

2019. 2.13



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 550,000 원

현재주가 (2.12) 433,500 원

상승여력 21.2%

KOSPI 2,190.47pt

시가총액 95,106억원

발행주식수 2,194만주

유동주식비율 81.85%

외국인비중 49.05%

52주 최고/최저가 512,000원/322,500원

평균거래대금 553.9억원

## 주요주주(%)

김택진 외 8 인 12.01

국민연금 11.05

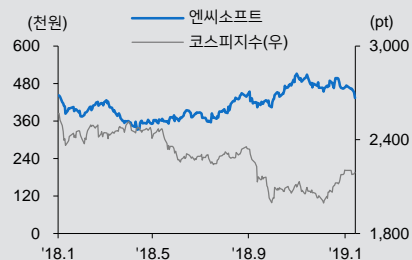
넷마블 8.89

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -11.4 20.1 10.4

상대주가 -16.1 25.1 20.3

## 주가그래프



## 엔씨소프트 036570

## 출시지연 아쉽지만, 조정은 '기회'

- ✓ 4Q18 실적, 기대치 소폭 하회. 4Q '리니지M'의 국내 일매출은 24억원 수준으로 상승세 유지. 야구단 관련 선수영입비용 100억원은 일회성 성격
- ✓ 리니지2M의 출시 시점은 하반기로 다소 지연됐으나 완성도 높이는 작업 진행중
- ✓ 투자 의견 Buy 유지하나 적정주가는 실적추정치 하향 조정으로 55만원으로 조정 제시. 적정주가의 2019E Target PER은 21배 수준

## 4Q18 실적, 기대치 소폭 하회

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 3,897억원(-25.1% YoY), 1,126억원(-40.5% YoY) 기록. 당사추정치(매출액 3,899억원, 영업이익 1,287억원) 대비 외형은 부합. 이익은 소폭 하회하였다. 리니지M의 일매출액은 24억원 수준으로 상승세 유지하였으며 PC게임 5종 매출액은 하향안정화되며 8% QoQ 감소하였다. 영업이익이 예상치 하회한 이유는 임직원 인센티브 회계적인 인식(약 70억원)에 근거하며 참고로 야구단 선수영입 계약금 반영 비용은 약 100억원 수준이었다.

## 2Q19부터 이익 성장성 회복

1Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,977억원(-16.3% YoY), 1,223억원(-40.0% YoY)으로 추정하며 리니지M 매출 소폭 하회되나, 불소레블루션 로열티 매출액 온기 반영되며 야구단 관련 비용도 제거된다. 2Q19 영업이익은 1,354억원(-15.1% YoY, 10.7% QoQ)으로 성장성 회복 예상하는데 1) 3~4월 리니지리마스터 출시로 PC게임 매출액 반등하며 2) 리니지M의 아시아 지역 확장 등에 근거한다.

## 조정은 '기회'일뿐

동사에 대한 투자 의견 Buy하나, 적정주가는 실적추정치 하향으로 기존 63만원에서 55만원으로 하향한다. 게임 출시 지연으로 2019년 이익 전망치 다소 조정되었으나 19년 이후 신규 모바일게임 출시로 레벨업될 실적과 기업가치는 변함없어 추가조정은 강력한 매수기회이다. 참고로 동사 기업가치의 Rock Bottom은 2019E PER 15배 수준인 8.8조원 수준으로 판단된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018	1,715.1	614.9	441.4	20,118	-0.1	109,931	23.2	4.2	15.1	17.2	24.8
2019E	1,829.5	709.4	559.3	25,491	26.0	149,230	17.8	3.0	12.2	19.7	19.9
2020E	2,406.7	1,088.0	851.0	38,788	52.2	181,916	11.7	2.5	7.6	23.4	17.9
2021E	2,775.9	1,397.1	1,089.2	49,647	28.0	225,383	9.1	2.0	5.4	24.4	15.9

