

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	700,000원
현재주가(19/05/10)	502,000원
상승여력	39%

영업이익(19F, 십억원)	805
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	680
EPS 성장률(19F, %)	48.0
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.5
P/E(19F, x)	17.8
MKT P/E(19F, x)	11.7
KOSPI	2,108.04

시가총액(십억원)	11,013
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	81.9
외국인 보유비중(%)	50.1
베타(12M) 일간수익률	0.73
52주 최저가(원)	332,500
52주 최고가(원)	526,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	14.0	44.7
상대주가	6.5	12.8	69.1



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

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

# 엔씨소프트 (036570)

## 첫 모멘텀은 린M 5/29일 일본 상용화

### 예상보다 부진한 1분기 실적 발표

1분기 매출액과 영업이익은 전년보다 각각 24.5%, 61.0% 감소한 3,588억원과 795억원을 기록했다. 당사 전망치 매출액 3,880억원과 영업이익 1,150억원을 크게 하회했다.

주력 게임인 PC 리니지에는 3월 리마스터 업데이트를 앞두고, 리니지M에는 3월 이클립스 업데이트를 앞두고 아이템 판매 등의 프로모션 강도 조절이 있었기 때문이다. 리니지는 전분기보다 47% 줄어든 207억원의 매출액을 리니지M은 전분기대비 11% 감소한 1,988억원의 매출액을 기록했다. 비용에서도 미국 아레나넷 조직 개편에 따른 퇴직금 지급과 임직원 보너스 지급으로 인건비가 전분기보다 6% 증가하면서 4분기 1회성(프로야구단 계약금) 비용 증가 효과가 없어진 것이 희석되는 모습이었다.

### 리니지M 동점자 최고치 경신 등 2분기 실적 모멘텀 기대

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,380억원과 1,360억원으로 예상된다. 전년동기와 비교하면 매출액은 0.5% 증가하고, 영업이익은 15% 감소한 수치이지만 1분기와 비교하면 22%, 70% 늘어날 전망이다.

리니지는 리마스터 업데이트와 정액제 폐지로 MAU, 접속자수가 이전보다 2배 이상 증가한 것으로 확인되었다. 리니지M도 3월 업데이트 이후 게임 출시 이후 최대 동점자를 기록하면서 2분기 매출액 기대치를 높이고 있다.

리니지M 일본 서비스 일정이 5/29일로 확정되면서 2분기 실적 전망에 새로운 변수가 되었다. 리니지M 일본은 2/15일부터 시작한 사전예약자 모집에 5/9일 기준으로 150만명이 참여하였다. 리니지2 레볼루션이 상용화 직전에 163만명, 검은사막M이 서비스 직전에 150만명이 사전예약에 참여하였다. 리니지M 일본은 상용화 일정이 20일 가까이 남아 있고, 본격적인 마케팅이 시작된 만큼 역대 최고치 사전예약자 모집이 가능할 전망이다.

### 린M 일본 그리고 블소S, 리니지2M 하반기 출시

동사 주가에 가장 큰 영향을 미치는 신규 게임 출시 일정이 금번 실적 발표에서 구체화되었다. 2분기 실적에 리니지M 일본 매출액 계상을 시작으로 하반기에는 블레이드 앤 소울 S와 리니지2M 관련 신규 게임 매출액이 인식될 것으로 전망된다.

