

엔씨소프트(036570)

Lineage2M의 출시 준비 돌입, 매수 유지

리니지2M, 본격적인 출시 준비 돌입

엔씨소프트의 리니지2M이 본격적으로 출시 준비에 돌입했다. 지난 2분기 실적 발표 때 리니지2M이 하반기 중 출시될 것이라고 언급한 데 이어 현재 오픈되어 있는 티저사이트에도 2019년 9월 5일부터 사전예약 등의 이벤트 시작을 암시하고 있다. 사전예약이 실시될 경우 사전예약자 수의 증가와 함께 본격적으로 신작에 대한 기대감이 주가에 반영될 수 있어 엔씨소프트에 대해 긍정적인 시각이 필요한 시기라고 판단한다.

리니지2M의 높은 흥행 가능성

특히 리니지2M의 흥행 가능성이 매우 크다는 점에 주목할 필요가 있다. 우선 온라인게임에서도 확인되었던 것처럼 MMORPG로 게임시장의 주류장르가 굳어지면 높은 개발력과 인지도를 보유한 대형사들의 블록버스터급 게임으로 유저가 집중되는 현상이 벌어진다. 여기에 모바일 MMORPG는 확연하게 온라인게임 IP를 활용하여 제작된 게임들이 흥행의 가능성이나 규모 측면에서 모두 그렇지 않은 게임에 비해서 월등하다는 점이 이미 여러 차례 확인된 바 있다. 따라서 이러한 조건을 모두 충족하는 리니지2M의 흥행 가능성이나 흥행 규모에 대해서 매우 긍정적인 기대가 필요하다.

게임주 top pick 의견 유지

엔씨소프트에 대해 투자의견 매수와 목표주가 650,000원을 유지한다. 리니지M의 매출이 아직 견조하게 이어지고 있는 가운데 하반기 리니지2M의 출시를 통해 다시 한번 새로운 성장국면에 접어들 것으로 전망한다. 2020년부터도 리니지2M의 해외진출을 통한 매출처의 다변화 및 새로운 신작의 출시가 이어지며 성장세가 이어질 것이다. IP를 통한 흥행과 하이엔드 MMORPG를 통한 해외진출이라는 국내 게임산업의 트렌드와 가장 부합하는 게임사라는 점에서 가장 투자 매력도가 높다고 판단한다.

	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	13.4	3.7	16.4	1.3
2019F	1,701	521	425	20,647	4.1	549	25.7	18.6	3.8	16.9	1.1
2020F	2,379	967	742	36,005	74.4	997	14.7	9.9	3.1	24.9	1.1
2021F	2,416	969	741	35,980	(0.1)	999	14.8	9.9	2.7	20.6	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 650,000원(유지)

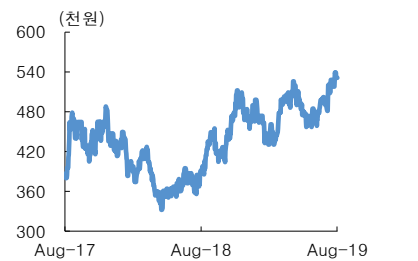
Stock Data

KOSPI(8/26)	1,916
주가(8/26)	531,000
시가총액(십억원)	11,654
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(원)	539,000/385,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	34,852
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.3/51.0
주요주주(%)	국민연금공단 12.6
	김택진 외 8 인 12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.9	19.9	35.8
KOSPI 대비(%p)	15.2	33.8	52.2

