

# 엔씨소프트(036570)

## 더 강해진 하반기 신작모멘텀

대규모 업데이트 전 프로모션 축소로 1분기 실적은 부진  
리니지1과 리니지M의 업데이트 효과로 2분기 실적은 개선 전망  
하반기 리니지2M, 블소S 등 2개의 신작 출시예정, 매수 의견 유지

### Facts : 리니지1과 리니지M의 프로모션 축소로 부진한 실적 기록

1분기 매출액과 영업이익은 각각 3,588억원(-24.5% YoY, -10.2% QoQ), 795억원(-61.0% YoY, -29.4% QoQ)을 각각 기록하며 컨센서스를 하회하였다. 실적 부진의 주된 요인은 리니지1과 리니지M이 모두 3~4월 진행된 대규모 업데이트를 위해 아이템 판매 프로모션을 축소함에 따라 매출이 감소하였기 때문이다. 영업비용은 결제수수료 및 기타비용이 감소하였음에도 인센티브 지급에 따른 인건비 증가 및 신작출시준비에 따른 마케팅 비용 증가로 전분기와 유사한 수준이 유지되었고 이에 영업이익이 전분기대비 크게 감소하였다.

### Pros & cons : 업데이트와 하반기 신작출시로 실적은 점차 개선될 것

그러나 2분기부터는 실적 개선이 전망된다. 리니지1이 리마스터 이후 MAU와 동시접속자가 모두 2배 이상 증가했으며 매출 또한 가파른 반등이 예상된다. 리니지M은 3월 진행한 대규모 업데이트 '이클립스'의 성과가 온기반영되고 5월 29일 일본지역 출시성과가 더해지며 실적의 개선이 기대된다. 하반기 신작 또한 기존에 알고 있었던 리니지2M과 블레이드앤소울S의 2종이 출시될 예정으로 신작 모멘텀 또한 더욱 강해질 것으로 예상된다. 엔씨소프트의 신작은 해외지역에 순차 출시될 예정이기 때문에 2020년부터는 국내와 해외 양쪽에서 고른 성장이 전망된다.

### Action : 2019년 게임섹터 top pick

엔씨소프트에 대해 매수의견을 유지하며 목표주가를 650,000원(12MF 순이익에 목표 PER 21.5배 적용)으로 기존 대비 10.2% 상향한다. 1분기 실적은 부진했으나 2분기는 업데이트 효과가 온전히 반영되며 실적의 회복이 전망되며, 일본에서 리니지M의 기대 이상의 흥행에 성공할 경우 추가적인 이익증가 또한 기대할 수 있다. 2019년 신작 또한 리니지2M과 블레이드앤소울S의 2작품이 출시될 예정으로 신작 모멘텀 또한 기존 기대치보다 강력해진 상황이다. 장기적인 관점으로 보아도 아이온2와 블레이드앤소울2 등 리니지2M 이후 블록버스터 라인업의 개발이 순조롭게 진행되고 있으며, PC/콘솔 작품인 프로젝트 TL 등 모바일게임 이외에도 보여줄 것이 많아 게임섹터에서 가장 투자매력도가 높은 기업이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 650,000원(상향)

### Stock Data

KOSPI(5/10)	2,108
주가(5/10)	502,000
시가총액(십억원)	11,013
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(원)	526,000/332,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,486
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.9/50.0
주요주주(%)	김택진 외 8 인 12.0
	국민연금 11.9

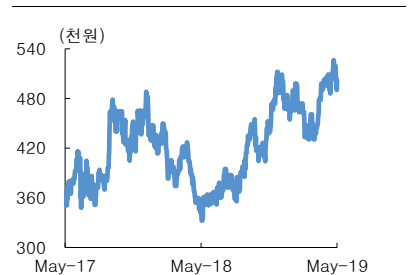
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	23.5	19.8	11.5
PBR(x)	3.7	3.4	2.8
ROE(%)	16.4	20.3	28.6
DY(%)	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(x)	13.4	13.7	7.4
EPS(원)	19,831	25,351	43,831
BPS(원)	127,548	145,665	181,127

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.9	14.0	44.7
KOSPI 대비(%p)	6.1	12.9	59.1

