

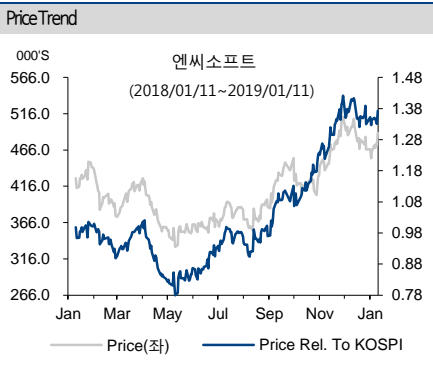
# 엔씨소프트 (036570)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	580,000 원(유지)
증가(2019/01/11)	489,500 원

Stock Indicator	
자본금	11 십억원
발행주식수	2,194만주
시가총액	10,739 십억원
외국인지분율	49.7%
52 주 주가	332,500~512,000 원
60 일평균거래량	115,951 주
60 일평균거래대금	54.2 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	21.0	26.3	14.6
상대수익률	-2.7	23.6	35.3	31.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,759	1,731	2,034	2,594
영업이익(십억원)	585	631	785	1,098
순이익(십억원)	441	561	624	873
EPS(원)	20,104	25,585	28,420	39,802
BPS(원)	124,037	164,436	207,670	262,287
PER(배)	22.3	19.1	17.2	12.3
PBR(배)	3.6	3.0	2.4	1.9
ROE(%)	19.1	17.7	15.3	16.9
배당수익률(%)	1.6	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	13.7	12.3	8.4	4.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 명품 IP의 활약

4Q18 Preview: 매출액 -22.0% YoY, 영업이익 -32.0% YoY 예상

엔씨소프트 4분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,160억원(-22.0% YoY, +3.0% QoQ), 1,287억원(-32.0% YoY, -7.4% QoQ)으로 추정한다. 매출의 절반을 차지하고 있는 '리니지 M'은 지난 9월 28일 '투사' 업데이트를 통해 콘텐츠가 추가되면서 10월 매출액이 상승하면서 4분기 국내 매출액은 전분기대비 3% 증가할 것으로 예상된다. PC 게임 또한 '리니지 2'의 15주년 기념 사전 이벤트 진행을 통한 매출 상승 등 견조한 흐름을 이어나갈 것으로 보인다. 비용단에서는 프로야구단 선수 영입에 의한 일회성 비용 60억원 수준이 발생하여 영업이익은 전분기대비 7.4% 감소할 것으로 예상된다.

### '리니지 M'의 견조함으로 신작 기대감까지 높아져

출시한지 2년이 되어가는 '리니지 M'은 출시한 이후 단 한번도 매출 순위 1위를 내어준 적이 없으며, 경쟁사의 MMORPG 신작이 출시됐을 때도 매출 잠식 없이 꾸준한 이익을 창출하면서 당사의 MMORPG 개발력과 운영 노하우라는 경쟁력은 더욱 부각되고 있다. 이에 따라 올해 5~6월 중에 출시를 예상하고 있는 신작 '리니지 2M'의 흥행에 대해 투자자들의 기대감이 지속적으로 확대되고 있는 추세이다. 당사는 '리니지 2M'의 출시 초기 일매출액을 20억원으로 가정했으며, 2019년 연간으로 '리니지 2M'이 기여하는 매출액은 4,096억원으로 추정한다. '리니지 2M'의 매출액이 온기 반영되는 3분기부터 본격적으로 실적 상승 모멘텀이 시작될 것이다. 올해 안에 '리니지 2M'을 제외하고 추가적으로 1~2개의 신작이 더 출시될 가능성이 존재하지만 당사는 '아이온 2'가 연말에 출시되어 한달 동안의 매출액만 반영시켰기 때문에 2019년 실적은 보수적인 추정치이다. PC 게임 '리니지'는 서비스 20주년을 기념한 '리니지:리마스터' 버전이 1분기 중에 정식 출시될 예정으로 이에 대한 기대감 또한 존재하지만 리마스터 버전은 매출 상승보다 게임성 개선을 통한 이용자 지표 개선에 초점을 둘 것으로 판단한다.

