

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

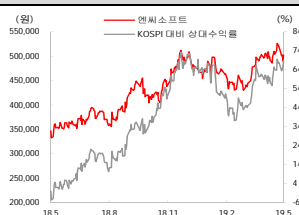
Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,194 만주
자사주	135 만주
액면가	500 원
시가총액	110,134 억원
주요주주	
김택진(외8)	12.00%
국민연금공단	11.87%
외국인지분률	50.00%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(19/05/10)	502,000 원
KOSPI	2108.04 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	526,000 원
52주 최저가	332,500 원
60일 평균 거래대금	416 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.9%	6.5%
6개월	14.0%	12.8%
12개월	44.7%	69.1%

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

1 분기 저점으로 점진적인 실적 개선 전망

엔씨소프트의 1Q19 실적은 리니지, 리니지m의 매출 부진으로 시장 기대치 하회

- 리니지는 업데이트 효과와 요금제 개편으로 2 분기부터 매출 반등 전망
- 리니지m은 5월 일본 출시 예정. 사전예약자 150만명 확보하며 높은 기대감 반영
- 하반기 리니지2m, 블소s 등 신작 게임 출시로 실적 개선 및 멀티플 상향 가능성 높음
- 2019년은 1 분기를 저점으로 점진적인 실적 개선 전망

1Q19: 리니지 매출 감소로 예상치 하회

엔씨소프트 1Q19 실적은 매출액 3,588 억원(-10.2% qoq), 영업이익 795 억원(-29.4% qoq, OPM: 22.2%)이다. 리니지m의 대규모 업데이트를 앞두고 프로모션 조절로 모바일 일게임 매출이 전기 대비 10.8% 감소했으며, 온라인 리니지도 리마스터 출시 이전 프로모션 축소 영향으로 전기 대비 매출이 46.9% 감소하면서 전반적으로 부진한 실적을 기록했다. 매출 감소 영향으로 영업이익도 시장 예상치(1,173 억원)를 하회하였다.

점진적인 실적 개선 전망

1 분기 부진했던 온라인 리니지는 2 분기부터 반등을 예상한다. 업데이트 이후 동접자수가 2 배 이상 증가했으며, 5월 요금제 개편으로 휴면 고객의 복귀가 증가하고 있기 때문이다. 모바일 게임은 5월 29일 리니지m이 일본에 출시된다. 이미 150만명의 사전 예약자를 확보하는 등 성공 가능성이 높다. 하반기에는 리니지2m이 출시될 전망이며, 블소s도 연내 출시가 유력하다. 온라인게임 매출 회복과 모바일 게임 신규 출시로 1 분기를 저점으로 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 600,000 원(유지)

1 분기 다소 부진한 실적을 기록했으나, 2 분기부터 점진적인 실적 개선이 예상되는 엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 특히 하반기에 리니지2m과 블소s가 출시되면 모바일게임에서 리니지m 매출에 대한 높은 의존도가 분산되는 효과가 기대된다. 이는 엔씨소프트의 실적 개선은 물론 멀티플 상향에도 기여할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	9,836	17,587	17,151	17,551	23,896	25,806
yoy	%	17.3	78.8	-2.5	2.3	36.2	8.0
영업이익	억원	3,288	5,850	6,149	5,402	9,481	10,402
yoy	%	38.5	78.0	5.1	-12.2	75.5	9.7
EBITDA	억원	3,612	6,150	6,428	5,673	9,721	10,617
세전이익	억원	3,461	6,102	6,374	5,660	9,755	10,781
순이익(지배주주)	억원	2,723	4,410	4,182	4,270	7,385	8,165
영업이익률%	%	33.4	33.3	35.9	30.8	39.7	40.3
EBITDA%	%	36.7	35.0	37.5	32.3	40.7	41.1
순이익률	%	27.6	25.3	24.6	24.5	31.0	31.8
EPS	원	12,416	20,104	19,061	19,465	33,660	37,217
PER	배	19.9	22.3	24.5	25.8	14.9	13.5
PBR	배	2.9	3.6	4.3	4.7	4.3	3.8
EV/EBITDA	배	12.8	13.7	14.1	16.9	9.3	8.0
ROE	%	14.9	19.1	16.4	18.2	30.1	29.8
순차입금	억원	-8,346	-13,944	-12,152	-14,789	-19,998	-26,070
부채비율	%	24.6	29.2	23.6	39.7	45.7	51.6