주가추이

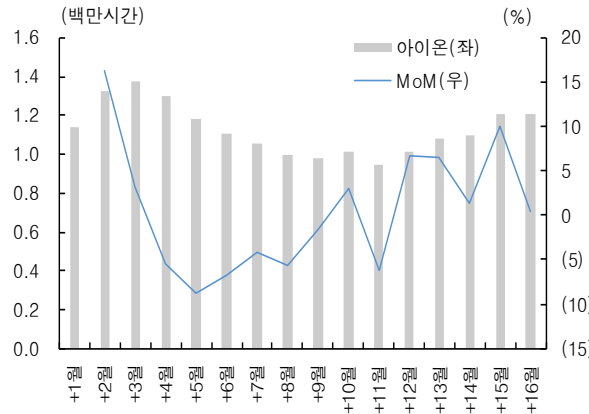


자료: FnGuide

정호윤, CFA

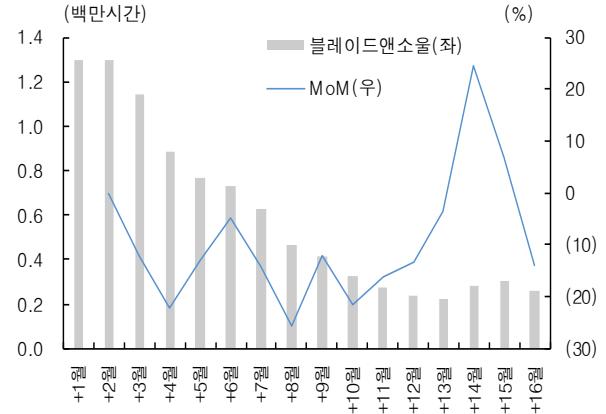
junghy@truefriend.com

[그림 1] 아이온 출시 초기 피시방 트래픽은 평균 120만시간



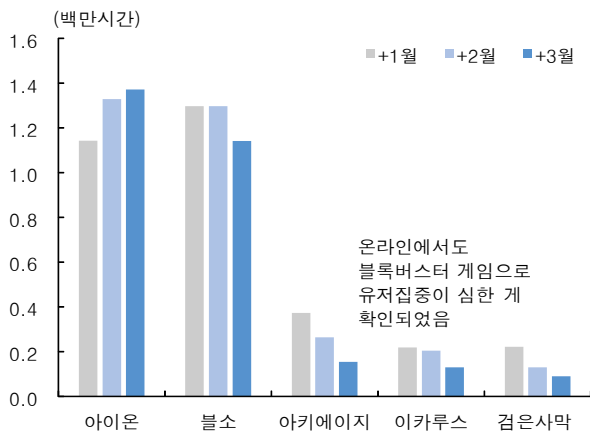
자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 2] 블레이드 앤 소울 또한 유사한 수준 유지



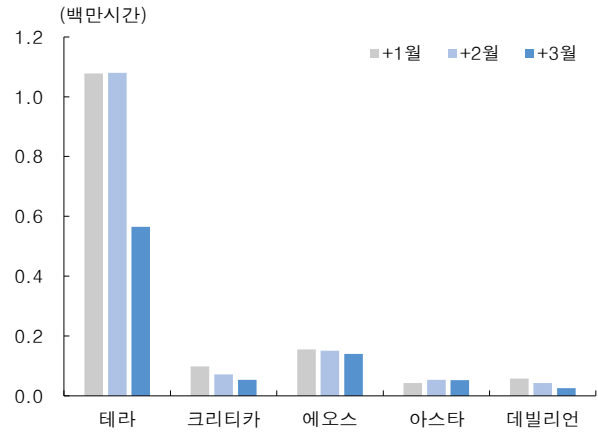
자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 3] 온라인게임에서도 확실히 확인되었던 유저집중



자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 4] NHN엔터는 테라(2011년) 이후 유저 유입 급감



자료: Gametrics, 한국투자증권

〈표 1〉 엔씨소프트 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	475	436	404	400	359	411	404	527	1,759	1,715	1,701	2,379
% YoY	98.4	68.8	(44.5)	(25.1)	(24.5)	(5.9)	0.0	31.9	78.8	(2.5)	(0.8)	39.9
리니지1	28	42	40	39	21	50	47	51	154	150	169	206
리니지2	14	13	16	21	22	21	20	20	66	64	83	80
아이온	19	16	16	13	12	12	12	12	47	63	49	47
B&S	34	31	30	25	23	21	21	21	161	120	86	82
길드워2	24	20	21	16	16	16	15	15	83	80	63	55
MXM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모바일	264	210	216	223	199	224	229	353	995	913	1,004	1,705
기타	8	13	12	10	8	15	9	9	50	43	41	37
로열티	84	92	52	53	57	52	50	48	203	282	206	168
영업비용	271	277	265	287	279	281	285	334	352	349	353	358
% YoY	29.8	25.3	(33.7)	(16.6)	2.9	1.6	7.8	16.3	79.2	(6.3)	7.2	19.7
영업이익	204	160	139	113	80	129	118	193	585	615	521	967
% YoY	569.7	324.6	(57.6)	(40.5)	(61.0)	(18.9)	(14.8)	71.8	77.9	5.1	(15.3)	85.7
영업이익률(%)	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	29.3	36.7	33.3	35.9	30.6	40.6
세전이익	196	192	142	107	95	147	123	189	610	637	554	984
% YoY	715.8	342.1	(61.2)	(39.8)	(51.8)	(23.6)	(13.3)	77.2	76.3	4.4	(13.1)	77.6
순이익	119	140	94	68	75	117	94	144	444	421	429	748
% YoY	585.1	354.9	(65.7)	(44.0)	(37.3)	(16.7)	(0.9)	112.2	63.6	(5.1)	1.7	74.4

