

# 엔씨소프트 (036570)

SW/SI

이창영



02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>680,000원 (M)</b>
현재주가 (8/2)	<b>520,000원</b>
상승여력	<b>31%</b>

시가총액	114,122억원
총발행주식수	21,946,522주
60일 평균 거래대금	337억원
60일 평균 거래량	70,044주
52주 고	526,000원
52주 저	356,000원
외인지분율	50.36%
주요주주	국민연금공단 12.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.3	(0.4)	40.5
상대	20.3	10.3	59.7
절대(달러환산)	11.1	(2.3)	33.2

## 예측가능해진 성장

### 2분기 실적 Review

매출액 4,108억원(YoY -6%, QoQ +15%), 영업이익 1,294억원(YoY -19%, QoQ +63%), 순이익 1,169억원(YoY -17%, QoQ +56%). '리니지', '리니지M' 매출 상승에 따른 시장 컨센서스 상회

리마스터 업데이트 및 요금제 개편 효과로 인한 '리니지' 매출 QoQ +142% 증가한 501억원, 대규모 업데이트 효과 지속에 따른 모바일게임(리니지M) 매출 QoQ +13% 증가한 2,238억원 기록

### 하반기 전망

2분기 실적 상승의 원인이 된 '리니지' 사용자 트래픽이 견조하게 유지되고 있고, 하반기에도 업데이트 예정이어서 상승된 매출은 하반기에도 유지될 것으로 예상됨. '리니지M'도 2018년 이후 최고 수준의 트래픽을 유지하고 있어, 하반기에도 매출이 견조할 것으로 예상됨.

금번 실적발표의 가장 큰 관심사였던 '리니지2M'의 출시시기가, 종전 회사 발표 및 시장 기대와 동일한 4분기 출시 예정임을 재차 확인해주면서, 4분기 및 2020년 실적 상승 가능성을 한층 더 확실하게 해주었다는 판단임

최근 국내외 모바일 대작 MMORPG의 신규출시가 많지 않아 대기수요가 상당히 있을 것으로 추정되고, 해외시장에서도 MMORPG에 대한 수요층이 형성되고 있는 상황이어서, '리니지2M'에 대한 기대 및 이로 인한 실적 개선 가능성은 그 어느 때보다도 높아졌다는 판단임

### 투자의견 BUY, 목표주가 68만원 유지

기존 게임에서 비롯되는 견조한 실적을 바탕으로, MMORPG 장르의 동사 독보적인 개발능력에 따른 게임 흥행력, 콘솔게임으로의 확장 등 동사는 장기적인 안정 성장 구간에 진입했다는 판단임

투자의견 BUY, 목표주가 68만원을 유지함

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,108	-5.9	14.5	4,001	2.7
영업이익	1,294	-18.9	62.7	1,170	10.6
세전계속사업이익	1,473	-23.5	49.9	1,442	2.2
지배순이익	1,158	-17.3	56.1	1,068	8.4
영업이익률 (%)	31.5	-5.0 %pt	+9.3 %pt	29.3	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	28.2	-3.9 %pt	+7.5 %pt	26.7	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	17,587	17,151	16,115	21,494
영업이익	5,850	6,149	4,698	8,114
지배순이익	4,410	4,182	4,088	6,608
PER	18.6	21.4	27.0	16.7
PBR	2.9	3.5	4.2	3.5
EV/EBITDA	11.1	13.5	21.3	12.8
ROE	19.1	16.4	16.9	24.4

