

# 엔씨소프트

**HOLD(유지)**

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	430,000원	현재주가(08/14)	385,000원	Up/Downside	+11.7%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 08. 16

## 신작 모멘텀은 4Q18부터

### News

**2Q18 예상치 부합:** 엔씨소프트는 2Q18 매출액 4,365억원(+68.8%YoY), 영업이익 1,595억원(+324.6%YoY)을 기록해 당사 추정치(1,602억원)와 컨센서스(1,619억원)에 부합했다. 리니지1이 특화 서버 오픈에 따른 유저 복귀와 프로모션 효과로 24.5%YoY, 48.9%QoQ 증가한 매출액 421억원을 달성한 것이 눈에 띈 가운데 리니지M은 일매출 23억원을 기록, 양호한 자연적 매출 감소세를 이어간 것으로 추정된다. 한편, 로열티가 924억원(+155.8%YoY, +9.8%QoQ)으로 급증했는데 이는 리니지M이 대만에서 좋은 성과를 거둠에 따른 대규모 일회성 인센티브가 반영되었기 때문이다. 마케팅비는 리니지M이 처음 출시됐던 2Q17대비 37.9%YoY 감소했으나 리니지M 업데이트 및 1주년 프로모션의 영향으로 39.0%QoQ 증가한 150억원을 기록했다.

### Comment

**하반기는 QoQ 감익 예상. 신작이 가시화 되는 시기는 4Q18:** 엔씨소프트의 3Q18~4Q18 영업이익은 각각 1,294억원, 1,208억원으로 QoQ 감익을 예상한다. 3Q18 리니지M 업데이트, 4Q18 리니지1 20주년 업데이트 및 프로모션이 있겠지만 리니지M의 자연적인 매출 감소가 이어지는 가운데 신작 출시가 없을 것이기 때문이다. 리니지2 레볼루션의 로열티 수익이 감소하는 것도 감안해야 한다. 한편, 2Q18 실적발표 커퍼런스 콜을 통해 엔씨소프트는 19년 기대 신작 3종(리니지2M, 블레이드 앤 소울2, 아이온 텁페스트)과 관련된 행사를 지스타 2018이 열리는 시기(11/15~11/18) 즈음에 열 수 있을 것이라고 밝혔다. 우리는 이를 통해 신작의 게임성 예상 출시 시기 등을 파악할 수 있을 전망이며 그때부터 19년에 대한 기대감을 높여갈 수 있을 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고		332,500/488,000원		
<b>매출액</b>	984	1,759	1,669	1,995	2,133	KOSDAQ /KOSPI		762/2,259pt		
(증가율)	17.3	78.8	-5.1	19.6	6.9	시가총액		84,465억원		
<b>영업이익</b>	329	585	614	770	838	60일-평균거래량		95,820		
(증가율)	38.4	77.9	4.9	25.5	8.9	외국인자본율		50.3%		
<b>자배주주순이익</b>	272	441	466	610	673	60일-외국인자본율변동추이		+1.4%p		
<b>EPS</b>	12,416	20,104	21,261	27,817	30,654	주요주주		김택진 외 8 인 12.0%		
PER (H/L)	24.7/16.3	24.6/12.0	18.1	13.8	12.6	(천원)				
PBR (H/L)	3.6/2.4	4.0/1.9	2.8	2.5	2.2	1,000				
EV/EBITDA (H/L)	16.2/10.1	15.2/6.6	10.4	7.7	6.3	엔씨소프트(좌)		(pt)		
영업이익률	33.4	33.3	36.8	38.6	39.3	KOSPI지수대비(우)				
ROE	14.9	19.1	16.2	18.9	18.5					

기준	1M	3M	12M
절대기준	-2.5	14.9	-0.8
상대기준	-0.3	26.0	2.5

### Action

**아직은 투자의견 유지:** 연내 이렇다 할 신작 출시가 없고 19년 상반기로 예정되어 있는 신작 3종은 아직 정확한 출시 시기와 게임성 등을 확인할 수 없는 상황이다. 따라서 올해보다 당연히 내년이 좋겠지만 벌써부터 기대감을 높여가기에는 아직 이르다는 판단이다. 이에 따라 투자의견 HOLD를 유지하며 실적 추정치 변경이 미미해 목표주가도 43만원을 유지한다. 신작 모멘텀이 조금씩 가시화될 4Q18을 기다리자.

