



BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(2/7): 409,000원

시가총액: 89,731억원

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

Stock Data

KOSPI (2/7)	2,396.56pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	488,000원	263,500원
등락률	-16.19%	55.22%
수익률	절대	상대
1W	-3.1%	1.0%
1M	6.5%	6.6%
1Y	35.9%	17.7%

Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	189천주
외국인 지분율	46.27%
배당수익률(17E)	1.63%
BPS(17E)	116,992원
주요 주주	김택진 외 7인 국민연금공단
	12.0% 12.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,759	2,082
보고영업이익	237	329	585	798
핵심영업이익	237	329	585	798
EBITDA	272	361	615	826
세전이익	240	346	611	826
순이익	166	271	445	620
자배주주지분순이익	165	272	442	606
EPS(원)	7,542	12,416	20,141	27,630
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	62.2	37.2
PER(배)	28.2	19.9	22.2	16.2
PBR(배)	2.6	2.9	3.8	3.3
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	14.0	10.1
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	33.3	38.3
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	33.3	38.3
ROE(%)	10.5	14.7	19.9	22.0
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-50.0	-55.0

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

리니지M의 유지력으로 끌고 나간다



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,333억원(QoQ, -26.7%), 영업이익 1,892억원(QoQ, -42.3%)를 기록하면서 시장 기대치를 소폭 하회하였습니다. 리니지M의 매출이 견조하게 유지된 가운데 인센티브 지급에 따른 인건비 상승이 기대치를 소폭 하회한 주요 원인이었습니다. 상반기 실적은 리니지M의 유지력에 힘입어 견조한 흐름을 보일 것으로 전망됩니다. 하반기에는 3개의 MMORPG라인업을 통해 한층 더 레벨업된 실적을 기록할 것으로 기대됩니다.

>>> 무난했던 4Q실적, 이익은 기대치 소폭 하회

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,333억원(QoQ, -26.7%), 영업이익 1,892억원(QoQ, -42.3%)를 기록하면서 당사 추정치를 소폭 밀돌았다. 매출은 당사 추정치와 비슷한 수준을 기록하였으나 비용부분에서 특별 상여금지급에 따른 인건비 상승이 예상보다 컸고 마케팅비용이 소폭 증가하면서 이익은 기대치를 소폭 하회하였다. 리니지M은 4Q에 일평균 35억원 수준의 매출을 기록한 것으로 추정된다.

1Q에는 길드워의 확장팩 효과가 일부 반영되고 아이온의 업데이트가 효과를 나타내면서 PC매출은 비슷한 수준을 기록할 것으로 전망된다. 리니지M의 매출이 1Q에도 견조하다는 점에서 영업일수 감소영향에 따른 소폭의 실적감소가 전망된다.

>>> 경쟁상황에서도 흔들림 없는 리니지M

리니지M의 견고함은 경쟁게임들과는 다른 유저층을 보유하고 있다는 우위로 형성된다. 리니지IP를 이용했던 휴면유저 층이 다수이기 때문에 경쟁게임이 출시되더라도 큰 흔들림이 없는 모습을 보여주고 있다. 이러한 점 때문에 자연감소에 따른 매출 감소는 있을 수 있어도 대형게임들이 출시로 인한 큰 폭의 매출변동 가능성은 낮을 것으로 전망된다. 또한 일반적인 모바일게임들과는 다르게 업데이트가 즉각적으로 이루어질 수 있다는 점에서 전체적인 매출 유지력이 뛰어날 것으로 판단된다. 이에 당사는 기존 대비 2018년의 리니지M의 매출 추정치를 9% 상향조정하였다.

