



BUY(Maintain)

목표주가: 470,000원

주가(5/10): 347,000원

시가총액: 76,128억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/10)		2,464.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	488,000원	342,000원
등락률	-28.89%	1.46%
수익률	절대	상대
1W	-12.8%	-13.3%
1M	-17.4%	-14.7%
1Y	-4.3%	-11.8%

Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	120천주
외국인 지분율	47.97%
배당수익률(18E)	2.10%
BPS(18E)	140,407원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	984	1,759	1,860	2,370
보고영업이익	329	585	730	1,033
핵심영업이익	329	585	730	1,033
EBITDA	361	615	756	1,060
세전이익	346	610	745	1,066
순이익	271	444	525	789
지배주주지분순이익	272	441	513	771
EPS(원)	12,416	20,104	23,401	35,164
증감률(%YoY)	64.6	61.9	16.4	50.3
PER(배)	19.9	22.3	14.8	9.9
PBR(배)	2.9	3.6	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	8.2	5.3
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	39.2	43.6
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	39.2	43.6
ROE(%)	14.7	19.2	18.0	23.1
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-51.5	-58.3

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

리니지M의 성과에 비해 기대작의 부재는 아쉬워



엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 4,752억원(QoQ, -10.9%), 영업이익 2,038억원(QoQ, +7.7%)을 기록하면서 시장 기대치를 상회하였습니다. 리니지M의 매출이 견조하게 유지된 가운데 인센티브 지급 효과가 소멸되면서 인건비가 감소하였고 마케팅비용이 감소한 것이 주요 원인이었습니다. 상반기 실적은 리니지M의 유지력에 힘입어 견조한 흐름을 보일 것으로 전망됩니다. 다만 하반기에 출시가 기대되던 주력 MMORPG들이 내년으로 연기됨에 따라 모멘텀 공백이 길어질 것으로 판단됩니다.

>>> 리니지M의 저력을 보여준 1Q실적

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 4,752억원(QoQ, -10.9%), 영업이익 2,038억원(QoQ, +7.7%)을 기록하면서 당사 추정치를 상회하였다. 리니지M의 대만 성과와 아이온의 성과가 예상을 상회하였다. 비용부분에서 특별 상여금지급의 소멸을 제외하더라도 인력충원이 없었으며 마케팅비용이 크게 감소하면서 이익은 기대치를 상회하였다. 이는 리니지M의 추가적인 마케팅이 없어도 유지가 된다는 것을 의미하는 것으로 리니지M의 지속성에 대해서 긍정적 시각을 부여할 수 있다.

2Q에는 리니지M의 자연감소가 예상되는 가운데 길드워 패키지 매출 효과가 없어질 것으로 전망된다. 로열티 매출은 대만에서의 자연감소 외에도 넷마블의 리니지2:레볼루션 매출감소가 전망됨에 따라 감소할 개연성이 높다.

>>> 주요 기대작들은 내년으로

이번 실적발표에서 주요 관심사항은 신작의 일정이었다. 하지만 하반기로 예정되어 있던 신작3종 출시가 전반적으로 연기됨에 따라 기대를 충족시키지 못하였다. 팡야(Sports)와 아이온 레기온스(RPG)의 출시가 예정되어 있다는 점이 위안이지만 주요 기대작들이 빨라야 내년 초에 출시됨에 따라 실적 레벨업에 대한 기대가 뒤로 이연 될 수 밖에 없다. 다만, 3Q에는 일부 신작이 출시되고 불소IP 로열티가 추가적으로 발생할 수 있다는 점은 긍정적 요소이다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 470,000원으로 하향

