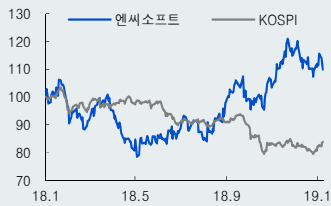


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	700,000원
현재주가(19/01/16)	465,500원
상승여력	50%

영업이익(18F, 십억원)	633
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	634
EPS 성장률(18F, %)	3.1
MKT EPS 성장률(18F, %)	6.2
P/E(18F, x)	22.5
MKT P/E(18F, x)	8.7
KOSPI	2,106.10
시가총액(십억원)	10,213
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	81.9
외국인 보유비중(%)	49.6
베타(12M) 일간수익률	1.19
52주 최저가(원)	332,500
52주 최고가(원)	512,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	18.6	9.1
상대주가	-8.5	29.6	30.7



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

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

엔씨소프트 (036570)

봄이면, 2017년 랠리보다 더 높은 기대감 예상

4분기 리니지 M, 또 한번의 QoQ 성장 예상

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기와 비교해 각각 23.7%, 30.9% 감소한 4,070억원과 1,310억원이 예상된다. 3분기 대비해서는 각각 0.7% 증가와 -6.0% 감소한 수치이다. 리니지 M은 9월 28일 업데이트 이후에 2018년 중 최고치 게이머 이용 지표를 기록하고 있는데 4분기 매출액은 전분기 대비 0.6% 증가한 2,180억원 예상된다.

전분기 대비 소폭 매출액 증가에도 영업이익 QoQ 감소가 예상되는 것은 NC 다이노스의 양의지 선수와 외국인 투수 영입을 위한 1회성 계약금 지출과 리니지 리마스터 관련 광고비 집행이 있었기 때문이다.

2017년보다 2019년 주가 랠리가 기대되는 이유들

2017년 엔씨소프트의 주가는 6월 21일 출시된 리니지 M 기대감이 선반영되면서 연초대비 연말에 85.3% 상승했다. 2019년에는 2017년보다 더 양호한 주가 랠리를 기대하고 있다. <표 3>에서 정리한 것처럼 2017년에는 출시 게임(모멘텀)이 리니지 M 하나였으며, 매출이 국내 시장에 집중되는 단일시장 리스크가 있었다.

2019년에는 상반기 리니지 2M을 비롯하여 최소 2개에서 5개의 신규 모바일 게임 라인업이 준비되어 있다. 그리고 2019년에는 해외 시장 진출도 본격화될 전망이다. <그림 2~10>에서 알 수 있듯, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울은 국내보다 해외에서 비슷하거나 훨씬 더 많은 누적 매출액을 기록하고 있다.

현시점 2019년에는 PC/콘솔용 게임인 TL(더리니지)와 베타 테스트가 예정되어 있다. TL은 2020년 PC와 콘솔 그리고 글로벌 동시 출시가 기대된다. 동사는 2019년 모바일에 이어 콘솔로 플랫폼이 확장될 것이다.

2019년 들어 아마존이 2020년 클라우드 게임(스트리밍) 서비스를 시작할 것으로 보도되었다. 2019년 아마존, 구글, 마이크로소프트 등 선두 클라우드 게임 서비스 기업, 즉 게임의 넷플릭스가 되고 싶은 기업들의 게임 콘텐츠 확보 경쟁이 집중될 전망이다.

1월 주가가 연중 저점이 될 가능성, 투자 의견 '매수'와 목표주가 70만원 유지

엔씨소프트의 주가는 2018년 미국과 중국 게임 주가가 규제와 Valuation 논란으로 급락하는 사이 외국인 매수세가 집중되면서 견조한 상승 흐름을 기록했다. 양호한 4분기 실적과, 2019년 1분기에는 리니지 리마스터 매출액도 추가되면서 견조한 실적 증가세는 이어질 전망이다.

동사의 가장 큰 리스크는 게임출시 연기이다. 4분기 실적을 발표하면서 동사의 2019년 게임 출시 일정이 재확인된다면 신규 게임 기대감이 본격적으로 주가에 반영될 전망이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 70만원을 유지한다.

