

엔씨소프트 (036570)

SW/SI

이창영



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	600,000원 (M)
현재주가 (2/12)	433,500원
상승여력	38%

시가총액	95,106억원
총발행주식수	21,939,022주
60일 평균 거래대금	554억원
60일 평균 거래량	115,812주
52주 고	512,000원
52주 저	332,500원
외인지분율	48.73%
주요주주	김택진 외 8 인 12.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.4)	(3.1)	10.4
상대	(16.1)	(8.0)	20.3
절대(달려환산)	(12.0)	(2.3)	6.6

항상 있었던 일이긴 하지만

2018년 4분기 실적 Review

매출액 3,997억원(YoY -25%, QoQ -1%), 영업이익 1,126억원(YoY -41%, QoQ -19%), 순이익 666억원(YoY -44%, QoQ -28%). '리니지M'의 견조한 매출(QoQ +3%) 과 온라인 '리니지2' 매출 급증으로 전체 매출은 QoQ 견조하였으나, 인센티브 지급에 따른 인건비 증가(QoQ +5%), 'NC다이노스' 관련 기타비용 증가(약 100억원)로 영업이익 컨센서스 하회.

'리니지2M' 의 하반기 출시 가능성

상반기 출시로 기대했던 동사 모바일 신규大作 '리니지2M'의 출시 일정이 하반기 출시 가능성이 높아짐에 따라 2019년 실적은 하반기에 편중될 가능성이 높아짐.

그러나, (1) 온라인 '리니지 리마스터'의 3월 또는 4월 출시, (2) 온라인 '리니지2'의 유저회귀에 따른 매출 급등(QoQ +32%, YoY +37%), (3) '리니지M'의 2019 지속적인 업데이트 (4) '블소R', '리니지 1,2' 등 동사 IP에 대한 꾸준한 로열티 수입은 2019년 실적의 하방 경직성을 담보해줄 수 있을 것으로 예상됨.

또한, '리니지2M'의 하반기 출시 가능성은 원래 기대했던 것 보다 2~3개월 지연될 가능성이 높을 것으로 예상되는 바, 동사 기업가치에 지속적인 영향을 주지는 않을 것으로 예상됨.

투자 의견 BUY, 목표주가 60만원 유지

기대했던 신규大作 게임의 지연출시 가능성으로 동사의 실적 상승 모멘텀이 2~3개월 늦추어지고, 2019년 실적도 하향조정이 불가피 하지만, 게임회사 신규 게임 출시는 항상 불확실성이 내포 되어있으며, 현재 상황으로 지연기간이 크게 길어질 가능성은 높지 않고, 출시 일정 변경이 미래 기대 수익의 현재가치에 큰 변화를 주지는 않을 것으로 예상함.

투자 의견 BUY, 목표주가 60만원을 유지함

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,997	-25.1	-1.0	4,036	-1.0
영업이익	1,126	-40.5	-19.0	1,294	-13.0
세전계속사업이익	1,064	-39.9	-25.1	1,321	-19.5
지배순이익	666	-43.6	-28.3	1,020	-34.7
영업이익률 (%)	28.2	-7.3 %pt	-6.2 %pt	32.1	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	16.7	-5.4 %pt	-6.3 %pt	25.3	-8.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	9,836	17,587	17,151	18,052
영업이익	3,288	5,850	6,149	6,185
지배순이익	2,723	4,410	4,182	4,942
PER	20.1	18.6	24.5	19.2
PBR	2.8	2.9	4.0	3.2
EV/EBITDA	12.9	11.1	12.9	12.4
ROE	14.9	19.1	16.4	19.2

