SK COMPANY Analysis

SK securities

2018-12-14

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 600,000 원(상향))

리니지 M 의 호조와 신작 기대감의 앙상블

블레이드앤소울 레볼루션 출시, 검은사막 모바일 대규모 업데이트 등 모바일게임 경쟁 환경 격화에도 불구하고 리니지 M 의 매출은 업데이트와 이벤트 효과로 견조한 상태를 유지하고 있음. 이에 4 분기 실적도 시장 기대치에 부합할 전망. 2019 년에는 리니지 2M 등 모바일게임 라인업 5 종 출시로 안정적 매출 성장이 기대되며, 주가도 추가적인 상승 가능성이 높다고 판단

경쟁작 출시에도 리니지 M 매출 견조

리니지 m 의 매출이 여전히 견조하다. 게임 노후화와 경쟁작에 대한 우려에도 불구하고 3Q18 엔씨소프트 모바일 게임은 전기 대비 증가했으며, 4Q18 에도 전기 수준의 매출이 지속될 전망이다. 블레이드앤소울 레볼루션의 출시와 검은사막 모바일의 대규모 업데이트에도 불구하고 리니지 M 의 매출이 견조하게 유지되고 있는 이유는 경쟁작 출시 시점에 진행한 업데이트와 이벤트 효과가 나타났기 때문이다. 올해 연말 특별한 경쟁작 출시가 없어 4 분기 엔씨소프트의 실적은 견조하게 유지될 전망이다.

신작에 대한 기대감은 19 년부터 주가에 본격 반영될 전망

최근 엔씨소프트의 주가 상승은 리니지 M 의 견조한 매출에 기인하는 측면이 크다. 하지만 2019 년부터는 신작에 대한 기대감이 추가적으로 주가에 반영될 것이다. 리니지 2M, 아이온 2, 블소 2, 블소 M, 블소 S 등 5 종의 모바일 게임이 2019 년 출시될 예정이다. 내년 2 분기 출시가 유력한 리니지 2M 의 경우 내년 상반기 최대 기대작으로 리니지 IP 의 또 다른 성공 사례로 기록될 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 60 만원(상향)

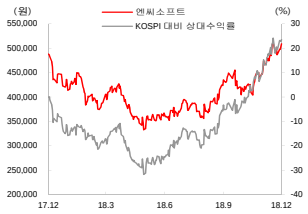
엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 경쟁작 출시 등 모바일게임 시장 경쟁강도 강화에도 업데이트와 이벤트로 리니지 M 의 매출이 견조하며, 내년부터는 리니지 2M 등 신규 모바일게임에 대한 기대감과 실적이 주가에 본격적으로 반영될 것이기 때문이다. 목표주가는 2019 년 EPS 에 과거 3 년 상단인 23 배를 적용하여 산정한 60 만원을 제시한다. 게임 라인업 다변화로 엔씨소프트 실적은 더욱 견고해질 전망이다.

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data	
자본금	110 억원
발행주식수	2,194 만주
자사주	135 만주
액면가	500 원
시가총액	111,670 억원
주요주주	
김택진(외8)	12.01%
국민연금공단	11.66%
외국인지분률	50.20%
배당수익률	1.40%

Stock Data	
주가(18/12/13)	509,000 원
KOSPI	2095.55 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	512,000 원
52주 최저가	332,500 원
60일 평균 거래대금	556 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.9%	12.6%
6개월	38.7%	63.4%
12개월	4.3%	23.5%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	8,383	9,836	17,587	17,224	20,355	25,578
yoy	%	-0.1	17.3	78.8	-2.1	18.2	25.7
영업이익	억원	2,375	3,288	5,850	6,323	7,640	11,018
yoy	%	-14.6	38.5	78.0	8.1	20.8	44.2
EBITDA	억원	2,724	3,612	6,150	6,604	7,900	11,247
세전이익	억원	2,395	3,461	6,102	6,408	7,684	11,176
순이익(지배주주)	억원	1,654	2,723	4,410	4,380	5,775	8,423
영업이익률%	%	28.3	33.4	33.3	36.7	37.5	43.1
EBITDA%	%	32.5	36.7	35.0	38.3	38.8	44.0
순이익률	%	19.8	27.6	25.3	25.7	28.6	33.1
EPS	원	7,542	12,416	20,104	19,963	26,324	38,391
PER	배	28.2	19.9	22.3	25.5	19.3	13.3
PBR	배	2.6	2.9	3.6	4.1	3.8	3.2
EV/EBITDA	배	14.0	12.8	13.7	14.5	11.5	7.5
ROE	%	10.6	14.9	19.1	16.1	20.3	26.2
순차입금	억원	-9,521	-8,346	-13,944	-15,812	-21,186	-28,071
부채비율	%	24.1	24.6	29.2	24.6	30.5	32.0

