

# 엔씨소프트(036570)

## 1Q19 Preview: 보여줄 것이 많다

### 리니지M의 견조함이 유지되고 있음

1분기 실적은 매출액 3,801억원(-20.0% YoY, -4.9% QoQ), 영업이익 1,144억원(-44.1% YoY, +1.3% QoQ)으로 컨센서스에 부합할 것으로 추정된다. PC 라인업은 전반적으로 4분기 대비 매출액이 소폭 감소할 것으로 예상된다. 그러나 리니지M의 일매출액이 1분기에도 23.6억원(4분기 24.2억원)으로 견조한 수준을 유지할 것으로 예상되는 가운데 4분기 발생했던 양의지 FA 계약 등 일회성 비용이 제거되고 마케팅 비용 또한 감소하면서 영업이익은 전분기대비 개선될 것으로 추정된다.

### 리니지 시리즈가 이끄는 2020년까지의 성장

리니지M의 매출은 3월 신규 클래스인 암흑기사 및 신규서버 케레니스의 업데이트 이후 다시 증가 추세로 돌아선 것으로 파악된다. 신규 클래스인 암흑기사의 성능이 타 클래스 대비 준수하며, 신규 서버로 아프리카TV의 인기 BJ들이 다수 유입되며 리니지M은 새로운 부흥기에 접어들었다. 하반기에는 새롭게 출시될 블록버스터 신작인 리니지2M이 성장을 견인할 것으로 예상된다. MMORPG가 흥행의 중심장르로 굳어지는 시기에 대형 개발사로 유저유입이 집중되는 현상은 온라인과 마찬가지로 모바일에서도 똑같이 일어나고 있다. 엔씨소프트가 지닌 MMORPG를 2000년 이전부터 만들어온 개발력과 장르에 대한 높은 이해도가 모바일게임 신작의 성과를 통해 드러내기 시작할 것이라고 전망한다.

### 더욱 촘촘해질 신작 사이의 간격

장기적으로 엔씨소프트의 신작 사이 간격이 과거처럼 1년 이상 벌어지는 일은 드물 것으로 예상된다. 작년 미디어데이에서 엔씨소프트가 공개한 5종의 라인업이 모두 1년 이상 개발이 진행된 작품들이다. 게다가 클라우드 게이밍, 멀티플랫폼에 대한 대응, 가상현실 시장 등 다양한 산업적 변화가 일어나고 있는 게임시장의 상황을 고려할 때 5종의 라인업이 1년에 하나씩 출시되어 5년 뒤에 출시가 완료될 것이라고 예상하기는 다소 어렵다. 결론적으로 2020년 이후부터 엔씨소프트의 신

## 매수(유지)

목표주가: 590,000원(유지)

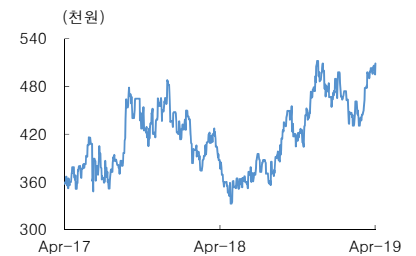
### Stock Data

KOSPI(4/16)	2,249
주가(4/16)	509,000
시가총액(십억원)	11,167
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	512,000/332,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	50,347
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.9/49.6
주요주주(%)	김택진 외 8인 12.0
	국민연금 11.9

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.5	20.8	35.2
KOSPI 대비(%p)	11.2	15.9	43.7

### 주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	1,759	585	441	20,756	62.4	615	21.6	13.5	3.4	19.1	1.6
2018A	1,715	615	418	19,831	(4.5)	643	23.5	14.9	3.7	16.4	1.3
2019F	1,955	705	541	26,291	32.6	734	19.4	14.4	3.5	21.0	1.2
2020F	2,671	1,160	882	42,821	62.9	1,190	11.9	8.9	2.8	27.9	1.2
2021F	3,153	1,444	1,096	53,212	24.3	1,476	9.6	7.2	2.3	27.2	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

작 출시가 1년에 한 개 이상 꾸준히 진행될 가능성이 높다. 또한 이들 출시작이 순차적으로 대만 - 일본 - 북미/유럽 등의 지역으로 확장됨으로써 계단형의 매출 증가가 기대된다는 점에 주목할 필요가 있다. 장기적으로 판호가 개방될 경우 이들 신작의 중국 진출이 이루어진다는 점에서 가장 큰 수혜를 볼 수 있는 국내기업이라는 점 또한 중요한 투자 포인트이다. 투자의견 매수와 목표주가 590,000 원을 유지한다.

