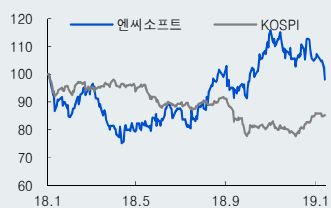


투자자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	700,000원
현재주가(19/02/12)	433,500원
상승여력	61%

영업이익(18P, 십억원)	615
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	632
EPS 성장률(18P, %)	-5.1
MKT EPS 성장률(18F, %)	5.1
P/E(18P, x)	24.4
MKT P/E(18F, x)	9.1
KOSPI	2,190.47

시가총액(십억원)	9,511
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	81.9
외국인 보유비중(%)	49.0
베타(12M) 일간수익률	0.81
52주 최저가(원)	332,500
52주 최고가(원)	512,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.4	20.1	10.4
상대주가	-16.1	25.1	20.3



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권  
 02-3774-1614  
 changkwon.kim@miraasset.com

# 엔씨소프트 (036570)

## 엔씨, 치명적 매력을 가진 나쁜 남자 주식

### 4분기 예상치 소폭 하회한 실적 발표

4분기 매출액은 전분기대비 1% 감소, 전년동기대비 25% 줄어든 3,997억원을 기록했다. 영업이익은 직원 인센티브 회계 인식과 야구단 계약금 관련 1회성 비용이 반영되면서 3분기와 전년대비 각각 19%, 41% 감소한 1,126억원을 나타냈다.

당사의 매출액과 영업이익은 전망치인 4,070억원과 1,310억원을 소폭 하회했음에도 불구하고, ‘리니지 M’ 매출액은 3분기에 이어 4분기에도 전분기대비 3% 성장하는 역주행 성장세를 보여주며 길어진 모바일 게임 라이프-사이클을 재확인하였다.

### 신규 게임 출시 일정 확정 안됨

금번 실적 발표에서 투자자들의 관심은 신규 게임 출시 일정 공개에 집중되었다. 2019년에 최대 5개 신규 모바일 게임을 출시한다고 여러 번 밝혔기 때문이다. 하지만 금번 실적 발표에서 2019년 첫 번째 출시 모바일 게임 일정이 구체화되지 못했다.

그러나 당사는 ‘리니지2M’, ‘아이온2’, ‘블&소2’ 등 대작 모바일 게임 2019년 국내외 출시라는 큰 일정에 변화는 없다고 강조하고 있다. PC와 콘솔용 게임으로 개발되고 있는 ‘TL(더 리니지)’의 2019년 중반 베타테스트 일정도 유지하였다.

### 큰 그림은 변화 없음, 중기 관점의 저점 매수 추천

<표1>에서처럼 4분기 실적 발표 이후에 2019년 실적 전망치 변경은 미미하였다. ‘리니지 2M’ 출시가 2분기에서 3분기로 연기될 가능성이 높아졌지만, 대작 모바일 타이틀들의 연내 출시라는 큰 가정이 변경되지 않았기 때문이다.

신규게임 출시 없이도 2019년 1분기와 2분기 실적은 2월 22일 미디어 데이에서 밝혀질 ‘리니지 M’ 대규모 업데이트 이벤트와 현재 2차 테스트가 진행 중인 ‘리니지 리마스터’ 적용으로 견조한 흐름이 기대된다.

동사 주가는 신규 게임 출시로 실적이 급등하기 한 분기 전부터 사전적으로 주가가 상승하는 모습이 과거에 자주 관찰되었다. 2분기에 신작이 출시되면 지금부터 주가가 상승해야 하지만 3분기에 출시되면 다음 분기부터 주가의 우상향 흐름이 기대되고 있다.

금번 실적 발표에서 신규 게임 일정이 확정되지 못한 것은 아쉽지만 1) 대규모 신작 출시, 2) 해외 진출 본격화, 3) 콘솔 플랫폼 확장, 4) 클라우드 게임 시대 본격화라는 빅 픽처는 변하지 않았다. ‘매수’ 투자자의견과 2019년 예상 EPS에 최근의 PER 밴드 상단 수준인 24.1배를 대입하여 구한 목표주가 70만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18P	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	838	984	1,759	1,715	2,091	2,339
영업이익 (십억원)	237	329	585	615	847	1,070
영업이익률 (%)	28.3	33.4	33.3	35.9	40.5	45.7
순이익 (십억원)	165	272	441	421	624	745
EPS (원)	7,542	12,416	20,104	19,084	28,464	33,953
ROE (%)	10.6	14.9	19.1	14.7	19.4	19.8
P/E (배)	28.2	19.9	22.3	24.4	15.2	12.8
P/B (배)	2.6	2.7	3.4	3.3	2.6	2.3
배당수익률 (%)	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

