

# 엔씨소프트 (036570)

## Purple and Global

### ‘퍼플(Purple)’에 주목하자

“리니지2M” 쇼케이스에서 발표된 퍼플(Purple)은 엔씨소프트에서 공식적으로 제공하는 모바일게임용 PC 플랫폼이다. 모바일에서 구현하지 못하는 4K UHD 화면을 제공하고, 현재 사용되고 있는 PC 에뮬레이터 등이 안고 있는 기술적인 완성도 및 잠재적인 보안 이슈 등을 확실히 해결할 것으로 기대한다. 이번만 아니라 다양한 부가 기능을 통해 사용자들의 게임에 대한 충성도 제고도 가능할 전망이다. 비접속 상태에서 게임을 사용 중인 사용자와 채팅이 가능하고, 라이브 스트리밍 기능을 활용한 파티플레이 등을 제공할 예정이다. 향후 엔씨소프트의 모든 IP에 적용할 계획이며, 향후 클라우드 게임의 기반 플랫폼 역할도 할 수 있을 것으로 판단된다. 단일 플랫폼의 한계를 극복함으로써 보다 높은 접근성과 차별화된 완성도를 바탕으로 엔씨소프트 모바일 게임들의 흥행에 일조할 것으로 예상된다.

### 시장환경은 나쁘지 않다

“리니지2M”의 흥행 규모와 관련해 투자자들이 우려하고 있는 두 가지 이슈는 “리니지M”과의 Cannibalization과 모바일 MMORPG 시장 규모이다. 우선 “리니지M”과의 Cannibalization 우려는 유저 기반이 상당부분 분리되어 있다는 점에서 제한적일 것으로 판단된다. 과거 “리니지1”이 이미 출시되어 서비스되고 있던 시점에 (2003년) 출시된 “리니지2”의 흥행에도 불구하고 “리니지1”의 매출은 제한적이었기 때문이다. 2003년 4분기 “리니지2” 출시 전 “리니지1”의 3분기 매출은 297억 원에서 4분기 275억 원으로 소폭 감소했으나, 2004년 1분기 309억 원으로 다시 증가했다는 점이 이를 반증하고 있다. 국내 모바일 MMORPG 시장도 “리니지2M”의 흥행을 수용할 수 있을 전망이다. 과거 “리니지M”과 “리니지2 레볼루션”이 동시에 흥행했던 2017년 3분기 ~ 2018년 2분기 기준 두 게임의 합산 평균 일매출은 약 60억 원 수준이었으며 이를 감안한 국내 모바일 게임 시장에서의 MMORPG 시장 비중은 40% 이상 이 될 것으로 예상된다. 2020년 이후 일매출 기준 국내 모바일 게임 시장이 180억 원 이상이 될 것이라는 점과 기존 게임들의 매출 감소를 고려할 때 “리니지2M”과의 Cannibalization을 전제하지 않더라도 “리니지2M”의 흥행에 시장 규모가 문제되지는 않을 전망이다.

### 2020년 글로벌 서비스에 대한 기대도 긍정적

2020년부터 본격화되는 엔씨소프트의 해외 비즈니스는 “리니지2M”이 물꼬를 틀 것이다. 국내 출시 이후 6개월 내에 출시될 것으로 예상되며, 일본 시장 등에서 온라인 유저 기반이 풍부하다는 점을 고려할 때 가시적인 성과도 가능할 것으로 기대한다. 이 외에도 “아이온”, “블레이드앤소울” 등의 북미 유럽, 중국 사용자 기반 등을 감안할 때 중장기적으로 해외 시장에서의 성과가 편 데터널 개선의 핵심이 될 전망이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 740,000원(상향) | CP(9월 9일): 552,000원

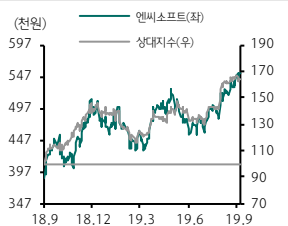
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,019.55	
52주 최고/최저(원)	552,000/404,000	
시가총액(십억원)	12,118.6	
시가총액비중(%)	1.01	
발행주식수(천주)	21,954.0	
60일 평균 거래량(천주)	66.4	
60일 평균 거래대금(십억원)	33.5	
19년 배당금(예상, 원)	6,050	
19년 배당수익률(예상, %)	1.10	
외국인지분율(%)	50.85	
주요주주 지분율(%)		
국민연금공단	12.56	
김택진 외 8인	12.00	
추가상승률	1M	6M
절대	4.5	28.2
상대	0.3	35.7
12M	33.2	50.5

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,686.5	2,476.2
영업이익(십억원)	517.1	982.5
순이익(십억원)	436.8	778.8
EPS(원)	19,694	34,872
BPS(원)	129,834	160,776

