

# 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 (11/5)	<b>549,000원</b>
상승여력	<b>24%</b>

시가총액	120,528억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	342억원
60일 평균 거래량	64,721주
52주 고	552,000원
52주 저	430,500원
외인지분율	50.10%
주요주주	김택진 외 8 인 12.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.5	5.2	21.3
상대	2.3	(4.4)	17.6
절대(달려환산)	12.2	10.4	17.8

## 리니지2m의 포텐 계산

### 국내 모바일 MMORPG의 포텐

11월 27일 출시 예정인 동사 신규대작 '리니지2m'의 흥행크기에 대한 추정이 현재 분분한 상황. 국내 모바일 MMORPG 시장규모는 분기 매출액 기준 약 4,000억원(추정)으로 '리니지m'이 출시되었던 2017년 3분기 '리니지2레볼루션' 과의 합산 매출 약 8,000억원(각 게임의 출시 초기 분기매출액의 합은 약 1조원)에 1/2 수준에 불과한 상황. '리니지2m'을 포함한 신규 모바일 MMORPG의 국내 매출의 추가적인 포텐셜(=대기수요)은 분기 기준 약 5,000억원에 달할 것으로 추정됨. 국내 모바일 MMORPG의 해외매출 또한 지난 2년여간 누적 1조원에 가까운 매출의 흥행경험이 있었고, 그동안 4G, 스마트폰 사양 발전 등 퀄리티 있는 게임(현존 최고 사양의 풀 3D 그래픽, 1만명 동시 전투, 로딩 없는 seamless한 전체 맵, 충돌방지기술 등)이 흥행할 수 있는 인프라와 사용자 경험은 해외에서도 충분히 무르익었다는 판단임

### 우려에 대한 견해

- (1) '리니지m' 매출 카니발라이제이션 우려: '리니지m'은 출시된 지 2년 4개월이 된 지금(2019년 3분기)도 분기매출 2,000억원을 넘고 있고, 그동안 수많은 경쟁대작 MMORPG 출시에도 매출 영향이 거의 없었기 때문에 '리니지2m' 출시에 따른 매출감소는 제한적일 것으로 예상
- (2) 리니지와 리니지2는 다르다: 과거(2004년) 온라인 '리니지2'의 국내 사용자수는 '리니지' 사용자들과 유사한 100만명(2004년 12월 월간접속자수, '리니지' 130만명)에 달하여 '리니지2' 사용 경험자 풀도 '리니지' 못지않다는 판단임. 이에 대한 방증으로 현재 사전예약자수는 '리니지m' 550만명을 뛰어 넘는 700만명을 넘어섬

### 리니지m 출시와 출시 이후

당리서치팀의 '리니지2m'에 대한 매출추정은, 출시 후 첫 달 평균 일매출 32억원, 첫분기 20억원, 2020년 연평균 일매출 17.5억원(해외 5억원 포함)으로 과거 출시되었던 모바일 MMORPG들의 평균 매출수준으로 추정하였음. 2020년 '리니지m' 평균 일매출액은 2019년 대비 25%감소한 17억원으로 가정하였음. 흥행 비즈니스임을 감안한 보수적인 가정이며, 실제 흥행여력은 상기 서술한 것처럼 국내 MMORPG 대기수요, 해외 확장성이 실제로 터진다면 당리서치팀 추정치를 상회하며, 당리서치팀 목표주가를 상회할 수 있을 것으로 예상됨

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,936	-2.5	-4.2	3,980	-1.1
영업이익	1,204	-13.4	-7.0	1,125	7.0
세전계속사업이익	1,395	-1.7	-5.2	1,254	11.3
지배순이익	1,035	11.5	-11.1	935	10.7
영업이익률 (%)	30.6	-3.8 %pt	-0.9 %pt	28.3	+2.3 %pt
지배순이익률 (%)	26.3	+3.3 %pt	-2.0 %pt	23.5	+2.8 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	17,587	17,151	16,363	21,975
영업이익	5,850	6,149	4,821	8,159
지배순이익	4,410	4,182	4,200	6,637
PER	18.6	21.4	28.2	17.8
PBR	2.9	3.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	11.1	12.0	20.3	12.0
ROE	19.1	16.4	17.0	23.7