자료: 유안타증권

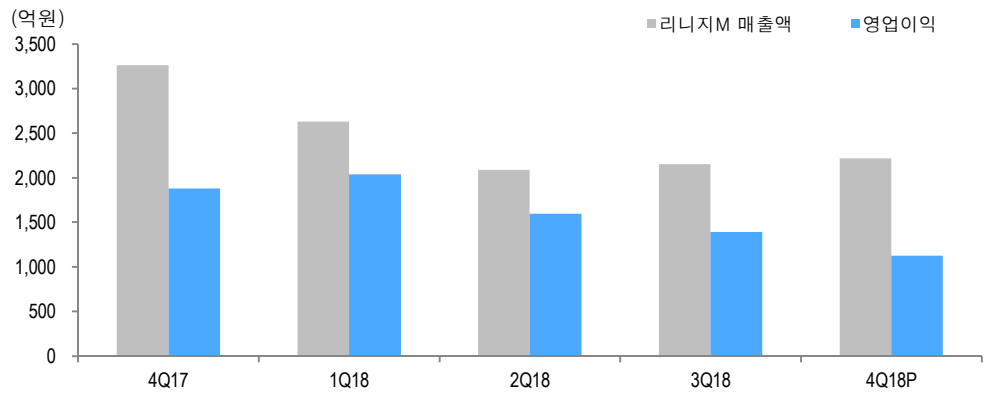
엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2020E
Sales	5,323	4,752	4,365	4,038	3,997	3,973	4,090	4,869	5,120	17,577	17,151	18,052	21,622
YoY%)					-25%	-16%	-6%	21%	28%	79%	-2%	5%	20%
Lineage 1	338	283	421	403	390	398	518	533	559	1,544	1,497	2,008	1,905
Lineage 2	151	142	133	156	207	180	175	169	184	657	639	707	434
Aion	127	188	156	164	127	130	134	134	144	470	634	544	489
Blade & Soul	395	339	306	301	250	252	255	258	267	1,611	1,196	1,032	1,029
Guild War 2	349	236	199	210	157	160	160	160	167	828	802	648	767
Royalty Sales	595	842	924	516	534	652	594	544	487	2,028	2,816	2,276	2,660
기타	108	81	126	124	104	93	84	109	152	496	435	439	470
모바일게임	3,271	2,641	2,099	2,165	2,228	2,107	2,170	2,962	3,159	9,943	9,133	10,398	12,045
리니지 m	3,261	2,631	2,089	2,155	2,218	2,107	2,170	2,062	1,959	9,943	9,093	8,298	6,205
리니지2m	0	0	0	0	0	0	0	900	900	0	0	1,800	2,190
TL 등 온라인 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,823
Cost	3,441	2,713	2,770	2,648	2,871	2,724	2,799	3,035	3,308	11,713	11,002	11,867	13,248
Salaries Expenses	1,610	1,250	1,469	1,289	1,357	1,348	1,377	1,383	1,499	5,623	5,364	5,606	5,947
Royalty	12	12	8	10	8	9	9	9	14	79	38	40	43
결제수수료	62	57	59	60	60	57	60	72	75	279	235	265	365
외주(Box)제작비	4	2	1	2	24	5	5	3	15	18	29	28	21
유통수수료	990	795	632	652	671	648	667	905	964	3,017	2,749	3,184	3,706
Advertising	242	108	150	165	159	167	200	167	223	830	582	757	853
감가상각비	69	65	66	76	69	72	70	67	67	287	277	276	269
기타	438	421	380	392	518	418	411	430	452	1,580	1,711	1,711	2,044
영업이익	1,882	2,038	1,595	1,390	1,126	1,249	1,291	1,834	1,812	5,865	6,149	6,185	8,374
YoY(%)	85.0%	569.7%	324.6%	-57.6%	-40.2%	-38.7%	-19.1%	31.9%	60.9%	78.4%	5%	1%	35%
영업이익률	35.4%	42.9%	36.5%	34.4%	28.2%	10.9%	3.3%	42.1%	-1.2%	33.4%	35.9%	34.3%	38.7%

