

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	76,128 억원
주요주주	
김택진(와8)	12.01%
국민연금공단	11.86%
외국인지분률	48.00%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(18/05/10)	347,000 원
KOSPI	2464.16 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	488,000 원
52주 최저가	342,000 원
60일 평균 거래대금	465 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.8%	-13.3%
6개월	-17.4%	-14.7%
12개월	-4.3%	-11.8%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 480,000 원(하향))**신작 모멘텀 둔화에도 18년 안정적 성장 기조는 유효**

엔씨소프트의 1Q18 실적은 리니지 m, 리니지의 매출 감소에도 불구하고, 아이온의 부분 유료화 모델 안착과 효율적인 비용 집행으로 기대치를 상회하는 영업이익을 기록하였음. 블소2, 리니지 2m 등 기대작은 2019년 출시가 예정됨에 따라 단기 신작 모멘텀은 둔화되었으나, 리니지 m 매출 안정화와 효율적인 비용 집행으로 18년에도 안정적인 성장이 가능할 것으로 전망됨

1Q18: 비용 절감 효과로 영업이익 기대치 상회

엔씨소프트의 1Q18 실적은 매출액 4,752 억원(-10.9% qoq), 영업이익 2,038 억원 (7.7% qoq, OPM: 42.9%)이다. 리니지 m과 PC 리니지의 매출 감소로 매출은 전기 대비 하락하였으나, 마케팅비용 절감과 지난 분기 인센티브 지급 효과가 제거되면서 영업이익은 전기 대비 증가하였다. 아이온은 과금 체제 변경으로 매출 반등에 성공했으며, 대만 리니지 m 매출이 온기 반영되면서 로열티 매출도 호조를 보였다.

기대작은 2019년에 출시될 전망

리니지 m의 매출이 안정화되고 있는 가운데 시장의 관심은 신작 출시로 향해 있다. 기대작은 대부분 2019년 출시될 것으로 예상한다. 모바일 게임인 블소2와 리니지 m2 이 19년 상반기 출시가 예정돼 있고, 온라인게임 리니지이터널도 올해 CBT를 거쳐 내년 출시가 예상된다. 올해 대형 신작의 공백은 아쉽지만 리니지 m의 업데이트와 아이온의 성공적인 부분유료화 안착, 효율적 비용 집행으로 18년에도 안정적 성장을 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 480,000 원(하향)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 단기적으로 신작 출시에 대한 기대감은 낮아졌으나, 기존 게임의 업데이트와 효율적 비용 집행으로 18년에도 안정적 성장을 기대할 수 있으며, 하반기 신작에 대한 기대감이 주가에 본격적으로 반영될 것으로 예상하기 때문이다. 목표주가는 엔씨소프트 12M Forward EPS 30,103 원에 국내 경쟁사 평균 PER 15.9 배를 적용하여 산정한 480,000 원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	8,383	9,836	17,587	19,360	27,476	28,645
yoY	%	-0.1	17.3	78.8	10.1	41.9	43
영업이익	억원	2,375	3,288	5,850	7,644	10,323	10,615
yoY	%	-14.6	38.5	78.0	30.7	35.0	28
EBITDA	억원	2,724	3,612	6,150	7,932	10,577	10,840
세전이익	억원	2,395	3,461	6,102	7,683	10,599	11,056
순이익(자체주주)	억원	1,654	2,723	4,410	5,730	8,003	8,350
영업이익률%	%	28.3	33.4	33.3	39.5	37.6	37.1
EBITDA%	%	32.5	36.7	35.0	41.0	38.5	37.8
순이익률%	%	19.8	27.6	25.3	29.8	29.2	29.3
EPS	원	7,542	12,416	20,104	26,119	36,479	38,060
PER	배	28.2	19.9	22.3	13.3	9.5	9.1
PBR	배	2.6	2.9	3.6	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	14.0	12.8	13.7	6.9	4.2	3.2
ROE	%	10.6	14.9	19.1	18.1	19.2	15.8
순차입금	억원	-9,521	-8,346	-13,944	-21,495	-32,004	-41,934
부채비율	%	24.1	24.6	29.2	25.6	26.7	25.3

엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,700	4,933	4,975	17,587	19,360	27,476
리니지	515	338	354	338	283	281	290	287	1,544	1,140	1,148
리니지2	184	167	156	151	142	137	138	138	658	555	551
아이온	133	108	102	127	188	190	185	186	470	748	744
기타	106	149	133	108	81	110	102	102	496	395	411
모바일게임	234	937	5,510	3,271	2,641	2,611	2,840	2,881	9,953	10,972	19,103
블레이드앤소울	446	390	380	395	339	330	341	338	1,611	1,348	1,351
길드워2	142	136	201	349	236	219	239	234	828	928	936
로열티	635	361	436	595	842	823	799	810	2,028	3,273	3,232
영업비용	2,091	2,211	3,995	3,441	2,713	2,859	3,027	3,116	11,737	11,716	17,154
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,841	1,906	1,859	5,850	7,644	10,323
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	39.2%	38.6%	37.4%	33.3%	39.5%	37.6%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 목표주가 산정

(단위: 배 원)

구분	내용
1조원 이상 게임업체 18년 평균 PER	15.9
할인(할증)율	0%
Target PER	15.9
엔씨소프트 12M Forward EPS	30,103
적정주가	478,638
목표주가	480,000

자료 SK 증권

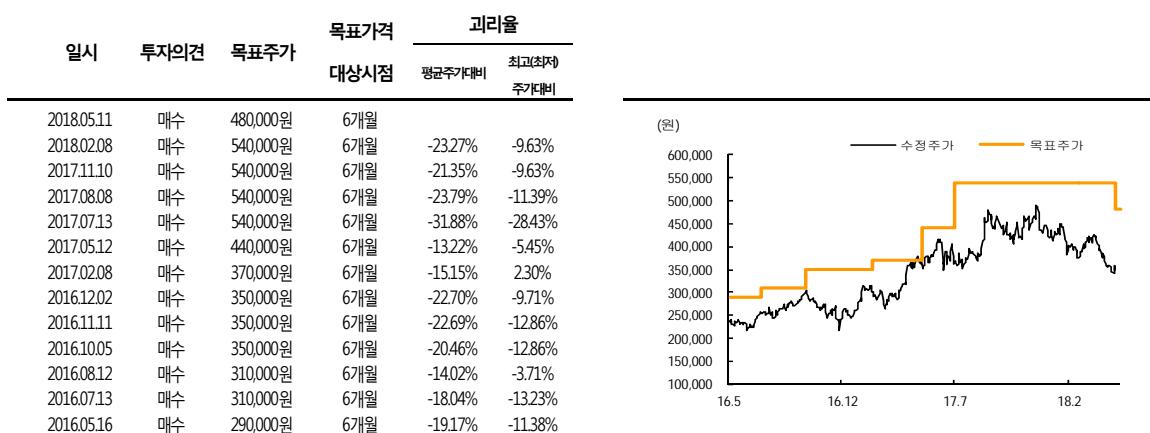
시가총액 1조원 이상 게임업체 18년 PER

(단위: 배 %)

구분	18년 PER	18년 예상 영업이익률
넷마블	26.4	22.0
더블유게임즈	12.1	30.6
펄어비스	13.5	53.5
웹젠	13.0	36.9
컴투스	12.3	35.4
NHN 엔터테인먼트	18.5	5.9
평균	15.9	30.7
엔씨소프트	13.7	39.5

자료 Quantwise, SK 증권

주: 엔씨소프트는 SK 증권 추정. 나머지는 컨서서스



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 5월 11일 기준)

매수	89.73%	증립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,916	17,727	25,125	36,488	46,665
현금및현금성자산	1,448	1,873	9,424	19,932	29,862
매출채권및기타채권	1,606	1,976	1,844	2,583	2,796
재고자산	7	5	5	7	7
비유동자산	11,692	17,538	20,409	23,511	26,575
장기금융자산	5,579	13,138	13,138	13,138	13,138
유형자산	2,247	2,291	2,034	1,812	1,620
무형자산	533	524	530	535	540
자산총계	23,608	35,266	45,534	59,999	73,240
유동부채	2,844	4,558	4,252	5,957	6,450
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	283	426	398	557	603
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,809	3,415	5,026	6,703	8,340
장기금융부채	1,497	1,498	1,498	1,498	1,498
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	49	76	78	110	123
부채총계	4,653	7,973	9,278	12,660	14,790
지배주주지분	18,856	27,212	36,150	47,207	58,292
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326
기타자본구성요소	-1,531	-1,536	-1,536	-1,536	-1,536
자기주식	-1,559	-1,559	-1,559	-1,559	-1,559
이익잉여금	15,438	19,059	23,242	29,546	35,877
비지배주주지분	99	80	106	132	158
자본총계	18,955	27,292	36,256	47,339	58,450
부채와자본총계	23,608	35,266	45,534	59,999	73,240

