엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	690,000원	현재주가(07/15)	497,000원	Up/Downside	+38.8%

2019. 07. 16

기존 매출 견조 + 신작 기대감 Up

2Q19 Preview

2Q19 실적 컨센서스 부합 예상: 2Q19 실적은 매출액 3,940억원(+9.8%QoQ, -9.7%YoY), 영업이익 1,117억원(+40.5%QoQ, -30%YoY)으로 컨센서스(매출액 3,987억원, 영업이익 1,164억원)에 부합할 것으로 예상된다. 2분기 실적은 리마스터 효과로 매출이 크게 증가한 리니지 PC가 견인한 것으로 보인다. 그리고 리니지M은 일본 출시 효과는 미미했지만 업데이트 영향으로 국내는 일매출이 소폭 증가했고 다른 게임들도 양호했던 것으로 예상된다. 여기에 리니지M 일본 출시에 따른 마케팅비 증가가 제한적이었고 인건비는 전분기 대비 소폭 감소하는 등 전체 영업비용이 전분기 수준을 유지함에 따라 동사 수익성은 개선될 것으로 예상된다.

Comment

기존 매출 견조 + 하반기 기대감 Up: 리니지 PC 및 리니지M의 매출이 지속 견조하게 유지되면서 하반기 동사 신작에 대한 기대감이 고조될 것으로 예상된다. 블소S는 9-10월, 리니지2M은 12월 출시를 예상하고 있으며 정식 출시 전 사전예약 등의 이벤트는 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 그리고 11월 스타디아를 시작으로 향후 본격화될 것으로 전망되는 클라우드 게임 플랫폼은 여러 핵심 게임 IP를 보유하고 있는 동사의 IP 확장성 부각시키며 중장기 리레이팅 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

Action

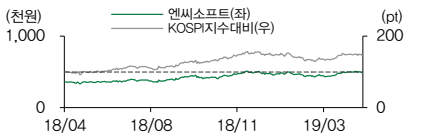
게임업종 최선호주: 2분기 실적 호조, 하반기 신작 기대감 고조, 그리고 중장기 IP 확장성 부각 등 긍정적인 모멘텀이 충만하고 판단된다. 목표주가 69만원 및 게임 업종 최선호주 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,670	2,713	3,256
(증가율)	78.8	-2.5	-2.7	62.5	20.0
영업이익	585	615	482	1,105	1,325
(증가율)	77.9	5.1	-21.6	129.3	19.9
지배주주순이익	441	418	391	852	1,017
EPS	20,104	19,061	17,825	38,855	46,353
PER (H/L)	24.6/12.0	27.1/17.3	27.9	12.8	10.7
PBR (H/L)	4.0/1.9	4.8/3.1	4.2	3.3	2.6
EV/EBITDA (H/L)	15.2/6.6	17.1/10.9	18.6	7.9	6.1
영업이익률	33.3	35.9	28.9	40.7	40.7
ROE	19.1	16.4	15.7	28.8	27.2

Stock Data

52주 최저/최고	356,000/526,000원
KOSDAQ /KOSPI	675/2,082pt
시가총액	109,074억원
60日-평균거래량	72,726
외국인지분율	49.7%
60日-외국인지분율변동추이	+0.1%p
주요주주	국민연금공단 12.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.9	0.4	25.8
상대기준	6.5	8.1	39.6

Analyst 황현준 02 369 3385 realjun20@db-fi.com

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위:억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**4,752**	**4,365**	**4,038**	**3,997**	**3,588**	**3,940**	**3,870**	**5,298**	**17,151**	**16,695**	**27,134**
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-24.5	-9.7	-4.2	32.6	-2.5	-2.7	62.5
PC	**1,493**	**1,527**	**1,553**	**1,469**	**1,244**	**1,544**	**1,471**	**1,488**	**6,041**	**5,746**	**5,966**
리니지	283	421	403	390	207	508	431	410	1,497	1,556	1,530
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											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**	**2,396**	**2,399**	**3,810**	**11,104**	**10,949**	**21,168**
리니지M	2,616	2,075	2,135	2,195	1,943	2,053	2,043	2,018	9,021	8,057	8,012
리니지2M								935		935	5,304
블레이드앤소울2											4,533
블레이드앤소울s								388		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**	**2,823**	**2,785**	**3,475**	**11,002**	**11,875**	**16,083**
YoY	29.8	25.3	-33.7	-16.6	2.9	1.9	5.2	21.1	-6.3	7.9	35.4
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,403	1,375	1,485	5,364	5,696	6,157
매출변동비	869	706	726	769	653	702	697	1,109	3,069	3,162	6,484
결제수수료	57	59	60	60	50	62	55	79	235	246	434
유통수수요	795	632	652	671	597	628	625	1,014	2,749	2,863	5,978
로열티	12	8	10	8	9	8	10	9	38	36	38
BOX 및 상품 제작비	2	1	2	24	2	2	6	5	29	15	25
기타	4	5	3	5	-4	2	2	2	17	2	9
마케팅비	108	150	165	159	190	213	201	288	582	892	1,310
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**	**1,117**	**1,085**	**1,823**	**6,149**	**4,820**	**11,051**
YoY	569.7	324.6	-57.6	-40.5	-61.0	-30.0	-22.0	61.9	5.1	-21.6	129.3
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	28.3	28.0	34.4	35.9	28.9	40.7
순이익	1,192	1,402	1,036	778	747	1,023	834	1,327	4,215	3,930	9,207
YoY	585.1	354.9	-62.3	-35.5	-37.3	-27.1	-19.5	70.5	-5.1	-6.8	134.3
NPM	25.1	32.1	25.7	19.5	20.8	26.0	21.5	25.0	24.6	23.5	33.9

