

엔씨소프트(036570)

2Q18 Preview: 기대와 우려의 공존

2분기 실적 시장 기대치 하회할 전망

2분기 실적은 매출액 4,253억원(+64.5% YoY, -10.5% QoQ), 영업이익 1,505억원(+300.3% YoY, -26.2% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 것으로 추정된다. ‘리니지M’의 2분기 일평균 매출액은 25.1억원으로 전분기 대비 14% 감소할 전망이다. 향후 점매출 감소는 불가피하지만 주기적인 대규모 업데이트를 통한 감소폭 축소는 가능할 것으로 예상된다. 신규 서버인 ‘그림리퍼’ 오픈 효과로 ‘리니지1’ 매출액이 전분기 대비 22.5% 증가한 346억원을 기록함에 따라 안정적인 PC 매출 수준이 유지될 것이다. 한편 영업비용은 임금 인상효과에 따른 인건비 증가와 ‘리니지M’ 마케팅 확대에 2,748억원(+24.3% YoY, +1.3% QoQ)으로 늘어날 전망이다.

‘리니지M’의 매출 하락폭 축소 및 IP 가치 부각 기대

‘리니지M’의 매출 하락폭이 축소될 전망이다. 일부 이용자 이탈 및 경쟁 신작들의 출시로 점진적인 매출 감소는 불가피하지만 핵심 이용자 층은 여전히 견고하며 이를 기반으로 한 대규모 업데이트 효과가 여전히 유효하기 때문이다. 이에 따라 우리는 ‘리니지M’의 일평균 매출액이 2018년말에도 20억원을 상회할 것으로 추정한다. 한편 3분기 출시가 예상되는 ‘블레이드앤소울 레볼루션’ 흥행에 대한 기대감이 확대됨에 따라 엔씨소프트가 보유한 IP 가치 또한 부각될 수 있을 것으로 예상되어 신작 부재에 따른 매출 감소에도 안정적인 주가 흐름이 유지될 전망이다.

매수의견 및 목표주가 40만원 유지. 단기 모멘텀은 비교적 제한적

엔씨소프트에 대한 매수의견 및 목표주가 40만원(12MF EPS에 target PER 20.1배 적용)을 유지한다. 차별화된 이용자층과 대규모 업데이트 효과를 기반으로 ‘리니지M’ 매출액이 높은 수준에서 하향 안정화될 전망이다. 과금 방식 변경 및 신규 콘텐츠 추가를 통한 PC 매출의 반등 또한 긍정적이다. 2019년으로 예정된 보유 IP 기반 모바일 신작 출시를 감안할 때 중장기 성장 여력 역시 충분하다. 다만 신작 출시 관련 불확실성과 출시 지연에 따른 매출 감소에 따른 우려가 공존해 단기 상승 여력은 다소 제한적일 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	984	329	272	12,783	67.5	361	19.4	12.3	2.7	14.9	1.5
2017A	1,759	585	441	20,756	62.4	615	21.6	13.5	3.4	19.1	1.6
2018F	1,722	620	430	20,243	(2.5)	651	18.3	8.9	2.2	13.9	2.0
2019F	2,009	738	582	27,368	35.2	771	13.6	6.3	1.8	15.1	3.2
2020F	2,430	987	827	38,920	42.2	1,021	9.5	4.0	1.5	17.4	3.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 400,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(6/29)	2,326
주가(6/29)	371,000
시가총액(십억원)	8,139
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(원)	488,000/332,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	51,347
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/49.2
주요주주(%)	김택진 외 8인 12.0
	국민연금 11.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	(17.1)	(2.0)
KOSPI 대비(%p)	10.7	(11.4)	0.9