자료: 유안타증권

엔씨소프트(0.36570) 분기/연간 매출액 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	4,108	3,936	4,731	5,287	4,563	17,577	17,151	16,363	21,975	23,809
YoY	98%	69%	-44%	-25%	-24%	-6%	-3%	18%	47%	11%	79%	-2%	-5%	34%	8%
Lineage 1	283	421	403	390	207	501	491	519	494	442	1,544	1,497	1,718	1,794	1,698
Lineage 2	142	133	156	207	216	212	206	191	213	185	657	639	824	783	744
Aion	188	156	164	127	123	124	124	136	134	130	470	634	507	482	458
Blade & Soul	339	306	301	250	233	211	201	205	216	208	1,611	1,196	849	839	779
Guild War 2	236	199	210	157	163	159	151	156	163	157	828	802	629	594	584
Royalty Sales	842	924	516	534	574	516	515	547	528	521	2,028	2,816	2,152	1,987	1,847
모바일게임	2,641	2,099	2,165	2,228	1,988	2,238	2,126	2,874	3,427	2,805	9,943	9,133	9,226	15,026	16,183
리니지 m	2,631	2,089	2,155	2,218	1,988	2,238	2,126	1,914	1,627	1,545	9,943	9,093	8,266	6,205	5,110
리니지2m	-	-	-	-	-	-	-	960	1,800	1,080	-	-	960	6,404	3,650
비용총계	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,814	2,733	3,202	3,238	3,024	11,713	11,002	11,541	13,816	14,860
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,258	1,272	1,306	1,304	1,325	5,623	5,364	5,268	5,588	5,928
로열티	12	8	10	8	9	13	11	12	12	12	79	38	46	49	53
결제수수료	57	59	60	60	50	59	57	68	76	66	279	235	234	282	306
외주(Box)제작비	2	1	2	24	2	5	3	3	4	4	18	29	13	21	21
유통수수료	795	632	652	671	597	671	654	878	1,044	858	3,017	2,749	2,800	4,600	4,947
광고선전비	108	150	165	159	190	242	194	271	189	153	830	582	897	800	878
유무형감가상각비	65	66	76	69	120	130	131	137	141	146	287	277	517	505	493
기타	421	380	392	518	397	412	405	520	462	455	1,580	1,711	1,734	1,933	2,189
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,294	1,204	1,529	2,049	1,539	5,865	6,149	4,821	8,159	8,949
YoY(%)					-61%	-19%	-13%	36%	158%	19%	-				
영업이익률(%)	43%	37%	34%	28%	22%	32%	31%	32%	39%	34%	33%	36%	29%	37%	38%

자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 2m 신작 출시 (11/27 예정)

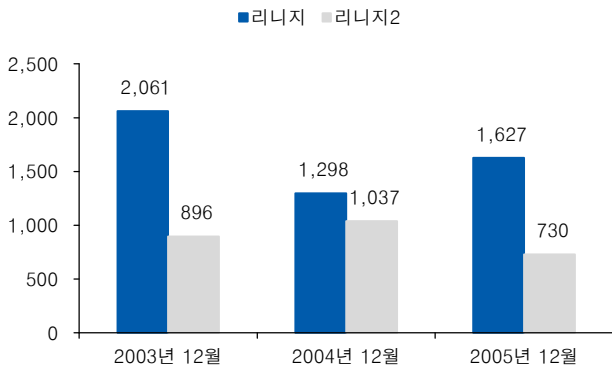


자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

	2003년 12월	2004년 12월	2005년 12월
<b>리니지</b>			
한국	2,061	1,298	1,627
대만	817	592	472
일본	81	70	74
중국	229	115	110
북미	9	7	9
<b>합계</b>	<b>3,197</b>	<b>2,082</b>	<b>2,292</b>
<b>리니지2</b>			
한국	896	1,037	730
대만	-	232	198
일본	-	82	105
중국	-	651	354
북미&유럽	-	62	76
태국	-	-	60
<b>합계</b>	<b>896</b>	<b>2,064</b>	<b>1,523</b>