계산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	838	984	1,759	1,722	2,099	2,337
영업이익 (십억원)	237	329	585	633	884	1,070
영업이익률 (%)	28.3	33.4	33.3	36.8	42.1	45.8
순이익 (십억원)	165	272	441	455	640	757
EPS (원)	7,542	12,416	20,104	20,732	29,157	34,519
ROE (%)	10.6	14.9	19.1	15.8	19.6	19.9
P/E (배)	28.2	19.9	22.3	22.5	16.0	13.5
P/B (배)	2.6	2.7	3.4	3.2	2.8	2.4
배당수익률 (%)	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6

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

표 1. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	240	259	727	533	475	436	404	407	1,759	1,722	2,099
리니지	51	34	35	34	28	42	40	41	154	152	140
리니지 II	18	17	16	15	14	13	16	14	66	57	52
아이온	13	11	10	13	19	16	16	15	47	66	65
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	31	30	29	161	124	102
길드워2	14	14	20	35	24	20	21	19	83	83	80
모바일게임	23	94	551	327	264	210	216	218	995	908	1,369
기타	11	15	13	11	8	13	12	11	50	44	47
로열티	64	36	44	60	84	92	52	59	203	287	245
영업이익	30	38	328	189	204	160	139	131	585	633	884
영업이익률	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	34.4	32.1	33.3	36.8	42.1
순이익	17	31	275	121	119	140	94	104	444	458	644
순이익률	7.3	11.9	37.8	22.6	25.1	32.1	23.4	25.5	25.2	26.6	30.7
YoY 성장률											
매출액	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.3	68.8	-44.5	-23.7	78.8	-2.1	21.9
리니지	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-45.1	24.5	14.0	22.9	-58.9	-1.5	-7.7
리니지 II	7.7	-12.6	-24.1	-26.0	-22.7	-19.9	0.0	-8.4	-14.7	-13.3	-8.8
아이온	-33.9	-38.5	-36.8	-29.6	41.1	44.3	61.1	21.6	-34.6	40.9	-2.0
블레이드앤소울	-17.5	-20.2	-5.2	0.5	-23.9	-21.4	-20.8	-25.7	-11.6	-23.0	-17.8
길드워2	-53.4	-14.7	31.5	134.8	66.2	46.6	4.0	-46.8	8.1	0.2	-3.8
모바일게임		51113.1	110771.6	1613.2	1028.2	124.0	-60.7	-33.4	4935.0	-8.7	50.7
기타	-1.5	-14.9	-22.2	-17.4	-24.8	-15.6	-6.5	2.2	-15.1	-11.3	6.4
로열티	116.1	33.8	80.2	43.2	32.5	155.8	18.3	-0.3	66.0	41.8	-14.7
영업이익	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.1	324.8	-57.6	-30.9	77.8	8.2	39.6
순이익	-73.7	-65.9	474.3	80.7	584.9	355.0	-65.7	-14.1	63.6	3.1	40.7

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

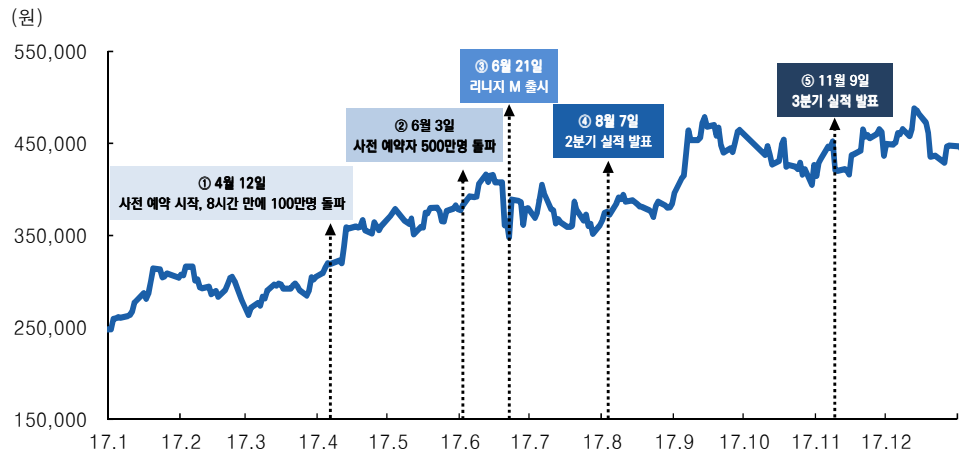
표 2. 엔씨소프트의 2018-2019년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,712	2,091	1,722	2,099	0.6	0.4
영업이익	635	880	633	884	-0.3	0.4
순이익	459	642	458	644	-0.3	0.4
영업이익률	37.1	42.1	36.8	42.1	-	-
순이익률	26.8	30.7	26.6	30.7	-	-