표9. 엔씨소프트 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	<b>1,759</b>	<b>1,731</b>	<b>2,034</b>	<b>533</b>	<b>404</b>	<b>416</b>	<b>406</b>	<b>2.5</b>
YoY (%)	78.8	-1.6	17.5	87.4	-44.5	-22.0	-23.9	1.9
QoQ (%)				-26.7	-7.5	3.0	0.5	2.5
<b>영업이익</b>	<b>585</b>	<b>631</b>	<b>785</b>	<b>189</b>	<b>139</b>	<b>129</b>	<b>134</b>	<b>-3.9</b>
YoY (%)	77.9	7.9	24.3	86.0	-57.6	-32.0	-29.2	-2.8
QoQ (%)				-42.3	-12.9	-7.4	-3.6	-3.8
이익률 (%)	33.3	36.4	38.6	35.5	34.4	30.9	33.0	-2.1
<b>당기순이익</b>	<b>444</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>121</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>11.3</b>
이익률 (%)	25.2	32.6	30.6	22.6	27.4	28.1	25.9	2.2

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

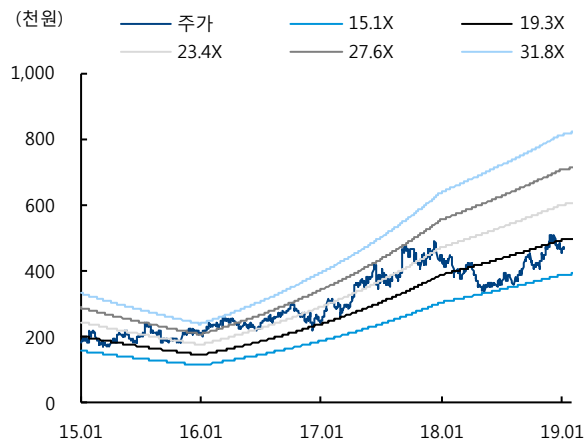
표10. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>1,759</b>	<b>1,731</b>	<b>2,034</b>	<b>240</b>	<b>259</b>	<b>727</b>	<b>533</b>	<b>475</b>	<b>436</b>	<b>404</b>	<b>416</b>
PC 게임	1,556	1,446	1,781	176	222	684	474	391	344	352	358
Lineage1	154	151	150	51	34	35	34	28	42	40	40
Lineage2	66	60	57	18	17	16	15	14	13	16	16
Aion	47	67	60	13	11	10	13	19	16	16	16
Blade & Soul	161	125	110	45	39	38	40	34	31	30	30
Guildwar2	83	83	74	14	14	20	35	24	20	21	19
Lineage Eternal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	995	916	1,284	23	94	551	327	264	210	216	225
리니지 M	916	877	840	n/a	70	534	313	252	203	207	215
리지니 2M	n/a	n/a	410	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
아이온 2	n/a	n/a	45	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	39	35	n/a	24	17	14	12	7	9	10
기타	50	45	46	11	15	13	11	8	13	12	12
로열티매출	203	286	253	64	36	44	60	84	92	52	57
<b>영업이익</b>	<b>585</b>	<b>631</b>	<b>785</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>328</b>	<b>189</b>	<b>204</b>	<b>160</b>	<b>139</b>	<b>129</b>
<b>세전이익</b>	<b>609</b>	<b>781</b>	<b>823</b>	<b>24</b>	<b>44</b>	<b>366</b>	<b>176</b>	<b>247</b>	<b>219</b>	<b>158</b>	<b>156</b>
<b>당기순이익</b>	<b>444</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>275</b>	<b>121</b>	<b>170</b>	<b>167</b>	<b>111</b>	<b>117</b>
