

# 엔씨소프트

# BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지) 690,000원 | 현재주가(10/17) 516,000원 | Up/Downside +33.7%

2019. 10. 18

## 리니지2M 출시 임박

### 3Q19 Preview

**3Q19 실적 컨센서스 소폭 상회 예상:** 3Q19 실적은 매출액 4,029억원(-2.5%QoQ, +0.0%YoY), 영업이익 1,206억원(-8.4%QoQ, -12.7%YoY)으로 컨센서스(매출액 3,978억원, 영업이익 1,171억원)을 소폭 상회할 것으로 예상된다. 리니지PC/M이 2분기 업데이트 이후에도 양호한 흐름을 지속하고 있고 다른 게임들도 안정적인 모습을 보인 것으로 예상된다. 리니지2M 관련 마케팅이 9월부터 시작되었으나 전분기에도 리니지M 일본 및 국내 마케팅이 있었기 때문에 영업비용은 2분기와 비슷한 수준일 것으로 보인다. 이에 따라 동사는 2분기 약 30%의 영업마진을 기록할 것으로 예상된다.

### Comment

**리니지2M 출시 임박:** 기존 게임 매출이 지속 견조하게 유지되는 가운데 동사의 기대 신작에 대한 기대감이 고조되는 구간에 진입했다고 판단된다. 10월 15일부터 리니지2M의 사전 캐릭터 생성이 시작되었고 출시가 임박한 것으로 보여진다. 리니지2M은 국내 출시 후 내년 일본 등 아시아권과 더불어 글로벌 출시될 예정이다. 리니지2M의 2020년 글로벌 합산 매출액은 7,000억원 수준으로 가정하였으며 이에 힘입어 동사는 내년 큰 폭의 실적 개선이 가능할 것으로 예상된다.

### Action

**게임업종 최선호주:** 3분기 양호한 실적, 기대 신작 출시 임박 등 긍정적인 모멘텀이 충분하다. 리니지2M 출시 전후로 주가 변동성이 커질 수 있지만, 신작에 기반한 내년 실적 개선이 전망되기 때문에 중장기적 관점에서 접근이 유효할 것으로 판단된다. 현 주가는 2020년 예상 실적 기준 PER 17배로 밸류에이션 매력도 충분하다. 목표주가 69만원 및 게임 업종 최선호주 의견을 유지한다.

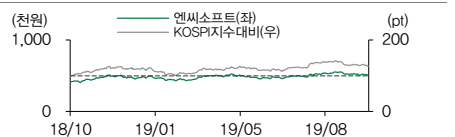
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,759	1,715	1,704	2,405	2,886
(증가율)	78.8	-2.5	-0.7	41.2	20.0
영업이익	585	615	512	866	1,014
(증가율)	77.9	5.1	-16.7	69.2	17.1
지배주주순이익	441	418	416	668	780
EPS	20,104	19,061	18,940	30,441	35,540
PER (H/L)	24.6/12.0	27.1/17.3	26.7	16.6	14.2
PBR (H/L)	4.0/1.9	4.8/3.1	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA (H/L)	15.2/6.6	17.1/10.9	17.9	10.4	8.4
영업이익률	33.3	35.9	30.1	36.0	35.1
ROE	19.1	16.4	16.6	23.1	22.5

### Stock Data

52주 최저/최고	404,000/552,000원
KOSDAQ /KOSPI	649/2,078pt
시가총액	113,283억원
60일-평균거래량	65,771
외국인지분율	50.5%
60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p
주요주주	김택진 외 8인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.2	1.2	20.0
상대기준	-5.1	1.6	23.6

