

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	84,246 억원
주요주주	
김택진(외7)	12.01%
국민연금공단	11.74%
외국인지분률	37.50%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(17/08/07)	384,000 원
KOSPI	2398.75 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	416,000 원
52주 최저가	218,000 원
60일 평균 거래대금	1,685 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	-3.7%
6개월	27.6%	10.4%
12개월	58.4%	33.2%

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

깊었던 골, 높아질 산

- 리니지1 매출 감소와 마케팅 비용 증가로 2Q17 영업이익은 시장 기대치를 크게 하회
- 리니지 M 은 견조한 매출을 유지하고 있으며, 하반기 개인간 거래, 공성전 등 업데이트를 통해 향후에도 안정적인 매출이 발생할 것으로 예상
- 현 주가는 12M Forward 기준 14 배로 역사적 최하단 수준. 분기 실적 저점 통과
- 중장기적으로 IP 를 활용한 모바일 게임의 지속 출시로 안정적인 이익 실현 가능할 전망

2Q17: 리니지 1 매출 감소로 영업이익 기대치 크게 하회

엔씨소프트 2Q17 실적은 매출액 2,586 억원(8.0% qoq), 영업이익 376 억원(23.4% qoq, OPM: 14.5%)이다. 리니지 1 매출 감소에도 불구하고 리니지 M 매출 증가로 매출은 전기 대비 소폭 증가하였으나, 수익성 높은 리니지 1 매출 감소와 마케팅 비용 및 유통수수료 증가로 영업이익은 기대치를 크게 하회하는 실적을 기록하였다. 2Q 실적 부진의 주 요인인 리니지 1 의 매출 감소는 리니지 M 출시에 따른 프로모션 조절과 가입자 이탈에 기인하는데, 하반기 업데이트와 프로모션을 통해 2 분기를 저점으로 매출 반등이 가능할 것으로 예상된다.

리니지 M 의 호조와 추가적인 대작 게임 출시로 어닝 모멘텀 지속

국내 모바일게임 사상 최대 일매출을 기록한 리니지 M 은 출시 한 달이 넘었음에도 불구하고 견조한 매출과 지표를 유지하고 있다. 향후에도 개인간 거래 시스템과 공성전 등 다양한 콘텐츠 업데이트를 통해 안정적인 매출이 유지될 것이며 다만, 중국 등으로의 수출도 예정되어 있다. 향후 아이온, 블소 등 IP 를 활용한 모바일 게임 출시로 3 분기부터 시작될 어닝 모멘텀이 내년 이후에도 지속될 가능성이 높다

투자의견 매수, 목표주가 54 만원(유지)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 2Q17 실적 부진에도 불구하고, 리니지 M 의 견조한 매출과 리니지 1 의 매출 반등으로 하반기부터 본격적인 실적 개선이 확실시 되기 때문이다. 목표주가가 기존 54 만원을 유지하는데, 현 주가는 12M Forward PER 기준 14 배 수준으로 역사적으로 최하단 수준이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	8,387	8,383	9,836	15,525	18,654	19,804
yoy	%	10.9	-0.1	17.3	57.9	20.2	6.2
영업이익	억원	2,782	2,375	3,288	4,833	6,425	6,835
yoy	%	35.6	-14.6	38.5	47.0	32.9	6.4
EBITDA	억원	3,149	2,724	3,612	5,130	6,686	7,064
세전이익	억원	2,890	2,395	3,461	4,947	6,651	7,217
순이익(지배주주)	억원	2,300	1,654	2,723	3,769	5,122	5,557
영업이익률%	%	33.2	28.3	33.4	31.1	34.4	34.5
EBITDA%	%	37.6	32.5	36.7	33.0	35.8	35.7
순이익률	%	27.1	19.8	27.6	24.2	27.4	28.0
EPS	원	10,487	7,542	12,416	17,185	23,350	25,335
PER	배	17.4	28.2	19.9	22.4	16.5	15.2
PBR	배	2.9	2.6	2.9	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	배	10.1	14.0	12.8	14.2	10.2	8.9
ROE	%	18.4	10.6	14.9	18.3	20.8	18.8
순차입금	억원	-8,969	-9,521	-8,346	-11,241	-15,348	-19,959
부채비율	%	23.5	24.1	24.6	29.5	19.8	15.7

