

엔씨소프트 (036570)

양수점장 : 견조한 기존게임, 신규게임에 대한 기대

4분기 실적 예상을 상회할 듯

엔씨소프트 4분기 실적이 예상을 상회할 전망이다. “리니지M” 실적의 견조함과 예상보다 적은 비용지출이 개선된 실적기반이 될 전망이다. “리니지M”은 경쟁게임 출시에도 견조한 매출 1위를 유지하고 있다. 12월 6일 출시된 “블레이드앤소울 레볼루션” 흥행성과가 시장 기대치에 못 미치면서 “리니지M”의 견조한 트래픽과 매출유지가 돋보이고 있다. “리니지M” 매출은 12월 초 진행된 이벤트를 포함해 견고한 충성도를 기반으로 3분기 수준 또는 그 이상을 유지할 것으로 판단된다. 비용측면에서도 전년도 4분기 지급했던 특별성과급이 제거되는 등 전분기 대비 증가이슈는 제한적일 전망이다. 이를 바탕으로 엔씨소프트 4분기 매출은 4,053억원으로 3분기 수준을 유지할 것으로 판단되며 영업이익은 1,308억원으로 3분기 대비 6% 수준 감소할 전망이다. 이나 기존 추정치 대비 30% 정도 높은 수준이다.

기존 게임들의 견조한 매출에 신규게임에 대한 기대감

엔씨소프트 투자포인트는 신규게임에 대한 기대감 외에도 기존게임들이 견조한 매출을 유지하고 있다는 점이다. 신규게임 출시 전까지 실적은 감소할 것으로 판단되나 감소폭이 제한되며 투자심리를 개선시키고 있다. “리니지M” 매출이 적절한 업데이트와 이벤트를 통해 견조한 수준을 유지하고 있으며, 온라인 “리니지2”도 리마스터 프로젝트가 12월 중순 이후 시작되며 1분기 매출 증가를 기록할 것으로 기대되고 있다. 이를 기반으로 안정적 Valuation이 유지되며 신규게임 효과를 극대화할 수 있을 것으로 판단한다. 2019년 상반기 출시될 예정인 “리니지2M”에 대한 기대감은 관련 내용이 최초로 오픈된 11월 초 미디어데이 이후 매우 높은 수준을 유지하고 있다. 기존 온라인 “리니지2” IP를 그대로 답습하는 것이 아닌 대단위 전투를 포함한 MMORPG 특성을 살린 리메이크라 평가되고 있다. 시스템적 측면에서도 그래픽 디테일을 살리고 ‘오픈월드’를 구현함으로써 경쟁게임들 대비 차별화 될 전망이다.


Top Pick, 안정적인 주가흐름 지속할 것

“블레이드앤소울 레볼루션” 출시가 엔씨소프트 단기 주가흐름에 변동성을 부여할 것이라 우려에도 안정적 주가흐름을 지속하고 있다. “블레이드앤소울 레볼루션” 출시 후 트래픽과 매출규모가 예상을 하회함에 따라 엔씨소프트에 대한 투자심리는 개선되고 있는 모습이다. 12월부터 2019년 1~2월까지 “리니지2” 리마스터 출시 및 견조한 4분기 실적이 주가를 뒷받침할 것으로 예상되고 1분기 말 이후로는 “리니지2M” 출시에 대한 기대감이 주가를 견인할 것으로 예상되는 만큼 지속적 비중확대의 의견을 유지한다.

Update

BUY

| TP(12M): 640,000원 | CP(12월 12일): 503,000원

Key Data		Consensus Data		
		2018		2019
KOSPI 지수 (pt)	2,082.57	매출액(십억원)	1,719.1	2,120.1
52주 최고/최저(원)	512,000/32,500	영업이익(십억원)	634.1	824.0
시가총액(십억원)	11,035.3	순이익(십억원)	465.0	636.7
시가총액비중(%)	0.92	EPS(원)	21,045	28,782
발행주식수(천주)	21,939.0	BPS(원)	141,196	164,822
60일 평균 거래량(천주)	121.3	Stock Price		
60일 평균 거래대금(십억원)	54.9			
18년 배당금(예상, 원)	7,280			
18년 배당수익률(예상, %)	1.45			
외국인지분율(%)	50.17			
주요주주 지분율(%)				
김택진 외 8인	12.01			
국민연금	11.67			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	12.4 37.1 7.9			
상대	12.3 62.5 27.6			

