

엔씨소프트 (036570)

SW/SI

이창영



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	600,000원 (U)
현재주가 (11/9)	440,500원
상승여력	36%

시가총액	96,641억원
총발행주식수	21,939,022주
60일 평균 거래대금	476억원
60일 평균 거래량	114,726주
52주 고	488,000원
52주 저	332,500원
외인지분율	50.35%
주요주주	김택진 외 8 인 12.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	23.0	4.6
상대	13.2	35.9	27.9
절대(달러환산)	5.2	21.8	3.5

2019년이 빨리 왔으면

3분기 실적 Review

매출액 4,038억원 YoY -44%, QoQ -7%, 영업이익 1,390억원 YoY -58%, QoQ -13%, 순이익 944억원 YoY -66%, QoQ -33%. 신작 부재, 기존 매출 자연감소, 대만 '리니지 M' 로열티 감소로 매출/영업이익 감소하였으나, 3분기 연속 감소하던 '리니지M' QoQ 매출 증가와 인건비 감소로 영업이익 시장기대치 상회

4분기 및 2019년 전망

국내 '리니지M'은 이미 하향 안정화된 상태에서, 9월 업데이트 효과로 4분기에도 견조한 흐름을 유지할 것으로 예상됨. 대만 '리니지M' 로열티도 11/9 현재 대만 구글플레이 매출순위 1위를 기록 중이어서 추가 감소 가능성은 낮을 것으로 전망

동사는 2019년 상반기(2분기) '리니지2M', 하반기 '아이온2', '블소2', '블소M', '블소S' 총 5종의 출시를 준비하고 있어, 2018년 부재했던 신작 모멘텀이 순차적으로 이어질 수 있을 것으로 예상됨. 동사는 1년 6개월간 약 1.6조원의 매출을 기록한 '리니지M'의 운영경험과 그 성공배경인 동사 IP를 적극 활용한 신작 라인업이어서 시장의 기대가 점진적으로 증가할 것으로 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 60만원으로 상향

신작출시 없이 기존 게임으로만 분기 매출 4000억원, 영업이익 1300억원 이상의 실적이 가능한 상황에서, 2019년 동사의 글로벌 IP에 기반한 신작 5종의 출시는 동사 기업가치가 한단계 레벨업 될 수 있는 기회가 될 수 있을 것으로 전망됨. 과거 '리니지M' 출시로 2017년 3분기 Q-Q 매출액은 4,686억원 증가, 영업이익은 2,902억원 증가하며 플랫폼 수수료 30%를 제외한 대부분의 매출액이 이익으로 계상되는 높은 레버리지를 시현한 바 있음.

2019년 실적 추정치 상향과 신작 모멘텀을 반영하여 목표주가를 60만원로 상향조정하고, 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가 60만원은 2019년 예상 EPS에 2018년 현재 P/E 20.8배를 적용하여 산정하였음

참고로 동사와 유사한 해외 게임기업들의 2018년 P/E는 Activision Blizzard 22.4배(ROE 18.7%), EA 20.6배(30.6%), NetEase 18.6배(16.2%), Square Enix 19.6배(13.2%), Ubisoft 26.6배(14.7%) 수준으로 동사의 현재 밸류에이션은 동종기업 평균 보다 낮은 수준임

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,038	-44.5	-7.5	3,864	4.5
영업이익	1,390	-57.6	-12.9	1,245	11.6
세전계속사업이익	1,420	-61.2	-26.3	1,338	6.1
지배순이익	944	-65.6	-32.5	1,005	-6.0
영업이익률 (%)	34.4	-10.7 %pt	-2.1 %pt	32.2	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	23.4	-14.4 %pt	-8.7 %pt	26.0	-2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	9,836	17,587	17,277	20,542
영업이익	3,288	5,850	6,410	7,958
지배순이익	2,723	4,410	4,641	6,347
PER	20.1	18.6	20.8	15.2
PBR	2.8	2.9	3.5	2.9
EV/EBITDA	12.9	11.1	12.6	9.8
ROE	14.9	19.1	17.4	22.2

