

# 엔씨소프트(036570)

## 대부분의 우려가 해소

리니지 시리즈의 업데이트 효과로 반등  
과거 투자자들의 우려는 상당부분 해소  
안정적인 기존 라인업 매출과 하반기 신작 모멘텀 보유, 매수 추천

### Facts : 리니지 시리즈의 업데이트 효과로 반등

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,108억원(-5.9% YoY, +14.5% QoQ), 1,294억원(-18.9% YoY, +62.7% QoQ)으로 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 호실적의 이유는 익히 알려진대로 리니지1과 리니지M이 대규모 업데이트 효과가 반영되며 리니지1 매출액이 501억원(+19.1% YoY, +141.9% QoQ), 모바일게임 매출액이 2,238억원(+6.6% YoY, +12.6% QoQ)으로 반등에 성공했기 때문이다. 전체 영업비용은 2,814억원(+1.6 YoY, +0.8% QoQ)으로 전분기와 유사한 수준을 기록했다.

### Pros & cons : 과거 투자자들의 우려는 상당부분 해소

투자자들이 우려하던 리니지2M과 관련된 다양한 불확실성이 이번 컨퍼런스콜을 통해서 해소됐다는 점 또한 중요하다. 우선 리니지2M의 국내 출시 시기는 4분기 중으로 곧 마케팅 등이 시작될 예정으로 출시 시기와 관련한 불확실성은 현재로서는 대부분 사라진 상황이다. 또한 리니지2M은 해외시장 진출을 중요한 목표로 잡고 개발한 작품으로 고사양의 MMORPG를 통해 서서히 해당 장르에 대한 인지도가 높아지는 북미, 유럽 등을 공략해 나갈 예정이다. 따라서 2020년부터는 리니지2M을 시작으로 신작의 해외 출시가 이어지며 서서히 엔씨소프트의 해외 매출 비중이 올라갈 것으로 전망한다.

### Action : 안정적인 기존 매출과 하반기 신작 모멘텀 존재, 매수 추천

엔씨소프트에 대해 매수 의견과 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.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 650,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/2)	1,998
주가(8/2)	520,000
시가총액(십억원)	11,412
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(원)	526,000/356,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,096
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.3/50.4
주요주주(%)	국민연금공단 12.6
	김택진 외 8 인 12.0

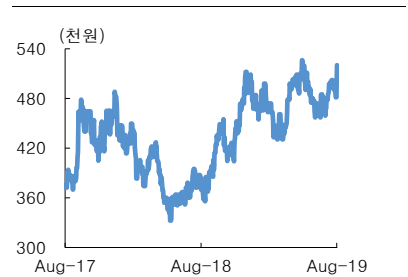
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	23.5	25.2	13.0
PBR(x)	3.7	3.7	3.0
ROE(%)	16.4	16.9	27.2
DY(%)	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(x)	13.4	18.1	8.6
EPS(원)	19,831	20,647	39,895
BPS(원)	127,548	141,204	172,972

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.3	9.7	40.5
KOSPI 대비(%p)	19.1	19.0	52.5

### 주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	436.5	403.8	399.7	358.8	410.8	14.5	(5.9)	400.1
영업이익	159.5	139.0	112.6	79.5	129.4	62.8	(18.9)	117.0
영업이익률	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	9.3	(5.0)	29.2
세전이익	192.5	141.9	106.6	98.2	147.1	49.8	(23.6)	144.2
순이익	139.9	92.9	66.6	74.2	116.4	56.9	(16.8)	106.8

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 실적추정

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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>411</b>	<b>404</b>	<b>527</b>	<b>1,759</b>	<b>1,715</b>	<b>1,701</b>	<b>2,543</b>
% YoY	98.4	68.8	(44.5)	(25.1)	(24.5)	(5.9)	0.0	31.9	78.8	(2.5)	(0.8)	49.5
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	1,868
기타	8	13	12	10	8	15	9	9	50	43	41	37
Royalty	84	92	52	53	57	52	50	48	203	282	206	168
<b>영업비용</b>	<b>271</b>	<b>277</b>	<b>265</b>	<b>287</b>	<b>279</b>	<b>281</b>	<b>285</b>	<b>334</b>	<b>352</b>	<b>354</b>	<b>370</b>	<b>394</b>
% YoY	29.8	25.3	(33.7)	(16.6)	2.9	1.6	7.8	16.3	79.2	(6.3)	7.2	24.6
<b>영업이익</b>	<b>204</b>	<b>160</b>	<b>139</b>	<b>113</b>	<b>80</b>	<b>129</b>	<b>118</b>	<b>193</b>	<b>585</b>	<b>615</b>	<b>521</b>	<b>1,073</b>
% YoY	569.7	324.6	(57.6)	(40.5)	(61.0)	(18.9)	(14.8)	71.8	77.9	5.1	(15.3)	106.1
영업이익률(%)	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	29.3	36.7	33.3	35.9	30.6	42.2
<b>세전이익</b>	<b>196</b>	<b>192</b>	<b>142</b>	<b>107</b>	<b>95</b>	<b>147</b>	<b>123</b>	<b>189</b>	<b>610</b>	<b>637</b>	<b>554</b>	<b>1,090</b>
% YoY	715.8	342.1	(61.2)	(39.8)	(51.8)	(23.6)	(13.3)	77.2	76.3	4.4	(13.1)	96.8
<b>순이익</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>94</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>117</b>	<b>94</b>	<b>144</b>	<b>444</b>	<b>421</b>	<b>429</b>	<b>828</b>
% YoY	585.1	354.9	(65.7)	(44.0)	(37.3)	(16.7)	(0.9)	112.2	63.6	(5.1)	1.7	93.2

