



## BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(1/18): 432,000원

시가총액: 94,777억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/18)	2,515.81pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	488,000원	263,500원
등락률	-11.48%	63.95%
수익률	절대	상대
1W	-8.6%	-9.8%
1M	20.3%	16.0%
1Y	50.8%	24.1%

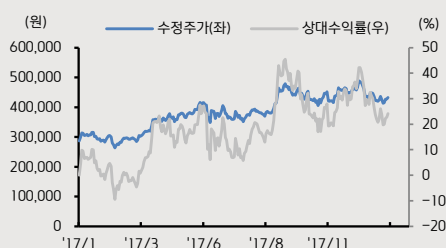
## Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	230천주
외국인 지분율	45.07%
배당수익률(17E)	0.89%
BPS(17E)	103,791원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 12.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,755	2,184
보고영업이익	237	329	596	903
핵심영업이익	237	329	596	903
EBITDA	272	361	625	932
세전이익	240	346	638	924
순이익	166	271	473	675
지배주주지분순이익	165	272	472	673
EPS(원)	7,542	12,416	21,529	30,698
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	73.4	42.6
PER(배)	28.2	19.9	20.8	14.6
PBR(배)	2.6	2.9	4.3	3.4
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	13.9	8.8
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	34.0	41.4
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	34.0	41.4
ROE(%)	10.5	14.7	22.6	26.1
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-50.3	-58.3

## Price Trend



## 실적프리뷰

## 엔씨소프트 (036570)

## 2018년은 해외성과가 가장 중요



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,297억원(QoQ, -27.2%), 영업이익 2,004억원(QoQ, -38.9%)을 기록할 것으로 전망됩니다. 리니지M의 매출이 하향안정화 되고 있는 추세에서 2018년 출시되는 신작들이 성장성을 더해 줄 것으로 기대하고 있습니다. 4Q실적은 3Q대비 감소하겠지만 향후 주요 업데이트와 대만/홍콩 출시, 내년 3개의 MMORPG라인업을 통해 내년에는 한층 더 레벨업된 실적을 기록할 것으로 기대됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q실적 기대치, 소폭 감소

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,297억원(QoQ, -27.2%), 영업이익 2,004억원(QoQ, -38.9%)을 기록할 것으로 전망된다. 리니지M의 매출이 하향 안정화되고 있는 추세에서 4Q에 약 35억원 내외의 평균 매출을 유지한 것으로 추정된다. PC게임은 3Q와 유사한 수준에서 유지되고 있는 가운데 리니지M을 제외한 모바일게임들은 매출이 계속 감소한 것으로 판단된다. 다만 관련 매출은 12월에 일부 반영됨에 따라 로열티 매출이 증가할 것으로 전망된다. 비용적인 측면에서는 인센티브 지급이 3Q에 이어 4Q에도 있을 것으로 예상됨에 따라 인건비가 예년에 비해 높은 수준을 유지할 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 리니지M의 안정화 속에 기대되는 2018년 라인업 성과

리니지M이 안정화되는 가운데 2018년에 출시되는 신작들의 성과가 향후의 방향성을 결정할 것이다. 특히 올해 출시될 것으로 예상되는 IP게임들은 해외 출시까지 염두에 두고 있기 때문에 국내에서 성공할 경우 지속적인 모멘텀이 발생할 것으로 판단된다.

중요 포인트는 출시와 관련된 일정이다. 지난 미디어데이에서 밝혔던 3종의 게임들의 일정이다. 4Q실적발표에서 어느 정도 윤곽이 드러날 것으로 기대되는 가운데 일정이 근시일 내 정해질 경우 신작에 대한 기대감이 확대될 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 해외 성과가 올해 가장 중요한 요소