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**1,773**	**1,576**	**2,718**	**3,423**	**4,259**
현금및현금성자산	187	186	1,240	1,779	2,500
매출채권및기타채권	203	179	199	292	331
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	**1,754**	**1,365**	**480**	**483**	**510**
유형자산	229	234	245	250	279
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	58	58	58
자산총계	**3,527**	**2,941**	**3,198**	**3,905**	**4,769**
유동부채	**456**	**473**	**481**	**486**	**493**
매입채무및기타채무	220	166	175	179	186
단기차입금및단기사채	0	5	5	5	5
유동성장기부채	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	2,411	3,109	3,961
비지배주주지분	8	11	13	18	23
자본총계	**2,729**	**2,379**	**2,628**	**3,330**	**4,187**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,759**	**1,715**	**1,670**	**2,713**	**3,256**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**1,759**	**1,715**	**1,670**	**2,713**	**3,256**
판관비	1,174	1,100	1,188	1,608	1,931
영업이익	**585**	**615**	**482**	**1,105**	**1,325**
EBITDA	**615**	**643**	**514**	**1,137**	**1,360**
영업외손익	**24**	**23**	**40**	**37**	**38**
금융손익	11	26	29	26	27
투자손익	-2	-2	-4	-3	-3
기타영업외손익	15	-1	15	14	14
세전이익	**610**	**637**	**523**	**1,142**	**1,363**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**444**	**421**	**393**	**857**	**1,022**
지배주주지분순이익	441	418	391	852	1,017
비지배주주지분순이익	3	3	2	4	5
총포괄이익	**919**	**80**	**393**	**857**	**1,022**
증감률(%YoY)					
매출액	78.8	-2.5	-2.7	62.5	20.0
영업이익	77.9	5.1	-21.6	129.3	19.9
EPS	61.9	-5.2	-6.5	118.0	19.3

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**595**	**353**	**325**	**718**	**939**
당기순이익	444	421	393	857	1,022
현금유출이없는비용및수익	**185**	**233**	**141**	**297**	**354**
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	35
영업관련자산부채변동	**11**	**-56**	**-80**	**-150**	**-97**
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-20	-93	-39
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	-1	8	5	7
투자활동현금흐름	**-460**	**68**	**856**	**-32**	**-61**
CAPEX	-29	-27	-41	-35	-62
투자자산의순증	-708	386	894	0	0
재무활동현금흐름	**-80**	**-424**	**-127**	**-146**	**-156**
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**	**1,055**	**539**	**721**
기초현금	**145**	**187**	**186**	**1,240**	**1,779**
기말현금	**187**	**186**	**1,240**	**1,779**	**2,500**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	17,825	38,855	46,353
BPS	124,037	107,923	119,177	150,992	189,837
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	27.9	12.8	10.7
P/B	3.6	4.3	4.2	3.3	2.6
EV/EBITDA	13.7	15.5	18.6	7.9	6.1
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	28.9	40.7	40.7
EBITDA마진	35.0	37.5	30.8	41.9	41.8
순이익률	25.2	24.6	23.5	31.6	31.4
ROE	19.1	16.4	15.7	28.8	27.2
ROA	15.1	13.0	12.8	24.1	23.6
ROIC	271.5	65.6	30.6	64.3	70.1
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	21.7	17.3	13.9
이자보상배율(배)	179.6	184.7	238.7	547.1	655.7
배당성향(배)	34.8	29.6	36.7	18.0	16.1

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

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 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **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 상승률 기준임
- **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	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
19/03/06	Buy	690,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경