



### BUY(Maintain)

목표주가: 630,000원  
주가(5/10): 502,000원  
시가총액: 110,134억원

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

#### Stock Data

KOSPI (5/10)	2,108.04pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	526,000원	332,500원
등락률	-4.6%	51.0%
수익률	절대	상대
1W	0.9%	6.5%
1M	14.0%	12.8%
1Y	44.7%	69.1%

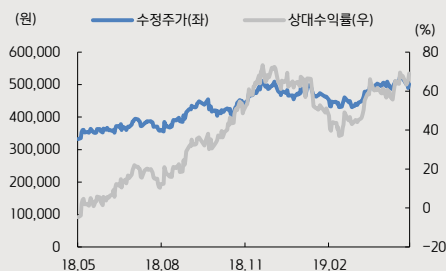
#### Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	50.0%
배당수익률(19E)	1.2%
BPS(19E)	124,131원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.9%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,755.0	2,107.9
영업이익	585.0	614.9	543.3	722.0
EBITDA	615.0	642.8	571.6	746.6
세전이익	610.2	637.3	602.3	798.2
순이익	444.0	421.5	451.7	598.7
지배주주지분순이익	441.0	418.2	448.2	594.0
EPS(원)	20,104	19,061	20,429	27,075
증감률(% YoY)	61.9	-5.2	7.2	32.5
PER(배)	22.3	24.5	24.6	18.5
PBR(배)	3.61	4.32	4.09	3.49
EV/EBITDA(배)	13.7	15.5	18.0	13.4
영업이익률(%)	33.3	35.9	31.0	34.3
ROE(%)	19.1	16.4	17.7	20.3
순차입금비율(%)	-51.1	-11.2	-27.7	-32.3

#### Price Trend



### 실적리뷰

## 엔씨소프트 (036570)

### 일시적인 1Q부진, 2Q 반등은 확실



엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 3,588억원(QoQ, -10.2%), 영업이익 795억원(QoQ, -29.4%)를 기록하면서 시장 기대치를 크게 하회하였습니다. 리니지M의 매출은 견조한 가운데 프로모션의 부재로 리니지1의 매출이 대폭 감소하였기 때문입니다. 하지만, 2Q는 리니지1 리마스터 업데이트와 리니지M의 업데이트로 실적이 회복할 것으로 예상되기 때문에 1Q실적의 부진보다는 일본 등 신규 성과에 관심을 기울일 필요가 있습니다.

#### >>> 1Q Review: 일시적 리니지1의 부진, 2Q반등 기대

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 3,588억원(QoQ, -10.2%), 영업이익 795억원(QoQ, -29.4%)를 기록하면서 시장 기대치를 크게 하회하는 실적을 거두었다. 리니지M은 일평균 22억원 수준을 달성하였지만 리니지1을 비롯한 PC게임들은 성과부진으로 매출감소를 나타내었다. 특히 리니지1이 프로모션 부재로 매출이 급감하였다. 비용에서는 퇴직급여 및 전사 인센티브 지급으로 전분 기대비 증가하였고 마케팅비용은 아이온:레기온스 해외 출시로 일부 증가하였다.

2Q에는 리니지M의 업데이트가 예정되어 있고 리니지:리마스터의 업데이트 및 리니지M의 일본출시가 예정되어 있어 실적 반등이 예상된다. 특히 실적발표에서 리니지:리마스터의 성과가 리니지M출시 이후 가장 클 것으로 예상된다. 언급이 있어 충분한 성과가 기대된다. 당사에서는 일본에서의 성과에 대해서 보수적으로 2억원 수준으로 추정하였으며 성과가 예상보다 크게 나타날 경우 추가적인 실적 상향여지가 존재한다.

#### >>> 하반기까지 신작에 대한 기대감 확대 전망

이번 실적발표에서 가장 중요했던 것은 리니지2M을 비롯한 신작일정이었다. 아직 일정조율 과정에 있어 정확한 일정이 공개되진 않았으나 리니지2M의 출시 일정에 대해 하반기 출시 가능성이 높다는 것을 암시하였다. 또한 블소S의 경우 가을에 출시될 가능성이 있어 하반기까지 신작에 대한 기대감이 확대될 것으로 전망된다.

리니지M의 매출이 업데이트 등으로 안정된 상황에서 리니지:리마스터 성과까지 안정화를 보인다면 올해 하반기에서 내년으로 이어지는 신작 4~5종이 실적 확대를 이끌 것으로 기대된다.

#### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 630,000원 상향

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 630,000원으로 상향한다. 목표주가는 하반기 리니지2M, 블소S, 내년 신작 등에 대한 기대감을 고려하여 2019년과 2020년 평균EPS에 Target PER 26.5배를 적용하여 산출하였다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	475	436	404	400	359	429	432	535	1,759	1,715	1,755
게임 매출액	391	344	352	346	301	373	378	480	1,556	1,434	1,532
리니지	28	42	40	39	21	56	52	57	154	150	184
리니지 2	14	13	16	21	22	19	19	18	66	64	78
아이온	19	16	16	13	12	16	15	16	47	63	60
블레이드앤소울	34	31	30	25	23	30	27	28	161	120	109
길드워 2(확장팩)	24	20	21	16	16	19	20	21	83	80	76
기타(모바일,신작)	272	222	229	233	207	233	245	340	1,045	957	1,026
로열티 매출액	84	92	52	53	57	56	54	55	203	282	223
영업비용	271	277	265	287	279	291	299	342	1,174	1,100	1,212
인건비	125	147	129	136	143	140	141	151	562	536	575
매출변동비	87	71	73	77	65	83	83	107	342	307	339
마케팅비	11	15	17	16	19	21	26	19	83	58	85
감가상각비	7	7	8	7	12	12	13	12	28	49	51
기타	42	38	39	52	40	36	36	52	159	149	162
영업이익	204	160	139	113	80	138	133	193	585	615	543
영업이익률	43%	37%	34%	28%	22%	32%	31%	36%	33%	36%	31%
YOY											
매출액	98%	68.8%	-44%	-25%	-24%	-1.7%	7%	34%	78.8%	-2.5%	2.3%
영업비용	30%	25.3%	-34%	-17%	3%	5.1%	13%	19%	79.5%	-6.3%	10.1%
영업이익	570%	324.6%	-58%	-41%	-61%	-13.5%	-5%	72%	77.4%	5.1%	-11.6%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 M 일본	Mobile	MMORPG	2019년 5 월말
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2019년 하반기
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 M	Mobile	MMORPG	미정
블소 S	Mobile	MMORPG	2019년 가을

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

1Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	1Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	1Q 실적	전분기대비	1Q 추정치	추정치대비	1Q 추정치	컨센서스대비
매출액	359	-10.2	397	-9.6	389	-7.7
영업이익	80	-29.4	126	-36.5	117	-31.6
당기순이익	75	10.4	87	-13.8	89	-15.7

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,755.0	2,107.9	2,256.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,755.0	2,107.9	2,256.8
판매비	1,173.7	1,100.2	1,211.7	1,385.9	1,482.4
영업이익	585.0	614.9	543.3	722.0	774.4
EBITDA	615.0	642.8	571.6	746.6	795.8
영업외손익	25.2	22.4	59.0	76.2	117.4
이자수익	19.0	29.3	62.9	82.1	122.3
이자비용	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
외환관련이익	8.6	28.0	28.0	28.0	28.0
외환관련손실	26.0	12.0	12.0	12.0	12.0
중속 및 관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	28.5	-17.2	-14.2	-16.2	-15.2
법인세차감전이익	610.2	637.3	602.3	798.2	891.8
법인세비용	166.2	215.9	150.6	199.6	223.0
계속사업순이익	444.0	421.5	451.7	598.7	668.9
당기순이익	444.0	421.5	451.7	598.7	668.9
지배주주순이익	441.0	418.2	448.2	594.0	663.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	78.8	-2.5	2.3	20.1	7.1
영업이익 증감율	77.9	5.1	-11.6	32.9	7.3
EBITDA 증감율	70.3	4.5	-11.1	30.6	6.6
지배주주순이익 증감율	62.0	-5.2	7.2	32.5	11.7
EPS 증감율	61.9	-5.2	7.2	32.5	11.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	33.3	35.9	31.0	34.3	34.3
EBITDA Margin(%)	35.0	37.5	32.6	35.4	35.3
지배주주순이익률(%)	25.1	24.4	25.5	28.2	29.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,092.6	2,436.2	3,061.0
현금 및 현금성자산	187.3	185.6	663.6	935.3	1,508.6
단기금융자산	1,357.0	236.5	241.3	246.1	251.0
매출채권 및 기타채권	203.5	179.0	183.1	219.9	235.5
재고자산	0.5	1.0	1.0	1.2	1.3
기타유동자산	1,381.4	1,210.8	1,244.9	1,279.8	1,315.6
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,166.5	1,288.3	1,199.3
투자자산	1,337.0	951.5	781.3	927.7	860.1
유형자산	229.1	233.9	208.2	186.0	166.7
무형자산	52.4	54.4	51.8	49.4	47.3
기타비유동자산	135.3	125.1	125.2	125.2	125.2
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,259.1	3,724.5	4,260.3
유동부채	455.8	473.1	464.9	457.4	450.1
매입채무 및 기타채무	219.7	166.3	158.1	150.6	143.3
단기금융부채	0.0	155.1	155.1	155.1	155.1
기타유동부채	236.1	151.7	151.7	151.7	151.7
비유동부채	341.5	89.2	89.2	89.2	89.2
장기금융부채	149.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	191.7	89.2	89.2	89.2	89.2
부채총계	797.3	562.3	554.1	546.6	539.3
지배지분	2,721.2	2,367.7	2,690.2	3,158.4	3,696.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타자본	-153.6	-428.2	-428.2	-428.2	-428.2
기타포괄손익누계액	525.3	188.5	187.3	186.2	185.0
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,487.4	2,956.8	3,495.9
비지배지분	8.0	11.3	14.8	19.4	24.6
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,705.0	3,177.9	3,721.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	415.7	526.0	613.7
당기순이익	444.0	421.5	451.7	598.7	668.9
비현금항목의 가감	185.3	232.6	84.5	110.6	90.6
유형자산감가상각비	26.9	25.5	25.7	22.2	19.3
무형자산감가상각비	3.1	2.4	2.6	2.3	2.1
지분법평가손익	-8.7	-13.5	0.0	0.0	0.0
기타	164.0	218.2	56.2	86.1	69.2
영업활동자산부채증감	10.8	-55.5	-41.6	-74.6	-53.9
매출채권및기타채권의감소	-41.6	45.3	-4.2	-36.8	-15.5
재고자산의감소	0.1	-0.5	0.0	-0.2	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-4.1	-0.6	-8.2	-7.5	-7.3
기타	56.4	-99.7	-29.2	-30.1	-31.0
기타현금흐름	-44.9	-245.8	-78.9	-108.7	-91.9
투자활동 현금흐름	-459.6	68.3	165.4	-151.2	62.7
유형자산의 취득	-28.8	-26.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.7	-4.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	170.1	-146.4	67.6
단기금융자산의감소(증가)	-517.5	1,120.5	-4.7	-4.8	-4.9
기타	797.8	-1,408.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	-124.6	-124.6	-124.6
차입금의 증가(감소)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-274.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-81.1	-154.7	-124.6	-124.6	-124.6
기타	1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-13.4	1.5	21.5	21.5	21.5
현금 및 현금성자산의 순증가	42.4	-1.7	478.0	271.7	573.3
기초현금 및 현금성자산	144.8	187.3	185.6	663.6	935.3
기말현금 및 현금성자산	187.3	185.6	663.6	935.3	1,508.6