표1 엔씨소프트 4Q18 실적 Review – 기대치 소폭 하회

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	당사예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	399.7	533.3	-25.1%	403.8	-1.0%	389.9	2.5%	404.2	-1.1%
PC	113.1	136.0	-16.8%	123.4	-8.3%	116.1	-2.6%		
리니지	39.0	33.8	15.6%	40.3	-3.1%	37.8	3.3%	-	-
리니지2	20.7	15.1	37.0%	15.6	32.3%	14.2	45.6%	-	-
아이온	12.7	12.7	-0.2%	16.4	-22.6%	15.1	-16.1%	-	-
블레이드앤소울	25.0	39.5	-36.7%	30.1	-17.0%	37.7	-33.7%	-	-
길드워2	15.7	34.9	-55.0%	21.0	-25.1%	11.3	38.9%	-	-
로열티	53.4	59.5	-10.3%	51.6	3.6%	64.5	-17.2%	-	-
모바일	222.8	327.1	-31.9%	216.5	2.9%	194.9	14.3%	-	-
리니지M	211.6	322.0		211.6	0.0%	184.0	15.0%	-	-
기타	10.4	10.7	-3.5%	12.4	-16.4%	14.3	-27.4%	-	-
영업이익	112.6	189.2	-40.5%	139.0	-19.0%	128.7	-12.5%	129.8	-13.3%
세전이익	116.6	177.1	-34.2%	141.9	-17.9%	132.7	-12.1%	-	-
지배순이익	89.8	118.1	-24.0%	92.9	-3.3%	102.2	-12.1%	103.8	-13.5%
영업이익률(%)	28.2%	35.5%	-7.3%	34.4%	-6.3%	33.0%	-4.8%	32.1%	-3.9%
순이익률(%)	22.5%	22.1%	0.3%	23.0%	-0.5%	26.2%	-3.7%	25.7%	-3.2%

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망 – 2019년 큰 폭의 성장 기대

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	475.2	436.5	403.8	399.7	397.7	406.1	500.9	524.8	1,758.7	1,715.1	1,829.5
PC	118.8	121.6	123.4	113.1	109.7	129.9	141.8	142.2	511.1	476.8	523.5
리니지	28.3	42.1	40.3	39.0	38.5	54.5	60.2	58.5	154.4	149.7	211.8
리니지2	14.2	13.3	15.6	20.7	14.0	13.7	13.4	13.1	65.8	63.9	54.2
아이온	18.8	15.6	16.4	12.7	16.1	15.3	15.1	15.0	47.0	63.4	61.5
블레이드앤소울	33.9	30.6	30.1	25.0	25.4	30.2	34.2	38.5	161.1	119.6	128.3
길드워2	23.6	19.9	21.0	15.7	15.7	16.2	18.9	17.0	82.8	80.2	67.8
로열티	84.2	92.4	51.6	53.4	62.2	65.9	58.4	53.7	202.8	281.6	240.1
모바일	264.1	209.9	216.5	222.8	213.3	195.7	285.0	314.5	995.3	913.3	1,008.4
리니지M	262.2	193.2	211.6	220.8	202.4	184.0	165.6	147.2	935.6	887.8	699.2
리니지2M							108.0	156.4			264.4
기타	8.1	12.6	12.4	10.4	12.5	14.7	14.5	14.6	49.6	43.5	56.3
영업비용	271.1	277.2	264.8	287.1	275.4	270.7	275.1	298.8	962.2	1,100.2	1,120.1
인건비	73.8	85.2	81.0	101.1	104.0	105.7	107.4	109.1	300.3	341.0	426.2
경상연구개발비	69.5	75.7	66.6	62.9	53.2	52.3	53.3	68.3	189.5	274.7	227.0
지급수수료	92.2	73.3	75.6	79.3	75.9	69.6	71.2	75.5	342.5	320.4	292.2
광고선전비	10.6	14.9	15.5	15.9	14.2	14.6	14.2	16.5	80.3	56.9	59.5
기타	25.0	28.1	26.2	27.9	28.1	28.6	29.0	29.5	49.6	107.2	115.2
영업이익	203.8	159.5	139.0	112.6	122.3	135.4	225.8	226.0	585.0	614.9	709.4
세전이익	196.4	192.5	141.9	116.6	126.2	139.5	230.1	230.5	610.2	647.4	726.2
지배순이익	118.8	139.9	92.9	89.8	97.2	107.4	177.2	177.5	441.0	441.4	559.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 엔씨소프트 실적추정치 조정내역