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 엔씨소프트 주가 추이(2017.01~2017.12)와 리니지 M 관련 이벤트



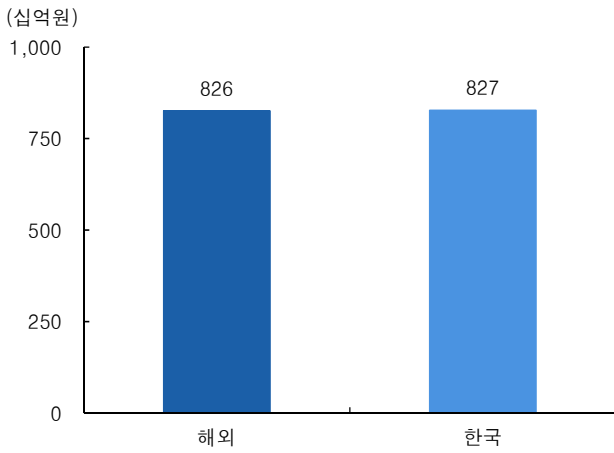
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 2017년 VS 2019년, 신규 게임 모멘텀 정리

2017년	2019년
<p>2017년 랠리 - 3월부터 신규 게임 기대감으로 주가 랠리, 리니지 M 출시 시점인 6월 20일까지 +37% 상승, 이후 모멘텀 둔화로 주가는 하락세 반전 *2017년 3월 2일: 263,500원 / 2017년 6월 20일: 361,000원</p>	<p>2019년 랠리 - 2019년 랠리는 2017년보다 더 일찍, 신규 게임 기대감이 주가에 반영 가능할 것으로 판단</p>
<p>원 게임 스토리 : 리니지 M 출시</p>	<p>최소 2개에서 최대 5대의 멀티 라인업: 리니지 2M, 아이온 2, 블&소(2, S, M) - 모멘텀 연속성 기대</p>
<p>내수 시장 중심의 매출 - 리니지 M은 국내용, PC 리니지 매출액은 대부분이 국내에서 발생하는 국내 게이머 선호 콘텐츠</p>	<p>글로벌 시장 침투 가능성: 리니지2, 아이온, 블&소 - 이미 해외에서 많은 게이머 풀을 확보한 글로벌 시장 선호 콘텐츠 (그림 2~10 참조) <i>리니지2 : 국내 매출액 = 해외 매출액</i> <i>아이온 : 국내 매출액 < 해외 매출액</i> <i>블&소 : 국내 매출액 <<< 해외 매출액</i></p>
<p>모바일로의 플랫폼 확장: PC → 모바일</p>	<p>멀티 플랫폼 스토리 확대: PC ↔ 모바일 ↔ 콘솔 - 현시점에서, PC/콘솔 버전 동시 출시가 기대되는 TL(더리니지)는 2019년에 베타테스트 진행, 2020년에는 글로벌 출시 예상</p>
<p>흥행 기대감은 있었으나 롱 텀 스토리의 부재</p>	<p>클라우드 게임 시장 형성 구체화 마이크로소프트 → 클라우드 기반 게임 개발 플랫폼 인수 → 게임 스트리밍 기술 '프로젝트X클라우드' 발표 → 클라우드 기반 차세대게임기 개발 구글 → 클라우드 게임 플랫폼 오픈소스 공개 → 크롬기반 게임 스트리밍 서비스 공개 → 즉, 영상 콘텐츠 → 넷플릭스 등 OTT → 게임 콘텐츠 → 클라우드 게임 기반 서비스 아마존 → 2020년 게임 스트리밍 서비스 시작을 위한 게임 공급사와 타이틀 공급 논의 중</p>
<p>2017년, 수급 측면: 중국 텐센트, 미국 EA, 액티비전 블리자드, 테이크투 등 해외 게임 기업의 주가 급등기, 해외 투자자에게 엔씨소프트는 매력도가 높지 않았음. *엔씨소프트 외국인 지분율: 37.28%(2017.01.02) → 44.42%(2017.12.28)</p>	<p>2019년, 수급 측면: 중국 게임 산업 규제(판호 관련), 미국 게임 주식의 고 Valuation 논란 등 해외 게임 기업 주가는 급락 조정을 보였음. 해외 투자자에게 엔씨소프트에 대한 관심 상승 기대. *엔씨소프트 외국인 지분율: 44.46%(2018.01.02) → 49.68%(2018.12.28), 2019년 1월 16일 현재, 49.63%</p>

