

엔씨소프트

HOLD(하향)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	430,000원	현재주가(07/16)	392,500원	Up/Downside	+9.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2018. 07. 17

아직은 멀리 있는 신작

2Q18 Preview

2Q18 컨센서스 수준의 실적 예상: 엔씨소프트의 2Q18 실적은 매출액 4,253억원(+64.5%YoY), 영업이익 1,602억원(+326.4%YoY)으로 컨센서스(1,637억원)에 부합할 것으로 예상된다. 리니지M은 5월말 진행된 첫번째 에피소드 업데이트(신규 클래스 총사, 신서버 아톤 등) 효과로 일매출 25억원을 기록, 완만한 감소세를 이어갔을 것으로 추정되며 리니지1은 신서버 그림리퍼 오픈으로 매출액 327억원을 기록하며 전분기 283억원대비 개선될 전망이다. 한편, 인건비는 임금인상 반영으로 16.2%YoY, 5.5%QoQ 증가할 것으로 추정되고 마케팅비는 리니지M 1주년 프로모션 등의 영향으로 전분기보다는 38.2% 증가하겠으나 처음 출시됐던 2Q17대비로는 38.3% 감소한 149억원을 기록할 것으로 예상된다.

Comment

신작은 언제쯤: 리니지M이 완만한 매출 감소를 보여주며 장기적인 흥행을 이어가고 있다는 점은 긍정적인 부분이다. 리니지1은 하반기 20주년 업데이트 등이 예정되어 있어 QoQ 매출 성장을 이어갈 것으로 기대된다. 그러나 아이온 레기온즈 오브 워(북미/유럽), 팍야 모바일(한국/일본) 외에는 하반기 예정된 대작 출시가 없다. 결국 리니지M 매출 감소에 따른 4Q18까지의 이익 감소를 염두에 두어야 할 것이다. 물론, 내년에는 리니지2M, 블레이드 앤 소울2, 아이온 템페스트 등의 신작이 출시될 것이다. 하지만 아직 대략적인 출시일을 가늠하기도 힘든 상황이기 때문에 이에 대한 기대감이 발현되기까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 예상된다.

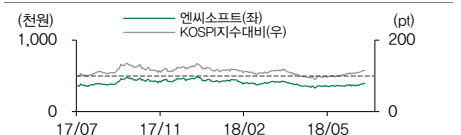
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	984	1,759	1,696	2,116	2,131
(증가율)	17.3	78.8	-3.6	24.8	0.7
영업이익	329	585	635	828	802
(증가율)	38.4	77.9	8.6	30.3	-3.1
지배주주순이익	272	441	475	651	641
EPS	12,416	20,104	21,634	29,663	29,203
PER (H/L)	24.7/16.3	24.6/12.0	18.3	13.3	13.5
PBR (H/L)	3.6/2.4	4.0/1.9	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA (H/L)	16.2/10.1	15.2/6.6	10.4	7.4	6.8
영업이익률	33.4	33.3	37.5	39.1	37.6
ROE	14.9	19.1	16.5	20.1	17.5

Stock Data

52주 최저/최고	332,500/488,000원
KOSDAQ /KOSPI	826/2,302pt
시가총액	86,111억원
60일-평균거래량	130,010
외국인지분율	50.1%
60일-외국인지분율변동추이	+1.9%p
주요주주	김택진 외 8인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.0	4.2	7.7
상대기준	13.9	11.3	13.0

Action

모멘텀 가시화 필요: 엔씨소프트의 투자 의견을 HOLD로 하향한다. 18년 실적 추정치 변경이 거의 없어 목표주가 변동은 없으나 리니지M 매출 감소세가 시장 우려보다는 완만한 모습이고 리니지1 매출의 반등 등의 영향으로 최근 주가가 상승함에 따라 상승여력이 줄어든 것이 이유이다. 추세적 주가 상승을 위해선 신작이 반드시 필요하다. 신작 출시 모멘텀이 가시화되길 기다리자.

