기업브리프

키움증권

실적리뷰

2019. 8. 5

엔씨소프트 (036570)

견고한 리니지M, 시작하는 리니지2M 모멘텀!

BUY(Maintain)

목표주가: 650,000원(상향)

주가(8/2): 520,000원

시가총액: 114,122억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 4,108억원(QoQ, +14.5%), 영업이익 1,294억원(QoQ, +62.8%)를 기록하면서 당사 예상치에 부합하였습니다. 리니지M의 매출이 반등, 리니지1의 매출의 리마스터 효과, 인건비 일회성 요인 제거 때문입니다. 올해 최고 기대작인 리니지2M의 출시 일정이 4Q로 예정된 가운데 이에 대한 기대치가 확대될 것으로 예상됩니다.

Stock Data

KOSPI (8/2)		1,998.13pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	526,000원	356,000원
등락률	-1.1%	46.1%
수익률	절대	상대
1W	13.3%	20.3%
1M	9.7%	21.0%
1Y	40.5%	59.7%

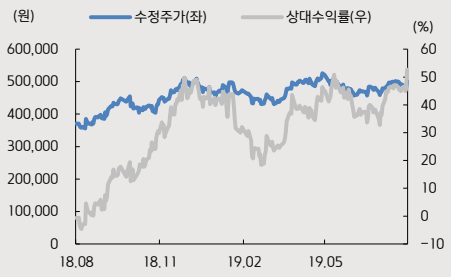
Company Data

발행주식수		21,947천주
일평균 거래량(3M)		70천주
외국인 지분율		50.4%
배당수익률(19E)		1.2%
BPS(19E)		121,025원
주요 주주	국민연금공단	12.6%
	김택진 외 7인	12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,673.7	2,190.2
영업이익	585.0	614.9	479.2	773.4
EBITDA	615.0	642.8	507.5	798.0
세전이익	610.2	637.3	538.6	853.2
순이익	444.0	421.5	417.4	661.2
지배주주지분순이익	441.0	418.2	414.1	656.1
EPS(원)	20,104	19,061	18,873	29,893
증감률(%,YoY)	61.9	-5.2	-1.0	58.4
PER(배)	22.3	24.5	26.6	16.8
PBR(배)	3.61	4.32	4.15	3.46
EV/EBITDA(배)	13.7	15.5	20.3	12.5
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.6	35.3
ROE(%)	19.1	16.4	16.5	22.5
순차입금비율(%)	-51.1	-11.2	-27.1	-32.6

Price Trend



>>> 2Q Review: 기대만큼 나온 리니지M, 리마스터

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 4,108억원(QoQ, +14.5%), 영업이익 1,294억원(QoQ, +62.8%)를 기록하면서 당사 예상치에 부합하는 실적을 거두었다. 리니지M은 일평균 24억원 수준을 달성하며 작년 연말수준 이상의 성과를 달성하였고 PC 리니지1은 리마스터 출시효과로 반등에 성공하였다. 비용적인 측면에서는 1Q에 나타난 인센티브와 웨스턴 자회사 인력감축에 따른 일시적 비용들이 제거되면서 인건비가 크게 낮아져 이익이 회복되는 모습을 보여주었다.

하반기에는 리니지M과 리니지1의 트래픽이 안정적으로 유지될 것으로 전망됨에 따라 기존게임들은 견고한 흐름을 보여줄 것으로 전망된다. 관건은 4Q에 출시되는 리니지2M의 성과이다. 당사에서는 리니지2M의 일매출을 4Q평균 16억원으로 추정하고 있다.

>>> 4Q, 리니지2M 출시에 모아지는 기대감

이번 실적발표에서 가장 중요했던 것은 리니지2M을 비롯한 신작일정이었다. 리니지2M의 출시시점을 4Q로 언급하였으며 근시일 내에 관련된 사전예약 및 세부내용을 언급하는 사업홍보 행사가 있을 것을 암시하였다. 본격적인 리니지2M의 출시 스케줄이 나옴에 따라 신작 기대치가 자리잡을 것으로 기대된다. 특히 리니지M, 리니지1에서 창출되는 안정된 이익은 리니지2M과 관련한 기대치 반영에 튼튼한 버팀목 역할을 할 것이다.