엔씨소프트 분기별 실적 전망

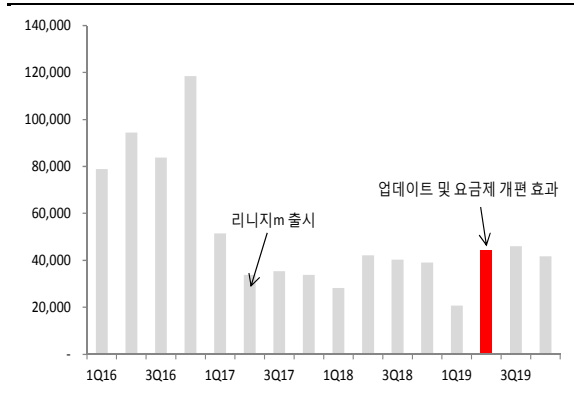
(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
영업수익	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	3,817	4,542	5,604	17,151	17,551	23,896
리니지	283	421	403	390	207	442	460	418	1,497	1,527	1,681
리니지2	142	133	156	207	216	203	208	207	639	833	828
아이온	188	156	164	127	123	131	128	128	634	510	513
기타	81	126	124	104	84	97	94	93	435	368	375
모바일게임	2,641	2,099	2,165	2,228	1,988	1,975	2,688	3,790	9,133	10,441	15,736
블레이드앤소울	339	306	301	250	233	250	244	244	1,196	971	979
길드워2	236	199	210	157	163	169	165	166	802	664	664
로열티	842	924	516	534	574	551	556	557	2,816	2,238	3,119
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,750	3,105	3,501	11,002	12,149	14,416
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,067	1,438	2,102	6,149	5,402	9,481
영업이익률	42.9%	36.5%	34.4%	28.2%	22.2%	27.9%	31.7%	37.5%	35.9%	30.8%	39.7%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

리니지 매출액 추이

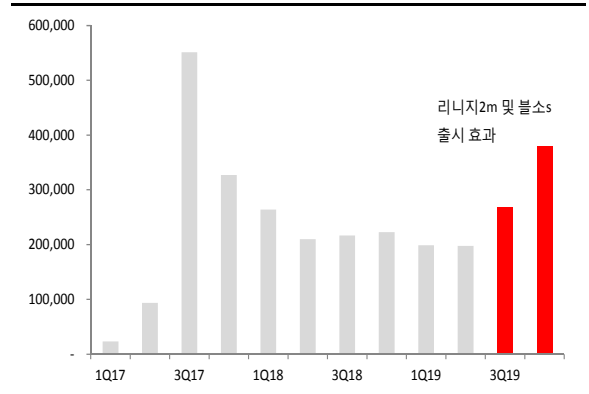
(단위: 백만원)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 모바일게임 매출 추이

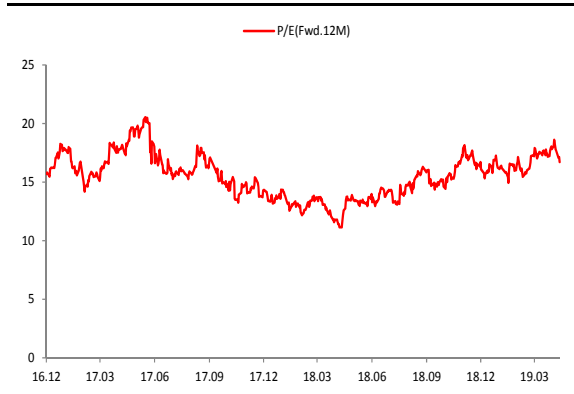
(단위: 백만원)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 12M Forward PER

