

2018/08/16

# 엔씨소프트 (036570)

인터넷/게임/미디어 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 폭염 속 단비 같은 신작 자신감

Buy (Maintain)

### ■ 2Q18 Review: 매출 +68.8% YoY, 영업이익 +324.6% YoY

엔씨소프트 2Q18 매출액은 4,365억원 (+68.8% YoY, -8.1% QoQ), 영업이익은 1,595억원 (+324.6% YoY, -21.7% QoQ)으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. 매출의 절반 수준을 차지하고 있는 모바일게임 매출액은 전분기대비 21% 감소했으나, PC온라인게임 '리니지'가 특화 서버 오픈으로 인한 유저 복귀 및 프로모션 효과로 전분기대비 48.9% 증가하면서 모바일게임 하락분을 상쇄시켰다. '리니지M'에 따른 매출 잠식이 불가피함에도 불구하고 '리니지'의 매출액이 반등한 점은 상당히 고무적이다. '리니지M' 또한 지난 5월 말 진행된 대규모 업데이트로 인해 6월부터 이용자 지표가 상승했으며, 오는 3분기에도 업데이트를 계획하고 있어 매출액 자연 감소는 제한적일 전망이다.

### ■ 신작에 대한 자신감 확인

엔씨소프트는 내년 상반기부터 대규모 MMORPG인 '아이온 템페스트', '블레이드앤소울2', '리니지2M'라는 3종의 게임을 연이어 출시할 예정이다. '지스타 2018' 행사가 진행되는 11월에 게임 영상이 공개될 것으로 신작에 대한 기대감이 본격적으로 주가에 반영될 것으로 예상된다. 1) 20년간 축적한 PC온라인 MMORPG 운영 노하우, 2) '리니지M'의 흥행 경험, 3) IP 파워를 감안했을 때 신작 MMORPG의 흥행 가능성은 높아 보인다. 더불어 '리니지' IP에 비해 '아이온'과 '블레이드앤소울' IP는 글로벌 인지도가 높아 해외 서비스 지역 확대에 따른 추가 매출 창출도 가능할 전망이다. 2,375억원 규모의 자사주 매입 결정은 신작에 대한 자신감 및 성장성에 대한 확신으로 해석되며, 최근 게임 업체들의 잦은 신작 출시 지연 속에서 출시 일정 유지는 더욱 부각되었다.

### ■ 하모닉스와의 제휴를 통한 장르 및 플랫폼 다변화

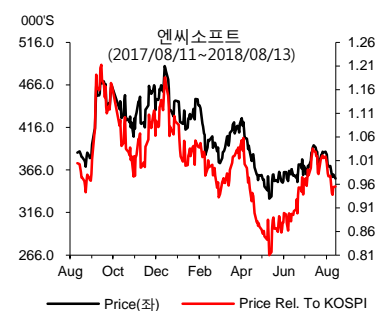
엔씨소프트는 비디오게임 개발사 하모닉스와 전략적 파트너십을 체결하여 하모닉스가 개발 중인 PC, 콘솔 신작을 퍼블리싱할 예정이다. 하모닉스는 '락 밴드' 시리즈 등의 리듬액션 게임 및 댄싱게임 '댄스센트럴'을 흥행시키며 서구권 게임시장에서 독보적인 위치를 구축한 개발사이다. 하모닉스의 신작 서비스를 통해 MMORPG에 벗어나 장르 및 플랫폼을 다변화하고 서구권 시장의 매출을 확대한다면 밸류에이션 리레이팅도 가능할 전망이다.

목표주가(12M)	505,000원
종가(2018/08/13)	356,000원

#### Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,194만주
시가총액	7,810십억원
외국인지분율	50.3%
배당금(2017)	7,280원
EPS(2018E)	22,156원
BPS(2018E)	160,788원
ROE(2018E)	15.6%
52주 주가	332,500~488,000원
60일평균거래량	93,637주
60일평균거래대금	34.4십억원