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	<b>78.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>17.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>7.5</b>	<b>234.3</b>	<b>87.4</b>	<b>98.4</b>	<b>68.8</b>	<b>-44.5</b>	<b>-22.0</b>
PC 게임	80.6	-7.1	23.2	-16.8	4.2	253.6	94.9	122.2	54.6	-48.5	-24.3
Lineage1	-58.9	-2.5	-0.6	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-45.1	24.5	13.9	18.1
Lineage2	-14.7	-9.4	-5.2	7.7	-12.5	-24.1	-26.0	-22.6	-19.9	0.0	8.8
Aion	-34.5	41.8	-9.7	-33.9	-38.5	-36.8	-29.2	41.1	44.3	61.1	25.1
Blade & Soul	-11.6	-22.4	-11.8	-17.5	-20.2	-5.0	0.3	-23.9	-21.4	-20.9	-23.1
Guildwar2	8.1	0.6	-10.6	-53.4	-14.7	31.5	134.7	66.2	46.5	4.0	-46.0
Lineage Eternal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	n/a	-8.0	40.3	n/a	n/a	n/a	n/a	1,028.1	124.0	-60.7	-31.1
리니지 M	n/a	-4.3	-4.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	189.9	-61.2	-31.2
리지니 2M	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
아이온 2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	-9.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-70.6	-45.6	-30.3
기타	-35.6	-9.4	1.7	11.2	-15.9	-24.4	-66.5	-23.8	-15.6	-6.5	9.7
로열티매출	66.1	40.9	-11.3	116.4	33.9	80.2	43.2	32.5	155.8	18.3	-3.4
<b>영업이익</b>	<b>77.9</b>	<b>7.9</b>	<b>24.3</b>	<b>-59.8</b>	<b>-56.4</b>	<b>403.4</b>	<b>86.0</b>	<b>569.7</b>	<b>324.6</b>	<b>-57.6</b>	<b>-32.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>76.1</b>	<b>28.1</b>	<b>5.4</b>	<b>-70.3</b>	<b>-55.3</b>	<b>476.7</b>	<b>69.2</b>	<b>926.7</b>	<b>404.0</b>	<b>-56.7</b>	<b>-11.5</b>
<b>당기순이익</b>	<b>63.6</b>	<b>27.2</b>	<b>10.4</b>	<b>-73.7</b>	<b>-65.9</b>	<b>474.3</b>	<b>80.6</b>	<b>877.0</b>	<b>442.3</b>	<b>-59.8</b>	<b>-3.0</b>
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	<b>33.3</b>	<b>36.4</b>	<b>38.6</b>	<b>12.7</b>	<b>14.5</b>	<b>45.1</b>	<b>35.5</b>	<b>42.9</b>	<b>36.5</b>	<b>34.4</b>	<b>30.9</b>
<b>세전이익률</b>	<b>34.7</b>	<b>45.1</b>	<b>40.4</b>	<b>10.1</b>	<b>16.8</b>	<b>50.3</b>	<b>33.1</b>	<b>52.0</b>	<b>50.3</b>	<b>39.2</b>	<b>37.5</b>
<b>당기순이익률</b>	<b>25.2</b>	<b>32.6</b>	<b>30.6</b>	<b>7.3</b>	<b>11.9</b>	<b>37.8</b>	<b>22.6</b>	<b>35.8</b>	<b>38.3</b>	<b>27.4</b>	<b>28.1</b>

