

## 엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	690,000원	현재주가(04/22)	486,000원	Up/Downside	+42.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 04. 23

## 2분기부터 실적 Up, 기대감 Up

## 1Q19 Preview

**1Q19 실적 컨센서스 부합 예상:** 엔씨소프트의 1Q19 영업이익은 1,174억원(+4.3% QoQ, -42.4% YoY)으로 컨센서스 영업이익 1,191억원에 부합할 것으로 예상된다. 리니지M은 3월 업데이트 전에는 프로모션 등이 강하게 진행되지 않아 전분기대비 매출이 약 6% 감소할 것으로 보인다. PC게임도 특이 사항이 없어 전분기대비 약 6%의 매출 하향세가 유지될 것으로 예상된다. 인건비는 통상 1분기에 인세티브가 반영되지만 4Q18에도 상여금이 반영되었기 때문에 전분기와 유사한 수준이 될 것으로 보이며 야구단 관련 일회성 비용이 제거됨에 따라 매출감소에도 불구하고 수익성은 전분기대비 개선될 것으로 예상된다.

## Comment

**2분기부터 실적 Up, 기대감 Up:** 3월 진행한 리니지M의 업데이트와 리니지1의 리마스트 효과가 본격 반영됨에 따라 동사 2분기 실적은 1분기 대비 개선될 것으로 예상된다. 그리고 5-6월 리니지M 일본 출시 및 9-10월 기대작 리니지2M 출시가 예상됨에 따라 2분기부터 신작에 대한 기대감이 높아질 것으로 보인다. 이와 더불어 5월 구글이 개발자 회의에서 '스타디아'의 서비스 계획에 대해 발표할 것으로 알려짐에 따라 다수의 핵심 게임 IP를 보유하고 있는 동사의 클라우드 게임 플랫폼 관련 기대감 또한 고조될 수 있을 것으로 보인다.

## Action

**투자의견 Buy, 목표주가 69만원 유지:** 2분기부터 실적 개선, 신작 기대감, 중장기 IP 확장성 부각 등 긍정적인 모멘텀이 반영되는 구간이라고 판단된다. 게임 업종 최선호주 의견을 유지한다.

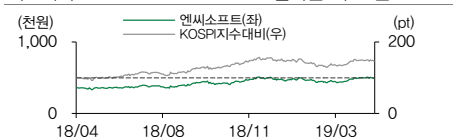
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,759	1,715	2,004	2,692	3,230
(증가율)	78.8	-2.5	16.8	34.3	20.0
영업이익	585	615	711	1,107	1,470
(증가율)	77.9	5.1	15.7	55.6	32.8
지배주주순이익	441	418	541	827	1,090
EPS	20,104	19,061	24,679	37,674	49,702
PER (H/L)	24.6/12.0	27.1/17.3	19.9	13.0	9.9
PBR (H/L)	4.0/1.9	4.8/3.1	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA (H/L)	15.2/6.6	17.1/10.9	12.5	7.7	5.3
영업이익률	33.3	35.9	35.5	41.1	45.5
ROE	19.1	16.4	21.1	26.7	28.0

## Stock Data

52주 최저/최고	332,500/512,000원
KOSDAQ /KOSPI	762/2,217pt
시가총액	106,624억원
60일-평균거래량	96,868
외국인지분율	49.6%
60일-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	김택진 외 8인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.7	-2.0	31.7
상대기준	0.3	-6.4	47.1

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,752</b>	<b>4,365</b>	<b>4,038</b>	<b>3,997</b>	<b>3,962</b>	<b>4,052</b>	<b>4,588</b>	<b>6,855</b>	<b>17,151</b>	<b>19,456</b>	<b>27,035</b>
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-16.6	-7.2	13.6	71.5	-2.5	13.4	38.9
PC	1,492	1,526	1,553	1,455	1,370	1,382	1,407	1,448	6,026	5,607	5,868
리니지	283	421	403	390	383	390	382	377	1,497	1,532	1,484
리니지2	142	133	156	207	165	164	159	160	639	649	624
아이온	188	156	164	127	131	119	122	134	634	506	479
블레이드앤소울	339	306	301	250	258	254	247	249	1,196	1,008	888
길드워2	236	199	210	157	143	139	170	194	802	646	578
Project TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	492
기타	81	126	124	104	88	132	131	120	435	471	508
로열티	223	185	195	220	201	184	196	213	823	795	815
모바일	3,259	2,838	2,485	2,524	2,592	2,669	3,181	5,407	11,104	13,850	21,166
리니지M	2,616	2,075	2,135	2,195	2,072	2,164	2,162	2,140	9,021	8,538	8,234
리니지2M	0	0	0	0	0	0	615	2,791	0	3,406	5,616
블레이드앤소울2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4,134
아이온레기온스	0	0	0	0	169	202	84	52	0	507	120
로열티	618	739	320	296	319	273	289	393	1,971	1,275	1,911
리니지M	0	0	0	113	417	590	191	143	1,341	431	332
리니지2:레볼루션	178	136	118	105	104	99	96	92	537	392	681
블레이드앤소울:레볼루션	0	0	0	30	77	50	77	193	30	396	850
기타	440	603	202	48	-279	-466	-75	-35	63	55	49
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,871	2,788	2,820	3,069	4,109	11,002	12,786	15,603
YoY	29.8	25.3	-33.7	-16.6	2.7	1.8	15.9	43.1	-6.3	16.2	22.0
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,340	1,363	1,386	1,428	5,364	5,517	5,833
매출변동비	869	706	726	769	783	826	984	1,681	3,069	4,274	6,485
결제수수료	57	59	60	60	59	65	68	106	235	297	424
유통수수료	795	632	652	671	705	743	896	1,554	2,749	3,898	5,969
로열티	12	8	10	8	12	8	10	10	38	40	45
BOX 및 상품 제작비	2	1	2	24	3	6	6	6	29	22	29
기타	4	5	3	5	4	4	4	4	17	16	18
마케팅비	108	150	165	159	172	180	226	406	582	984	1,247
상각비	65	66	76	69	65	66	75	68	277	275	274
기타	421	380	392	518	427	385	398	526	1,711	1,737	1,763
<b>영업이익</b>	<b>2,038</b>	<b>1,595</b>	<b>1,390</b>	<b>1,126</b>	<b>1,174</b>	<b>1,232</b>	<b>1,518</b>	<b>2,746</b>	<b>6,149</b>	<b>6,670</b>	<b>11,432</b>
YoY	569.7	324.6	-57.6	-40.5	-42.4	-22.8	9.2	143.9	5.1	8.5	71.4
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	29.6	30.4	33.1	40.1	35.9	34.3	42.3
순이익	1,192	1,402	1,036	778	882	1,128	1,129	1,992	4,215	5,131	8,594
YoY	585.1	354.9	-62.3	-35.5	-26.0	-19.6	8.9	156.1	-5.1	21.7	67.5
NPM	25.1	32.1	25.7	19.5	22.3	27.8	24.6	29.1	24.6	26.4	31.8

