

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	84,465 억원
주요주주	
김택진(와8)	12.01%
국민연금공단	11.26%
외국인지분율	50.20%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(18/08/14)	385,000 원
KOSPI	2,258.91 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	488,000 원
52주 최저가	332,500 원
60일 평균 거래대금	352 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	-0.3%
6개월	-3.8%	3.2%
12개월	-0.8%	2.5%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 480,000 원(유지))

19년 신작 라인업에 주목

- 2 분기 리니지 m 매출감소로 전기 대비 영업이익 감소하였으나, 예상치에 대체로 부합
- 하반기 신작부재로 영업이익 감소 불가피하나, 19년 기대작(리니지 2m, 블소 2, 아이온 템페스트) 출시로 실적개선 가능할 전망
- 리니지 TLCBT, 리니지 m 해외진출도 엔씨소프트 주가 상승을 기대하게 하는 요인
- 자사주 3.0% 매입으로 주가의 하방경직성 확보

2Q18: 예상치에 부합한 실적

엔씨소프트 2Q18 실적은 매출액 4,365 억원(-8.1% qoq), 영업이익 1,595 억원(-21.7% qoq, OPM: 36.5%)이다. 프로모션 효과로 리니지 매출은 증가했지만 리니지 m의 매출이 감소하며 매출액은 전기 대비 감소했으며, 상여금 지급, 리니지 m 업데이트에 따른 마케팅비용 증가로 영업이익도 전기 대비 감소했다. 하지만 이는 이미 예상된 현상으로 영업이익은 당초 예상치에 부합하는 수준이다. 하반기에는 리니지 20 주년 프로모션과 리니지 m 대규모 업데이트가 예정돼 있어 신작 부재에 따른 영향은 제한적일 전망이다.

19년 상반기 기대작 3종 출시 예정

엔씨소프트는 19년 리니지 2m, 블소 2, 아이온템페스트 등 3종의 모바일 기대작을 출시할 예정이다. 내년 상반기부터 순차적으로 상용화 예정인데 이미 국내에서 온라인 게임으로 검증이 끝난 IP의 모바일화이며, 리니지 m을 통해 모바일 게임에 대한 운영 경험을 축적했다는 측면에서 성공에 대한 기대감이 높다. 또한 리니지 m의 해외진출도 순차적으로 진행될 예정이어서 하반기 신작 부재에 따라 영업이익은 상반기 대비 감소하겠으나 19년 영업이익은 18년 대비 증가할 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 480,000 원(유지)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 하반기 영업이익은 상반기 대비 감액이 불가피 하겠으나, 19년 신작 출시로 실적 개선이 예상되며 신작 출시 기대감은 주가에 선반영될 것으로 예상하기 때문이다. 또한 자사주 3.0% 매입 결정으로 주가의 하방경직성도 강화될 것으로 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	8,383	9,836	17,587	17,129	21,510	24,383
yoY	%	-0.1	17.3	78.8	-2.6	25.6	13.4
영업이익	억원	2,375	3,288	5,850	6,208	7,996	9,303
yoY	%	-14.6	38.5	78.0	6.1	28.8	16.4
EBITDA	억원	2,724	3,612	6,150	6,492	8,248	9,526
세전이익	억원	2,395	3,461	6,102	6,529	8,232	9,681
순이익(자배주주)	억원	1,654	2,723	4,410	4,654	6,202	7,300
영업이익률%	%	28.3	33.4	33.3	36.2	37.2	38.2
EBITDA%	%	32.5	36.7	35.0	37.9	38.4	39.1
순이익률	%	19.8	27.6	25.3	27.4	29.0	30.1
EPS	원	7.542	12.416	20.104	21.214	28.268	33.276
PER	배	28.2	19.9	22.3	18.2	13.6	11.6
PBR	배	2.6	2.9	3.6	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	배	14.0	12.8	13.7	10.0	6.9	5.1
ROE	%	10.6	14.9	19.1	15.3	16.5	16.0
순차입금	억원	-9,521	-8,346	-13,944	-19,328	-27,536	-35,680
부채비율	%	24.1	24.6	29.2	23.5	26.1	23.9

