

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

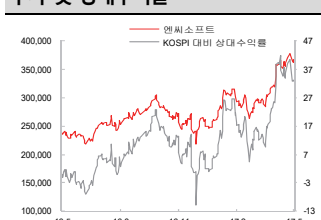
Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	80,699 억원
주요주주	
김택진(외7)	12.01%
국민연금공단	11.04%
외국인지분율	39.20%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(17/05/11)	368,000 원
KOSPI	2296.37 pt
52주 Beta	0.70
52주 최고가	378,500 원
52주 최저가	218,000 원
60일 평균 거래대금	705 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.2%	6.5%
6개월	43.5%	24.0%
12개월	54.6%	33.3%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 440,000 원(상향))

쉬어간 1 분기. 연간 실적개선 전망은 변화없음

엔씨소프트 1Q17 실적은 리니지M 출시를 앞두고 온라인 리니지 1의 부진에 따라 시장 기대치를 크게 하회하였다. 다만 온라인 리니지 1은 향후 추가적인 프로모션을 통한 매출 반등이 가능할 것으로 예상하며, 2분기 리니지M과 하반기 불소 모바일, 아이온 레기온스 출시가 예상되어 17년 매출액과 영업이익은 전년 대비 30% 이상의 성장 가능성이 전망이다.

1Q17: 리니지 1 부진으로 영업이익 시장기대치 크게 하회

엔씨소프트 1Q17 실적은 매출액 2,395 억원(-15.9% qoq), 영업이익 304 억원(-70.1% qoq, OPM: 12.7%)이다. 2Q12 이후 가장 저조한 영업이익이다. 리니지 1 프로모션 매출 선인식과 리니지M 출시를 앞두고 일부 이용자 이탈에 따라 주력게임인 리니지 1 매출이 전기 대비 56.5% (-669 억원) 감소하면서 매출 기대치(2,663 억원)를 하회하였으며, 인센티브 지급에 따라 영업이익 기대치(847 억원)에도 크게 하회하였다.

1분기 부진에도 연간 이익성장은 유효

1분기 부진한 실적에도 불구하고 6월 중순 출시 예정인 리니지M 매출이 2분기부터 반영될 것이며, 온라인 리니지 1은 추가 프로모션을 통해 2분기부터 매출 반등이 가능할 전망이다. 또한 하반기 불소 모바일, 아이온 레기온스의 출시도 예정대로 진행될 것으로 예상된다. 이에 따라 1분기 부진한 매출과 영업이익에도 불구하고 17년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 30.4%, 36.9% 증가할 것으로 예상된다.

투자 의견 매수, 목표주가 440,000 원(상향)

1Q17 실적 부진에도 불구하고 최근 주가가 큰 폭으로 올랐는데, 이는 리니지M이 사상 최대 사전예약자를 기록하는 등 모바일 게임에 대한 기대감이 최고조에 달하고 있으며, 온라인 리니지 1도 1분기를 저점으로 매출이 반등할 것으로 예상되고, 넷마블 상장 이후 지분가치가 부각되고 있기 때문이다. 목표주가는 본격적인 실적 개선이 예상되는 2018년 EPS에 2015년 이후 평균 12M Forward PER 21.2 배를 적용하여 산정한 440,000 원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	8,387	8,383	9,836	12,824	13,992	16,092
yoy	%	10.9	-0.1	17.3	30.4	9.1	15.0
영업이익	억원	2,782	2,375	3,288	4,501	5,423	6,575
yoy	%	35.6	-14.6	38.5	36.9	20.5	21.3
EBITDA	억원	3,149	2,724	3,612	4,795	5,678	6,798
세전이익	억원	2,890	2,395	3,461	4,718	5,884	7,126
순이익(지배주주)	억원	2,300	1,654	2,723	3,637	4,535	5,490
영업이익률%	%	33.2	28.3	33.4	35.1	38.8	40.9
EBITDA%	%	37.6	32.5	36.7	37.4	40.6	42.2
순이익률	%	27.1	19.8	27.6	28.3	32.3	34.1
EPS	원	10,487	7,542	12,416	16,584	20,682	25,038
PER	배	17.4	28.2	19.9	22.2	17.8	14.7
PBR	배	2.9	2.6	2.9	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	배	10.1	14.0	12.8	14.4	11.5	8.8
ROE	%	18.4	10.6	14.9	17.7	18.6	18.9
순차입금	억원	-8,969	-9,521	-8,346	-11,426	-14,805	-19,312
부채비율	%	23.5	24.1	24.6	23.1	16.1	14.3

