6,208	9,524	10,847
yoY	%	35.6	-14.6	38.5	88.8	53.4	13.9
EBITDA	억원	3,149	2,724	3,612	6,514	9,806	11,097
세전이익	억원	2,890	2,395	3,461	6,667	10,080	11,631
순이익(자체주주)	억원	2,300	1,654	2,723	4,998	7,829	9,033
영업이익률%	%	33.2	28.3	33.4	34.3	39.9	40.9
EBITDA%	%	37.6	32.5	36.7	36.0	41.1	41.8
순이익률	%	27.1	19.8	27.6	27.6	32.8	34.0
EPS	원	10,487	7,542	12,416	22,784	35,694	41,181
PER	배	17.4	28.2	19.9	18.5	11.8	10.2
PBR	배	2.9	2.6	2.9	3.4	2.4	1.9
EV/EBITDA	배	10.1	14.0	12.8	12.2	7.2	5.6
ROE	%	18.4	10.6	14.9	21.8	24.1	20.6
순차입금	억원	-8,969	-9,521	-8,346	-12,741	-20,451	-29,222
부채비율	%	23.5	24.1	24.6	30.6	23.9	20.1

## 엔씨소프트 분기별 실적 전망

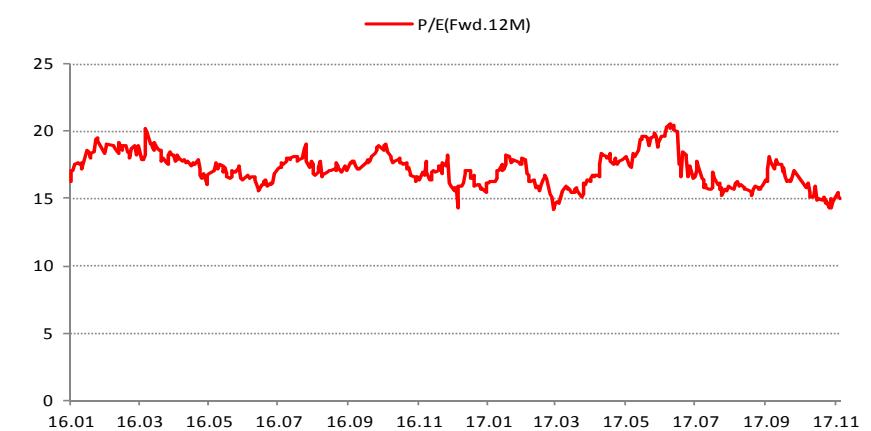
(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17P	4Q17F	2016A	2017F	2018F
영업수익	2,408	2,405	2,176	2,846	2,395	2,586	7,273	5,834	9,836	18,088	23,881
리니지	789	944	838	1,184	515	338	354	375	3,755	1,582	1,489
리니지2	171	191	206	204	184	167	156	182	771	689	709
아이온	201	176	161	179	133	108	102	135	717	478	530
기타	96	155	165	321	106	149	133	155	736	543	707
모바일게임	-	-	-	-	234	937	5,510	3,995	-	10,677	16,161
블레이드앤소울	540	489	401	394	446	390	380	425	1,823	1,641	1,638
길드워2	306	159	153	149	142	136	201	149	766	628	554
와일드스타	13	22	11	-	-	-	-	-	46	-	-
로열티	294	270	242	415	635	361	436	417	1,221	1,850	2,093
영업비용	1,651	1,544	1,524	1,829	2,091	2,211	3,995	3,585	6,548	11,880	14,357
영업이익	758	861	651	1,017	304	376	3,278	2,250	3,288	6,207	9,524
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	14.5%	45.1%	38.6%	33.4%	34.3%	39.9%

