

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(하향)	430,000원	현재주가(05/10)	347,000원	Up/Downside	+23.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 05. 11

기대작은 19년으로

News

1Q18 기대치 상회: 엔씨소프트는 1Q18 매출액 4,752억원(+98.4%YoY), 영업이익 2,038억원(+569.7%YoY)을 기록해 컨센서스(1,767억원)를 상회했다. 리니지M이 20억원 후반의 일매출을 기록한 것으로 추정되는 가운데 부분 유료화를 시작한 아이온의 매출 증가(188억원으로 41.1%YoY 성장)가 돋보였다. 여기에 리니지M 관련 성과급이 더 이상 반영되지 않음에 따라 인건비가 5.5%YoY, 22.3%QoQ 감소했고 신작 출시 부재로 광고선전비도 12.7%YoY, 54.8%QoQ 감소한 것이 더해지며 기대 이상의 영업이익을 기록할 수 있었다.

Comment

신작이 없다: 하반기를 기대했던 블레이드 앤 소울2의 출시가 19년으로 연기됐다. 리니지2M과 아이온 템페스트 등의 기대작들도 19년 출시될 것으로 예상됨에 따라 사실상 연내에는 기대할 만한 신작 출시가 없다고 봐도 무방하다. 리니지M이 2Q18 중 대규모 업데이트를 진행할 예정이나 기대작의 출시 지연을 반영해 18년 영업이익 추정치를 17.9% 하향하고 목표주기도 43만원으로 하향했다.

Action

모멘텀 공백기: 출시 1주년을 눈앞에 둔 리니지M이 안정화 단계에 진입하며 여전히 높은 매출수준을 유지하고 있다는 점은 긍정적이다. 그러나 PC 온라인 게임인 프로젝트 TL이 하반기 CBT(Closed Beta Service)를 계획하고 있다는 것 외에는 신작 모멘텀이 부족해 이렇다. 단기적으로 주가 하락시 트레이딩 관점에서 접근하는 것이 유효할 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	984	1,759	1,809	2,528	2,531
(증가율)	17.3	78.8	2.9	39.8	0.1
영업이익	329	585	658	1,028	978
(증가율)	38.4	77.9	12.4	56.3	-4.9
지배주주순이익	272	441	475	793	767
EPS	12,416	20,104	21,656	36,166	34,962
PER (H/L)	24.7/16.3	24.6/12.0	16.0	9.6	9.9
PBR (H/L)	3.6/2.4	4.0/1.9	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA (H/L)	16.2/10.1	15.2/6.6	8.6	5.0	4.4
영업이익률	33.4	33.3	36.4	40.7	38.6
ROE	14.9	19.1	16.5	24.1	20.2

Stock Data

52주 최저/최고	342,000/488,000원
KOSDAQ /KOSPI	855/2,464pt
시가총액	76,128억원
60일-평균거래량	120,391
외국인지분율	48.1%
60일-외국인지분율변동추이	+1.5%p
주요주주	김택진 외 8인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-12.8	-9.5	-4.3
상대기준	-13.3	-13.2	-11.8

도표 1. 엔씨소프트 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	441.3	440.2	452.3	983.6	1,758.7	1,808.9
%YoY	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	70.6	-39.5	-15.2	17.3	78.8	2.9
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	28.2	28.9	29.2	375.5	154.4	114.5
리니지2	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	14.5	14.5	14.6	77.1	65.8	57.8
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	14.1	14.5	13.6	71.7	47.0	61.0
블레이드 앤 소울	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	33.6	33.4	34.1	182.3	161.1	135.0
길드워2	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	17.7	14.6	14.3	76.6	82.8	70.3
기타	34.0	108.6	564.3	337.9	272.2	275.2	263.5	255.7	78.2	1,044.8	1,066.6
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	58.0	70.7	90.9	122.1	202.8	303.7
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	271.3	291.9	288.2	299.8	654.8	1,173.7	1,151.2
%YoY	26.7	43.2	162.0	88.1	29.8	32.0	-27.9	-12.9	9.0	79.2	-1.9
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	149.5	152.0	152.4	328.8	585.0	657.7
%YoY	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	297.9	-53.6	-19.4	38.4	77.9	12.4
영업이익률	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	33.9	34.5	33.7	33.4	33.3	36.4
지배주주순이익	17.5	30.7	274.6	118.1	118.8	117.2	118.3	120.9	272.3	441.0	475.1
%YoY	-73.5	-66.1	469.6	75.8	576.8	281.9	-56.9	2.3	64.6	62.0	7.7

