

엔씨소프트 (036570)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	680,000원 (U)
현재주가 (5/10)	502,000원
상승여력	35%

시가총액	110,134억원
총발행주식수	21,939,022주
60일 평균 거래대금	415억원
60일 평균 거래량	88,409주
52주 고	526,000원
52주 저	332,500원
외인지분율	50.08%
주요주주	김택진 외 8 인 12.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	8.3	44.7
상대	6.5	11.9	69.1
절대(달러환산)	(2.6)	3.2	31.6

안정 성장 진입

1Q 19 실적 Review

매출액 3,588억원(YoY -24%, QoQ -10%), 영업이익 795억원(YoY -61%, QoQ -29%), 지배순이익 742억원(YoY -38%, QoQ +11%), 3/27 '리니지리마스터' 출시 전 '리니지' 게임사용 감소(QoQ -47%)로 컨센서스 하회. '리니지m' 도 3/7 업데이트 이전인 1,2월 매출 감소로 QoQ 11% 감소한 1,988억원(일매출 약 22억원) 기록

2분기 및 하반기 전망

1분기 실적 감소의 원인이었던 '리니지'가 '리니지리마스터' 업데이트 이후 MAU, 동시접속자수가 2배이상 증가하며 휴면 유저가 회귀하고 있어 1분기 대비 2배 이상 매출 증가 전망. '리니지m'도 3/7 '이클립스 에피소드' 업데이트 효과로 역대 최고 접속자수를 갱신하여, 1분기 대비 두자릿수 이상 증가 전망. 중요한 것은 리니지 IP의 모바일과 PC의 카니발라이제이션 없이 두 개의 플랫폼 모두에서 매출이 증가추세에 있다는 것이 긍정적임. 2/15부터 시작된 '리니지M' 사전예약은 150만명을 돌파(검은사막의 경우 150만명 돌파 후 최고매출 2위 기록, 5/10 현재 iOS 15위)

하반기 실적 증가에 가장 기대가 큰 '리니지2m'은 하반기(3분기) 출시에 변함이 없는 것으로 예상되는바, 국내 및 일본 진출 포함하여 동사 하반기 실적개선에 가장 크게 영향을 줄 것으로 예상됨. 당리서치팀은 하반기 '리니지2m' 일매출을 12억원으로 가정하였음. 국내 모바일 MMORPG에 대한 기대가 과거 대비 떨어져 있는 것은 사실이나 여전히 구글플레이 게임 매출 상위 6개 중 MMORPG가 4개나 차지하고 있는 상황이어서 '리니지2m'에 대한 하반기 흥행 기대는 여전히 유효할 것으로 판단됨. '리니지2m'은 국내 흥행뿐 아니라, 최근 잇따른 모바일 MMORPG의 일본 흥행에 따른 일본 성공 기대가 커지고 있는 상황임

투자의견 BUY, 목표주가 68만원으로 상향조정

'리니지m', '리니지' 등 기존 게임들이 업데이트를 통한 실적이 견조한 가운데, 하반기부터 국내외 신작출시에 의한 동사 실적 개선이 예상됨. 신작에 의한 매출이 연간으로 온전히 반영되는 2020년 실적과 국내외 게임사 2020년 평균 P/E 20.8배를 적용하여 목표주가를 68만원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,588	-24.5	-10.2	3,888	-7.7
영업이익	795	-61.0	-29.4	1,173	-32.2
세전계속사업이익	982	-50.0	-7.8	1,231	-20.2
지배순이익	742	-37.5	11.4	885	-16.1
영업이익률 (%)	22.2	-20.7 %pt	-6.0 %pt	30.2	-8.0 %pt
지배순이익률 (%)	20.7	-4.3 %pt	+4.0 %pt	22.8	-2.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		17,587	17,151	17,573	22,734
영업이익		5,850	6,149	5,692	8,928
지배순이익		4,410	4,182	4,553	7,173
PER		18.6	21.4	23.6	15.0
PBR		2.9	3.5	4.0	3.3
EV/EBITDA		11.1	13.5	16.2	9.8
ROE		19.1	16.4	18.7	25.7

