

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,194 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	79,639 억원
주요주주	
김택진(외7)	12.01%
국민연금공단	11.74%
외국인지분률	36.00%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/07/12)	363,000 원
KOSPI	2391.77 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	416,000 원
52주 최저가	218,000 원
60일 평균 거래대금	1,669 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.7%	-14.0%
6개월	31.1%	14.4%
12개월	41.3%	17.6%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 540,000 원(상향))

청불 리니지 m, 안드로이드 매출순위 1 위 등극

지난 7 월 5 일 출시한 청불 버전의 리니지 m 이 구글 플레이 스토어 매출 1 위에 등극. 2 위는 12 세 버전의 리니지 m. 청불 버전 리니지 m 의 1 위 등극은 거래소 시스템이 매출에 높은 기여를 하고 있음을 의미함. 리니지 m 의 흥행으로 3 분기부터 본격적인 이익 레벨업이 예상되며, 이익 증가에 기반해 기업가치도 점진적으로 증가할 전망. 목표주가는 이익추정치 상황을 반영하여 54 만원으로 상향함.

청불 버전 리니지 m, Google Play 매출 1 위 달성

지난 7 월 5 일 거래소 시스템이 포함된 청소년 이용불가 버전의 리니지 m 이 7 월 11 일자로 구글 플레이에서 매출 순위 1 위를 달성했다. 2 위는 12 세 버전인 리니지 m(12)이다. 청불 버전의 리니지 m 이 매출 순위 1 위를 달성한 것은 거래소 시스템이 매출 증가에 긍정적인 영향을 미쳤음을 의미한다. 청불 버전과 12 세 버전이 각각 1, 2 위를 차지하고 있고, 청불 버전의 게임이 불가능한 애플 앱스토어에서도 12 세 버전 리니지 m 이 매출 순위 1 위를 유지하고 있어 하반기 엔씨소프트 수익성 개선이 예상된다.

2 분기를 기점으로 하반기 영업이익 레벨업

엔씨소프트 2Q17 영업이익은 696 억원으로 시장기대치(755 억원)를 다소 하회할 것으로 예상된다. 리니지 m 의 10 일간 매출이 800 억원 이상 예상되었으나, 온라인 리니지 m 의 매출이 부진했던 1 분기 수준에 그칠 것으로 예상되고, 리니지 m 출시에 따른 마케팅 비용 증가로 예상되기 때문이다. 하지만 3 분기부터 리니지 m 의 매출이 온기로 반영되므로 하반기 예상 영업이익은 4,780 억원으로 작년 연간 영업이익을 넘어설 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 54 만원(상향)

리니지 m 의 성공적인 출시로 하반기 영업이익의 큰 폭의 성장이 예상되는 엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 12M Forward EPS 27,230 원에 16 년 이후 12M Forward PER 평균인 19.8 배를 적용하여 산정한 54 만원을 제시한다. 하반기 이익 레벨업에 따라 기업가치도 점진적으로 우상향할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	8,387	8,383	9,836	16,758	18,995	20,768
yoy	%	10.9	-0.1	17.3	70.4	13.4	9.3
영업이익	억원	2,782	2,375	3,288	5,781	7,301	8,047
yoy	%	35.6	-14.6	38.5	75.8	26.3	10.2
EBITDA	억원	3,149	2,724	3,612	6,078	7,562	8,275
세전이익	억원	2,890	2,395	3,461	6,069	7,675	8,533
순이익(지배주주)	억원	2,300	1,654	2,723	4,589	5,913	6,573
영업이익률%	%	33.2	28.3	33.4	34.5	38.4	38.7
EBITDA%	%	37.6	32.5	36.7	36.3	39.8	39.8
순이익률	%	27.1	19.8	27.6	27.3	31.1	31.6
EPS	원	10,487	7,542	12,416	20,922	26,958	29,965
PER	배	17.4	28.2	19.9	17.4	13.5	12.1
PBR	배	2.9	2.6	2.9	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	배	10.1	14.0	12.8	11.1	8.2	6.8
ROE	%	18.4	10.6	14.9	21.9	22.9	20.7
순차입금	억원	-8,969	-9,521	-8,346	-11,902	-16,763	-22,405
부채비율	%	23.5	24.1	24.6	28.6	20.2	16.9