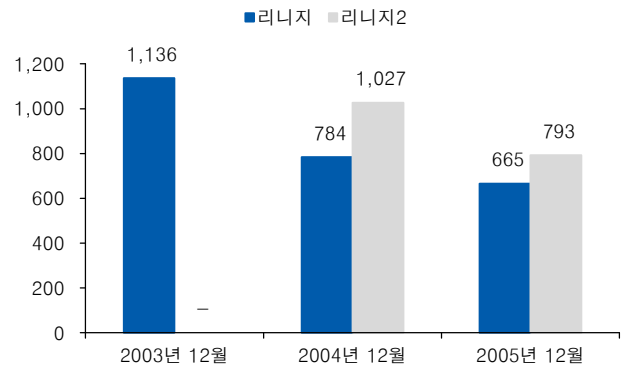
자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

온라인 리니지 vs 리니지 2 월간 접속자수(한국) (단위: 천명)



자료: 유안타증권 리서치센터

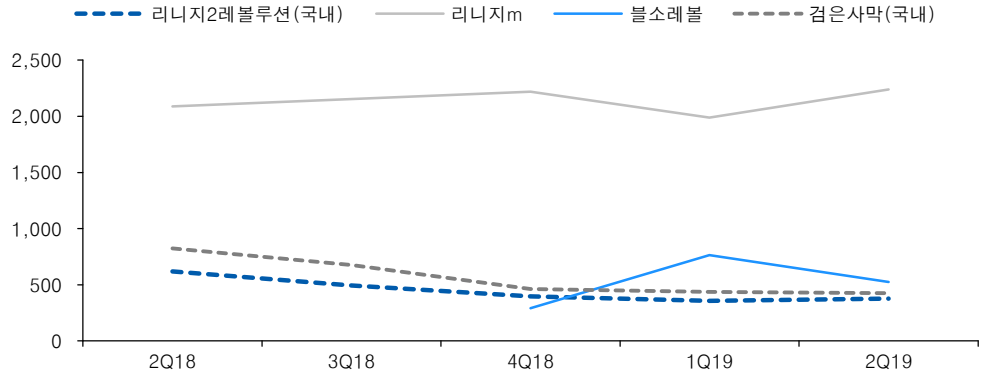
온라인 리니지 vs 리니지 2 월간 접속자수(해외) (단위: 천명)



자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 m vs 경쟁 모바일 MMORPG 분기 매출액 추이

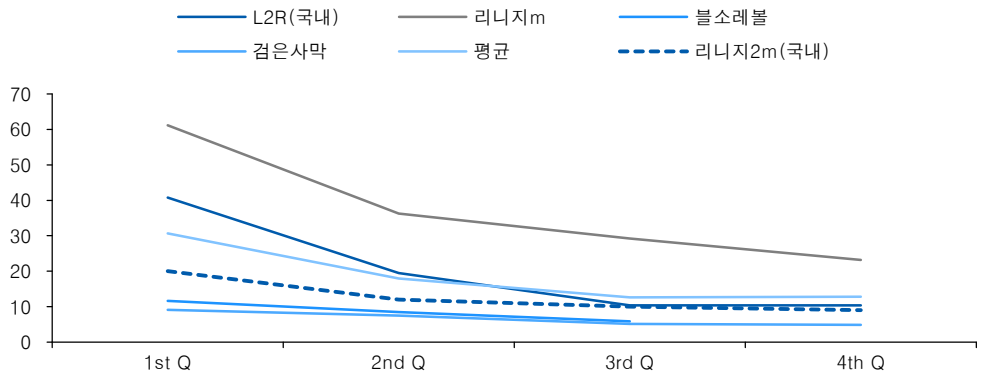
(단위: 억원)