리니지M를 포함한 2~3개의 게임들을 통해 엔씨표 모바일게임이 국내에서 성과를 낼 수 있다는 점을 증명했다면 올해는 해외에 대한 가능성을 입증할 필요가 있다. 리니지M의 대만은 IP의 영향력이 컸다고 한다면 불소를 제외한 아이온과 리니지2는 해외 IP영향력이 상대적으로 떨어지는 것으로 평가 받는다. 결국 엔씨표 모바일의 개발능력이 해외 M/S를 올릴 만큼 뛰어날지 입증하는 것이 올해의 숙제이다. 해외와 관련하여 성공 가능성이 높아진다면 밸류에이션 매력에 더욱 부각될 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	241	241	218	285	240	259	727	530	984	1,755	2,184
게임 매출액	211	214	193	243	176	222	684	461	861	1,544	1,951
리니지	79	94	84	118	51	34	35	35	375	156	167
리니지 2	17	19	21	20	18	17	16	16	77	67	61
아이온	20	18	16	18	13	11	10	10	72	45	47
블레이드앤소울	54	49	40	39	45	39	38	38	182	160	144
길드워 2(확장팩)	31	16	15	15	14	14	20	20	77	68	67
기타(모바일, 신작)	11	18	18	32	34	109	564	341	78	1,048	1,465
로열티 매출액	29	27	24	42	64	36	44	68	122	212	233
영업비용	165	154	152	183	209	221	399	329	654	1,159	1,292
인건비	99	91	93	99	132	113	155	142	383	543	518
매출변동비	14	13	13	25	19	38	176	114	64	348	507
마케팅비	9	5	7	14	13	24	22	22	35	81	89
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	28	26	24
기타	35	37	31	37	38	38	38	45	143	161	155
영업이익	76	86	65	102	30	38	328	200	330	596	892
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	15%	45%	38%	34%	34%	41%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	-1%	7.5%	234%	86.1%	17%	78.4%	24.5%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	27%	43.2%	162%	80.0%	9%	77.3%	11.5%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-60%	-56.4%	403%	97.0%	39%	80.8%	49.6%

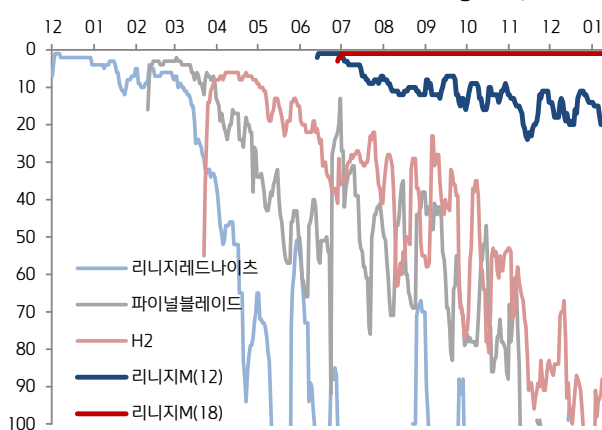
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
블소 2	Mobile	MMORPG	2018 년
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2018 년
아이온:템페스트	Mobile	MMORPG	2018 년
프로젝트 TL	PC/Mobile	MMORPG	2019 년

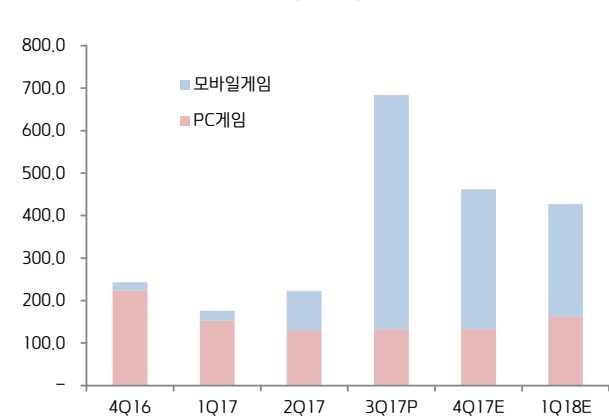
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 모바일게임 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

PC에서 모바일로 매출비중 이동(단위: 십억원)



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,755	2,184	2,879
매출원가	203	188	214	180	189
매출총이익	636	796	1,541	2,004	2,690
판매비및일반관리비	398	467	945	1,101	1,344
영업이익(보고)	237	329	596	903	1,346
영업이익(핵심)	237	329	596	903	1,346
영업외손익	2	17	42	21	26
이자수익	20	22	19	20	25
배당금수익	0	1	2	1	2
외환이익	13	16	8	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	14	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	1	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	-1	0	0
기타	-25	-7	33	2	3
법인세차감전이익	240	346	638	924	1,372
법인세비용	73	75	165	250	371
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	25.9%	27.0%	27.0%
당기순이익	166	271	473	675	1,002
지배주주지분순이익(억원)	165	272	472	673	1,000
EBITDA	272	361	625	932	1,373
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	501	703	1,028
수정당기순이익	167	278	474	675	1,002
증감율(% , YoY)					
매출액	-0.1	17.3	78.4	24.5	31.8
영업이익(보고)	-14.6	38.4	81.3	51.5	49.0
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	81.3	51.5	49.0
EBITDA	-13.5	32.6	72.9	49.2	47.3
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	73.4	42.6	48.5
EPS	-28.1	64.6	73.4	42.6	48.5
수정순이익	-26.2	66.4	70.5	42.2	48.5