〈표 1〉 엔씨소프트 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	<b>475</b>	<b>436</b>	<b>404</b>	<b>400</b>	<b>380</b>	<b>399</b>	<b>511</b>	<b>664</b>	<b>1,759</b>	<b>1,715</b>	<b>1,955</b>	<b>2,671</b>
% YoY	98.4	68.8	(44.5)	(25.1)	(20.0)	(8.5)	26.5	66.2	78.8	(2.5)	14.0	36.7
리니지1	28	42	40	39	38	41	44	48	154	150	171	192
리니지2	14	13	16	21	16	14	15	17	66	64	62	61
아이온	19	16	16	13	15	15	15	15	47	63	60	58
B&S	34	31	30	25	24	25	25	25	161	120	98	99
길드워2	24	20	21	16	15	15	14	14	83	80	58	52
MXM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모바일	264	210	216	223	212	217	328	479	995	913	1,237	1,974
기타	8	13	12	10	10	10	11	10	50	43	41	42
Royalty	84	92	52	53	49	62	59	56	203	282	226	194
<b>영업비용</b>	<b>2,713</b>	<b>2,770</b>	<b>2,648</b>	<b>2,871</b>	<b>2,661</b>	<b>2,776</b>	<b>3,200</b>	<b>3,861</b>	<b>3,481</b>	<b>3,525</b>	<b>3,864</b>	<b>4,242</b>
% YoY	29.8	25.3	(33.7)	(16.6)	(1.9)	0.2	20.8	34.5	79.2	(6.3)	13.6	20.9
<b>영업이익</b>	<b>204</b>	<b>160</b>	<b>139</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>122</b>	<b>191</b>	<b>278</b>	<b>585</b>	<b>615</b>	<b>705</b>	<b>1,160</b>
% YoY	569.7	324.6	(57.6)	(40.5)	(44.1)	(23.6)	37.3	147.1	128.8	88.8	69.8	24.0
영업이익률(%)	42.9	36.5	34.4	28.2	30.0	30.5	37.4	41.9	33.3	35.9	36.1	43.4
<b>세전이익</b>	<b>196</b>	<b>192</b>	<b>142</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>133</b>	<b>195</b>	<b>273</b>	<b>610</b>	<b>637</b>	<b>718</b>	<b>1,169</b>
% YoY	715.8	342.1	(61.2)	(39.8)	(40.3)	(30.7)	37.0	156.0	76.3	4.4	12.6	62.9
<b>순이익</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>94</b>	<b>68</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>148</b>	<b>207</b>	<b>444</b>	<b>421</b>	<b>546</b>	<b>889</b>
% YoY	585.1	354.9	(65.7)	(44.0)	(25.3)	(27.7)	56.6	206.5	63.6	(5.1)	29.5	62.9

자료: 한국투자증권

#### 기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사임. 주요 게임으로는 리니지(1998년), 리니지2(2003년), AION(2008년), 블레이드앤소울(2012년), 길드워2(2012년) 등 다수의 MMORPG 게임을 보유하고 있음. 2017년 6월 '리니지M'을 시작으로 모바일 게임 시장에 본격 진입했으며, 2019년부터는 보유 IP를 기반으로 한 다양한 모바일 게임 신작들을 출시할 계획임

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,773	1,576	1,797	2,455	2,898
현금성자산	187	186	212	289	341
매출채권및기타채권	203	179	204	279	329
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,754	1,365	1,528	3,474	4,061
투자자산	1,337	951	1,084	2,951	3,483
유형자산	229	234	239	244	248
무형자산	52	54	62	85	100
자산총계	3,527	2,941	3,324	5,929	6,959
부채총계	797	562	524	2,365	2,415
유동부채	456	473	422	2,226	2,251
매입채무및기타채무	220	166	189	259	306
단기차입금및단기사채	0	5	10	15	20
유동성장기부채	0	150	300	450	600
비유동부채	342	89	102	139	164
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
지배주주지분	2,721	2,368	2,785	3,542	4,513
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(154)	(428)	(428)	(428)	(428)
이익잉여금	1,906	2,164	2,581	3,338	4,309
비지배주주지분	8	11	16	22	31
자본총계	2,729	2,379	2,800	3,564	4,544

