

엔씨소프트(036570)

Downside와 upside 모두 제한적이다

리니지1 매출 반등과 대만 인센티브 반영으로 2분기 실적은 추정치 부합
하반기 대규모 이벤트 진행을 통해 '리니지M'의 매출 감소폭 축소될 것
신작 출시 시점 가시화 시점까지의 제한적인 상승 여력 고려해 투자의견 하향

Facts : 리니지1 매출 반등과 대만 인센티브 반영에 따른 양호한 실적
2분기 실적은 매출액 4,365억원(+68.8% YoY, -8.2% QoQ), 영업이익 1,595억원(+324.6% YoY, -21.8% QoQ)으로 우리 추정치에 부합했다. 신규 서버 추가 효과로 '리니지1' 매출액은 '리니지M' 출시 이후 최대 분기 실적인 421억원(+48.9% QoQ) 증가했으며 대만 '리니지M' 인센티브 반영으로 로열티 매출액은 924억원(+9.8% QoQ)을 기록했다. 한편 '리니지M'의 국내 일평균 매출액은 23억원으로 전분기 대비 20.7% 감소했다. 영업비용은 2,770억원(+25.3% YoY, +2.1% QoQ)으로 늘었다. 임직원 상여금 지급과 '리니지M' 1주년 업데이트 광고 집행으로 인건비와 마케팅비가 전분기 대비 각각 17.4%, 39.0% 증가했다.

Pros & cons : 신작에 대한 가시성 개선이 필요하다

신규 서버 추가에 따른 '리니지1'의 반등은 핵심 PC 게임의 추가적인 매출 하락에 대한 우려를 해소했다는 점에서 긍정적이며 4분기 20주년 이벤트에 대한 기대감도 확대될 수 있을 전망이다. '리니지M'의 2분기 매출액은 우리 추정치를 하회했으나 6월 이벤트 효과가 여전히 유지되고 있고 3분기 중 추가 업데이트를 진행할 예정으로 매출 감소폭이 줄어들 것이다. 하지만 신작에 대한 불확실성은 여전히 있다. 4분기 중 신작 공개를 계획 중이나 출시 시점은 2019년 상반기로 예상되어 모멘텀 부재가 장기간 지속될 전망이다. 또한 치열해진 경쟁 상황을 고려할 시 기대 신작들의 흥행을 속단할 수 없다.

Action : 투자의견 하향. 제한적인 상승 여력

엔씨소프트에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다. 강력한 IP 기반의 신작 라인업, '리니지M' 매출 감소폭 축소, 자사주 매입 등을 고려할 시 급격한 주가 하락에 대한 리스크는 제한적이다. 하지만 일회성 로열티 매출액과 이벤트 효과가 소멸되는 3분기부터 전반적인 영업이익 레벨이 낮아질 전망이다. 2019년 상반기로 예정된 신작 출시에 대한 기대감이 반영되기는 아직 이르다. '리니지M'의 향후 매출 추이와 시장 환경 변화에 따른 신작 출시 지연 가능성에 대한 우려가 상당 부분 해소되기 전까지 상승 여력 또한 제한적이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(하향)

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	385,000
시가총액(십억원)	8,447
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(원)	488,000/332,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	42,648
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/50.3
주요주주(%)	김택진 외 8 인 12.0
	국민연금 11.3

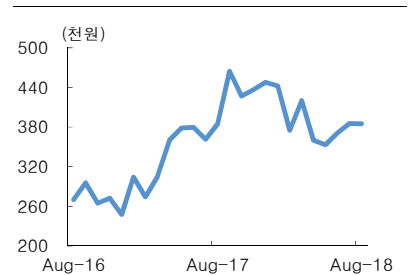
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	21.6	18.8	15.3
PBR(x)	3.4	2.3	1.9
ROE(%)	19.1	14.0	13.8
DY(%)	1.6	1.9	2.4
EV/EBITDA(x)	13.5	10.3	8.0
EPS(원)	20,756	20,458	25,167
BPS(원)	131,144	165,193	202,131

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.5)	(3.8)	(0.8)
KOSPI 대비(%p)	(0.3)	3.0	2.5

