

엔씨소프트 (036570)

SW/SI

이창영



02)3770-5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (M)
현재주가 (8/14)	385,000원
상승여력	17%

시가총액	84,465억원
총발행주식수	21,939,022주
60일 평균 거래대금	352억원
60일 평균 거래량	95,820주
52주 고	488,000원
52주 저	332,500원
외인지분율	50.26%
주요주주	김택진 외 8 인 12.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.5)	14.9	(0.8)
상대	(0.3)	26.0	2.5
절대(달러환산)	(2.9)	8.8	0.3

장인의 정신

2분기 실적 Review

매출액 4,365억원 YoY +69%, QoQ -8%, 영업이익 1,560억원 YoY +325%, QoQ -22%, 순이익 1,402억원 YoY +355%, QoQ +18%. 총사 업데이트(5/30) 효과의 일부 반영과 자연 감소로 국내 '리니지M' QoQ 21% 감소 추정되나, 대만 로열티 증가 및 온라인 '리니지' 증가(138억원)로 시장기대치 부합.

3분기 및 하반기 전망

국내 '리니지M'은 하향 안정화되었고, 3분기 대규모 업데이트가 예정되어 있어서, 2분기 매출 수준(일평균 약 23억원)에서 소폭 감소하는 수준에 그칠 것으로 예상됨. 온라인 '리니지'는 5월 서버추가 및 프로모션 효과가 소멸되며, 3분기 감소 후 4분기 20주년 대규모 업데이트로 다시 반등할 것으로 예상됨. 2분기 실적에 상당부분 영향을 미친 대만 '리니지M' 로열티는 최소로열티가 2분기로 종료되는바, 상당부분 감소가 예상됨. 하반기 '팡야', '아이온템피스트' 출시가 예정되어 있으나, 기대가 높지 않아, 전체적으로 영업이익은 2분기 수준에 못 미칠 것으로 예상됨

장인의 정신

동사는 2018년 출시 예정이었던 모바일 대작 3개 출시 일정이 2019년으로 연기되면서, 신작부재에 의한 실적하락, 밸류에이션 하락을 지난 8개월 동안 경험하였음. 동사는 매번 신작 출시 때마다 항상 신작 게임에 대한 엄격한 QC(Quality Control)로 인해, 출시 지연을 반복해 왔지만, 일단 출시된 게임에 대해서는 메가히트를 기록하는 흥행을 보이곤 하였음('리니지M' 1년여간 1.5조원, '리니지' 20년간 약 3.3조원, '아이온' 10년간 1.3조원, '블소' 8년간 0.8조원 등)

동사는 2018년 미뤄왔던 모바일 대작 '리니지2M', '아이온템피스트', '블소2'의 2019년 상반기 출시에 대해 어느 때와 달리 강한 자신감을 보이고 있으며, 타 MMORPG와는 비교되는 동사만의 오픈 필드 전투와 운영능력을 기반으로 기존 MMORPG와 차별화된 게임이 출시 될 것에 대한 기대감이 높은 상황임. 또한, 온라인 게임 '더리니지'의 CBT가 올해 연말 예정되어 있어 동사 출시 신작에 대한 기대감이 본격화 될 것으로 예상됨. 따라서, '리니지M' 매출이 하향 안정화되고 있는 가운데, 동사의 블록버스터급 신작에 대한 사전기대감이 점차적으로 동사 기업가치에 반영될 것으로 예상됨.

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 45만원을 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,365	68.8	-8.1	4,346	0.4
영업이익	1,595	324.6	-21.7	1,625	-1.8
세전계속사업이익	1,926	342.3	-1.9	1,613	19.4
지배순이익	1,402	356.9	18.1	1,204	16.5
영업이익률 (%)	36.5	+22.0 %pt	-6.4 %pt	37.4	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	32.1	+20.2 %pt	+7.1 %pt	27.7	+4.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	9,836	17,587	16,856	19,211
영업이익	3,288	5,850	5,885	6,991
지배순이익	2,723	4,410	4,600	5,731
PER	20.1	18.6	18.4	14.7
PBR	2.9	3.0	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.9	11.1	11.4	9.3
ROE	14.9	19.1	17.1	20.1

