



## BUY(Maintain)

목표주가: 470,000원  
주가(7/11): 387,500원  
시가총액: 85,014억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/11)	2,280.62pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	488,000원	332,500원
등락률	-20.59%	16.54%
수익률	절대	상대
1W	7.3%	16.3%
1M	-9.3%	-1.0%
1Y	2.8%	8.0%

## Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	130천주
외국인 지분율	49.84%
배당수익률(18E)	1.88%
BPS(18E)	136,980원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.3%

## 투자자료

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	984	1,759	1,760	2,235
보고영업이익	329	585	626	909
핵심영업이익	329	585	626	909
EBITDA	361	615	653	936
세전이익	346	610	641	941
순이익	271	444	448	697
지배주주지분순이익	272	441	438	681
EPS(원)	12,416	20,104	19,975	31,061
증감률(%YoY)	64.6	61.9	-0.6	55.5
PER(배)	19.9	22.3	19.4	12.5
PBR(배)	2.9	3.6	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	11.0	7.2
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	35.6	40.7
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	35.6	40.7
ROE(%)	14.7	19.2	15.6	21.2
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-49.7	-55.8

## Price Trend



## 기업브리프

## 엔씨소프트 (036570)

## 시간이 지나갈수록 성장의 시기는 다가온다



엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 4,369억원(QoQ, -8.1%), 영업이익 1,535억원(QoQ, -24.7%)으로 전망됩니다. 리니지M의 매출이 업데이트 효과로 견조하게 유지되는 가운데 일부 게임들의 출시효과가 소멸됨에 따라 실적이 전분기 대비 감소할 것으로 보입니다. 단기적인 접근보다는 장기적인 접근이 유효한 가운데 연말로 갈수록 매력도가 높아질 것(출시일정 유지 시)으로 전망됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q Preview: 굳건한 리니지M

리니지M의 6월 대규모 업데이트로 소기의 성과를 거둔 것으로 판단된다. 일 평균매출액이 6월 업데이트 이후 증가한 것으로 추정되고 있다. 이러한 흐름이 하반기에 지속되지는 않겠지만 업데이트를 통한 회복을 보여주었다는 점에서 긍정적으로 평가된다. 매년 대규모 업데이트가 있을 시 실적 반등의 모습을 보여줄 것으로 예상할 수 있기 때문이다.

2Q실적도 견조한 모습을 보일 것으로 판단된다. 다만 리니지M 대만 매출이 출시효과 소멸로 감소할 것으로 예상되며 길드워의 확장팩 판매효과 소멸 등으로 인해 1Q대비 실적은 감소할 것으로 전망된다. 2Q실적은 매출액 4,369억원(QoQ, -8.1%), 영업이익 1,535억원(QoQ, -24.7%)으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기가 지나갈수록 점차 기대심리 확대될 것으로 전망