도표 1. 엔씨소프트 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	436.5	382.0	375.1	983.6	1,758.7	1,668.7	1,995.5
%YoY	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	68.8	-47.5	-29.7	17.3	78.8	-5.1	19.6
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	42.1	35.8	44.7	375.5	154.4	150.9	133.7
리니지2	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	13.3	13.1	13.1	77.1	65.8	53.8	50.9
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	15.6	14.9	14.5	71.7	47.0	63.7	56.8
블레이드 앤 소울	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	30.6	30.4	31.3	182.3	161.1	126.3	120.2
길드워2	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	19.9	18.2	16.9	76.6	82.8	78.6	71.5
기타	34.0	108.6	564.3	337.9	272.2	222.5	209.1	190.8	72.5	1,044.8	894.6	1,204.5
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	92.4	60.4	63.9	122.1	202.8	300.9	357.7
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	271.3	277.0	252.6	254.4	654.8	1,173.7	1,055.2	1,225.7
%YoY	26.7	43.2	162.0	88.1	29.8	25.3	-36.8	-26.1	9.0	79.2	-10.1	16.2
인건비	132.4	113.5	155.5	161.0	125.0	146.9	137.1	140.6	383.3	562.3	549.6	591.1
매출변동비	18.7	38.3	176.4	108.2	86.9	70.6	65.2	60.7	64.9	341.7	283.3	359.1
마케팅비	12.7	24.1	22.0	24.2	10.8	15.0	14.1	15.4	35.0	83.0	55.3	79.8
상각비	7.5	7.2	7.1	6.9	6.5	6.6	6.5	6.5	31.4	28.7	26.1	26.5
기타	37.8	37.9	38.4	43.8	42.1	38.0	29.7	31.1	140.1	158.0	140.9	169.2
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	159.5	129.4	120.8	328.8	585.0	613.5	769.7
%YoY	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	324.6	-60.5	-36.2	38.4	77.9	4.9	25.5
영업이익률	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	33.9	32.2	33.4	33.3	36.8	38.6
지배주주순이익	17.5	30.7	274.6	118.1	118.8	139.9	107.3	100.5	272.3	441.0	466.4	610.3
%YoY	-73.5	-66.1	469.6	75.8	576.8	356.1	-60.9	-15.0	64.6	62.0	5.8	30.8

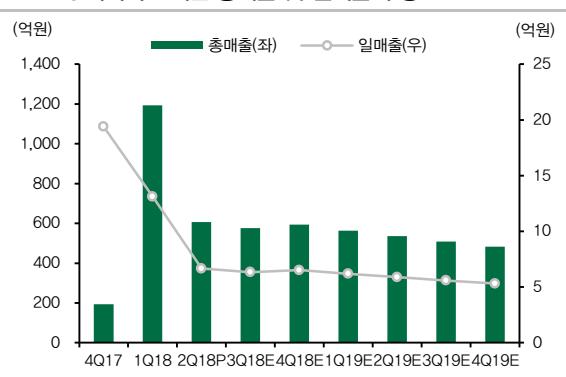
자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