엔씨소프트 분기별 실적 전망

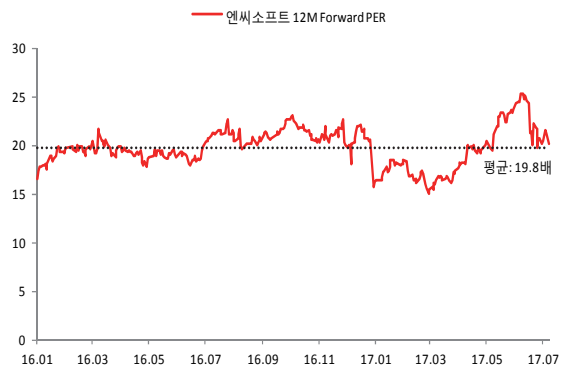
(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
영업수익	2,408	2,405	2,176	2,846	2,395	3,121	6,057	5,184	9,836	16,758	18,995
리니지	789	944	838	1,184	515	524	609	566	3,755	2,213	2,143
리니지2	171	191	206	204	184	192	188	182	771	746	709
아이온	201	176	161	179	133	145	140	135	717	554	530
기타	96	155	165	321	340	1,219	4,126	3,287	736	8,972	11,300
리니지M						871	3,696	2,776		7,343	9,084
블레이드앤소울	540	489	401	394	446	436	433	425	1,823	1,740	1,638
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	2,425	3,389	3,072	6,548	10,977	11,695
영업이익	758	861	651	1,017	304	696	2,668	2,112	3,288	5,781	7,301
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	22.3%	44.0%	40.7%	33.4%	34.5%	38.4%

자료: SK 증권 엔씨소프트

엔씨소프트 12M Forward PER

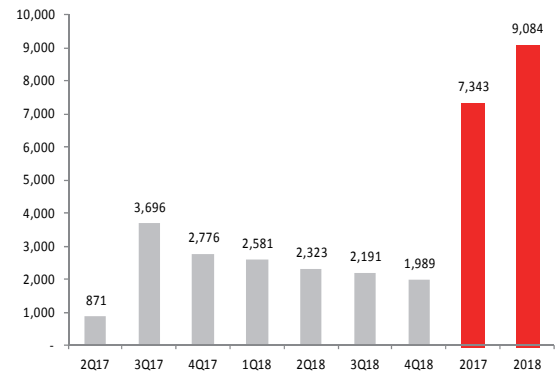
(단위: 배)



자료: Quantwise

리니지 m 매출액 전망

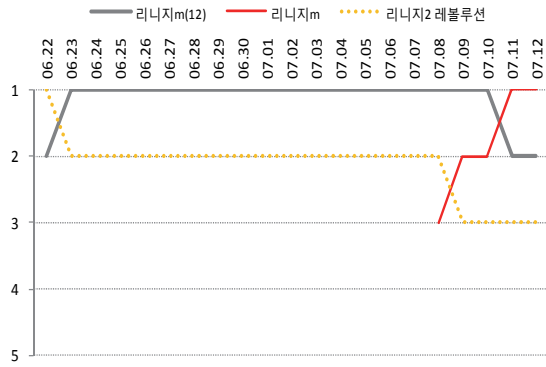
(단위: 억원)



자료: SK 증권

Google Play 매출 순위 추이

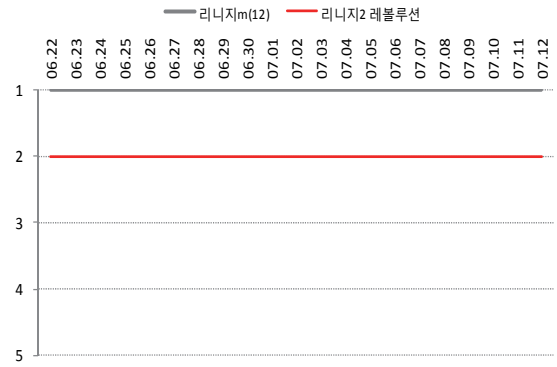
(단위: 위)



자료: Google

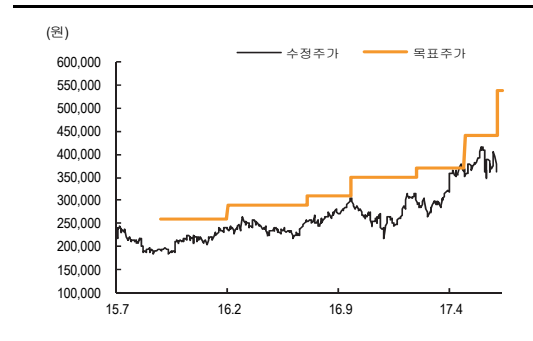
Apple Appstore 매출 순위 추이

(단위: 위)



자료: Apple

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.13	매수	540,000원
	2017.05.12	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



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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 13일 기준)

매수	93.04%	중립	6.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,828	11,916	17,176	21,789	27,820
현금및현금성자산	2,481	1,448	5,324	10,185	15,827
매출채권및기타채권	903	1,606	2,926	2,734	3,035
재고자산	7	7	12	11	13
비유동자산	11,364	11,692	12,679	12,722	12,866
장기금융자산	5,219	5,579	6,493	6,493	6,493
유형자산	2,338	2,247	2,062	1,843	1,652
무형자산	642	533	506	484	467
자산총계	22,192	23,608	29,854	34,511	40,686
유동부채	3,375	2,844	5,180	4,840	5,373
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	294	283	515	481	534
단기충당부채	5	0	0	0	0
비유동부채	927	1,809	1,463	960	508
장기금융부채	11	1,497	1,497	1,497	1,497
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	49	89	83	92
부채총계	4,303	4,653	6,643	5,800	5,881
지배주주지분	17,695	18,856	23,126	28,638	34,747
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	19,221	24,241	29,858
비지배주주지분	194	99	86	72	58
자본총계	17,889	18,955	23,212	28,711	34,805
부채외자본총계	22,192	23,608	29,854	34,511	40,686

