

엔씨소프트 (036570KS | Buy 유지 | TP 650,000원 유지)

리니지2M 사전예약 호조세

동사의 최대 기대 신작인 리니지2M의 사전예약이 호조세를 나타내고 있으며 국내 모바일 게임 역사상 최대 규모의 모객이 가능할 것으로 전망되면서 향후 흥행기대감은 더욱 확대될 전망입니다. 리니지M의 유저 지표가 견조한 수준에서 유지되는 가운데 리니지2M의 흥행으로 큰 폭의 이익성장이 가능할 것으로 예상합니다.

리니지2M 사전예약 600만명 상회할 전망

- 9월 5일 리니지2M의 국내 사전예약 시작. 18시간 만에 사전예약자 수 200만명 돌파. 이는 국내에 출시된 모바일 게임 중 최대 사전예약자 수를 기록한 리니지M(550만명)보다 빠른 증가세.
- 리니지2M의 사전예약 호조는 기존 모바일 MMORPG와의 차별화 요소에 대한 유저들의 기대감이 반영된 결과로 판단. 대규모 마케팅 규모를 감안할 때 리니지2M의 국내 사전예약 수는 600만명을 상회하며 국내 모바일 게임 역사상 최대 규모의 모객이 가능할 것으로 예상.

리니지2M 흥행기대감 확대

- 지난주 미디어 행사를 통해 공개된 리니지2M의 가장 큰 차별화 요소는 1) 4K UHD 수준의 풀 3D 그래픽, 2) 심리스 오픈월드 기반의 대규모 전투 콘텐츠(1000 vs 1000). 리니지2M의 출시 후 첫 달 일평균 매출은 약 30억원 수준으로 예상하며 과거 PC 플랫폼에서의 사례와 상이한 게임성 및 유저 층을 보유하고 있다는 점을 감안할 때 리니지2M 출시 이후, 리니지M과의 매출잡식 가능성은 제한적으로 나타날 전망.

신작모멘텀 본격화

- 현재 차기작으로 거론되는 블소2와 아이온2의 개발도 순조롭게 진행중인 것으로 알려짐. 대부분의 개발은 연내 완료될 것으로 예상되며 리니지2M의 흥행 성과에 따라 전략적인 출시시기가 결정될 전망. 한편 PC/콘솔 신작인 프로젝트TL의 CBT 예정. 과거 PC 신작들이 유의미한 흥행을 시현할 때마다 밸류에이션 확대가 나타났다는 점을 감안하면 프로젝트TL의 출시일정 가시화가 향후 동사의 밸류에이션 멀티플에 가장 큰 영향을 미칠 전망.

주가(9/9)	552,000원		
액면가	500원		
시가총액	12,119십억원		
52주 최고/최저가	552,000원/ 404,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	28.2	33.2
상대주가(%)	0.3	35.7	50.5

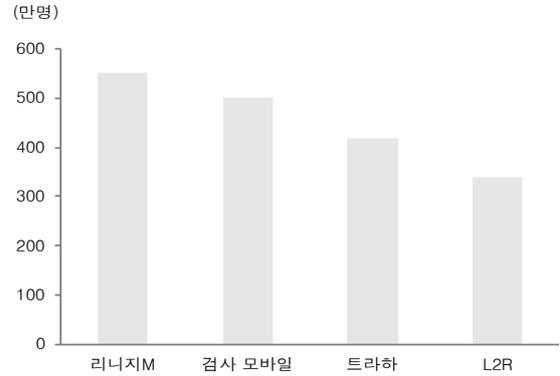
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	1,759	1,715	1,688	2,425	2,727
영업이익	(십억원)	585	615	515	984	1,133
영업이익률	(%)	33.3	35.9	30.5	40.6	41.5
지배주주순이익	(십억원)	441	418	392	751	876
EPS	(원)	20,104	19,061	17,852	34,188	39,907
증감률	(%)	61.9	-5.2	-6.3	91.5	16.7
PER	(배)	22.3	24.5	30.9	16.1	13.8
PBR	(배)	3.4	3.7	3.8	3.2	2.7
ROE	(%)	19.2	16.5	15.3	24.8	23.7
EV/EBITDA	(배)	13.7	14.0	18.6	9.8	7.9
순차입금	(십억원)	-1,394	-1,215	-1,290	-1,751	-2,514
부채비율	(%)	29.2	23.6	14.5	17.3	15.7