엔씨소프트 분기별 실적 전망

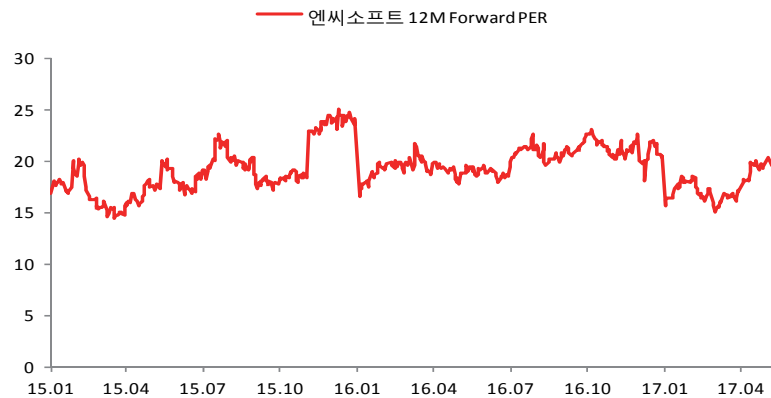
(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
영업수익	2,408	2,405	2,176	2,846	2,395	2,929	3,710	3,790	9,836	12,824	13,992
리니지	789	944	838	1,184	515	687	802	796	3,755	2,800	2,883
리니지2	171	191	206	204	184	192	188	182	771	746	709
아이온	201	176	161	179	133	153	150	141	717	577	558
기타	96	155	165	321	340	847	1,573	1,653	736	4,413	5,510
리니지M	-	-	-	-	-	417	1,143	1,234	-	2,794	3,625
블레이드앤소울	540	489	401	394	446	445	436	429	1,823	1,756	1,655
길드워2	306	159	153	149	142	143	139	136	766	561	480
와일드스타	13	22	11	-	-	-	-	-	46	-	-
로열티	294	270	242	415	635	462	421	453	1,221	1,971	2,196
영업비용	1,651	1,544	1,524	1,829	2,091	1,938	2,116	2,178	6,548	8,323	8,569
영업이익	758	861	651	1,017	304	991	1,594	1,612	3,288	4,501	5,423
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	33.8%	43.0%	42.5%	33.4%	35.1%	38.8%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

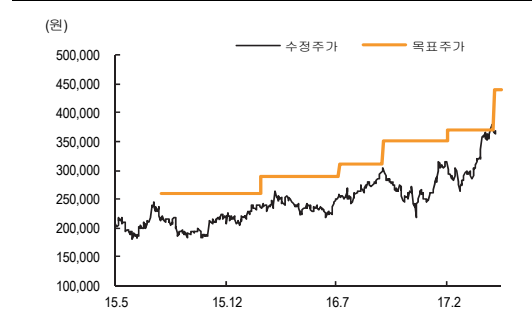
엔씨소프트 12M Forward PER

(단위: 배)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.07	매수	440,000원
	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



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 (2017 년 5 월 7 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,828	11,916	15,684	18,794	23,822
현금및현금성자산	2,481	1,448	4,529	7,907	12,415
매출채권및기타채권	903	1,606	2,139	1,931	2,334
재고자산	7	7	9	8	10
비유동자산	11,364	11,692	11,821	12,038	12,374
장기금융자산	5,219	5,579	5,579	5,579	5,579
유형자산	2,338	2,247	2,003	1,790	1,606
무형자산	642	533	503	479	460
자산총계	22,192	23,608	27,506	30,833	36,196
유동부채	3,375	2,844	3,787	3,418	4,132
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	294	283	376	340	411
단기충당부채	5	0	0	0	0
비유동부채	927	1,809	1,368	850	395
장기금융부채	11	1,497	1,497	1,497	1,497
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	49	65	58	70
부채총계	4,303	4,653	5,155	4,268	4,526
지배주주지분	17,695	18,856	22,248	26,459	31,561
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,412	4,317	4,317	4,317	4,317
기타자본구성요소	-97	-1,531	-1,531	-1,531	-1,531
자기주식	-124	-1,559	-1,559	-1,559	-1,559
이익잉여금	13,304	15,438	18,264	21,907	26,442
비지배주주지분	194	99	103	106	109
자본총계	17,889	18,955	22,351	26,565	31,670
부채외자본총계	22,192	23,608	27,506	30,833	36,196