리니지2M 매출과 관련된 실적발표의 언급은 리니지M 수준의 성과를 기대하고 있으며 내년에 해외로의 빠른 확장을 꾀한다는 부분이 있었다. 이에 따라 2020년에는 동사의 약점인 해외모바일이 충분히 채워질 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 650,000원 상향

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 650,000원으로 상향한다. 4Q 리니지2M의 일매출을 소폭 상향시켰으며 기존 리니지M과 리니지1의 매출 안정성, 내년 해외일정 부분도 일부 반영시키며 실적을 상향조정하였다. 목표주가는 2019년과 2020년 평균EPS에 Target PER 26.5배를 적용하여 산출하였다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	475	436	404	400	359	411	399	506	1,715	1,674	2,190
게임 매출액	391	344	352	346	301	359	346	452	1,434	1,458	2,002
리니지	28	42	40	39	21	50	49	56	150	176	190
리니지 2	14	13	16	21	22	21	21	14	64	78	66
아이온	19	16	16	13	12	12	15	17	63	56	56
블레이드앤소울	34	31	30	25	23	21	25	29	120	99	86
길드워 2(확장팩)	24	20	21	16	16	16	18	18	80	68	67
기타(모바일,신작)	272	222	229	233	207	239	219	317	957	982	1,538
로열티 매출액	84	92	52	53	57	52	52	54	282	215	188
영업비용	271	277	265	287	279	281	289	344	1,100	1,195	1,417
인건비	125	147	129	136	143	126	135	148	536	552	609
매출변동비	87	71	73	77	65	77	77	104	307	324	494
마케팅비	11	15	17	16	19	24	24	32	58	99	109
감가상각비	7	7	8	7	12	13	13	11	49	51	51
기타	42	38	39	52	40	41	40	49	149	169	154
영업이익	204	160	139	113	80	129	109	161	615	479	773
영업이익률	43%	37%	34%	28%	22%	32%	27%	32%	36%	29%	35%
YOY											
매출액	98%	68.8%	-44%	-25%	-24%	-6%	-1%	27%	-2.5%	-2.4%	31%
영업비용	30%	25.3%	-34%	-17%	3%	2%	9%	20%	-6.3%	8.6%	19%
영업이익	570%	324.6%	-58%	-41%	-61%	-19%	-22%	43%	5.1%	-22.1%	61%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2019 년 4Q
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 M	Mobile	MMORPG	미정
블소 S	Mobile	MMORPG	해외 선출시, 2019 년 하반기~2020 년 상반기

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

2Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	411	14.5	421	-2.4	400	2.7
영업이익	129	62.8	132	-2.0	117	10.6
당기순이익	117	56.4	105	11.3	107	9.2