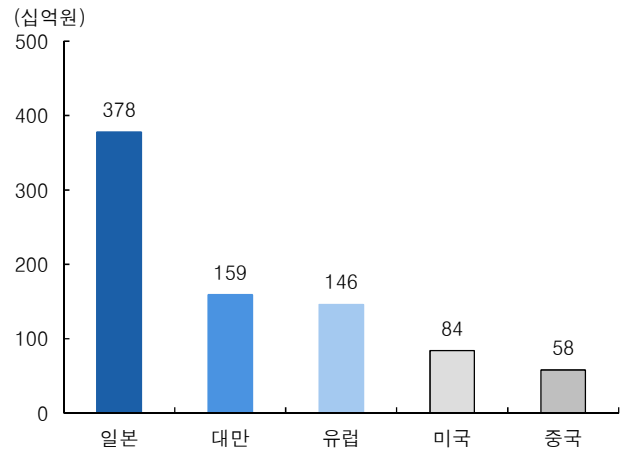
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 리니지2 해외/국내 누적 매출액(~2017)



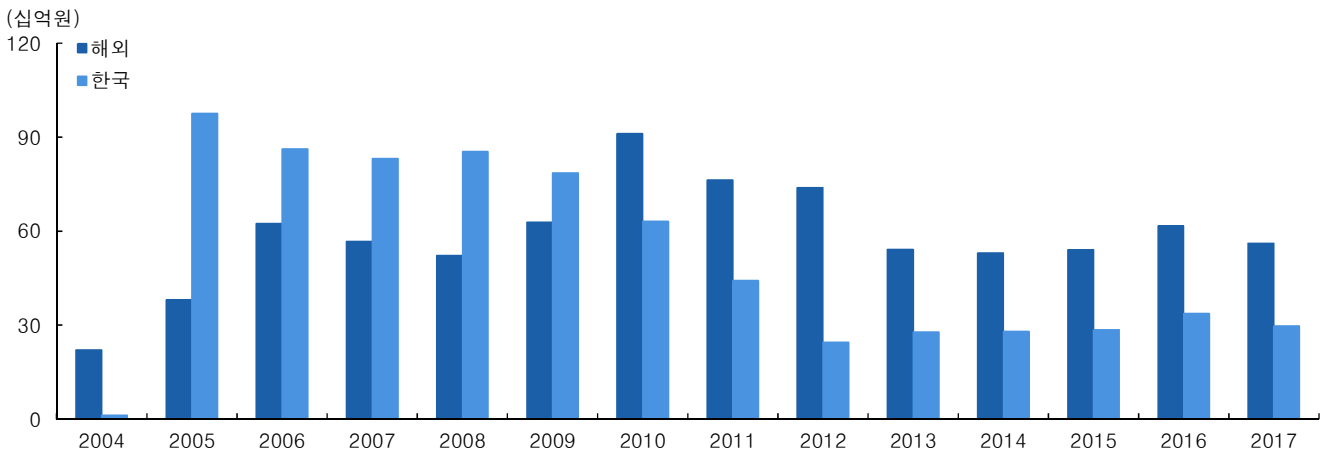
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 리니지2 해외 국가별 누적 매출액(~2017)



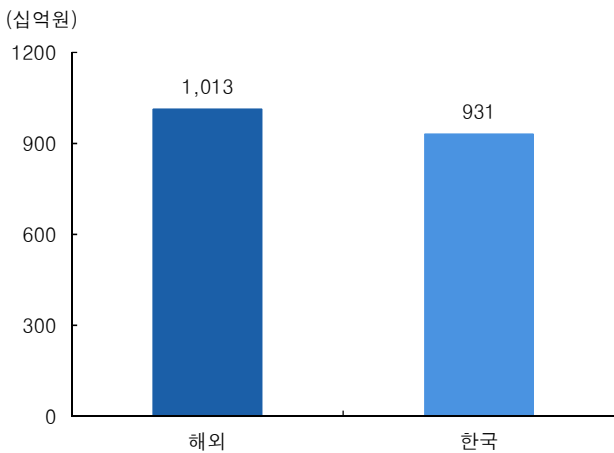
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 리니지2 해외/국내 매출액(2003~2017)



