

# 엔씨소프트 (036570)


**SW/SI**


투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>450,000원 (D)</b>
현재주가 (5/10)	<b>347,000원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시가총액	76,128억원
총발행주식수	21,939,022주
60일 평균 거래대금	465억원
60일 평균 거래량	120,391주
52주 고	488,000원
52주 저	342,000원
외인지분율	48.15%
주요주주	김택진 외 8 인 12.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.8)	(9.5)	(4.3)
상대	(13.3)	(13.2)	(11.8)
절대(달러환산)	(13.4)	(7.9)	1.3

## 올해는 신작이 없다

### 18년 1분기 실적 Review

매출액 4,752억원 QoQ -11%, 영업이익 2,038억원 QoQ +8%, 지배순이익 1,192억원 QoQ -1% 시장기대치 상회. 전분기 지급했던 일회성 인건비 감소에 의한 인건비 감소 360억원, 마케팅비 감소, 리니지M의 견조한 매출이 주원인.

모바일 게임('리니지M') 2,641억원(일매출 약 29억원) QoQ -19%, 리니지 283억원 QoQ -16%, 아이온 188억원 QoQ +48%, B&S 339억원 -14%, '대만 리니지M' 효과로 로열티 매출 842억원 QoQ +41%.

### 2분기 및 향후 전망

2018 하반기 출시 기대했던 동사 모바일 신작게임들(블소2 등)이 내년으로 출시 연기됨. 지난해부터 경쟁 모바일 MMORPG 게임들의 높아진 퀄리티 부담 때문인 것으로 추정. 또한, 동사가 모바일 게임으로 흥행한 것은 PC게임을 모바일로 Converting하여 성공한 것이고, 순수하게 모바일 MMORPG를 새롭게 개발하여 흥행한 것은 경험이 적은 것에 대한 불확실성 때문인 것으로 추측됨

1Q 18 동사 전체 매출 중 56%를 차지하고 있는 '리니지M' 매출도 출시 1년이 지남에 따른 피로감 증가(고과금 및 컨텐츠), 고퀄리티의 경쟁게임 출시 등으로 3Q17 대비 50% 이상 매출이 감소된 상황 이어서, 2분기 및 하반기 이러한 자연감소세는 지속될 것으로 예상됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 45만원으로 하향조정

하반기 신작 게임 실적 추정치를 제거하고, 국내 모바일 MMORPG 시장의 높아진 경쟁상황을 반영하여 목표주가를 45만원으로 하향 조정함

동사의 리니지, 아이온, 블소 등의 IP 가 여전히 건재하고, 중국 등 해외 진출 가능성, 2018년으로 이 연 되었지만 출시 예정인 '블소2', '리니지2 M', '더리니지' 등에 대한 흥행가능성을 감안하여 BUY 투자 의견은 유지함

#### Quarterly earning forecasts

	1Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,752	98.4	-10.9	4,784	-0.7
영업이익	2,038	569.7	7.7	1,788	14.0
세전계속사업이익	1,964	715.8	10.9	1,771	10.9
지배순이익	1,188	576.8	0.5	1,337	-11.1
영업이익률 (%)	42.9	+30.2 %pt	+7.4 %pt	37.4	+5.5 %pt
지배순이익률 (%)	25.0	+17.7 %pt	+2.9 %pt	27.9	-2.9 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