(단위:십억원, 원)		2019E	2020E	2021E
매출액	수정후	1,829.5	2,406.7	2,775.9
	수정전	2,160.0	2,240.0	2,575.0
	% diff	-15.3%	7.4%	7.8%
영업이익	수정후	709.4	1,088.0	1,397.1
	수정전	840.2	962.2	1,085.4
	% diff	-15.6%	13.1%	28.7%
지배순이익	수정후	559.2	851.0	1,089.2
	수정전	685.0	753.0	858.0
	% diff	-18.4%	13.0%	26.9%

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표4 2019년 이후 게임 라인업

	1H19		2H19		2020	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	리니지M	아시아 지역(일본) 출시	리니지2M (리니지2)	국내	블레이드앤소울2	국내
	아이온 레기온즈 오브 워	1월 25일 글로벌 출시 (한국 제외)	블레이드앤소울S	국내	아이온2 (아이온)	국내
					블레이드앤소울M	국내
PC	리니지 리마스터	3~4월 정식 출시	프로젝트TL (CBT 예정)	국내		

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

- Q 엔씨소프트 인력 전망, 올해 경쟁사 넥슨이 시장 매물로 나오면서 인력 이동 가능성 및 전망?**
- A** ■ 2019년도 2018년과 마찬가지로 큰 폭의 증가는 예상하고 있지 않음. 현재 개발자수와 동시 운영하는 프로젝트수로 보면 현재 인력으로 충분히 커버 가능함. 내부 프로젝트 통해 인력순환 강화하는 쪽으로 가고 있음. 외부 변화로 인한 인력 이동보다는 인력 이동의 품질의 변화가 있을 것으로 예상
- Q 리니지2M를 포함한 모바일게임 출시 일정?**
- A** ■ 신작 출시 시점은 현재로선 정확하게 말씀드리기 어려움. 개발 마무리 단계인데 어떤 게임을 언제 출시하는게 좋을지 시장 상황과 게임의 마지막 폴리싱 상황 등을 보면서 내부적으로 결정해야하는 과정 필요
- Q 리니지2M만의 차별화된 전략?**
- A** ■ 모바일 최대 규모의 full 3d seamless 오픈월드 게임. 높은 자유도 가지고 융합적으로 모바일에서도 이런 게임 할수 있나 새로운 경험 제공할 수 있을 것
- Q 신규IP 확보를 위한 전략, 내부 확보가 지연된다면 M&A 통한 IP확보 계획이 있는가?**
- A** ■ 모바일은 기존 IP 활용하는 전략이 맞고, 현재 온라인에서 TL 포함해서 향후 5년 사이에 나올수 있는 작품들을 3개 정도 이상 준비하고 있음. M&A 통한 IP 확보보다는 우리가 갖지 못한 개발력, 스토리텔링 등의 노력은 지속적으로 하고 있습니다. 아직까지 결과가 있다고 내놓지 못하는 부분이고 강점 보이고 있는 IP의 모바일화와 재해석 통한 모바일게임 제작이 한 부분이고 다음 신작 위한 새로운 IP 개발, 현재 부족한 콘솔, 스토리텔링 강화하기 위한 M&A 타겟을 찾는 작업들이 동시에 다 진행되고 있음
- Q 리니지 리마스터 2차 CBT 진행 중인데 유저들의 반응이 어떠한지?**
- A** ■ 리니지 리마스터는 1차 테스트 진행했고 여러가지 지적사항 있어서 현재 2차 테스트 진행 중임. 정확하게 코멘트하기 어려우나 다만 2차 테스트 반응은 1차 보다는 좋아졌음
- 출시 시점은 20년이 넘게 진행한 게임을 다시 마스터하는 거라서 유저들의 평이 굉장히 갈릴수 있어서 튜닝 작업을 하고 있는 상황. 멀지 않은 시점에 출시할 수 있을 것으로 생각함