**엔씨소프트**

엔씨, 치명적 매력을 가진 나쁜 남자 주식

**표 1. 엔씨소프트의 2019~2020년 실적 예상 변경**

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	2,099	2,337	2,091	2,339	-0.4	0.1	엔씨소프트의 4Q18 실적발표로 확인된 변수 대입
영업이익	884	1,070	847	1,070	-4.2	0.0	
순이익	640	757	629	750	-1.7	-0.9	
영업이익률	42.1	45.8	40.5	45.7	-	-	
순이익률	30.5	32.4	30.1	32.0	-	-	

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

**표 2. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 전망 추정치**

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	475	436	404	400	399	406	607	679	1,759	1,715	2,091	2,339
리니지	28	42	40	39	37	41	39	42	154	150	158	146
리니지 II	14	13	16	21	18	14	15	15	66	64	63	59
아이온	19	16	16	13	15	14	14	15	47	63	57	54
블레이드앤소울	34	31	30	25	28	26	27	28	161	120	108	89
길드워2	24	20	21	16	18	17	18	19	83	80	72	69
모바일게임	264	210	216	223	220	230	430	494	995	913	1,373	1,236
기타	8	13	12	11	12	11	12	12	50	44	47	45
로열티	84	92	52	53	52	53	53	54	203	282	212	247
영업이익	204	160	139	113	123	122	264	337	585	615	847	1,070
영업이익률	42.9	36.5	34.4	28.3	30.9	30.1	43.5	49.6	33.3	35.9	40.5	45.7
순이익	119	140	94	68	83	89	199	258	444	421	629	750
순이익률	25.1	32.1	23.4	16.9	20.7	22.0	32.7	38.0	25.2	24.6	30.1	32.0
<b>YoY 성장률</b>												
매출액	98.3	68.8	-44.5	-24.9	-16.0	-6.9	50.2	69.7	78.8	-2.5	22.0	11.9
리니지	-45.1	24.5	14.0	15.7	29.8	-2.9	-3.8	7.3	-58.9	-3.0	5.7	-7.7
리니지 II	-22.7	-19.9	0.0	37.0	27.6	8.1	-2.2	-25.5	-14.7	-2.9	-1.0	-6.8
아이온	41.1	44.3	61.1	0.4	-22.6	-13.0	-14.1	18.3	-34.6	35.2	-9.9	-5.0
블레이드앤소울	-23.9	-21.4	-20.8	-36.8	-18.7	-14.3	-10.6	10.5	-11.6	-25.8	-9.4	-17.8
길드워2	66.2	46.6	4.0	-55.0	-22.5	-14.3	-15.7	21.7	8.1	-3.2	-10.0	-3.8
모바일게임	1028.2	124.0	-60.7	-31.8	-16.8	9.4	98.5	121.7	4935.0	-8.2	50.4	-10.0
기타	-24.8	-15.6	-6.5	2.2	46.2	-9.8	-7.2	11.2	-15.1	-11.3	6.4	-3.0
로열티	32.5	155.8	18.3	-10.3	-37.6	-42.7	2.2	1.2	66.0	38.9	-24.7	16.4
영업이익	569.1	324.8	-57.6	-40.1	-39.4	-23.3	89.9	197.6	77.8	5.1	37.8	26.3
순이익	584.9	355.0	-65.7	-44.0	-30.7	-36.3	110.2	281.7	63.6	-5.0	49.1	19.2