자료: 유안타증권

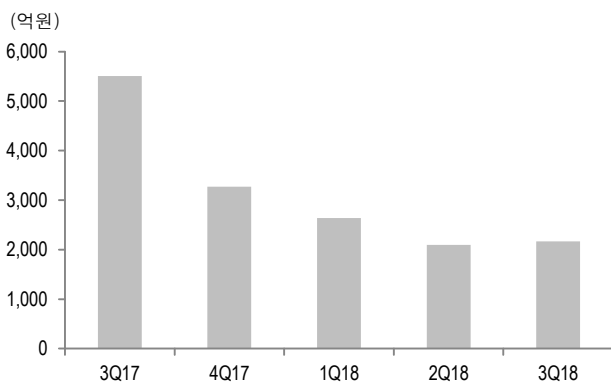
엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,365	4,038	4,122	17,587	17,277	20,542
YoY	-1%	8%	234%	93%	98%	69%	-44%	-23%	79%	-2%	19%
Lineage 1	515	338	354	338	283	421	403	443	1,544	1,550	1,465
Lineage 2	183	167	156	151	142	133	156	152	657	584	461
Aion	133	108	102	127	188	156	164	165	470	672	596
Blade & Soul	446	390	380	395	339	306	301	314	1,611	1,261	1,105
Guild War 2	142	136	201	349	236	199	210	214	828	858	944
Royalty Sales	635	361	436	595	842	924	516	564	2,028	2,845	2,204
기타	106	149	133	108	81	126	124	110	496	441	446
모바일게임	234	937	5,510	3,271	2,641	2,099	2,165	2,160	9,953	9,045	6,570
신작							-	-		-0	6,751
비용총계	2,091	2,211	3,995	3,441	2,713	2,770	2,648	2,735	11,713	10,866	12,583
인건비	1,324	1,135	1,555	1,610	1,250	1,469	1,289	1,361	5,623	5,369	5,640
로열티	28	23	16	12	12	8	10	11	79	40	43
결제수수료	80	66	71	62	57	59	60	58	279	233	314
외주(Box)제작비	3	5	5	4	2	1	2	2	18	7	28
유통수수료	73	287	1,667	990	795	632	652	666	3,017	2,744	3,761
광고선전비	127	241	220	242	108	150	165	168	830	590	917
유무형 감가상각비	75	72	71	69	65	66	76	69	287	277	276
기타	378	379	384	438	421	380	392	394	1,580	1,587	1,604
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,595	1,390	1,387	5,875	6,410	7,958
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	36.5%	34.4%	33.6%	33.4%	37.1%	38.7%

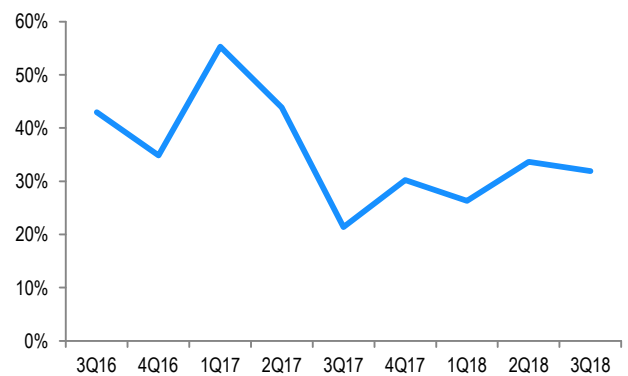
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

모바일 게임(리니지 M) 매출 추이



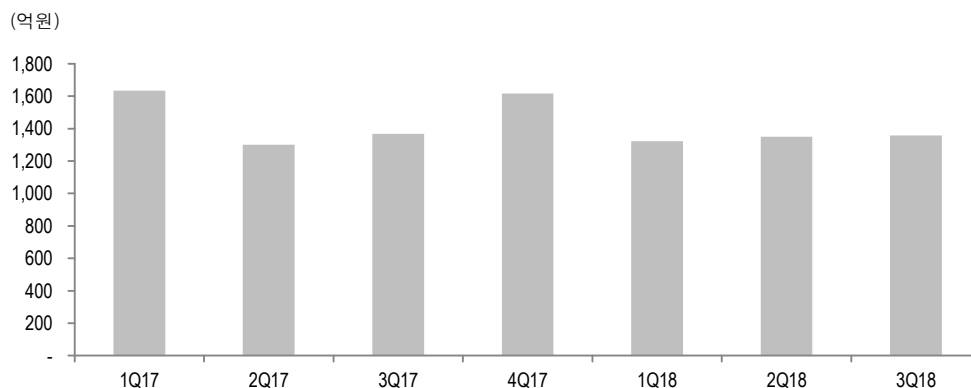
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

매출액 대비 인건비 비중



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC 게임 매출액 추이



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

글로벌 게임사 밸류에이션 비교

(단위: 백만 달러, 배)