자료: 각 사 실적자료, 유안타증권 리서치센터

모바일 MMORPG 출시 초기 분기 일매출액 추이

(단위: 억원)



자료: 각 사 실적자료, 유안타증권 리서치센터

모바일 MMORPG 출시 초기 분기 일매출액 추이

(단위: 억원)

	1st Q	2nd Q	3rd Q	4th Q
L2R(국내 추정)	40.8	19.5	10.4	10.4
리니지 m	61.1	36.2	29.2	23.2
블소레볼	11.7	8.5	5.8	
검은사막(국내추정)	9.1	7.5	5.1	4.9
평균	30.7	17.9	12.6	12.8
리니지2m(국내)추정	20.0	12.0	10.0	9.0

자료: 각 사 실적자료, 유안타증권 리서치센터

## 모바일 MMORPG 해외매출액 누적합계

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	누적 합계
리니지2레볼루션(해외추정)	99	245	1,697	1,467	1,003	784	715	627	360	361	7,358
검은사막(해외추정)	-	-	-	-	-	-	225	154	438	519	1,337

자료: 각 사 실적자료, 유안타증권 리서치센터

## 국내외 게임회사 밸류에이션 비교

기업명	P/E			P/B			ROE			P/S		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
ACTIVISION BLIZZ	21.5	25.3	22.1	3.8	3.3	3.0	17.2	11.8	11.6	5.7	6.7	6.1
TENCENT	36.1	29.0	24.0	8.1	6.5	5.2	26.1	25.0	23.8	8.9	7.2	5.8
NEXON	11.0	11.9	12.3	2.0	1.8	1.5	19.0	15.6	13.8	4.4	4.4	4.0
NETEASE	31.1	21.2	19.5	5.0	4.5	4.4	13.7	21.5	18.6	3.8	3.4	3.3
NCSOFT	24.7	25.8	14.9	4.0	4.1	3.4	16.6	17.2	25.1	6.6	6.7	4.6
NHN	10.3	18.6	12.7	0.7	0.7	0.6	8.0	3.8	5.3	0.9	0.7	0.7
DOUBLEUGAMES	9.3	7.5	6.7	1.7	1.3	1.1	21.9	20.0	18.5	1.8	1.7	1.5
NETMARBLE	34.5	36.7	26.2	1.7	1.6	1.5	5.1	4.8	6.3	3.7	3.4	3.0
GAMEVIL	18.4	11.0	7.1	0.8	0.8	0.7	4.5	7.7	10.8	1.9	1.6	1.3
COM2US	9.4	9.9	8.8	1.4	1.3	1.1	16.5	14.0	13.9	2.6	2.6	2.2
WEBZEN	10.5	13.6	10.5	1.8	1.6	1.4	19.4	13.0	14.7	2.6	3.3	2.8
SUNDAYTOZ	N/A	27.8	11.0	N/A	1.3	1.2	N/A	4.9	11.4	N/A	2.6	2.2
ELECTRONIC ARTS	22.6	24.7	20.8	6.9	5.5	4.1	30.6	22.8	28.7	5.5	5.9	5.5
ZYNGA	37.4	26.9	23.4	3.4	2.8	2.4	6.7	10.6	10.8	6.1	3.9	3.3
KONAMI	19.3	18.2	19.2	2.5	2.4	2.2	13.5	13.3	12.0	2.8	2.6	2.5
SQUARE ENIX	24.6	32.5	26.5	3.2	3.0	2.8	13.2	9.2	11.3	2.6	2.4	2.3
BANDAI NAMCO	32.4	24.6	22.0	3.8	3.5	3.2	12.4	14.3	14.8	2.3	2.1	2.0
CAPCOM	24.0	20.9	17.7	3.2	3.0	2.7	14.2	14.9	16.8	3.6	3.5	3.9
GUNGHO ONLINE	12.7	7.4	10.3	2.4	1.8	1.5	20.1	25.5	16.4	2.8	2.1	2.4
GREE	16.5	29.5	29.2	1.1	1.1	1.1	6.6	3.6	4.2	1.6	1.7	1.7
DENA	11.9	24.1	28.3	1.0	1.0	1.1	9.6	4.1	3.6	2.0	2.2	2.2
MIXI	4.0	6.4	21.1	1.0	0.9	0.9	24.0	14.0	3.1	0.9	1.1	1.6
UBISOFT ENTERTAI	26.9	17.7	64.2	4.5	5.0	6.2	14.7	30.3	14.4	3.8	3.1	3.8
SEGA SAMMY	38.0	98.6	21.6	1.2	1.2	1.2	3.1	0.8	5.5	1.2	1.2	1.1
평균	20.1	20.5	17.9	2.8	2.4	2.1	15.2	13.3	13.4	3.5	3.3	3.0