리니지2M, 사전예약 200만명 돌파



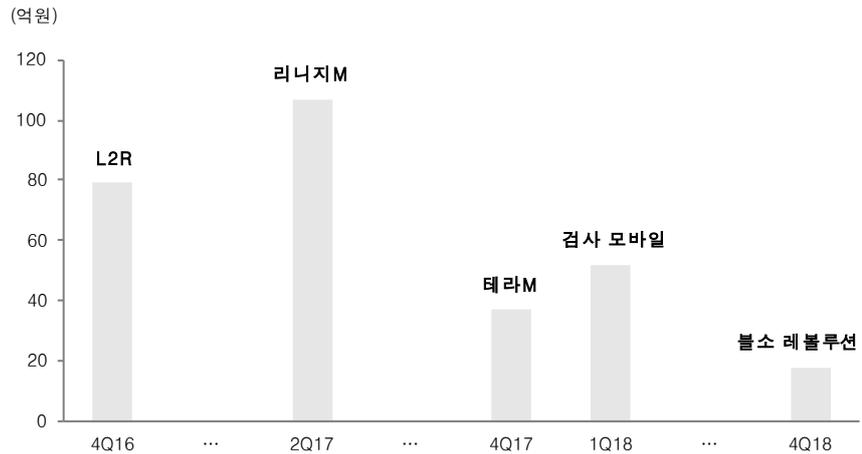
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

주요 모바일 MMORPG의 국내 사전예약자 수 비교



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

주요 모바일 MMORPG의 출시 초기 국내 일매출 비교



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

주요 신작 라인업

출시예정일	게임명	플랫폼	장르	비고
4Q19	리니지 2M	모바일	MMORPG	국내 출시
4Q19	프로젝트 TL	PC/콘솔	MMORPG	CBT
미정	불소 2	모바일	MMORPG	-
미정	아이온 2	모바일	MMORPG	-

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

엔씨소프트 실적 전망										(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	
매출액	475.2	436.5	403.8	399.7	358.8	410.8	395.9	522.9	1,715.1	1,688.4	2,424.8	
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-24.5	-5.9	-2.0	30.9	-2.5	-1.6	43.6	
QoQ	-10.2	14.5	-3.6	32.1	14.4	-7.0	17.0	-4.8				
모바일	264.1	209.9	216.5	222.8	198.8	223.8	213.4	202.4	913.3	838.4	803.8	
L1	28.3	42.1	40.3	39.0	20.7	50.1	40.8	45.4	149.7	157.0	138.6	
B&S	33.9	30.6	30.1	25.0	23.3	21.1	19.8	18.3	119.6	82.4	64.5	
GW2	23.6	19.9	21.0	15.7	16.3	15.9	16.6	20.5	80.2	69.3	72.2	
AION	18.8	15.6	16.4	12.7	12.3	12.4	12.3	13.4	63.4	50.4	56.0	
L2	14.2	13.3	15.6	20.7	21.6	21.2	18.2	16.3	63.9	77.3	47.7	
로열티	84.2	92.4	51.6	53.4	57.4	51.6	52.2	75.1	281.6	236.2	328.6	
기타	8.1	12.6	12.4	10.4	8.4	14.7	10.3	10.0	43.5	43.4	37.0	
리니지2M								121.5		121.5	790.1	
영업비용	271.3	277.0	264.8	287.1	279.2	281.4	279.9	332.8	1,100.2	1,173.3	1,441.3	
인건비	125.0	146.9	128.9	135.7	143.2	125.8	135.4	146.0	536.4	550.4	625.5	
매출번등비	86.9	70.6	72.6	76.9	65.3	77.2	72.1	95.2	306.9	309.8	441.3	
마케팅비	10.8	15.0	16.5	15.9	19.0	24.2	23.8	36.6	58.2	103.6	120.9	
D&A	6.5	6.6	7.6	6.9	12.0	13.0	13.0	13.2	27.7	51.2	59.5	
기타	42.1	38.0	39.2	51.8	39.7	41.2	35.6	41.8	171.1	158.4	194.0	
영업이익	203.8	159.5	139.0	112.6	79.5	129.4	116.0	190.1	614.9	515.0	983.5	
YoY	569.6	324.6	-57.6	-40.5	-61.0	-18.9	-16.6	68.9	5.1	-16.2	91.0	
QoQ	7.7	-21.7	-12.9	-19.0	-29.4	62.7	-10.4	63.9				
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	29.3	36.4	35.9	30.5	40.6	