자료: 유안타증권

엔씨소프트(036570) 실적추이 및 전망

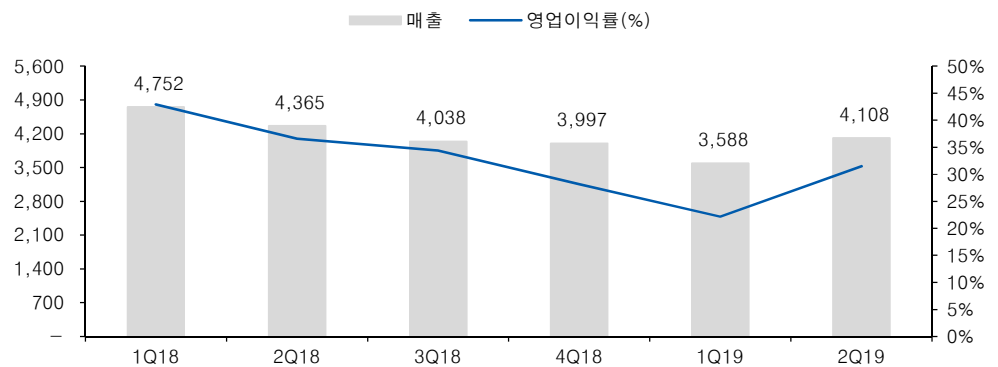
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
Sales	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	4,108	3,860	4,560	17,577	17,151	16,115	21,494
YoY(%)	98%	69%	-44%	-25%	-24%	-6%	-4%	14%	79%	-2%	-6%	33%
Lineage 1	283	421	403	390	207	501	461	588	1,544	1,497	1,757	1,835
Lineage 2	142	133	156	207	216	212	206	185	657	639	818	777
Aion	188	156	164	127	123	124	124	136	470	634	507	482
Blade & Soul	339	306	301	250	233	211	201	205	1,611	1,196	849	839
Guild War 2	236	199	210	157	163	159	151	156	828	802	629	594
Royalty Sales	842	924	516	534	574	516	513	544	2,028	2,816	2,147	1,969
모바일게임	2,641	2,099	2,165	2,228	1,988	2,238	2,082	2,653	9,943	9,133	8,960	12,713
리니지 M	2,631	2,089	2,155	2,218	1,988	2,238	2,082	1,978	9,943	9,093	8,285	6,935
블소2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	500
리니지2M	-	-	-	-	-	-	-	675	-	-	675	3,455
기타 모바일 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TL 등 온라인 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,823
Cost	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,814	2,694	3,117	11,713	11,002	11,417	13,380
Salaries Expenses	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,258	1,272	1,306	5,623	5,364	5,268	5,588
Royalty	12	8	10	8	9	13	11	12	79	38	46	49
결제수수료	57	59	60	60	50	59	56	65	279	235	231	277
외주(Box)제작비	2	1	2	24	2	5	3	3	18	29	13	21
유통수수료	795	632	652	671	597	671	641	812	3,017	2,749	2,720	3,906
Advertising	108	150	165	159	190	242	170	254	830	582	856	879
Depreciation & Amortization	65	66	76	69	120	130	131	137	287	277	517	505
기타	421	380	392	518	397	412	405	520	1,580	1,711	1,734	2,117
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,294	1,166	1,443	5,865	6,149	4,698	8,114
YoY(%)	570%	325%	-58%	-40%	-61%	-19%	-16%	28%	78%	-	-	-
영업이익률(%)	43%	37%	34%	28%	22%	32%	30%	32%	33%	36%	29%	38%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 분기별 매출 & 영업이익률 추이

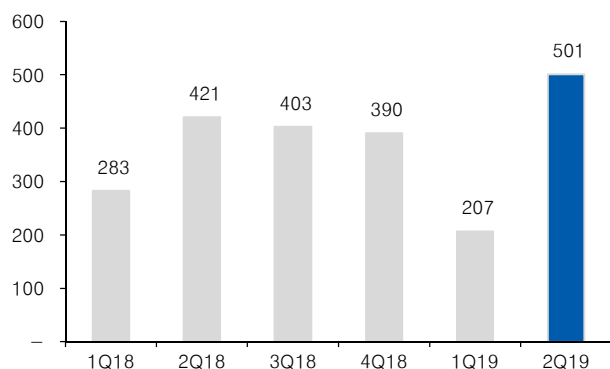
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 매출액 추이

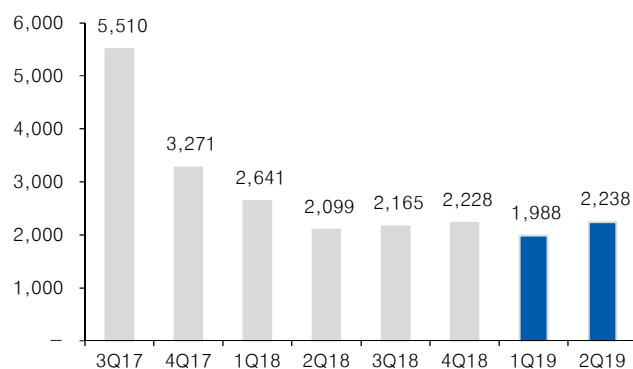
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액 추이