### 주가추이



자료: FnGuide

정호윤

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	475.2	436.5	403.8	399.7	358.8	(10.2)	(24.5)	388.8
영업이익	203.8	159.5	139.0	112.6	79.5	(29.4)	(61.0)	117.3
영업이익률(%)	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2			30.2
세전이익	196.4	192.5	141.9	106.6	98.2	(7.9)	(50.0)	123.1
순이익	118.8	139.9	92.9	66.6	74.1	11.3	(37.6)	88.5

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	<b>475</b>	<b>436</b>	<b>404</b>	<b>400</b>	<b>359</b>	<b>409</b>	<b>483</b>	<b>655</b>	<b>1,759</b>	<b>1,715</b>	<b>1,905</b>	<b>2,683</b>
% YoY	98.4	68.8	(44.5)	(25.1)	(24.5)	(6.3)	19.5	63.9	78.8	(2.5)	11.1	40.8
리니지1	28	42	40	39	21	43	39	42	154	150	145	172
리니지2	14	13	16	21	22	19	20	20	66	64	80	79
아이온	19	16	16	13	12	12	12	12	47	63	48	47
B&S	34	31	30	25	23	24	23	23	161	120	93	91
길드워2	24	20	21	16	16	16	15	15	83	80	62	55
모바일	264	210	216	223	199	217	298	472	995	913	1,186	1,990
기타	8	13	12	10	8	9	8	7	50	43	33	30
Royalty	84	92	52	53	57	70	66	64	203	282	257	219
<b>영업비용</b>	<b>271</b>	<b>277</b>	<b>265</b>	<b>287</b>	<b>279</b>	<b>280</b>	<b>310</b>	<b>378</b>	<b>349</b>	<b>357</b>	<b>387</b>	<b>419</b>
% YoY	29.8	25.3	(33.7)	(16.6)	2.9	1.1	17.1	31.6	79.2	(6.3)	13.3	21.3
<b>영업이익</b>	<b>204</b>	<b>160</b>	<b>139</b>	<b>113</b>	<b>80</b>	<b>129</b>	<b>173</b>	<b>277</b>	<b>585</b>	<b>615</b>	<b>658</b>	<b>1,170</b>
% YoY	569.7	324.6	(57.6)	(40.5)	(61.0)	(19.2)	24.2	146.3	230.8	84.1	86.7	25.3
영업이익률(%)	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	35.8	42.3	33.3	35.9	34.6	43.6
<b>세전이익</b>	<b>196</b>	<b>192</b>	<b>142</b>	<b>107</b>	<b>98</b>	<b>142</b>	<b>178</b>	<b>274</b>	<b>610</b>	<b>637</b>	<b>692</b>	<b>1,197</b>
% YoY	715.8	342.1	(61.2)	(39.8)	(50.0)	(26.3)	25.4	157.2	76.3	4.4	8.6	72.9
<b>순이익</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>94</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>108</b>	<b>135</b>	<b>208</b>	<b>444</b>	<b>421</b>	<b>526</b>	<b>910</b>
% YoY	585.1	354.9	(65.7)	(44.0)	(37.3)	(23.1)	43.3	208.0	63.6	(5.1)	24.8	72.9

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 엔씨소프트 valuation

(단위: 원, 배)

항목	
12MF EPS	30,221
적용 PER	21.5
적정주가	649,760
목표주가	650,000

주: 목표 PER은 Blizzard, EA, Square Enix의 평균

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 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	1,751	2,466	2,896
현금성자산	187	186	206	290	341
매출채권및기타채권	203	179	199	280	329
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,754	1,365	1,495	3,488	4,058
투자자산	1,337	951	1,057	2,964	3,480
유형자산	229	234	239	244	248
무형자산	52	54	60	85	100
자산총계	3,527	2,941	3,246	5,953	6,954
유동부채	456	473	367	2,248	2,231
매입채무및기타채무	220	166	185	260	305
단기차입금및단기사채	0	5	10	15	20
유동성장기부채	0	150	300	450	600
비유동부채	342	89	99	140	164
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	797	562	466	2,388	2,395
지배주주지분	2,721	2,368	2,765	3,543	4,528
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(154)	(428)	(428)	(428)	(428)
이익잉여금	1,906	2,164	2,561	3,339	4,324
비지배주주지분	8	11	15	22	31
자본총계	2,729	2,379	2,781	3,566	4,559