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,253	959	4,107	5,438	6,171
당기순이익(손실)	1,664	2,714	4,579	5,902	6,562
비현금성항목등	1,237	1,148	1,504	1,659	1,713
유형자산감가상각비	285	265	249	219	191
무형자산감가상각비	65	59	48	42	38
기타	433	409	86	39	39
운전자본감소(증가)	62	-1,544	-589	-592	-374
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	-708	-1,346	192	-301
재고자산감소(증가)	1	0	-6	1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-50	70	-34	53
기타	28	-786	693	-751	-125
법인세납부	-709	-1,358	-1,386	-1,532	-1,730
투자활동현금흐름	-5,008	-1,195	-106	348	459
금융자산감소(증가)	-4,791	-856	-297	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-148	-54	0	0
무형자산감소(증가)	8	-19	-21	-21	-21
기타	-63	-172	266	369	480
재무활동현금흐름	3,105	-512	-36	-925	-988
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,495	0	0	0
자본의증가(감소)	3,792	-1,436	0	0	0
배당금의 지급	-686	-601	-811	-893	-956
기타	0	30	-32	-32	-32
현금의 증가(감소)	453	-1,033	3,876	4,861	5,642
기초현금	2,028	2,481	1,448	5,324	10,185
기말현금	2,481	1,448	5,324	10,185	15,827
FCF	2,742	1,263	5,163	5,769	6,528

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,383	9,836	16,758	18,995	20,768
매출원가	2,027	1,876	4,137	4,777	5,196
매출총이익	6,356	7,960	12,621	14,219	15,572
매출총이익률 (%)	75.8	80.9	75.3	74.9	75.0
판매비와관리비	3,981	4,672	6,840	6,918	7,526
영업이익	2,375	3,288	5,781	7,301	8,047
영업이익률 (%)	28.3	33.4	34.5	38.4	38.7
비영업손익	20	173	288	375	487
순금융비용	-204	-186	-201	-320	-431
외환관련손익	95	68	68	68	68
관계기업투자등 관련손익	-20	73	47	27	27
세전계속사업이익	2,395	3,461	6,069	7,675	8,533
세전계속사업이익률 (%)	28.6	35.2	36.2	40.4	41.1
계속사업법인세	732	747	1,491	1,773	1,971
계속사업이익	1,664	2,714	4,579	5,902	6,562
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,664	2,714	4,579	5,902	6,562
순이익률 (%)	19.8	27.6	27.3	31.1	31.6
지배주주	1,654	2,723	4,589	5,913	6,573
지배주주귀속 순이익률(%)	19.73	27.68	27.39	31.13	31.65
비지배주주	10	-9	-11	-11	-11
총포괄이익	1,710	3,295	5,068	6,391	7,051
지배주주	1,692	3,290	5,081	6,405	7,065
비지배주주	18	5	-14	-14	-14
EBITDA	2,724	3,612	6,078	7,562	8,275

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-0.1	17.3	70.4	13.4	9.3
영업이익	-14.6	38.5	75.8	26.3	10.2
세전계속사업이익	-17.1	44.5	75.4	26.5	11.2
EBITDA	-13.5	32.6	68.3	24.4	9.4
EPS(계속사업)	-28.1	64.6	68.5	28.9	11.2
수익성 (%)					
ROE	10.6	14.9	21.9	22.9	20.7
ROA	8.5	11.9	17.1	18.3	17.5
EBITDA마진	32.5	36.7	36.3	39.8	39.8
안정성 (%)					
유동비율	320.8	419.1	331.6	450.2	517.8
부채비율	24.1	24.6	28.6	20.2	16.9
순차입금/자기자본	-53.2	-44.0	-51.3	-58.4	-64.4
EBITDA/이자비용(배)	8,466.2	121.3	189.1	235.3	257.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,542	12,416	20,922	26,958	29,965
BPS	80,693	85,985	105,409	130,536	158,379
CFPS	9,137	13,894	22,275	28,148	31,006
주당 현금배당금	2,747	3,820	4,200	4,500	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	32.4	24.6	19.9	15.4	13.9
PER(최저)	22.4	16.4	11.9	9.2	8.3
PBR(최고)	3.0	3.6	4.0	3.2	2.6
PBR(최저)	2.1	2.4	2.4	1.9	1.6
PCR	23.3	17.8	16.3	12.9	11.7
EV/EBITDA(최고)	16.5	16.3	13.0	9.7	8.2
EV/EBITDA(최저)	10.4	10.1	6.9	4.9	3.7