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	983.6	1,758.7	1,720.8	2,299.9	3,627.3
영업이익	십억원	328.8	585.0	633.2	829.3	1,589.6
세전이익	십억원	346.1	610.2	666.1	860.9	1,622.5
순이익	십억원	272.3	441.0	452.5	641.8	1,209.5
EPS	원	12,416	20,104	20,624	29,253	55,131
증감률	%	64.6	61.9	2.6	41.8	88.5
PER	배	19.93	22.26	24.39	17.19	9.12
PBR	배	2.66	3.41	3.87	3.30	2.51
EV/EBITDA	배	12.74	13.71	13.04	9.29	4.21
ROE	%	14.90	19.14	17.06	22.69	33.55
BPS	원	93,096	131,144	129,894	152,315	200,613
DPS	원	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280

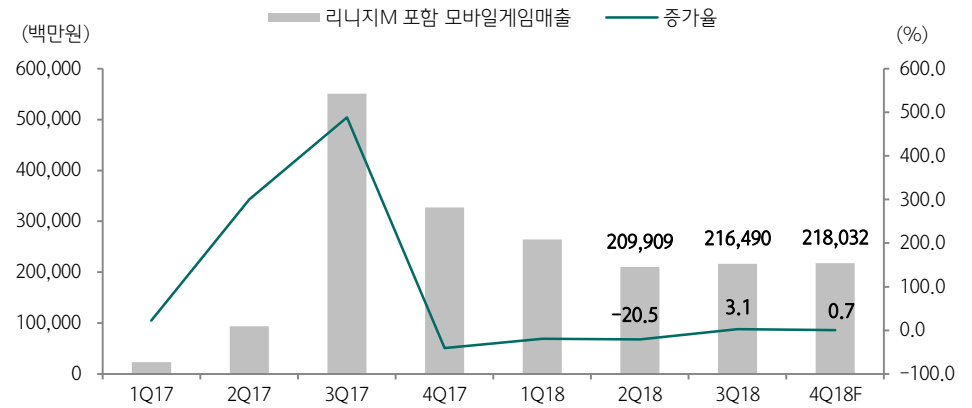


Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

그림 1. 엔씨소프트의 견조한 모바일게임 매출

“리니지” IP에 대한 강력한 충성도 및 엔씨소프트의 운영노하우가 견조한 매출의 기반



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 1. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	1,758,722	1,720,765	2,299,899	475,169	436,461	403,831	405,305	406,293	479,283	681,089	733,234
성장률(%)	78.8	(2.2)	33.7	(10.9)	(8.1)	(7.5)	0.4	0.2	18.0	42.1	7.7
게임매출액	1,555,960	1,439,105	2,001,514	391,005	344,040	352,265	351,796	348,434	424,124	589,883	639,073
리니지1	154,421	152,978	164,845	28,268	42,089	40,303	42,318	44,434	42,212	40,102	38,097
리니지2	65,791	58,218	54,270	14,233	13,340	15,635	15,010	14,409	13,833	13,280	12,748
길드워1/2	82,831	84,583	71,626	23,647	19,860	20,957	20,119	19,113	18,348	17,431	16,734
아이온	46,969	66,295	54,799	18,761	15,618	16,367	15,549	14,771	14,033	13,331	12,664
블레이드앤소울	161,123	122,992	103,316	33,894	30,647	30,098	28,353	27,292	26,283	25,325	24,415
모바일	995,266	908,537	1,503,000	264,106	209,909	216,490	218,032	216,000	297,000	468,000	522,000
기타	49,559	45,503	49,659	8,096	12,577	12,415	12,415	12,415	12,415	12,415	12,415
로열티	202,762	281,659	298,384	84,164	92,421	51,566	53,509	57,859	55,159	91,206	94,160
영업비용	1,173,703	1,087,613	1,470,621	271,331	276,950	264,822	274,510	276,938	330,414	407,343	455,927
인건비	562,334	532,236	600,290	125,044	146,853	128,881	131,459	140,792	143,608	146,480	169,410
감가상각비	28,728	28,652	33,887	6,545	6,608	7,635	7,864	8,100	8,343	8,593	8,851
매출변동비	341,677	302,962	491,188	86,869	70,553	72,577	72,963	72,296	97,879	151,989	169,023
마케팅비	83,010	58,748	137,379	10,771	14,973	16,513	16,491	17,422	33,930	41,292	44,735
기타	157,953	165,015	207,877	42,103	37,963	39,216	45,733	38,328	46,654	58,988	63,907
영업이익	585,019	633,151	829,278	203,838	159,511	139,008	130,795	129,355	148,869	273,746	277,307
성장률(%)	77.9	8.2	31.0	7.7	(21.7)	(12.9)	(5.9)	(1.1)	15.1	83.9	1.3
이익률(%)	33.3	36.8	36.1	42.9	36.5	34.4	32.3	31.8	31.1	40.2	37.8
순이익	443,948	456,419	652,564	119,165	140,241	94,428	102,585	104,044	118,836	213,492	216,192
이익률(%)	25.2	26.5	28.4	25.1	32.1	23.4	25.3	25.6	24.8	31.3	29.5

