

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

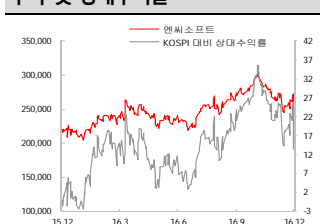
Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	53,726 억원
주요주주	
국민연금공단	12.85%
김택진(외7)	12.01%
외국인지분율	38.30%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(16/12/01)	245,000 원
KOSPI	1983.75 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	305,000 원
52주 최저가	204,000 원
60일 평균 거래대금	317 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.6%	-7.5%
6개월	4.9%	4.9%
12개월	11.1%	13.4%

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

숨을 보자

전일 엔씨소프트 주가가 9.9% 급락하였다. 리니지이터널 CBT 이후 실망감이 이유로 부각되는데 과거 블소 사례에서 보면 빠른 주가회복이 가능할 전망이다. 또한 상용화까지 1년 이상 남은 시점에서 시장우려는 과도하다는 판단이다. 다음주부터 1주일 간격으로 리니지 RK와 리니지 2 레볼루션이 출시 확정되었으며 특히 자체개발 게임인 리니지 RK가 1주일 먼저 출시하기 때문에 엔씨소프트에게 긍정적이라 판단한다

전일 주가하락은 리니지이터널에 대한 실망감?

전일 엔씨소프트 주가는 9.93% 하락하였다. 그 원인으로 11월 30일 시작된 리니지이터널 CBT(Closed Beta Test)에 대한 실망감이 꼽히고 있다. 리니지이터널은 2017년 하반기 출시가 예정되어 있는 온라인 MMORPG 게임으로 엔씨소프트가 2012년 6월 블레이드앤소울(이하 블소) 출시 이후 국내에 출시하는 온라인 기대작이다. 블소 1차 CBT는 2011년 4월 27일부터 5월 11일까지 진행되었는데 첫날 CBT 이후 주가는 4.5% 하락하였으나 다음날 6.0%로 반등한 경향이 있다. 당시 엔씨소프트 12개월 Forward PER은 23.7배였으나 전일 기준 현재 엔씨소프트의 12개월 Forward PER은 16.1배로 당시보다 밸류에이션 매력이 있다. 블소는 첫 CBT 이후 1년 2개월 후 정식 출시되었으며 이후 PC방 점유율 1위를 차지한 바 있다. 리니지이터널도 2017년 하반기 상용화까지 충분한 시간이 있고, 블소 역시 CBT 이후 주가하락이 빠르게 회복한 적이 있어 전일 엔씨소프트 주가 급락을 크게 우려하지 않는다.

리니지 RK와 리니지 2 레볼루션 출시일 확정

엔씨소프트에서 자체개발한 리니지 RK는 12월 8일 출시가 확정되었다. 리니지 2 IP를 활용하여 넷마블에서 개발한 리니지 2 레볼루션은 일주일 후인 12월 14일로 출시가 확정된 상태이다. 리니지 2 레볼루션 출시는 당초 리니지 RK보다 빠른 11월 출시가 유력했으나 12월 중순 출시가 확정되었다. 엔씨소프트 입장에서는 자체개발 리니지 RK가 먼저 출시되는 것이 리니지 IP를 활용한 모바일게임에 대한 이슈 선점 측면에서 유리했을 것이다. 이를 감안하면 출시 이후 주가 상승을 견인할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	9,325	11,415	12,424
yoy	%	0.4	10.9	-0.1	11.2	22.4	8.8
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	2,997	3,995	5,017
yoy	%	35.7	35.6	-14.6	26.2	33.3	25.6
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,333	4,286	5,265
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,241	4,422	5,533
순이익(지배주주)	억원	1,588	2,300	1,654	2,669	3,529	4,416
영업이익률%	%	27.1	33.2	28.3	32.1	35.0	40.4
EBITDA%	%	31.8	37.6	32.5	35.7	37.6	42.4
순이익률	%	21.0	27.1	19.8	28.6	30.9	35.5
EPS	원	7,245	10,487	7,542	12,172	16,093	20,135
PER	배	34.3	17.4	28.2	20.1	15.2	12.2
PBR	배	4.8	2.9	2.6	3.0	2.5	2.2
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	13.3	9.5	7.0
ROE	%	14.8	18.4	10.6	14.9	17.9	19.2
순차입금	억원	-6,694	-8,969	-9,521	-10,199	-13,907	-17,903
부채비율	%	27.7	23.5	24.1	32.1	32.8	29.2

투자의견 매수

목표주가 35 만원(유지)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. ①상용화까지 1 년 이상 남은 리니지이 터널에 대한 현재 시점의 우려는 과도한 수준이며, ②자체개발 모바일 게임 리니지 RK 와 IP 를 대역한 리니지2 레볼루션이 1 주일 간격으로 출시할 예정이고, ③ 리니지 RK 의 출시가 리니지2 레볼루션보다 빨라 리니지 IP 모바일 게임에 대한 이슈 선점효과가 클 것이기 때문이다. 펀더멘탈에 변화가 없어 목표주기도 기존 35 만원을 유지한다.