#### Price Trend



<표 1> 엔씨소프트 2분기 잠정실적

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	2Q17	1Q18	2Q18P	컨센서스	차이 (%, %p)	기존 추정치	차이 (%, %p)
<b>매출액</b>	<b>1,758.7</b>	<b>1,759.0</b>	<b>2,301.5</b>	<b>258.6</b>	<b>475.2</b>	<b>436.5</b>	<b>433.6</b>	<b>0.7</b>	<b>438.4</b>	<b>-0.4</b>
YoY(%)	78.8	0.0	30.8	7.5	98.4	68.8	67.7	1.1	69.5	-0.7
QoQ(%)				8.0	-10.9	-8.1	-8.8	0.6	-7.7	-0.4
<b>영업이익</b>	<b>585.0</b>	<b>682.5</b>	<b>931.4</b>	<b>37.6</b>	<b>203.8</b>	<b>159.5</b>	<b>161.9</b>	<b>-1.5</b>	<b>159.4</b>	<b>0.1</b>
YoY(%)	77.9	16.7	36.5	-56.4	569.7	324.6	331.0	-6.3	324.2	0.4
QoQ(%)				23.4	7.7	-21.7	-20.6	-1.2	-21.8	0.1
이익률(%)	33.3	38.8	40.5	14.5	42.9	36.5	37.3	-0.8	36.4	0.2
<b>당기순이익</b>	<b>443.9</b>	<b>628.0</b>	<b>735.7</b>	<b>30.8</b>	<b>169.9</b>	<b>167.2</b>	<b>118.8</b>	<b>40.8</b>	<b>122.3</b>	<b>36.7</b>
이익률(%)	25.2	35.7	32.0	11.9	35.8	38.3	27.4	10.9	27.9	10.4

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권  
 주: 연결기준

<표 2> 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>1758.7</b>	<b>1759.0</b>	<b>2301.5</b>	<b>239.5</b>	<b>258.6</b>	<b>727.3</b>	<b>533.3</b>	<b>475.2</b>	<b>436.5</b>	<b>419.5</b>	<b>427.9</b>
<b>게임매출</b>	1556.0	1418.0	1874.8	176.0	222.5	683.7	473.8	391.0	344.0	336.7	346.2
Lineage1	154.4	156.1	148.3	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	42.1	40.8	44.9
Lineage2	65.8	54.0	55.1	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	13.3	13.1	13.3
Aion	47.0	64.8	62.9	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	15.6	14.8	15.6
Blade & Soul	161.1	127.7	121.3	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	30.6	31.3	31.9
Guildwar2	82.8	75.6	73.3	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	19.9	16.9	15.2
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			80.0								
<b>모바일게임</b>	995.3	895.4	1,284.6	23.4	93.7	551.0	327.1	264.1	209.9	207.9	213.5
<b>기타</b>	49.6	44.4	49.3	10.6	14.9	13.3	10.8	8.1	12.6	12.0	11.8
<b>로열티매출</b>	202.8	341.0	426.7	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	92.4	82.8	81.7
<b>영업이익</b>	<b>585.0</b>	<b>682.5</b>	<b>931.4</b>	<b>30.4</b>	<b>37.6</b>	<b>327.8</b>	<b>189.2</b>	<b>203.8</b>	<b>159.5</b>	<b>157.1</b>	<b>162.1</b>
<b>세전이익</b>	<b>609.4</b>	<b>848.3</b>	<b>970.6</b>	<b>24.1</b>	<b>43.5</b>	<b>365.5</b>	<b>176.3</b>	<b>247.1</b>	<b>219.4</b>	<b>189.1</b>	<b>192.7</b>
<b>당기순이익</b>	<b>443.9</b>	<b>628.0</b>	<b>735.7</b>	<b>17.4</b>	<b>30.8</b>	<b>275.1</b>	<b>120.7</b>	<b>169.9</b>	<b>167.2</b>	<b>144.1</b>	<b>146.8</b>
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	78.8	0.0	30.8	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	68.8	-42.3	-19.8
<b>게임매출</b>	80.6	-8.9	32.2	-16.8	4.2	253.6	94.9	122.2	54.6	-50.7	-26.9
Lineage1	-58.9	1.1	-5.0	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-45.1	24.5	15.4	33.0
Lineage2	-14.7	-18.0	2.0	7.7	-12.5	-24.1	-26.0	-22.6	-19.9	-16.4	-11.7
Aion	-34.5	38.0	-3.0	-33.9	-38.5	-36.8	-29.2	41.1	44.3	46.1	22.8
Blade & Soul	-11.6	-20.8	-5.0	-17.5	-20.2	-5.0	0.3	-23.9	-21.4	-17.8	-19.3
Guildwar2	8.1	-8.8	-3.0	-53.4	-14.7	31.5	134.7	66.2	46.5	-16.2	-56.5
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	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>모바일게임</b>	n/a	-10.0	43.5	n/a	n/a	n/a	n/a	1028.1	124.0	-62.3	-34.7
<b>기타</b>	-35.6	-10.3	11.0	11.2	-15.9	-24.4	-66.5	-23.8	-15.6	-9.8	9.7
<b>로열티매출</b>	66.1	68.2	25.1	116.4	33.9	80.2	43.2	32.5	155.8	89.8	37.3
<b>영업이익</b>	77.9	16.7	36.5	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	324.6	-52.1	-14.3
<b>세전이익</b>	76.1	39.2	14.4	-70.3	-55.3	476.7	69.2	926.7	404.0	-48.3	9.3
<b>당기순이익</b>	63.6	41.5	17.1	-73.7	-65.9	474.3	80.6	877.0	442.3	-47.6	21.6
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	33.3	38.8	40.5	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	37.5	37.9
<b>세전이익률</b>	34.7	48.2	42.2	10.1	16.8	50.3	33.1	52.0	50.3	45.1	45.0
<b>당기순이익률</b>	25.2	35.7	32.0	7.3	11.9	37.8	22.6	35.8	38.3	34.3	34.3