기업명	국가	시가 총액	P/E		EPS Growth		P/B		ROE		EV/EBITDA		P/S	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
ACTIVISION BLIZZ	US	49,625	24.9	22.4	14.8	11.2	4.4	3.7	18.7	19.1	17.8	15.7	6.6	6.3
TENCENT	CN	356,86	31.4	24.8	21.2	26.9	7.5	5.9	26.2	25.7	21.7	17.6	7.9	6.0
NEXON	JP	10,507	11.8	12.2	79.5	-3.3	2.2	1.9	20.1	16.1	7.3	6.7	4.7	4.3
NETEASE	CN	30,869	23.2	18.6	-26.8	24.7	4.1	3.6	16.2	17.5	18.5	14.6	3.2	2.5
ELECTRONIC ARTS	US	28,340	21.9	20.6	12.5	3.7	6.7	5.3	30.6	26.4	13.7	13.7	5.5	5.4
UBISOFT	FR	10,119	40.2	26.6	23.3	63.8	6.8	7.0	14.7	26.6	10.9	9.4	5.3	4.2
SQUARE ENIX	JP	4,373	20.2	19.6	31.1	0.1	2.6	2.4	13.2	12.6	8.9	8.8	2.1	2.0
BANDAI NAMCO	JP	8,100	22.1	17.4	22.5	6.1	2.6	2.4	12.4	14.1	9.7	8.0	1.6	1.5
SEGA SAMMY	JP	3,773	41.0	25.9	-67.7	67.3	1.3	1.2	3.1	4.8	9.4	8.0	1.3	1.2
CAPCOM	JP	2,908	22.4	19.4	24.6	23.9	3.0	2.7	14.2	14.8	11.5	11.6	3.4	3.3
평 균			25.5	20.3	12.7	23.6	4.0	3.5	16.8	17.9	12.8	11.2	4.3	3.8

자료: 유안타증권 리서치센터

2019년 신작 라인업

신작 게임	주요 특징	출시 시기
리니지2M	리니지 M 을 통해 쌓은 모바일 MMORPG 의 노하우를 집약. 1억250만 m2 , 국내 모바일 MMORPG 중 최대 규모의 오픈 월드 구현. 게임은 극한의 자유도, 대규모 RvR(진영 간 대전)전투가 특징	2019년 상반기(2분기)
아이온2	기존 개발중인 '아이온 템피스트', '아이온'의 모바일 버전, 시공을 통해 다른 서버로 넘어가는 월드 시공의 균열, 자유로운 활강 등 입체적인 전투가 특징	2019년 하반기
블소 2	블소 이후의 시대를 배경으로 과거의 영웅들은 전설이 되고, 그뒤를 이을 새로운 모험이 다음 스토리가 됨. 특히 온라인 원작에서 가보지 못한 미지의 영역이 새롭게 추가	2020년 하반기
블소 M	원작의 감성과 재미 요소를 바탕으로 진화한 스토리, 전투, 그래픽. 동일한 세계 안에서 이용자 선택에 따라 각자의 스토리를 가질 수 있는 것이 특징으로 액션감 넘치는 경공이 전투 수단으로 구현	2021년 하반기
블소 S	원작의 3년 전 이야기를 담고 있는 프리퀄로 원작에 등장하는 캐릭터들이 SD 로 재탄생	2022년 하반기

자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	9,836	17,587	17,277	20,542	19,907
매출원가	1,876	2,115	0	0	0
매출총이익	7,960	15,472	17,277	20,542	19,907
판매비	4,672	9,622	10,866	12,583	12,039
영업이익	3,288	5,850	6,410	7,958	7,868
EBITDA	3,612	6,150	6,680	8,245	8,150
영업외손익	173	252	408	531	689
외환관련손익	68	-174	144	102	135
이자손익	186	157	272	449	586
관계기업관련손익	73	-16	37	-18	-28
기타	-154	284	-44	-2	-4
법인세비용차감전순이익	3,461	6,102	6,818	8,490	8,557
법인세비용	747	1,662	2,162	2,122	2,139
계속사업순이익	2,714	4,440	4,656	6,367	6,418
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	4,656	6,367	6,418
지배지분순이익	2,723	4,410	4,641	6,347	6,397
포괄손익	3,295	9,190	2,917	6,252	6,291
지배지분포괄이익	3,290	9,164	2,910	6,236	6,275

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	16,071	20,377	24,695
현금및현금성자산	1,448	1,873	2,979	5,103	6,956
매출채권 및 기타채권	1,666	2,035	1,467	1,744	1,702
재고자산	7	5	4	5	5
비유동자산	11,692	17,538	17,149	18,211	19,593
유형자산	2,247	2,291	2,297	2,269	2,245
관계기업 등 자본관련자산	712	338	907	1,432	1,957
기타투자자산	5,578	13,032	12,163	12,667	13,529
자산총계	23,608	35,266	33,220	38,588	44,288
유동부채	2,844	4,558	5,195	5,465	5,758
매입채무 및 기타채무	1,191	2,197	1,984	2,083	2,187
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	1,499	1,499	1,499
비유동부채	1,809	3,415	1,775	2,013	2,511
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,497	1,498	0	0	0
부채총계	4,653	7,973	6,970	7,478	8,268
지배지분	18,856	27,212	26,164	31,008	35,902
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326
이익잉여금	15,438	19,059	22,115	26,959	31,853
비지배지분	99	80	86	102	118
자본총계	18,955	27,292	26,250	31,110	36,020
순차입금	-8,346	-13,944	-12,635	-16,241	-19,800
총차입금	1,497	1,498	1,499	1,499	1,499