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적추이 및 전망

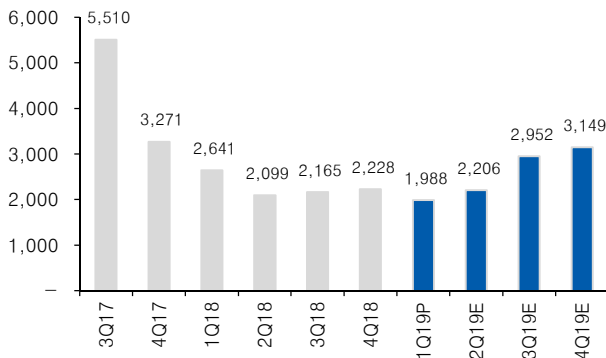
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
Sales	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	4,074	4,764	5,148	17,577	17,151	17,573	22,734
YoY	98%	69%	-44%	-25%	-24%	-7%	18%	29%	79%	-2%	2%	29%
Lineage 1	283	421	403	390	207	574	528	510	1,544	1,497	1,819	1,900
Lineage 2	142	133	156	207	216	200	194	208	657	639	818	736
Aion	188	156	164	127	123	117	117	150	470	634	507	482
Blade & Soul	339	306	301	250	233	221	210	223	1,611	1,196	887	1,029
Guild War 2	236	199	210	157	163	155	147	163	828	802	629	763
Royalty Sales	842	924	516	534	574	524	517	590	2,028	2,816	2,206	2,144
모바일게임	2,641	2,099	2,165	2,228	1,988	2,206	2,952	3,149	9,943	9,133	10,295	13,416
리니지 m	2,631	2,089	2,155	2,218	1,988	2,206	2,052	1,949	9,943	9,093	8,195	6,205
블소2	-	-	-	-	-	-	-	300	-	-	300	913
리니지2m	-	-	-	-	-	-	900	900	-	-	1,800	2,725
기타 모바일 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,750
TL 등 온라인 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,823
Cost	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,835	3,142	3,112	11,713	11,002	11,881	13,806
Salaries Expenses	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,377	1,383	1,443	5,623	5,364	5,634	5,977
Royalty	12	8	10	8	9	9	9	8	79	38	35	38
결제수수료	57	59	60	60	50	59	69	74	279	235	252	294
외주(Box)제작비	2	1	2	24	2	5	3	18	18	29	28	21
유통수수료	795	632	652	671	597	672	902	961	3,017	2,749	3,131	4,117
Advertising	108	150	165	159	190	228	273	154	830	582	845	927
Depreciation & Amortization	65	66	76	69	120	70	71	24	287	277	285	278
기타	421	380	392	518	397	411	430	427	1,580	1,711	1,666	2,149
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,239	1,621	2,037	5,865	6,149	5,692	8,928
YoY	570%	325%	-58%	-40%					78%			
영업이익률(%)	43%	37%	34%	28%					33%	36%	32%	39%

자료: 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액

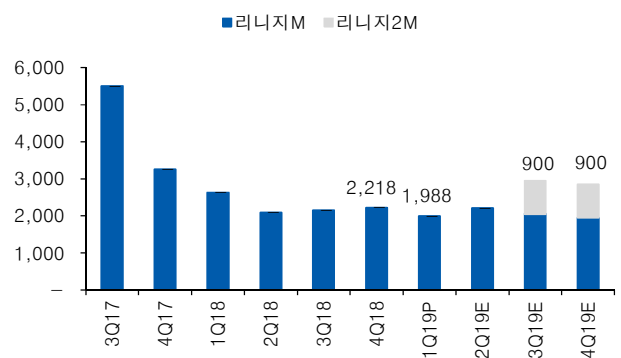
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 M & 리니지 2M 매출액

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 목표주가 산정내역

2020년 예상 지배순이익	7,173 억 원
Target P/E	20.8 X
Target 시가총액	149,198 억 원
발행주식수	21,939,022 주
목표주가	680,059 원

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 밸류에이션

(단위: X(배))

