



### BUY(Maintain)

목표주가: 600,000원  
주가(1/21): 498,000원  
시가총액: 109,256억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (1/21)	2,124.61pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	512,000원	332,500원
등락률	-2.73%	49.77%
수익률	절대	상대
1W	3.8%	0.7%
1M	33.7%	44.0%
1Y	16.9%	38.7%

#### Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	119천주
외국인 지분율	49.62%
배당수익률(18E)	1.56%
BPS(18E)	136,945원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.7%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	984	1,759	1,714	1,903
보고영업이익	329	585	623	684
핵심영업이익	329	585	623	684
EBITDA	361	615	650	711
세전이익	346	610	659	714
순이익	271	444	447	521
지배주주지분순이익	272	441	437	510
EPS(원)	12,416	20,104	19,940	23,238
증감률(%YoY)	64.6	61.9	-0.8	16.5
PER(배)	19.9	22.3	23.4	20.1
PBR(배)	2.9	3.6	3.4	3.0
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	13.8	12.2
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	36.4	35.9
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	36.4	35.9
ROE(%)	14.7	19.2	15.6	16.3
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-49.3	-52.2

#### Price Trend



## 엔씨소프트 (036570)

### 안정성을 바탕으로 점진적 성장 기대



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 3,985억원(QoQ, -1.3%), 영업이익 1,209억원(QoQ, -13.1%)를 기록하면서 시장 기대치에 부합할 것으로 전망됩니다. 경쟁작의 등장에도 리니지M의 매출이 안정적으로 유지된 가운데 야구단 등의 일부 비용부분에서의 확대가 이익을 소폭 감소하게 한 것으로 추정됩니다. 올해는 리마스터 출시 및 리니지2M 등의 신작 효과가 더해질 예정이기 때문에 기대치가 점차 확대될 것으로 판단됩니다.

#### >>> 12월 업데이트 효과로 리니지M 굳건, 비용은 일부 증가

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 3,985억원(QoQ, -1.3%), 영업이익 1,209억원(QoQ, -13.1%)으로 전망된다. 리니지M의 12월 업데이트 및 연말 성수기/패키지 효과로 안정적 성과를 거둔 것으로 판단된다. 경쟁작의 출시가 있었으나 큰 변동이 없는 모습을 보였기 때문에 안정성은 상당기간 걱정할 필요가 없을 것으로 보인다. 비용부분에서는 야구단 FA영입에 따른 일시적 비용 70억원 수준이 반영될 것으로 추정된다.

#### >>> 리니지: 리마스터 출시효과 1Q말에 나타날 것

작년에 1차 테스트를 진행했던 리마스터는 1/29~2/20일에 2차 테스트를 진행한다. 1차 테스트의 피드백을 반영하기 위한 것으로 그래픽 미세 조정 및 자동사냥의 개선 등이 주요 목적이다. 이에 따라 리마스터 출시는 3월에 진행될 것으로 예상되며 이에 따라 1Q에도 리니지의 매출은 긍정적 흐름을 나타낼 것으로 전망된다. 통상적으로 리니지는 1Q에 이벤트가 부재한 경우가 많아 매출이 감소하는 특성을 나타냈지만 리마스터 출시가 1Q에 이루어진다면 반대로 매출이 증가할 것으로 전망된다.

#### >>> 2Q부터 신작 이어질 것으로 전망

작년 하반기에 밝혀진 2019년 신작은 총 5개이다. 리니지2M을 비롯하여 아이온2, 불소3종의 모바일게임이 출시될 계획이다. 이 중 리니지2M의 출시가 상반기로 정해져 있기 때문에 2Q에 이루어질 것으로 전망되며 하반기에는 남은 4개의 게임 중 1~2개의 게임이 선보일 가능성이 크다. 이에 따라 2Q 리니지2M의 신작 출시 이후에는 반기에 1개~2개의 게임들이 이어질 가능성이 높아 상저하고의 실적 흐름이 전망된다.