>>> 기대작들은 상반기보다 하반기에 출시 가능성 높아

이번 실적발표에서는 블소2, 아이온:템페스트, 리니지2M 등 주요 MMORPG 라인업의 출시시점이 다소 늦어질 수 있음을 암시하였다. 상반기 중에 출시가 기대되었던 블소2의 경우 상반기 출시가 불확실해졌다. 이에 따라 동사 모바일 게임의 본격적인 해외지역 공략은 일부 게임들을 제외하고 2019년이 될 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	240	259	727	533	474	440	529	639	984	1,759	2,082
게임 매출액	176	222	684	474	429	398	478	590	861	1,556	1,895
리니지	51	34	35	34	36	37	38	37	375	154	147
리니지 2	18	17	16	15	16	16	15	16	77	66	63
아이온	13	11	10	13	16	14	11	12	72	47	53
블레이드앤소울	45	39	38	40	40	36	35	38	182	161	150
길드워 2(확장팩)	14	14	20	35	19	17	17	16	77	83	69
기타(모바일, 신작)	34	109	564	338	303	278	361	471	78	1,045	1,414
로열티 매출액	64	36	44	60	46	42	52	49	122	203	188
영업비용	209	221	399	344	302	281	316	384	654	1,174	1,284
인건비	132	113	155	161	138	128	133	164	383	562	562
매출변동비	19	38	176	108	102	95	114	138	64	342	450
마케팅비	13	24	22	24	19	19	23	28	35	83	89
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	29	26	24
기타	38	38	38	44	36	33	40	48	143	161	160
영업이익	30	38	328	189	172	159	213	254	330	585	798
영업이익률	13%	15%	45%	35%	36%	36%	40%	40%	34%	33%	38%
YOY											
매출액	-1%	7.5%	234%	87.4%	98%	70.1%	-27%	20%	17%	78.8%	18.4%
영업비용	27%	43.2%	162%	88.1%	45%	27.2%	-21%	12%	9%	79.5%	9.4%
영업이익	-60%	-56.4%	403%	86.0%	465%	322.7%	-35%	34%	39%	77.4%	36.4%

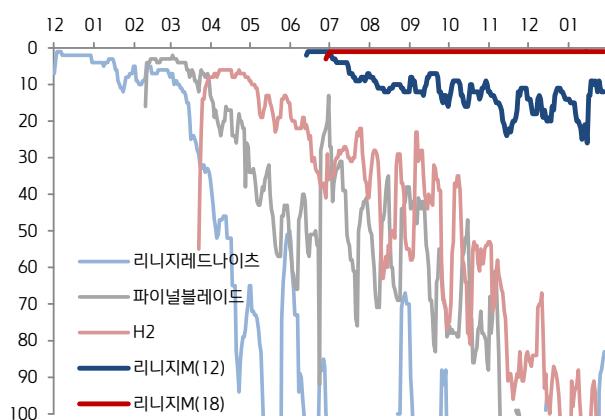
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
블소 2	Mobile	MMORPG	2018년 상반기 말~하반기
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2018년 하반기 전망
아이온:템페스트	Mobile	MMORPG	2018년 하반기 전망
프로젝트 TL	PC/Mobile	MMORPG	2018년 4Q 테스트
기타 9개 프로젝트 개발 중	PC/Console/Mobile	MMORPG	

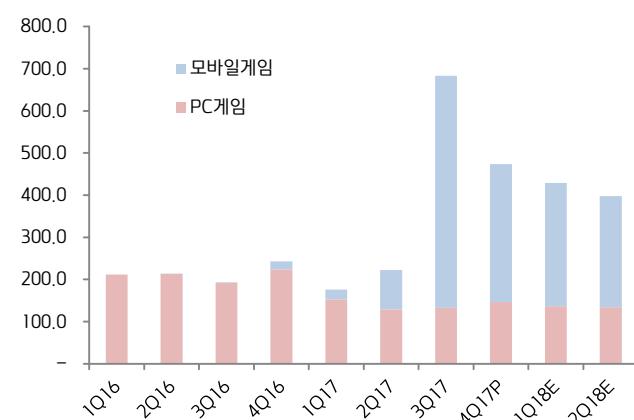
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨표 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	1,759	2,082	2,737
매출원가	203	188	212	219	216
매출총이익	636	796	1,547	1,863	2,521
판매비및일반관리비	398	467	962	1,066	1,283
영업이익(보고)	237	329	585	798	1,237
영업이익(핵심)	237	329	585	798	1,237
영업외손익	2	17	26	28	35
이자수익	20	22	20	27	33
배당금수익	0	1	2	2	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	15	2	3
법인세차감전이익	240	346	611	826	1,272
법인세비용	73	75	166	207	318
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	27.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	166	271	445	620	954
지배주주지분이익(억원)	165	272	442	606	934
EBITDA	272	361	615	826	1,265
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	475	648	982
수정당기순이익	167	278	446	620	954
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	78.8	18.4	31.4
영업이익(보고)	-14.6	38.4	77.9	36.4	55.1
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	77.9	36.4	55.1
EBITDA	-13.5	32.6	70.4	34.3	53.1
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	62.3	37.2	54.0
EPS	-28.1	64.6	62.2	37.2	54.0
수정순이익	-26.2	66.4	60.5	38.8	54.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	1,030	580	1,040
당기순이익	166	271	445	620	954
감가상각비	28	27	27	24	24
무형자산상각비	7	6	3	5	4
외환손익	-9	-7	6	0	0
자산처분손익	1	10	1	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	191	-60	61
기타	42	-41	356	-7	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-709	-544	-518
투자자산의 처분	-487	-118	-677	-522	-494
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-18	-17	-24	-24	-24
무형자산의 처분	1	-2	-8	0	0
기타	-14	-3	0	2	0
재무활동현금흐름	310	-74	78	-113	-88
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	-155	-155
기타	379	-163	159	42	67
현금및현금성자산의순증가	45	-103	399	-76	434
기초현금및현금성자산	203	248	145	544	467
기말현금및현금성자산	248	145	544	467	902
Gross Cash Flow	235	266	839	641	980
Op Free Cash Flow	189	117	631	549	1,002