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,773	1,576	2,872	3,553	4,482
현금및현금성자산	187	186	1,360	1,912	2,725
매출채권및기타채권	203	179	232	290	329
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	480	481	493
유형자산	229	234	245	248	263
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	58	58	58
자산총계	3,527	2,941	3,352	4,034	4,975
유동부채	456	473	482	486	493
매입채무및기타채무	220	166	176	179	186
단기차입금및단기차입	0	5	5	5	5
유동상장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	342	89	89	89	89
사채및장기차입금	150	0	0	0	0
부채총계	797	562	572	575	582
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,164	2,561	3,233	4,159
비지배주주지분	8	11	16	22	31
자본총계	2,729	2,379	2,781	3,459	4,393

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	595	353	441	722	1,009
당기순이익	444	421	546	833	1,099
현금유출이없는비용및수익	185	233	209	313	413
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	33
영업관련자산부채변동	11	-56	-112	-116	-97
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-53	-58	-39
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	-1	9	4	7
투자활동현금흐름	-460	68	862	-23	-37
CAPEX	-29	-27	-41	-33	-45
투자자산의순증	-708	386	891	-2	-2
재무활동현금흐름	-80	-424	-128	-148	-158
사채및차입금의 증가	0	5	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	0	0	0	0
배당금지급	-81	-155	-125	-144	-154
기타현금흐름	-13	2	0	0	0
현금의증가	42	-2	1,175	552	814
기초현금	145	187	186	1,360	1,912
기말현금	187	186	1,360	1,912	2,725

자료: 엔씨소프트 DB 금융투자 주: FRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	2,004	2,692	3,230
매출원가	0	0	258	317	352
매출총이익	1,759	1,715	1,745	2,375	2,878
판매비	1,174	1,100	1,034	1,268	1,408
영업이익	585	615	711	1,107	1,470
EBITDA	615	643	744	1,139	1,503
영업외손익	24	23	37	35	35
금융손익	11	26	27	29	28
투자손익	-2	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	15	-1	12	8	9
세전이익	610	637	748	1,141	1,505
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	444	421	546	833	1,099
지배주주지분순이익	441	418	541	827	1,090
비지배주주지분순이익	3	3	4	6	9
총포괄이익	919	80	546	833	1,099
증감률(%YoY)					
매출액	78.8	-2.5	16.8	34.3	20.0
영업이익	77.9	5.1	15.7	55.6	32.8
EPS	61.9	-5.2	29.5	52.7	31.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	24,679	37,674	49,702
BPS	124,037	107,923	126,031	156,665	198,858
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	19.9	13.0	9.9
P/B	3.6	4.3	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	13.7	15.5	12.5	7.7	5.3
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	35.5	41.1	45.5
EBITDA마진	35.0	37.5	37.1	42.3	46.5
순이익률	25.2	24.6	27.2	30.9	34.0
ROE	19.1	16.4	21.1	26.7	28.0
ROA	15.1	13.0	17.3	22.6	24.4
ROIC	271.5	65.6	43.3	61.9	76.3
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	20.6	16.6	13.2
이자보상배율(배)	179.6	184.7	209.7	321.1	420.1
배당성향(배)	34.8	29.6	26.4	18.5	15.0

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

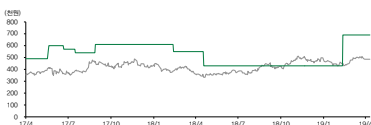
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저
17/04/19	Buy	490,000	-24.1 -17.1	18/07/17	Hold	430,000	1.9 19.1
17/06/12	Buy	600,000	-36.0 -30.8	19/03/06	Buy	690,000	- -
17/07/14	Buy	570,000	-35.4 -32.2				
17/08/08	Buy	540,000	-23.6 -11.4				
17/09/20	Buy	610,000	-29.1 -20.0				
18/03/07	Buy	550,000	-29.1 -22.4				
18/05/11	Buy	430,000	-15.3 -8.1				

주: \*표는 답전자 변경