하반기라면 12월 연말이나 G스타 게임쇼가 있는 11월 중순 이전에 대작 신작 게임이 출시되는 것이 일반적이다. 그리고 대작 모바일 게임은 출시 3~4개월 전에 사전 마케팅이 시작된다는 것을 감안하면 2분기 리니지M 일본에 이어 3분기에도 신작 출시 모멘텀이 주가에 반영될 것으로 기대된다. 실적 발표에서 확인된 변수를 대입하여 2019년과 2020년 순익 전망치를 각각 1.2%, 1.5% 하향했다. 매수의견과 목표주가 70만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	984	1,759	1,715	2,095	2,335	2,882
영업이익 (십억원)	329	585	615	805	1,024	1,497
영업이익률 (%)	33.4	33.3	35.9	38.4	43.9	51.9
순이익 (십억원)	272	441	418	619	730	1,074
EPS (원)	12,416	20,104	19,061	28,209	33,283	48,945
ROE (%)	14.9	19.1	16.4	23.7	23.1	27.2
P/E (배)	19.9	22.3	24.5	17.8	15.1	10.3
P/B (배)	2.7	3.4	3.7	3.3	2.8	2.3
배당수익률 (%)	1.5	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>475</b>	<b>436</b>	<b>404</b>	<b>400</b>	<b>359</b>	<b>438</b>	<b>478</b>	<b>820</b>	<b>1,715</b>	<b>2,095</b>	<b>2,335</b>
리니지	28	42	40	39	21	44	37	40	150	142	131
리니지 II	14	13	16	21	22	18	19	20	64	79	73
아이온	19	16	16	13	12	12	12	13	63	51	48
블레이드앤소울	34	31	30	25	23	24	24	27	120	98	81
길드워2	24	20	21	16	16	16	16	15	80	63	61
모바일게임	264	210	216	223	199	259	309	617	913	1,383	1,638
기타	8	13	12	11	8	10	9	20	44	47	45
로열티	84	92	52	53	57	55	51	68	282	232	257
<b>영업이익</b>	<b>204</b>	<b>160</b>	<b>139</b>	<b>113</b>	<b>80</b>	<b>136</b>	<b>158</b>	<b>432</b>	<b>615</b>	<b>805</b>	<b>1,024</b>
영업이익률	42.9	36.5	34.4	28.3	22.2	30.9	33.2	52.7	35.9	38.4	43.9
<b>순이익</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>94</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>105</b>	<b>126</b>	<b>318</b>	<b>422</b>	<b>624</b>	<b>736</b>
순이익률	25.1	32.1	23.4	16.9	20.8	24.0	26.5	38.8	24.6	29.8	31.5
<b>YoY 성장률</b>											
매출액	98.3	68.8	-44.5	-25.0	-24.5	0.5	18.3	104.9	-2.5	22.2	11.4
리니지	-45.1	24.5	14.0	15.7	-26.7	4.3	-7.4	3.2	-3.0	-5.0	-7.7
리니지 II	-22.7	-19.9	0.0	37.0	51.5	35.8	20.5	-2.1	-2.9	23.3	-6.8
아이온	41.1	44.3	61.1	0.4	-34.3	-20.0	-24.2	5.9	35.2	-20.1	-5.0
블레이드앤소울	-23.9	-21.4	-20.8	-36.8	-31.3	-21.3	-21.3	9.0	-25.8	-17.8	-17.8
길드워2	66.2	46.6	4.0	-55.0	-30.9	-19.3	-22.8	-7.1	-3.2	-21.3	-3.8
모바일게임	1028.2	124.0	-60.7	-31.9	-24.7	23.3	42.6	176.9	-8.2	51.4	18.4
기타	-24.8	-15.6	-6.5	2.2	4.6	-23.1	-27.4	79.5	-11.3	6.4	-3.0
로열티	32.5	155.8	18.3	-10.3	-31.8	-40.0	-0.3	27.2	38.9	-17.5	10.6
영업이익	569.1	324.8	-57.6	-40.2	-61.0	-15.0	13.9	281.7	5.1	30.9	27.2
순이익	584.9	355.0	-65.7	-44.0	-37.3	-25.0	34.0	370.6	-5.0	47.9	18.0

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 엔씨소프트의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	2,116	2,353	2,095	2,335	-1.0	-0.8	1분기 실적 발표에서 확인된 변수 대입
영업이익	852	1,066	805	1,024	-5.5	-4.0	
순이익	632	747	624	736	-1.2	-1.5	
영업이익률	40.3	45.3	38.4	43.9	-	-	
순이익률	29.8	31.8	29.8	31.5	-	-	