#### >>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 600,000원 상향

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 600,000원으로 상향한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 25.7배를 적용하였다. 예전에 비해 신작들에 대한 기대치가 낮아진 현 시장 상황에서는 실적 안정성과 더불어 신작/해외 모멘텀을 보유한 동사가 가장 매력적이다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	475	436	404	398	385	443	471	604	1,759	1,714	1,903
게임 매출액	391	344	352	344	318	379	408	538	1,556	1,431	1,644
리니지	28	42	40	41	42	49	47	47	154	152	184
리니지 2	14	13	16	16	15	14	16	16	66	59	60
아이온	19	16	16	17	19	16	16	17	47	68	67
블레이드앤소울	34	31	30	31	28	26	25	26	161	126	105
길드워 2(확장팩)	24	20	21	20	20	19	20	22	83	85	81
기타(모바일,신작)	272	222	229	218	194	256	284	412	1,045	942	1,147
로열티 매출액	84	92	52	55	67	64	63	66	203	283	259
영업비용	271	277	265	278	270	309	300	339	1,174	1,091	1,219
인건비	125	147	129	131	136	159	140	142	562	532	577
매출변동비	87	71	73	73	76	87	93	119	342	303	375
마케팅비	11	15	17	17	17	20	21	27	83	59	85
감가상각비	7	7	8	5	6	6	7	5	26	24	22
기타	42	38	39	52	36	37	39	46	161	173	159
영업이익	204	160	139	121	114	134	171	264	585	623	684
영업이익률	43%	37%	34%	30%	30%	30%	36%	44%	33%	36%	36%
YOY											
매출액	98%	68.8%	-44%	-25%	-19%	1.6%	17%	51%	78.8%	-2.5%	11.0%
영업비용	30%	25.3%	-34%	-19%	0%	11.7%	13%	22%	79.5%	-7.1%	11.8%
영업이익	570%	324.6%	-58%	-36%	-44%	-16.1%	23%	119%	77.4%	6.5%	9.8%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리마스터 업데이트	PC	MMORPG	2 차 테스트 1/29~2/20
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2Q
아이온 2	Mobile	MMORPG	하반기
블소 2	Mobile	MMORPG	하반기
블소 M	Mobile	MMORPG	하반기
블소 S	Mobile	MMORPG	하반기

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,714	1,903	2,265
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,714	1,903	2,265
판매비및일반관리비	467	962	1,091	1,219	1,239
영업이익(보고)	329	585	623	684	1,025
영업이익(핵심)	329	585	623	684	1,025
영업외손익	17	25	35	30	65
이자수익	22	19	27	28	21
배당금수익	1	2	3	3	2
외환이익	16	9	0	0	0
이자비용	3	3	3	3	3
외환손실	9	26	0	0	0
관계기업지분법손익	7	-3	4	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	-5	0	0	0
기타	-7	34	4	2	44
법인세차감전이익	346	610	659	714	1,090
법인세비용	75	166	211	193	283
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	32.1%	27.0%	26.0%
당기순이익	271	444	447	521	807
지배주주지분순이익(억원)	272	441	437	510	801
EBITDA	361	615	650	711	1,052
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	474	548	834
수정당기순이익	278	449	447	521	807
증감율(% , YoY)					
매출액	17.3	78.8	-2.5	11.0	19.0
영업이익(보고)	38.4	77.9	6.5	9.8	49.9
영업이익(핵심)	38.4	77.9	6.5	9.8	49.9
EBITDA	32.6	70.3	5.7	9.4	48.0
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	-0.8	16.5	57.1
EPS	64.6	61.9	-0.8	16.5	57.1
수정순이익	66.4	61.3	-0.3	16.5	54.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	377	530	849
당기순이익	271	444	447	521	807
감가상각비	27	27	24	25	25
무형자산상각비	6	3	3	2	2
외환손익	-7	6	0	0	0
자산처분손익	10	7	0	0	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-154	11	-91	-15	19
기타	-41	97	-2	-3	-3
투자활동현금흐름	-139	-460	148	-221	-337
투자자산의 처분	-118	-433	177	-192	-307
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
유형자산의 취득	-17	-29	-29	-29	-29
무형자산의 처분	-2	-4	0	0	0
기타	-3	6	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-74	-80	-185	-152	-121
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	150	0	0	0	0
자본의 증가	6	0	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-150	-150
기타	-169	1	-31	-2	29
현금및현금성자산의순증가	-103	42	339	157	391
기초현금및현금성자산	248	145	187	526	683
기말현금및현금성자산	145	187	526	683	1,075
Gross Cash Flow	266	584	468	545	830
Op Free Cash Flow	117	434	379	502	776