자료: 유안타증권

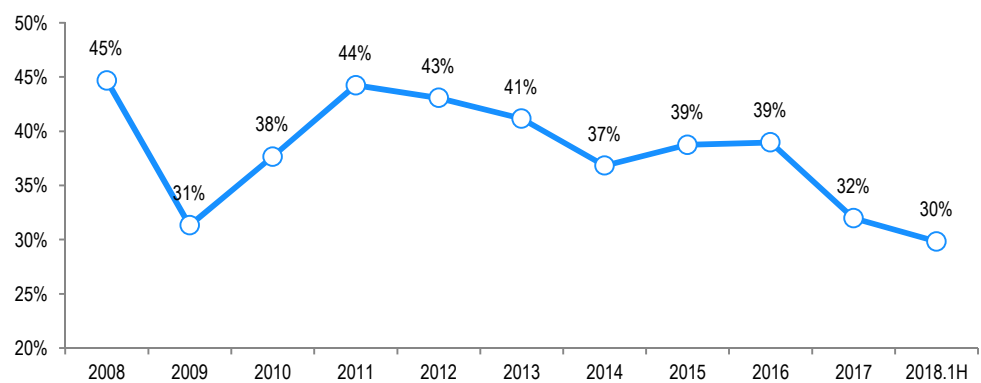
엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,365	3,861	3,879	17,587	16,856	19,211
YoY	-1%	8%	234%	93%	98%	69%	-47%	-27%	79%	-4%	14%
Lineage 1	515	338	354	338	283	421	378	416	1,544	1,497	1,465
Lineage 2	183	167	156	151	142	133	129	126	657	531	461
Aion	133	108	102	127	188	156	154	181	470	678	611
Blade & Soul	446	390	380	395	339	306	297	314	1,611	1,257	1,105
Guild War 2	142	136	201	349	236	199	179	199	828	812	944
Royalty Sales	635	361	436	595	842	924	490	504	2,028	2,760	2,456
기타	106	149	133	108	81	126	209	250	496	666	673
모바일게임	234	937	5,510	3,271	2,641	2,099	2,025	1,890	9,953	8,645	5,475
신작											6,021
비용총계	2,091	2,211	3,995	3,441	2,713	2,770	2,658	2,831	11,713	10,971	12,219
인건비	1,324	1,135	1,555	1,610	1,250	1,469	1,394	1,490	5,623	5,603	6,001
로열티	28	23	16	12	12	8	9	9	79	38	40
결제수수료	80	66	71	62	57	59	53	55	279	223	300
외주(Box)제작비	3	5	5	4	2	1	1	1	18	6	28
유통수수료	73	287	1,667	990	795	632	656	645	3,017	2,728	3,213
광고선전비	127	241	220	242	108	150	82	161	830	501	838
유무형 감가상각비	75	72	71	69	65	66	68	67	287	267	266
기타	378	379	384	438	421	380	388	394	1,580	1,583	1,533
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,595	1,203	1,048	5,875	5,885	6,991
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	36.5%	31.2%	27.0%	33.4%	34.9%	36.4%

자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 엔씨소프트

엔씨소프트 신작 출시와 주가 추이



자료: 엔씨소프트, 유안타증권

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	9,836	17,587	16,856	19,211	19,246
매출원가	1,876	2,115	2	0	0
매출총이익	7,960	15,472	16,854	19,211	19,246
판매비	4,672	9,622	10,969	12,219	12,385
영업이익	3,288	5,850	5,885	6,991	6,861
EBITDA	3,612	6,150	6,155	7,254	7,123
영업외손익	173	252	705	683	863
외환관련손익	68	-174	170	102	134
이자손익	186	157	217	385	574
관계기업관련손익	73	-16	117	-59	-88
기타	-154	284	201	255	244
법인세비용차감전순이익	3,461	6,102	6,590	7,674	7,724
법인세비용	747	1,662	1,970	1,919	1,931
계속사업순이익	2,714	4,440	4,620	5,756	5,793
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	4,620	5,756	5,793
지배지분순이익	2,723	4,410	4,600	5,731	5,768
포괄손익	3,295	9,190	3,218	5,821	5,865
지배지분포괄이익	3,290	9,164	3,217	5,819	5,863

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	11,916	17,727	15,869	19,362	23,302
현금및현금성자산	1,448	1,873	3,396	6,374	10,168
매출채권 및 기타채권	1,666	2,035	1,411	1,598	1,601
재고자산	7	5	4	4	4
비유동자산	11,692	17,538	16,423	17,673	18,887
유형자산	2,247	2,291	2,311	2,321	2,330
관계기업 등 자본관련자산	712	338	394	449	504
기타투자자산	5,578	13,032	11,748	12,848	13,948
자산총계	23,608	35,266	32,292	37,034	42,190
유동부채	2,844	4,558	3,703	3,961	4,238
매입채무 및 기타채무	1,191	2,197	2,254	2,366	2,485
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,809	3,415	2,038	2,324	2,966
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,497	1,498	0	0	0
부채총계	4,653	7,973	5,741	6,285	7,205
지배지분	18,856	27,212	26,460	30,644	34,865
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326
이익잉여금	15,438	19,059	22,107	26,290	30,512
비지배지분	99	80	91	105	120
자본총계	18,955	27,292	26,551	30,749	34,985
순차입금	-8,346	-13,944	-14,128	-17,324	-21,118
총차입금	1,497	1,498	0	0	0