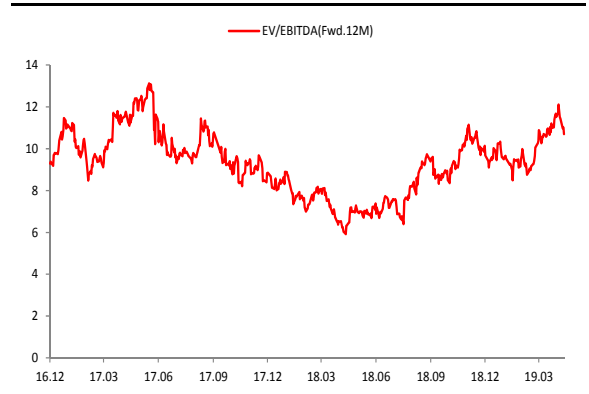
(단위: 배)



자료: Quantwise

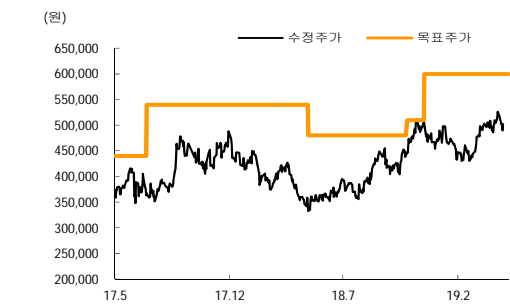
엔씨소프트 12M Forward EV/EBITDA

(단위: 배)



자료: Quantwise

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.13	매수	600,000원	6개월		
2018.12.14	매수	600,000원	6개월	-20.90%	-12.33%
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%



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 3자에게 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 (2019년 5월 13일 기준)

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,727	15,764	19,230	24,542	31,111
현금및현금성자산	1,873	1,856	4,493	9,702	15,774
매출채권및기타채권	1,976	1,522	2,134	2,210	2,577
재고자산	5	10	14	15	17
비유동자산	17,538	13,649	13,508	13,323	13,204
장기금융자산	13,138	8,993	8,993	8,993	8,993
유형자산	2,291	2,339	2,095	1,881	1,695
무형자산	524	544	559	572	584
자산총계	35,266	29,413	32,738	37,865	44,315
유동부채	4,558	4,731	6,010	6,168	6,934
단기금융부채	0	1,551	1,551	1,551	1,551
매입채무 및 기타채무	426	268	376	390	454
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,415	892	3,295	5,700	8,143
장기금융부채	1,498	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	76	95	142	164	199
부채총계	7,973	5,623	9,304	11,868	15,077
지배주주지분	27,212	23,677	23,288	25,818	29,025
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,326	4,326	4,326	4,326
기타자본구성요소	-1,536	-4,282	-4,282	-4,282	-4,282
자기주식	-1,559	-4,306	-4,306	-4,306	-4,306
이익잉여금	19,059	21,638	24,663	30,606	37,227
비지배주주지분	80	113	146	179	212
자본총계	27,292	23,790	23,434	25,997	29,238
부채외자본총계	35,266	29,413	32,738	37,865	44,315

