

엔씨소프트(036570)

2Q19 Preview: 반등의 2분기

주요 라인업의 업데이트 효과로 전분기대비 반등

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,974억원(-9.0% YoY, +10.8% QoQ), 1,185억원(-25.7% YoY, +49.0% QoQ)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다. 리니지1 매출액은 지난 3월 27일 출시한 리마스터버전의 영향으로 전분기대비 큰 폭으로 증가한 514억원을 기록할 것으로 전망하며, 리니지M 또한 3월 진행한 대규모 업데이트의 영향으로 2,129억원(+1.4% YoY, +7.1% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 영업비용은 2,789억원(+0.7% YoY, -0.1% QoQ)으로 마케팅비의 증가와 일회성 인센티브 제거 영향 등이 상쇄되며 전분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 전망된다.

하반기 신작의 출시 일정 관련 불확실성 해소가 필요

엔씨소프트는 하반기 블레이드앤소울S, 리니지2M 등 2종의 모바일게임 신작 출시를 준비하고 있다. 두 작품은 대형 온라인게임 IP인 블소와 리니지2를 활용해 제작된 게임이며, 오랜 시간 MMORPG를 개발해 온 엔씨의 신작이기 때문에 흥행에 대해서는 충분한 기대감을 가져도 된다고 판단한다. 다만 여전히 시장에서는 출시 시기의 지연과 관련된 불확실성에 대한 우려를 가지고 있는 상태이기 때문에 본격적인 주가상승을 위해서는 두 작품의 출시 일정과 관련된 불확실성 해소가 필요하다.

2020년까지 기대할 것이 많음

매수 의견과 목표주가 650,000원을 유지한다. 모바일게임 시장에서 여전히 온라인게임 IP가 흥행에 가장 중요한 영향을 미치고 있기 때문에 엔씨소프트가 구조적으로 높은 투자매력도를 지니고 있다. 2020년 이후에도 아이온2, 블레이드앤소울 2 등 블록버스터 라인업이 출시 대기 중이며 올해 출시예정인 작품들 또한 해외로 진출하며 지속적인 성장이 가능할 것으로 예상된다. 본격적인 신작의 성과가 반영되는 2020년 기준 PER은 약 11.1배로 밸류에이션 매력 또한 충분하다.

	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	1,872	637	503	24,436	23.2	666	19.6	13.4	3.3	19.7	1.3
2020F	2,657	1,167	894	43,417	77.7	1,197	11.1	7.1	2.7	28.6	1.3
2021F	3,141	1,458	1,112	54,000	24.4	1,489	8.9	5.5	2.1	27.7	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 650,000원(유지)

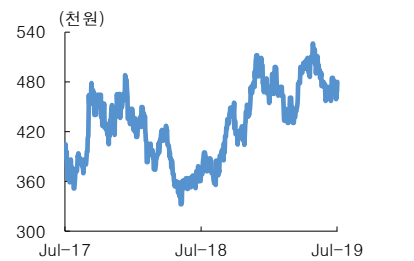
Stock Data

KOSPI(7/5)	2,111
주가(7/5)	480,000
시가총액(십억원)	10,534
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	526,000/356,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	40,991
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.9/49.7
주요주주(%)	김택진 외 8 인 12.0
	국민연금공단 11.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	3.4	29.4
KOSPI 대비(%p)	2.5	(1.5)	35.9

주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 엔씨소프트 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	475	436	404	400	359	397	471	645	1,759	1,715	1,872	2,657
% YoY	98.4	68.8	(44.5)	(25.1)	(24.5)	(9.0)	16.6	61.5	78.8	(2.5)	9.2	41.9
리니지1	28	42	40	39	21	51	47	51	154	150	170	206
리니지2	14	13	16	21	22	19	20	20	66	64	81	80
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
MXM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모바일	264	210	216	223	199	213	293	467	995	913	1,172	1,973
기타	8	13	12	10	8	9	8	7	50	43	33	30
Royalty	84	92	52	53	57	53	51	50	203	282	212	177
영업비용	271	277	265	287	279	279	306	371	343	352	383	412
% YoY	29.8	25.3	(33.7)	(16.6)	2.9	0.7	15.6	29.2	79.2	(6.3)	12.3	20.7
영업이익	204	160	139	113	80	118	165	275	585	615	637	1,167
% YoY	569.7	324.6	(57.6)	(40.5)	(61.0)	(25.7)	18.5	143.9	228.1	99.0	94.6	27.4
영업이익률(%)	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	29.8	35.0	42.5	33.3	35.9	34.0	43.9
세전이익	196	192	142	107	95	131	169	270	610	637	664	1,186
% YoY	715.8	342.1	(61.2)	(39.8)	(51.8)	(32.2)	19.0	153.1	76.3	4.4	4.2	78.6
순이익	119	140	94	68	75	99	128	205	444	421	507	901
% YoY	585.1	354.9	(65.7)	(44.0)	(37.3)	(29.2)	35.9	203.1	63.6	(5.1)	20.4	77.7