엔씨소프트 분기별 실적 전망

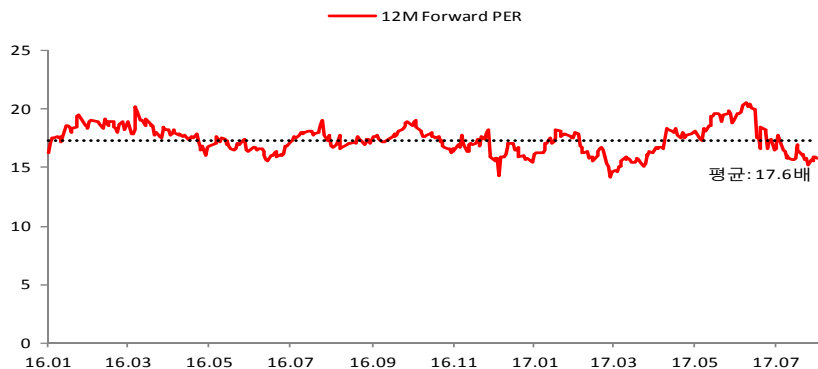
(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
영업수익	2,408	2,405	2,176	2,846	2,395	2,586	5,405	5,139	9,836	15,525	18,654
리니지	789	944	838	1,184	515	338	401	375	3,755	1,629	1,489
리니지2	171	191	206	204	184	167	188	182	771	720	709
아이온	201	176	161	179	133	108	140	135	717	517	530
기타	96	155	165	321	106	149	140	159	736	555	733
모바일게임	-	-	-	-	234	937	3,570	3,311	-	8,053	11,020
블레이드앤소울	540	489	401	394	446	390	433	425	1,823	1,694	1,638
길드워2	306	159	153	149	142	136	138	134	766	549	470
와일드스타	13	22	11	-	-	-	-	-	46	-	-
로열티	294	270	242	415	635	361	394	417	1,221	1,808	2,066
영업비용	1,651	1,544	1,524	1,829	2,091	2,211	3,273	3,118	6,548	10,692	12,229
영업이익	758	861	651	1,017	304	376	2,132	2,021	3,288	4,833	6,425
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	14.5%	39.4%	39.3%	33.4%	31.1%	34.4%

자료: SK 증권 엔씨소프트

엔씨소프트 12M Forward PER

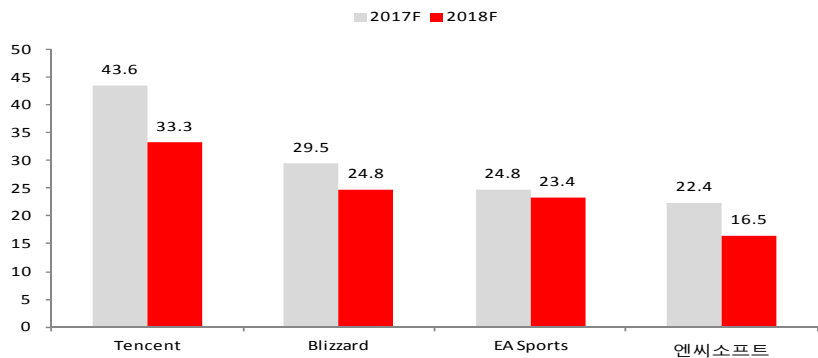
(단위: 배)



자료: Quantwise

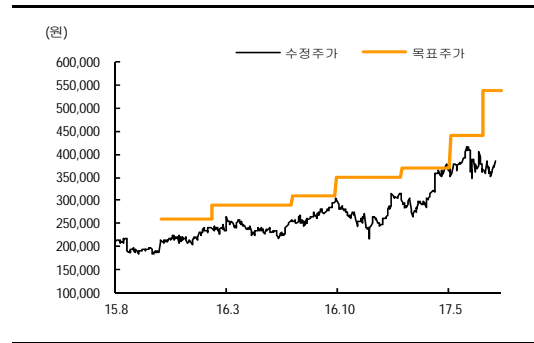
글로벌 Peer PER

(단위: 배)



자료: Bloomberg

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.08	매수	540,000원
	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



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 기재된 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 8일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,828	11,916	16,482	20,067	24,797
현금및현금성자산	2,481	1,448	4,663	8,771	13,381
매출채권및기타채권	903	1,606	2,900	2,495	2,588
재고자산	7	7	12	10	11
비유동자산	11,364	11,692	12,508	12,392	12,435
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	28,990	32,459	37,232
유동부채	3,375	2,844	5,134	4,417	4,582
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	294	283	510	439	455
단기충당부채	5	0	0	0	0
비유동부채	927	1,809	1,461	936	462
장기금융부채	11	1,497	1,497	1,497	1,497
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	49	88	75	78
부채총계	4,303	4,653	6,595	5,353	5,044
지배주주지분	17,695	18,856	22,306	27,027	32,120
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	18,401	22,630	27,231
비지배주주지분	194	99	89	79	68
자본총계	17,889	18,955	22,395	27,106	32,189
부채외자본총계	22,192	23,608	28,990	32,459	37,232