자료: Bloomberg

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17,587	17,151	16,363	21,975	23,809
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,587	17,151	16,363	21,975	23,809
판매비	11,737	11,002	11,541	13,816	14,860
영업이익	5,850	6,149	4,821	8,159	8,949
EBITDA	6,150	6,428	5,319	8,682	9,458
영업외손익	252	224	720	598	879
외환관련손익	-174	159	368	237	261
이자손익	157	260	232	452	722
관계기업관련손익	-16	-24	-56	-56	-56
기타	284	-171	176	-36	-49
법인세비용차감전순이익	6,102	6,373	5,542	8,757	9,828
법인세비용	1,662	2,159	1,310	2,070	2,323
계속사업순이익	4,440	4,215	4,232	6,687	7,505
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,440	4,215	4,232	6,687	7,505
지배지분순이익	4,410	4,182	4,200	6,637	7,449
포괄순이익	9,190	801	3,263	5,718	6,536
지배지분포괄이익	9,164	768	3,240	5,677	6,489

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	18,359	22,792	28,100
현금및현금성자산	1,873	1,856	2,337	5,043	8,806
매출채권 및 기타채권	2,035	1,790	1,867	2,465	2,673
재고자산	5	10	13	18	19
비유동자산	17,538	13,649	14,989	15,240	15,518
유형자산	2,291	2,339	3,035	2,954	2,886
관계기업 등 지분관련자산	338	564	820	1,096	1,372
기타투자자산	13,032	8,951	9,341	9,346	9,352
자산총계	35,266	29,413	33,347	38,032	43,618
유동부채	4,558	4,731	3,413	3,815	4,261
매입채무 및 기타채무	2,197	1,663	1,542	1,697	1,866
단기차입금	0	51	120	183	246
유동성장기부채	0	1,500	0	0	0
비유동부채	3,415	892	4,146	3,761	3,418
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,498	0	2,492	1,992	1,492
부채총계	7,973	5,623	7,559	7,576	7,679
지배지분	27,212	23,677	25,661	30,306	35,762
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,326	4,341	4,341	4,341
이익잉여금	19,059	21,638	24,541	29,186	34,642
비지배지분	80	113	127	150	177
자본총계	27,292	23,790	25,788	30,456	35,939
순차입금	-13,944	-12,152	-12,906	-16,560	-21,822
총차입금	1,498	1,551	3,165	2,629	2,092

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,952	3,528	4,039	6,228	7,418
당기순이익	4,440	4,215	4,232	6,687	7,505
감가상각비	269	255	485	511	498
외환손익	63	-115	-294	-237	-261
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	56	56
자산부채의 증감	108	-555	-394	-947	-554
기타현금흐름	1,072	-271	11	158	175
투자활동 현금흐름	-4,596	683	-2,322	-766	-828
투자자산	85	2,695	-1,866	-276	-276
유형자산 증가 (CAPEX)	-288	-267	-434	-434	-434
유형자산 감소	6	10	4	4	4
기타현금흐름	-4,399	-1,754	-27	-60	-122
재무활동 현금흐름	-797	-4,244	-340	-1,836	-2,562
단기차입금	0	50	63	63	63
사채 및 장기차입금	0	0	992	-500	-500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-811	-1,547	-1,246	-1,251	-1,977
기타현금흐름	14	-2,746	-149	-149	-149
연결범위변동 등 기타	-134	15	-896	-919	-266
현금의 증감	424	-17	481	2,706	3,762
기초 현금	1,448	1,873	1,856	2,337	5,043
기말 현금	1,873	1,856	2,337	5,043	8,806
NOPLAT	5,850	6,149	4,821	8,159	8,949
FCF	4,376	3,523	3,351	5,373	6,355