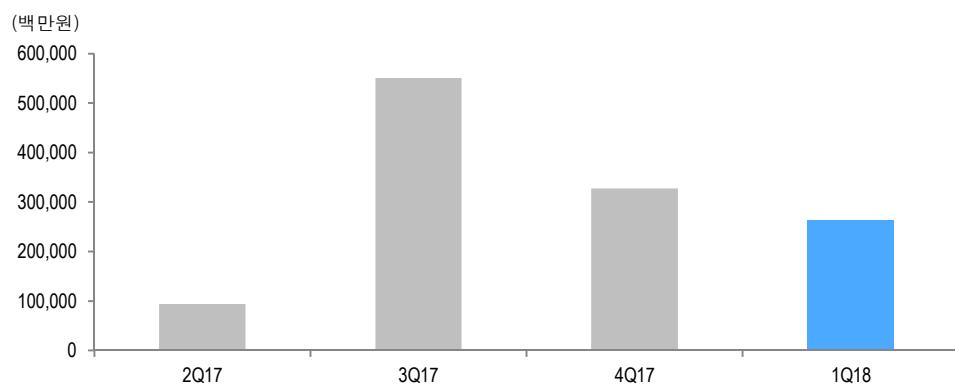
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	9,836	17,587	16,534	19,365
영업이익	3,288	5,850	6,078	7,455
지배순이익	2,723	4,410	3,578	4,336
PER	20.1	18.6	21.3	17.6
PBR	2.8	2.9	3.1	2.8
EV/EBITDA	12.9	11.1	9.9	7.7
ROE	14.9	19.1	14.0	17.1

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망											(단위: 억원)	
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,131	3,856	3,796	9,836	17,587	16,534	19,365
YoY	-1%	8%	234%	93%	98%	60%	-47%	-29%	17%	79%	-6%	17%
Lineage 1	515	338	354	338	283	274	266	274	3,755	1,544	1,097	1,087
Lineage 2	183	167	156	151	142	138	134	130	771	657	544	527
Aion	133	108	102	127	188	208	201	207	717	470	804	701
Blade & Soul	446	390	380	395	339	329	319	328	1,823	1,611	1,315	1,254
Guild War 2	142	136	201	349	236	161	158	154	766	828	709	753
Royalty Sales	635	361	436	595	842	755	790	851	1,221	2,028	3,237	3,343
기타	106	149	133	108	81	107	99	96	782	496	382	386
모바일게임	234	937	5,510	3,271	2,641	2,160	1,890	1,755	108	9,953	8,446	5,475
신작												5,838
비용총계	2,091	2,211	3,995	3,441	2,713	2,594	2,556	2,593	6,548	11,713	10,456	11,910
인건비	1,324	1,135	1,555	1,610	1,250	1,293	1,306	1,319	3,833	5,623	5,170	6,007
로열티	28	23	16	12	12	13	14	16	27	79	54	58
결제수수료	80	66	71	62	57	50	46	46	392	279	198	308
외주(Box)제작비	3	5	5	4	2	2	2	3	101	18	9	28
유통수수료	73	287	1,667	990	795	666	616	605	130	3,017	2,681	2,830
광고선전비	127	241	220	242	108	84	77	103	350	830	372	641
유무형 감가상각비	75	72	71	69	65	69	69	68	314	287	272	299
기타	378	379	384	438	421	410	418	426	1,401	1,580	1,676	1,739
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,537	1,300	1,203	3,288	5,875	6,078	7,455
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	37.2%	33.7%	31.7%	33.4%	33.4%	36.8%	38.5%

자료: 엔씨소프트, 유인타증권 리서치센터

## 엔씨소프트 모바일 게임 매출액 추이



자료: 엔씨소프트

## 국내, 대만, 홍콩 구글플레이 매출순위 1 ~ 3 위 게임

	국내	대만	홍콩
1위	리니지 M	리니지 M	규아관노야 – 원창당관수유
2위	검은사막 모바일	성성온라인	리니지 M
3위	리니지2 레볼루션	영원적7일지도	마블 퓨처파이트

자료: App Annie

## 글로벌 PEER Group Valuation

(단위: 배)

기업	PER		EPS Growth		PSR		ROE		PBR		EV/EBITDA	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Activision Blizzard	27.4	23.7	412.2	17.8	7.2	6.7	18.3	17.4	4.9	4.1	19.1	16.7
Tencent	36.6	27.7	8.3	33.4	9.3	6.9	27.7	28.4	9.4	7.3	25.9	19.9
Nexon	15.0	13.5	64.1	11.0	5.1	4.7	18.1	17.0	2.5	2.1	8.2	7.3
Netease	18.0	15.2	-8.0	15.8	3.1	2.4	22.8	22.1	3.8	3.2	13.7	11.6
EA	30.7	26.2	3.0	26.8	7.8	7.1	30.6	29.0	9.4	7.5	19.8	17.3
엔씨소프트	13.0	10.2	27.7	28.7	3.8	3.2	20.8	22.2	2.5	2.1	6.2	4.9
넷마블게임즈	27.7	20.3	29.9	36.9	4.4	3.6	9.5	11.8	2.5	2.2	12.8	9.4
평균	24.0	19.5	76.7	24.3	5.8	5.0	21.1	21.1	5.0	4.1	15.1	12.4