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 밸류에이션

(단위: 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	18.9	22.8	19.2	14.0	-17.2	18.4	3.3	3.0	2.8	17.2	12.1	12.7	5.0	5.9	5.3
TENCENT	39.4	32.1	26.4	17.0	21.4	21.6	8.9	7.1	5.6	26.1	24.6	23.9	9.7	7.7	6.1
NEXON	15.2	16.7	16.1	87.1	-13.8	3.8	2.8	2.4	2.1	19.0	14.9	13.7	6.0	5.8	5.3
NETEASE	23.5	20.0	17.3	-30.4	14.5	15.4	3.8	3.8	3.3	13.7	15.5	16.1	2.9	2.4	2.1
NETMARBLE	34.9	30.7	23.2	-31.0	17.3	32.6	1.7	1.6	1.5	5.1	5.5	6.6	3.8	3.3	2.9
ELECTRONIC ARTS	21.7	23.7	20.3	12.5	-3.4	7.5	6.6	5.3	4.3	30.6	22.8	27.9	5.3	5.7	5.3
UBISOFT	37.6	24.6	25.2	23.3	55.6	4.0	6.4	7.0	7.1	14.7	30.3	24.4	4.9	3.9	3.7
ZYNGA	37.4	26.7	26.2	-0.9	164.5	1.7	3.4	2.7	2.4	6.7	10.9	10.3	6.1	3.9	3.4
KONAMI	18.8	17.7	18.4	17.6	12.1	-0.1	2.4	2.3	2.1	13.5	13.3	12.2	2.7	2.6	2.4
SQUARE ENIX	17.6	23.2	23.1	31.1	-28.0	2.8	2.3	2.1	2.0	13.2	9.2	9.3	1.8	1.7	1.7
BANDAI NAMCO	28.0	21.3	19.6	22.5	17.1	2.2	3.3	3.0	2.7	12.4	14.3	14.5	2.0	1.8	1.7
평균	26.6	23.6	21.4	14.8	21.8	10.0	4.1	3.7	3.3	15.7	15.8	15.6	4.6	4.1	3.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17,587	17,151	16,115	21,494	24,724
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,587	17,151	16,115	21,494	24,724
판매비	11,737	11,002	11,417	13,380	15,081
영업이익	5,850	6,149	4,698	8,114	9,644
EBITDA	6,150	6,428	5,160	8,598	10,103
영업외손익	252	224	789	909	872
외환관련손익	-174	159	351	344	313
이자손익	157	260	292	311	395
관계기업관련손익	-16	-24	-63	-56	-46
기타	284	-171	209	309	211
법인세비용차감전순이익	6,102	6,373	5,487	9,023	10,516
법인세비용	1,662	2,159	1,357	2,346	2,734
계속사업순이익	4,440	4,215	4,130	6,677	7,782
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,440	4,215	4,130	6,677	7,782
지배지분순이익	4,410	4,182	4,088	6,608	7,702
포괄손익	9,190	801	4,839	7,453	8,558
지배지분포괄이익	9,164	768	4,824	7,429	8,530

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	19,817	23,905	29,116
현금및현금성자산	1,873	1,856	4,927	5,023	6,557
매출채권 및 기타채권	2,035	1,790	1,569	1,850	2,131
재고자산	5	10	10	13	15
비유동자산	17,538	13,649	15,309	17,191	19,081
유형자산	2,291	2,339	2,941	2,792	2,668
관계기업 등 자본관련자산	338	564	552	552	552
기타투자자산	13,032	8,951	10,001	12,001	14,001
자산총계	35,266	29,413	35,127	41,097	48,197
유동부채	4,558	4,731	5,877	6,193	6,530
매입채무 및 기타채무	2,197	1,663	4,840	5,082	5,336
단기차입금	0	51	51	51	51
유동성장기부채	0	1,500	0	0	0
비유동부채	3,415	892	4,467	5,360	6,264
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,498	0	2,492	3,483	4,475
부채총계	7,973	5,623	10,344	11,553	12,794
지배지분	27,212	23,677	24,668	29,406	35,239
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,326	4,326	4,326	4,326
이익잉여금	19,059	21,638	24,479	29,217	35,050
비지배지분	80	113	115	137	165
자본총계	27,292	23,790	24,783	29,544	35,403
순차입금	-13,944	-2,671	-4,584	-4,235	-5,431
총차입금	1,498	1,551	3,115	4,107	5,098