엔씨소프트 분기별 실적 전망

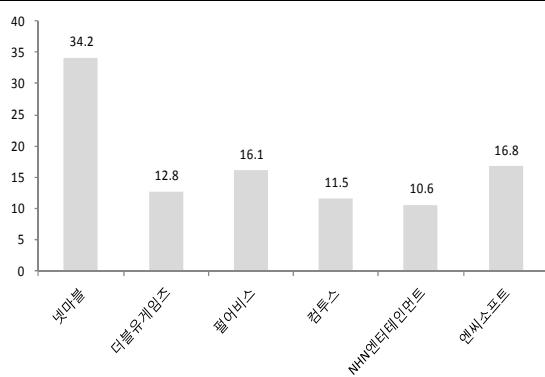
(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
영업수익	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,365	4,013	4,000	17,587	17,129	21,510
리니지	515	338	354	338	283	421	379	442	1,544	1,524	1,652
리니지2	184	167	156	151	142	133	138	137	658	551	548
아이온	133	108	102	127	188	156	163	164	470	671	652
기타	106	149	133	108	81	126	112	112	496	431	454
모바일게임	234	937	5,510	3,271	2,641	2,099	1,826	1,738	9,953	8,304	12,582
블레이드앤소울	446	390	380	395	339	306	316	316	1,611	1,278	1,261
길드워2	142	136	201	349	236	199	187	196	828	819	775
로열티	635	361	436	595	842	924	892	894	2,028	3,551	3,586
영업비용	2,091	2,211	3,995	3,441	2,713	2,770	2,717	2,721	11,737	10,921	13,514
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,595	1,296	1,278	5,850	6,208	7,996
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	36.5%	32.3%	32.0%	33.3%	36.2%	37.2%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

시가총액 1조원 이상 게임업체 18년 PER

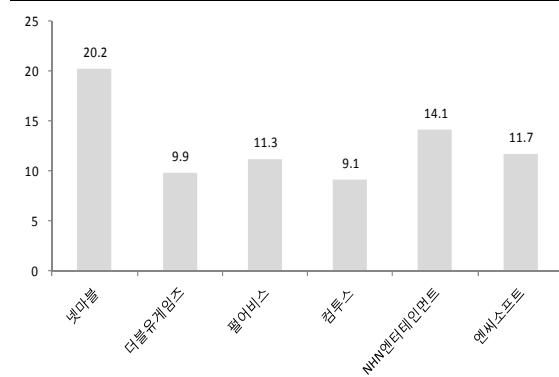
(단위 : 배)



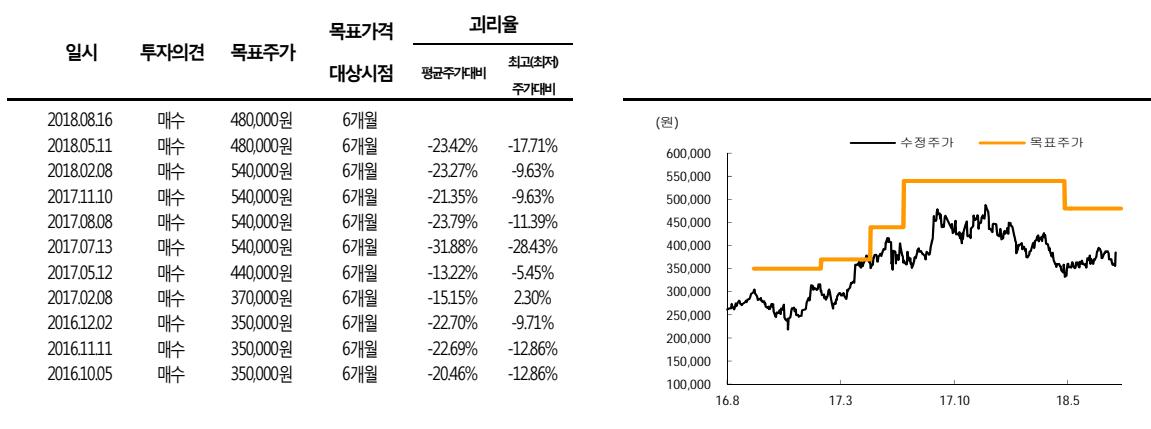
자료: Quantwise

시가총액 1조원 이상 게임업체 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 8월 16일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,916	17,727	22,540	31,614	39,768
현금및현금성자산	1,448	1,873	6,553	14,761	22,905
매출채권및기타채권	1,606	1,976	1,482	2,231	2,239
재고자산	7	5	4	6	6
비유동자산	11,692	17,538	19,133	20,851	22,504
장기금융자산	5,579	13,138	11,309	11,309	11,309
유형자산	2,247	2,291	2,092	1,865	1,668
무형자산	533	524	532	538	544
자산총계	23,608	35,266	41,673	52,465	62,272
유동부채	2,844	4,558	4,917	6,645	6,664
단기금융부채	0	0	1,499	1,499	1,499
매입채무 및 기타채무	283	426	320	481	483
단기증당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,809	3,415	3,013	4,204	5,339
장기금융부채	1,497	1,498	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	49	76	65	97	104
부채총계	4,653	7,973	7,930	10,849	12,002
지배주주지분	18,856	27,212	33,622	41,455	50,067
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	22,161	26,662	31,944
비지배주주지분	99	80	121	162	202
자본총계	18,955	27,292	33,743	41,616	50,269
부채와자본총계	23,608	35,266	41,673	52,465	62,272