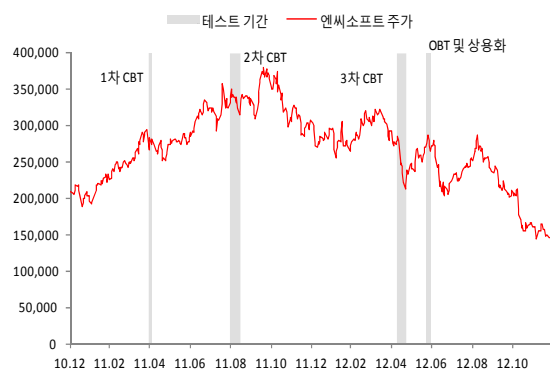
과거 블레이드앤소울 출시 일정

일정	시작일	종료일
1차 CBT	2011-04-27	2011-05-01
2차 CBT	2011-08-29	2011-09-10
3차 CBT	2012-05-09	2012-05-22
OBT	2012-06-21	
정식 출시일	2012-06-30	

자료 SK 증권

블소 출시일정과 엔씨소프트 주가 추이

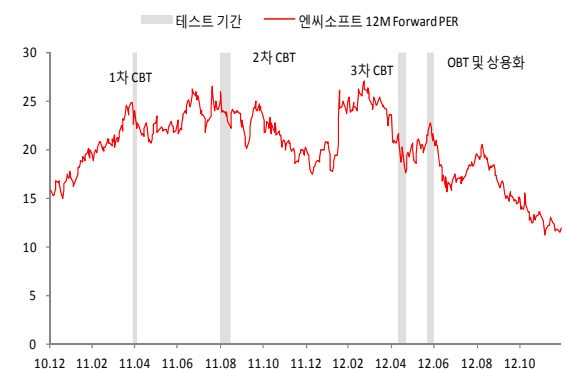
(단위: 원)



자료: SK 증권 Quantwise

블소 출시일정과 엔씨소프트 12M Forward PER 추이

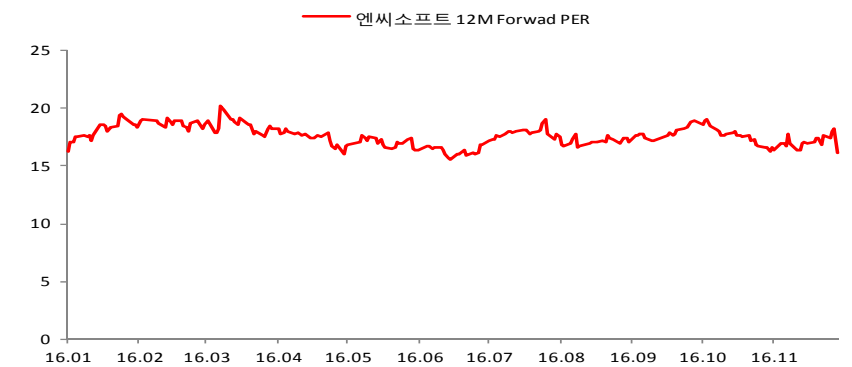
(단위: 배)



자료: SK 증권 Quantwise

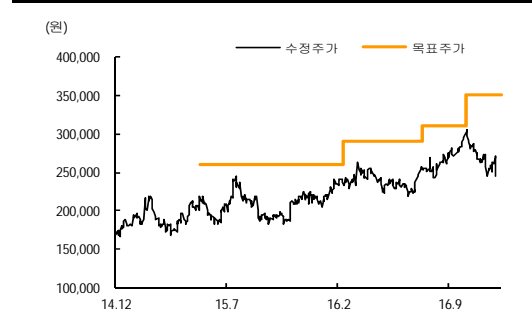
엔씨소프트 12M Forward PER 추이

(단위: 배)



자료: Quantwise

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.05.14	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 (2016년 12월 2일 기준)