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,715	2,095	2,335	2,882
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,715	2,095	2,335	2,882
판매비와관리비	1,100	1,290	1,311	1,385
조정영업이익	615	805	1,024	1,497
영업이익	615	805	1,024	1,497
비영업손익	22	63	42	71
금융손익	26	30	42	59
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	637	868	1,066	1,568
계속사업법인세비용	216	244	330	486
계속사업이익	421	624	736	1,082
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	421	624	736	1,082
지배주주	418	619	730	1,074
비지배주주	3	5	6	8
총포괄이익	80	624	736	1,082
지배주주	77	599	706	1,039
비지배주주	3	25	30	43
EBITDA	643	829	1,046	1,516
FCF	326	692	786	1,166
EBITDA 마진율 (%)	37.5	39.6	44.8	52.6
영업이익률 (%)	35.9	38.4	43.9	51.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.4	29.5	31.3	37.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	1,576	2,028	2,710	3,798
현금 및 현금성자산	186	538	1,158	2,105
매출채권 및 기타채권	152	186	208	257
재고자산	1	1	1	2
기타유동자산	1,237	1,303	1,343	1,434
비유동자산	1,365	1,353	1,339	1,338
관계기업투자등	56	69	77	95
유형자산	234	211	191	174
무형자산	54	52	50	48
자산총계	2,941	3,381	4,049	5,137
유동부채	473	394	438	539
매입채무 및 기타채무	27	33	37	45
단기금융부채	155	5	5	5
기타유동부채	291	356	396	489
비유동부채	89	109	121	150
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	89	109	121	150
부채총계	562	503	559	689
지배주주지분	2,368	2,862	3,467	4,417
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	2,164	2,658	3,264	4,213
비지배주주지분	11	16	22	30
자본총계	2,379	2,878	3,489	4,447

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	353	692	786	1,166
당기순이익	421	624	736	1,082
비현금수익비용가감	233	227	298	434
유형자산감가상각비	26	23	20	18
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	205	202	276	414
영업활동으로인한자산및부채의변동	-56	44	28	64
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	45	-33	-21	-47
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	1
법인세납부	-281	-244	-330	-486
투자활동으로 인한 현금흐름	68	-53	-33	-76
유형자산처분(취득)	-26	0	0	0
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2,422	-53	-33	-76
기타투자활동	-2,324	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-424	-275	-125	-125
장단기금융부채의 증가(감소)	5	-150	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-155	-125	-125	-125
기타재무활동	-274	0	0	0
현금의 증가	-2	353	620	947
기초현금	187	186	538	1,158
기말현금	186	538	1,158	2,105

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	24.5	17.8	15.1	10.3
P/CF (x)	15.6	12.9	10.7	7.3
P/B (x)	3.7	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	14.0	11.2	8.2	5.0
EPS (원)	19,061	28,209	33,283	48,945
CFPS (원)	29,813	38,765	47,119	69,119
BPS (원)	127,548	150,079	177,683	220,949
DPS (원)	6,050	6,050	6,050	6,050
배당성향 (%)	29.6	20.0	16.9	11.5
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	-2.5	22.2	11.5	23.4
EBITDA증가율 (%)	4.6	28.9	26.2	44.9
조정영업이익증가율 (%)	5.1	30.9	27.2	46.2
EPS증가율 (%)	-5.2	48.0	18.0	47.1
매출채권 회전을 (회)	10.0	12.7	12.2	12.8
재고자산 회전을 (회)	2,260.8	1,878.5	1,800.5	1,887.4
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	13.0	19.7	19.8	23.6
ROE (%)	16.4	23.7	23.1	27.2
ROIC (%)	279.0	334.6	534.5	1,201.7
부채비율 (%)	23.6	17.5	16.0	15.5
유동비율 (%)	333.2	515.2	618.7	704.1
순차입금/자기자본 (%)	-51.1	-61.5	-69.4	-77.5
조정영업이익/금융비용 (x)	184.7	460.1	9,251.6	13,527.3

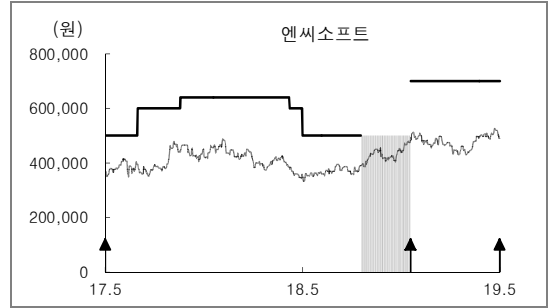
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

**엔씨소프트**

첫 모멘텀은 린M 5/29일 일본 상용화

**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



\* 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 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

**투자 의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

\* 2019년 3월 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.