

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	690,000원	현재주가(05/10)	502,000원	Up/Downside	+37.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019 05 13

향후 실적 및 신작에 주목

► 1Q19 Review

1Q19 실적 컨센서스 하회: 1Q19 실적은 매출액 3,588억원 (-9.5% QoQ, -24.2% YoY), 영업이익은 795억원 (-27.3% QoQ, -60.6% YoY)으로 컨센서스를 각각 7.7%, 32.2% 하회했다. 실적 부진은 3월 업데이트 전 프로모션 등이 강하게 진행되지 않아 리니지 및 리니지M의 매출이 전분기대비 각각 47%, 11% 감소한 것에 기인한다. 비용은 지난 4분기에 이어 인센티브 반영에 따라 인건비가 높게 유지됐고 신작 마케팅비가 증가했다. 애구단 관련 일회성 비용이 제거되어 영업비용은 전분기대비 3% 줄었지만 매출감소 여파로 수익성이 저하된 모습이다.

Comment

2분기 실적 Up & 하반기 신작 기대감 Up: 3월 진행한 리니지M과 리니지 업데이트 효과가 본격 반영됨에 따라 동사 2분기 실적은 개선될 것으로 예상된다. 그리고 5월 리니지M 일본 확장, 하반기 신작 블소S와 리니지2M 출시가 기다리고 있다. 그리고 연내 북미/유럽을 시작으로 '스타디아'가 서비스되고 자세한 정보가 6월 세계 최대 게임 전시회 'E3'에서 공개될 것으로 보여 다수의 핵심 게임 IP를 보유하고 있는 동사의 클라우드 게임 플랫폼 관련 기대감이 고조될 수 있을 것으로 보인다.

▷ Action

투자의견 Buy, 목표주가 69만원 유지: 리니지2M 출시가 예상보다 지역됨에 따라 올해 감익이 불가피할 것으로 보인다. 하지만 모바일 게임 라인업 확대에 따른 동사의 중장기 성장 스토리는 지속 유효함에 따라 투자의견 및 목표주가를 유지한다. 목표주가는 리니지2M 등 모바일 신작 반영으로 증익이 본격화되는 2020년 예상 실적 대비 PER 20배 수준이다.

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	3,889	3,894	5,325	17,151	16,695	27,232
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-24.5	-10.9	-3.6	33.2	-2.5	-2.7	63.1
PC	1,493	1,527	1,553	1,469	1,244	1,513	1,506	1,522	6,041	5,784	6,092
리니지	283	421	403	390	207	477	467	444	1,497	1,594	1,656
리니지2	142	133	156	207	216	213	207	209	639	845	813
아이온	188	156	164	127	123	112	114	126	634	476	450
블레이드앤소울	339	306	301	250	233	228	223	224	1,196	908	800
길드워2	236	199	210	157	163	160	162	178	802	664	572
Project TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	443
기타	81	126	124	104	84	125	124	114	435	447	462
로열티	224	185	196	234	218	197	209	227	839	851	896
모바일	3,259	2,838	2,485	2,528	2,344	2,376	2,388	3,803	11,104	10,911	21,139
리니지M	2,616	2,075	2,135	2,195	1,943	2,034	2,031	2,011	9,021	8,019	7,983
리니지2M	0	0	0	0	0	0	0	935	0	935	5,304
블레이드앤소울2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4,533
블레이드앤소울S								388	0	388	887
로열티	618	739	320	300	356	302	317	431	1,971	1,406	2,095
리니지M	0	0	0	113	417	590	191	143	1,341	438	383
리니지2:레볼루션	178	136	118	105	111	108	107	106	537	432	754
블레이드앤소울:레볼루션	0	0	0	30	107	70	92	212	30	481	909
기타	440	603	202	52	-279	-466	-74	-30	63	55	49
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,854	2,892	3,549	11,002	12,088	16,739
YoY	29.8	25.3	-33.7	-16.6	2.9	3.1	9.2	23.6	-6.3	9.9	38.5
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,461	1,490	1,534	5,364	5,917	6,612
매출변동비	869	706	726	769	653	720	715	1,142	3,069	3,230	6,679
결제수수료	57	59	60	60	50	61	56	79	235	246	435
유통수수료	795	632	652	671	597	643	642	1,045	2,749	2,927	6,168
로열티	12	8	10	8	9	8	10	9	38	36	38
BOX 및 상품 제작비	2	1	2	24	2	6	6	6	29	20	28
기타	4	5	3	5	-4	2	2	2	17	2	9
마케팅비	108	150	165	159	190	170	175	280	582	815	1,315
상각비	65	66	76	69	120	119	117	116	277	472	454
기타	421	380	392	518	397	385	394	477	1,711	1,654	1,678
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,035	1,002	1,776	6,149	4,608	10,493
YoY	569.7	324.6	-57.6	-40.5	-61.0	-35.1	-27.9	57.7	5.1	-25.1	127.7
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	26.6	25.7	33.3	35.9	27.6	38.5
순이익	1,192	1,402	1,036	778	747	1,025	783	1,338	4,215	3,893	8,998
YoY	585.1	354.9	-62.3	-35.5	-37.3	-26.9	-24.4	71.9	-5.1	-7.6	131.1
NPM	25.1	32.1	25.7	19.5	20.8	26.4	20.1	25.1	24.6	23.3	33.0

