

엔씨소프트 (036570)

신작 부재 속 분할 매수 권고

■ 2Q18 Preview: 매출액 +70% YoY, 영업이익 +327.4% YoY 예상

엔씨소프트의 2분기 매출액은 4,397억원 (+70% YoY, -7.5% QoQ), 영업이익은 1,606억원 (+327.4% YoY, -21.2% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 매출의 절반 이상 비중을 차지하고 있는 '리니지M'의 2분기 글로벌 평균 일매출액은 전분기 대비 9% 하락한 27억원 수준인 것으로 파악된다. '리니지M'은 출시된지 1년이 넘었으나 여전히 안정적인 수익을 창출하고 있으며, 지난 5월 말 신규 캐릭터 총사를 업데이트하면서 오히려 매출액은 반등하는 모습을 보였다. 업데이트 직후 일매출액은 34억원까지 상승했으며, 그 이후로도 업데이트 이전 대비 다소 높은 수준의 매출액이 발생하고 있다. 지난 6월 초 모바일 MMORPG 신작인 '뮤오리진2'와 '카이저'가 출시된 이후에도 매출 잠식이 전혀 없었으며, 충성도 높은 진성 유저로 인해 3분기 경쟁사의 MMORPG 신작 출시에 따른 매출 잠식은 상당히 제한적일 것으로 전망한다.

■ 실적 둔화와 신작 기대감 사이

올해까지 엔씨소프트의 신작은 부재한 상황이다. 신작의 매출 기여가 없는 상황에서 '리니지M'의 매출액은 자연 감소할 것으로 예상하기 때문에 신작 출시 이전까지 전년동기대비 매출액 성장률의 하락은 지속될 전망이다. 다만 올해 9월 출시가 예상되는 넷마블의 '블레이드앤소울 레볼루션'의 로열티 매출 기여로 4분기부터 분기별 매출액은 성장세로 전환할 것으로 예상된다. 신작은 내년 상반기 '리니지2M'을 시작으로 '블레이드앤소울2', '아이온템페스트'와 같은 대형 모바일 MMORPG가 연이어 출시될 것으로 올해 하반기부터 신작 기대감이 점진적으로 주가에 반영될 것이다. 현 주가 기준 12MF PER은 12.7배로 국내 게임 업종 평균 PER 16배 대비 저평가되어 있어 신작 기대감을 염두해 둔 분할 매수를 할 시점으로 판단한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

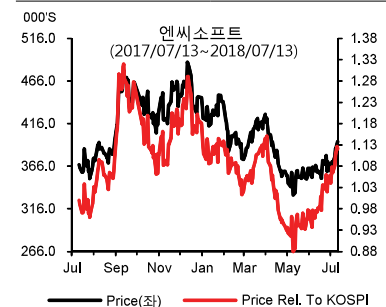
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	505,000원
종가(2018/07/13)	395,000원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,194만주
시가총액	8,666십억원
외국인지분율	50.0%
배당금(2017)	7,280원
EPS(2018E)	23,571원
BPS(2018E)	162,204원
ROE(2018E)	16.5%
52주 주가	332,500~488,000원
60일평균거래량	130,592주
60일평균거래대금	47.1십억원

Price Trend



〈표 12〉 엔씨소프트 2Q18 예상실적

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	2Q17	1Q18	2Q18E	컨센서스	차이(%)
매출액	1,758.7	1,768.6	2,402.6	258.6	475.2	439.7	438.4	0.3
YoY(%)	78.8	0.6	35.8	7.5	98.4	70.0	69.5	0.5p
QoQ(%)				8.0	-10.9	-7.5	-7.7	0.3p
영업이익	585.0	656.2	960.2	37.6	203.8	160.6	163.7	-1.9
YoY(%)	77.9	12.2	46.3	-56.4	569.7	327.4	335.7	-8.3p
QoQ(%)				23.4	7.7	-21.2	-19.7	-1.5p
이익률(%)	33.3	37.1	40.0	14.5	42.9	36.5	37.3	-0.8p
순이익	443.9	520.7	792.6	30.8	169.9	123.1	123.7	-0.5
이익률(%)	25.2	29.4	33.0	11.9	35.8	28.0	28.2	-0.2p

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 13〉 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