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트

엔씨, 치명적 매력을 가진 나쁜 남자 주식

표 3. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		EV/EBITDA		PER		PBR		ROE	
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F
엔씨소프트 (KOR)	9,511	2,052	2,477	796	1,020	602	766	10.0	7.9	15.8	12.4	2.9	2.4	19.9	20.9
넷마블	10,061	2,066	2,605	265	498	224	373	23.3	13.7	45.2	27.1	2.2	2.0	5.1	8.1
컴투스	1,530	578	651	187	214	155	180	4.3	3.7	9.9	8.5	1.5	1.3	16.4	16.5
NHN엔터테인먼트	1,223	1,258	1,480	77	99	120	78	8.8	7.3	11.1	15.9	0.7	0.7	7.9	4.9
펄어비스	2,550	414	616	184	280	161	226	11.9	7.7	15.3	11.1	5.9	3.8	46.4	43.3
웹젠	678	206	225	64	74	53	61	8.3	7.3	12.9	11.2	1.7	1.5	15.1	14.9
더블유게임즈	1,031	544	598	172	196	116	137	7.1	6.4	9.2	7.4	1.6	1.3	21.3	20.8
위메이드	581	122	139	1	6	11	10	73.0	45.8	52.9	57.4	1.9	1.9	3.8	3.5
Activision Blizzard (US)	34,486	8,381	8,190	2,824	2,731	2,254	2,211	11.2	11.2	15.5	15.9	2.7	2.4	17.2	15.2
Electronic Arts	32,826	5,372	5,647	1,554	1,699	1,339	1,441	16.3	15.2	24.9	22.9	5.6	5.1	23.0	21.5
Take-Two Interactive	11,914	3,296	3,108	727	797	625	647	12.9	12.0	19.8	18.9	4.9	4.0	33.6	18.6
Zynga	5,048	1,322	1,644	233	306	221	272	16.7	12.4	23.5	18.6	2.6	2.3	9.0	13.5
Glumobile	1,501	505	575	64	99	64	92	21.7	15.0	26.3	18.8	6.5	5.6	26.0	28.4
Ubisoft (FR)	9,746	2,654	2,900	555	659	468	535	7.5	6.8	22.7	20.4	6.4	4.7	28.3	25.0
Nintendo (JP)	42,249	12,679	14,034	2,704	3,668	2,019	2,666	11.5	8.3	17.9	13.6	2.4	2.2	14.1	17.1
Nexon	15,234	2,813	2,997	1,153	1,254	933	975	9.4	8.7	16.0	15.4	2.3	2.0	15.5	13.7
Square Enix	4,181	2,603	2,815	297	406	213	275	7.8	5.8	18.9	14.4	1.9	1.8	10.2	13.0
DeNA	2,591	1,381	1,425	176	202	133	148	5.1	4.6	18.8	16.9	0.9	0.9	5.3	5.5
Gungho Online	2,846	903	882	235	211	152	136	8.4	8.8	15.1	16.7	2.5	2.2	20.8	15.8
GREE	1,109	773	813	80	92	59	65	2.8	2.6	17.9	16.7	0.9	0.9	5.1	5.4
Tencent (CH)	481,975	52,279	67,554	16,870	19,126	12,837	15,627	25.1	21.4	36.2	30.5	8.6	6.8	26.7	24.3
NetEase	35,537	11,209	13,992	1,284	1,550	1,407	1,680	20.7	16.6	24.8	20.7	4.1	3.5	13.8	15.2
Kingsoft	3,118	948	1,305	- 58	74	37	137	40.8	10.9	70.2	21.0	1.5	1.4	3.2	5.7
Youzu Interactive	2,727	618	773	149	190	156	191	17.0	14.0	17.7	14.4	3.3	2.8	19.0	19.2
Changyou	1,120	519	495	112	128	120	118	5.0	5.0	10.2	10.4	1.2	1.1	12.4	11.5
평균								15.5	11.2	22.7	18.3	3.1	2.6	16.8	16.1

주: 시가총액, 매출액, 영업이익, 순이익은 블룸버그 컨센서스 수치이며 2019년 2월 12일 기준으로 원화 환산 적용

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**엔씨소프트**

엔씨, 치명적 매력을 가진 나쁜 남자 주식

**엔씨소프트 (036570)**

**예상 포괄손익계산서 (요약)**

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>1,759</b>	<b>1,715</b>	<b>2,091</b>	<b>2,339</b>
매출원가	212	206	251	281
<b>매출총이익</b>	<b>1,547</b>	<b>1,509</b>	<b>1,840</b>	<b>2,058</b>
판매비와관리비	962	894	993	988
<b>조정영업이익</b>	<b>585</b>	<b>615</b>	<b>847</b>	<b>1,070</b>
<b>영업이익</b>	<b>585</b>	<b>615</b>	<b>847</b>	<b>1,070</b>
비영업손익	25	22	97	60
금융손익	16	22	27	33
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	610	637	944	1,130
계속사업법인세비용	166	216	315	380
계속사업이익	444	422	629	750
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>444</b>	<b>422</b>	<b>629</b>	<b>750</b>
지배주주	441	419	624	745
비지배주주	3	3	4	5
<b>총포괄이익</b>	<b>919</b>	<b>422</b>	<b>629</b>	<b>750</b>
지배주주	916	420	627	748
비지배주주	3	1	2	2
EBITDA	615	641	870	1,090
FCF	566	439	742	830
EBITDA 마진율 (%)	35.0	37.4	41.6	46.6
영업이익률 (%)	33.3	35.9	40.5	45.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	25.1	24.4	29.8	31.9