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,253	959	3,454	4,705	5,172
당기순이익(손실)	1,664	2,714	3,762	5,114	5,550
비현금성항목등	1,237	1,148	1,373	1,572	1,514
유형자산감가상각비	285	265	249	219	191
무형자산상각비	65	59	48	42	38
기타	433	409	253	168	112
운전자본감소(증가)	62	-1,544	-601	-686	-466
매출채권및기타채권의 감소(증가)	10	-708	-1,321	405	-93
재고자산감소(증가)	1	0	-6	2	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-50	65	-71	16
기타	28	-786	661	-1,022	-389
법인세납부	-709	-1,358	-1,080	-1,295	-1,426
투자활동현금흐름	-5,008	-1,195	-114	327	427
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	259	348	448
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	3,215	4,108	4,610
기초현금	2,028	2,481	1,448	4,663	8,771
기말현금	2,481	1,448	4,663	8,771	13,381
FCF	2,742	1,263	4,469	5,002	5,505

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,383	9,836	15,525	18,654	19,804
매출원가	2,027	1,876	4,020	4,995	5,297
매출총이익	6,356	7,960	11,505	13,659	14,507
매출총이익률 (%)	75.8	80.9	74.1	73.2	73.3
판매비와관리비	3,981	4,672	6,671	7,234	7,672
영업이익	2,375	3,288	4,833	6,425	6,835
영업이익률 (%)	28.3	33.4	31.1	34.4	34.5
비영업손익	20	173	113	226	382
순금융비용	-204	-186	-194	-299	-399
외환관련손익	95	68	68	68	68
관계기업투자등 관련손익	-20	73	47	27	27
세전계속사업이익	2,395	3,461	4,947	6,651	7,217
세전계속사업이익률 (%)	28.6	35.2	31.9	35.7	36.4
계속사업법인세	732	747	1,185	1,536	1,667
계속사업이익	1,664	2,714	3,762	5,114	5,550
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,664	2,714	3,762	5,114	5,550
순이익률 (%)	19.8	27.6	24.2	27.4	28.0
지배주주	1,654	2,723	3,769	5,122	5,557
지배주주귀속 순이익률(%)	19.73	27.68	24.28	27.46	28.06
비지배주주	10	-9	-7	-7	-7
총포괄이익	1,710	3,295	4,251	5,603	6,039
지배주주	1,692	3,290	4,262	5,614	6,049
비지배주주	18	5	-10	-10	-10
EBITDA	2,724	3,612	5,130	6,686	7,064

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-0.1	17.3	57.9	20.2	6.2
영업이익	-14.6	38.5	47.0	32.9	6.4
세전계속사업이익	-17.1	44.5	42.9	34.5	8.5
EBITDA	-13.5	32.6	42.0	30.3	5.7
EPS(계속사업)	-28.1	64.6	38.4	35.9	8.5
수익성 (%)					
ROE	10.6	14.9	18.3	20.8	18.8
ROA	8.5	11.9	14.3	16.7	15.9
EBITDA마진	32.5	36.7	33.0	35.8	35.7
안정성 (%)					
유동비율	320.8	419.1	321.0	454.3	541.2
부채비율	24.1	24.6	29.5	19.8	15.7
순차입금/자기자본	-53.2	-44.0	-50.2	-56.6	-62.0
EBITDA/이자비용(배)	8,466.2	121.3	159.6	208.1	219.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,542	12,416	17,185	23,350	25,335
BPS	80,693	85,985	101,672	123,193	146,407
CFPS	9,137	13,894	18,538	24,541	26,377
주당 현금배당금	2,747	3,820	4,200	4,500	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	32.4	24.6	24.2	17.8	16.4
PER(최저)	22.4	16.4	14.4	10.6	9.8
PBR(최고)	3.0	3.6	4.1	3.4	2.8
PBR(최저)	2.1	2.4	2.4	2.0	1.7
PCR	23.3	17.8	20.7	15.7	14.6
EV/EBITDA(최고)	16.5	16.3	15.5	11.2	9.9
EV/EBITDA(최저)	10.4	10.1	8.4	5.7	4.7