

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

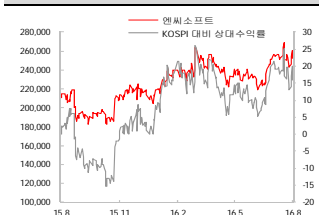
Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	55,371 억원
주요주주	
국민연금공단	12.66%
김택진(외7)	12.01%
외국인지분율	36.90%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(16/08/11)	252,500 원
KOSPI	2048.8 pt
52주 Beta	0.70
52주 최고가	269,000 원
52주 최저가	182,000 원
60일 평균 거래대금	301 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.8%	-3.7%
6개월	5.2%	-4.4%
12개월	19.7%	16.0%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 310,000 원(유지)) 2016-08-12

기대치 상회한 호실적과 하반기 신작 기대감 확대

리니지가 사상 두 번째로 높은 매출을 기록한 엔씨소프트의 2Q16 실적은 시장기대치를 상회한 호실적이다. 안정적인 PC 기반 매출이 발생하는 가운데 하반기 본격적인 모바일 게임 매출이 발생할 전망이다. 10월 리니지 RK, 연말 리니지 M의 출시가 유력한 상황이며 넷마블에서 개발한 리니지 2:레볼루션도 10월 출시 예정이다. 온라인게임 리니지이터널 CBT도 올해 실시될 전망으로 높은 신작기대감이 주가에 반영될 전망이다

2Q16: 리니지가 견인한 호실적

엔씨소프트 2Q16 실적은 매출액 2,405 억원(-0.1% qoq), 영업이익 861 억원(13.7% qoq, OPM: 35.8%)이다. 영업이익 컨센서스 748 억원을 상회한 호실적이다. 리니지와 리니지2 매출이 전기 대비 각각 19.7%, 11.6% 증가하였는데 리니지는 분기 사상 두 번째로 900 억원대의 매출을 기록하였다. 또한 1분기 일회성 특별상여 등이 제거되고 마케팅 이벤트 감소에 따른 비용절감도 영업이익 개선의 원인이다

4분기 모바일게임의 결과물을 확인할 수 있을 전망

엔씨소프트는 다양한 모바일게임을 준비하고 있다. 넷마블에서 개발한 리니지 2:레볼루션이 10월 출시가 예정되어 있으며 엔씨소프트가 자체개발한 리니지 RK도 10월 출시가 가능할 전망이다. 리니지 M은 연말 출시가 유력한 상황이다. 국내 모바일게임에서 리니지 IP의 위력과 엔씨소프트의 개발/운영 능력을 확인할 수 있을 전망이다. 이 밖에 온라인게임 리니지 이터널의 CBT도 연내 가능할 전망으로 하반기 엔씨소프트 신작에 대한 기대감은 최고조에 이를 것으로 예상된다

투자의견 매수, 목표주가 31만원(유지)

2분기 호실적을 기록하고 리니지 활용 모바일게임 출시를 앞두고 있는 엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 엔씨소프트는 15년 2,000 억원대, 16년 3,000 억원대, 17년 4,000 억원대 영업이익을 기록하며 계단식 이익성장과 기업가치 상승이 가능할 전망이다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	9,778	12,147	12,452
yoy	%	0.4	10.9	-0.1	16.6	24.2	2.5
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	3,323	4,378	4,868
yoy	%	35.7	35.6	-14.6	39.9	31.8	11.2
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,652	4,658	5,106
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,671	4,792	5,375
순이익(지배주주)	억원	1,588	2,300	1,654	3,142	4,101	4,600
영업이익률%	%	27.1	33.2	28.3	34.0	36.0	39.1
EBITDA%	%	31.8	37.6	32.5	37.3	38.4	41.0
순이익률	%	21.0	27.1	19.8	32.1	33.8	36.9
EPS	원	7,245	10,487	7,542	14,327	18,703	20,977
PER	배	34.3	17.4	28.2	17.6	13.5	12.0
PBR	배	4.8	2.9	2.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	12.6	9.0	7.4
ROE	%	14.8	18.4	10.6	17.2	20.0	19.0
순차입금	억원	-6,694	-8,969	-9,521	-10,152	-14,203	-18,395
부채비율	%	27.7	23.5	24.1	33.1	30.8	27.3

엔씨소프트 2Q16 Review

(단위: 억원)

	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b-1)
매출액	2,175	1,957	2,370	2,408	2,405	10.6	-0.1	2,328	2,276	5.7
영업이익	671	506	749	758	861	28.4	13.7	748	719	19.8
세전이익	770	519	622	810	975	26.5	20.3	801	731	33.4
지배주주순이익	570	303	425	662	906	59.1	36.8	598	658	37.7
영업이익률	30.8	25.9	31.6	31.5	35.8	5.0	4.4	32.1	31.6	4.2
세전이익률	35.4	26.5	26.2	33.6	40.5	5.1	6.9	34.4	32.1	8.4
지배주주순이익률	26.2	15.5	17.9	27.5	37.7	11.5	10.2	25.7	28.9	8.8

