

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

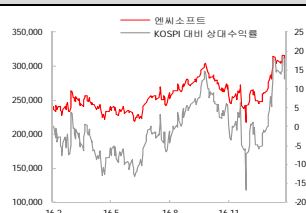
## Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	69,296 억원
주요주주	
국민연금공단	12.53%
김택진(외7)	12.01%
외국인지분율	39.10%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(17/02/07)	301,000 원
KOSPI	2075.21 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	316,000 원
52주 최저가	218,000 원
60일 평균 거래대금	432 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	21.3%	19.6%
6개월	30.3%	26.6%
12개월	31.7%	21.5%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 370,000 원(상향))

## 리니지의 힘 재확인

엔씨소프트 4Q16 는 매출과 영업이익 모두 시장기대치를 상회하였다. 리니지 1 은 프로모션으로 분기 사상 최대 매출을 달성하였으며, 리니지 RK, 리니지 2 레볼루션 등의 잇따른 흥행이 양호한 영업이익을 견인하였다. 2017 년 리니지 IP 확장은 지속될 것인데, 리니지 M 등 온라인과 모바일로 동시에 게임 출시가 예상되며, 아이온 레기온즈, 리니지 RK, MXM 등의 잇따른 게임 출시는 엔씨소프트 주가 상승을 견인할 전망이다

## 4Q16: 리니지 1 호조로 기대치 상회

엔씨소프트 4Q16 실적은 매출액 2,846 억원(30.8% qoq), 영업이익 1,017 억원(56.2% qoq, OPM: 35.7%)이다. 매출과 영업이익 모두 시장 기대치를 상회하는 양호한 실적이다. 리니지 1 은 드래곤 보물상자 프로모션 영향으로 분기 사상 최대 매출을 달성하면서 매출 성장을 견인했으며, 리니지 레드나이즈와 리니지 2 레볼루션의 흥행으로 영업이익은 분기사상 두 번째로 1,000 억원을 넘어섰다.

## 2017 년에도 리니지

상반기 출시 예정인 리니지 M 은 올해 엔씨소프트 모바일게임 최대 기대작으로 리니지 RK 와 리니지 2 레볼루션의 성공을 통해 리니지의 모바일화에 대한 성공가능성이 확인되었다. 또한 잇따른 리니지 모바일 게임의 출시에도 온라인게임인 리니지 1 의 매출이 상승한 점은 리니지 게임의 매출 잠식에 대한 우려를 불식시킨 것이다. 향후 아이온 레기온즈, 블소 모바일 등의 IP 활용 모바일 게임도 온라인 게임의 매출 잠식 효과는 미미할 것으로 예상된다. 그 밖에 MXM, 리니지 RK 중국 진출 등 2017 년 자체개발 게임의 다수 출시로 엔씨소프트 주가는 상승 가능성이 높다고 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 37 만원(상향)

2016 년 리니지 1 연간 매출이 사상최대치를 경신하였고, 리니지를 활용한 모바일 게임의 성공 가능성을 확인한 엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 리니지 2 레볼루션의 흥행은 모바일 MMORPG 와 리니지 IP 에 대한 잠재력을 확인한 것으로 엔씨소프트가 출시할 모바일 게임에 대한 흥행가능성이 확대되었다. 목표주가는 2017 년 EPS 에 3 년 평균 PER 20.2 배를 적용하여 산정한 37 만원을 제시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	9,836	11,935	13,223
yoy	%	0.4	10.9	-0.1	17.3	21.4	10.8
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	3,288	4,755	6,100
yoy	%	35.7	35.6	-14.6	38.5	44.6	28.3
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,616	5,042	6,346
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,461	5,041	6,519
순이익(지배주주)	억원	1,588	2,300	1,654	2,723	3,981	5,146
영업이익률%	%	27.1	33.2	28.3	33.4	39.8	46.1
EBITDA%	%	31.8	37.6	32.5	36.8	42.2	48.0
순이익률	%	21.0	27.1	19.8	27.6	33.3	38.9
EPS	원	7,245	10,487	7,542	12,416	18,154	23,467
PER	배	34.3	17.4	28.2	19.9	16.6	12.8
PBR	배	4.8	2.9	2.6	3.0	3.1	2.6
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	12.5	10.5	7.6
ROE	%	14.8	18.4	10.6	15.2	20.1	21.8
순차입금	억원	-6,694	-8,969	-9,521	-9,890	-13,835	-18,715
부채비율	%	27.7	23.5	24.1	36.3	33.9	30.3