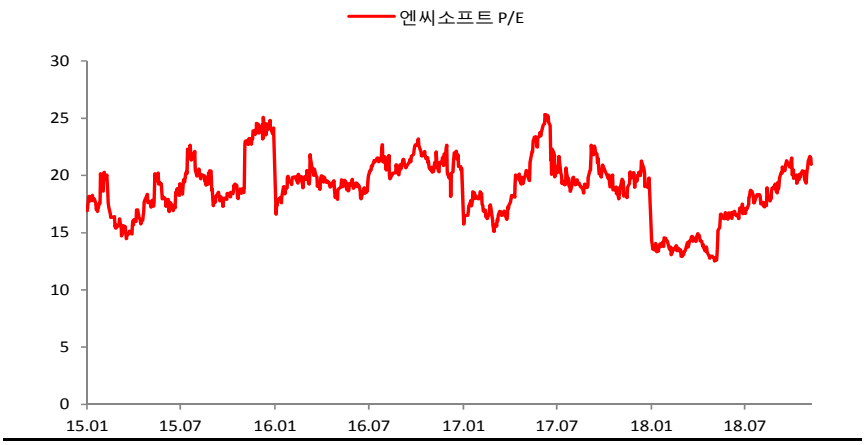
Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

엔씨소프트 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018F	2019F
영업수익	4,752	4,365	4,038	4,070	3,895	4,435	5,698	6,328	17,587	17,224	20,355
리니지	283	421	403	413	411	406	409	408	1,544	1,520	1,634
리니지2	142	133	156	154	151	153	153	153	658	586	609
아이온	188	156	164	166	163	164	164	164	470	673	656
기타	81	126	124	121	123	122	122	122	496	451	489
모바일게임	2,641	2,099	2,165	2,157	1,981	2,533	3,790	4,422	9,953	9,062	12,725
블레이드앤소울	339	306	301	303	303	303	303	303	1,611	1,250	1,212
길드워2	236	199	210	204	205	206	205	205	828	849	821
로열티	842	924	516	552	557	548	552	552	2,028	2,833	2,209
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,771	2,592	3,000	3,422	3,702	11,737	10,902	12,715
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,299	1,303	1,434	2,276	2,627	5,850	6,323	7,640
영업이익률	42.9%	36.5%	34.4%	31.9%	33.5%	32.3%	39.9%	41.5%	33.3%	36.7%	37.5%

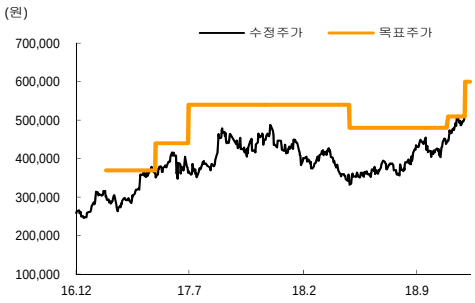
자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 12M Forward PER 추이 (단위: 배)



자료: Quantiwise

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.12.14	매수	600,000원	6개월		
2018.11.12	매수	510,000원	6개월	-4.95%	0.39%
2018.08.16	매수	480,000원	6개월	-18.63%	-5.21%
2018.05.11	매수	480,000원	6개월	-23.42%	-17.71%
2018.02.08	매수	540,000원	6개월	-23.27%	-9.63%
2017.11.10	매수	540,000원	6개월	-21.35%	-9.63%
2017.08.08	매수	540,000원	6개월	-23.79%	-11.39%
2017.07.13	매수	540,000원	6개월	-31.88%	-28.43%
2017.05.12	매수	440,000원	6개월	-13.22%	-5.45%
2017.02.08	매수	370,000원	6개월	-15.15%	2.30%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 (2018 년 12 월 14 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%

Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,916	17,727	19,104	25,446	32,459
현금및현금성자산	1,448	1,873	5,228	10,603	17,488
매출채권및기타채권	1,606	1,976	1,508	2,345	2,456
재고자산	7	5	4	6	6
비유동자산	11,692	17,538	14,988	13,549	13,361
장기금융자산	5,579	13,138	9,168	9,168	9,168
유형자산	2,247	2,291	2,246	2,011	1,805
무형자산	533	524	512	503	496
자산총계	23,608	35,266	34,092	38,995	45,820
유동부채	2,844	4,558	5,027	6,957	7,213
단기금융부채	0	0	1,548	1,548	1,548
매입채무 및 기타채무	283	426	325	506	530
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,809	3,415	1,697	2,165	3,891
장기금융부채	1,497	1,498	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	49	76	67	105	116
부채총계	4,653	7,973	6,724	9,122	11,104
지배주주지분	18,856	27,212	27,240	29,697	34,493
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326
기타자본구성요소	-1,531	-1,536	-2,643	-2,643	-2,643
자기주식	-1,559	-1,559	-2,667	-2,667	-2,667
이익잉여금	15,438	19,059	21,844	25,971	32,438
비지배주주지분	99	80	128	176	224
자본총계	18,955	27,292	27,368	29,873	34,716
부채와자본총계	23,608	35,266	34,092	38,995	45,820