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	1,893	2,213	2,895
현금및현금성자산	145	187	526	683	1,075
유동금융자산	839	1,357	1,114	1,237	1,472
매출채권및유동채권	207	228	252	293	348
채고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,828	1,905	1,989
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	25	27	33
투자자산	867	1,444	1,516	1,588	1,664
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,720	4,119	4,884
유동부채	284	456	388	416	495
매입채무및기타유동채무	244	313	276	302	359
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	111	114	136
비유동부채	181	342	311	309	339
장기매입채무및비유동채무	7	5	4	5	6
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	157	155	184
부채총계	465	797	699	725	835
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,189	2,550	3,202
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,004	3,365	4,018
비지배주주지분자본총계	10	8	17	28	32
자본총계	1,896	2,729	3,022	3,393	4,050
순차입금	-835	-1,394	-1,491	-1,770	-2,397
총차입금	150	150	150	150	150

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	12,416	20,104	19,940	23,238	36,511
BPS	85,985	124,037	136,945	153,390	183,124
주당EBITDA	16,470	28,039	29,628	32,406	47,970
CFPS	13,853	21,612	21,606	24,986	38,002
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	23.4	20.1	12.8
PBR	2.9	3.6	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	12.7	13.8	13.8	12.2	7.5
PCFR	17.9	20.7	21.6	18.7	12.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	36.4	35.9	45.3
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	36.4	35.9	45.3
EBITDA margin	36.7	35.0	37.9	37.4	46.5
순이익률	27.6	25.2	26.1	27.4	35.6
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	15.6	16.3	21.7
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	513.7	353.0	518.6
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	23.1	21.4	20.6
순차입금비율	-44.0	-51.1	-49.3	-52.2	-59.2
이자보상배율(배)	110.4	179.6	183.4	201.3	314.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.1	7.0	7.1
채고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,425.3	4,003.0	5,014.5
매입채무회전율	4.1	6.3	5.8	6.6	6.8

Compliance Notice

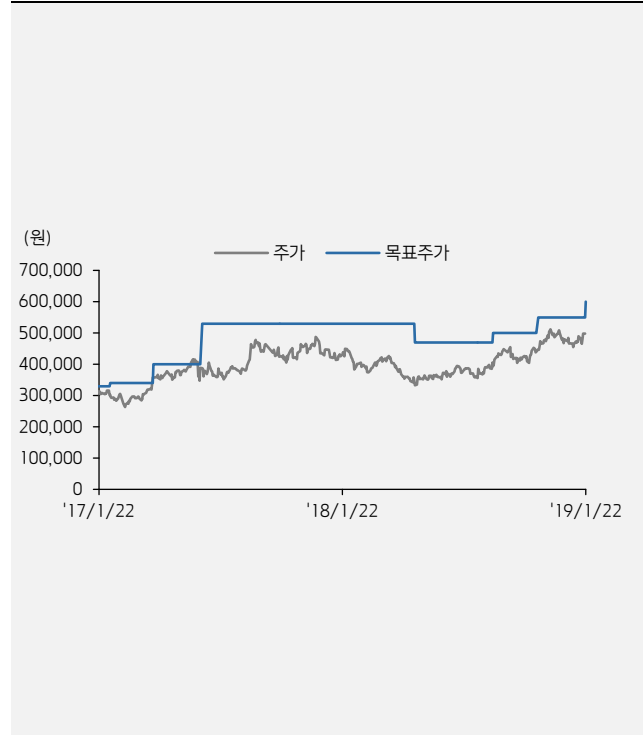
- 당사는 1월 21일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트	2017/02/08	Outperform (Downgrade)	340,000	6개월	-12.98	5.44
(036570)	2017/04/14	Outperform (Maintain)	400,000	6개월	-9.47	-5.38
	2017/05/15	Outperform (Maintain)	400,000	6개월	-6.04	4.00
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000	6개월	-27.75	-23.58
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-29.65	-23.58
	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-28.55	-21.70
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-22.55	-9.72
	2017/11/10	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-22.49	-9.72
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.61	-7.92
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-17.99	-15.19
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.99	-15.19
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-23.13	-15.19
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-25.02	-15.19
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-25.98	-23.19
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-23.14	-17.55
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.89	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.37	-9.00
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-12.49	-6.91
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%