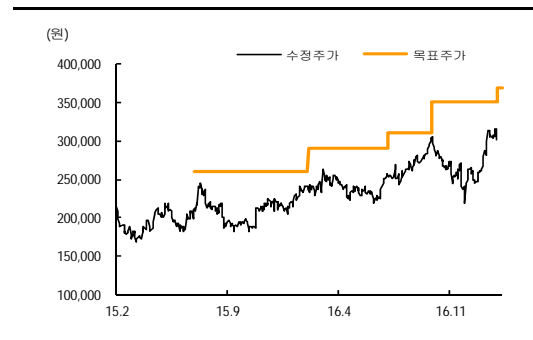
## 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16P	2015A	2016P	2017E
영업수익	188,113	217,538	195,671	236,975	240,848	240,526	217,559	284,624	838,298	983,557	1,193,538
리니지	66,024	85,479	78,211	83,163	78,877	94,430	83,767	118,414	312,876	375,487	385,844
리니지2	11,010	16,273	15,619	20,050	17,076	19,052	20,591	20,395	62,952	77,114	73,396
아이온	18,258	20,094	16,775	18,591	20,125	17,593	16,067	17,924	73,718	71,708	65,882
기타	20,393	22,487	16,508	19,981	10,839	17,725	17,557	32,097	79,369	78,218	127,457
블레이드앤소울	26,771	29,763	24,919	32,414	54,018	48,856	40,065	39,382	113,867	182,320	178,961
길드워2	20,026	22,470	20,699	37,331	30,557	15,894	15,315	14,870	100,527	76,636	56,757
로열티	25,631	20,973	22,941	25,444	29,356	26,976	24,198	41,543	94,988	122,073	305,241
영업비용	143,246	150,441	145,085	162,060	165,063	154,378	152,445	182,908	600,831	654,794	718,056
영업이익	44,867	67,098	50,586	74,915	75,785	86,148	65,113	101,716	237,466	328,762	475,482
영업이익률	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	28.3%	33.4%	39.8%

자료: SK 증권, 엔씨소프트

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.02.08	매수	370,000원
	2016.12.02	매수	350,000원
	2016.11.11	매수	350,000원
	2016.10.05	매수	350,000원
	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



### 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 (2017년 2월 8일 기준)

매수	95.62%	중립	4.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	10,195	10,828	12,944	17,053	22,067
현금및현금성자산	2,028	2,481	4,274	8,219	13,099
매출채권및기타채권	903	903	1,084	1,198	1,291
재고자산	7	7	8	9	10
<b>비유동자산</b>	6,793	11,364	12,006	11,820	11,676
장기금융자산	274	5,219	5,693	5,693	5,693
유형자산	2,408	2,338	2,188	1,948	1,740
무형자산	946	642	593	550	515
<b>자산총계</b>	16,988	22,192	24,951	28,873	33,743
<b>유동부채</b>	2,454	3,375	4,055	4,481	4,828
단기금융부채	0	0	1	1	1
매입채무 및 기타채무	255	294	354	391	421
단기충당부채	5	5	6	7	7
<b>비유동부채</b>	778	927	2,595	2,827	3,026
장기금융부채	10	11	1,497	1,497	1,497
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	51	61	67	72
<b>부채총계</b>	3,232	4,303	6,650	7,308	7,855
<b>지배주주지분</b>	13,606	17,695	18,217	21,489	25,821
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	2,224	4,412	4,317	4,317	4,317
기타자본구성요소	-991	-97	-1,531	-1,531	-1,531
자기주식	-1,021	-124	-1,559	-1,559	-1,559
이익잉여금	12,343	13,304	15,389	18,732	23,135
비지배주주지분	150	194	84	76	67
<b>자본총계</b>	13,756	17,889	18,301	21,565	25,888
<b>부채외자본총계</b>	16,988	22,192	24,951	28,873	33,743