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,120	5,952	4,260	5,775	6,151
당기순이익	2,714	4,440	4,656	6,367	6,418
감가상각비	265	269	253	271	268
외환손익	-68	63	-180	-102	-135
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	18	28
자산부채의 증감	-1,544	108	-80	-1,054	-732
기타현금흐름	-246	1,072	-389	275	305
투자활동 현금흐름	-1,387	-4,596	-289	-3,038	-3,222
투자자산	-2,576	85	-536	-1,625	-1,625
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-288	-246	-246	-246
유형자산 감소	19	6	2	2	2
기타현금흐름	1,337	-4,399	491	-1,170	-1,354
재무활동 현금흐름	-738	-797	-3,914	-1,495	-1,495
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,495	0	0	0	0
자본	60	0	0	0	0
현금배당	-601	-811	-1,547	-1,503	-1,503
기타현금흐름	-1,692	14	-2,367	8	8
연결범위변동 등 기타	-28	-134	1,049	883	419
현금의 증감	-1,033	424	1,106	2,124	1,853
기초 현금	2,481	1,448	1,873	2,979	5,103
기말 현금	1,448	1,873	2,979	5,103	6,956
NOPLAT	3,288	5,850	6,410	7,958	7,868
FCF	1,191	4,376	4,322	4,955	5,205

자료: 유안타증권

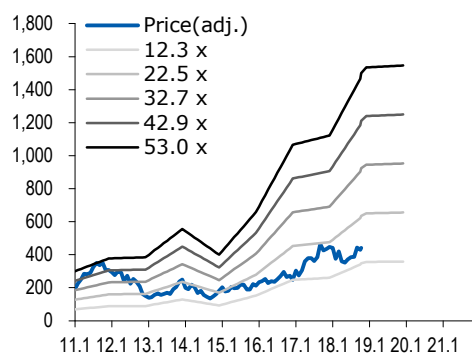
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	12,416	20,104	21,156	28,931	29,160
BPS	88,772	128,056	126,713	150,173	173,876
EBITDAPS	16,470	28,039	30,450	37,581	37,147
SPS	44,852	80,181	78,748	93,631	90,738
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
PER	20.1	18.6	20.8	15.2	15.1
PBR	2.8	2.9	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	12.9	11.1	12.6	9.8	9.4
PSR	5.6	4.7	5.6	4.7	4.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	17.3	78.8	-1.8	18.9	-3.1
영업이익 증가율 (%)	38.4	77.9	9.6	24.1	-1.1
지배순이익 증가율 (%)	64.6	62.0	5.3	36.8	0.8
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.4	33.3	37.1	38.7	39.5
자배순이익률 (%)	27.7	25.1	26.9	30.9	32.1
EBITDA 마진 (%)	36.7	35.0	38.7	40.1	40.9
ROIC	177.1	333.7	549.1	479.0	357.0
ROA	11.9	15.0	13.6	17.7	15.4
ROE	14.9	19.1	17.4	22.2	19.1
부채비율 (%)	24.5	29.2	26.6	24.0	23.0
순차입금/자기자본 (%)	-44.3	-51.2	-48.3	-52.4	-55.1
영업이익/금융비용 (배)	110.4	179.6	195.7	2,654.7	2,624.5

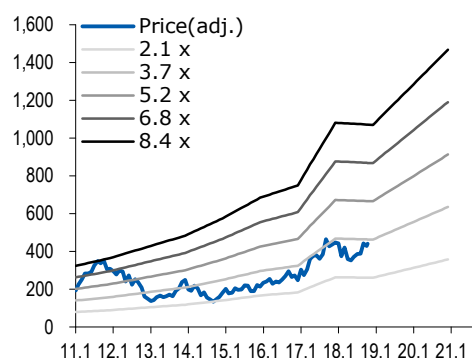
P/E band chart

(천원)

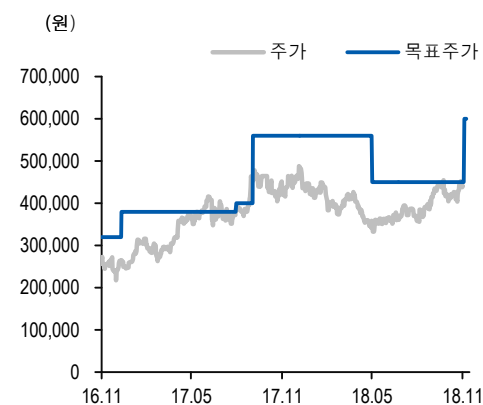


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-12	BUY	600,000	1년		
2018-05-10	BUY	450,000	1년	-13.20	1.11
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)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-07

※ 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.