**Q 넥슨 M&A 관련 엔씨소프트의 입장은?**

**A** ■ 엔씨소프트는 전혀 검토하고 있지 않음

**Q 리니지M의 좋은 매출트렌드, 2019년 전망과 동남아 및 해외 전망?**

**A** ■ 리니지M 포함해서 legacy 게임들 유지하는거, 신작 출시로 추가 성장 일으키는 거, 또 하나로 해외 매출 성장시키는 것임

■ 멀지 않은 미래에 리니지M 해외 출시 계획을 잡고 진행하고 있음

**Q 해외에서는 확률형 아이템 거부감이 있는데 리니지M 비롯한 다른 게임 해외 출시할 때 비즈니스 모델 변화도 고려하고 있나?**

**A** ■ 해외 비즈니스 모델은 크게 두개 축임. 1) 국내 성공 게임을 다른 지역으로 출시, 2)아예 해외 지역으로 타겟으로 해서 개발하는 게임. 후자는 현지 고려해서 비즈니스 모델 개발해야 하고 리니지M은 그 자체로는 추가 진출 지역들에서 크게 수정하지 않고 받아들일수 있는 지역들에서 출시할 것. 그와 동시에 해외 버전도 개발하고 있어서 해외유저들에게 맞는 모델들도 선택할 수 있을 것

**Q 콘솔 게임 전략과 첫 타이틀은 무엇이 될까?**

**A** ■ 콘솔개발 인력은 따로 뽑아서 있는건 아니고 기존 PC게임 개발 인력들이 거의 대부분 콘솔 겸해서 개발하고 있음. 앞으로 나올 TL 비롯해서 콘솔 베이스로 개발되고 있음. TL 제외하고도 PC 준비하고 있는 것도 콘솔로도 마케팅 전략 등을 잡고 있으며 올해 하반기나 연말 정도에 분명하게 얘기할 수 있을 것