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	959	5,772	4,079	8,182	8,295
당기순이익(순실)	2,714	4,440	4,692	6,240	7,338
비현금성활동등	1,148	1,853	1,706	2,008	2,188
유형자산감가상각비	265	269	259	227	197
무형자산상각비	59	31	25	26	26
기타	409	-28	-301	-67	-67
운전자본감소(증가)	-1,544	108	-2,806	695	-119
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-708	-416	503	-749	-8
재고자산감소(증가)	0	1	1	-2	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-50	-41	-1,876	162	2
기타	-786	563	-1,434	1,284	-113
법인세납부	-1,358	-628	487	-761	-1,112
투자활동현금흐름	-1,195	-4,376	620	1,759	1,901
금융자산감소(증가)	-856	-6,455	-988	0	0
유형자산감소(증가)	-148	-282	-44	0	0
무형자산감소(증가)	-19	-37	-32	-32	-32
기타	-172	2,399	1,684	1,791	1,933
재무활동현금흐름	-512	-839	-32	-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	-32	-33	-33
현금의 증가(감소)	-1,033	424	4,680	8,208	8,144
기초현금	2,481	1,448	1,873	6,553	14,761
기말현금	1,448	1,873	6,553	14,761	22,905
FCF	1,263	5,698	4,110	7,104	7,252

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,836	17,587	17,129	21,510	24,383
매출원가	1,876	2,115	3,355	5,520	6,159
매출총이익	7,960	15,472	13,775	15,990	18,224
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	80.4	74.3	74.7
판매비와관리비	4,672	9,622	7,567	7,994	8,921
영업이익	3,288	5,850	6,208	7,996	9,303
영업이익률 (%)	33.4	33.3	36.2	37.2	38.2
비영업순익	173	252	321	236	378
순금융비용	-186	-158	-247	-344	-486
외환관련손익	68	-174	-174	-174	-174
관계기업투자등 관련손익	73	-34	-11	0	0
세전계속사업이익	3,461	6,102	6,529	8,232	9,681
세전계속사업이익률 (%)	35.2	34.7	38.1	38.3	39.7
계속사업법인세	747	1,662	1,837	1,992	2,343
계속사업이익	2,714	4,440	4,692	6,240	7,338
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	4,692	6,240	7,338
순이익률 (%)	27.6	25.3	27.4	29.0	30.1
지배주주	2,723	4,410	4,654	6,202	7,300
지배주주가속 순이익률(%)	27.68	25.07	27.17	28.83	29.94
비지배주주	-9	31	38	38	38
총포괄이익	3,295	9,190	8,026	9,573	10,672
지배주주	3,290	9,164	7,985	9,533	10,631
비지배주주	5	26	41	41	41
EBITDA	3,612	6,150	6,492	8,248	9,526

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	173	78.8	-2.6	25.6	13.4
영업이익	38.5	78.0	6.1	28.8	16.4
세전계속사업이익	44.5	76.3	7.0	26.1	17.6
EBITDA	32.6	70.3	5.6	27.1	15.5
EPS(계속사업)	64.6	61.9	5.5	33.3	17.7
수익성 (%)					
ROE	14.9	19.1	15.3	16.5	16.0
ROA	11.9	15.1	12.2	13.3	12.8
EBITDA마진	36.7	35.0	37.9	38.4	39.1
안정성 (%)					
유동비율	419.1	388.9	458.4	475.8	596.8
부채비율	24.6	29.2	23.5	26.1	23.9
순차입금/자기자본	44.0	-51.1	-57.3	-66.2	-71.0
EBITDA/이자비용(배)	121.3	188.8	198.6	252.3	291.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,416	20,104	21,214	28,268	33,276
BPS	85,985	124,037	153,254	188,955	228,211
CFPS	13,894	21,472	22,508	29,418	34,293
주당 현금배당금	3,820	7,280	8,000	9,500	11,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.6	24.3	21.2	15.9	13.5
PER(최저)	16.4	12.3	15.7	11.8	10.0
PBR(최고)	3.6	3.9	2.9	2.4	2.0
PBR(최저)	2.4	2.0	2.2	1.8	1.5
PCR	17.8	20.8	17.1	13.1	11.2
EV/EBITDA(최고)	16.3	15.2	12.2	8.6	6.6
EV/EBITDA(최저)	10.1	6.6	8.3	5.5	3.9