자료: Bloomberg

## 엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	9,836	17,587	16,534	19,365	17,009	
매출원가	1,876	2,115	2,382	2,711	2,551	
매출총이익	7,960	15,472	14,153	16,654	14,457	
판관비	4,672	9,622	8,074	9,198	8,902	
영업이익	3,288	5,850	6,078	7,455	5,555	
EBITDA	3,612	6,150	6,367	7,751	5,850	
영업외손익	173	252	-564	-773	-849	
외환관련손익	68	-174	-152	-192	-221	
이자손익	186	157	209	284	320	
관계기업관련손익	73	-16	-51	-71	-64	
기타	-154	284	-570	-794	-885	
법인세비용차감전순손익	3,461	6,102	5,515	6,683	4,706	
법인세비용	747	1,662	1,911	2,315	1,631	
계속사업순손익	2,714	4,440	3,604	4,367	3,075	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,714	4,440	3,604	4,367	3,075	
지배지분순이익	2,723	4,410	3,578	4,336	3,054	
포괄순이익	3,295	9,190	3,698	4,458	3,163	
지배지분포괄이익	3,290	9,164	3,733	4,458	3,163	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
유동자산	11,916	17,727	16,823	20,451	22,856	
현금및현금성자산	1,448	1,873	6,026	8,561	9,974	
매출채권 및 기타채권	1,666	2,035	1,460	1,698	1,499	
재고자산	7	5	4	5	4	
비유동자산	11,692	17,538	17,616	17,663	17,724	
유형자산	2,247	2,291	2,304	2,307	2,310	
관계기업등 지분관련자산	712	338	338	338	338	
기타투자자산	5,578	13,032	13,032	13,035	13,039	
자산총계	23,608	35,266	34,438	38,114	40,580	
유동부채	2,844	4,558	6,482	7,132	7,839	
매입채무 및 기타채무	1,191	2,197	3,025	3,330	3,655	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	1,809	3,415	3,868	4,094	4,342	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	1,497	1,498	1,498	1,498	1,498	
부채총계	4,653	7,973	10,351	11,227	12,180	
지배지분	18,856	27,212	23,997	26,786	28,293	
자본금	110	110	110	110	110	
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326	
이익잉여금	15,438	19,059	21,091	23,880	25,386	
비지배지분	99	80	91	101	107	
자본총계	18,955	27,292	24,088	26,888	28,400	
순차입금	-8,346	-13,944	-13,419	-16,452	-18,413	
총차입금	1,497	1,498	1,498	1,498	1,498	

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	1,120	5,952	6,445	5,728	4,889	
당기순이익	2,714	4,440	3,604	4,367	3,075	
감가상각비	265	269	266	277	277	
외환손익	-68	63	152	192	221	
종속,관계기업관련손익	0	0	0	71	64	
자산부채의 증감	-1,544	108	2,016	414	843	
기타현금흐름	-246	1,072	407	407	408	
투자활동 현금흐름	-1,387	-4,596	-3,688	-8,865	-8,915	
투자자산	-2,576	85	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-288	-280	-280	-280	
유형자산 감소	19	6	0	0	0	
기타현금흐름	1,337	-4,399	-3,408	-8,585	-8,635	
재무활동 현금흐름	-738	-797	-1,527	-1,527	-1,527	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	1,495	0	0	0	0	
자본	60	0	0	0	0	
현금배당	-601	-811	-1,547	-1,547	-1,547	
기타현금흐름	-1,692	14	20	20	20	
연결범위변동 등 기타	-28	-134	2,923	7,200	6,966	
현금의 증감	-1,033	424	4,154	2,535	1,413	
기초 현금	2,481	1,448	1,873	6,026	8,561	
기말 현금	1,448	1,873	6,026	8,561	9,974	
NOPLAT	3,288	5,850	6,078	7,455	5,555	
FCF	1,191	4,376	5,997	5,302	4,488	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