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	595	353	225	2,124	714
당기순이익	444	421	546	889	1,104
유형자산감가상각비	27	26	26	27	27
무형자산상각비	3	2	3	4	5
자산부채변동	11	(56)	(360)	1,188	(439)
기타	110	(40)	10	16	17
투자활동현금흐름	(460)	68	(225)	(2,070)	(684)
유형자산투자	(29)	(27)	(32)	(32)	(33)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(598)	101	(137)	(1,871)	(537)
무형자산순증	(4)	(4)	(10)	(27)	(20)
기타	170	(3)	(47)	(141)	(95)
재무활동현금흐름	(80)	(424)	26	24	22
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	0	5	155	155	155
배당금지급	(81)	(155)	(125)	(125)	(125)
기타	0	(274)	(4)	(6)	(8)
기타현금흐름	(13)	2	0	0	0
현금의증가	42	(2)	26	78	52

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

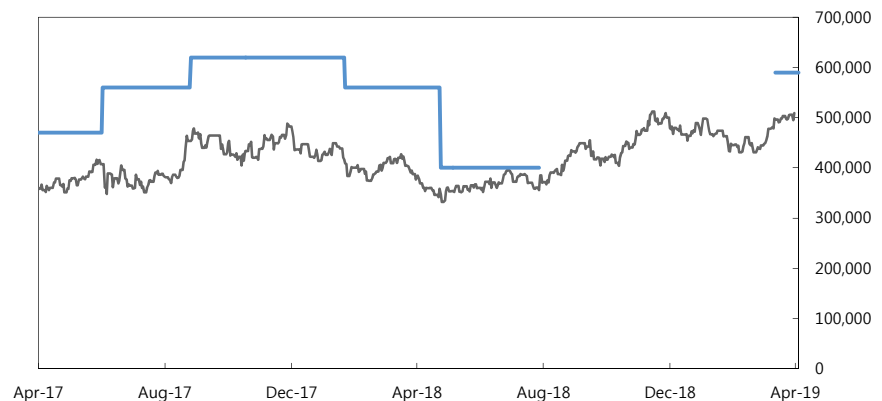
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,759	1,715	1,955	2,671	3,153
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,955	2,671	3,153
판매관리비	1,174	1,100	1,250	1,511	1,708
영업이익	585	615	705	1,160	1,444
금융수익	27	50	51	47	46
이자수익	19	29	25	25	25
금융비용	15	25	26	27	27
이자비용	3	3	3	3	3
기타영업외손익	15	(1)	(7)	(5)	(5)
관계기업관련손익	(2)	(2)	(4)	(5)	(5)
세전계속사업이익	610	637	718	1,169	1,453
법인세비용	166	216	172	281	349
연결당기순이익	444	421	546	889	1,104
지배주주지분순이익	441	418	541	882	1,096
기타포괄이익	475	(341)	0	0	0
총포괄이익	919	80	546	889	1,104
지배주주지분포괄이익	916	77	541	882	1,096
EBITDA	615	643	734	1,190	1,476

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	20,756	19,831	26,291	42,821	53,212
BPS	131,144	127,548	146,547	181,061	225,328
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
성장성(% YoY)					
매출증가율	78.8	(2.5)	14.0	36.7	18.0
영업이익증가율	77.9	5.1	14.6	64.6	24.5
순이익증가율	62.0	(5.2)	29.5	62.9	24.3
EPS증가율	62.4	(4.5)	32.6	62.9	24.3
EBITDA증가율	70.3	4.5	14.1	62.2	24.0
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	36.1	43.4	45.8
순이익률	25.1	24.4	27.7	33.0	34.8
EBITDA Margin	35.0	37.5	37.5	44.6	46.8
ROA	15.1	13.0	17.4	19.2	17.1
ROE	19.1	16.4	21.0	27.9	27.2
배당수익률	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
배당성향	35.1	29.8	23.0	14.1	11.4
안정성					
순차입금(십억원)	(1,394)	(267)	(171)	(192)	(156)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	6.5	11.1	13.1	13.6
Valuation(X)					
PER	21.6	23.5	19.4	11.9	9.6
PBR	3.4	3.7	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.5	14.9	14.4	8.9	7.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트(036570)	2017.01.19	매수	370,000원	-18.8	-3.1
	2017.04.17	매수	470,000원	-19.9	-11.5
	2017.06.18	매수	560,000원	-31.8	-17.1
	2017.09.11	매수	620,000원	-28.7	-21.3
	2018.02.07	매수	560,000원	-30.1	-23.8
	2018.05.10	매수	400,000원	-8.2	-1.3
	2018.08.14	중립	-	-	-
	2019.03.29	매수	590,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 17일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.