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

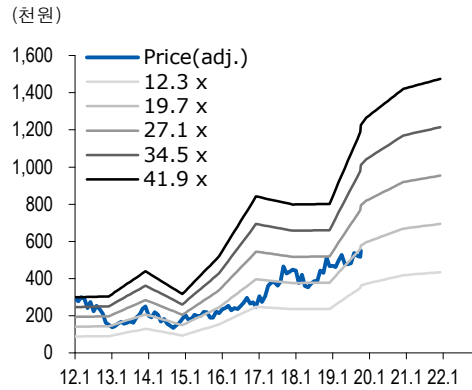
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

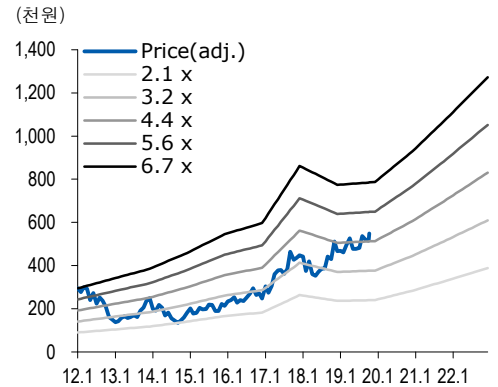
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	20,104	19,061	19,131	30,230	33,928
BPS	128,056	114,980	116,887	138,043	162,896
EBITDAPS	28,039	29,301	24,226	39,546	43,080
SPS	80,181	78,176	74,531	100,095	108,449
DPS	7,280	6,050	9,075	9,075	9,075
PER	18.6	21.4	28.2	17.8	15.9
PBR	2.9	3.5	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	11.1	12.0	20.3	12.0	10.5
PSR	4.7	5.2	7.2	5.4	5.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	78.8	-2.5	-4.6	34.3	8.3
영업이익 증가율 (%)	77.9	5.1	-21.6	69.2	9.7
지배순이익 증가율 (%)	62.0	-5.2	0.4	58.0	12.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.3	35.9	29.5	37.1	37.6
지배순이익률 (%)	25.1	24.4	25.7	30.2	31.3
EBITDA 마진 (%)	35.0	37.5	32.5	39.5	39.7
ROIC	333.7	352.8	161.2	206.0	205.7
ROA	15.0	12.9	13.4	18.6	18.2
ROE	19.1	16.4	17.0	23.7	22.5
부채비율 (%)	29.2	23.6	29.3	24.9	21.4
순차입금/자기자본 (%)	-51.2	-51.3	-50.3	-54.6	-61.0
영업이익/금융비용 (배)	179.6	184.7	58.6	149.5	195.2

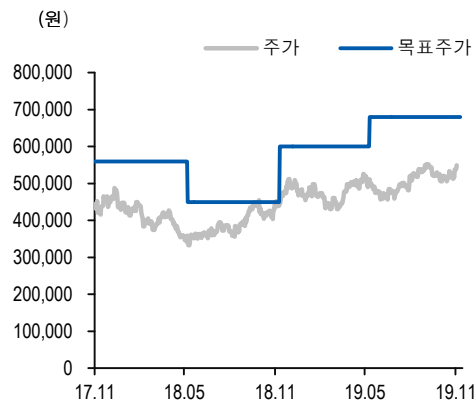
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-07	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

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)	0.6
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-04

※ 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.