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	20,429	27,075	30,250
BPS	124,037	107,923	122,621	143,965	168,483
CFPS	28,692	29,813	24,441	32,327	34,616
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
주가배수(배)					
PER	22.3	24.5	24.6	18.5	16.6
PER(최고)	24.6	27.1	26.1		
PER(최저)	12.0	17.3	20.8		
PBR	3.61	4.32	4.09	3.49	2.98
PBR(최고)	3.99	4.79	4.35		
PBR(최저)	1.94	3.06	3.46		
PSR	5.58	5.97	6.28	5.22	4.88
PCFR	15.6	15.6	20.5	15.5	14.5
EV/EBITDA	13.7	15.5	18.0	13.4	11.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	34.8	29.6	27.6	20.8	18.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
ROA	15.1	13.0	14.6	17.1	16.8
ROE	19.1	16.4	17.7	20.3	19.4
ROIC	380.1	47.6	35.2	45.6	47.2
매출채권회전율	9.5	9.0	9.7	10.5	9.9
재고자산회전율	2,983.9	2,260.8	1,727.8	1,864.2	1,766.4
부채비율	29.2	23.6	20.5	17.2	14.5
순차입금비율	-51.1	-11.2	-27.7	-32.3	-43.1
이자보상배율	179.6	184.7	163.1	216.8	232.5
총차입금	149.8	155.1	155.1	155.1	155.1
순차입금	-1,394.4	-267.1	-749.8	-1,026.3	-1,604.5
NOPLAT	615.0	642.8	571.6	746.6	795.8
FCF	604.7	237.9	394.1	491.5	548.3

Compliance Notice

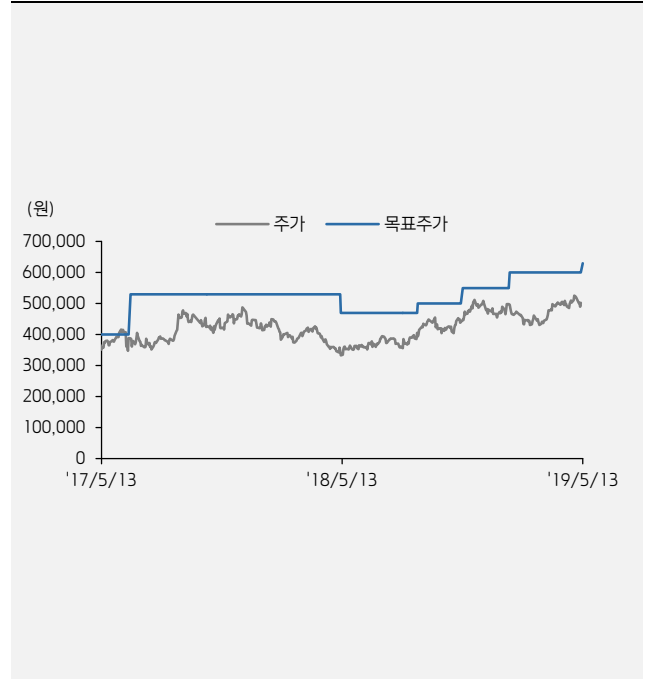
- 당사는 5월 10일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-21.85	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.30	-9.00
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-12.49	-6.91
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-21.95	-17.33
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-23.83	-17.33
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-20.89	-12.33
2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000	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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%