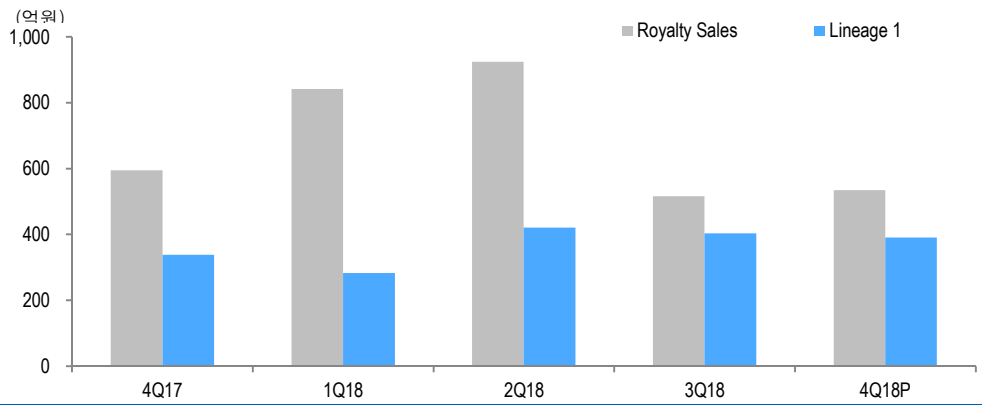
자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 M 매출액대비 영업이익



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

Royalty Sales 대비 Lineage 1 매출



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액	9,836	17,587	17,151	18,052	21,622
매출원가	1,876	2,115	0	0	0
매출총이익	7,960	15,472	17,151	18,052	21,622
판매비	4,672	9,622	11,002	11,867	13,248
영업이익	3,288	5,850	6,149	6,185	8,374
EBITDA	3,612	6,150	6,435	6,485	8,668
영업외손익	173	252	222	455	661
외환관련손익	68	-174	171	121	155
이자손익	186	157	256	430	554
관계기업관련손익	73	-16	-25	69	78
기타	-154	284	-180	-164	-125
법인세비용차감전순손익	3,461	6,102	6,372	6,640	9,035
법인세비용	747	1,662	2,158	1,660	2,259
계속사업순손익	2,714	4,440	4,214	4,980	6,776
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	4,214	4,980	6,776
지배지분순이익	2,723	4,410	4,182	4,942	6,725
포괄순이익	3,295	9,190	-652	4,925	6,715
지배지분포괄이익	3,290	9,164	-681	5,148	7,019

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
유동자산	11,916	17,727	15,737	18,346	22,514
현금및현금성자산	1,448	1,873	2,662	4,956	6,876
매출채권 및 기타채권	1,666	2,035	1,454	1,538	1,842
재고자산	7	5	4	5	6
비유동자산	11,692	17,538	13,941	14,815	15,954
유형자산	2,247	2,291	2,316	2,300	2,287
관계기업 등 자본관련자산	712	338	550	783	1,016
기타투자자산	5,578	13,032	9,339	9,950	10,855
자산총계	23,608	35,266	29,678	33,162	38,468
유동부채	2,844	4,558	4,533	4,334	4,150
매입채무 및 기타채무	1,191	2,197	1,852	1,944	2,041
단기차입금	0	0	99	198	298
유동성장기부채	0	0	1,499	999	499
비유동부채	1,809	3,415	1,217	1,191	1,184
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,497	1,498	0	0	0
부채총계	4,653	7,973	5,750	5,525	5,333
지배지분	18,856	27,212	23,846	27,542	33,021
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326
이익잉여금	15,438	19,059	21,646	25,342	30,821
비지배지분	99	80	82	95	114
자본총계	18,955	27,292	23,928	27,637	33,135
순차입금	-8,346	-13,944	-12,206	-14,690	-18,099
총차입금	1,497	1,498	1,598	1,198	797

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,120	5,952	3,202	3,848	5,405
당기순이익	2,714	4,440	4,214	4,980	6,776
감가상각비	265	269	254	274	272
외환손익	-68	63	-158	-121	-155
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	-69	-78
자산부채의 증감	-1,544	108	-756	-1,457	-1,676
기타현금흐름	-246	1,072	-352	240	265
투자활동 현금흐름	-1,387	-4,596	1,651	1,229	-31
투자자산	-2,576	85	104	-1,284	-1,284
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-288	-261	-261	-261
유형자산 감소	19	6	3	3	3
기타현금흐름	1,337	-4,399	1,805	2,772	1,511
재무활동 현금흐름	-738	-797	-2,551	-2,021	-2,346
단기차입금	0	0	99	99	99
사채 및 장기차입금	1,495	0	0	-500	-500
자본	60	0	0	0	0
현금배당	-601	-811	-1,547	-1,624	-1,949
기타현금흐름	-1,692	14	-1,104	4	4
연결범위변동 등 기타	-28	-134	-1,512	-761	-1,107
현금의 증감	-1,033	424	790	2,294	1,920
기초 현금	2,481	1,448	1,873	2,662	4,956
기말 현금	1,448	1,873	2,662	4,956	6,876
NOPLAT	3,288	5,850	6,149	6,185	8,374
FCF	1,191	4,376	3,335	3,221	4,638

