

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	89,731 억원
주요주주	
국민연금공단	12.13%
김택진(외7)	12.00%
외국인지분율	46.30%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(18/02/07)	409,000 원
KOSPI	2396.56 pt
52주 Beta	0.63
52주 최고가	488,000 원
52주 최저가	263,500 원
60일 평균 거래대금	841 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	1.0%
6개월	6.5%	6.6%
12개월	35.9%	17.7%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 540,000 원(유지))

신작 출시로 연간 실적 개선 가능성 높음

엔씨소프트 4Q17 실적은 주력 게임인 리니지 m 의 매출 감소로 전기 대비 영업이익이 하락하였음. 현재 블소 2, 아이온 템페스트, 리니지 2 모바일 등을 포함한 13 종의 게임이 개발 중이기 때문에 리니지 m 의 매출이 정체된다고 하더라도 엔씨소프트의 18년 영업 이익은 30% 이상 증가할 것으로 예상함. 안정적인 배당과 확실한 IP 를 보유하고 있는 엔씨소프트의 주가는 경쟁사 대비 저평가로 점진적인 반등이 가능할 것으로 전망

4Q17: 리니지 m 매출 감소로 전기 대비 영업이익 감소

엔씨소프트 4Q17 실적은 매출액 5,333 억원(-26.7% qoq), 영업이익 1,892 억원(-42.3% qoq, OPM: 35.5%)이다. 길드워 2 화장팩 출시 온기 반영과 아이온 부분 유료화 전환에 따른 신규 이용자 유입으로 온라인게임 매출 호조에도 불구하고, 리니지 m 매출 자연 감소로 전기 대비 부진한 실적을 기록하였다. 연간 모바일게임 매출 비중은 57%로 리니지 IP 의 잠재력을 확인하며 모바일게임 시장에 안착한 점은 긍정적이다. 또한 주당 7,280 원의 현금배당을 결정하며 전년에 이어 30% 이상의 배당성향을 유지하였다.

신작 출시로 연간 실적 개선 가능할 전망

4분기 이익감소의 원인은 리니지 m 의 매출 감소에 기인한다. 게임 노후화에 따라 매출 감소 가능성은 있지만, 2018년에는 신작 출시를 통해 실적 개선이 가능할 것이다. 엔씨소프트는 13종의 신규 모바일 게임을 개발 중에 있다. 특히 블레이드앤소울 2, 아이온 템페스트, 리니지 2 모바일은 시장을 주도할 수 있는 MMORPG 게임이다. 주요 신작은 검증된 IP 를 활용하고 퍼블리셔로서 모바일게임 운영에 대한 충분한 경험을 축적했기 때문에 흥행 가능성은 높다고 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 540,000 원 유지

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 리니지 m 은 공성전 업데이트 이후 매출이 안정화되었고, 검증된 IP 를 활용한 모바일 MMORPG 게임 출시로 18년 실적 개선세가 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 현 주가는 2018년 EPS 기준 13.3 배에 불과해 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	8,387	8,383	9,836	17,587	21,824	26,522
yoY	%	10.9	-0.1	17.3	78.8	24.1	21.5
영업이익	억원	2,782	2,375	3,288	5,850	8,109	10,622
yoY	%	35.6	-14.6	38.5	78.0	38.6	31.0
EBITDA	억원	3,149	2,724	3,612	6,159	8,400	10,878
세전이익	억원	2,890	2,395	3,461	6,094	8,708	11,441
순이익(자체주주)	억원	2,300	1,654	2,723	4,409	6,726	8,848
영업이익률%	%	33.2	28.3	33.4	33.3	37.2	40.1
EBITDA%	%	37.6	32.5	36.7	35.0	38.5	41.0
순이익률	%	27.1	19.8	27.6	25.2	31.0	33.5
EPS	원	10,487	7,542	12,416	20,100	30,660	40,329
PER	배	17.4	28.2	19.9	22.3	13.3	10.1
PBR	배	2.9	2.6	2.9	3.7	2.5	1.9
EV/EBITDA	배	10.1	14.0	12.8	13.6	8.0	5.3
ROE	%	18.4	10.6	14.9	19.5	21.8	21.7
순차입금	억원	-8,969	-9,521	-8,346	-13,921	-21,364	-30,601
부채비율	%	23.5	24.1	24.6	28.9	25.0	21.0

