

엔씨소프트 (036570)

SW/SI

이창영



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	600,000원 (M)
현재주가 (11/30)	512,000원
상승여력	17%

시가총액	112,328억원
총발행주식수	21,939,022주
60일 평균 거래대금	521억원
60일 평균 거래량	118,096주
52주 고	512,000원
52주 저	332,500원
외인지분율	50.79%
주요주주	김택진 외 8 인 12.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.8	28.6	17.3
상대	17.0	41.6	38.5
절대(달려환산)	23.7	27.2	13.8

2018 응축된 힘이 2019에 터진다

2019년 실적 전망

11/8 출시된 '로스트아크'의 큰 흥행에도 동사의 PC온라인 게임은 견조한 상황일 정도로, 기존 PC 온라인 매출이 안정적이고, '리니지M' 역시 1백만명에 가까운 heavy 유저층이 1년 반이 지난 지금도 매일 접속할 정도로 실적이 견조한 상황임

동사는 기존 게임들이 기본 실적을 받혀주는 가운데 2018년 연기되었던 신규 대작 5종('리니지2M' 2Q19, '아이온2', '블소2', '블소M', '블소S' 2H19)이 신규 실적으로 추가될 예정이어서 실적개선 가능성이 높은 상황임. 특히, 2Q19 출시 예정인 '리니지2M'은 '리니지M' 흥행요인과 같이 과거 향수를 불러일으키는 '리니지' 만큼의 충성도 높은 old유저를 가지고 있는 게임이어서 흥행가능성이 높다는 의견임. 또한, 2018년 동사 영업이익의 상당 부분을 차지했던 '리니지M'의 사용자층은 동사 및 타사 신규 게임 출시에 이탈이 적은, 로열티가 매우 높은 유저여서, 신작 출시에 따른 카니발리제이션(cannibalization)도 거의 없을 전망이다. 따라서, 거의 신작의 수익 크기만큼 2019년 실적이 개선될 가능성이 높다는 전망이다

실적의 화수분 = MMORPG

2018년11월29일 국내 구글플레이 최고매출 순위 6위내 게임 중 4개가 MMORPG 장르임. 이러한 현상은 국내 모바일 게임시장에서는 오래전부터 나타난 현상이었고, 특히 2017년 연매출 조단위의 블록버스터가 탄생한 이후부터는 일매출 3~5억원 이상은 당연한 현상으로 받아들여지고 있음. 이는 모바일MMORPG의 특성상 사용자 몰입감이 높고, 그래픽과 콘텐츠가 타 모바일 게임과 비교할 수 없을 만큼 뛰어나며, 타인과 경쟁을 위한 육성게임(MMORPG)특성상, 유료아이템의 경쟁적 구매로 인해 ARPU가 타 캐주얼 게임과 10~20배 이상 차이가 나기 때문이란 판단임

현재 동사의 '리니지M' MAU는 약 200만명 전후일 것으로 추정되는바, 출시 초기 600만명 이상의 잠재 유저층과 최근 증가된 '린저씨' 이외에 젊은 모바일 MMORPG 유저층까지 추가된다면, 동사 2019 신작들은 중박 이상의 흥행가능성은 상존한다는 의견임. 당리서치팀은 2Q19에 출시될 '리니지2M'의 2019년 평균 일매출액을 15억원으로 추정하였음('리니지M' 3Q18 23억원)

2019년 대형 게임주 TopPick 제시

2019년 기대되는 동사의 신작 모멘텀, 해외 인지도까지 있는 국내 최고 IP가치, 국내외 타사대비 낮은 밸류에이션 등을 감안, 동사를 2019년 대형 게임주 TopPick으로 제시함

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,122	-22.7	2.1	4,047	1.9
영업이익	1,387	-26.7	-0.2	1,320	5.0
세전계속사업이익	1,510	-14.7	6.4	1,404	7.5
지배순이익	1,110	-6.0	17.5	1,062	4.5
영업이익률 (%)	33.6	-1.9 %pt	-0.8 %pt	32.6	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	26.9	+4.8 %pt	+3.5 %pt	26.2	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	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	24.2	17.7
PBR		2.8	2.9	4.0	3.4
EV/EBITDA		12.9	11.1	14.9	11.7
ROE		14.9	19.1	17.4	22.2

자료: 유안타증권

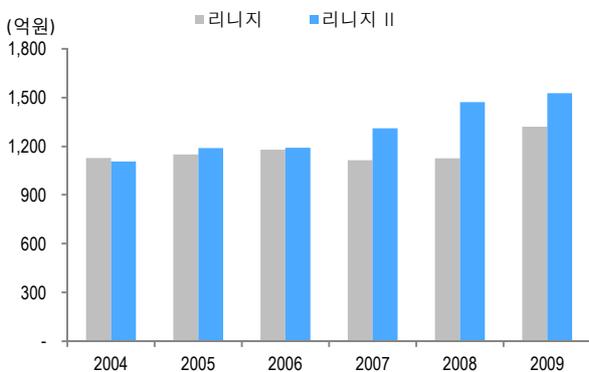
엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18	3Q18	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	9,065	12,228
리니지2M										3,833	3,833
기타 신작							-	-		-0	1,825
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%

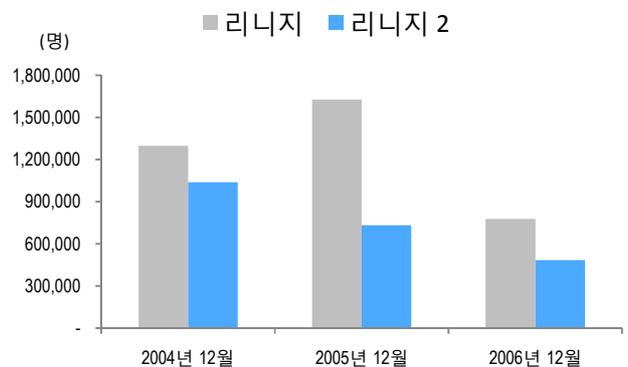
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