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,836	17,587	17,224	20,355	25,578
매출원가	1,876	2,115	1,134	5,193	5,947
매출총이익	7,960	15,472	16,091	15,162	19,631
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	93.4	74.5	76.8
판매비와관리비	4,672	9,622	9,768	7,522	8,613
영업이익	3,288	5,850	6,323	7,640	11,018
영업이익률 (%)	33.4	33.3	36.7	37.5	43.1
비영업손익	173	252	86	44	158
순금융비용	-186	-158	-235	-274	-388
외환관련손익	68	-174	-174	-174	-174
관계기업투자등 관련손익	73	-34	12	0	0
세전계속사업이익	3,461	6,102	6,408	7,684	11,176
세전계속사업이익률 (%)	35.2	34.7	37.2	37.8	43.7
계속사업법인세	747	1,662	1,980	1,859	2,705
계속사업이익	2,714	4,440	4,429	5,824	8,472
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	4,429	5,824	8,472
순이익률 (%)	27.6	25.3	25.7	28.6	33.1
지배주주	2,723	4,410	4,380	5,775	8,423
지배주주귀속 순이익률(%)	27.68	25.07	25.43	28.37	32.93
비지배주주	-9	31	49	49	49
총포괄이익	3,295	9,190	2,757	4,152	6,800
지배주주	3,290	9,164	2,709	4,105	6,752
비지배주주	5	26	48	48	48
EBITDA	3,612	6,150	6,604	7,900	11,247

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	959	5,772	5,015	6,751	8,456
당기순이익(손실)	2,714	4,440	4,429	5,824	8,472
비현금성항목등	1,148	1,853	2,245	2,076	2,776
유형자산감가상각비	265	269	254	235	205
무형자산상각비	59	31	27	25	24
기타	409	-28	143	56	56
운전자본감소(증가)	-1,544	108	164	940	143
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-708	-416	472	-837	-111
재고자산감소(증가)	0	1	1	-2	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-50	-41	-326	180	24
기타	-786	563	16	1,599	230
법인세납부	-1,358	-628	-1,821	-2,089	-2,934
투자활동현금흐름	-1,195	-4,376	953	305	419
금융자산감소(증가)	-856	-6,455	1,026	0	0
유형자산감소(증가)	-148	-282	-189	0	0
무형자산감소(증가)	-19	-37	-16	-16	-16
기타	-172	2,399	133	321	436
재무활동현금흐름	-512	-839	-2,629	-1,682	-1,990
단기금융부채증가(감소)	0	0	50	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,495	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-1,376	14	-1,107	0	0
배당금의 지급	-601	-811	-1,547	-1,647	-1,956
기타	-30	-41	-24	-34	-34
현금의 증가(감소)	-1,033	424	3,356	5,374	6,885
기초현금	2,481	1,448	1,873	5,228	10,603
기말현금	1,448	1,873	5,228	10,603	17,488
FCF	1,263	5,698	3,937	6,954	8,686

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	17.3	78.8	-2.1	18.2	25.7
영업이익	38.5	78.0	8.1	20.8	44.2
세전계속사업이익	44.5	76.3	5.0	19.9	45.5
EBITDA	32.6	70.3	7.4	19.6	42.4
EPS(계속사업)	64.6	61.9	-0.7	31.9	45.8
수익성 (%)					
ROE	14.9	19.1	16.1	20.3	26.2
ROA	11.9	15.1	12.8	15.9	20.0
EBITDA마진	36.7	35.0	38.3	38.8	44.0
안정성 (%)					
유동비율	419.1	388.9	380.1	365.8	450.0
부채비율	24.6	29.2	24.6	30.5	32.0
순차입금/자기자본	-44.0	-51.1	-57.8	-70.9	-80.9
EBITDA/이자비용(배)	121.3	188.8	197.4	231.5	329.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,416	20,104	19,963	26,324	38,391
BPS	85,985	124,037	124,161	135,361	157,220
CFPS	13,894	21,472	21,244	27,510	39,437
주당 현금배당금	3,820	7,280	8,000	9,500	11,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.6	24.3	25.7	19.5	13.3
PER(최저)	16.4	12.3	16.7	12.6	8.7
PBR(최고)	3.6	3.9	4.1	3.8	3.3
PBR(최저)	2.4	2.0	2.7	2.5	2.1
PCR	17.8	20.8	24.0	18.5	12.9
EV/EBITDA(최고)	16.3	15.2	14.6	11.6	7.5
EV/EBITDA(최저)	10.1	6.6	8.7	6.6	4.0