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	258.6	727.3	533.3	475.2	436.5	(8.2)	68.8	436.4
영업이익	37.6	327.8	189.2	203.8	159.5	(21.8)	324.6	163.5
영업이익률(%)	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5			37.5
순이익	30.8	275.1	120.8	119.2	140.2	18.1	355.0	125.1

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	436.5	366.9	376.6	1,758.7	1,655.1	1,856.6
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	42.1	33.1	42.4	154.4	145.8	140.0
리니지 II	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	13.3	15.0	14.8	65.8	57.3	56.9
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	15.6	15.4	15.6	47.0	65.4	59.9
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	30.6	32.2	31.6	161.1	128.4	126.5
길드워 2	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	19.9	16.3	15.5	82.8	75.3	79.5
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	264.1	209.9	192.2	193.4	995.3	859.6	1,071.1
기타	10.6	14.9	13.3	10.8	8.1	12.6	13.5	10.9	49.6	45.1	60.5
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	92.4	49.2	52.4	202.8	278.2	262.2
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	271.3	277.0	259.3	268.1	1,173.7	1,075.7	1,203.9
인건비	132.4	113.5	155.5	161.0	125.0	146.9	136.4	139.6	562.3	547.8	589.0
지급수수료	8.0	6.6	7.1	6.2	5.7	5.9	5.5	5.8	27.9	22.9	22.6
마케팅비	12.7	24.1	22.0	24.2	10.8	15.0	12.8	15.4	83.0	54.0	63.7
기타	56.1	76.8	214.9	152.7	129.9	109.2	104.7	107.2	500.5	450.9	528.6
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	159.5	107.5	108.5	585.0	579.4	652.8
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	36.5%	29.3%	28.8%	33.3%	35.0%	35.2%
세전이익	24.1	43.5	365.5	177.1	196.4	192.5	119.6	118.3	610.2	626.7	718.1
순이익	17.4	30.8	275.1	120.8	119.2	140.2	89.7	88.7	444.0	437.8	538.5
순이익률	7.3%	11.9%	37.8%	22.6%	25.1%	32.1%	24.4%	23.5%	25.2%	26.4%	29.0%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	1,655.1	1,721.5	(3.9)
	2019F	1,856.6	2,008.8	(7.6)
	2020F	2,285.2	2,430.1	(6.0)
영업이익	2018F	579.4	619.6	(6.5)
	2019F	652.8	738.1	(11.6)
	2020F	888.7	987.2	(10.0)
지배주주순이익	2018F	434.7	430.2	1.1
	2019F	534.8	581.6	(8.1)
	2020F	718.9	827.1	(13.1)
EPS(원)	2018F	20,458	20,243	1.1
	2019F	25,167	27,368	(8.1)
	2020F	33,832	38,920	(13.1)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 엔씨소프트 업데이트 내역

구분	게임	업데이트 내역
PC	리니지 1	1) 신규 특화 서버 '그림리퍼' 추가 (5.9) 최대 레벨 82 제한, 일 이용시간 10 시간 제한
		2) 신규 스킬 추가 (5.9) 요정 클래스의 불 속성 정령 마법, '인페르노' 추가 군주 클래스의 '엠페이어' 추가
모바일	리니지 M	1) 새 클래스 총사 추가 (5.30)
		2) 신규 서버 아툰 추가 (5.30) 3) 최초의 드래곤 '안타라스의 분신' 업데이트 (6.5) 4) 파티플레이 던전 '오림' 업데이트 (6.12)

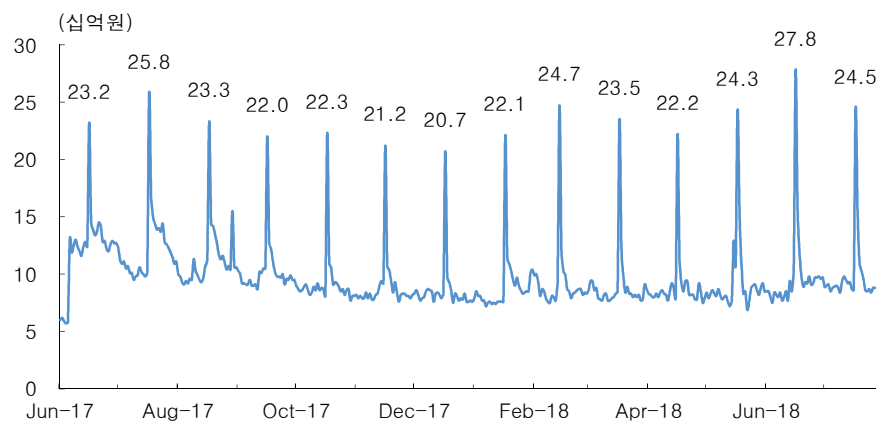
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 5〉 신작 출시 일정