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,758.7	1,715.1	1,581.0	2,258.2	2,530.8
영업이익	십억원	585.0	614.9	465.5	840.6	977.9
세전이익	십억원	610.2	637.3	525.8	864.1	993.3
순이익	십억원	441.0	418.2	401.4	650.5	747.8
EPS	원	20,104	19,061	18,292	29,642	34,075
증감률	%	61.9	(5.2)	(4.0)	62.0	15.0
PER	배	22.26	24.47	30.18	18.62	16.20
PBR	배	3.41	3.66	4.03	3.43	3.00
EV/EBITDA	배	13.71	15.52	20.92	11.79	9.84
ROE	%	19.14	16.44	16.23	22.89	22.30
BPS	원	131,144	127,548	137,119	161,082	183,800
DPS	원	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050



Analyst 황승택  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA 정우상  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com

### 적정주가 상향조정

“리니지2M”의 흥행규모에 대한 예측은 흥행리스크를 감안할 때 여전히 불확실성이 큰 상황이나, 최근 발표된 완성도 높은 콘텐츠와 플랫폼의 확장성 등을 고려할 때 기존 예상치를 상회할 가능성이 커 보인다. 기존 비용구조 상에서 추가적인 비용이 크지 않을 것으로 예상되는 만큼 매출액 증가 대비 이익증가는 더욱 커질 전망이다. 8천억원을 기준으로 순이익 기여는 3천억원을 상회할 전망이다. 변동성이 크다는 점을 고려해 매출추정치를 상향조정하지 않았으나 기대를 상회할 가능성이 크다는 점에서 Valuation Premium을 부여했으며, 2020년 기준 PER 25배를 적용해 적정주가를 740,000원으로 상향조정한다.

표 1. “리니지2M”의 매출별 이익기여도

(단위: 억원, %)

연간 매출액(억원)	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000	14,000
마켓수수료율(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
수수료	1,500	1,800	2,100	2,400	2,700	3,000	4,200
기타비용비율(%)	20.0	18.0	16.0	14.0	13.0	12.0	10.0
기타비용	1,000	1,080	1,120	1,120	1,170	1,200	1,400
<b>영업이익 기여</b>	<b>2,500</b>	<b>3,120</b>	<b>3,780</b>	<b>4,480</b>	<b>5,130</b>	<b>5,800</b>	<b>8,400</b>
영업이익률(%)	50.0	52.0	54.0	56.0	57.0	58.0	60.0
법인세율(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>순이익 기여</b>	<b>1,750</b>	<b>2,184</b>	<b>2,646</b>	<b>3,136</b>	<b>3,591</b>	<b>4,060</b>	<b>5,880</b>
순이익률(%)	35.0	36.4	37.8	39.2	39.9	40.6	42.0
기업가치 증가분 (PER 10)	17,500	21,840	26,460	31,360	35,910	40,600	58,800
기업가치 증가분 (PER 15)	26,250	32,760	39,690	47,040	53,865	60,900	88,200

