

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

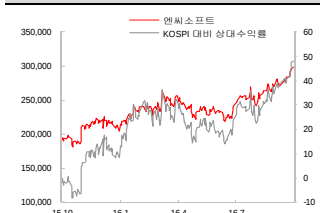
자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	64,800 억원
주요주주	
NEXON Co., Ltd.(외1)	15.08%

외국인지분률	38.90%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(16/09/30)	295,500 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	295,500 원
52주 최저가	182,000 원
60일 평균 거래대금	307 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.4%	9.0%
6개월	16.6%	13.8%
12개월	56.4%	50.2%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(상향))

관심은 4 분기로

3 분기 이후 실적개선 가능성 확대

① 리니지 활용 모바일게임의 4 분기 집중 출시

② 4 분기 리니지 1 서버 확대로 매출 반등

③ 실적개선과 신작모멘텀의 조화

투자의견 매수, 목표주가 35 만원 상향

3Q16 Preview : 4Q 를 준비하는 시기

엔씨소프트 3Q16 실적은 매출액 2,332 억원(-3.1% qoq), 영업이익 747 억원(-13.3% qoq, OPM: 32.0%)으로 예상된다. 매출 및 영업이익이 전기 대비 감소할 것으로 예상하는 것은 리니지 1이 2Q16 드래곤 보물상자 업데이트로 인한 매출 증가요인이 제거되었기 때문이다. 3 분기 다소 부진한 실적에도 불구하고 리니지 1은 서버 확대를 통해 4 분기 매출 반등이 가능할 전망이다. 모바일 게임인 리니지 레볼루션, 리니지 RK, 리니지 M의 순차 출시로 모바일게임 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상된다.

4 분기부터 집중되는 신작 출시

10 월 출시가 예정된 리니지 2 레볼루션은 넷마블에서 개발하였으나 서버를 이미 100 개까지 확대하면서 성공 가능성이 높다. 이어서 자체 개발한 리니지 RK와 리니지 M의 출시가 예정되어 있어 4 분기 리니지 IP 활용 모바일 게임이 집중 출시예정이다. 또한 올해말 ~ 내년초 신규 상품이 예정되어 있는 넷마블을 통해 엔씨소프트의 지분가치 8.6%가 부각될 수 있을 전망이다. 신규게임 출시와 지분가치 부각으로 4 분기 엔씨소프트주가 상승가능성은 높다고 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 35 만원(상향)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 4 분기 집중된 리니지 모바일게임의 높은 성공가능성과 넷마블 상장 후 지분가치가 부각될 전망이다. 목표주가는 2015년 이후 평균 PER에 25% 할증한 24.1 배를 적용하여 산정한 35 만원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	9,725	12,082	12,386
yoy	%	0.4	10.9	-0.1	16.0	24.2	2.5
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	3,280	4,327	4,816
yoy	%	35.7	35.6	-14.6	38.1	31.9	11.3
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,615	4,619	5,064
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,653	4,787	5,368
순이익(지배주주)	억원	1,588	2,300	1,654	3,127	4,098	4,595
영업이익률%	%	27.1	33.2	28.3	33.7	35.8	38.9
EBITDA%	%	31.8	37.6	32.5	37.2	38.2	40.9
순이익률	%	21.0	27.1	19.8	32.2	33.9	37.1
EPS	원	7,245	10,487	7,542	14,260	18,687	20,952
PER	배	34.3	17.4	28.2	20.9	16.0	14.3
PBR	배	4.8	2.9	2.6	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	15.4	11.2	9.4
ROE	%	14.8	18.4	10.6	17.2	20.1	19.1
순차입금	억원	-6,694	-8,969	-9,521	-10,753	-14,776	-18,941
부채비율	%	27.7	23.5	24.1	33.3	31.2	27.8

엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	188,113	217,538	195,671	236,975	240,848	240,526	233,171	257,958	838,298	972,503	1,208,239
리니지	66,024	85,479	78,211	83,163	78,877	94,430	81,006	81,658	312,876	335,971	329,713
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	158,488	166,585	600,831	644,514	775,493
영업이익	44,867	67,098	50,586	74,915	75,785	86,148	74,683	91,373	237,466	327,990	432,746
영업이익률	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	31.5%	35.8%	32.0%	35.4%	28.3%	33.7%	35.8%

자료: SK 증권 엔씨소프트

3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

엔씨소프트 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,957	2,405	2,332	2,294	2%
영업이익	506	861	747	739	1%
순이익	303	906	718	610	18%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

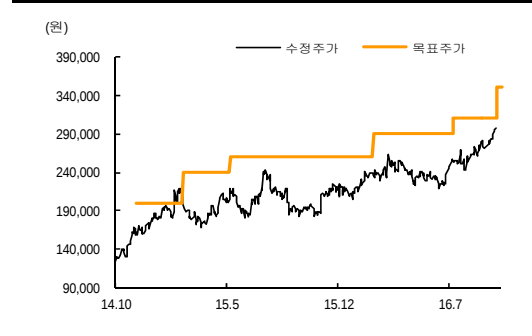
2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

엔씨소프트 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	8,387	8,383	9,725	9,775	-1%
영업이익	2,782	2,375	3,280	3,271	0%
순이익	2,300	1,654	3,127	2,890	8%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.05.14	매수	260,000원
	2015.04.14	매수	240,000원
	2015.02.12	매수	240,000원



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 기관투자가 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 10 월 5 일 기준)