자료: 엔씨소프트, 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 MMORPG게임을 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	1,563	2,043	2,147
현금성자산	187	186	184	257	261
매출채권및기타채권	203	179	177	190	145
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,754	1,365	1,360	2,050	2,030
투자자산	1,337	951	943	1,558	1,529
유형자산	229	234	239	244	248
무형자산	52	54	54	75	77
자산총계	3,527	2,941	2,923	4,094	4,178
유동부채	456	473	152	664	124
매입채무및기타채무	220	166	165	231	234
단기차입금및단기사채	0	5	10	15	20
유동성장기부채	0	150	300	450	600
비유동부채	342	89	88	124	126
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	797	562	240	788	249
지배주주지분	2,721	2,368	2,668	3,285	3,902
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(154)	(428)	(428)	(428)	(428)
이익잉여금	1,906	2,164	2,464	3,082	3,698
비지배주주지분	8	11	15	20	26
자본총계	2,729	2,379	2,683	3,306	3,928

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	595	353	(7)	1,140	142
당기순이익	444	421	429	748	747
유형자산감가상각비	27	26	26	27	27
무형자산상각비	3	2	2	3	3
자산부채변동	11	(56)	(475)	343	(650)
기타	110	(40)	11	19	15
투자활동현금흐름	(460)	68	(22)	(1,091)	(162)
유형자산투자	(29)	(27)	(32)	(32)	(33)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(598)	101	0	(622)	21
무형자산순증	(4)	(4)	(2)	(25)	(5)
기타	170	(3)	11	(413)	(146)
재무활동현금흐름	(80)	(424)	27	25	25
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	0	5	155	155	155
배당금지급	(81)	(155)	(125)	(125)	(125)
기타	0	(274)	(3)	(5)	(5)
기타현금흐름	(13)	2	0	0	0
현금의증가	42	(2)	(2)	74	4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

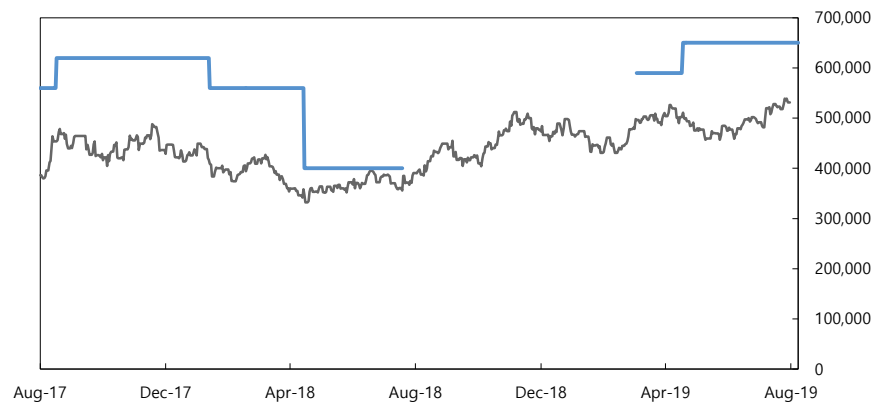
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,759	1,715	1,701	2,379	2,416
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,701	2,379	2,416
판매관리비	1,174	1,100	1,180	1,413	1,447
영업이익	585	615	521	967	969
금융수익	27	50	82	65	62
이자수익	19	29	32	34	34
금융비용	15	25	27	28	29
이자비용	3	3	7	7	7
기타영업외손익	15	(1)	(14)	(12)	(11)
관계기업관련손익	(2)	(2)	(8)	(8)	(8)
세전계속사업이익	610	637	554	984	983
법인세비용	166	216	125	236	236
연결당기순이익	444	421	429	748	747
지배주주지분순이익	441	418	425	742	741
기타포괄이익	475	(341)	0	0	0
총포괄이익	919	80	429	748	747
지배주주지분포괄이익	916	77	425	742	741
EBITDA	615	643	549	997	999

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	20,756	19,831	20,647	36,005	35,980
BPS	131,144	127,548	141,204	169,321	197,415
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
성장성(%, YoY)					
매출증가율	78.8	(2.5)	(0.8)	39.9	1.5
영업이익증가율	77.9	5.1	(15.3)	85.7	0.2
순이익증가율	62.0	(5.2)	1.7	74.4	(0.1)
EPS증가율	62.4	(4.5)	4.1	74.4	(0.1)
EBITDA증가율	70.3	4.5	(14.6)	81.5	0.3
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	30.6	40.6	40.1
순이익률	25.1	24.4	25.0	31.2	30.7
EBITDA Margin	35.0	37.5	32.3	41.9	41.4
ROA	15.1	13.0	14.6	21.3	18.1
ROE	19.1	16.4	16.9	24.9	20.6
배당수익률	1.6	1.3	1.1	1.1	1.1
배당성향	35.1	29.8	29.3	16.8	16.8
안정성					
순차입금(십억원)	(1,394)	(1,215)	(1,049)	(1,339)	(1,332)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	6.5	11.6	14.1	15.8
Valuation(X)					
PER	21.6	23.5	25.7	14.7	14.8
PBR	3.4	3.7	3.8	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.5	13.4	18.6	9.9	9.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-14.9	-10.8
	2019.05.13	매수	650,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 26일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 높게 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.