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권  
 주: 연결 기준

<Appendix 1> 엔씨소프트 2Q18 실적발표 Q&A

<p><b>Q1. '리니지M' 해외 출시 진행 상황</b></p> <p>- '리니지M'의 핵심 개발자들이 해외 버전 개발 진행 중이며, 해외 출시 시점은 차후 업데이트 예정</p>
<p><b>Q2. '프로젝트 TL' CBT 일정</b></p> <p>- 올해 겨울방학 시즌 CBT 실시 예정</p>
<p><b>Q3. 2분기 '리니지M' 대만 로열티비 수준과 향후 로열티비 추세</b></p> <p>- 인센티브는 2분기에 일시적으로 발생했으며, 3분기 이후 발생하지 않을 것으로 전망</p> <p>- 3분기 리닝 로열티는 2분기 수준으로 전망</p>
<p><b>Q4. 신작 게임 출시 계획 및 출시 전 신작 홍보 계획</b></p> <p>- '아이온 템페스트', '블레이드 앤 소울 2', '리니지2M' 중에서 어떤 게임을 먼저 출시할지는 논의 중</p> <p>- '지스타2018'이 열리는 시점에 신작에 대해서 소개할 계획</p>
<p><b>Q5. '리니지M'과 '리니지' 하반기 업데이트 일정</b></p> <p>- '리니지M'은 3분기 대규모 업데이트 예정이며, '리니지'는 4분기 20주년 기념 대규모 업데이트 예정</p>
<p><b>Q6. M&amp;A 계획 및 진행 상황</b></p> <p>- 올해 상반기 초부터 한국과 미국 투자팀이 M&amp;A 타겟을 찾기 위해 노력 중</p> <p>- 미국계 음악게임 회사 하모닉스와 전략적 파트너십을 가지고 신작 퍼블리싱 계약을 체결했으며, 서부권 콘솔 플랫폼 시장 진출이라는 점에서 의미 보유</p>
<p><b>Q7. 국내 MMORPG 시장에 대한 전망 및 게임 장르 다변화 전략</b></p> <p>- 국내 MMORPG 시장에서 오픈 필드에 자유로운 세계관을 가지고 다수의 사람들이 동시에 플레이할 수 있는 게임은 '리니지 M'이 유일하다고 판단</p> <p>- 즉, 국내 MMORPG 시장이 아직 포화되지 않았고 차별점을 가진 당사 MMORPG 게임의 성공 가능성 존재</p> <p>- 당사는 다변화된 장르 게임 출시를 시도했으며, 미국 스튜디오를 통해 개발 중인 다양한 장르의 모바일 게임들이 올해 하반기부터 출시 예정</p>
<p><b>Q8. 국내 선출시 경향을 유지할 것인가?</b></p> <p>- '아이온 템페스트', '블레이드 앤 소울2'는 글로벌 인지도를 가지고 있기 때문에 가장 영향력이 큰 시장에서 선출시할 예정</p>
<p><b>Q9. 자사주 소각 가능성</b></p> <p>- 자사주의 경우 향후 M&amp;A 등 전략적 부분에 사용될 수 있기 때문에 현재 소각 예정 없음</p>
<p><b>Q10. FPS 장르의 인기에 따른 PC온라인게임 매출액 감소 여부</b></p> <p>- MMORPG PC 게임은 업데이트, 비즈니스 모델 수정에 따라서 영향받음</p> <p>- PC 온라인게임의 매출액이 전반적으로 하향 조정된 것은 이미 2년 전부터 발생한 상황으로 FPS 장르의 인기에 따른 매출 하락은 아니라고 판단</p>