엔씨소프트 분기별 실적 전망

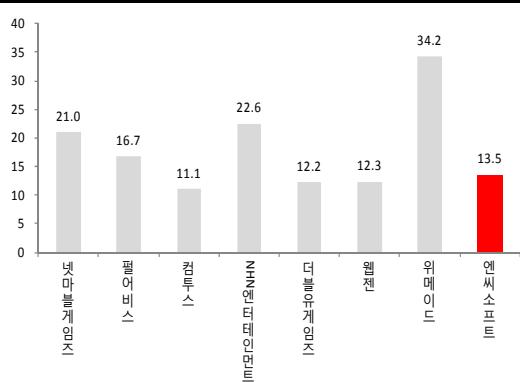
(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017F	2018F
영업수익	2,395	2,586	7,273	5,333	4,944	5,207	5,521	6,152	9,836	17,587	21,824
리니지	515	338	354	338	382	365	373	369	3,755	1,544	1,489
리니지2	184	167	156	151	182	178	175	173	771	658	709
아이온	133	108	102	127	136	133	131	129	717	470	530
기타	106	149	133	108	132	132	145	152	736	496	561
모바일게임	234	937	5,510	3,271	2,987	3,238	3,529	4,186	-	9,953	13,940
블레이드앤소울	446	390	380	395	419	413	406	400	1,823	1,611	1,638
길드워2	142	136	201	349	186	196	210	212	766	828	804
와일드스타	-	-	-	-	-	-	-	-	46	-	-
로열티	635	361	436	595	521	552	550	530	1,221	2,028	2,153
영업비용	2,091	2,211	3,995	3,441	3,244	3,032	3,557	3,882	6,548	11,737	13,715
영업이익	304	376	3,278	1,892	1,700	2,175	1,964	2,270	3,288	5,850	8,109
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	34.4%	41.8%	35.6%	36.9%	33.4%	33.3%	37.2%

자료: 엔씨소프트, SK증권

주요게임업체 18년 PER

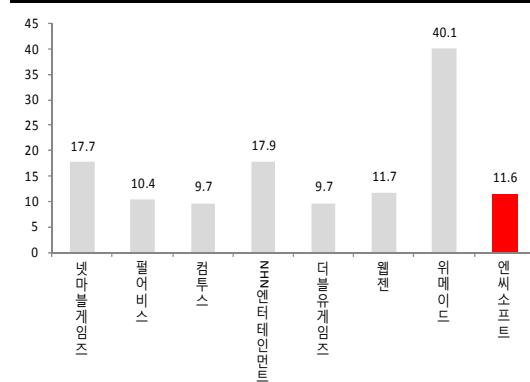
(단위: 배)



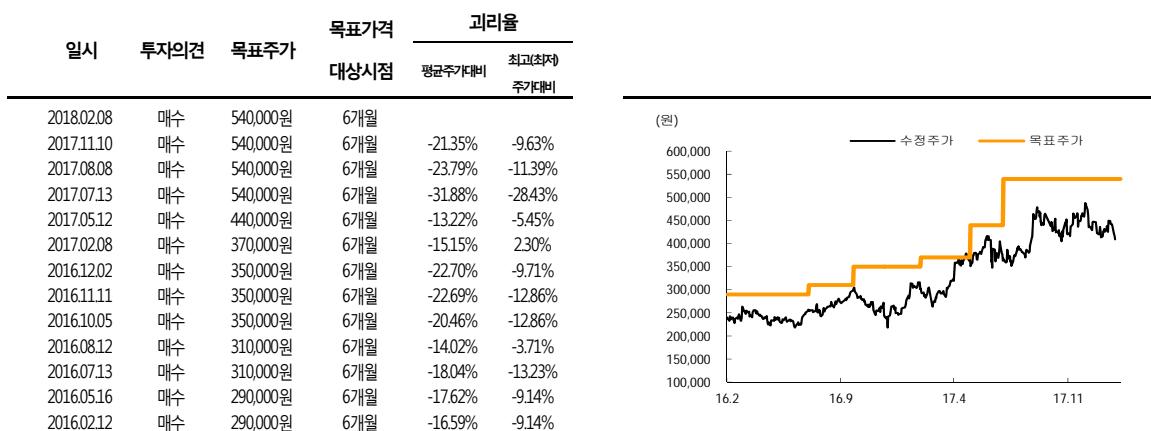
자료: Quantwise

주요게임업체 19년 PER

(단위: 배)



자료: Quantwise



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 (2018년 2월 8일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,828	11,916	19,305	27,344	36,936
현금및현금성자산	2,481	1,448	3,179	10,622	19,859
매출채권및기타채권	903	1,606	3,010	3,472	3,747
재고자산	7	7	12	14	16
비유동자산	11,364	11,692	14,816	17,092	19,432
장기금융자산	5,219	5,579	10,135	10,135	10,135
유형자산	2,338	2,247	2,250	1,995	1,775
무형자산	642	533	531	532	532
자산총계	22,192	23,608	34,121	44,436	56,368
유동부채	3,375	2,844	5,328	6,146	6,633
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	294	283	529	611	659
단기증당부채	5	0	0	0	0
비유동부채	927	1,809	2,322	2,735	3,129
장기금융부채	11	1,497	1,498	1,498	1,498
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	51	49	98	117	132
부채총계	4,303	4,653	7,650	8,881	9,762
지배주주지분	17,695	18,856	26,324	35,370	46,384
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,412	4,317	4,326	4,326	4,326
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	19,017	24,197	31,344
비지배주주지분	194	99	147	185	222
자본총계	17,889	18,955	26,471	35,554	46,606
부채와자본총계	22,192	23,608	34,121	44,436	56,368