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,120	5,952	3,185	6,018	6,269
당기순이익	2,714	4,440	4,620	5,756	5,793
감가상각비	265	269	249	244	245
외환손익	-68	63	-210	-102	-134
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	59	88
자산부채의 증감	-1,544	108	-2,561	-417	-232
기타현금흐름	-246	1,072	1,086	479	509
투자활동 현금흐름	-1,387	-4,596	-3,301	-7,372	-7,115
투자자산	-2,576	85	-355	-1,155	-1,155
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-288	-255	-255	-255
유형자산 감소	19	6	1	1	1
기타현금흐름	1,337	-4,399	-2,692	-5,964	-5,706
재무활동 현금흐름	-738	-797	-5,407	-1,534	-1,534
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,495	0	-1,499	0	0
자본	60	0	0	0	0
현금배당	-601	-811	-1,547	-1,547	-1,547
기타현금흐름	-1,692	14	-2,362	13	13
연결범위변동 등 기타	-28	-134	7,047	5,866	6,173
현금의 증감	-1,033	424	1,524	2,978	3,794
기초 현금	2,481	1,448	1,873	3,396	6,374
기말 현금	1,448	1,873	3,396	6,374	10,168
NOPLAT	3,288	5,850	5,885	6,991	6,861
FCF	1,191	4,376	1,581	4,835	4,922

자료: 유안타증권

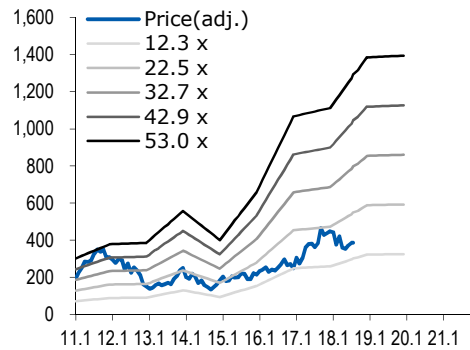
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	12,416	20,104	20,968	26,121	26,292
BPS	85,985	124,037	124,517	144,204	164,068
EBITDAPS	16,470	28,039	28,056	33,066	32,468
SPS	44,852	80,181	76,833	87,564	87,725
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
PER	20.1	18.6	18.4	14.7	14.6
PBR	2.9	3.0	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	12.9	11.1	11.4	9.3	8.9
PSR	5.6	4.7	5.0	4.4	4.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	17.3	78.8	-4.2	14.0	0.2
영업이익 증가율 (%)	38.4	77.9	0.6	18.8	-1.9
지배순이익 증가율 (%)	64.6	62.0	4.3	24.6	0.7
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.4	33.3	34.9	36.4	35.6
자배순이익률 (%)	27.7	25.1	27.3	29.8	30.0
EBITDA 마진 (%)	36.7	35.0	36.5	37.8	37.0
ROIC	177.1	333.7	590.6	602.5	631.3
ROA	11.9	15.0	13.6	16.5	14.6
ROE	14.9	19.1	17.1	20.1	17.6
부채비율 (%)	24.5	29.2	21.6	20.4	20.6
순차입금/자기자본 (%)	-44.3	-51.2	-53.4	-56.5	-60.6
영업이익/금융비용 (배)	110.4	179.6	731.6	0.0	0.0

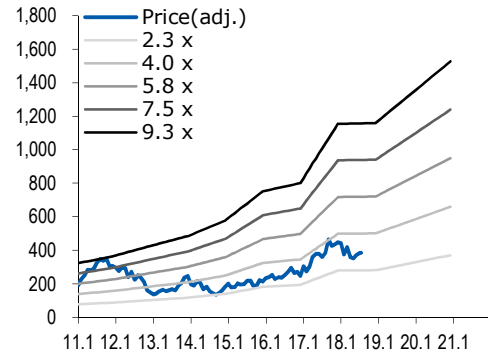
P/E band chart

(천원)

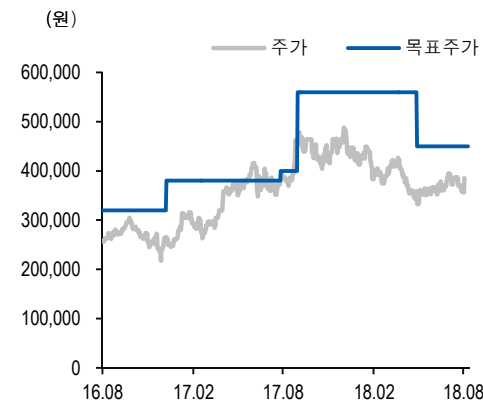


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-16	BUY	450,000	1년		
2018-05-10	BUY	450,000	1년		
2017-09-11	BUY	560,000	1년	-24.54	-12.86
2017-08-08	HOLD	400,000	1년	-1.11	-
2017-05-12	HOLD	380,000	1년	-12.77	-
2016-12-19	BUY	380,000	1년	-20.57	-0.39
2016-03-23	BUY	320,000	1년	-20.56	-4.69

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.