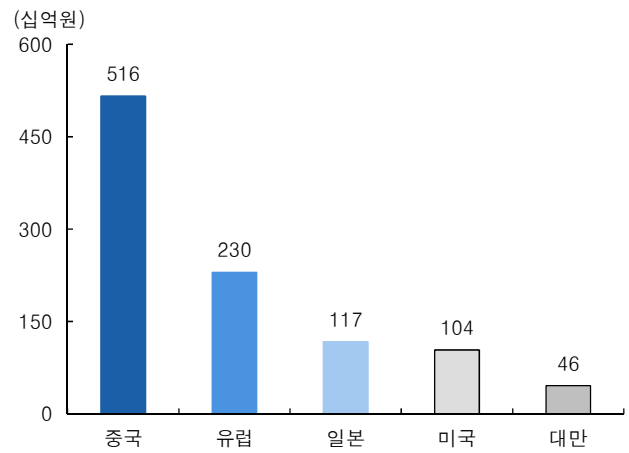
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 아이온 해외/국내 누적 매출액(~2017)



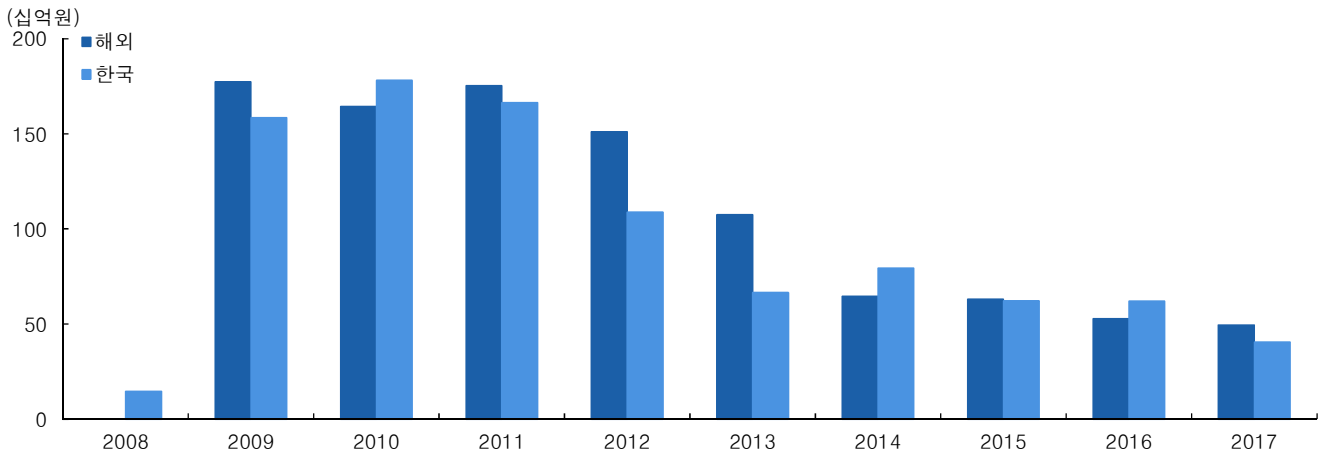
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 아이온 해외 국가별 누적 매출액(~2017)



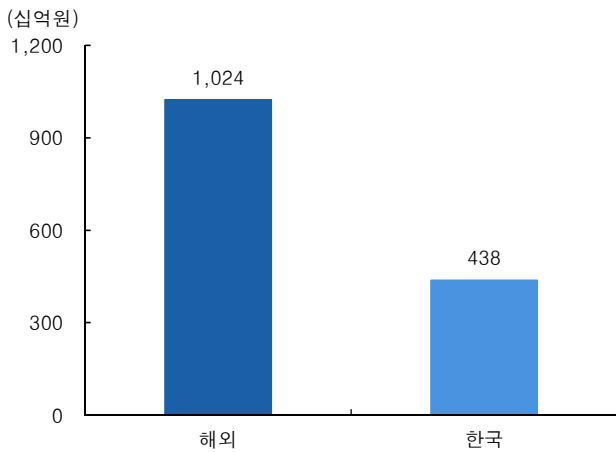
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 아이온 해외/국내 매출액 추이(2008~2017)