엔씨소프트의 단점은 모멘텀으로 작용할 주요신작의 출시가 올해 부재하다는 것이다. 하지만 리니지M의 견조한 매출이 유지가 될 가능성이 높다는 점은 장점이다. 즉, 모멘텀 부재의 기간이 지나갈수록 부정적 요인은 감소하고 장점인 견고한 실적이 부각될 가능성이 높다는 것이다. 특히 리니지2M이 내년 1Q에 출시될 가능성이 높기 때문에 하반기가 지나갈수록 관련된 기대치들이 점차 반영될 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 470,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 470,000원을 유지한다. 동사는 게임업종 내에서 가장 안정적인 이익을 창출하는 업체이다. 시장변동성이 확대되고 있으며 실적발표 시즌이 돌입됨에 따라 실적안정성이 부각될 시점이다. 다만, 모멘텀 부재의 문제가 상승 폭을 제한할 가능성이 높다. 출시일정에 변화가 없다면 하반기 후반으로 갈수록 매력이 점차 확대(내년 신작게임에 대한 기대감 작용)될 것으로 판단하고 있다. 내년에 우리가 주시해야 할 점은 두 가지이다. 출시일정을 크게 미룬 만큼 MMORPG에서 엔씨표 특징이 부각되는지 여부, 엔씨표 MMORPG들의 해외진출 성패이다. 두 가지가 모두 달성될 경우 Valuation Rerating이 나타날 개연성이 크다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	240	259	727	533	475	437	409	439	984	1,759	1,760
게임 매출액	176	222	684	474	391	376	341	367	861	1,556	1,474
리니지	51	34	35	34	28	30	32	32	375	154	122
리니지 2	18	17	16	15	14	15	14	16	77	66	59
아이온	13	11	10	13	19	17	18	18	72	47	72
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	35	34	36	182	161	140
길드워 2(확장팩)	14	14	20	35	24	17	16	15	77	83	71
기타(모바일, 신작)	34	109	564	338	272	261	227	249	78	1,045	1,010
로열티 매출액	64	36	44	60	84	61	69	72	122	203	286
영업비용	209	221	399	344	271	283	263	315	654	1,174	1,134
인건비	132	113	155	161	125	134	128	167	383	562	554
매출변동비	19	38	176	108	87	80	75	81	64	342	323
마케팅비	13	24	22	24	11	20	15	15	35	83	60
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	29	26	24
기타	38	38	38	44	42	42	39	46	143	161	172
영업이익	30	38	328	189	204	154	146	123	330	585	626
영업이익률	13%	15%	45%	35%	43%	35%	36%	28%	34%	33%	36%
YOY											
매출액	-1%	7.5%	234%	87.4%	98%	68.9%	-44%	-18%	17%	78.8%	0.1%
영업비용	27%	43.2%	162%	88.1%	30%	28.2%	-34%	-8%	9%	79.5%	-3.4%
영업이익	-60%	-56.4%	403%	86.0%	570%	308.6%	-56%	-35%	39%	77.4%	7.0%

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	MM RP	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

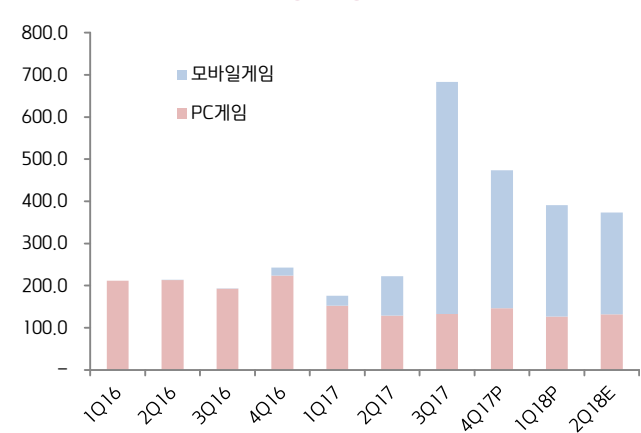
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 주기적인 회복의 발판을 마련할 업데이트



자료: 엔씨소프트, 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	1,760	2,235	2,453
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,760	2,235	2,453
판매비및일반관리비	467	962	1,133	1,326	1,318
영업이익(보고)	329	585	626	909	1,135
영업이익(핵심)	329	585	626	909	1,135
영업외손익	17	25	14	32	69
이자수익	22	19	28	30	22
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	48
법인세차감전이익	346	610	641	941	1,204
법인세비용	75	166	193	245	291
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	30.1%	26.0%	24.2%
당기순이익	271	444	448	697	913
지배주주지분순이익(억원)	272	441	438	681	906
EBITDA	361	615	653	936	1,162
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	475	724	940
수정당기순이익	278	449	448	697	913
증감율(% YoY)					
매출액	17.3	78.8	0.1	27.0	9.7
영업이익(보고)	38.4	77.9	7.1	45.2	24.8
영업이익(핵심)	38.4	77.9	7.1	45.2	24.8
EBITDA	32.6	70.3	6.2	43.3	24.1
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	-0.6	55.5	33.0
EPS	64.6	61.9	-0.6	55.5	33.0
수정순이익	66.4	61.3	-0.1	55.5	31.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	384	720	948
당기순이익	271	444	448	697	913
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	-88	0	12
기타	-41	97	-2	-3	-4
투자활동현금흐름	-139	-460	118	-408	-243
투자자산의 처분	-118	-433	147	-378	-214
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	-181	-134	-137
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	-26	20	17
현금및현금성자산의순증가	-103	42	321	178	567
기초현금및현금성자산	248	145	187	508	687
기말현금및현금성자산	145	187	508	687	1,254
Gross Cash Flow	266	584	473	720	936
Op Free Cash Flow	117	434	384	687	870