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,253	959	4,698	7,302	9,086
당기순이익(순실)	1,664	2,714	4,439	6,757	8,879
비현금성활동등	1,237	1,148	1,820	1,643	2,000
유형자산감가상각비	285	265	273	255	220
무형자산상각비	65	59	36	36	36
기타	433	409	184	-217	-274
운전자본감소(증가)	62	-1,544	-710	-390	-473
매출채권및기타채권의 감소증가)	10	-708	-1,416	-462	-275
재고자산감소(증가)	1	0	-6	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	23	-50	190	81	48
기타	28	-786	522	-8	-245
법인세납부	-709	-1,358	-852	-707	-1,319
투자활동현금흐름	-5,008	-1,195	-2,102	1,720	1,884
금융자산감소(증가)	-4,791	-856	-3,782	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-148	-236	0	0
무형자산감소(증가)	8	-19	-37	-37	-37
기타	-63	-172	1,953	1,756	1,920
재무활동현금흐름	3,105	-512	-836	-1,579	-1,732
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,495	0	0	0
자본의증가(감소)	3,792	-1,436	14	0	0
배당금의 지급	-686	-601	-811	-1,547	-1,700
기타	0	30	-39	-32	-32
현금의 증가(감소)	453	-1,033	1,731	7,443	9,237
기초현금	2,028	2,481	1,448	3,179	10,622
기말현금	2,481	1,448	3,179	10,622	19,859
FCF	2,742	1,263	4,905	6,751	8,584

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,383	9,836	17,587	21,824	26,522
매출원가	2,027	1,876	2,898	5,602	6,494
매출총이익	6,356	7,960	14,689	16,222	20,028
매출총이익률 (%)	75.8	80.9	83.5	74.3	75.5
판매비와관리비	3,981	4,672	8,839	8,113	9,406
영업이익	2,375	3,288	5,850	8,109	10,622
영업이익률 (%)	28.3	33.4	33.3	37.2	40.1
비영업손익	20	173	244	599	819
순금융비용	-204	-186	-190	-313	-478
외환관련손익	95	68	68	68	68
관계기업투자등 관련손익	-20	73	6	0	0
세전계속사업이익	2,395	3,461	6,094	8,708	11,441
세전계속사업이익률 (%)	28.6	35.2	34.7	39.9	43.1
계속사업법인세	732	747	1,655	1,951	2,563
계속사업이익	1,664	2,714	4,439	6,757	8,879
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,664	2,714	4,439	6,757	8,879
순이익률 (%)	19.8	27.6	25.2	31.0	33.5
지배주주	1,654	2,723	4,409	6,726	8,848
지배주주기록 순이익률(%)	19.73	27.68	25.07	30.82	33.36
비지배주주	10	-9	31	31	31
총포괄이익	1,710	3,295	8,312	10,630	12,751
지배주주	1,692	3,290	8,275	10,593	12,714
비지배주주	18	5	37	37	37
EBITDA	2,724	3,612	6,159	8,400	10,878

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-0.1	17.3	78.8	24.1	21.5
영업이익	-14.6	38.5	78.0	38.6	31.0
세전계속사업이익	-17.1	44.5	76.1	42.9	31.4
EBITDA	-13.5	32.6	70.5	36.4	29.5
EPS(계속사업)	-28.1	64.6	61.9	52.5	31.5
수익성 (%)					
ROE	10.6	14.9	19.5	21.8	21.7
ROA	8.5	11.9	15.4	17.2	17.6
EBITDA마진	32.5	36.7	35.0	38.5	41.0
안정성 (%)					
유동비율	320.8	419.1	362.3	444.9	556.9
부채비율	24.1	24.6	28.9	25.0	21.0
순차입금/자기자본	-53.2	-44.0	-52.6	-60.1	-65.7
EBITDA/이자비용(배)	8,466.2	121.3	191.3	260.8	337.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,542	12,416	20,100	30,660	40,329
BPS	80,693	85,985	119,986	161,217	211,421
CFPS	9,137	13,894	21,509	31,985	41,497
주당 현금배당금	2,747	3,820	7,280	8,000	9,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	32.4	24.6	24.3	14.7	11.2
PER(최저)	22.4	16.4	12.3	13.3	10.1
PBR(최고)	3.0	3.6	4.1	2.8	2.1
PBR(최저)	2.1	2.4	2.1	2.5	1.9
PCR	23.3	17.8	20.8	12.8	9.9
EV/EBITDA(최고)	16.5	16.3	15.1	9.1	6.1
EV/EBITDA(최저)	10.4	10.1	6.5	8.0	5.3