자료: SK 증권 엔씨소프트

엔씨소프트 실적변경 내용

(단위: % 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b-1)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	9,778	12,147	9,820	12,256	-0.4	-0.9
영업이익	3,323	4,378	3,121	4,142	6.5	5.7
영업이익률	34.0	36.0	31.8	33.8	2.2	2.2
세전이익	3,671	4,792	3,450	4,531	6.4	5.7
세전이익률	37.5	39.4	35.1	37.0	2.4	2.5
지배주주순이익	3,142	4,101	2,811	3,695	11.8	11.0
지배주주순이익률	32.1	33.8	28.6	30.2	3.5	3.6
EPS(원)	14,327	18,703	12,817	16,848	11.8	11.0

자료: SK 증권

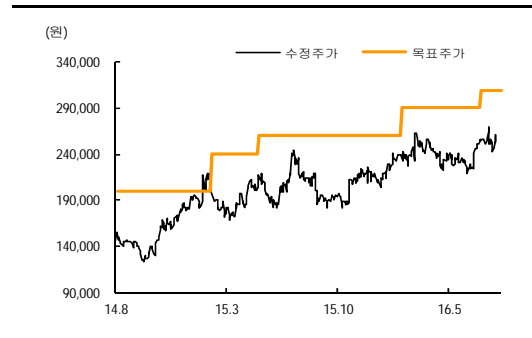
엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16P	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	188,113	217,538	195,671	236,975	240,848	240,526	237,435	259,008	838,298	977,817	1,214,746
리니지	66,024	85,479	78,211	83,163	78,877	94,430	85,270	82,708	312,876	341,284	336,220
리니지2	11,010	16,273	15,619	20,050	17,076	19,052	18,147	17,558	62,952	71,834	68,778
아이온	18,258	20,094	16,775	18,591	20,125	17,593	17,192	20,191	73,718	75,100	72,167
기타	17,800	20,412	14,781	17,313	9,557	15,522	14,293	14,171	70,306	53,544	55,765
블레이드앤소울	26,771	29,763	24,919	32,414	54,018	48,856	47,389	45,771	113,867	196,033	178,961
길드워2	20,026	22,470	20,699	37,331	30,557	15,894	16,978	15,114	100,527	78,544	58,756
와일드스타	2,593	2,075	1,727	2,668	1,282	2,203	2,051	1,845	9,063	7,381	7,948
로열티	25,631	20,973	22,941	25,444	29,356	26,976	27,259	27,864	94,988	111,455	109,918
모바일							8,856	33,786	-	42,642	326,232
영업비용	143,246	150,441	145,085	162,060	165,063	154,378	159,326	166,781	600,831	645,548	776,985
영업이익	44,867	67,098	50,586	74,915	75,785	86,148	78,109	92,226	237,466	332,268	437,760
영업이익률	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	31.5%	35.8%	32.9%	35.6%	28.3%	34.0%	36.0%

자료: SK 증권 엔씨소프트

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.12	매수	310,000원
	2016.07.13	매수	310,000원
	2016.05.16	매수	290,000원
	2016.02.12	매수	290,000원
	2015.12.09	매수	260,000원
	2015.11.05	매수	260,000원
	2015.10.08	매수	260,000원
	2015.08.03	매수	260,000원
	2015.07.09	매수	260,000원
	2015.05.14	매수	260,000원
	2015.04.14	매수	240,000원
	2015.02.12	매수	240,000원
	2014.11.14	매수	200,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 12 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,195	10,828	13,075	17,323	21,588
현금및현금성자산	2,028	2,481	5,534	9,585	13,777
매출채권및기타채권	903	903	987	1,124	1,175
재고자산	7	7	7	9	9
비유동자산	6,793	11,364	11,966	11,900	11,861
장기금융자산	274	5,219	5,967	5,967	5,967
유형자산	2,408	2,338	2,130	1,893	1,688
무형자산	946	642	580	530	491
자산총계	16,988	22,192	25,040	29,223	33,450
유동부채	2,454	3,375	3,689	4,203	4,394
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	255	294	322	367	383
단기충당부채	5	5	5	6	6
비유동부채	778	927	2,541	2,675	2,783
장기금융부채	10	11	1,506	1,506	1,506
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	51	56	63	66
부채총계	3,232	4,303	6,230	6,878	7,177
지배주주지분	13,606	17,695	18,760	22,277	26,188
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	2,224	4,412	4,317	4,317	4,317
기타자본구성요소	-991	-97	-1,532	-1,532	-1,532
자기주식	-1,021	-124	-1,559	-1,559	-1,559
이익잉여금	12,343	13,304	15,841	19,305	23,161
비지배주주지분	150	194	51	68	85
자본총계	13,756	17,889	18,810	22,345	26,273
부채외자본총계	16,988	22,192	25,040	29,223	33,450