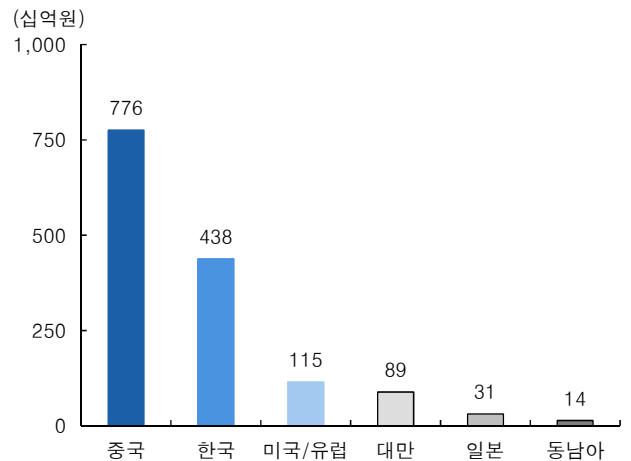
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 블레이드&소울 해외/국내 누적 매출액(~2017)



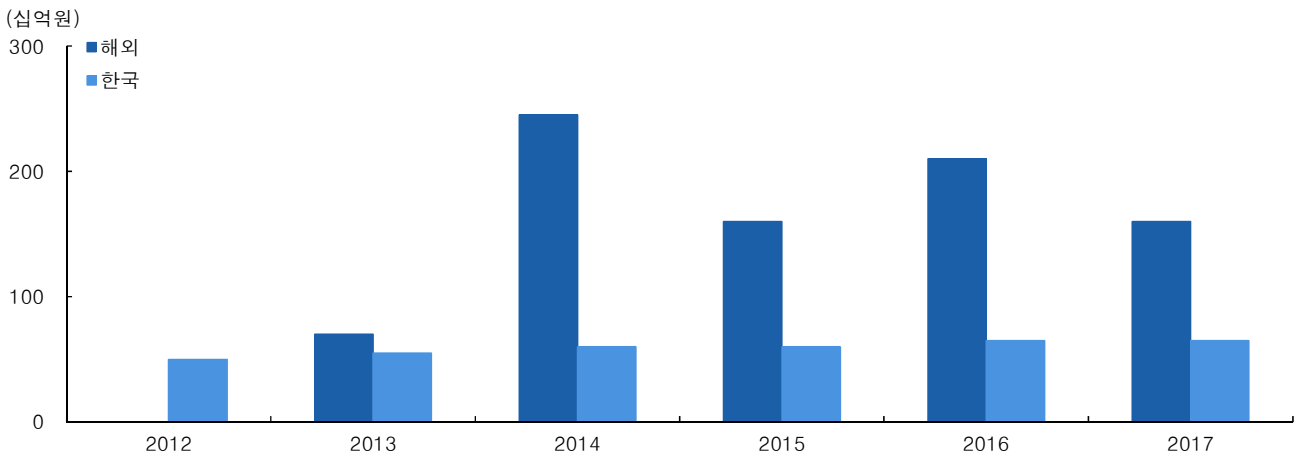
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 블레이드&소울 국가별 누적 매출액(~2017)



자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 블레이드&소울 해외/국내 매출액 추이(2012~2017)








자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터


그림 11. 콘솔 게임 시장으로 영역을 확대하는 아마존, 구글, 마이크로소프트

3,391 views | Jan 14, 2019, 12:47pm

Report: Amazon Is Jumping Into The Next-Gen 'Console War' With A Streaming Service

 **Dave Thier** Contributor 
[Games](#)
I write about video games and technology.



Unboxing of new Internet Black professional RJ45 Cat 10 cable for the wired internet connect bought online from Amazon Premium Prime GETTY