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	2,179	2,867	3,665
현금및현금성자산	145	187	394	752	1,013
매출채권및기타채권	167	203	216	304	299
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,169	1,754	1,756	1,758	1,763
유형자산	225	229	228	228	231
무형자산	53	52	55	58	60
투자자산	629	1,337	1,337	1,337	1,337
자산총계	2,361	3,527	3,935	4,625	5,428
유동부채	284	456	556	728	1,031
매입채무및기타채무	119	220	319	492	795
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	181	342	342	342	342
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
부채총계	465	797	897	1,069	1,372
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433	433
이익잉여금	1,544	1,906	2,213	2,728	3,225
비배분주주지분	10	8	10	12	15
자본총계	1,896	2,729	3,038	3,556	4,056

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	551	762	1,068
당기순이익	271	444	477	796	770
현금유출이없는비용및수익	115	185	196	257	238
유형및무형자산상각비	32	30	23	23	23
영업관련자산부채변동	-154	11	73	-26	317
매출채권및기타채권의감소	-71	-42	-13	-87	4
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-5	-4	100	172	303
투자활동현금흐름	-139	-460	-186	-233	-525
CAPEX	-17	-29	-20	-20	-23
투자자산의순증	-72	-708	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-74	-80	-158	-171	-282
사채및차입금의 증가	149	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-9	1	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-168	-278
기타현금흐름	-3	-13	0	0	0
현금의증가	-103	42	207	358	261
기초현금	248	145	187	394	752
기말현금	145	187	394	752	1,013

자료: 엔씨소프트 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,809	2,528	2,531
매출원가	188	212	164	208	216
매출총이익	796	1,547	1,644	2,320	2,315
판매비	467	962	987	1,292	1,337
영업이익	329	585	658	1,028	978
EBITDA	361	615	681	1,051	1,001
영업외손익	17	24	14	34	48
금융손익	11	11	25	35	46
투자손익	7	-2	-1	-1	-1
기타영업외손익	-1	15	-10	0	3
세전이익	346	610	671	1,062	1,026
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	444	477	796	770
자배분주주지분순이익	272	441	475	793	767
비배분주주지분순이익	-1	3	2	3	3
총포괄이익	329	919	477	796	770
증감률(%YoY)					
매출액	17.3	78.8	2.9	39.8	0.1
영업이익	38.4	77.9	12.4	56.3	-4.9
EPS	64.6	61.9	7.7	67.0	-3.3

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	12,416	20,104	21,656	36,166	34,962
BPS	85,985	124,037	138,040	161,518	184,179
DPS	3,820	7,280	7,900	13,100	12,700
Multiple(배)					
P/E	19.9	22.3	16.0	9.6	9.9
P/B	2.9	3.6	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.7	13.7	8.6	5.0	4.4
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.3	36.4	40.7	38.6
EBITDA마진	36.7	35.0	37.6	41.6	39.5
순이익률	27.6	25.2	26.4	31.5	30.4
ROE	14.9	19.1	16.5	24.1	20.2
ROA	11.9	15.1	12.8	18.6	15.3
ROIC	155.9	271.5	972.1	-2,190.2	-321.2
안정성및기타					
부채비율(%)	24.5	29.2	29.5	30.1	33.8
이자보상배율(배)	110.4	179.6	201.8	315.4	300.0
배당성향(배)	29.9	34.8	35.2	35.0	35.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정직하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엔씨소프트 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
16/09/12	Buy	380,000	-29.5	-19.7		17/09/20	Buy	610,000	-29.1	-20.0	
17/01/20	Buy	400,000	-23.0	-21.0		18/03/07	Buy	550,000	-28.9	-22.4	
17/02/08	Buy	380,000	-20.8	-5.4		18/05/11	Buy	430,000	-	-	
17/04/19	Buy	490,000	-24.1	-17.1							
17/06/12	Buy	600,000	-36.0	-30.8							
17/07/14	Buy	570,000	-35.4	-32.2							
17/08/08	Buy	540,000	-23.6	-11.4							