기업명	P/E			EPS Growth			P/B			ROE			P/S		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ACTIVISION BLIZZ	18.0	21.6	18.2	14.0	-16.6	18.6	3.2	2.9	2.6	17.2	12.9	14.1	4.8	5.6	5.0
TENCENT	40.8	33.8	26.7	17.0	19.3	26.8	9.2	7.2	5.7	26.0	23.2	23.9	10.0	7.7	6.1
NEXON	13.7	15.8	15.0	87.1	-17.9	5.5	2.5	2.2	1.9	19.0	15.0	13.5	5.4	5.3	4.9
NETEASE	27.9	26.1	21.2	-30.4	3.7	23.0	4.5	4.2	3.6	13.7	14.6	15.0	3.4	2.8	2.4
NETMARBLE	47.4	35.1	28.1	-31.0	39.6	24.6	2.3	2.2	2.1	5.1	6.5	7.6	5.1	4.2	3.9
ELECTRONIC ARTS	22.0	23.9	20.7	12.5	-3.4	6.8	6.7	5.4	4.7	30.6	22.8	22.7	5.4	5.9	5.4
UBISOFT	42.3	27.6	23.9	23.3	65.7	15.4	7.1	7.9	6.3	14.7	30.3	27.9	5.5	4.4	4.0
ZYNGA	36.4	29.9	23.7	-0.9	129.3	26.2	3.3	3.3	2.9	6.7	11.7	14.4	6.3	3.9	3.4
KONAMI	19.6	18.5	16.9	17.6	12.1	13.7	2.5	2.4	2.2	13.5	13.3	13.9	2.8	2.7	2.5
SQUARE ENIX	17.9	23.6	17.5	31.1	-26.5	34.5	2.3	2.2	2.0	13.2	9.2	11.4	1.9	1.7	1.6
BANDAI NAMCO	24.2	18.4	16.8	22.5	17.1	2.8	2.9	2.6	2.4	12.4	14.3	14.9	1.7	1.6	1.5
평균	28.2	24.9	20.8	14.8	20.2	18.0	4.2	3.9	3.3	15.6	15.8	16.3	4.8	4.2	3.7

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17,587	17,151	17,573	22,734	25,011
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,587	17,151	17,573	22,734	25,011
판매비	11,737	11,002	11,881	13,806	15,242
영업이익	5,850	6,149	5,692	8,928	9,769
EBITDA	6,150	6,428	6,049	9,382	10,290
영업외손익	252	224	569	867	845
외환관련손익	-174	159	379	361	328
이자손익	157	260	272	467	542
관계기업관련손익	-16	-24	-73	-39	-28
기타	284	-171	-8	77	2
법인세비용차감전순이익	6,102	6,373	6,261	9,795	10,614
법인세비용	1,662	2,159	1,661	2,547	2,760
계속사업순이익	4,440	4,215	4,601	7,248	7,854
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,440	4,215	4,601	7,248	7,854
지배지분순이익	4,410	4,182	4,553	7,173	7,773
포괄순이익	9,190	801	4,519	7,158	7,764
지배지분포괄이익	9,164	768	4,522	7,163	7,770

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	17,727	15,764	18,245	24,519	28,529
현금및현금성자산	1,873	1,856	3,383	6,816	7,485
매출채권 및 기타채권	2,035	1,790	1,962	2,190	2,439
재고자산	5	10	8	11	12
비유동자산	17,538	13,649	15,382	15,210	17,936
유형자산	2,291	2,339	2,973	3,510	3,979
관계기업 등 자본관련자산	338	564	567	786	1,027
기타투자자산	13,032	8,951	9,984	9,016	11,016
자산총계	35,266	29,413	33,627	39,729	46,465
유동부채	4,558	4,731	4,278	4,484	4,706
매입채무 및 기타채무	2,197	1,663	2,131	2,238	2,350
단기차입금	0	51	51	51	51
유동성장기부채	0	1,500	1,100	1,100	1,100
비유동부채	3,415	892	4,324	4,267	4,227
장기차입금	0	0	2,492	2,492	2,492
사채	1,498	0	0	0	0
부채총계	7,973	5,623	8,602	8,752	8,933
지배지분	27,212	23,677	24,919	30,847	37,374
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,326	4,326	4,326	4,326
이익잉여금	19,059	21,638	24,946	30,873	37,401
비지배지분	80	113	105	130	158
자본총계	27,292	23,790	25,025	30,977	37,532
순차입금	-13,944	-2,671	-12,204	-18,120	-21,769
총차입금	1,498	1,551	3,643	3,643	3,643