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	258.6	727.3	533.3	475.2	425.3	(10.5)	64.5	443.0
영업이익	37.6	327.8	189.2	203.8	150.5	(26.2)	300.3	167.5
영업이익률(%)	14.5	45.1	35.5	42.9	35.4			37.8
순이익	30.8	275.1	120.8	119.2	114.2	(4.2)	270.8	125.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	425.3	404.1	416.9	1,758.7	1,721.5	2,008.8
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	34.6	36.1	33.2	154.4	132.2	129.1
리니지 II	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	15.3	15.1	14.9	65.8	59.5	58.7
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	16.2	15.0	15.2	47.0	65.1	60.4
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	32.6	35.0	34.3	161.1	135.8	139.6
길드워 2	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	17.5	16.3	15.5	82.8	72.9	64.4
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	264.1	227.6	211.9	197.0	995.3	900.6	1,181.6
기타	10.6	14.9	13.3	10.8	8.1	11.6	13.5	10.9	49.6	44.1	44.6
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	69.7	61.4	96.0	202.8	311.3	330.5
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	271.3	274.8	276.0	279.7	1,173.7	1,101.9	1,270.7
인건비	132.4	113.5	155.5	161.0	125.0	131.0	141.1	146.8	562.3	544.0	598.6
지급수수료	8.0	6.6	7.1	6.2	5.7	5.5	5.6	5.4	27.9	22.1	21.5
마케팅비	12.7	24.1	22.0	24.2	10.8	20.0	14.1	14.6	83.0	59.5	70.6
기타	56.1	76.8	214.9	152.7	129.9	118.3	115.2	112.9	500.5	476.2	579.9
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	150.5	128.1	137.2	585.0	619.6	738.1
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	35.4%	31.7%	32.9%	33.3%	36.0%	36.7%
세전이익	24.1	43.5	365.5	177.1	196.4	152.3	129.9	136.4	610.2	615.0	780.8
순이익	17.4	30.8	275.1	120.8	119.2	114.2	97.5	102.3	444.0	433.2	585.6
순이익률	7.3%	11.9%	37.8%	22.6%	25.1%	26.9%	24.1%	24.5%	25.2%	25.2%	29.2%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	1,721.5	1,741.1	(1.1)
	2019F	2,008.8	2,333.3	(13.9)
	2020F	2,430.1	2,562.5	(5.2)
영업이익	2018F	619.6	616.6	0.5
	2019F	738.1	983.0	(24.9)
	2020F	987.2	1,111.8	(11.2)
지배주주순이익	2018F	430.2	419.5	2.5
	2019F	581.6	743.4	(21.8)
	2020F	827.1	896.2	(7.7)
EPS(원)	2018F	20,243	19,743	2.5
	2019F	27,368	34,982	(21.8)
	2020F	38,920	42,172	(7.7)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 엔씨소프트 업데이트 내역

구분	게임	업데이트 내역
PC	리니지 1	1) 신규 특화 서버 '그림리퍼' 추가 (5.9) 최대 레벨 82 제한, 일 이용시간 10 시간 제한
		2) 신규 스킬 추가 (5.9) 요정 클래스의 불 속성 정령 마법, '인페르노' 추가 군주 클래스의 '엠파이어' 추가
모바일	리니지 M	1) 새 클래스 총사 추가 (5.30)
		2) 신규 서버 아툰 추가 (5.30) 3) 최초의 드래곤 '안타라스의 분신' 업데이트 (6.5) 4) 파티플레이 던전 '오림' 업데이트 (6.12)

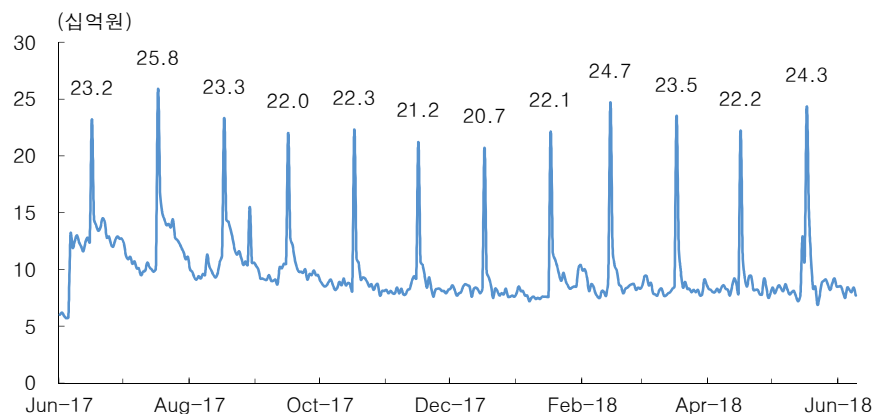
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 5〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	플랫폼	출시일
팡야모바일	Sports	모바일	2Q18
아이온 레기온즈	RPG	모바일	2H18
블레이드&소울 2	MMORPG	모바일	1H19
리니지 2 M	MMORPG	모바일	2019
아이온템페스트	MMORPG	모바일	2019
북미법인게임 1	미공개	모바일	2019
북미법인게임 2	미공개	모바일	2019
프로젝트 TL	MMORPG	PC	2019