자료: 하나금융투자

표 2. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
<b>총매출액</b>	<b>1,715,116</b>	<b>1,581,033</b>	<b>2,258,229</b>	<b>475,169</b>	<b>436,461</b>	<b>403,831</b>	<b>399,655</b>	<b>358,756</b>	<b>410,786</b>	<b>392,539</b>
성장률(%)	(2.5)	(7.8)	42.8	(10.9)	(8.1)	(7.5)	(1.0)	(10.2)	14.5	(4.4)
<b>게임매출액</b>	<b>1,433,563</b>	<b>1,373,825</b>	<b>2,079,084</b>	<b>391,005</b>	<b>344,040</b>	<b>352,265</b>	<b>346,253</b>	<b>301,345</b>	<b>359,228</b>	<b>342,635</b>
리니지1	149,705	163,655	165,512	28,268	42,089	40,303	39,045	20,719	50,109	47,604
리니지2	63,886	92,940	103,054	14,233	13,340	15,635	20,678	21,558	21,213	23,334
길드워1/2	80,163	61,791	53,701	23,647	19,860	20,957	15,699	16,337	15,882	15,088
아이온	63,413	47,668	40,928	18,761	15,618	16,367	12,667	12,323	12,391	11,771
블레이드앤소울	119,632	87,643	81,117	33,894	30,647	30,098	24,993	23,267	21,107	21,107
모바일	913,298	867,668	1,525,980	264,106	209,909	216,490	222,793	198,775	223,828	209,032
기타	43,466	52,460	108,792	8,096	12,577	12,415	10,378	8,366	14,698	14,698
<b>로열티</b>	<b>281,553</b>	<b>207,208</b>	<b>179,145</b>	<b>84,164</b>	<b>92,421</b>	<b>51,566</b>	<b>53,402</b>	<b>57,411</b>	<b>51,558</b>	<b>49,905</b>
<b>영업비용</b>	<b>1,100,186</b>	<b>1,115,534</b>	<b>1,417,627</b>	<b>271,331</b>	<b>276,950</b>	<b>264,822</b>	<b>287,083</b>	<b>279,242</b>	<b>281,379</b>	<b>267,601</b>
인건비	536,429	529,447	545,880	125,044	146,853	128,881	135,651	143,194	125,822	127,080
감가상각비	27,651	52,083	57,997	6,545	6,608	7,635	6,863	11,982	12,974	13,363
매출변동비	306,850	295,759	507,977	86,869	70,553	72,577	76,851	65,336	77,189	72,336
마케팅비	58,151	89,718	103,954	10,771	14,973	16,513	15,894	18,987	24,230	20,558
기타	171,105	148,526	201,819	42,103	37,963	39,216	51,823	39,743	41,164	34,263
<b>영업이익</b>	<b>614,929</b>	<b>465,499</b>	<b>840,603</b>	<b>203,838</b>	<b>159,511</b>	<b>139,008</b>	<b>112,573</b>	<b>79,514</b>	<b>129,407</b>	<b>124,938</b>
성장률(%)	5.1	(24.3)	80.6	7.7	(21.7)	(12.9)	(19.0)	(29.4)	62.7	(3.5)
이익률(%)	35.9	29.4	37.2	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	31.8
<b>순이익</b>	<b>421,468</b>	<b>404,131</b>	<b>654,978</b>	<b>119,165</b>	<b>140,241</b>	<b>94,428</b>	<b>67,633</b>	<b>74,697</b>	<b>116,857</b>	<b>103,748</b>
이익률(%)	24.6	25.6	29.0	25.1	32.1	23.4	16.9	20.8	28.4	26.4