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	461	667	1,023
당기순이익	166	271	473	675	1,002
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	6	0	0
자산처분손익	1	10	1	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	-41	-34	-4
기타	42	-41	-7	-2	-1
투자활동현금흐름	-517	-139	-453	-359	-548
투자자산의 처분	-487	-118	-429	-342	-530
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-18	-17	-17	-17	-17
무형자산의 처분	1	-2	-8	0	0
기타	-14	-3	1	0	0
재무활동현금흐름	310	-74	-81	-81	-77
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	150	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-69	-60	-81	-85	-85
기타	379	-163	0	4	8
현금및현금성자산의순증가	45	-103	-73	227	398
기초현금및현금성자산	203	248	145	72	299
기말현금및현금성자산	248	145	72	299	697
Gross Cash Flow	235	266	502	701	1,027
Op Free Cash Flow	189	117	412	661	1,026

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,691	2,314	3,353
현금및현금성자산	248	145	72	299	697
유동금융자산	705	839	1,229	1,529	2,016
매출채권및유동채권	129	207	390	485	640
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,222	1,263	1,315
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	40	50	66
투자자산	797	867	906	949	994
유형자산	234	225	218	212	207
무형자산	64	53	57	51	47
기타비유동자산	24	1	0	0	0
자산총계	2,219	2,361	2,913	3,577	4,667
유동부채	338	284	439	506	667
매입채무및기타유동채무	231	244	351	397	524
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	88	109	144
비유동부채	93	181	187	193	206
장기매입채무및비유동채무	16	7	13	16	21
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	24	28	35
부채총계	430	465	625	700	873
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,935	2,524	3,440
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,277	2,866	3,781
비지배주주지분자본총계	19	10	10	11	12
자본총계	1,789	1,896	2,287	2,877	3,794
순차입금	-953	-835	-1,151	-1,678	-2,562
총차입금	0	150	150	150	150

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	21,529	30,698	45,590
BPS	80,693	85,985	103,791	130,631	172,361
주당EBITDA	12,424	16,470	28,474	42,466	62,565
CFPS	9,181	13,853	22,854	32,042	46,879
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	20.8	14.6	9.8
PBR	2.6	2.9	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA	13.7	12.7	13.9	8.8	5.3
PCFR	23.2	17.9	19.6	14.0	9.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	34.0	41.4	46.7
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	34.0	41.4	46.7
EBITDA margin	32.5	36.7	35.6	42.7	47.7
순이익률	19.8	27.6	26.9	30.9	34.8
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	22.6	26.1	30.0
투자자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	219.8	291.4	418.3
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	27.3	24.3	23.0
순차입금비율	-53.3	-44.0	-50.3	-58.3	-67.5
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	185.1	277.7	413.8
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.9	5.0	5.1
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,676.0	3,431.1	4,659.5
매입채무회전율	3.8	4.1	5.9	5.8	6.3

## Compliance Notice

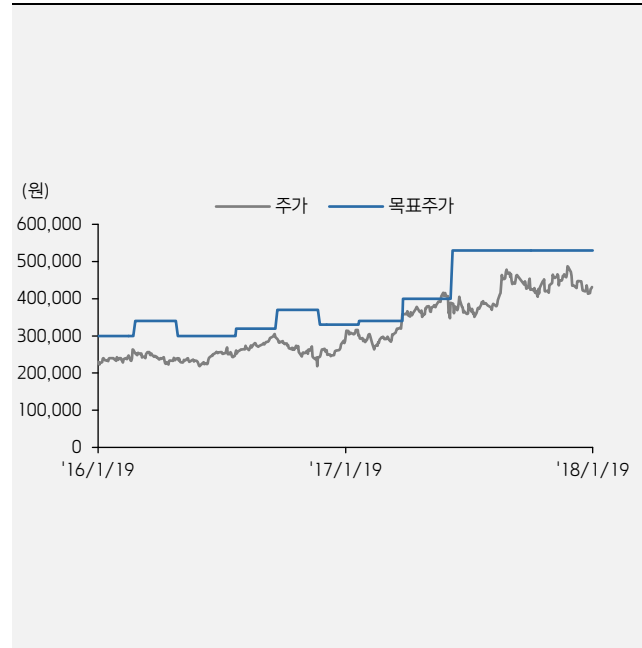
- 당사는 1월 18일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000	6개월	-20.45	-20.00
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000	6개월	-19.74	-12.17
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000	6개월	-28.63	-24.71
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000	6개월	-19.85	-10.33
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000	6개월	-13.57	-4.69
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000	6개월	-25.07	-22.03
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000	6개월	-25.86	-22.03
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000	6개월	-29.00	-22.03
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000	6개월	-22.21	-16.06
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000	6개월	-15.90	-4.24
	2017/02/08	Outperform (Downgrade)	340,000	6개월	-12.98	5.44
	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	-20.61	-7.92
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%