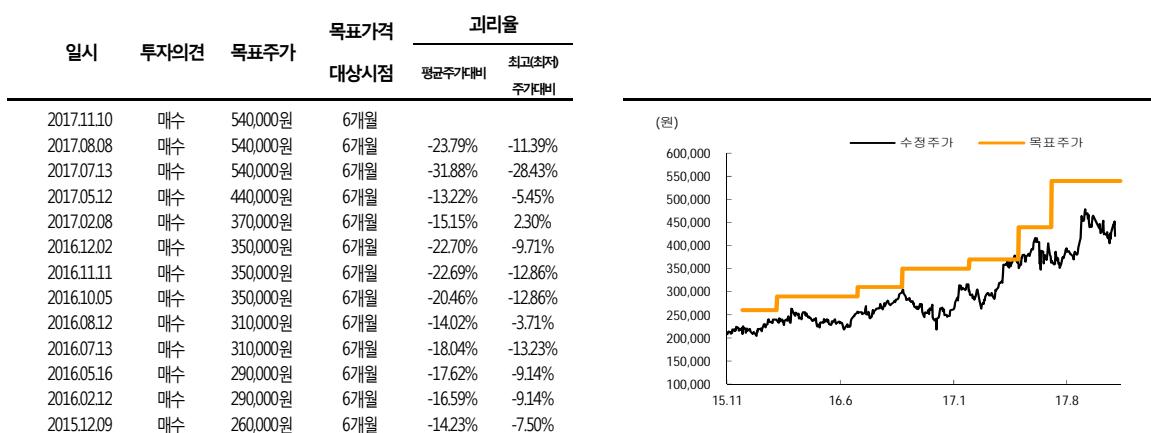
자료: 엔씨소프트, SK 증권

## 엔씨소프트 12M Forward PER 추이

(단위: 배)



자료: Quantiwise



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2017년 11월 10일 기준)

매수	90.2%	중립	9.8%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	10,828	11,916	18,489	26,386	35,493
현금및현금성자산	2,481	1,448	6,521	14,231	23,001
매출채권및기타채권	903	1,606	3,292	3,437	3,698
재고자산	7	7	14	14	15
<b>비유동자산</b>	11,364	11,692	16,915	20,597	24,384
장기금융자산	5,219	5,579	10,360	10,360	10,360
유형자산	2,338	2,247	2,178	1,939	1,732
무형자산	642	533	528	527	525
<b>자산총계</b>	22,192	23,608	35,404	46,984	59,877
<b>유동부채</b>	3,375	2,844	5,829	6,085	6,547
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	294	283	579	605	651
단기충당부채	5	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	927	1,809	2,471	2,973	3,487
장기금융부채	11	1,497	1,498	1,498	1,498
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	49	100	105	113
<b>부채총계</b>	4,303	4,653	8,300	9,058	10,033
<b>지배주주지분</b>	17,695	18,856	27,012	37,841	49,767
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,412	4,317	4,336	4,336	4,336
기타자본구성요소	-97	-1,531	-1,536	-1,536	-1,536
자기주식	-124	-1,559	-1,559	-1,559	-1,559
이익잉여금	13,304	15,438	19,595	26,468	34,438
비자본주주지분	194	99	92	84	77
<b>자본총계</b>	17,889	18,955	27,104	37,925	49,843
<b>부채와자본총계</b>	22,192	23,608	35,404	46,984	59,877