게임명	장르	플랫폼	출시일
팡야모바일	Sports	모바일	2H18
아이온 레기온즈	RPG	모바일	
북미법인게임 1	미공개	모바일	2H18-2019
북미법인게임 2	미공개	모바일	
프로젝트 TL	MMORPG	PC	4Q18 CBT 진행 예정
블레이드&소울 2	MMORPG	모바일	1H19 부터 순차 출시
리니지 2 M	MMORPG	모바일	
아이온템페스트	MMORPG	모바일	

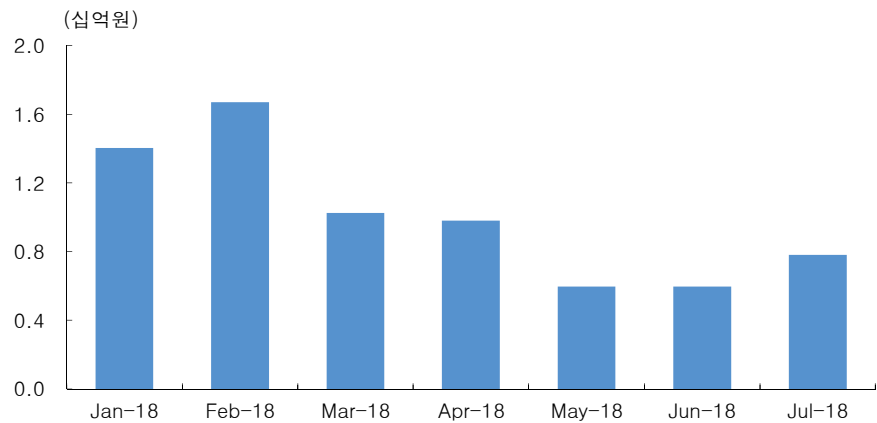
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 국내 구글플레이 일매출액 추이



자료: Mobile Index, 한국투자증권

[그림 2] 리니지M 대만 일평균 매출액 추이



자료: Gamania, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사임. 주요 게임으로는 리지니(1998년), 리니지2(2003년), AION(2008년), 블레이드앤소울(2012년), 길드워2(2012년), Wildstar(2014년) 등 다수의 MMORPG 게임을 보유하고 있. 2017년 6월 '리니지 M'을 시작으로 모바일 게임 시장에 본격 진입했으며 2018년에는 보유 IP 기반의 다양한 모바일 신작들을 출시할 계획임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,192	1,773	2,442	3,263	4,308
현금성자산	145	187	497	1,192	1,931
매출채권및기타채권	167	203	215	223	274
재고자산	1	1	0	1	1
비유동자산	1,169	1,754	1,881	1,951	2,017
투자자산	629	1,337	1,465	1,513	1,561
유형자산	225	229	234	239	244
무형자산	53	52	56	59	64
자산총계	2,361	3,527	4,323	5,214	6,326
유동부채	284	456	509	545	606
매입채무및기타채무	119	220	240	260	297
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	181	342	331	353	400
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	465	797	840	897	1,005
지배주주지분	1,886	2,721	3,468	4,279	5,206
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433	433
기타자본	(153)	(154)	(154)	(154)	(154)
이익잉여금	1,544	1,906	2,181	2,520	2,975
비지배주주지분	10	8	14	21	30
자본총계	1,896	2,729	3,483	4,300	5,235