도표 2. 리니지M 국내 총매출 및 일매출 추정



자료: DB 금융투자

도표 3. 리니지M 대만 총매출 및 일매출 추정



자료: DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,192</b>	<b>1,773</b>	<b>2,168</b>	<b>2,727</b>	<b>3,463</b>
현금및현금성자산	145	187	399	673	856
매출채권및기타채권	167	203	200	242	254
재고자산	1	1	1	1	1
<b>비유동자산</b>	<b>1,169</b>	<b>1,754</b>	<b>1,761</b>	<b>1,770</b>	<b>1,775</b>
유형자산	225	229	233	240	243
무형자산	53	52	55	58	60
투자자산	629	1,337	1,337	1,337	1,337
<b>자본총계</b>	<b>2,361</b>	<b>3,527</b>	<b>3,929</b>	<b>4,497</b>	<b>5,239</b>
<b>유동부채</b>	<b>284</b>	<b>456</b>	<b>555</b>	<b>725</b>	<b>1,029</b>
매입채무및기타채무	119	220	318	489	793
단기차입금및기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>181</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
<b>부채총계</b>	<b>465</b>	<b>797</b>	<b>896</b>	<b>1,067</b>	<b>1,370</b>
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433	433
이익잉여금	1,544	1,906	2,209	2,604	3,041
비자매주주지분	10	8	9	10	12
<b>자본총계</b>	<b>1,896</b>	<b>2,729</b>	<b>3,033</b>	<b>3,430</b>	<b>3,868</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>112</b>	<b>595</b>	<b>553</b>	<b>676</b>	<b>921</b>
당기순이익	271	444	467	612	674
현금유동이없는비용및수익	115	185	185	191	201
유형및무형자산상각비	32	30	26	26	27
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-154</b>	<b>11</b>	<b>92</b>	<b>78</b>	<b>272</b>
매출채권및기타채권의감소	-71	-42	3	-42	-12
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-5	-4	99	171	304
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-139</b>	<b>-460</b>	<b>-184</b>	<b>-235</b>	<b>-520</b>
CAPEX	-17	-29	-28	-31	-27
투자자산의순증	-72	-708	3	3	4
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-74</b>	<b>-80</b>	<b>-158</b>	<b>-167</b>	<b>-218</b>
사채및차입금의증가	149	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-9	1	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-164	-215
기타현금흐름	-3	-13	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-103</b>	<b>42</b>	<b>212</b>	<b>274</b>	<b>184</b>
기초현금	248	145	187	399	673
기말현금	145	187	399	673	856

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>984</b>	<b>1,759</b>	<b>1,669</b>	<b>1,995</b>	<b>2,133</b>
매출원가	188	212	0	0	1
<b>매출총이익</b>	<b>796</b>	<b>1,547</b>	<b>1,668</b>	<b>1,995</b>	<b>2,132</b>
판관비	467	962	1,055	1,226	1,294
영업이익	329	585	614	770	838
EBITDA	361	615	640	796	865
<b>영업외손익</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>60</b>
금융순익	11	11	40	46	57
투자순익	7	-2	3	3	4
기타영업외손익	-1	15	2	-4	-1
<b>세전이익</b>	<b>346</b>	<b>610</b>	<b>658</b>	<b>815</b>	<b>899</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>271</b>	<b>444</b>	<b>467</b>	<b>612</b>	<b>674</b>
자비주주지분순이익	272	441	466	610	673
비자비주주지분순이익	-1	3	1	1	1
<b>총포괄이익</b>	<b>329</b>	<b>919</b>	<b>467</b>	<b>612</b>	<b>674</b>
증감률(%YoY)					
매출액	17.3	78.8	-5.1	19.6	6.9
영업이익	38.4	77.9	4.9	25.5	8.9
EPS	64.6	61.9	5.8	30.8	10.2

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

## 주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	12,416	20,104	21,261	27,817	30,654
BPS	85,985	124,037	137,839	155,873	175,775
DPS	3,820	7,280	7,700	10,100	11,100
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	19.9	22.3	18.1	13.8	12.6
P/B	2.9	3.6	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.7	13.7	10.4	7.7	6.3
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.3	36.8	38.6	39.3
EBITDA마진	36.7	35.0	38.3	39.9	40.6
순이익률	27.6	25.2	28.0	30.6	31.6
ROE	14.9	19.1	16.2	18.9	18.5
ROA	11.9	15.1	12.5	14.5	13.8
ROIC	155.9	271.5	1,010.9	-908.2	-235.4
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	24.5	29.2	29.5	31.1	35.4
이자보상배율(배)	110.4	179.6	188.3	236.2	257.2
배당성향(배)	29.9	34.8	35.0	35.1	35.0

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임임자와의 증빙필자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%), 매도(0.7%)

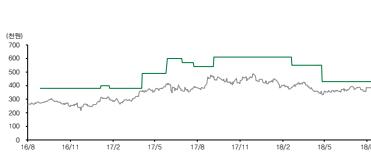
## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	
			평균	최고/최저				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					