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,673.7	2,190.2	2,344.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,673.7	2,190.2	2,344.7
판관비	1,173.7	1,100.2	1,194.5	1,416.8	1,522.7
영업이익	585.0	614.9	479.2	773.4	822.0
EBITDA	615.0	642.8	507.5	798.0	843.4
영업외손익	25.2	22.4	59.4	79.8	125.5
이자수익	19.0	29.3	61.1	83.5	128.2
이자비용	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
외환관련이익	8.6	28.0	28.0	28.0	28.0
외환관련손실	26.0	12.0	12.0	12.0	12.0
종속 및 관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	28.5	-17.2	-12.0	-14.0	-13.0
법인세차감전이익	610.2	637.3	538.6	853.2	947.5
법인세비용	166.2	215.9	121.2	192.0	213.2
계속사업순손익	444.0	421.5	417.4	661.2	734.3
당기순이익	444.0	421.5	417.4	661.2	734.3
지배주주순이익	441.0	418.2	414.1	656.1	728.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	78.8	-2.5	-2.4	30.9	7.1
영업이익 증감율	77.9	5.1	-22.1	61.4	6.3
EBITDA 증감율	70.3	4.5	-21.0	57.2	5.7
지배주주순이익 증감율	62.0	-5.2	-1.0	58.4	11.1
EPS 증감율	61.9	-5.2	-1.0	58.4	11.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.6	35.3	35.1
EBITDA Margin(%)	35.0	37.5	30.3	36.4	36.0
지배주주순이익률(%)	25.1	24.4	24.7	30.0	31.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,058.0	2,464.4	3,154.6
현금 및 현금성자산	187.3	185.6	637.6	954.9	1,592.9
단기금융자산	1,357.0	236.5	241.3	246.1	251.0
매출채권 및 기타채권	203.5	179.0	174.6	228.5	244.6
재고자산	0.5	1.0	1.0	1.3	1.4
기타유동자산	1,381.4	1,210.8	1,244.8	1,279.7	1,315.7
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,166.5	1,288.3	1,199.3
투자자산	1,337.0	951.5	781.3	927.7	860.1
유형자산	229.1	233.9	208.2	186.0	166.7
무형자산	52.4	54.4	51.8	49.4	47.3
기타비유동자산	135.3	125.1	125.2	125.2	125.2
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,224.5	3,752.7	4,353.9
유동부채	455.8	473.1	464.8	457.5	450.2
매입채무 및 기타채무	219.7	166.3	158.0	150.7	143.4
단기금융부채	0.0	155.1	155.1	155.1	155.1
기타유동부채	236.1	151.7	151.7	151.7	151.7
비유동부채	341.5	89.2	89.2	89.2	89.2
장기금융부채	149.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	191.7	89.2	89.2	89.2	89.2
부채총계	797.3	562.3	554.0	546.7	539.4
지배지분	2,721.2	2,367.7	2,656.1	3,186.4	3,789.1
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타자본	-153.6	-428.2	-428.2	-428.2	-428.2
기타포괄손익누계액	525.3	188.5	187.3	186.2	185.0
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,453.3	2,984.8	3,588.7
비지배지분	8.0	11.3	14.5	19.7	25.4
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,670.6	3,206.0	3,814.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	389.8	571.5	678.5
당기순이익	444.0	421.5	417.4	661.2	734.3
비현금항목의 가감	185.3	232.6	56.9	101.6	74.9
유형자산감가상각비	26.9	25.5	25.7	22.2	19.3
무형자산감가상각비	3.1	2.4	2.6	2.3	2.1
지분법평가손익	-8.7	-13.5	0.0	0.0	0.0
기타	164.0	218.2	28.6	77.1	53.5
영업활동자산부채증감	10.8	-55.5	-33.2	-91.6	-54.5
매출채권및기타채권의감소	-41.6	45.3	4.3	-53.9	-16.1
재고자산의감소	0.1	-0.5	0.0	-0.3	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-4.1	-0.6	-8.3	-7.3	-7.3
기타	56.4	-99.7	-29.2	-30.1	-31.0
기타현금흐름	-44.9	-245.8	-51.3	-99.7	-76.2
투자활동 현금흐름	-459.6	68.3	165.4	-151.2	62.7
유형자산의 취득	-28.8	-26.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.7	-4.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	170.1	-146.4	67.6
단기금융자산의감소(증가)	-517.5	1,120.5	-4.7	-4.8	-4.9
기타	797.8	-1,408.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	-124.6	-124.6	-124.6
차입금의 증가(감소)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-274.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-81.1	-154.7	-124.6	-124.6	-124.6
기타	1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-13.4	1.5	21.5	21.5	21.5
현금 및 현금성자산의 순증가	42.4	-1.7	452.1	317.2	638.1
기초현금 및 현금성자산	144.8	187.3	185.6	637.7	954.9
기말현금 및 현금성자산	187.3	185.6	637.7	954.9	1,592.9