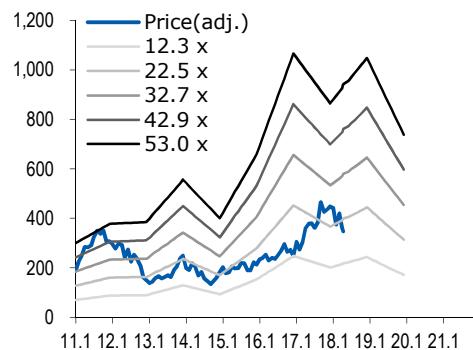
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
EPS	12,416	20,104	16,311	19,765	13,919	
BPS	88,772	128,056	112,924	126,050	133,140	
EBITDAPS	16,470	28,039	29,020	35,330	26,663	
SPS	44,852	80,181	75,366	88,267	77,527	
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280	
PER	20.1	18.6	21.3	17.6	24.9	
PBR	2.8	2.9	3.1	2.8	2.6	
EV/EBITDA	12.9	11.1	9.9	7.7	9.9	
PSR	5.6	4.7	4.6	3.9	4.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액 증가율 (%)	17.3	78.8	-6.0	17.1	-12.2	
영업이익 증가율 (%)	38.4	77.9	3.9	22.7	-25.5	
지배순이익 증가율 (%)	64.6	62.0	-18.8	21.2	-29.6	
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	85.6	86.0	85.0	
영업이익률 (%)	33.4	33.3	36.8	38.5	32.7	
지배순이익률 (%)	27.7	25.1	21.6	22.4	18.0	
EBITDA 마진 (%)	36.7	35.0	38.5	40.0	34.4	
ROIC	177.1	333.7	-646.8	-269.9	-183.5	
ROA	11.9	15.0	10.3	12.0	7.8	
ROE	14.9	19.1	14.0	17.1	11.1	
부채비율 (%)	24.5	29.2	43.0	41.8	42.9	
순차입금/자기자본 (%)	-44.3	-51.2	-55.9	-61.4	-65.1	
영업이익/금융비용 (배)	110.4	179.6	186.2	165.9	92.7	

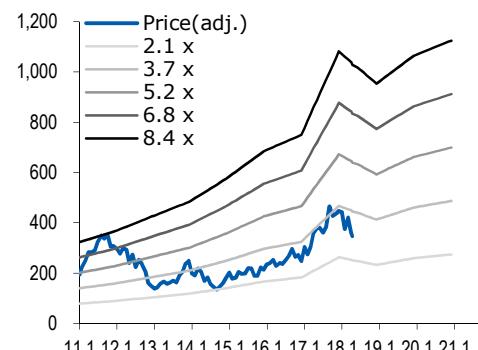
## P/E band chart

(천원)

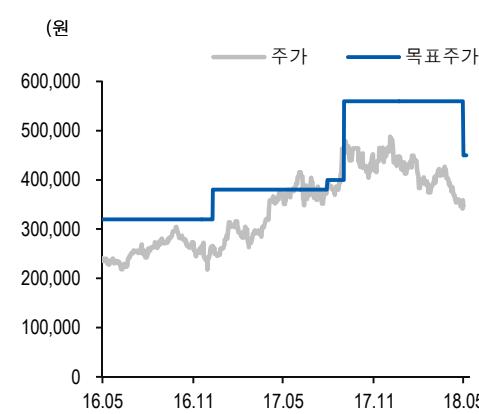


## P/B band chart

(천원)



## 엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	乖리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-05-10	BUY	450,000	1년			
2017-09-11	BUY	560,000	1년	-24.54	-12.86	
2017-08-08	HOLD	400,000	1년	-1.11	-	
2017-05-12	HOLD	380,000	1년	-12.77	-	
2016-12-19	BUY	380,000	1년	-20.57	-0.39	
2016-03-23	BUY	320,000	1년	-20.56	-4.69	

자료: 유안타증권

주: 乖리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.