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,952	3,528	5,584	6,376	7,471
당기순이익	4,440	4,215	4,130	6,677	7,782
감가상각비	269	255	450	473	448
외환손익	63	-115	-333	-344	-313
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	56	46
자산부채의 증감	108	-555	964	-733	-729
기타현금흐름	1,072	-271	374	248	237
투자활동 현금흐름	-4,596	683	-10,013	-1,341	-1,451
투자자산	85	2,695	-10,814	-2,000	-2,000
유형자산 증가 (CAPEX)	-288	-267	-326	-326	-326
유형자산 감소	6	10	2	2	2
기타현금흐름	-4,399	-1,754	1,125	982	873
재무활동 현금흐름	-797	-4,244	-343	-966	-966
단기차입금	0	50	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	992	992	992
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-811	-1,547	-1,246	-1,869	-1,869
기타현금흐름	14	-2,746	-89	-89	-89
연결범위변동 등 기타	-134	15	7,842	-3,973	-3,521
현금의 증감	424	-17	3,071	96	1,533
기초 현금	1,448	1,873	1,856	4,927	5,023
기말 현금	1,873	1,856	4,927	5,023	6,557
NOPLAT	5,850	6,149	4,698	8,114	9,644
FCF	4,376	3,523	4,636	5,430	6,540

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

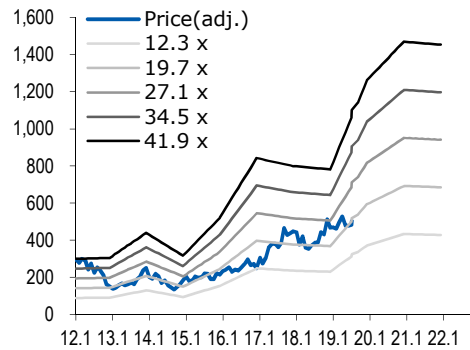
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	20,104	19,061	18,625	30,110	35,093
BPS	128,056	114,980	119,746	142,750	171,062
EBITDAPS	28,039	29,301	23,510	39,179	46,033
SPS	80,181	78,176	73,429	97,937	112,658
DPS	7,280	6,050	9,075	9,075	9,075
PER	18.6	21.4	27.0	16.7	14.3
PBR	2.9	3.5	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	11.1	13.5	21.3	12.8	10.8
PSR	4.7	5.2	6.8	5.1	4.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	78.8	-2.5	-6.0	33.4	15.0
영업이익 증가율 (%)	77.9	5.1	-23.6	72.7	18.9
지배지분이익 증가율 (%)	62.0	-5.2	-2.3	61.7	16.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.3	35.9	29.2	37.8	39.0
지배지분이익률 (%)	25.1	24.4	25.4	30.7	31.2
EBITDA 마진 (%)	35.0	37.5	32.0	40.0	40.9
ROIC	333.7	352.8	60.1	52.2	50.1
ROA	15.0	12.9	12.7	17.3	17.3
ROE	19.1	16.4	16.9	24.4	23.8
부채비율 (%)	29.2	23.6	41.7	39.1	36.1
순차입금/자기자본 (%)	-51.2	-11.3	-18.6	-14.4	-15.4
영업이익/금융비용 (배)	179.6	184.7	58.3	76.4	73.1

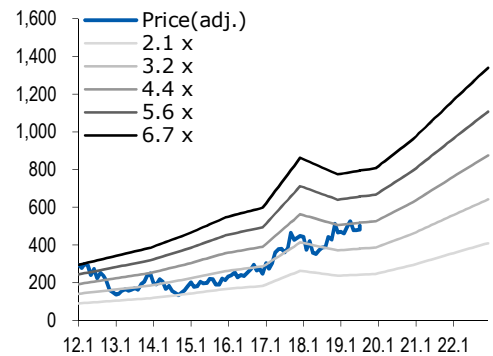
P/E band chart

(천원)

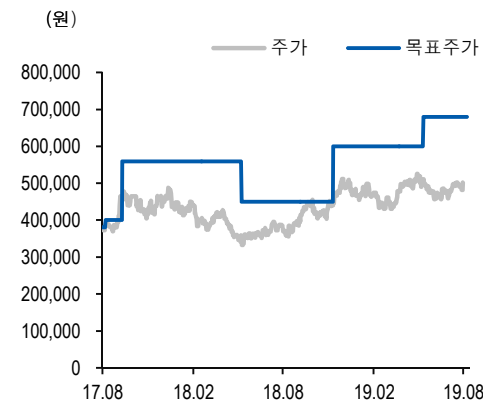


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-05	BUY	680,000	1년		
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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-31

※ 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.