자료: 하이투자증권

**K-IFRS 연결 요약 재무제표**

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,773	2,996	4,514	6,576
현금 및 현금성자산	187	584	692	530
단기금융자산	1,357	2,194	3,546	5,732
매출채권	203	203	266	308
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	1,754	1,682	1,614	1,551
유형자산	229	202	178	158
무형자산	52	49	47	44
자산총계	3,527	4,678	6,128	8,127
유동부채	456	659	1,054	1,816
매입채무	2	2	3	3
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	342	342	342	342
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	797	1,001	1,395	2,157
지배주주지분	2,721	3,528	4,583	5,820
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,237	2,818	3,580
기타자본항목	-154	-154	-154	-154
비지배주주지분	8	150	150	150
자본총계	2,729	3,677	4,733	5,970

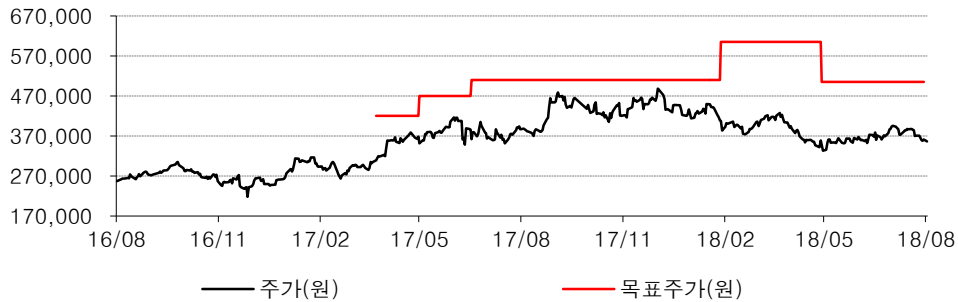
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,759	1,759	2,301	2,662
증가율(%)	78.8	0.0	30.8	15.7
매출원가	212	212	277	320
매출총이익	1,547	1,547	2,025	2,342
판매비와관리비	962	865	1,093	1,189
연구개발비	189	189	248	287
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	585	683	931	1,153
증가율(%)	77.9	16.7	36.5	23.8
영업이익률(%)	33.3	38.8	40.5	43.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	15	141	-4	-12
세전계속사업이익	610	848	971	1,209
법인세비용	166	220	235	292
세전계속이익률(%)	34.7	48.2	42.2	45.4
당기순이익	444	628	736	916
순이익률(%)	25.2	35.7	32.0	34.4
지배주주귀속 순이익	441	486	736	916
기타포괄이익	475	475	475	475
총포괄이익	919	1,103	1,211	1,391
지배주주귀속총포괄이익	910	1,092	1,199	1,377

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	595	831	1,058	1,622
당기순이익	444	628	736	916
유형자산감가상각비	27	27	24	20
무형자산상각비	3	3	3	2
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-460	2	-513	-1,347
유형자산의 처분(취득)	-29	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-518	-837	-1,352	-2,186
재무활동 현금흐름	-80	-153	-153	-153
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-81	-155	-155	-155
현금및현금성자산의증감	42	396	108	-162
기초현금및현금성자산	145	187	584	692
기말현금및현금성자산	187	584	692	530

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	20,104	22,156	33,533	41,759
BPS	124,037	160,788	208,918	265,273
CFPS	21,472	23,552	34,730	42,785
DPS	7,280	7,280	7,280	7,280
Valuation(배)				
PER	22.3	16.1	10.6	8.5
PBR	3.6	2.2	1.7	1.3
PCR	20.8	15.1	10.3	8.3
EV/EBITDA	13.7	7.3	3.9	1.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.1	15.6	18.1	17.6
EBITDA 이익률	35.0	40.5	41.6	44.2
부채비율	29.2	27.2	29.5	36.1
순부채비율	-51.1	-71.4	-86.4	-102.4
매출채권회전율(x)	9.5	8.6	9.8	9.3
재고자산회전율(x)	2,983.9	3,427.2	3,884.8	3,675.8

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 기관투자가 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 간섭 없이 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 분쟁발생시 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-