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,618	2,082	3,023
현금및현금성자산	248	145	544	467	902
유동금융자산	705	839	898	1,354	1,779
매출채권및유동채권	129	207	176	260	342
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,754	1,850	1,937
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	29	64	83
투자자산	797	867	1,445	1,512	1,583
유형자산	234	225	225	225	225
무형자산	64	53	53	49	45
기타비유동자산	24	1	2	0	0
자산총계	2,219	2,361	3,372	3,932	4,960
유동부채	338	284	456	502	659
매입채무및기타유동채무	231	244	237	379	498
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	219	123	162
비유동부채	93	181	336	390	462
장기매입채무및비유동채무	16	7	3	15	20
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	183	225	292
부채총계	430	465	792	892	1,121
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	221	221	221
이익잉여금	1,330	1,544	1,903	2,355	3,135
기타자본	210	112	433	433	433
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,567	3,019	3,799
비지배주주지분자본총계	19	10	14	20	40
자본총계	1,789	1,896	2,581	3,039	3,839
순차입금	-953	-835	-1,291	-1,671	-2,530
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	20,141	27,630	42,550
BPS	80,693	85,985	116,992	137,609	173,155
주당EBITDA	12,424	16,470	28,056	37,664	57,657
CFPS	9,181	13,853	21,665	29,533	44,738
DPS	2,747	3,820	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	22.2	16.2	10.5
PBR	2.6	2.9	3.8	3.3	2.6
EV/EBITDA	13.7	12.7	14.0	10.1	5.9
PCFR	23.2	17.9	20.7	15.2	10.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	33.3	38.3	45.2
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	33.3	38.3	45.2
EBITDA margin	32.5	36.7	35.0	39.7	46.2
순이익률	19.8	27.6	25.3	29.8	34.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	19.9	22.0	27.7
투하자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	488.2	2,645.1	5,041.9
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	30.7	29.3	29.2
순차입금비율	-53.3	-44.0	-50.0	-55.0	-65.9
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	181.6	245.1	380.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	9.2	9.5	9.1
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,511.0	2,874.5	3,891.7
매입채무회전율	3.8	4.1	7.3	6.8	6.2

Compliance Notice

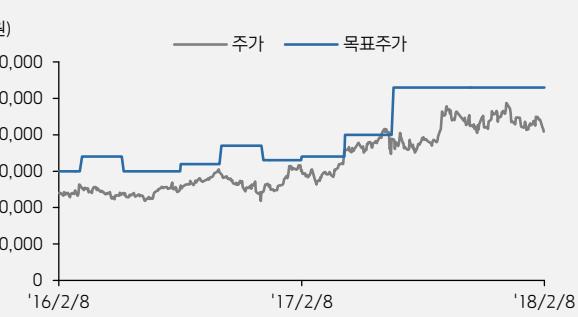
- 당사는 2월 7일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-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			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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%