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

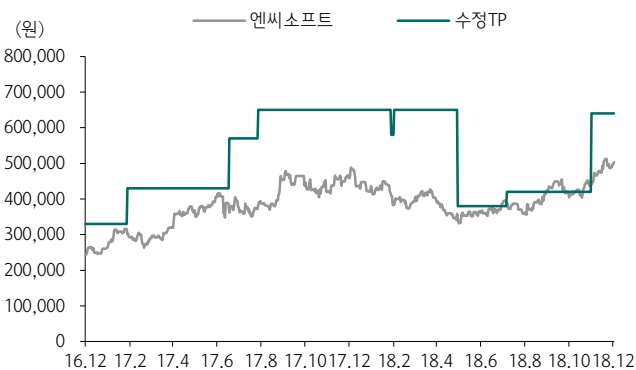
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	983.6	1,758.7	1,720.8	2,299.9	3,627.3
매출원가	187.6	211.5	0.0	0.0	0.0
매출총이익	796.0	1,547.2	1,720.8	2,299.9	3,627.3
판매비	467.2	962.2	1,087.6	1,470.6	2,037.6
영업이익	328.8	585.0	633.2	829.3	1,589.6
금융손익	10.7	11.4	37.3	31.6	32.8
중속/관계기업손익	7.3	(1.6)	1.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.7)	15.3	(5.5)	0.0	0.0
세전이익	346.1	610.2	666.1	860.9	1,622.5
법인세	74.7	166.2	209.7	208.3	392.6
계속사업이익	271.4	444.0	456.4	652.6	1,229.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	271.4	444.0	456.4	652.6	1,229.8
비지배주주지분 손익	(0.9)	3.1	4.0	10.8	20.3
지배주주순이익	272.3	441.0	452.5	641.8	1,209.5
지배주주지분포괄이익	329.0	916.4	134.0	667.2	1,257.3
NOPAT	257.8	425.7	433.8	628.6	1,205.0
EBITDA	361.2	615.0	661.6	856.2	1,613.0
성장성(%)					
매출액증가율	17.3	78.8	(2.2)	33.7	57.7
NOPAT증가율	56.3	65.1	1.9	44.9	91.7
EBITDA증가율	32.6	70.3	7.6	29.4	88.4
영업이익증가율	38.4	77.9	8.2	31.0	91.7
(지배주주)순이익증가율	64.6	62.0	2.6	41.8	88.5
EPS증가율	64.6	61.9	2.6	41.8	88.5
수익성(%)					
매출총이익률	80.9	88.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	36.7	35.0	38.4	37.2	44.5
영업이익률	33.4	33.3	36.8	36.1	43.8
계속사업이익률	27.6	25.2	26.5	28.4	33.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,416	20,104	20,624	29,253	55,131
BPS	93,096	131,144	129,894	152,315	200,613
CFPS	17,610	28,692	30,343	39,027	73,522
EBITDAPS	16,470	28,039	30,156	39,027	73,522
SPS	44,852	80,181	78,434	104,831	165,334
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가지표(배)					
PER	19.9	22.3	24.4	17.2	9.1
PBR	2.7	3.4	3.9	3.3	2.5
PCFR	14.1	15.6	16.6	12.9	6.8
EV/EBITDA	12.7	13.7	13.0	9.3	4.2
PSR	5.5	5.6	6.4	4.8	3.0
재무비율(%)					
ROE	14.9	19.1	17.1	22.7	33.6
ROA	11.9	15.0	13.5	17.9	26.3
ROIC	108.2	171.9	193.0	361.4	1,172.4
부채비율	24.5	29.2	22.1	28.6	25.2
순부채비율	(44.0)	(51.1)	(93.3)	(100.1)	(102.6)
이자보상배율(배)	110.4	179.6	138.8	99.0	189.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,191.6	1,772.7	2,750.3	3,571.1	4,828.5
금융자산	984.3	1,544.3	2,576.4	3,257.0	4,440.1
현금성자산	144.8	187.3	2,576.4	3,257.0	4,440.1
매출채권 등	166.6	203.5	154.6	279.7	345.9
재고자산	0.7	0.5	0.4	0.7	0.9
기타유동자산	40.0	24.4	18.9	33.7	41.6
비유동자산	1,169.2	1,753.8	419.5	413.4	401.1
투자자산	629.1	1,337.0	25.7	46.5	57.5
금융자산	557.8	1,303.2	0.0	0.0	0.0
유형자산	224.7	229.1	224.8	201.8	181.6
무형자산	53.3	52.4	50.3	46.4	43.2
기타비유동자산	262.1	135.3	118.7	118.7	118.8