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

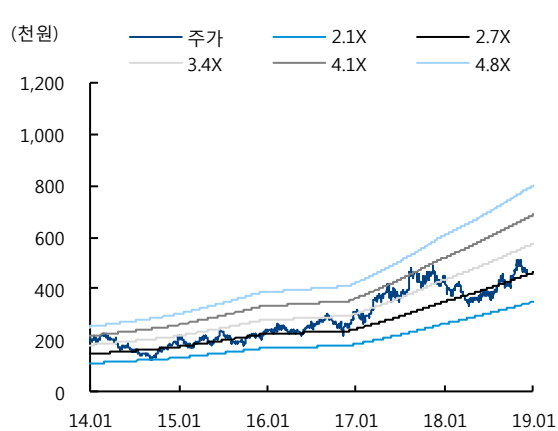
주: 연결기준

그림29. 엔씨소프트 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림30. 엔씨소프트 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,773	2,938	4,348	6,372
현금 및 현금성자산	187	528	557	334
단기금융자산	1,357	2,194	3,546	5,732
매출채권	203	200	235	300
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	1,754	1,682	1,614	1,551
유형자산	229	202	178	158
무형자산	52	49	47	44
자산총계	3,527	4,620	5,962	7,923
유동부채	456	659	1,053	1,816
매입채무	2	2	2	3
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	342	342	342	342
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	797	1,001	1,395	2,157
지배주주지분	2,721	3,608	4,556	5,754
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,317	2,791	3,514
기타자본항목	-154	-154	-154	-154
비지배주주지분	8	11	11	11
자본총계	2,729	3,619	4,568	5,766

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,759	1,731	2,034	2,594
증가율(%)	78.8	-1.6	17.5	27.5
매출원가	212	208	245	312
매출총이익	1,547	1,523	1,790	2,282
판매비와관리비	962	892	1,005	1,184
연구개발비	189	187	219	279
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	585	631	785	1,098
증가율(%)	77.9	7.9	24.3	40.0
영업이익률(%)	33.3	36.4	38.6	42.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	15	125	-3	-12
세전계속사업이익	610	781	823	1,152
법인세비용	166	216	199	279
세전계속이익률(%)	34.7	45.1	40.4	44.4
당기순이익	444	565	624	873
순이익률(%)	25.2	32.6	30.6	33.7
지배주주귀속 순이익	441	561	624	873
기타포괄이익	475	475	475	475
총포괄이익	919	1,040	1,098	1,348
지배주주귀속총포괄이익	910	1,029	1,087	1,335

현금흐름표

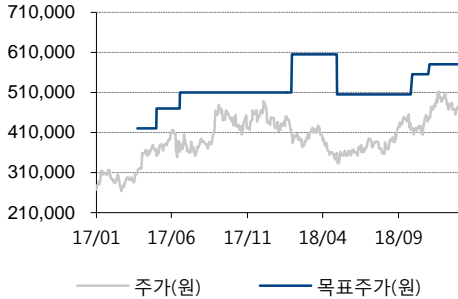
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	595	775	974	1,556
당기순이익	444	565	624	873
유형자산감가상각비	27	27	24	20
무형자산상각비	3	3	3	2
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-460	2	-513	-1,347
유형자산의 처분(취득)	-29	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-518	-837	-1,352	-2,186
재무활동 현금흐름	-80	-153	-149	-149
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-81	-155	-150	-150
현금및현금성자산의증감	42	341	28	-223
기초현금및현금성자산	145	187	528	557
기말현금및현금성자산	187	528	557	334

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	20,104	25,585	28,420	39,802
BPS	124,037	164,436	207,670	262,287
CFPS	21,472	26,981	29,617	40,829
DPS	7,280	7,280	7,280	7,280
Valuation(배)				
PER	22.3	19.1	17.2	12.3
PBR	3.6	3.0	2.4	1.9
PCR	20.8	18.1	16.5	12.0
EV/EBITDA	13.7	12.3	8.4	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.1	17.7	15.3	16.9
EBITDA 이익률	35.0	38.2	39.9	43.2
부채비율	29.2	27.7	30.5	37.4
순부채비율	-51.1	-71.1	-86.5	-102.6
매출채권회전율(x)	9.5	8.6	9.3	9.7
재고자산회전율(x)	2,983.9	3,400.1	3,702.7	3,840.9

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

**엔씨소프트**  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000	6개월	-16.6%	-9.9%
2017-05-12	Buy	470,000	6개월	-18.3%	-11.5%
2017-06-28	Buy	510,000	6개월	-17.7%	-4.3%
2017-07-17	Buy	510,000	1년	-16.5%	-4.3%
2018-02-08	Buy	605,000	1년	-35.4%	-29.4%
2018-05-10	Buy	505,000	1년	-24.4%	-9.9%
2018-10-08	Buy	555,000	1년	-23.3%	-18.5%
2018-11-12	Buy	580,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정 )

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	90.9%	9.1%	-