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,460	2,253	2,819	4,387	4,542
당기순이익(손실)	2,275	1,664	3,141	4,101	4,600
비현금성항목등	1,088	1,237	573	557	507
유형자산감가상각비	302	285	271	237	205
무형자산감각비	65	65	57	44	33
기타	319	433	-3	-62	-62
운전자본감소(증가)	-211	62	7	425	216
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-109	10	-86	-137	-51
재고자산감소(증가)	2	1	-1	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	23	-34	45	17
기타	-116	28	128	519	251
법인세납부	-692	-709	-902	-696	-780
투자활동현금흐름	-1,566	-5,008	496	351	444
금융자산감소(증가)	-1,463	-4,791	182	0	0
유형자산감소(증가)	-188	-162	-55	0	0
무형자산감소(증가)	-16	8	6	6	6
기타	100	-63	363	346	438
재무활동현금흐름	-137	3,102	-144	-688	-794
단기금융부채증가(감소)	-34	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	1,495	0	0
자본의증가(감소)	23	3,788	-1,436	0	0
배당금의 지급	-120	-686	-601	-637	-743
기타	-6	0	-41	-50	-50
현금의 증가(감소)	794	453	3,053	4,051	4,192
기초현금	1,233	2,028	2,481	5,534	9,585
기말현금	2,028	2,481	5,534	9,585	13,777
FCF	2,240	2,742	3,323	4,365	4,533

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,387	8,383	9,778	12,147	12,452
매출원가	2,203	2,027	2,468	3,174	3,097
매출총이익	6,184	6,356	7,310	8,974	9,354
매출총이익률 (%)	73.7	75.8	74.8	73.9	75.1
판매비와관리비	3,403	3,981	3,988	4,596	4,486
영업이익	2,782	2,375	3,323	4,378	4,868
영업이익률 (%)	33.2	28.3	34.0	36.0	39.1
비영업손익	108	20	348	414	507
순금융비용	-174	-204	-181	-258	-350
외환관련손익	45	95	95	95	95
관계기업투자등 관련손익	-16	-20	10	0	0
세전계속사업이익	2,890	2,395	3,671	4,792	5,375
세전계속사업이익률 (%)	34.5	28.6	37.5	39.5	43.2
계속사업법인세	615	732	529	691	775
계속사업이익	2,275	1,664	3,141	4,101	4,600
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,275	1,664	3,141	4,101	4,600
순이익률 (%)	27.1	19.8	32.1	33.8	36.9
지배주주	2,300	1,654	3,142	4,101	4,600
지배주주귀속 순이익률(%)	27.42	19.73	32.13	33.76	36.94
비지배주주	-24	10	0	0	0
총포괄이익	2,240	1,710	3,212	4,172	4,671
지배주주	2,276	1,692	3,195	4,155	4,654
비지배주주	-36	18	17	17	17
EBITDA	3,149	2,724	3,652	4,658	5,106

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	109	-0.1	16.6	24.2	2.5
영업이익	35.6	-14.6	39.9	31.8	11.2
세전계속사업이익	33.7	-17.1	53.3	30.6	12.2
EBITDA	30.9	-13.5	34.0	27.6	9.6
EPS(계속사업)	44.7	-28.1	90.0	30.6	12.2
수익성 (%)					
ROE	18.4	10.6	17.2	20.0	19.0
ROA	14.3	8.5	13.3	15.1	14.7
EBITDA마진	37.6	32.5	37.3	38.4	41.0
안정성 (%)					
유동비율	415.5	320.8	354.4	412.1	491.3
부채비율	23.5	24.1	33.1	30.8	27.3
순차입금/자기자본	-65.2	-53.2	-54.0	-63.6	-70.0
EBITDA/이자비용(배)	11,013.9	8,466.4	81.2	92.4	101.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,487	7,542	14,327	18,703	20,977
BPS	62,045	80,693	85,547	101,589	119,420
CFPS	12,162	9,137	15,826	19,983	22,063
주당 현금배당금	3,430	2,747	3,000	3,500	3,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.3	32.4	18.8	14.4	12.8
PER(최저)	11.8	22.4	14.2	10.9	9.7
PBR(최고)	3.9	3.0	3.1	2.7	2.3
PBR(최저)	2.0	2.1	2.4	2.0	1.7
PCR	15.0	23.3	16.0	12.6	11.4
EV/EBITDA(최고)	14.4	16.5	13.6	9.8	8.2
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	9.7	6.8	5.4