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,752</b>	<b>4,365</b>	<b>4,038</b>	<b>3,997</b>	<b>3,588</b>	<b>4,131</b>	<b>4,029</b>	<b>5,266</b>	<b>17,151</b>	<b>17,038</b>	<b>24,052</b>
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-24.5	-5.4	-0.2	31.8	-2.5	-0.7	41.2
<b>PC</b>	<b>1,493</b>	<b>1,527</b>	<b>1,553</b>	<b>1,469</b>	<b>1,244</b>	<b>1,546</b>	<b>1,467</b>	<b>1,475</b>	<b>6,041</b>	<b>5,733</b>	<b>5,804</b>
리니지	283	421	403	390	207	501	426	405	1,497	1,539	1,481
리니지2	142	133	156	207	216	212	206	208	639	841	805
아이온	188	156	164	127	123	124	125	138	634	510	492
블레이드앤소울	339	306	301	250	233	211	208	209	1,196	861	746
길드워2	236	199	210	157	163	159	162	178	802	662	572
Project TL						0	0	0	0	0	414
기타	81	126	124	104	84	147	132	112	435	475	472
로열티	224	185	196	234	218	192	208	225	839	845	821
<b>모바일</b>	<b>3,259</b>	<b>2,838</b>	<b>2,485</b>	<b>2,528</b>	<b>2,344</b>	<b>2,585</b>	<b>2,562</b>	<b>3,791</b>	<b>11,133</b>	<b>11,305</b>	<b>18,248</b>
리니지M	2,616	2,075	2,135	2,195	1,943	2,202	2,180	2,136	9,021	8,462	8,054
리니지2M						0	0	1,292	0	1,292	7,011
블레이드앤소울2						0	0	0	0	0	755
블레이드앤소울s								0	0	0	276
로열티	618	739	320	300	356	324	329	314	2,000	1,298	1,488
리니지M	0	0	0	113	417	185	178	169	1,370	721	623
리니지2:레볼루션	178	136	118	105	111	72	71	68	537	285	311
블레이드앤소울:레볼루션	0	0	0	30	107	53	68	53	30	236	506
기타	440	603	202	52	-279	14	13	24	63	55	49
<b>영업비용</b>	<b>2,713</b>	<b>2,770</b>	<b>2,648</b>	<b>2,871</b>	<b>2,792</b>	<b>2,814</b>	<b>2,823</b>	<b>3,488</b>	<b>11,002</b>	<b>11,918</b>	<b>15,390</b>
YoY	29.8	25.3	-33.7	-16.6	2.9	1.6	6.6	21.5	-6.3	8.3	29.1
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,258	1,283	1,386	5,364	5,360	6,382
매출변동비	869	706	726	769	653	772	773	1,167	3,069	3,366	5,597
결제수수료	57	59	60	60	50	59	63	85	235	257	396
유통수수료	795	632	652	671	597	671	670	1,043	2,749	2,981	5,028
로열티	12	8	10	8	9	13	10	9	38	42	43
BOX 및 상품 제작비	2	1	2	24	2	5	6	6	29	18	27
기타	4	5	3	5	-4	23	24	25	17	67	104
마케팅비	108	150	165	159	190	242	244	331	582	1,007	1,194
상각비	65	66	76	69	120	130	128	127	277	505	496
기타	421	380	392	518	397	412	394	477	1,711	1,680	1,720
<b>영업이익</b>	<b>2,038</b>	<b>1,595</b>	<b>1,390</b>	<b>1,126</b>	<b>795</b>	<b>1,317</b>	<b>1,206</b>	<b>1,778</b>	<b>6,149</b>	<b>5,121</b>	<b>8,662</b>
YoY	569.7	324.6	-57.6	-40.5	-61.0	-17.4	-13.2	57.9	5.1	-16.7	69.2
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.9	29.9	33.8	35.9	30.1	36.0
순이익	1,192	1,402	1,036	778	747	1,191	923	1,290	4,215	4,176	6,712
YoY	585.1	354.9	-62.3	-35.5	-37.3	-15.0	-10.9	65.8	-5.1	-0.9	60.7
NPM	25.1	32.1	25.7	19.5	20.8	28.8	22.9	24.5	24.6	24.5	27.9

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

**대차대조표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,773	1,576	2,743	3,260	3,868
현금및현금성자산	187	186	1,261	1,646	2,143
매출채권및기타채권	203	179	202	263	298
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	480	484	501
유형자산	229	234	245	251	270
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	58	58	58
<b>자산총계</b>	<b>3,527</b>	<b>2,941</b>	<b>3,223</b>	<b>3,744</b>	<b>4,369</b>
유동부채	456	473	481	486	492
매입채무및기타채무	220	166	175	179	185
단기차입금및단기차채	0	5	5	5	5
유동성장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	342	89	89	89	89
사채및장기차입금	150	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>797</b>	<b>562</b>	<b>571</b>	<b>575</b>	<b>581</b>
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,164	2,435	2,949	3,564
비지배주주지분	8	11	13	17	21
<b>자본총계</b>	<b>2,729</b>	<b>2,379</b>	<b>2,652</b>	<b>3,169</b>	<b>3,788</b>

**현금흐름표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	595	353	346	565	703
당기순이익	444	421	418	671	784
현금유출이없는비용및수익	185	233	139	235	274
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	34
영업관련자산부채변동	11	-56	-83	-118	-93
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-23	-60	-35
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	-1	8	4	7
투자활동현금흐름	-460	68	856	-34	-50
CAPEX	-29	-27	-41	-37	-51
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	1,076	384	497
기초현금	145	187	186	1,261	1,646
기말현금	187	186	1,261	1,646	2,143

자료: 엔씨소프트 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,759	1,715	1,704	2,405	2,886
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,704	2,405	2,886
판관비	1,174	1,100	1,192	1,539	1,872
영업이익	585	615	512	866	1,014
EBITDA	615	643	544	898	1,049
영업외손익	24	23	33	29	31
금융손익	11	26	33	29	30
투자손익	-2	-2	-8	-8	-7
기타영업외손익	15	-1	8	8	8
세전이익	610	637	545	895	1,045
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	444	421	418	671	784
지배주주지분순이익	441	418	416	668	780
비지배주주지분순이익	3	3	2	3	4
총포괄이익	919	80	418	671	784
총감률(%YoY)					
매출액	78.8	-2.5	-0.7	41.2	20.0
영업이익	77.9	5.1	-16.7	69.2	17.1
EPS	61.9	-5.2	-0.6	60.7	16.8

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

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	20,104	19,061	18,940	30,441	35,540
BPS	124,037	107,923	120,292	143,693	171,724
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	26.7	16.6	14.2
P/B	3.6	4.3	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	13.7	15.5	17.9	10.4	8.4
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	30.1	36.0	35.1
EBITDA마진	35.0	37.5	32.0	37.4	36.3
순이익률	25.2	24.6	24.5	27.9	27.2
ROE	19.1	16.4	16.6	23.1	22.5
ROA	15.1	13.0	13.5	19.3	19.3
ROIC	271.5	65.6	33.1	50.8	55.0
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	21.5	18.1	15.3
이자보상배율(배)	179.6	184.7	253.6	428.8	501.9
배당성향(배)	34.8	29.6	34.5	23.0	21.0

**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 기재된 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 것이거나 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 투자이견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)**

기업 투자이견은 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 투자이견은 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 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/03/06	Buy	690,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경