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

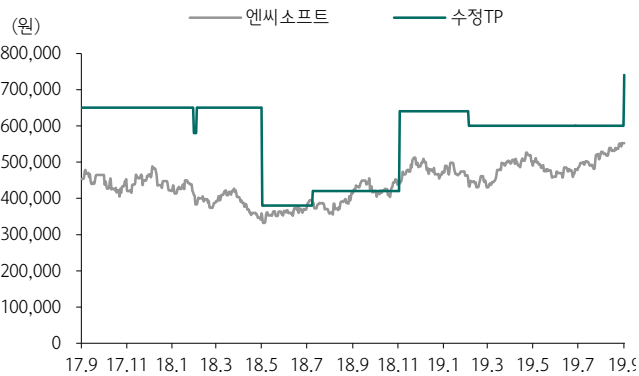
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,758.7	1,715.1	1,581.0	2,258.2	2,530.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,581.0	2,258.2	2,530.8
판매비	1,173.7	1,100.2	1,115.5	1,417.6	1,552.9
영업이익	585.0	614.9	465.5	840.6	977.9
금융손익	11.4	25.6	54.3	23.5	15.4
중속/관계기업손익	(1.6)	(2.4)	(3.3)	0.0	0.0
기타영업외손익	15.3	(0.7)	9.2	0.0	0.0
세전이익	610.2	637.3	525.8	864.1	993.3
법인세	166.2	215.9	121.7	209.1	240.4
계속사업이익	444.0	421.5	404.1	655.0	752.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	444.0	421.5	404.1	655.0	752.9
비배주주지분 순이익	3.1	3.3	2.7	4.5	5.1
지배주주순이익	441.0	418.2	401.4	650.5	747.8
지배주주지분포괄이익	916.4	76.8	460.7	651.5	749.0
NOPAT	425.7	406.6	357.8	637.2	741.3
EBITDA	615.0	642.8	510.5	878.6	1,010.0
성장성(%)					
매출액증가율	78.8	(2.5)	(7.8)	42.8	12.1
NOPAT증가율	65.1	(4.5)	(12.0)	78.1	16.3
EBITDA증가율	70.3	4.5	(20.6)	72.1	15.0
영업이익증가율	77.9	5.1	(24.3)	80.6	16.3
(지배주주)순이익증가율	62.0	(5.2)	(4.0)	62.1	15.0
EPS증가율	61.9	(5.2)	(4.0)	62.0	15.0
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	35.0	37.5	32.3	38.9	39.9
영업이익률	33.3	35.9	29.4	37.2	38.6
계속사업이익률	25.2	24.6	25.6	29.0	29.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	18,292	29,642	34,075
BPS	131,144	127,548	137,119	161,082	183,800
CFPS	28,692	29,813	23,672	40,032	46,020
EBITDAPS	28,039	29,301	23,263	40,032	46,020
SPS	80,181	78,176	72,049	102,897	115,319
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
주기지표(배)					
PER	22.3	24.5	30.2	18.6	16.2
PBR	3.4	3.7	4.0	3.4	3.0
PCFR	15.6	15.6	23.3	13.8	12.0
EV/EBITDA	13.7	15.5	20.9	11.8	9.8
PSR	5.6	6.0	7.7	5.4	4.8
재무비율(%)					
ROE	19.1	16.4	16.2	22.9	22.3
ROA	15.0	12.9	12.5	16.9	16.6
ROIC	171.9	56.0	31.2	54.1	55.8
부채비율	29.2	23.6	34.4	34.9	32.6
순부채비율	(51.1)	(11.2)	(56.1)	(57.0)	(60.7)
이자보상배율(배)	179.6	184.7	22.8	34.2	39.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,976.7	3,721.3	4,339.6
금융자산	1,544.3	422.1	1,767.1	2,091.7	2,513.3
현금성자산	187.3	185.6	1,767.1	2,091.7	2,513.3
매출채권 등	203.5	179.0	187.6	252.8	283.3
재고자산	0.5	1.0	1.1	1.4	1.6
기타유동자산	24.4	974.3	1,020.9	1,375.4	1,541.4
비유동자산	1,753.8	1,364.9	509.3	491.8	469.4
투자자산	1,337.0	951.5	59.1	79.6	89.3
금융자산	1,303.2	1.6	0.0	0.0	0.0
유형자산	229.1	233.9	274.3	237.5	206.5
무형자산	52.4	54.4	53.9	52.7	51.7
기타비유동자산	135.3	125.1	122.0	122.0	121.9
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,485.9	4,213.2	4,809.0
유동부채	455.8	473.1	504.8	673.3	752.2
금융부채	0.0	155.1	5.1	5.1	5.1
매입채무 등	219.7	166.3	400.3	539.5	604.6
기타유동부채	236.1	151.7	99.4	128.7	142.5
비유동부채	341.5	89.2	388.1	416.6	429.9
금융부채	149.8	0.0	306.4	306.4	306.4
기타비유동부채	191.7	89.2	81.7	110.2	123.5
부채총계	797.3	562.3	893.0	1,089.9	1,182.1
지배주주지분	2,721.2	2,367.7	2,578.7	3,104.6	3,603.2
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
자본조정	(153.6)	(428.2)	(428.2)	(428.2)	(428.2)
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	247.4	247.4	247.4
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,315.9	2,841.8	3,340.4
비지배주주지분	8.0	11.3	14.2	18.7	23.8
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,592.9	3,123.3	3,627.0
순금융부채	(1,394.4)	(267.1)	(1,455.6)	(1,780.2)	(2,201.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	488.3	469.7	680.5
당기순이익	444.0	421.5	404.1	655.0	752.9
조정	140.4	(13.2)	54.8	37.9	32.1
감가상각비	30.0	27.9	45.0	38.0	32.1
외환거래손익	6.3	(11.5)	(4.4)	0.0	0.0
지분법손익	3.4	2.4	2.3	0.0	0.0
기타	100.7	(32.0)	11.9	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	10.8	(55.5)	29.4	(223.2)	(104.5)
투자활동 현금흐름	(459.6)	68.3	1,138.8	(20.5)	(9.6)
투자자산감소(증가)	(708.0)	385.6	892.4	(20.5)	(9.6)
유형자산감소(증가)	(28.2)	(25.7)	(11.4)	0.0	0.0
기타	276.6	(291.6)	257.8	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(79.7)	(424.4)	(47.8)	(124.6)	(249.3)
금융부채증가(감소)	0.1	5.2	156.5	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(274.9)	(79.7)	0.0	0.0
배당지급	(81.1)	(154.7)	(124.6)	(124.6)	(249.3)
현금의 증감	42.4	(1.7)	1,581.5	324.5	421.6
Unlevered CFO	629.3	654.1	519.4	878.6	1,010.0
Free Cash Flow	566.4	326.1	476.7	469.7	680.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.10	BUY	740,000		
19.2.13	BUY	600,000	-18.71%	-8.00%
18.11.12	BUY	640,000	-25.20%	-20.00%
18.7.18	Neutral	420,000	-3.33%	8.33%
18.5.11	Neutral	380,000	-4.31%	3.95%
18.2.12	BUY	650,000	-39.82%	-34.31%
18.2.8	BUY	580,000	-31.81%	-29.74%
17.9.11	BUY	650,000	-31.97%	-24.92%
17.8.6	BUY	570,000	-30.72%	-18.60%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 9월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 09월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.