자료: 한국투자증권

[그림 1] 엔씨소프트의 신작 블레이드앤소울S



자료: 게임메카, 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2M 또한 연내 출시 준비 중



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 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	1,721	3,666	4,270
현금성자산	187	186	203	288	340
매출채권및기타채권	203	179	195	213	188
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,754	1,365	1,473	2,262	2,634
투자자산	1,337	951	1,039	1,740	2,056
유형자산	229	234	239	244	248
무형자산	52	54	59	84	100
자산총계	3,527	2,941	3,194	5,928	6,903
유동부채	456	473	335	2,251	2,205
매입채무및기타채무	220	166	182	258	304
단기차입금및단기사채	0	5	10	15	20
유동성장기부채	0	150	300	450	600
비유동부채	342	89	97	138	163
사채	150	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	797	562	433	2,389	2,369
지배주주지분	2,721	2,368	2,746	3,516	4,504
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(154)	(428)	(428)	(428)	(428)
이익잉여금	1,906	2,164	2,543	3,312	4,300
비지배주주지분	8	11	15	22	31
자본총계	2,729	2,379	2,762	3,538	4,535

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	595	353	242	1,419	769
당기순이익	444	421	507	901	1,121
유형자산감가상각비	27	26	26	27	27
무형자산상각비	3	2	3	4	4
자산부채변동	11	(56)	(307)	466	(404)
기타	110	(40)	13	21	21
투자활동현금흐름	(460)	68	(251)	(1,357)	(738)
유형자산투자	(29)	(27)	(32)	(32)	(33)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(598)	101	(95)	(709)	(324)
무형자산순증	(4)	(4)	(8)	(29)	(20)
기타	170	(3)	(117)	(588)	(362)
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)	17	85	52

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

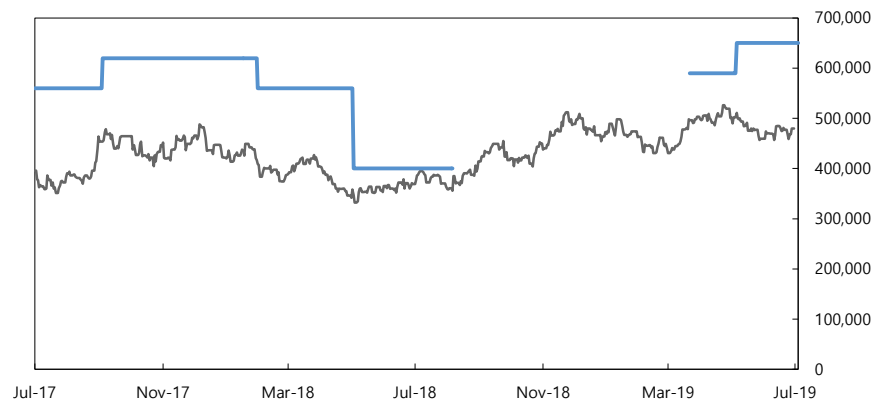
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,759	1,715	1,872	2,657	3,141
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,872	2,657	3,141
판매관리비	1,174	1,100	1,235	1,490	1,683
영업이익	585	615	637	1,167	1,458
금융수익	27	50	68	56	55
이자수익	19	29	27	26	26
금융비용	15	25	24	25	25
이자비용	3	3	6	5	5
기타영업외손익	15	(1)	(6)	(5)	(5)
관계기업관련손익	(2)	(2)	(8)	(8)	(8)
세전계속사업이익	610	637	667	1,186	1,475
법인세비용	166	216	160	285	354
연결당기순이익	444	421	507	901	1,121
지배주주지분순이익	441	418	503	894	1,112
기타포괄이익	475	(341)	0	0	0
총포괄이익	919	80	507	901	1,121
지배주주지분포괄이익	916	77	503	894	1,112
EBITDA	615	643	666	1,197	1,489

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	20,756	19,831	24,436	43,417	54,000
BPS	131,144	127,548	144,760	179,835	224,843
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
성장성(%, YoY)					
매출증가율	78.8	(2.5)	9.2	41.9	18.2
영업이익증가율	77.9	5.1	3.6	83.1	24.9
순이익증가율	62.0	(5.2)	20.4	77.7	24.4
EPS증가율	62.4	(4.5)	23.2	77.7	24.4
EBITDA증가율	70.3	4.5	3.6	79.8	24.4
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	34.0	43.9	46.4
순이익률	25.1	24.4	26.9	33.7	35.4
EBITDA Margin	35.0	37.5	35.6	45.1	47.4
ROA	15.1	13.0	16.5	19.8	17.5
ROE	19.1	16.4	19.7	28.6	27.7
배당수익률	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
배당성향	35.1	29.8	24.8	13.9	11.2
안정성					
순차입금(십억원)	(1,394)	(1,215)	(1,186)	(1,658)	(1,889)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	6.5	11.2	13.1	13.7
Valuation(X)					
PER	21.6	23.5	19.6	11.1	8.9
PBR	3.4	3.7	3.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	13.5	13.4	13.4	7.1	5.5

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				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 7월 8일 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 투자 의견은 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 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
- 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.