도표 1. 엔씨소프트 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	425.3	64.5	-10.5	438.4	-3.0
영업이익	160.2	326.4	-21.4	163.7	-2.1
영업이익률	37.7			37.3	
지배주주순이익	131.4	328.1	10.6	123.3	6.5

자료: Fnguide, DB 금융투자

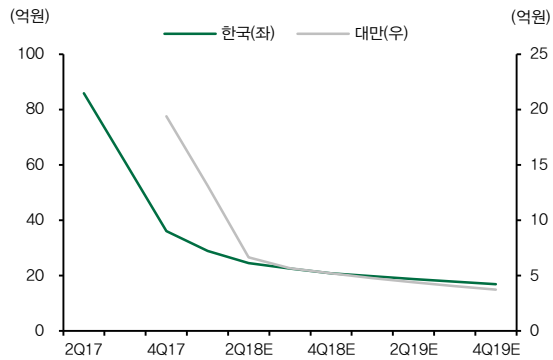
도표 2. 엔씨소프트 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	425.3	404.0	391.4	983.6	1,758.7	1,695.9	2,116.1
%YoY	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	64.5	-44.4	-26.6	17.3	78.8	-3.6	24.8
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	32.7	34.1	34.4	375.5	154.4	129.5	127.0
리니지2	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	14.1	14.1	14.1	77.1	65.8	56.5	55.3
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	14.1	14.5	13.6	71.7	47.0	61.0	53.6
블레이드 앤 소울	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	33.6	33.4	34.4	182.3	161.1	135.3	132.0
길드워2	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	19.7	18.1	16.7	76.6	82.8	78.1	70.8
기타	34.0	108.6	564.3	337.9	272.2	239.8	223.8	204.4	72.5	1,044.8	940.1	1,341.1
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	71.3	66.1	73.8	122.1	202.8	295.4	336.3
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	271.3	265.1	261.7	262.3	654.8	1,173.7	1,060.5	1,288.1
%YoY	26.7	43.2	162.0	88.1	29.8	19.9	-34.5	-23.8	9.0	79.2	-9.6	21.5
인건비	132.4	113.5	155.5	161.0	125.0	131.9	140.5	145.4	383.3	562.3	542.8	597.2
매출변동비	18.7	38.3	176.4	108.2	86.9	74.4	69.0	64.1	64.9	341.7	294.4	399.1
마케팅비	12.7	24.1	22.0	24.2	10.8	14.9	14.1	13.7	35.0	83.0	53.5	84.6
상각비	7.5	7.2	7.1	6.9	6.5	6.5	6.5	6.5	31.4	28.7	26.1	26.6
기타	37.8	37.9	38.4	43.8	42.1	37.4	31.5	32.6	140.1	158.0	143.6	180.5
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	160.2	142.3	129.1	328.8	585.0	635.4	828.1
%YoY	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	326.4	-56.6	-31.8	38.4	77.9	8.6	30.3
영업이익률	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	37.7	35.2	33.0	33.4	33.3	37.5	39.1
지배주주순이익	17.5	30.7	274.6	118.1	118.8	131.4	117.7	106.8	272.3	441.0	474.6	650.8
%YoY	-73.5	-66.1	469.6	75.8	576.8	328.1	-57.1	-9.6	64.6	62.0	7.6	37.1

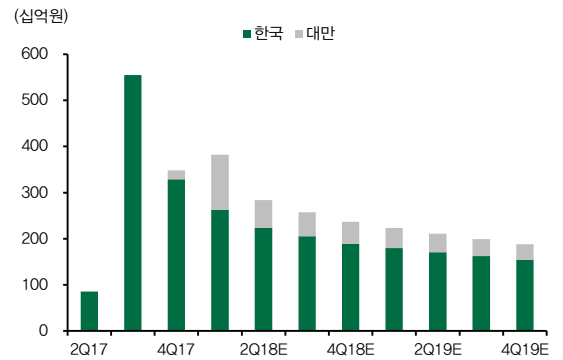
자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