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	595	353	289	2,618	955
당기순이익	444	421	526	910	1,118
유형자산감가상각비	27	26	26	27	27
무형자산상각비	3	2	3	4	5
자산부채변동	11	(56)	(279)	1,657	(214)
기타	110	(40)	13	20	19
투자활동현금흐름	(460)	68	(295)	(2,557)	(926)
유형자산투자	(29)	(27)	(32)	(32)	(33)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(598)	101	(113)	(1,914)	(524)
무형자산순증	(4)	(4)	(9)	(28)	(19)
기타	170	(3)	(142)	(584)	(351)
재무활동현금흐름	(80)	(424)	26	23	22
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	0	5	155	155	155
배당금지급	(81)	(155)	(125)	(125)	(125)
기타	0	(274)	(4)	(7)	(8)
기타현금흐름	(13)	2	0	0	0
현금의증가	42	(2)	21	84	51

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

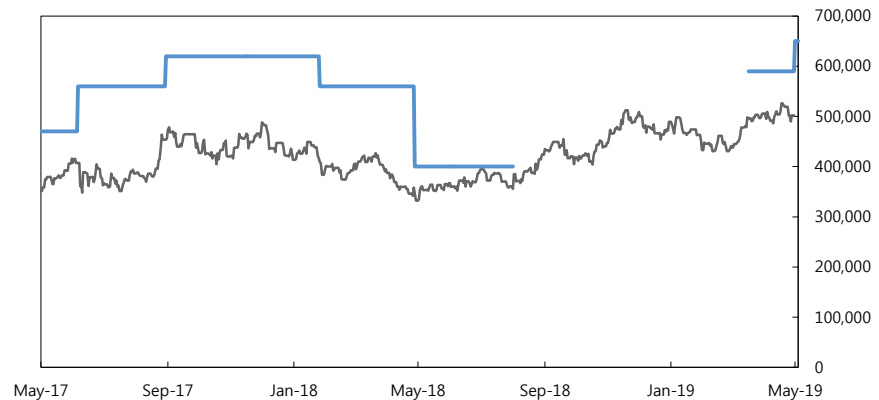
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,759	1,715	1,905	2,683	3,150
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,905	2,683	3,150
판매관리비	1,174	1,100	1,247	1,513	1,705
영업이익	585	615	658	1,170	1,445
금융수익	27	50	61	55	55
이자수익	19	29	27	25	25
금융비용	15	25	24	25	25
이자비용	3	3	6	5	5
기타영업외손익	15	(1)	4	4	4
관계기업관련손익	(2)	(2)	(8)	(8)	(8)
세전계속사업이익	610	637	692	1,197	1,471
법인세비용	166	216	166	287	353
연결당기순이익	444	421	526	910	1,118
지배주주지분순이익	441	418	522	903	1,109
기타포괄이익	475	(341)	0	0	0
총포괄이익	919	80	526	910	1,118
지배주주지분포괄이익	916	77	522	903	1,109
EBITDA	615	643	687	1,200	1,476

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	20,756	19,831	25,351	43,831	53,859
BPS	131,144	127,548	145,665	181,127	226,001
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
성장성(% YoY)					
매출증가율	78.8	(2.5)	11.1	40.8	17.4
영업이익증가율	77.9	5.1	7.1	77.7	23.5
순이익증가율	62.0	(5.2)	24.8	72.9	22.9
EPS증가율	62.4	(4.5)	27.8	72.9	22.9
EBITDA증가율	70.3	4.5	6.9	74.7	23.0
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	34.6	43.6	45.9
순이익률	25.1	24.4	27.4	33.6	35.2
EBITDA Margin	35.0	37.5	36.1	44.7	46.9
ROA	15.1	13.0	17.0	19.8	17.3
ROE	19.1	16.4	20.3	28.6	27.5
배당수익률	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
배당성향	35.1	29.8	23.9	13.8	11.2
안정성					
순차입금(십억원)	(1,394)	(1,215)	(1,212)	(1,678)	(1,897)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	6.5	11.2	13.0	13.6
Valuation(X)					
PER	21.6	23.5	19.8	11.5	9.3
PBR	3.4	3.7	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA	13.5	13.4	13.7	7.4	5.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

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



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 13일 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. 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.