## 엔씨소프트(036570)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,829.5	2,406.7	2,775.9
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	6.7	31.6	15.3
매출원가	211.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,547.2	1,715.1	1,829.5	2,406.7	2,775.9
판매비와관리비	962.2	1,100.2	1,120.1	1,318.8	1,378.8
영업이익	585.0	614.9	709.4	1,088.0	1,397.1
영업이익률 (%)	33.3	35.9	38.8	45.2	50.3
금융수익	11.4	37.5	30.9	38.2	56.0
종속/관계기업관련손익	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7	-1.8
기타영업외손익	15.4	5.1	5.3	5.5	5.7
세전계속사업이익	610.2	647.4	726.2	1,105.0	1,414.4
법인세비용	166.2	203.8	167.0	254.1	325.3
당기순이익	444.0	443.6	559.2	850.8	1,089.1
지배주주지분 순이익	441.0	441.4	559.3	851.0	1,089.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,631.9	2,254.4	2,913.1	3,848.2
현금및현금성자산	187.3	270.9	732.9	1,128.3	1,747.7
매출채권	193.0	244.1	293.0	351.6	421.9
재고자산	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
비유동자산	1,753.8	1,391.7	1,699.7	1,834.3	1,926.1
유형자산	229.1	240.5	252.5	265.2	208.4
무형자산	52.4	55.0	57.8	60.7	59.8
투자자산	1,337.0	846.5	1,713.8	3,211.4	3,704.0
자산총계	3,526.6	3,023.6	3,954.2	4,747.5	5,774.3
유동부채	455.8	501.4	551.5	606.7	667.3
매입채무	2.1	1.3	2.7	5.0	5.8
단기차입금	0.0	4.9	4.9	4.9	4.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	341.5	193.4	214.8	245.4	262.4
사채	149.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	797.3	600.1	657.6	720.8	790.3
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	4.5	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	525.3	44.5	44.5	44.5	44.5
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,527.1	3,151.2	4,086.6
비지배주주지분	8.0	11.7	22.6	35.6	39.4
자본총계	2,729.2	2,423.5	3,296.6	4,026.7	4,984.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	595.2	598.6	707.1	988.2	1,212.2
당기순이익(손실)	444.0	443.6	559.2	850.8	1,089.1
유형자산감가상각비	26.9	25.5	23.9	20.8	56.8
무형자산상각비	3.1	2.6	1.9	1.7	0.9
운전자본의 증감	10.8	-134.1	271.8	469.3	40.7
투자활동 현금흐름	-459.6	95.3	-353.0	-261.4	-145.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.8	-31.7	-34.9	-38.3	-42.2
투자자산의 감소(증가)	-708.0	387.9	-286.2	-111.6	-67.6
재무활동 현금흐름	-79.7	-265.8	-279.1	-293.0	-307.7
차입금증감	0.1	-144.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.9	-428.2	428.2	0.0	0.0
현금의증가	42.4	83.6	462.1	395.3	619.5
기초현금	144.8	187.3	270.9	732.9	1,128.3
기말현금	187.3	270.9	732.9	1,128.3	1,747.7

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,181	78,177	83,390	109,701	126,528
EPS(지배주주)	20,104	20,118	25,491	38,788	49,647
CFPS	28,692	30,025	39,864	55,392	64,546
EBITDAPS	28,039	29,309	33,509	50,617	66,312
BPS	124,037	109,931	149,230	181,916	225,383
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	22.3	23.2	17.8	11.7	9.1
PCR	15.6	15.5	11.4	8.2	7.0
PSR	5.6	6.0	5.4	4.1	3.6
PBR	3.6	4.2	3.0	2.5	2.0
EBITDA	615.0	643.0	735.2	1,110.5	1,454.8
EV/EBITDA	13.7	15.1	12.2	7.6	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.1	17.2	19.7	23.4	24.4
EBITDA 이익률	35.0	37.5	40.2	46.1	52.4
부채비율	29.2	24.8	19.9	17.9	15.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	179.6	185.2	207.9	318.9	409.5
매출채권회전율(x)	10.0	7.8	6.8	7.5	7.2
재고자산회전율(x)	2,983.9	3,308.9	3,460.3	4,462.9	5,046.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.14	산업브리프	Buy	450,000	김동희	-19.5	-15.9	
2017.05.12	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-18.7	-15.0	
2017.05.31	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.5	-7.6	
2017.06.22	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-16.4	-7.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.8	-7.6	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-14.5	6.3	
2017.09.20	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.1	-15.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.6	-15.1	
2017.11.10	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.2	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-19.5	-11.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.0	-11.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-22.0	-11.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-23.6	-11.3	
2018.05.11	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-26.3	-24.2	
2018.06.05	산업분석	Buy	480,000	김동희	-24.5	-18.2	
2018.07.13	산업브리프	Buy	480,000	김동희	-23.4	-17.7	
2018.08.16	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-20.3	-5.2	
2018.10.10	산업브리프	Buy	500,000	김동희	-14.8	-9.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.7	-18.6	
2018.11.14	산업분석	Buy	550,000	김동희	-12.7	-6.9	
2019.01.11	산업브리프	Buy	630,000	김동희	-24.6	-21.0	
2019.02.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-	-	