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 470,000원으로 하향한다. 신작 지연이 전망됨에 따라 실적을 하향조정하였다. 목표주가는 2018년 예상EPS에 Target PER 20배를 적용하였다. 당분간은 신작에 대한 기대보다는 리니지M의 업데이트 및 성과에 집중해야 할 시기라고 판단된다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	240	259	727	533	475	444	452	489	984	1,759	1,860
게임 매출액	176	222	684	474	391	374	376	404	861	1,556	1,545
리니지	51	34	35	34	28	32	33	34	375	154	127
리니지 2	18	17	16	15	14	15	14	16	77	66	59
아이온	13	11	10	13	19	19	18	22	72	47	77
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	35	34	36	182	161	140
길드워 2(확장팩)	14	14	20	35	24	17	17	17	77	83	74
기타(모바일, 신작)	34	109	564	338	272	256	260	280	78	1,045	1,068
로열티 매출액	64	36	44	60	84	70	76	85	122	203	315
영업비용	209	221	399	344	271	264	273	322	654	1,174	1,131
인건비	132	113	155	161	125	124	129	168	383	562	546
매출변동비	19	38	176	108	87	82	83	91	64	342	343
마케팅비	13	24	22	24	11	12	14	12	35	83	48
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	29	26	24
기타	38	38	38	44	42	40	41	45	143	161	170
영업이익	30	38	328	189	204	180	179	167	330	585	730
영업이익률	13%	15%	45%	35%	43%	41%	40%	34%	34%	33%	39%
YOY											
매출액	-1%	7.5%	234%	87.4%	98%	71.7%	-38%	-8%	17%	78.8%	5.8%
영업비용	27%	43.2%	162%	88.1%	30%	19.3%	-32%	-6%	9%	79.5%	-3.7%
영업이익	-60%	-56.4%	403%	86.0%	570%	379.9%	-45%	-12%	39%	77.4%	24.7%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
팡야	Mobile	Sports	3Q, 한국
아이온 레기온즈 오브 워	Mobile	RPG	3Q, 북미유럽
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2019년 상반기 초
아이온:템페스트	Mobile	MMORPG	2019년 상반기 전망
프로젝트 TL	PC	MMORPG	2018년 4Q 테스트, 2019년 출시 전망
프로젝트 TL	Consol	MMORPG	2019년
블소 2	Mobile	MMORPG	2019년

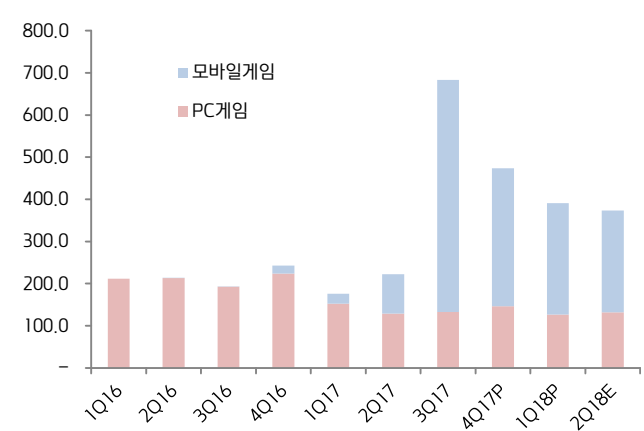
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

정식 출시를 기다리는 아이온 레기온즈 오브 워



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

PC에서 모바일로 매출비중 이동(단위: 십억원)



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,860	2,370	2,560
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,860	2,370	2,560
판매비및일반관리비	467	962	1,131	1,337	1,342
영업이익(보고)	329	585	730	1,033	1,218
영업이익(핵심)	329	585	730	1,033	1,218
영업외손익	17	25	15	33	72
이자수익	22	19	28	30	23
배당금수익	1	2	3	4	2
외환이익	16	9	0	0	0
이자비용	3	3	3	3	3
외환손실	9	26	0	0	0
관계기업지분법손익	7	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	-5	0	0	0
기타	-7	34	-13	2	50
법인세차감전이익	346	610	745	1,066	1,290
법인세비용	75	166	220	277	312
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	29.5%	26.0%	24.2%
당기순이익	271	444	525	789	978
지배주주지분순이익(억원)	272	441	513	771	971
EBITDA	361	615	756	1,060	1,245
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	552	816	1,005
수정당기순이익	278	449	525	789	978
증감율(% YoY)					
매출액	17.3	78.8	5.8	27.4	8.0
영업이익(보고)	38.4	77.9	24.7	41.5	17.9
영업이익(핵심)	38.4	77.9	24.7	41.5	17.9
EBITDA	32.6	70.3	23.0	40.1	17.5
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	16.4	50.3	25.9
EPS	64.6	61.9	16.4	50.3	25.9
수정순이익	66.4	61.3	17.0	50.3	24.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	468	813	1,011
당기순이익	271	444	525	789	978
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	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-154	11	-82	0	10
기타	-41	97	-2	-3	-4
투자활동현금흐름	-139	-460	53	-430	-226
투자자산의 처분	-118	-433	82	-400	-196
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	-172	-133	-139
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	-155	-155
기타	-169	1	-17	22	15
현금및현금성자산의순증가	-103	42	349	250	646
기초현금및현금성자산	248	145	187	536	786
기말현금및현금성자산	145	187	536	786	1,432
Gross Cash Flow	266	584	550	812	1,001
Op Free Cash Flow	117	434	469	781	932