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

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,195	10,828	13,671	17,888	22,126
현금및현금성자산	2,028	2,481	4,759	8,782	12,947
매출채권및기타채권	903	903	983	1,119	1,169
재고자산	7	7	7	8	9
비유동자산	6,793	11,364	11,328	11,272	11,242
장기금융자산	274	5,219	5,357	5,357	5,357
유형자산	2,408	2,338	2,168	1,928	1,720
무형자산	946	642	599	550	512
자산총계	16,988	22,192	24,999	29,160	33,368
유동부채	2,454	3,375	3,674	4,182	4,371
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	255	294	320	365	381
단기충당부채	5	5	5	6	6
비유동부채	778	927	2,577	2,747	2,892
장기금융부채	10	11	1,506	1,506	1,506
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	51	55	62	65
부채총계	3,232	4,303	6,251	6,929	7,264
지배주주지분	13,606	17,695	18,698	22,164	26,021
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	15,789	19,250	23,101
비지배주주지분	150	194	50	67	83
자본총계	13,756	17,889	18,748	22,231	26,104
부채외자본총계	16,988	22,192	24,999	29,160	33,368

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,460	2,253	3,342	4,367	4,523
당기순이익(손실)	2,275	1,664	3,127	4,097	4,594
비현금성항목등	1,088	1,237	622	521	470
유형자산감가상각비	302	285	272	240	208
무형자산감가상각비	65	65	63	51	40
기타	319	433	99	-21	-21
운전자본감소(증가)	-211	62	839	458	252
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-109	10	-28	-136	-51
재고자산감소(증가)	2	1	-1	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	23	47	44	17
기타	-116	28	821	550	287
법인세납부	-692	-709	-1,246	-710	-793
투자활동현금흐름	-1,566	-5,008	-204	348	440
금융자산감소(증가)	-1,463	-4,791	-477	0	0
유형자산감소(증가)	-188	-162	-85	0	0
무형자산감소(증가)	-16	8	-2	-2	-2
기타	100	-63	360	350	442
재무활동현금흐름	-137	3,102	-588	-692	-798
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	-47	-55	-55
현금의 증가(감소)	794	453	2,278	4,023	4,165
기초현금	1,233	2,028	2,481	4,759	8,782
기말현금	2,028	2,481	4,759	8,782	12,947
FCF	2,240	2,742	3,247	4,321	4,491

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,387	8,383	9,725	12,082	12,386
매출원가	2,203	2,027	2,297	3,167	3,092
매출총이익	6,184	6,356	7,428	8,915	9,294
매출총이익률 (%)	73.7	75.8	76.4	73.8	75.0
판매비와관리비	3,403	3,981	4,148	4,587	4,478
영업이익	2,782	2,375	3,280	4,327	4,816
영업이익률 (%)	33.2	28.3	33.7	35.8	38.9
비영업손익	108	20	373	460	552
순금융비용	-174	-204	-179	-260	-351
외환관련손익	45	95	95	95	95
관계기업투자등 관련손익	-16	-20	77	84	84
세전계속사업이익	2,890	2,395	3,653	4,787	5,368
세전계속사업이익률 (%)	34.5	28.6	37.6	39.6	43.3
계속사업법인세	615	732	527	690	774
계속사업이익	2,275	1,664	3,127	4,097	4,594
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,275	1,664	3,127	4,097	4,594
순이익률 (%)	27.1	19.8	32.2	33.9	37.1
지배주주	2,300	1,654	3,127	4,098	4,595
지배주주귀속 순이익률(%)	27.42	19.73	32.15	33.92	37.09
비지배주주	-24	10	0	0	0
총포괄이익	2,240	1,710	3,149	4,120	4,617
지배주주	2,276	1,692	3,133	4,104	4,600
비지배주주	-36	18	16	16	16
EBITDA	3,149	2,724	3,615	4,619	5,064

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	109	-0.1	16.0	24.2	2.5
영업이익	35.6	-14.6	38.1	31.9	11.3
세전계속사업이익	33.7	-17.1	52.5	31.1	12.1
EBITDA	30.9	-13.5	32.7	27.8	9.6
EPS(계속사업)	44.7	-28.1	89.1	31.1	12.1
수익성 (%)					
ROE	18.4	10.6	17.2	20.1	19.1
ROA	14.3	8.5	13.3	15.1	14.7
EBITDA마진	37.6	32.5	37.2	38.2	40.9
안정성 (%)					
유동비율	415.5	320.8	372.1	427.8	506.1
부채비율	23.5	24.1	33.3	31.2	27.8
순차입금/자기자본	-65.2	-53.2	-57.4	-66.5	-72.6
EBITDA/이자비용(배)	11,013.9	8,466.4	73.4	84.4	92.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,487	7,542	14,260	18,687	20,952
BPS	62,045	80,693	85,264	101,072	118,660
CFPS	12,162	9,137	15,788	20,015	22,084
주당 현금배당금	3,430	2,747	3,000	3,500	3,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.3	32.4	20.9	16.0	14.3
PER(최저)	11.8	22.4	14.3	10.9	9.7
PBR(최고)	3.9	3.0	3.5	3.0	2.5
PBR(최저)	2.0	2.1	2.4	2.0	1.7
PCR	15.0	23.3	18.9	14.9	13.5
EV/EBITDA(최고)	14.4	16.5	15.4	11.2	9.4
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	9.6	6.7	5.3