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,253	959	3,667	3,956	5,059
당기순이익(손실)	1,664	2,714	3,626	4,525	5,480
비현금성항목등	1,237	1,148	1,168	1,153	1,318
유형자산감가상각비	285	265	244	212	185
무형자산감가상각비	65	59	50	43	38
기타	433	409	123	-31	-31
운전자본감소(증가)	62	-1,544	-269	-597	-327
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	-708	-533	208	-403
재고자산감소(증가)	1	0	-2	1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-50	94	-37	71
기타	28	-786	172	-770	7
법인세납부	-709	-1,358	-858	-1,125	-1,412
투자활동현금흐름	-5,008	-1,195	260	350	439
금융자산감소(증가)	-4,791	-856	0	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-148	0	0	0
무형자산감소(증가)	8	-19	-19	-19	-19
기타	-63	-172	279	369	459
재무활동현금흐름	3,105	-512	-846	-927	-991
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,495	0	0	0
자본의증가(감소)	3,792	-1,436	0	0	0
배당금의 지급	-686	-601	-811	-892	-956
기타	0	30	-35	-35	-35
현금의 증가(감소)	453	-1,033	3,080	3,379	4,508
기초현금	2,028	2,481	1,448	4,529	7,907
기말현금	2,481	1,448	4,529	7,907	12,415
FCF	2,742	1,263	3,965	4,314	5,438

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,383	9,836	12,824	13,992	16,092
매출원가	2,027	1,876	3,400	3,500	3,887
매출총이익	6,356	7,960	9,425	10,492	12,205
매출총이익률 (%)	75.8	80.9	73.5	75.0	75.8
판매비와관리비	3,981	4,672	4,924	5,069	5,630
영업이익	2,375	3,288	4,501	5,423	6,575
영업이익률 (%)	28.3	33.4	35.1	38.8	40.9
비영업손익	20	173	217	461	551
순금융비용	-204	-186	-224	-314	-404
외환관련손익	95	68	68	68	68
관계기업투자등 관련손익	-20	73	49	49	49
세전계속사업이익	2,395	3,461	4,718	5,884	7,126
세전계속사업이익률 (%)	28.6	35.2	36.8	42.1	44.3
계속사업법인세	732	747	1,092	1,359	1,646
계속사업이익	1,664	2,714	3,626	4,525	5,480
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,664	2,714	3,626	4,525	5,480
순이익률 (%)	19.8	27.6	28.3	32.3	34.1
지배주주	1,654	2,723	3,637	4,535	5,490
지배주주귀속 순이익률(%)	19.73	27.68	28.36	32.41	34.12
비지배주주	10	-9	-11	-11	-11
총포괄이익	1,710	3,295	4,207	5,106	6,061
지배주주	1,692	3,290	4,204	5,103	6,058
비지배주주	18	5	3	3	3
EBITDA	2,724	3,612	4,795	5,678	6,798

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-0.1	17.3	30.4	9.1	15.0
영업이익	-14.6	38.5	36.9	20.5	21.3
세전계속사업이익	-17.1	44.5	36.3	24.7	21.1
EBITDA	-13.5	32.6	32.8	18.4	19.7
EPS(계속사업)	-28.1	64.6	33.6	24.7	21.1
수익성 (%)					
ROE	10.6	14.9	17.7	18.6	18.9
ROA	8.5	11.9	14.2	15.5	16.4
EBITDA마진	32.5	36.7	37.4	40.6	42.2
안정성 (%)					
유동비율	320.8	419.1	414.2	549.8	576.6
부채비율	24.1	24.6	23.1	16.1	14.3
순차입금/자기자본	-53.2	-44.0	-51.1	-55.7	-61.0
EBITDA/이자비용(배)	8,466.2	121.3	136.7	161.8	193.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,542	12,416	16,584	20,682	25,038
BPS	80,693	85,985	101,457	120,658	143,925
CFPS	9,137	13,894	17,923	21,847	26,054
주당 현금배당금	2,747	3,820	4,200	4,500	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	32.4	24.6	22.8	18.3	15.1
PER(최저)	22.4	16.4	15.0	12.0	9.9
PBR(최고)	3.0	3.6	3.7	3.1	2.6
PBR(최저)	2.1	2.4	2.4	2.1	1.7
PCR	23.3	17.8	20.5	16.8	14.1
EV/EBITDA(최고)	16.5	16.3	14.9	11.9	9.2
EV/EBITDA(최저)	10.4	10.1	8.9	6.8	5.0