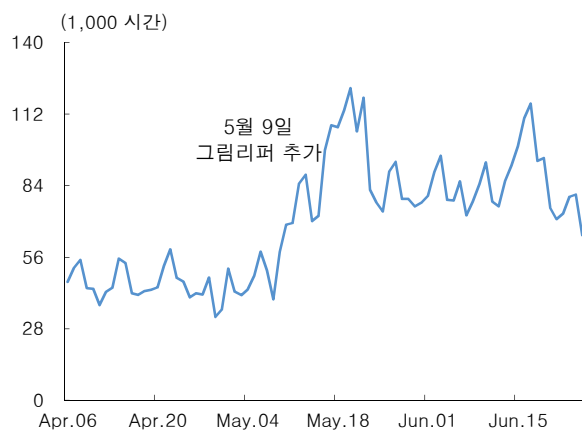
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 국내 구글플레이 일매출액 추이



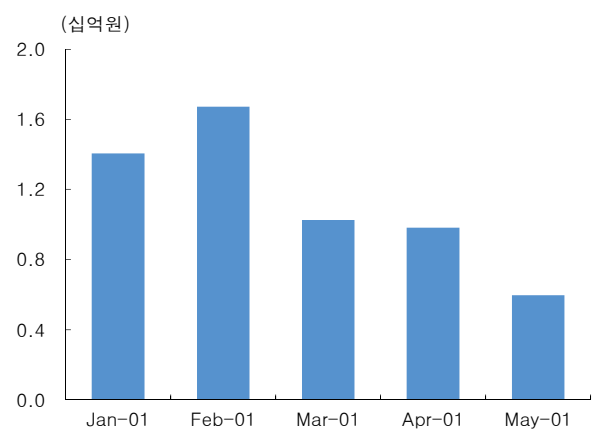
자료: Mobile Index, 한국투자증권

[그림 2] '그림리퍼' 추가 이후 총 사용시간 증가



자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 3] 리니지 M 대만 일평균 매출액 추이



자료: Gamania, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리지니(1998년), 리니지 2(2003년), AION(2008년), 블레이드앤소울(2012년), 길드워2(2012년), Wildstar(2014년) 등 다수의 MMORPG 게임을 보유하고 있다. 2017년 6월 '리니지 M'을 시작으로 모바일 게임 시장에 본격 진입했으며 2018년에는 보유 IP 기반의 다양한 모바일 신작들을 출시할 계획이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,192	1,773	2,634	3,556	4,484
현금성자산	145	187	611	1,316	1,956
매출채권및기타채권	167	203	224	241	292
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,169	1,754	1,673	1,583	1,782
투자자산	629	1,337	1,257	1,157	1,327
유형자산	225	229	234	239	244
무형자산	53	52	52	56	61
자산총계	2,361	3,527	4,308	5,139	6,266
유동부채	284	456	492	486	557
매입채무및기타채무	119	220	241	221	275
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	181	342	338	369	416
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	465	797	830	856	973
지배주주지분	1,886	2,721	3,464	4,262	5,263
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433	433
기타자본	(153)	(154)	(154)	(154)	(154)
이익잉여금	1,544	1,906	2,177	2,503	3,033
비지배주주지분	10	8	14	22	31
자본총계	1,896	2,729	3,478	4,284	5,294

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	112	595	473	594	829
당기순이익	271	444	433	586	833
유형자산감가상각비	27	27	27	28	28
무형자산상각비	6	3	4	4	5
자산부채변동	(154)	11	(1)	(8)	46
기타	(38)	110	10	(16)	(83)
투자활동현금흐름	(139)	(460)	113	369	115
유형자산투자	(17)	(29)	(33)	(34)	(34)
유형자산매각	2	1	1	1	1
투자자산순증	(119)	(598)	547	596	397
무형자산순증	(2)	(4)	(3)	(9)	(9)
기타	(3)	170	(399)	(185)	(240)
재무활동현금흐름	(74)	(80)	(162)	(259)	(303)
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	150	0	0	0	0
배당금지급	(60)	(81)	(155)	(159)	(255)
기타	(170)	0	(7)	(100)	(48)
기타현금흐름	(3)	(13)	0	0	0
현금의증가	(103)	42	424	705	640