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	18,873	29,893	33,197
BPS	124,037	107,923	121,025	145,187	172,653
CFPS	28,692	29,813	21,615	34,758	36,873
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
주가배수(배)					
PER	22.3	24.5	26.6	16.8	15.1
PER(최고)	24.6	27.1	28.2		
PER(최저)	12.0	17.3	22.5		
PBR	3.61	4.32	4.15	3.46	2.91
PBR(최고)	3.99	4.79	4.40		
PBR(최저)	1.94	3.06	3.51		
PSR	5.58	5.97	6.58	5.03	4.70
PCFR	15.6	15.6	23.2	14.4	13.6
EV/EBITDA	13.7	15.5	20.3	12.5	11.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	34.8	29.6	29.9	18.8	17.0
배당수익률(%,보통주,현금)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
ROA	15.1	13.0	13.5	19.0	18.1
ROE	19.1	16.4	16.5	22.5	20.9
ROIC	380.1	47.6	32.2	50.5	51.5
매출채권회전율	9.5	9.0	9.5	10.9	9.9
재고자산회전율	2,983.9	2,260.8	1,687.3	1,936.5	1,766.3
부채비율	29.2	23.6	20.7	17.1	14.1
순차입금비율	-51.1	-11.2	-27.1	-32.6	-44.3
이자보상배율	179.6	184.7	143.9	232.2	246.8
총차입금	149.8	155.1	155.1	155.1	155.1
순차입금	-1,394.4	-267.1	-723.8	-1,045.9	-1,688.9
NOPLAT	615.0	642.8	507.5	798.0	843.4
FCF	604.7	237.9	366.4	532.4	603.9

Compliance Notice

- 당사는 8월 2일 현재 '엔씨소프트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

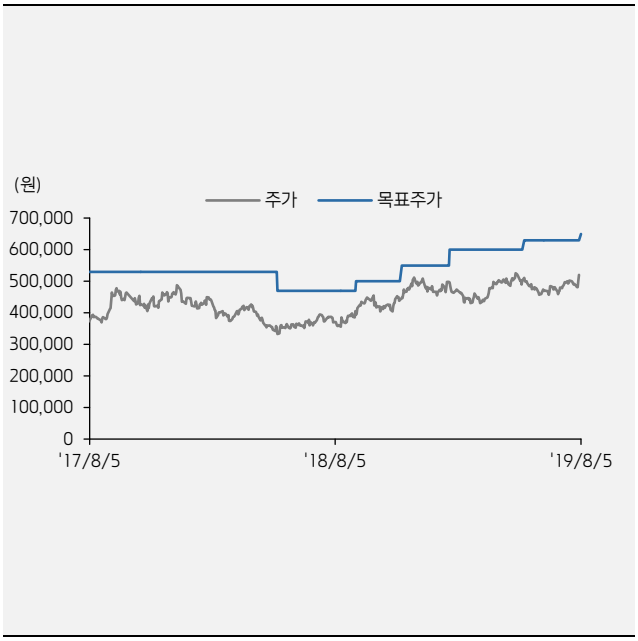
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율	
					평균주가대비	최고주가대비
엔씨소프트 (036570)	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-28.55	-21.70
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-22.55	-9.72
	2017/11/10	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-22.49	-9.72
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.61	-7.92
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-17.99	-15.19
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.99	-15.19
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-23.13	-15.19
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-25.02	-15.19
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-25.98	-23.19
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-23.14	-17.55
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.85	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.30	-9.00
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-12.49	-6.91
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-21.95	-17.33
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-23.83	-17.33
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-20.81	-12.33
	2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.98	-18.89
	2019/06/12	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.48	-18.89
	2019/08/05	BUY(Maintain)	650,000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%