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,773	1,576	2,673	3,294	4,037
현금및현금성자산	187	186	1,195	1,650	2,278
매출채권및기타채권	203	179	199	293	332
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	480	482	508
유형자산	229	234	245	249	277
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	58	58	58
자산총계	3,527	2,941	3,153	3,776	4,545
유동부채	456	473	481	486	493
매입채무및기타채무	220	166	175	179	186
단기차입금및단기사채	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	571	575	582
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,164	2,365	2,977	3,732
비자매주주자본	8	11	14	20	27
자본총계	2,729	2,379	2,582	3,201	3,963

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	595	353	280	632	843
당기순이익	444	421	348	773	927
현금유출이없는비용및수익	185	233	140	297	356
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	35
영업관련자산부채변동	11	-56	-80	-151	-97
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-20	-94	-39
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	-1	8	5	7
투자활동현금흐름	-460	68	856	-31	-59
CAPEX	-29	-27	-41	-34	-60
투자자산의순증	-708	386	894	0	0
재무활동현금흐름	-80	-424	-127	-146	-156
사례당기잉여금의증가	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	1,009	455	628
기초현금	145	187	186	1,195	1,650
기말현금	187	186	1,195	1,650	2,278

자료: 앤씨소프트, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지표 별간일 현재 본 자료로 작성한 조사분석팀당지와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 별간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 별간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 별간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자철학으로 작성된 것이며, 당시의 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 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 및 상승률 기준임

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

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,670	2,723	3,268
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,670	2,723	3,268
판관비	1,174	1,100	1,209	1,674	2,013
영업이익	585	615	461	1,049	1,255
EBITDA	615	643	493	1,081	1,290
영업외손익	24	23	16	9	15
금융순익	11	26	9	6	6
투자손익	-2	-2	0	0	0
기타영업외손익	15	-1	7	3	9
세전이익	610	637	476	1,058	1,270
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	444	421	348	773	927
자비주주지분순이익	441	418	345	767	920
비자비주주지분순이익	3	3	3	6	7
총포괄이익	919	80	348	773	927
증감률(%YoY)					
매출액	78.8	-25	-27	63.1	20.0
영업이익	77.9	5.1	-25.1	127.7	19.6
EPS	61.9	-5.2	-17.5	122.2	20.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	15,723	34,939	41,928
BPS	124,037	107,923	117,076	144,975	179,394
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	31.9	14.4	12.0
P/B	3.6	4.3	4.3	3.5	2.8
EV/EBITDA	13.7	15.5	19.7	8.6	6.7
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	27.6	38.5	38.4
EBITDA마진	35.0	37.5	29.5	39.7	39.5
순이익률	25.2	24.6	20.8	28.4	28.4
ROE	19.1	16.4	14.0	26.7	25.9
ROA	15.1	13.0	11.4	22.3	22.3
ROIC	271.5	65.6	28.4	59.4	64.6
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	22.1	18.0	14.7
이자보상배율(배)	179.6	184.7	228.2	519.5	621.0
배당성향(배)	34.8	29.6	41.5	20.0	17.8

주: IFRS 연결기준

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

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

주: *표는 당첨자 변경