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	1,912	2,484	3,226
현금및현금성자산	145	187	508	687	1,254
유동금융자산	839	1,357	1,144	1,453	1,594
매출채권및유동채권	207	228	259	344	377
재고자산	1	1	0	0	0
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,824	1,906	1,988
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	25	32	35
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	3,736	4,390	5,214
유동부채	284	456	398	489	536
매입채무및기타유동채무	244	313	284	355	389
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	114	134	147
비유동부채	181	342	315	337	355
장기매입채무및비유동채무	7	5	5	6	6
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	161	181	199
부채총계	465	797	713	826	891
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,190	2,718	3,470
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,005	3,533	4,286
비지배주주지분자본총계	10	8	17	32	37
자본총계	1,896	2,729	3,023	3,564	4,322
순차입금	-835	-1,394	-1,502	-1,990	-2,698
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	19,975	31,061	41,309
BPS	85,985	124,037	136,980	161,031	195,351
주당EBITDA	16,470	28,039	29,773	42,679	52,952
CFPS	13,853	21,612	21,642	32,983	42,833
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	19.4	12.5	9.4
PBR	2.9	3.6	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	12.7	13.8	11.0	7.2	5.0
PCFR	17.9	20.7	17.9	11.7	9.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	35.6	40.7	46.3
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	35.6	40.7	46.3
EBITDA margin	36.7	35.0	37.1	41.9	47.4
순이익률	27.6	25.2	25.5	31.2	37.2
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	15.6	21.2	23.1
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	525.2	505.0	649.2
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	23.6	23.2	20.6
순차입금비용	-44.0	-51.1	-49.7	-55.8	-62.4
이자보상배율(배)	110.4	179.6	184.3	267.6	348.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.2	7.4	6.8
재고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,517.0	4,702.5	5,431.3
매입채무회전율	4.1	6.3	5.9	7.0	6.6

## Compliance Notice

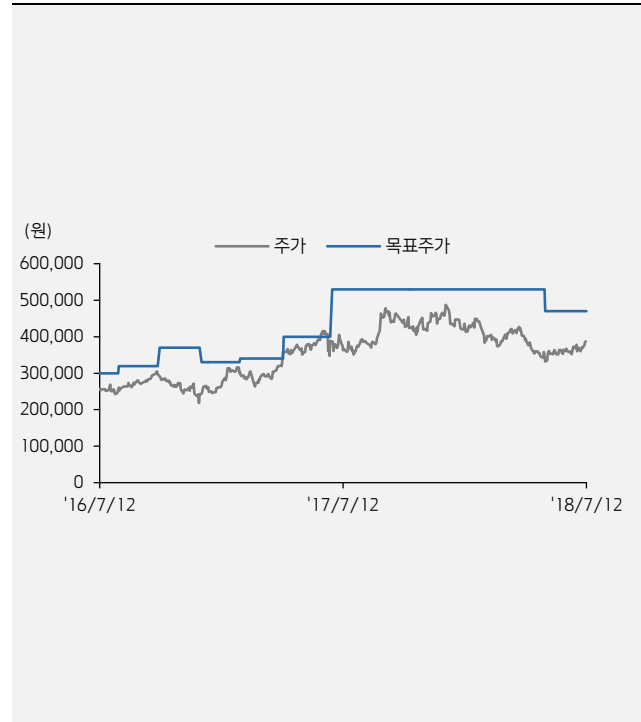
- 당사는 7월 11일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-25.98	-23.19
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-23.14	-17.55
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000	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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%