자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트

봄이면, 2017년 캘리보다 더 높은 기대감 예상

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	1,759	1,722	2,099	2,337
매출원가	212	207	252	281
매출총이익	1,547	1,515	1,847	2,056
판매비와관리비	962	882	963	986
조정영업이익	585	633	884	1,070
영업이익	585	633	884	1,070
비영업손익	25	47	35	40
금융손익	16	23	28	34
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	610	680	919	1,110
계속사업법인세비용	166	222	275	347
계속사업이익	444	458	644	763
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	444	458	644	763
지배주주	441	455	640	757
비지배주주	3	3	4	5
총포괄이익	919	458	644	763
지배주주	916	457	642	760
비지배주주	3	1	2	2
EBITDA	615	659	907	1,090
FCF	566	477	757	840
EBITDA 마진율 (%)	35.0	38.3	43.2	46.6
영업이익률 (%)	33.3	36.8	42.1	45.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	25.1	26.4	30.5	32.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	1,773	2,117	2,486	3,026
현금 및 현금성자산	187	566	595	921
매출채권 및 기타채권	198	192	234	261
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,387	1,358	1,656	1,843
비유동자산	1,754	1,700	1,963	2,124
관계기업투자등	34	33	40	45
유형자산	229	205	185	167
무형자산	52	50	47	45
자산총계	3,527	3,816	4,450	5,150
유동부채	456	446	544	606
매입채무 및 기타채무	43	42	51	57
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	413	404	493	549
비유동부채	342	338	379	405
장기금융부채	150	150	150	150
기타비유동부채	192	188	229	255
부채총계	797	784	923	1,010
지배주주지분	2,721	3,022	3,511	4,118
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,206	2,696	3,303
비지배주주지분	8	11	16	21
자본총계	2,729	3,033	3,527	4,139

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	595	477	757	840
당기순이익	444	458	644	763
비현금수익비용가감	185	223	268	331
유형자산감가상각비	27	24	21	18
무형자산상각비	3	3	2	2
기타	155	196	245	311
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	-8	90	57
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	4	-41	-26
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	0	0	0
법인세납부	-63	-222	-275	-347
투자활동으로 인한 현금흐름	-460	56	-571	-359
유형자산처분(취득)	-28	0	0	0
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,263	56	-571	-359
기타투자활동	835	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-80	-155	-150	-150
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
현금의 증가	42	378	29	326
기초현금	145	187	566	595
기말현금	187	566	595	921

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	22.3	22.5	16.0	13.5
P/CF (x)	15.6	15.0	11.2	9.3
P/B (x)	3.4	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	13.7	12.9	9.0	7.0
EPS (원)	20,104	20,732	29,157	34,519
CFPS (원)	28,692	31,058	41,598	49,863
BPS (원)	131,144	144,824	167,148	194,834
DPS (원)	7,280	7,280	7,280	7,280
배당성향 (%)	34.8	32.7	23.3	19.7
배당수익률 (%)	1.6	1.6	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	78.8	-2.1	21.9	11.3
EBITDA증가율 (%)	70.4	7.2	37.6	20.2
조정영업이익증가율 (%)	77.8	8.2	39.7	21.0
EPS증가율 (%)	61.9	3.1	40.6	18.4
매출채권 회전을 (회)	10.0	9.0	10.0	9.6
재고자산 회전을 (회)	2,983.9	3,390.7	3,765.5	3,610.3
매입채무 회전을 (회)	48.4	100.4	111.5	106.9
ROA (%)	15.1	12.5	15.6	15.9
ROE (%)	19.1	15.8	19.6	19.9
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (%)	29.2	25.8	26.2	24.4
유동비율 (%)	388.9	474.3	456.9	499.6
순차입금/자기자본 (%)	-51.1	-57.5	-58.6	-62.2
조정영업이익/금융비용 (x)	179.6	194.3	271.1	328.2

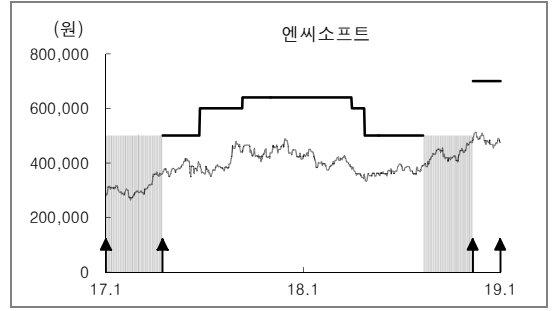
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트

봄이면, 2017년 밸리보다 더 높은 기대감 예상

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.