

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812**Company Data**

주본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	59,866 억원
주요주주	
국민연금공단	12.85%
김택진(외7)	12.01%
외국인지분률	39.20%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(16/11/10)	273,000 원
KOSPI	2002.6 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	305,000 원
52주 최저가	204,000 원
60일 평균 거래대금	290 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.4%	-3.8%
6개월	13.3%	12.1%
12개월	31.3%	30.9%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(유지))**4 분기부터 본격적인 수익성 개선 전망**

엔씨소프트 3Q16 실적은 리니지 프로모션 조정과 블소 해외매출 하향 안정화로 전기 대비 영업이익이 24.4% 감소하였다. 하지만 4 분기부터 본격적인 수익성 개선을 예상하는 데 리니지 2 레볼루션, 리니지 RK, 리니지 M 등 리니지 활용 모바일 게임이 순차적으로 출시하기 때문이다. 또한 리니지아이터널 CBT, 내년 MXM 출시 등 다수의 신작 출시를 앞둔 현시점이 매수기회라 판단한다

3Q16: 일시적 수익성 저하

엔씨소프트 3Q16 실적은 매출액 2,176 억원(-9.5% qoq), 영업이익 651 억원(-24.4% qoq, OPM: 29.9%)이다. 리니지는 아이템 프로모션 조정으로 전기 대비 11.3% 매출이 감소하였으며 블레이드앤소울은 북미, 유럽에서의 매출 감소로 전기 18.0% 매출이 감소하였다. 이에 영업이익도 전기 대비 감소하였다.

다수의 신작출시로 4 분기부터 본격적인 수익성 개선 전망

엔씨소프트는 주요 기대작 출시를 앞두고 있다. 리니지 RK는 12 월 8 일 출시를 확정하였으며 리니지 M은 실적발표를 통해 1Q17 출시가 확인되었다. 리니지 2 레볼루션(넷마블 개발)은 11 월 출시가 유력하며 블소모바일과 파이널블레이드가 1Q17, 아이온레온스는 내년 상반기 출시예정이다. 온라인게임인 리니지아이터널은 11 월 30 일부터 12 월 4 일까지 CBT가 확정되었으며 MXM은 내년 상반기 출시 목표이다. 이 밖에 2~3 종의 온라인 MMORPG 게임을 개발하고 있음을 밝혔다. 리니지 RK를 필두로 본격적인 엔씨소프트 실적 개선에 기여할 전망이다.

신작출시 임박한 현시점이 매수기회

다수의 모바일과 온라인 게임 출시가 임박한 현 시점이 주가 측면에서는 매력적인 매수 기회라 판단한다. 특히 성공확률 높은 온라인 IP를 활용한 모바일게임을 통해 2017년 매출은 1 조원을 넘어설 전망이며 영업이익 성장률도 30%를 넘어설 전망이다. 투자의견 매수와 목표주가 35 만원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

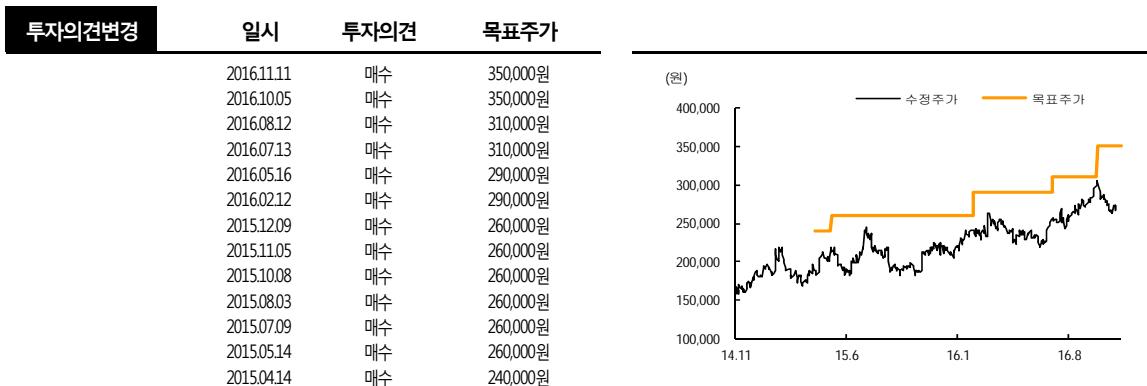
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	9,325	11,415	12,424
yoY	%	0.4	10.9	-0.1	11.2	22.4	8.8
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	2,997	3,995	5,017
yoY	%	35.7	35.6	-14.6	26.2	33.3	25.6
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,333	4,286	5,265
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,241	4,422	5,533
순이익(자체주주)	억원	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	22.4	17.0	13.6
PBR	배	4.8	2.9	2.6	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	15.2	11.0	8.2
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

엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	1,881	2,175	1,957	2,370	2,408	2,405	2,176	2,336	8,383	9,325	11,415
리니지	660	855	782	832	789	944	838	873	3,129	3,444	3,410
리니지2	110	163	156	200	171	191	206	184	630	751	734
아이온	183	201	168	186	201	176	161	181	737	718	659
기타	178	204	148	173	96	155	165	165	703	580	617
블레이드앤소울	268	298	249	324	540	489	401	458	1,139	1,887	1,790
길드워2	200	225	207	373	306	159	153	149	1,005	766	567
와일드스타	26	21	17	27	13	22	11	15	91	61	60
로열티	256	210	229	254	294	270	242	255	950	1,060	1,014
모바일	-	-	-	-	-	-	-	57	-	57	2,564
영업비용	1,432	1,504	1,451	1,621	1,651	1,544	1,524	1,609	6,008	6,328	7,420
영업이익	449	671	506	749	758	861	651	727	2,375	2,997	3,995
영업이익률	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	31.5%	35.8%	29.9%	31.1%	28.3%	32.1%	35.0%

자료 SK 증권 엔씨소프트



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 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 11월 11일 기준)

매수	94.63%	중립	5.37%	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
단기증당부채	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
장기증당부채	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
부채와자본총계	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(순실)	2,275	1,664	2,669	3,529	4,415
비현금성활동등	1,088	1,237	797	758	850
유형자산감가상각비	302	285	272	240	208
무형자산상각비	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
지배주주기여 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	10.9	-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	150	233	19.9	15.7	12.8
EV/EBITDA(최고)	144	165	17.3	12.6	9.5
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	10.6	7.4	5.3