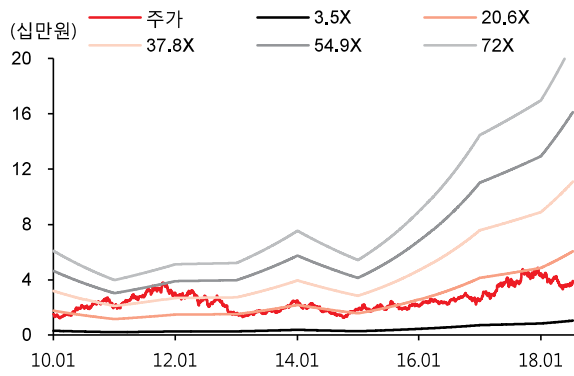
(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,758.7	1,768.6	2,402.6	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	439.7	419.6	434.1
게임매출	1,556.0	1,450.5	1,863.4	176.0	222.5	683.7	473.8	391.0	360.2	346.0	353.2
Lineage1	154.4	124.5	130.7	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	32.5	31.5	32.2
Lineage2	65.8	55.8	56.9	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	13.9	13.7	13.9
Aion	47.0	68.5	66.5	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	16.9	16.0	16.8
Blade & Soul	161.1	142.8	145.7	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	35.6	36.3	37.0
Guildwar2	82.8	77.6	75.3	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	18.9	18.0	17.1
Wildstar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lineage Eternal	0.0	100.0	120.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
모바일게임	995.3	925.6	1,178.8	23.4	93.7	551.0	327.1	264.1	226.0	214.7	220.7
기타	49.6	72.6	89.6	10.6	14.9	13.3	10.8	8.1	16.4	15.8	15.4
로열티매출	202.8	318.1	539.1	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	79.5	73.6	80.9
영업이익	585.0	656.2	960.2	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	160.6	145.8	146.1
세전이익	609.4	757.3	1,045.6	24.1	43.5	365.5	176.3	247.1	179.1	167.4	163.7
당기순이익	443.9	520.7	792.6	17.4	30.8	275.1	120.7	169.9	123.1	115.1	112.6
성장률 (YoY %)											
매출액	78.8	0.6	35.8	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	70.0	-42.3	-18.6
게임매출	80.6	-6.8	28.5	-16.8	4.2	253.6	94.9	122.2	61.9	-49.4	-25.5
Lineage1	-58.9	-19.4	5.0	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-45.1	-3.9	-10.8	-4.8
Lineage2	-14.7	-15.2	2.0	7.7	-12.5	-24.1	-26.0	-22.6	-16.3	-12.6	-7.6
Aion	-34.5	45.9	-3.0	-33.9	-38.5	-36.8	-29.2	41.1	56.0	57.9	32.7
Blade & Soul	-11.6	-11.4	2.0	-17.5	-20.2	-5.0	0.3	-23.9	-8.8	-4.6	-6.3
Guildwar2	8.1	-6.3	-3.0	-53.4	-14.7	31.5	134.7	66.2	39.5	-10.8	-51.1
Wildstar	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Lineage Eternal	n/a	n/a	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	n/a	-7.0	27.4	n/a	n/a	n/a	n/a	1,028.1	141.1	-61.0	-32.5
기타	-35.6	46.5	23.4	11.2	-15.9	-24.4	-66.5	-23.8	9.9	18.9	43.5
로열티매출	66.1	56.9	69.5	116.4	33.9	80.2	43.2	32.5	120.1	68.7	36.0
영업이익	77.9	12.2	46.3	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	327.4	-55.5	-22.8
세전이익	76.1	24.3	38.1	-70.3	-55.3	476.7	69.2	926.7	311.3	-54.2	-7.1
순이익	63.6	17.3	52.2	-73.7	-65.9	474.3	80.6	877.0	299.4	-58.1	-6.7
이익률 (%)											
영업이익률	33.3	37.1	40.0	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	34.7	33.6
세전이익률	34.7	42.8	43.5	10.1	16.8	50.3	33.1	52.0	40.7	39.9	37.7
순이익률	25.2	29.4	33.0	7.3	11.9	37.8	22.6	35.8	28.0	27.4	25.9

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

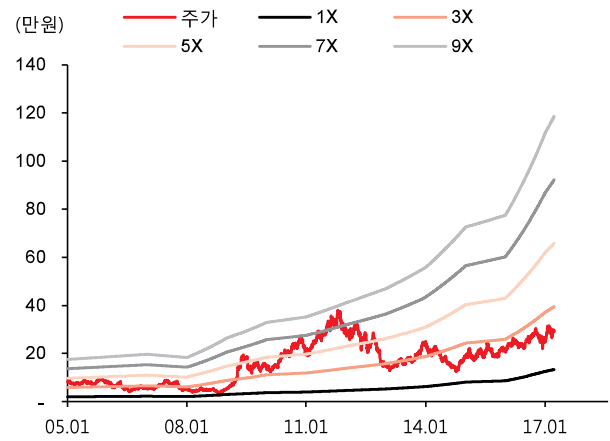
주: 연결 기준

〈그림 33〉 엔씨소프트 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림 34〉 엔씨소프트 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권