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

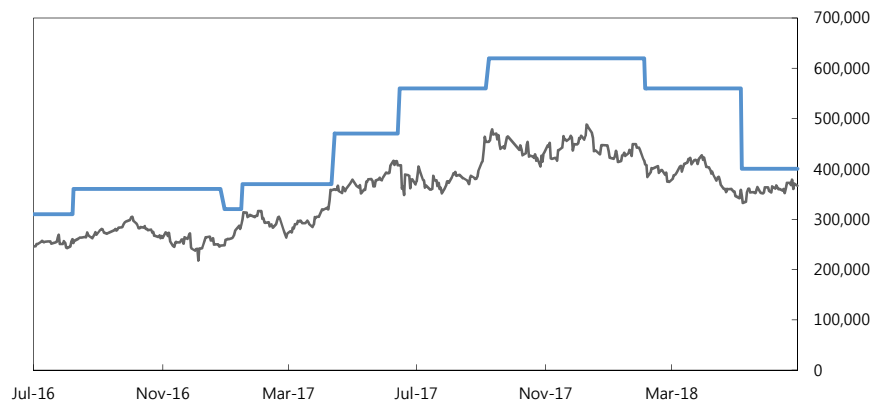
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	984	1,759	1,722	2,009	2,430
매출원가	188	212	430	502	608
매출총이익	796	1,547	1,291	1,507	1,823
판매관리비	467	962	672	768	835
영업이익	329	585	620	738	987
금융수익	25	27	49	61	71
이자수익	22	19	31	45	55
금융비용	14	15	23	22	22
이자비용	3	3	3	3	3
기타영업외손익	(1)	15	(25)	(21)	(20)
관계기업관련손익	7	(2)	(5)	25	95
세전계속사업이익	346	610	615	781	1,110
법인세비용	75	166	182	195	278
연결당기순이익	271	444	433	586	833
지배주주지분순이익	272	441	430	582	827
기타포괄이익	58	475	475	475	475
총포괄이익	329	919	908	1,061	1,308
지배주주지분포괄이익	329	916	902	1,053	1,299
EBITDA	361	615	651	771	1,021

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,783	20,756	20,243	27,368	38,920
BPS	93,096	131,144	164,985	201,369	247,005
DPS	3,820	7,280	7,500	12,000	14,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	17.3	78.8	(2.1)	16.7	21.0
영업이익증가율	38.4	77.9	5.9	19.1	33.7
순이익증가율	64.6	62.0	(2.4)	35.2	42.2
EPS증가율	67.5	62.4	(2.5)	35.2	42.2
EBITDA증가율	32.6	70.3	5.9	18.4	32.4
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.3	36.0	36.7	40.6
순이익률	27.7	25.1	25.0	29.0	34.0
EBITDA Margin	36.7	35.0	37.8	38.4	42.0
ROA	11.9	15.1	11.1	12.4	14.6
ROE	14.9	19.1	13.9	15.1	17.4
배당수익률	1.5	1.6	2.0	3.2	3.8
배당성향	29.8	35.1	37.1	43.8	36.0
안정성					
순차입금(십억원)	(835)	(1,394)	(2,217)	(3,114)	(3,981)
차입금/자본총계비율(%)	7.9	5.5	4.3	3.5	2.8
Valuation(X)					
PER	19.4	21.6	18.3	13.6	9.5
PBR	2.7	3.4	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	12.3	13.5	8.9	6.3	4.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트(036570)	2016.06.03	매수	310,000원	-21.5	-13.2
	2016.08.11	매수	360,000원	-25.7	-15.3
	2017.01.02	매수	320,000원	-15.5	-10.3
	2017.01.19	매수	370,000원	-18.8	-3.1
	2017.04.17	매수	470,000원	-19.9	-11.5
	2017.06.18	매수	560,000원	-31.8	-17.1
	2017.09.11	매수	620,000원	-28.7	-21.3
	2018.02.07	매수	560,000원	-30.1	-23.8
	2018.05.10	매수	400,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 2일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.