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,952	3,528	4,391	6,839	7,514
당기순이익	4,440	4,215	4,601	7,248	7,854
감가상각비	269	255	346	444	511
외환손익	63	-115	-379	-361	-328
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	39	28
자산부채의 증감	108	-555	-624	-1,044	-1,054
기타현금흐름	1,072	-271	448	514	504
투자활동 현금흐름	-4,596	683	-15,787	-3,191	-3,710
투자자산	85	2,695	-7,199	-2,219	-2,241
유형자산 증가 (CAPEX)	-288	-267	-980	-980	-980
유형자산 감소	6	10	0	0	0
기타현금흐름	-4,399	-1,754	-7,607	8	-489
재무활동 현금흐름	-797	-4,244	846	-1,495	-1,495
단기차입금	0	50	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	2,092	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-811	-1,547	-1,246	-1,495	-1,495
기타현금흐름	14	-2,746	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-134	15	12,077	1,279	-1,640
현금의 증감	424	-17	1,527	3,432	669
기초 현금	1,448	1,873	1,856	3,383	6,816
기말 현금	1,873	1,856	3,383	6,816	7,485
NOPLAT	5,850	6,149	5,692	8,928	9,769
FCF	4,376	3,523	2,936	5,037	5,716

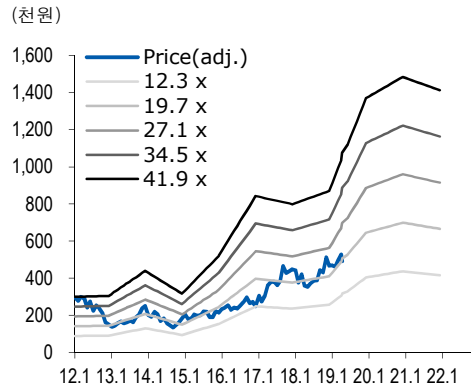
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

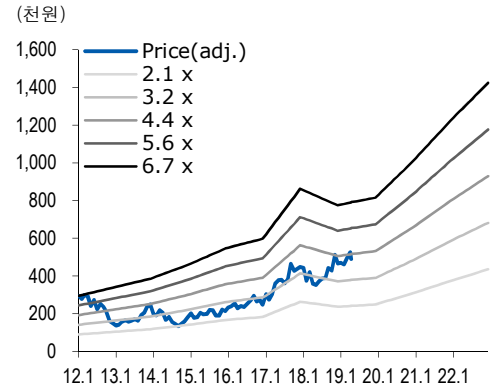
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	20,104	19,061	20,755	32,696	35,432
BPS	128,056	114,980	121,013	149,797	181,496
EBITDAPS	28,039	29,301	27,573	42,764	46,902
SPS	80,181	78,176	80,101	103,624	114,003
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
PER	18.6	21.4	23.6	15.0	13.8
PBR	2.9	3.5	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	11.1	13.5	16.2	9.8	8.6
PSR	4.7	5.2	6.1	4.7	4.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	78.8	-2.5	2.5	29.4	10.0
영업이익 증가율 (%)	77.9	5.1	-7.4	56.8	9.4
지배순이익 증가율 (%)	62.0	-5.2	8.9	57.5	8.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.3	35.9	32.4	39.3	39.1
지배순이익률 (%)	25.1	24.4	25.9	31.6	31.1
EBITDA 마진 (%)	35.0	37.5	34.4	41.3	41.1
ROIC	333.7	352.8	184.2	212.1	192.6
ROA	15.0	12.9	14.4	19.6	18.0
ROE	19.1	16.4	18.7	25.7	22.8
부채비율 (%)	29.2	23.6	34.4	28.3	23.8
순차입금/자기자본 (%)	-51.2	-11.3	-49.0	-58.7	-58.2
영업이익/금융비용 (배)	179.6	184.7	68.1	106.8	116.8

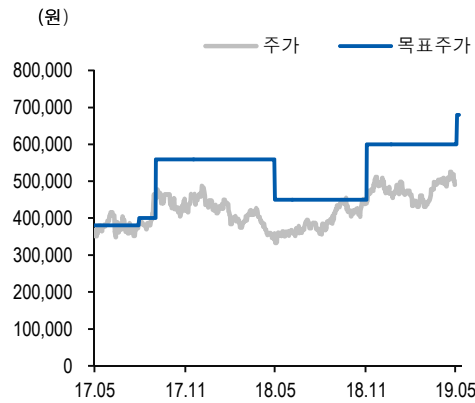
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-13	BUY	680,000	1년		
2018-11-12	BUY	600,000	1년	-20.53	-12.33
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	-0.49	-

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)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-08

※ 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.