도표 3. 리니지M 한국, 대만 일매출 추정



자료: DB 금융투자

도표 4. 리니지M 한국, 대만 총매출 추정



자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	2,175	2,760	3,474
현금및현금성자산	145	187	403	692	867
매출채권및기타채권	167	203	203	256	254
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,169	1,754	1,761	1,771	1,778
유형자산	225	229	233	241	246
무형자산	53	52	55	58	60
투자자산	629	1,337	1,337	1,337	1,337
자산총계	2,361	3,527	3,936	4,531	5,251
유동부채	284	456	555	726	1,029
매입채무및기타채무	119	220	319	490	793
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	896	1,067	1,370
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433	433
이익잉여금	1,544	1,906	2,215	2,636	3,052
비지배주주지분	10	8	10	12	14
자본총계	1,896	2,729	3,040	3,463	3,881

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	565	700	936
당기순이익	271	444	476	653	643
현금유출이없는비용및수익	115	185	187	210	197
유형및무형자산상각비	32	30	26	27	27
영업관련자산부채변동	-154	11	87	54	311
매출채권및기타채권의감소	-71	-42	0	-53	2
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-5	-4	99	171	303
투자활동현금흐름	-139	-460	-192	-242	-528
CAPEX	-17	-29	-28	-32	-29
투자자산의순증	-72	-708	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-74	-80	-158	-169	-233
사채및차입금의 증가	149	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-9	1	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-166	-230
기타현금흐름	-3	-13	0	0	0
현금의증가	-103	42	216	289	175
기초현금	248	145	187	403	692
기말현금	145	187	403	692	867

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,696	2,116	2,131
매출원가	188	212	1	0	1
매출총이익	796	1,547	1,695	2,116	2,130
판매비	467	962	1,060	1,288	1,328
영업이익	329	585	635	828	802
EBITDA	361	615	662	855	829
영업외손익	17	24	26	43	55
금융손익	11	11	28	38	48
투자손익	7	-2	-1	-1	-1
기타영업외손익	-1	15	-1	6	8
세전이익	346	610	661	871	857
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	444	476	653	643
자배주주지분순이익	272	441	475	651	641
비지배주주지분순이익	-1	3	2	2	2
총포괄이익	329	919	476	653	643
증감률(%YoY)					
매출액	17.3	78.8	-3.6	24.8	0.7
영업이익	38.4	77.9	8.6	30.3	-3.1
EPS	64.6	61.9	7.6	37.1	-1.6

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	12,416	20,104	21,634	29,663	29,203
BPS	85,985	124,037	138,116	157,318	176,254
DPS	3,820	7,280	7,800	10,800	10,600
Multiple(배)					
P/E	19.9	22.3	18.3	13.3	13.5
P/B	2.9	3.6	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.7	13.7	10.4	7.4	6.8
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.3	37.5	39.1	37.6
EBITDA마진	36.7	35.0	39.0	40.4	38.9
순이익률	27.6	25.2	28.1	30.9	30.2
ROE	14.9	19.1	16.5	20.1	17.5
ROA	11.9	15.1	12.8	15.4	13.1
ROIC	155.9	271.5	1,027.3	-1,128.6	-232.4
안정성및기타					
부채비율(%)	24.5	29.2	29.5	30.8	35.3
이자보상배율(배)	110.4	179.6	195.0	254.1	246.2
배당성향(배)	29.9	34.8	34.8	35.1	35.0

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 정확하게 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 투자자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 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	-29.1	-22.4	
17/02/08	Buy	380,000	-20.8	-5.4		18/05/11	Buy	430,000	-15.3	-8.1	
17/04/19	Buy	490,000	-24.1	-17.1		18/07/17	Hold	430,000	-	-	
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							