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	112	595	491	613	801
당기순이익	271	444	438	539	724
유형자산감가상각비	27	27	27	28	28
무형자산상각비	6	3	5	5	5
자산부채변동	(154)	11	21	37	36
기타	(38)	110	0	4	8
투자활동현금흐름	(139)	(460)	(20)	266	138
유형자산투자	(17)	(29)	(33)	(34)	(34)
유형자산매각	2	1	1	1	1
투자자산순증	(119)	(598)	347	426	427
무형자산순증	(2)	(4)	(8)	(8)	(10)
기타	(3)	170	(327)	(119)	(246)
재무활동현금흐름	(74)	(80)	(162)	(200)	(268)
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	150	0	0	0	0
배당금지급	(60)	(81)	(155)	(159)	(196)
기타	(170)	0	(7)	(41)	(72)
기타현금흐름	(3)	(13)	0	0	0
현금의증가	(103)	42	309	679	670

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

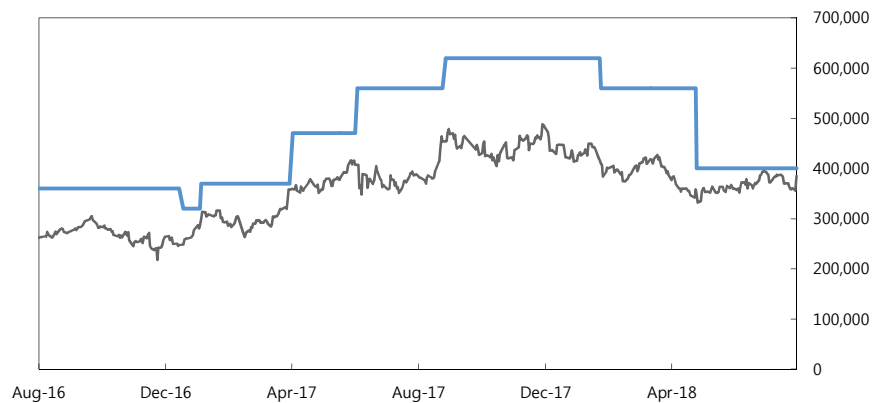
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	984	1,759	1,655	1,857	2,285
매출원가	188	212	414	464	571
매출총이익	796	1,547	1,241	1,392	1,714
판매관리비	467	962	662	740	825
영업이익	329	585	579	653	889
금융수익	25	27	59	69	80
이자수익	22	19	30	41	52
금융비용	14	15	22	22	22
이자비용	3	3	3	3	3
기타영업외손익	(1)	15	7	15	15
관계기업관련손익	7	(2)	3	3	3
세전계속사업이익	346	610	627	718	965
법인세비용	75	166	189	180	241
연결당기순이익	271	444	438	539	724
지배주주지분순이익	272	441	435	535	719
기타포괄이익	58	475	475	475	475
총포괄이익	329	919	913	1,013	1,199
지배주주지분포괄이익	329	916	906	1,006	1,191
EBITDA	361	615	611	686	922

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,783	20,756	20,458	25,167	33,832
BPS	93,096	131,144	165,193	202,131	244,388
DPS	3,820	7,280	7,500	9,227	12,400
성장성(% , YoY)					
매출증가율	17.3	78.8	(5.9)	12.2	23.1
영업이익증가율	38.4	77.9	(1.0)	12.7	36.2
순이익증가율	64.6	62.0	(1.4)	23.0	34.4
EPS증가율	67.5	62.4	(1.4)	23.0	34.4
EBITDA증가율	32.6	70.3	(0.6)	12.2	34.5
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.3	35.0	35.2	38.9
순이익률	27.7	25.1	26.3	28.8	31.5
EBITDA Margin	36.7	35.0	36.9	36.9	40.4
ROA	11.9	15.1	11.2	11.3	12.5
ROE	14.9	19.1	14.0	13.8	15.2
배당수익률	1.5	1.6	1.9	2.4	3.2
배당성향	29.8	35.1	36.7	36.7	36.7
안정성					
순차입금(십억원)	(835)	(1,394)	(2,035)	(2,843)	(3,826)
차입금/자본총계비율(%)	7.9	5.5	4.3	3.5	2.9
Valuation(X)					
PER	19.4	21.6	18.8	15.3	11.4
PBR	2.7	3.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.3	13.5	10.3	8.0	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트(036570)	2016.08.11	매수	360,000원	-25.7	-15.3
	2017.01.02	매수	320,000원	-15.5	-10.3
	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	400,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 14일 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

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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
- 중립 : 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.