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	959	5,772	7,467	10,427	10,002
당기순이익(순실)	2,714	4,440	5,761	8,034	8,381
비현금성활동등	1,148	1,853	2,171	2,543	2,460
유형자산감가상각비	265	269	256	222	192
무형자산상각비	59	31	32	32	33
기타	409	-28	38	-49	-49
운전자본감소(증가)	-1,544	108	-245	713	136
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-708	-416	133	-739	-214
재고자산감소(증가)	0	1	0	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-50	-41	-29	159	46
기타	-786	563	-349	1,295	304
법인세납부	-1,358	-628	-221	-863	-974
투자활동현금흐름	-1,195	-4,376	1,664	1,814	1,979
금융자산감소(증가)	-856	-6,455	0	0	0
유형자산감소(증가)	-148	-282	0	0	0
무형자산감소(증가)	-19	-37	-37	-37	-37
기타	-172	2,399	1,702	1,851	2,016
재무활동현금흐름	-512	-839	-1,580	-1,733	-2,051
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,495	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-1,376	14	0	0	0
배당금의 지급	-601	-811	-1,547	-1,700	-2,019
기타	-30	-41	-33	-33	-33
현금의 증가(감소)	-1,033	424	7,551	10,508	9,930
기초현금	2,481	1,448	1,873	9,424	19,932
기말현금	1,448	1,873	9,424	19,932	29,862
FCF	1,263	5,698	5,820	8,854	8,469

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,836	17,587	19,360	27,476	28,645
매출원가	1,876	2,115	4,785	7,006	7,364
매출총이익	7,960	15,472	14,575	20,470	21,281
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	75.3	74.5	74.3
판매비와관리비	4,672	9,622	6,930	10,147	10,666
영업이익	3,288	5,850	7,644	10,323	10,615
영업이익률 (%)	33.4	33.3	39.5	37.6	37.1
비영업수익	173	252	39	276	441
순금융비용	-186	-158	-252	-401	-566
외환관련손익	68	-174	-174	-174	-174
관계기업투자등 관련손익	73	-34	0	0	0
세전계속사업이익	3,461	6,102	7,683	10,599	11,056
세전계속사업이익률 (%)	35.2	34.7	39.7	38.6	38.6
계속사업법인세	747	1,662	1,922	2,565	2,676
계속사업이익	2,714	4,440	5,761	8,034	8,381
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	5,761	8,034	8,381
순이익률 (%)	27.6	25.3	29.8	29.2	29.3
지배주주	2,723	4,410	5,730	8,003	8,350
지배주주가속 순이익률(%)	27.68	25.07	29.6	29.13	29.15
비지배주주	-9	31	31	31	31
총포괄이익	3,295	9,190	10,510	12,783	13,130
지배주주	3,290	9,164	10,484	12,757	13,104
비지배주주	5	26	26	26	26
EBITDA	3,612	6,150	7,932	10,577	10,840

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	173	78.8	10.1	41.9	4.3
영업이익	38.5	78.0	30.7	35.0	2.8
세전계속사업이익	44.5	76.3	25.9	38.0	4.3
EBITDA	32.6	70.3	29.0	33.4	2.5
EPS(계속사업)	64.6	61.9	29.9	39.7	4.3
수익성 (%)					
ROE	14.9	19.1	18.1	19.2	15.8
ROA	11.9	15.1	14.3	15.2	12.6
EBITDA마진	36.7	35.0	41.0	38.5	37.8
안정성 (%)					
유동비율	419.1	388.9	590.9	612.5	723.5
부채비율	24.6	29.2	25.6	26.7	25.3
순차입금/자기자본	-44.0	-51.1	-59.3	-67.6	-71.7
EBITDA/이자비용(배)	121.3	188.8	243.4	324.6	332.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,416	20,104	26,119	36,479	38,060
BPS	85,985	124,037	164,773	215,173	265,700
CFPS	13,894	21,472	27,431	37,639	39,087
주당 현금배당금	3,820	7,280	8,000	9,500	11,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.6	24.3	17.2	12.3	11.8
PER(최저)	16.4	12.3	13.1	9.4	9.0
PBR(최고)	3.6	3.9	2.7	2.1	1.7
PBR(최저)	2.4	2.0	2.1	1.6	1.3
PCR	17.8	20.8	12.7	9.2	8.9
EV/EBITDA(최고)	16.3	15.2	9.7	6.3	5.2
EV/EBITDA(최저)	10.1	6.6	6.8	4.1	3.0