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,460	2,253	3,350	4,326	5,266
당기순이익(손실)	2,275	1,664	2,714	3,972	5,137
비현금성항목등	1,088	1,237	1,062	1,070	1,209
유형자산감가상각비	302	285	269	240	208
무형자산감각비	65	65	59	47	38
기타	319	433	360	100	68
운전자본감소(증가)	-211	62	1,245	402	351
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-109	10	-215	-114	-93
재고자산감소(증가)	2	1	-2	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	23	93	37	30
기타	-116	28	1,370	479	414
법인세납부	-692	-709	-1,671	-1,118	-1,431
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,566	-5,008	-608	310	412
금융자산감소(증가)	-1,463	-4,791	-498	0	0
유형자산감소(증가)	-188	-162	-108	0	0
무형자산감소(증가)	-16	8	-4	-4	-4
기타	100	-63	1	314	416
<b>재무활동현금흐름</b>	-137	3,102	-584	-691	-797
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	-42	-54	-54
<b>현금의 증가(감소)</b>	794	453	1,793	3,945	4,880
기초현금	1,233	2,028	2,481	4,274	8,219
기말현금	2,028	2,481	4,274	8,219	13,099
FCF	2,240	2,742	3,219	4,306	5,274

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	8,387	8,383	9,836	11,935	13,223
<b>매출원가</b>	2,203	2,027	2,131	2,933	2,910
<b>매출총이익</b>	6,184	6,356	7,705	9,003	10,314
매출총이익률 (%)	73.7	75.8	78.3	75.4	78.0
<b>판매비와관리비</b>	3,403	3,981	4,417	4,248	4,214
영업이익	2,782	2,375	3,288	4,755	6,100
영업이익률 (%)	33.2	28.3	33.4	39.8	46.1
비영업손익	108	20	173	286	419
<b>순금융비용</b>	-174	-204	-168	-227	-329
외환관련손익	45	95	95	95	95
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-16	-20	92	65	65
세전계속사업이익	2,890	2,395	3,461	5,041	6,519
세전계속사업이익률 (%)	34.5	28.6	35.2	42.2	49.3
계속사업법인세	615	732	747	1,069	1,382
<b>계속사업이익</b>	2,275	1,664	2,714	3,972	5,137
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,275	1,664	2,714	3,972	5,137
<b>순이익률 (%)</b>	27.1	19.8	27.6	33.3	38.9
지배주주	2,300	1,654	2,723	3,981	5,146
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	27.42	19.73	27.68	33.35	38.92
<b>비지배주주</b>	-24	10	-9	-9	-9
<b>총포괄이익</b>	2,240	1,710	2,643	3,901	5,066
<b>지배주주</b>	2,276	1,692	2,652	3,910	5,075
<b>비지배주주</b>	-36	18	-9	-9	-9
EBITDA	3,149	2,724	3,616	5,042	6,346

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	109	-0.1	17.3	21.4	10.8
영업이익	35.6	-14.6	38.5	44.6	28.3
세전계속사업이익	33.7	-17.1	44.5	45.7	29.3
EBITDA	30.9	-13.5	32.7	39.4	25.9
EPS(계속사업)	44.7	-28.1	64.6	46.2	29.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.4	10.6	15.2	20.1	21.8
ROA	14.3	8.5	11.5	14.8	16.4
EBITDA마진	37.6	32.5	36.8	42.2	48.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	415.5	320.8	319.3	380.6	457.0
부채비율	23.5	24.1	36.3	33.9	30.3
순차입금/자기자본	-65.2	-53.2	-54.0	-64.2	-72.3
EBITDA/이자비용(배)	11,013.9	8,466.4	74.4	93.5	117.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,487	7,542	12,416	18,154	23,467
BPS	62,045	80,693	83,071	97,995	117,749
CFPS	12,162	9,137	13,912	19,463	24,590
주당 현금배당금	3,430	2,747	3,000	3,500	3,800
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.3	32.4	24.6	17.4	13.5
PER(최저)	11.8	22.4	16.4	13.7	10.6
PBR(최고)	3.9	3.0	3.7	3.2	2.7
PBR(최저)	2.0	2.1	2.5	2.5	2.1
PCR	15.0	23.3	17.8	15.5	12.2
EV/EBITDA(최고)	14.4	16.5	16.0	11.2	8.1
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	9.9	8.2	5.8