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

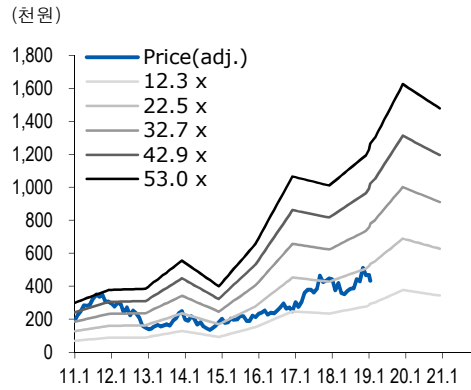
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

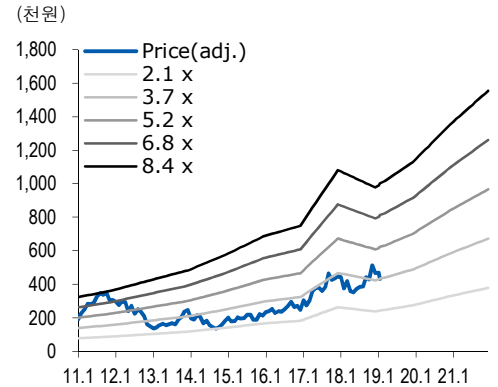
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
EPS	12,416	20,104	19,060	22,527	30,652
BPS	88,772	128,056	115,798	133,749	160,355
EBITDAPS	16,470	28,039	29,334	29,561	39,511
SPS	44,852	80,181	78,176	82,283	98,554
DPS	3,820	7,280	6,050	6,050	6,050
PER	20.1	18.6	24.5	19.2	14.1
PBR	2.8	2.9	4.0	3.2	2.7
EV/EBITDA	12.9	11.1	12.9	12.4	8.9
PSR	5.6	4.7	6.0	5.3	4.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	17.3	78.8	-2.5	5.3	19.8
영업이익 증가율 (%)	38.4	77.9	5.1	0.6	35.4
지배순이익 증가율 (%)	64.6	62.0	-5.2	18.2	36.1
매출총이익률 (%)	80.9	88.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.4	33.3	35.9	34.3	38.7
지배순이익률 (%)	27.7	25.1	24.4	27.4	31.1
EBITDA 마진 (%)	36.7	35.0	37.5	35.9	40.1
ROIC	177.1	333.7	345.0	236.9	246.0
ROA	11.9	15.0	12.9	15.7	18.8
ROE	14.9	19.1	16.4	19.2	22.2
부채비율 (%)	24.5	29.2	24.0	20.0	16.1
순차입금/자기자본 (%)	-44.3	-51.2	-51.2	-53.3	-54.8
영업이익/금융비용 (배)	110.4	179.6	183.7	2,582.3	5,252.2

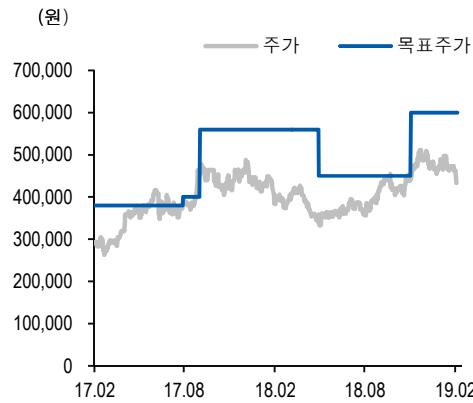
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-13	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

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)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-10

※ 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.