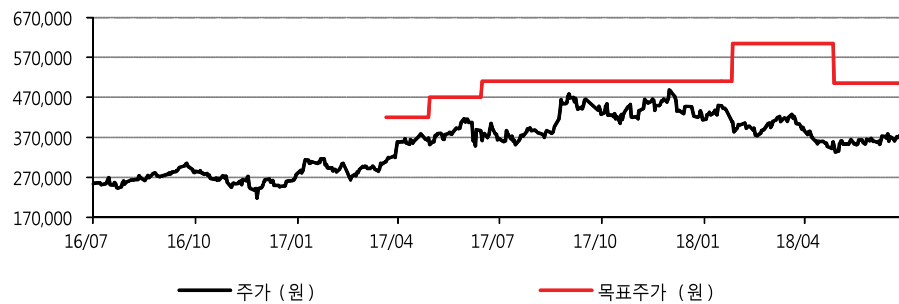
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,773	2,889	4,464	6,487	매출액	1,759	1,769	2,403	2,598
현금 및 현금성자산	187	475	630	448	증가율(%)	78.8	0.6	35.8	8.1
단기금융자산	1,357	2,194	3,546	5,732	매출원가	212	213	289	312
매출채권	203	205	278	301	매출총이익	1,547	1,556	2,114	2,285
재고자산	1	1	1	1	판매비와관리비	962	900	1,153	1,221
비유동자산	1,754	1,682	1,614	1,551	연구개발비	189	191	259	280
유형자산	229	202	178	158	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	52	49	47	44	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,527	4,571	6,078	8,038	영업이익	585	656	960	1,064
유동부채	456	659	1,054	1,816	증가율(%)	77.9	12.2	46.3	10.8
매입채무	2	2	3	3	영업이익률(%)	33.3	37.1	40.0	41.0
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	342	342	342	342	지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
사채	150	150	150	150	기타영업외손익	15	77	43	26
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	610	757	1,046	1,157
부채총계	797	1,001	1,395	2,157	법인세비용	166	237	253	280
지배주주지분	2,721	3,559	4,666	5,857	세전계속이익률(%)	34.7	42.8	43.5	44.6
자본금	11	11	11	11	당기순이익	444	521	793	877
자본잉여금	433	433	433	433	순이익률(%)	25.2	29.4	33.0	33.8
이익잉여금	1,906	2,268	2,901	3,617	지배주주귀속 순이익	441	517	787	871
기타자본항목	-154	-154	-154	-154	기타포괄이익	475	475	475	475
비지배주주지분	8	12	17	23	총포괄이익	919	996	1,268	1,352
자본총계	2,729	3,570	4,683	5,881	지배주주귀속총포괄이익	910	986	1,255	1,339

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	595	722	1,105	1,602	주당지표(원)				
당기순이익	444	521	793	877	EPS	20,104	23,571	35,877	39,714
유형자산감가상각비	27	27	24	20	BPS	124,037	162,204	212,677	266,988
무형자산상각비	3	3	3	2	CFPS	21,472	24,967	37,074	40,741
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2	DPS	7,280	7,280	7,280	7,280
투자활동 현금흐름	-460	2	-513	-1,347	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-29	-	-	-	PER	22.3	16.8	11.0	9.9
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR	3.6	2.4	1.9	1.5
금융상품의 증감	-518	-837	-1,352	-2,186	PCR	20.8	15.8	10.7	9.7
재무활동 현금흐름	-80	-153	-153	-153	EV/EBITDA	13.7	8.9	4.7	2.4
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	19.1	16.5	19.1	16.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	35.0	38.8	41.1	41.8
배당금지급	-81	-155	-155	-155	부채비율	29.2	28.0	29.8	36.7
현금및현금성자산의증감	42	288	155	-182	순부채비율	-51.1	-70.6	-86.0	-102.5
기초현금및현금성자산	145	187	475	630	매출채권회전율(x)	9.5	8.7	10.0	9.0
기말현금및현금성자산	187	475	630	448	재고자산회전율(x)	2,983.9	3,436.5	3,947.8	3,560.7

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(엔씨소프트)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000	6개월	-16.6%	-9.9%
2017-05-12	Buy	470,000	6개월	-18.3%	-11.5%
2017-06-28	Buy	510,000	6개월	-17.7%	-4.3%
2017-07-17	Buy	510,000	1년	-16.5%	-4.3%
2018-02-08	Buy	605,000	1년	-35.4%	-29.4%
2018-05-10	Buy	505,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-