매수	94.9%	중립	5.1%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,195	10,828	12,983	17,028	21,094
현금및현금성자산	2,028	2,481	4,205	7,913	11,909
매출채권및기타채권	903	903	890	1,125	1,173
재고자산	7	7	7	9	9
비유동자산	6,793	11,364	11,183	11,130	11,085
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	24,165	28,157	32,179
유동부채	2,454	3,375	3,327	4,204	4,387
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	255	294	290	367	383
단기충당부채	5	5	5	6	6
비유동부채	778	927	2,548	2,749	2,893
장기금융부채	10	11	1,506	1,506	1,506
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	51	50	63	65
부채총계	3,232	4,303	5,875	6,953	7,280
지배주주지분	13,606	17,695	18,240	21,137	24,815
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	15,331	18,223	21,895
비지배주주지분	150	194	50	67	83
자본총계	13,756	17,889	18,290	21,204	24,898
부채외자본총계	16,988	22,192	24,165	28,157	32,179

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,460	2,253	2,789	4,070	4,375
당기순이익(손실)	2,275	1,664	2,669	3,529	4,415
비현금성항목등	1,088	1,237	797	758	850
유형자산감가상각비	302	285	272	240	208
무형자산감가상각비	65	65	63	51	40
기타	319	433	227	-6	-6
운전자본감소(증가)	-211	62	615	697	248
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-109	10	65	-235	-49
재고자산감소(증가)	2	1	0	-2	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	23	17	77	16
기타	-116	28	533	857	281
법인세납부	-692	-709	-1,291	-913	-1,137
투자활동현금흐름	-1,566	-5,008	-206	330	419
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	358	332	421
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	1,724	3,708	3,996
기초현금	1,233	2,028	2,481	4,205	7,913
기말현금	2,028	2,481	4,205	7,913	11,909
FCF	2,240	2,742	2,679	4,045	4,368

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,387	8,383	9,325	11,415	12,424
매출원가	2,203	2,027	2,249	3,031	3,025
매출총이익	6,184	6,356	7,076	8,384	9,399
매출총이익률 (%)	73.7	75.8	75.9	73.5	75.7
판매비와관리비	3,403	3,981	4,079	4,389	4,382
영업이익	2,782	2,375	2,997	3,995	5,017
영업이익률 (%)	33.2	28.3	32.1	35.0	40.4
비영업손익	108	20	243	427	516
순금융비용	-174	-204	-177	-242	-331
외환관련손익	45	95	95	95	95
관계기업투자등 관련손익	-16	-20	77	84	84
세전계속사업이익	2,890	2,395	3,241	4,422	5,533
세전계속사업이익률 (%)	34.5	28.6	34.8	38.7	44.5
계속사업법인세	615	732	572	893	1,118
계속사업이익	2,275	1,664	2,669	3,529	4,415
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,275	1,664	2,669	3,529	4,415
순이익률 (%)	27.1	19.8	28.6	30.9	35.5
지배주주	2,300	1,654	2,669	3,529	4,416
지배주주귀속 순이익률(%)	27.42	19.73	28.62	30.92	35.54
비지배주주	-24	10	0	0	0
총포괄이익	2,240	1,710	2,691	3,551	4,438
지배주주	2,276	1,692	2,675	3,535	4,421
비지배주주	-36	18	16	16	16
EBITDA	3,149	2,724	3,333	4,286	5,265

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	109	-0.1	11.2	22.4	8.8
영업이익	35.6	-14.6	26.2	33.3	25.6
세전계속사업이익	33.7	-17.1	35.3	36.4	25.1
EBITDA	30.9	-13.5	22.3	28.6	22.8
EPS(계속사업)	44.7	-28.1	61.4	32.2	25.1
수익성 (%)					
ROE	18.4	10.6	14.9	17.9	19.2
ROA	14.3	8.5	11.5	13.5	14.6
EBITDA마진	37.6	32.5	35.7	37.6	42.4
안정성 (%)					
유동비율	415.5	320.8	390.2	405.0	480.9
부채비율	23.5	24.1	32.1	32.8	29.2
순차입금/자기자본	-65.2	-53.2	-55.8	-65.6	-71.9
EBITDA/이자비용(배)	11,013.9	8,466.4	67.7	78.4	96.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,487	7,542	12,172	16,093	20,135
BPS	62,045	80,693	83,176	96,390	113,162
CFPS	12,162	9,137	13,700	17,422	21,267
주당 현금배당금	3,430	2,747	3,000	3,500	3,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.3	32.4	25.1	19.0	15.2
PER(최저)	11.8	22.4	16.8	12.7	10.1
PBR(최고)	3.9	3.0	3.7	3.2	2.7
PBR(최저)	2.0	2.1	2.5	2.1	1.8
PCR	15.0	23.3	17.9	14.1	11.5
EV/EBITDA(최고)	14.4	16.5	17.3	12.6	9.5
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	10.6	7.4	5.3