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,253	959	5,163	8,368	9,363
당기순이익(순실)	1,664	2,714	4,990	7,822	9,025
비현금성항목등	1,237	1,148	1,569	1,984	2,071
유형자산감가상각비	285	265	263	239	207
무형자산상각비	65	59	44	43	43
기타	433	409	-85	-154	-211
운전자본감소(증가)	62	-1,544	252	-540	-489
매출채권및기타채권의 감소증가)	10	-708	-1,697	-145	-261
재고자산감소(증가)	1	0	-7	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-50	238	26	46
기타	28	-786	1,717	-420	-273
법인세납부	-709	-1,358	-1,648	-897	-1,245
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,008	-1,195	785	331	502
금융자산감소(증가)	-4,791	-856	746	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-148	-159	0	0
무형자산감소(증가)	8	-19	-41	-41	-41
기타	-63	-172	240	372	544
<b>재무활동현금흐름</b>	3,105	-512	-833	-988	-1,095
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,495	0	0	0
자본의증가(감소)	3,792	-1,436	14	0	0
배당금의 지급	-686	-601	-811	-956	-1,063
기타	0	30	-31	-32	-32
<b>현금의 증가(감소)</b>	453	-1,033	5,072	7,710	8,770
<b>기초현금</b>	2,028	2,481	1,448	6,521	14,231
<b>기말현금</b>	2,481	1,448	6,521	14,231	23,001
<b>FCF</b>	2,742	1,263	5,497	7,695	8,741

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	8,383	9,836	18,088	23,881	26,549
<b>매출원가</b>	2,027	1,876	4,054	5,864	6,413
<b>매출총이익</b>	6,356	7,960	14,034	18,017	20,135
매출총이익률 (%)	75.8	80.9	77.6	75.4	75.8
<b>판매비와관리비</b>	3,981	4,672	7,826	8,493	9,289
영업이익	2,375	3,288	6,208	9,524	10,847
영업이익률 (%)	28.3	33.4	34.3	39.9	40.9
비영업순익	20	173	459	556	784
<b>순금융비용</b>	-204	-186	-187	-333	-505
외환관련손익	95	68	68	68	68
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-20	73	12	0	0
세전계속사업이익	2,395	3,461	6,667	10,080	11,631
세전계속사업이익률 (%)	28.6	35.2	36.9	42.2	43.8
계속사업법인세	732	747	1,677	2,258	2,605
<b>계속사업이익</b>	1,664	2,714	4,990	7,822	9,025
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,664	2,714	4,990	7,822	9,025
<b>순이익률 (%)</b>	19.8	27.6	27.6	32.8	34.0
<b>지배주주</b>	1,654	2,723	4,998	7,829	9,033
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	19.73	27.68	27.63	32.78	34.02
<b>비지배주주</b>	10	-9	-7	-7	-7
<b>총포괄이익</b>	1,710	3,295	8,946	11,777	12,981
<b>지배주주</b>	1,692	3,290	8,954	11,785	12,989
<b>비지배주주</b>	18	5	-8	-8	-8
<b>EBITDA</b>	2,724	3,612	6,514	9,806	11,097

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.1	17.3	83.9	32.0	112
영업이익	-14.6	38.5	88.8	53.4	13.9
세전계속사업이익	-17.1	44.5	92.7	51.2	154
EBITDA	-13.5	32.6	80.4	50.5	132
EPS(계속사업)	-28.1	64.6	83.5	56.7	154
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.6	14.9	21.8	24.1	20.6
ROA	8.5	11.9	16.9	19.0	16.9
EBITDA마진	32.5	36.7	36.0	41.1	41.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	320.8	419.1	317.2	433.6	542.1
부채비율	24.1	24.6	30.6	23.9	20.1
순차입금/자기자본	-53.2	-44.0	-47.0	-53.9	-58.6
EBITDA/이자비용(배)	8,466.2	121.3	202.6	304.9	345.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,542	12,416	22,784	35,694	41,181
BPS	80,693	85,985	123,123	172,482	226,842
CFPS	9,137	13,894	24,182	36,978	42,320
주당 현금배당금	2,747	3,820	4,500	5,000	6,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	32.4	24.6	21.0	13.4	11.6
PER(최저)	22.4	16.4	10.9	7.0	6.0
PBR(최고)	3.0	3.6	3.9	2.8	2.1
PBR(최저)	2.1	2.4	2.0	1.4	1.1
PCR	23.3	17.8	17.4	11.4	10.0
EV/EBITDA(최고)	16.5	16.3	14.1	8.5	6.7
EV/EBITDA(최저)	10.4	10.1	6.3	3.4	2.1