온라인 리니지 vs 리니지 2 매출액 비교 (2004~2009)



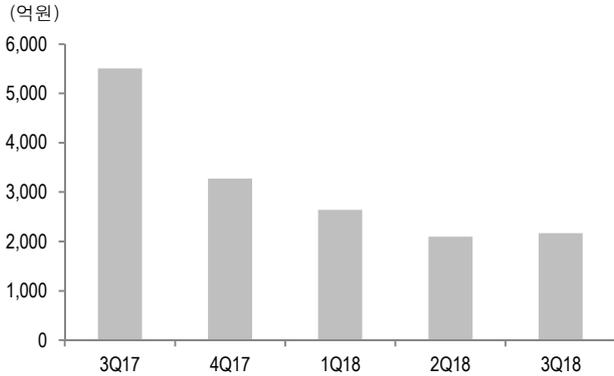
자료: 엔씨소프트

온라인 리니지 vs 리니지 2 월간 접속자수 비교 (2004~2006) (단위 : 명)



자료: 엔씨소프트

모바일 게임(리니지 M) 매출 추이



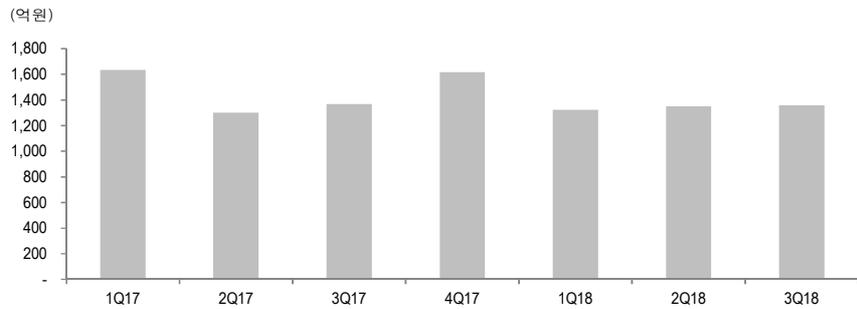
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

매출액 대비 인건비 비중



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC 게임 매출액 추이



자료: 엔씨소프트

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
평균			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 PvR(진영 간 대전)전투가 특징. '리니지2' IP 의 핵심인 '전투'를 가장 진보한 형태로 선보일 예정이며, 과거 온라인 '리니지2'가 출시되었을때, 동시대 최고의 그래픽으로 국내 3D MMORPG 시대를 열었던 만큼 '리니지2M' 도 현존 최고 사양의 Full 3D 하이엔드 퀄리티로 개발중	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 프리퀼로 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
법인세비용차감전순손익	3,461	6,102	6,818	8,490	8,557
법인세비용	747	1,662	2,162	2,122	2,139
계속사업순손익	2,714	4,440	4,656	6,367	6,418
중단사업순손익	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
포괄순이익	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
관계기업등 지분관련자산	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, 관계기업관련손익	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

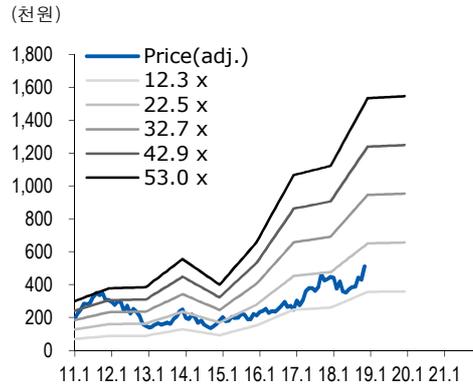
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

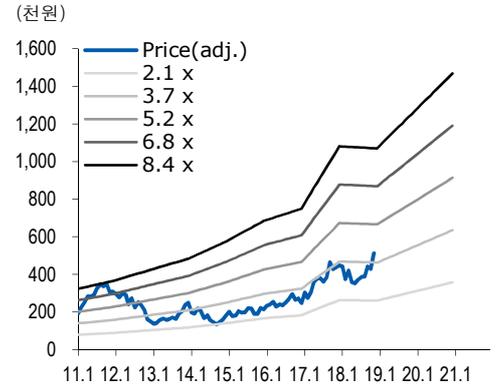
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	12,416	20,104	21,156	28,931	29,160
BPS	88,772	128,056	126,713	150,173	173,876
EBITDAPS	16,470	28,039	30,450	37,581	37,147
SPS	44,852	80,181	78,748	93,631	90,738
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
PER	20.1	18.6	24.2	17.7	17.6
PBR	2.8	2.9	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	12.9	11.1	14.9	11.7	11.4
PSR	5.6	4.7	6.5	5.5	5.6

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
지배순이익률 (%)	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

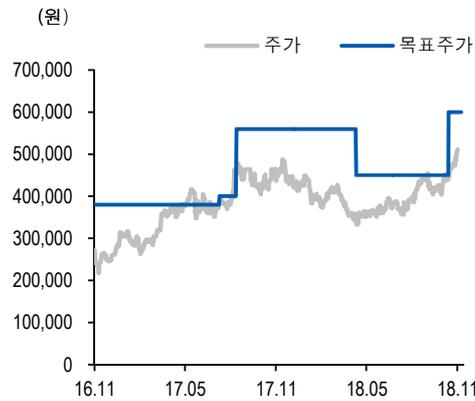
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-12-03	BUY	600,000	1년		
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)	1.6
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.2
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-29

※ 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.