자산총계	2,360.8	3,526.6	3,169.9	3,984.5	5,229.6
유동부채	284.4	455.8	436.9	637.4	743.5
금융부채	0.0	0.0	154.8	154.8	154.8
매입채무 등	119.1	219.7	176.7	319.7	395.4
기타유동부채	165.3	236.1	105.4	162.9	193.3
비유동부채	180.9	341.5	137.8	249.3	308.3
금융부채	149.7	149.8	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	31.2	191.7	137.8	249.3	308.3
부채총계	465.3	797.3	574.7	886.7	1,051.8
지배주주지분	1,885.6	2,721.2	2,583.1	3,074.9	4,134.6
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	431.7	432.6	432.6	432.6	432.6
자본조정	(153.1)	(153.6)	(264.3)	(264.3)	(264.3)
기타포괄이익누계액	52.2	525.3	204.9	204.9	204.9
이익잉여금	1,543.8	1,905.9	2,198.9	2,690.7	3,750.3
비지배주주지분	9.9	8.0	12.1	22.9	43.2
자본총계	1,895.5	2,729.2	2,595.2	3,097.8	4,177.8
순금융부채	(834.6)	(1,394.4)	(2,421.6)	(3,102.1)	(4,285.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	112.0	595.2	427.3	851.2	1,344.1
당기순이익	271.4	444.0	456.4	652.6	1,229.8
조정	(5.0)	140.4	(25.6)	26.8	23.4
감가상각비	32.4	30.0	28.4	26.9	23.3
외환거래손익	(6.8)	6.3	(8.1)	0.0	0.0
지분법손익	(7.3)	3.4	(1.2)	0.0	0.0
기타	(23.3)	100.7	(44.7)	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(154.4)	10.8	(3.5)	171.8	90.9
투자활동 현금흐름	(138.7)	(459.6)	2,220.8	(20.8)	(11.0)
투자자산감소(증가)	(71.8)	(708.0)	1,316.2	(20.8)	(11.0)
유형자산감소(증가)	(14.8)	(28.2)	(18.9)	0.0	0.0
기타	(52.1)	276.6	923.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(73.8)	(79.7)	(260.4)	(149.9)	(149.9)
금융부채증가(감소)	148.6	0.1	5.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(9.5)	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(152.8)	0.4	(110.7)	0.0	0.0
배당지급	(60.1)	(81.1)	(154.7)	(149.9)	(149.9)
현금의 증감	(103.3)	42.4	2,389.2	680.5	1,183.2
Unlevered CFO	386.2	629.3	665.7	856.2	1,613.0
Free Cash Flow	95.4	566.4	408.2	851.2	1,344.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.12	BUY	640,000		
18.7.18	Neutral	420,000	-3.33%	8.33%
18.5.11	Neutral	380,000	-4.31%	3.95%
18.2.12	BUY	650,000	-39.82%	-34.31%
18.2.8	BUY	580,000	-31.81%	-29.74%
17.8.8	BUY	650,000	-33.34%	-24.92%
17.6.29	BUY	570,000	-34.72%	-28.95%
17.2.8	BUY	430,000	-21.54%	-3.26%
16.12.13	BUY	330,000	-16.39%	-4.24%
16.8.20	BUY	300,000	-9.89%	1.67%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.8%	4.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 12월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 12월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 12월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.