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	2,019	2,691	3,490
현금및현금성자산	145	187	536	786	1,432
유동금융자산	839	1,357	1,209	1,540	1,664
매출채권및유동채권	207	228	274	365	394
재고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,826	1,908	1,990
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	27	34	37
투자자산	867	1,444	1,512	1,584	1,660
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,845	4,599	5,480
유동부채	284	456	421	518	560
매입채무및기타유동채무	244	313	300	376	406
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	121	142	154
비유동부채	181	342	324	348	364
장기매입채무및비유동채무	7	5	5	6	7
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	170	192	207
부채총계	465	797	745	866	924
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,265	2,883	3,700
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,080	3,698	4,516
비지배주주지분자본총계	10	8	19	35	41
자본총계	1,896	2,729	3,099	3,733	4,556
순차입금	-835	-1,394	-1,595	-2,177	-2,946
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	23,401	35,164	44,255
BPS	85,985	124,037	140,407	168,563	205,833
주당EBITDA	16,470	28,039	34,480	48,297	56,744
CFPS	13,853	21,612	25,145	37,178	45,800
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	14.8	9.9	7.8
PBR	2.9	3.6	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	12.7	13.8	8.2	5.3	3.8
PCFR	17.9	20.7	13.8	9.3	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	39.2	43.6	47.6
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	39.2	43.6	47.6
EBITDA margin	36.7	35.0	40.7	44.7	48.6
순이익률	27.6	25.2	28.2	33.3	38.2
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	18.0	23.1	23.6
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	635.6	604.2	732.3
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	24.0	23.2	20.3
순차입금비율	-44.0	-51.1	-51.5	-58.3	-64.7
이자보상배율(배)	110.4	179.6	214.7	303.9	373.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.4	7.4	6.8
재고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,717.5	4,984.7	5,669.1
매입채무회전율	4.1	6.3	6.1	7.0	6.5

Compliance Notice

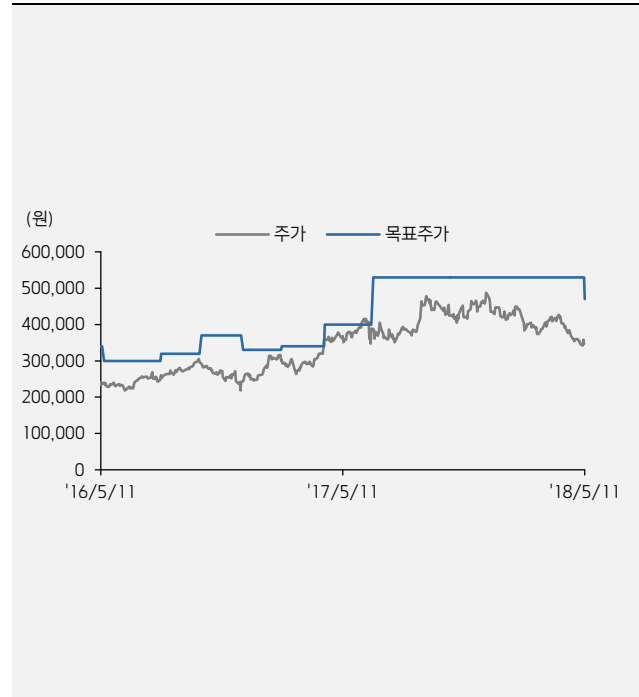
- 당사는 5월 10일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-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		

*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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%