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,576	1,493	2,042	2,842	매출액	1,715	1,688	2,425	2,727
현금및현금성자산	186	109	468	1,190	증가율(%)	-2.5	-1.6	43.6	12.5
매출채권 및 기타채권	179	176	253	285	매출원가	0	0	0	0
재고자산	1	1	1	2	매출총이익	1,715	1,688	2,425	2,727
비유동자산	1,365	1,681	1,855	1,937	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	951	1,261	1,421	1,486	판매비와 관리비	1,100	1,173	1,441	1,594
유형자산	234	242	257	275	영업이익	615	515	984	1,133
무형자산	54	53	52	51	영업이익률(%)	35.9	30.5	40.6	41.5
자산총계	2,941	3,174	3,897	4,779	EBITDA	643	583	1,057	1,212
유동부채	473	313	450	506	EBITDA M%	37.5	34.5	43.6	44.4
매입채무 및 기타채무	166	164	235	264	영업외손익	22	22	53	62
단기차입금	5	0	0	0	지분법관련손익	-2	1	-1	2
유동성장기부채	150	0	0	0	금융손익	26	37	43	55
비유동부채	89	88	126	142	기타영업외손익	-1	-16	11	5
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	637	537	1,036	1,195
부채총계	562	401	576	648	법인세비용	216	142	280	312
지배기업소유자본	2,368	2,759	3,301	4,104	당기순이익	421	395	756	883
자본금	11	11	11	11	지배주주순이익	418	392	751	876
자본잉여금	433	433	433	433	지배주주순이익률(%)	24.6	23.4	31.2	32.4
이익잉여금	2,164	2,431	3,057	3,808	비지배주주순이익	3	3	6	7
기타자본	-240	-116	-200	-148	기타포괄이익	-341	124	-84	52
비지배지분	11	14	20	27	총포괄이익	80	519	672	935
자본총계	2,379	2,773	3,321	4,131	EPS 증가율(% , 지배)	-5.2	-6.3	91.5	16.7
총차입금	155	0	0	0	이자손익	26	25	31	43
순차입금	-1,215	-1,290	-1,751	-2,514	총외화관련손익	16	-12	8	4

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	353	471	909	992	총발행주식수(천주)	21,939	21,954	21,954	21,954
영업에서 창출된 현금흐름	599	576	1,146	1,248	시가총액(십억원)	10,235	12,119	12,119	12,119
이자의 수취	28	27	31	43	주가(원)	466,500	552,000	552,000	552,000
이자의 지급	-5	-2	0	0	EPS(원)	19,061	17,852	34,188	39,907
배당금 수입	12	12	12	12	BPS(원)	127,548	145,277	169,960	206,556
법인세부담액	-281	-142	-280	-312	DPS(원)	6,050	6,050	6,050	6,050
투자활동 현금흐름	68	-267	-426	-145	PER(X)	24.5	30.9	16.1	13.8
유동자산의 감소(증가)	1,120	4	-102	-42	PBR(X)	3.7	3.8	3.2	2.7
투자자산의 감소(증가)	386	-308	-161	-64	EV/EBITDA(X)	14.0	18.6	9.8	7.9
유형자산 감소(증가)	-26	-75	-87	-96	ROE(%)	16.5	15.3	24.8	23.7
무형자산 감소(증가)	-4	0	0	0	ROA(%)	13.0	12.9	21.4	20.4
재무활동 현금흐름	-424	-280	-125	-125	ROIC(%)	257.7	209.0	444.0	568.1
사채및차입금증가(감소)	5	-155	0	0	배당수익률(%)	1.3	1.1	1.1	1.1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	23.6	14.5	17.3	15.7
배당금 지급	-155	-125	-125	-125	순차입금/자기자본(%)	-51.1	-46.5	-52.7	-60.8
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0	유동비율(%)	333.2	476.9	454.1	561.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	184.7	304.0	683,183.0	786,893.3
현금증감	-2	-76	359	721	총자산회전율	0.5	0.6	0.7	0.6
기초현금	187	186	109	468	매출채권 회전율	9.0	9.5	11.3	10.1
기말현금	186	109	468	1,190	재고자산 회전율	2,260.8	1,694.7	2,013.9	1,808.4
FCF	326	396	822	896	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

엔씨소프트(036570) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-08-07	2017-11-09	2017-12-26	2018-02-07	2018-11-27	2019-01-29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	450,000원	520,000원	520,000원	520,000원	600,000원	600,000원	
제시일자	2019-04-10	2019-05-08	2019-05-13	2019-06-18	2019-07-17	2019-08-05	
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	
목표주가	510,000원	510,000원	510,000원	430,000원	430,000원	650,000원	
제시일자	2019-09-03	2019-09-10					
투자의견	Buy	Buy					
목표주가	650,000원	650,000원					

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-08-07	Buy	450,000원	-5.68	6.33
2017-11-09	Buy	520,000원	-13.06	-6.15
2018-11-09	1년경과	520,000원	-10.30	-5.19
2018-11-27	Buy	600,000원	-19.40	-14.67
2019-04-10	Hold	510,000원	-0.95	3.14
2019-06-18	Hold	430,000원	11.67	16.28
2019-08-05	Buy	650,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.15%) · 매도(0.00%) · 중립(5.85%)	* 기준일 2019.06.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.