**예상 재무상태표 (요약)**

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>1,773</b>	<b>2,083</b>	<b>2,438</b>	<b>2,961</b>
현금 및 현금성자산	187	539	554	854
매출채권 및 기타채권	198	191	234	261
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,387	1,352	1,649	1,845
<b>비유동자산</b>	<b>1,754</b>	<b>1,694</b>	<b>1,957</b>	<b>2,125</b>
관계기업투자등	34	33	40	45
유형자산	229	205	185	167
무형자산	52	50	47	45
<b>자산총계</b>	<b>3,527</b>	<b>3,777</b>	<b>4,395</b>	<b>5,086</b>
<b>유동부채</b>	<b>456</b>	<b>444</b>	<b>542</b>	<b>606</b>
매입채무 및 기타채무	43	42	51	57
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	413	402	491	549
<b>비유동부채</b>	<b>342</b>	<b>337</b>	<b>378</b>	<b>405</b>
장기금융부채	150	150	150	150
기타비유동부채	192	187	228	255
<b>부채총계</b>	<b>797</b>	<b>781</b>	<b>920</b>	<b>1,011</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,721</b>	<b>2,985</b>	<b>3,460</b>	<b>4,055</b>
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,170	2,644	3,239
<b>비지배주주지분</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>20</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,729</b>	<b>2,996</b>	<b>3,475</b>	<b>4,075</b>

**예상 현금흐름표 (요약)**

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>595</b>	<b>439</b>	<b>742</b>	<b>830</b>
당기순이익	444	422	629	750
비현금수익비용가감	185	217	309	365
유형자산감가상각비	27	24	21	18
무형자산상각비	3	3	2	2
기타	155	190	286	345
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	-9	90	59
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	5	-41	-27
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	0	0	0
법인세납부	-63	-216	-315	-380
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-460</b>	<b>67</b>	<b>-569</b>	<b>-375</b>
유형자산처분(취득)	-28	0	0	0
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,263	67	-569	-375
기타투자활동	835	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-80</b>	<b>-155</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-81	-155	-150	-150
기타재무활동	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>42</b>	<b>351</b>	<b>15</b>	<b>300</b>
기초현금	145	187	539	554
기말현금	187	539	554	854

**예상 주당가치 및 valuation (요약)**

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	22.3	24.4	15.2	12.8
P/CF (x)	15.6	16.0	10.1	8.5
P/B (x)	3.4	3.3	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	13.7	13.3	8.6	6.4
EPS (원)	20,104	19,084	28,464	33,953
CFPS (원)	28,692	29,128	42,752	50,819
BPS (원)	131,144	143,177	164,808	191,929
DPS (원)	7,280	6,050	7,280	7,280
배당성향 (%)	34.8	30.7	23.8	20.0
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	21.9	11.9
EBITDA증가율 (%)	70.4	4.2	35.7	25.3
조정영업이익증가율 (%)	77.8	5.1	37.7	26.3
EPS증가율 (%)	61.9	-5.1	49.2	19.3
매출채권 회전을 (회)	10.0	9.0	10.0	9.6
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	48.4	100.2	111.5	107.1
ROA (%)	15.1	11.5	15.4	15.8
ROE (%)	19.1	14.7	19.4	19.8
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (%)	29.2	26.1	26.5	24.8
유동비율 (%)	388.9	468.8	449.8	488.5
순차입금/자기자본 (%)	-51.1	-57.1	-58.1	-61.6
조정영업이익/금융비용 (x)	179.6	188.6	259.9	328.2

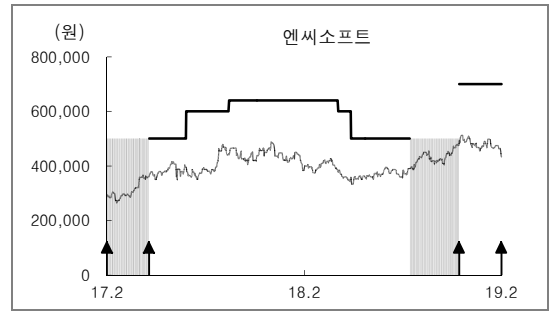
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

**엔씨소프트**

엔씨, 치명적 매력을 가진 나쁜 남자 주식

**투자 의견 및 목표주가 변동 추이**

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트(036570)				
2018.11.26	매수	700,000	-	-
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.05.10	매수	500,000	-26.32	-21.00
2018.04.16	매수	600,000	-39.72	-35.92
2017.09.26	매수	640,000	-33.30	-23.75
2017.07.09	매수	600,000	-33.67	-20.25
2017.05.01	매수	500,000	-23.79	-16.80
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-



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

**투자 의견 분류 및 적용 기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

**투자 의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

\* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.