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 성장한 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	3,508	3,884
현금성자산	187	186	184	275	309
매출채권및기타채권	203	179	177	203	171
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	1,360	2,175	2,418
투자자산	1,337	951	943	1,665	1,870
유형자산	229	234	239	244	248
무형자산	52	54	54	81	91
자산총계	3,527	2,941	2,923	5,682	6,302
부채총계	797	562	240	2,296	2,075
유동부채	456	473	152	2,163	1,926
매입채무및기타채무	220	166	165	247	277
단기차입금및단기사채	0	5	10	15	20
유동성장기부채	0	150	300	450	600
비유동부채	342	89	88	132	149
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
지배주주지분	2,721	2,368	2,668	3,366	4,198
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	3,162	3,994
비지배주주지분	8	11	15	21	29
자본총계	2,729	2,379	2,683	3,387	4,227

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	595	353	(7)	1,490	506
당기순이익	444	421	429	828	965
유형자산감가상각비	27	26	26	27	27
무형자산상각비	3	2	2	4	4
자산부채변동	11	(56)	(475)	610	(508)
기타	110	(40)	11	21	18
투자활동현금흐름	(460)	68	(22)	(1,422)	(495)
유형자산투자	(29)	(27)	(32)	(32)	(33)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(598)	101	0	(729)	(213)
무형자산순증	(4)	(4)	(2)	(30)	(14)
기타	170	(3)	11	(632)	(236)
재무활동현금흐름	(80)	(424)	27	24	23
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	0	5	155	155	155
배당금지급	(81)	(155)	(125)	(125)	(125)
기타	0	(274)	(3)	(6)	(7)
기타현금흐름	(13)	2	0	0	0
현금의증가	42	(2)	(2)	91	34

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

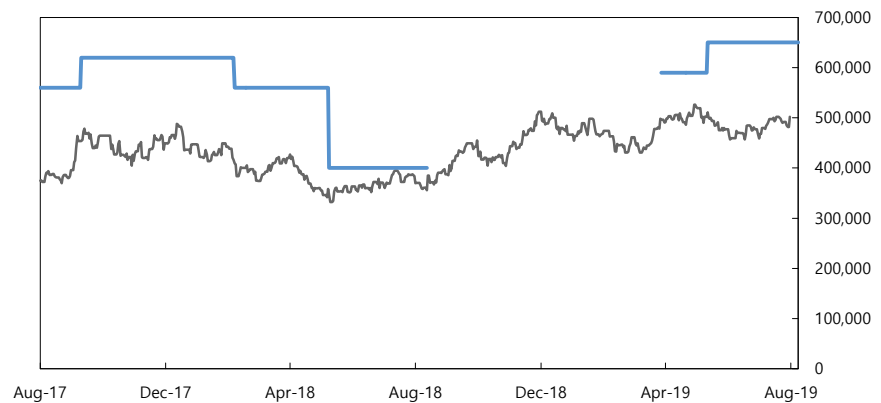
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,759	1,715	1,701	2,543	2,857
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,701	2,543	2,857
판매관리비	1,174	1,100	1,180	1,470	1,601
영업이익	585	615	521	1,073	1,255
금융수익	27	50	82	65	62
이자수익	19	29	32	34	34
금융비용	15	25	27	28	29
이자비용	3	3	7	7	7
기타영업외손익	15	(1)	(14)	(12)	(11)
관계기업관련손익	(2)	(2)	(8)	(8)	(8)
세전계속사업이익	610	637	554	1,090	1,270
법인세비용	166	216	125	262	305
연결당기순이익	444	421	429	828	965
지배주주지분순이익	441	418	425	822	957
기타포괄이익	475	(341)	0	0	0
총포괄이익	919	80	429	828	965
지배주주지분포괄이익	916	77	425	822	957
EBITDA	615	643	549	1,103	1,287

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	20,756	19,831	20,647	39,895	46,474
BPS	131,144	127,548	141,204	172,972	210,916
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
성장성(% , YoY)					
매출증가율	78.8	(2.5)	(0.8)	49.5	12.3
영업이익증가율	77.9	5.1	(15.3)	106.1	17.0
순이익증가율	62.0	(5.2)	1.7	93.2	16.5
EPS증가율	62.4	(4.5)	4.1	93.2	16.5
EBITDA증가율	70.3	4.5	(14.6)	100.9	16.6
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	30.6	42.2	43.9
순이익률	25.1	24.4	25.0	32.3	33.5
EBITDA Margin	35.0	37.5	32.3	43.4	45.0
ROA	15.1	13.0	14.6	19.3	16.1
ROE	19.1	16.4	16.9	27.2	25.3
배당수익률	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
배당성향	35.1	29.8	29.3	15.2	13.0
안정성					
순차입금(십억원)	(1,394)	(1,215)	(1,049)	(1,566)	(1,662)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	6.5	11.6	13.7	14.7
Valuation(X)					
PER	21.6	23.5	25.2	13.0	11.2
PBR	3.4	3.7	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.5	13.4	18.1	8.6	7.3

## 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

•

## ■ 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 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.