

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

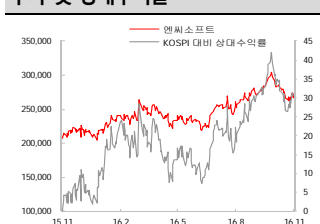
## Company Data

|         |           |
|---------|-----------|
| 자본금     | 110 억원    |
| 발행주식수   | 2,193 만주  |
| 자사주     | 69 만주     |
| 액면가     | 500 원     |
| 시가총액    | 59,866 억원 |
| 주요주주    |           |
| 국민연금공단  | 12.85%    |
| 김택진(외7) | 12.01%    |
| 외국인지분율  | 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 불소 해외매출 하향 안정화로 전기 대비 영업이익이 24.4% 감소하였다. 하지만 4 분기부터 본격적인 수익성 개선을 예상하는데 리니지 2 레볼루션, 리니지 RK, 리니지 M 등 리니지 활용 모바일 게임이 순차적으로 출시하기 때문이다. 또한 리니지이터널 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 12월 8일 출시를 확정하였으며 리니지 M은 실적발표를 통해 1Q17 출시가 확인되었다. 리니지 2 레볼루션(넷마블 개발)은 11월 출시가 유력하며 불소모바일과 파이널블레이드가 1Q17, 아이온레기온스는 내년 상반기 출시예정이다. 온라인게임인 리니지이터널은 11월 30일부터 12월 4일까지 CBT가 확정되었으며 MXM은 내년 상반기 출시 목표이다. 이 밖에 2~3종의 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 1조원을 넘어설 전망이다. 영업이익 성장률도 30%를 넘어설 전망이다. 투자 의견 매수와 목표주가 35만원을 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(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   | 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    |

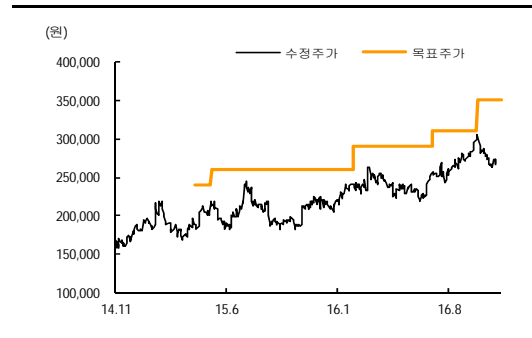
## 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

|         | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15A | 1Q16A | 2Q16A | 3Q16P | 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

| 투자의견변경 | 일시         | 투자의견 | 목표주가     |
|--------|------------|------|----------|
|        | 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 |
|        | 2015.04.14 | 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 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 11월 11일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 94.63% | 중립 | 5.37% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

## 대차대조표

| 월 결산(억원)       | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 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      |
| <b>비유동자산</b>   | 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    |
| <b>자산총계</b>    | 16,988 | 22,192 | 24,165 | 28,157 | 32,179 |
| <b>유동부채</b>    | 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      |
| <b>비유동부채</b>   | 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     |
| <b>부채총계</b>    | 3,232  | 4,303  | 5,875  | 6,953  | 7,280  |
| <b>지배주주지분</b>  | 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     |
| <b>자본총계</b>    | 13,756 | 17,889 | 18,290 | 21,204 | 24,898 |
| <b>부채외자본총계</b> | 16,988 | 22,192 | 24,165 | 28,157 | 32,179 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E  |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 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    |
| 무형자산감각비             | 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 |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -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    |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | 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  |
|-----------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>매출액</b>            | 8,387 | 8,383 | 9,325 | 11,415 | 12,424 |
| <b>매출원가</b>           | 2,203 | 2,027 | 2,249 | 3,031  | 3,025  |
| <b>매출총이익</b>          | 6,184 | 6,356 | 7,076 | 8,384  | 9,399  |
| 매출총이익률 (%)            | 73.7  | 75.8  | 75.9  | 73.5   | 75.7   |
| <b>판매비와관리비</b>        | 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    |
| <b>순금융비용</b>          | -174  | -204  | -177  | -242   | -331   |
| 외환관련손익                | 45    | 95    | 95    | 95     | 95     |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | -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  |
| <b>계속사업이익</b>         | 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  |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 27.1  | 19.8  | 28.6  | 30.9   | 35.5   |
| 지배주주                  | 2,300 | 1,654 | 2,669 | 3,529  | 4,416  |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 27.42 | 19.73 | 28.62 | 30.92  | 35.54  |
| <b>비지배주주</b>          | -24   | 10    | 0     | 0      | 0      |
| <b>총포괄이익</b>          | 2,240 | 1,710 | 2,691 | 3,551  | 4,438  |
| <b>지배주주</b>           | 2,276 | 1,692 | 2,675 | 3,535  | 4,421  |
| <b>비지배주주</b>          | -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   |
|------------------------|----------|---------|--------|--------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |          |         |        |        |         |
| 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    |
| <b>수익성 (%)</b>         |          |         |        |        |         |
| 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    |
| <b>안정성 (%)</b>         |          |         |        |        |         |
| 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    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |          |         |        |        |         |
| 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   |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |          |         |        |        |         |
| 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    | 19.9   | 15.7   | 12.8    |
| 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     |