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	5,772	3,177	3,673	6,352	7,213
당기순이익(손실)	4,440	4,215	4,304	7,418	8,199
비현금성항목등	1,853	2,326	1,368	2,303	2,418
유형자산감가상각비	269	255	244	213	186
무형자산상각비	31	24	26	28	29
기타	-28	360	139	211	211
운전자본감소(증가)	108	-555	470	81	292
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-416	453	-612	-76	-367
재고자산감소(증가)	1	-5	-4	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-41	-6	108	13	65
기타	563	-997	978	144	597
법인세납부	-628	-2,808	-2,469	-3,450	-3,696
투자활동현금흐름	-4,376	1,081	244	332	437
금융자산감소(증가)	-6,455	1,248	0	0	0
유형자산감소(증가)	-282	-257	0	0	0
무형자산감소(증가)	-37	-41	-41	-41	-41
기타	2,399	130	284	373	478
재무활동현금흐름	-839	-4,290	-1,280	-1,475	-1,578
단기금융부채증가(감소)	0	50	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	14	-2,746	0	0	0
배당금의 지급	-811	-1,547	-1,246	-1,441	-1,544
기타	-41	-46	-34	-34	-34
현금의 증가(감소)	424	-17	2,637	5,209	6,072
기초현금	1,448	1,873	1,856	4,493	9,702
기말현금	1,873	1,856	4,493	9,702	15,774
FCF	5,698	2,981	4,782	7,465	8,351

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	17,587	17,151	17,551	23,896	25,806
매출원가	0	0	4,962	5,888	6,292
매출총이익	17,587	17,151	12,589	18,008	19,514
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	71.7	75.4	75.6
판매비와관리비	11,737	11,002	7,187	8,528	9,112
영업이익	5,850	6,149	5,402	9,481	10,402
영업이익률 (%)	33.3	35.9	30.8	39.7	40.3
비영업손익	252	224	258	275	380
순금융비용	-158	-260	-237	-326	-431
외환관련손익	-174	159	159	159	159
관계기업투자등 관련손익	-34	-24	0	0	0
세전계속사업이익	6,102	6,374	5,660	9,755	10,781
세전계속사업이익률 (%)	34.7	37.2	32.3	40.8	41.8
계속사업법인세	1,662	2,159	1,356	2,337	2,583
계속사업이익	4,440	4,215	4,304	7,418	8,199
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,440	4,215	4,304	7,418	8,199
순이익률 (%)	25.3	24.6	24.5	31.0	31.8
지배주주	4,410	4,182	4,270	7,385	8,165
지배주주귀속 순이익률(%)	25.07	24.38	24.33	30.9	31.64
비지배주주	31	33	34	34	34
총포괄이익	9,190	801	890	4,004	4,785
지배주주	9,164	768	857	3,971	4,752
비지배주주	26	32	33	33	33
EBITDA	6,150	6,428	5,673	9,721	10,617

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	78.8	-2.5	2.3	36.2	8.0
영업이익	78.0	5.1	-12.2	75.5	9.7
세전계속사업이익	76.3	4.4	-11.2	72.4	10.5
EBITDA	70.3	4.5	-11.8	71.4	9.2
EPS(계속사업)	61.9	-5.2	2.1	72.9	10.6
수익성 (%)					
ROE	19.1	16.4	18.2	30.1	29.8
ROA	15.1	13.0	13.9	21.0	20.0
EBITDA마진	35.0	37.5	32.3	40.7	41.1
안정성 (%)					
유동비율	388.9	333.2	320.0	397.9	448.7
부채비율	29.2	23.6	39.7	45.7	51.6
순차입금/자기자본	-51.1	-51.1	-63.1	-76.9	-89.2
EBITDA/이자비용(배)	188.8	193.0	166.8	285.8	312.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,104	19,061	19,465	33,660	37,217
BPS	124,037	107,923	106,151	117,682	132,301
CFPS	21,472	20,333	20,697	34,758	38,199
주당 현금배당금	7,280	6,050	7,000	7,500	9,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	26.9	27.0	15.6	14.1
PER(최저)	12.3	17.4	22.1	12.8	11.6
PBR(최고)	3.9	4.7	5.0	4.5	4.0
PBR(최저)	2.0	3.1	4.1	3.7	3.3
PCR	20.8	22.9	24.3	14.4	13.1
EV/EBITDA(최고)	15.2	15.6	17.8	9.8	8.5

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

EV/EBITDA(최저)	6.6	9.5	14.1	7.7	6.5
---------------	-----	-----	------	-----	-----