



### BUY(Maintain)

목표주가: 470,000원  
주가(8/14): 385,000원  
시가총액: 84,465억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dillog10@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (8/14)	2,258.91pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	488,000원	342,000원
등락률	-21.11%	15.79%
수익률	절대	상대
1W	-2.5%	-0.3%
1M	-3.8%	3.2%
1Y	-0.8%	2.5%

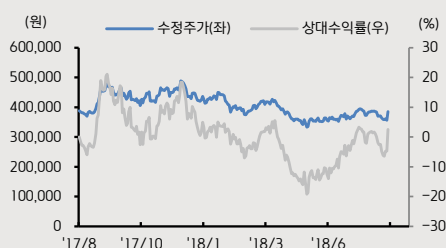
#### Company Data

발행주식수	21,939천주	
일평균 거래량(3M)	96천주	
외국인 지분율	50.26%	
배당수익률(18E)	1.89%	
BPS(18E)	137,584원	
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	11.3%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	984	1,759	1,727	2,224
보고영업이익	329	585	619	918
핵심영업이익	329	585	619	918
EBITDA	361	615	646	945
세전이익	346	610	662	959
순이익	271	444	462	709
지배주주지분순이익	272	441	451	694
EPS(원)	12,416	20,104	20,578	31,629
증감률(%YoY)	64.6	61.9	2.4	53.7
PER(배)	19.9	22.3	18.7	12.2
PBR(배)	2.9	3.6	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	11.0	7.0
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	35.8	41.3
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	35.8	41.3
ROE(%)	14.7	19.2	16.0	21.4
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-49.6	-56.0

#### Price Trend



### 실적리뷰

## 엔씨소프트 (036570)

### 안정적 성과 구현, 하반기 과제는 리니지M 유지



엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 4,365억원(QoQ, -8.2%), 영업이익 1,595억원(QoQ, -21.75%)를 기록하면서 시장 기대치에 부합하였습니다. 리니지M의 매출이 안정적으로 유지된 가운데 인센티브 지급이 있었지만 리니지1의 매출 반등에 힘입어 견조한 실적을 달성하였습니다. 하반기 실적은 리니지M의 업데이트의 영향에 힘입어 견조한 흐름을 보일 것으로 전망됩니다. 내년 신작 출시 일정이 아직 불명확한 점이 존재하지만 불안정한 시장상황에서 안정성이 부각될 가능성이 있습니다..

#### >>> 안정적 모습을 보여준 2Q실적

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 4,365억원(QoQ, -8.2%), 영업이익 1,595억원(QoQ, -21.75%)를 기록하면서 당사 추정치에 부합하였다. 리니지M의 업데이트 효과로 안정적 성과(일평균 23억원 수준)를 나타냈으며 리니지1도 특화서버 오픈에 힘입어 매출 반등에 성공하였다. 또한 로열티 매출은 대만에서의 인센티브(일회성)에 힘입어 전분기 대비 10%증가하였다. 비용부분에서는 상여금지급에 따른 인건비 증가와 1주년 이벤트에 따른 마케팅비용 증가가 있었다.

3Q에는 리니지M의 업데이트가 있을 예정이기 때문에 리니지M의 매출의 안정성은 유지될 가능성이 높다. 로열티 매출의 일회성 요인제거 및 리니지1의 매출이 소폭 감소할 것으로 예상됨에 따라 2Q대비 소폭 감소한 수준을 기록할 것으로 전망된다.

#### >>> 하반기 리니지M의 유지력이 관건, 신작 기대감은 11월부터

기대신작들의 출시가 내년 상반기부터 이어질 것으로 예상되기 때문에 신작을 통한 기대치 확대는 제한될 것으로 전망된다. 또한 내년 상반기의 출시순서도 아직 불명확하다는 점도 아쉬운 대목이다. 신작 출시 기대감이 확대되기 전까지 가장 중요한 것은 리니지M의 유지력이다. 현재까지는 자연감소가 일부 나타나지만 매우 안정적인 모습을 보여주고 있다. 하반기에는 이러한 자연감소를 최소한으로 줄이는 것이 관건이다. 신작에 대한 기대감은 11월 내외부터 반영될 가능성이 높은 가운데 이 시점에 신작에 대한 공개가 있을 예정이다.

#### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 470,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 470,000원을 유지한다. 이번 실적발표에서는 2,400억원 규모의 자사주 매입을 발표하였다. 다만 현재까지는 소각가능성을 고려치 않는다고 발표하였다. 소각이 없는 자사주 매입은 수급영향에 대한 긍정적 효과가 제한될 것으로 판단된다. 3Q는 신작 모멘텀 공백기에 해당하나 최근 시장변동성의 확대로 동사의 실적 안정성이 부각될 가능성이 높다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	240	259	727	533	475	436	388	427	1,759	1,727	2,224
게임 매출액	176	222	684	474	391	344	324	356	1,556	1,415	1,726
리니지	51	34	35	34	28	42	34	43	154	147	382
리니지 2	18	17	16	15	14	13	14	18	66	59	104
아이온	13	11	10	13	19	16	17	17	47	68	143
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	31	31	30	161	126	174
길드워 2(확장팩)	14	14	20	35	24	20	18	19	83	80	142
기타(모바일, 신작)	34	109	564	338	272	222	211	230	1,045	936	780
로열티 매출액	64	36	44	60	84	92	64	71	203	312	365
영업비용	209	221	399	344	271	277	256	304	1,174	1,108	1,306
인건비	132	113	155	161	125	147	128	155	562	554	553
매출변동비	19	38	176	108	87	71	67	74	342	298	473
마케팅비	13	24	22	24	11	15	13	16	83	54	76
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	26	24	22
기타	38	38	38	44	42	38	42	54	161	178	183
영업이익	30	38	328	189	204	160	132	123	585	619	918
영업이익률	13%	15%	45%	35%	43%	37%	34%	29%	33%	36%	41%
YOY											
매출액	-1%	7.5%	234%	87.4%	98%	68.8%	-47%	-20%	78.8%	-1.8%	28.8%
영업비용	27%	43.2%	162%	88.1%	30%	25.3%	-36%	-12%	79.5%	-5.6%	17.8%
영업이익	-60%	-56.4%	403%	86.0%	570%	324.6%	-60%	-35%	77.4%	5.8%	48.3%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

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

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

2Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	2Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	2Q 실적	전분기대비	2Q 추정치	추정치대비	2Q 추정치	컨센서스대비
매출액	436	-8.2	437	-0.2	434	0.5
영업이익	160	-21.8	154	3.9	162	-1.2
당기순이익	140	17.7	120	16.7	123	13.8

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,727	2,224	2,463
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,727	2,224	2,463
판매비및일반관리비	467	962	1,109	1,306	1,300
영업이익(보고)	329	585	619	918	1,163
영업이익(핵심)	329	585	619	918	1,163
영업외손익	17	25	43	41	70
이자수익	22	19	28	29	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	4	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	-5	0	0	0
기타	-7	34	12	11	48
법인세차감전이익	346	610	662	959	1,233
법인세비용	75	166	200	249	298
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	30.3%	26.0%	24.2%
당기순이익	271	444	462	709	934
지배주주지분순이익(억원)	272	441	451	694	928
EBITDA	361	615	646	945	1,190
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	488	736	961
수정당기순이익	278	449	462	709	934
증감율(% , YoY)					
매출액	17.3	78.8	-1.8	28.8	10.8
영업이익(보고)	38.4	77.9	5.8	48.3	26.7
영업이익(핵심)	38.4	77.9	5.8	48.3	26.7
EBITDA	32.6	70.3	5.0	46.3	26.0
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	2.4	53.7	33.7
EPS	64.6	61.9	2.4	53.7	33.7
수정순이익	66.4	61.3	2.9	53.7	31.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	371	728	975
당기순이익	271	444	462	709	934
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	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-154	11	-91	2	13
기타	-41	97	-22	-10	0
투자활동현금흐름	-139	-460	139	-421	-258
투자자산의 처분	-118	-433	169	-392	-228
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	-184	-132	-135
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	-29	22	19
현금및현금성자산의순증가	-103	42	326	175	582
기초현금및현금성자산	248	145	187	514	689
기말현금및현금성자산	145	187	514	689	1,270
Gross Cash Flow	266	584	462	727	962
Op Free Cash Flow	117	434	376	696	893

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	1,911	2,503	3,273
현금및현금성자산	145	187	534	715	1,292
유동금융자산	839	1,357	1,123	1,446	1,601
매출채권및유동채권	207	228	254	342	379
채고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,828	1,910	1,992
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	25	32	35
투자자산	867	1,444	1,516	1,588	1,664
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,739	4,413	5,265
유동부채	284	456	391	486	539
매입채무및기타유동채무	244	313	279	353	391
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	112	133	148
비유동부채	181	342	312	336	356
장기매입채무및비유동채무	7	5	4	6	6
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	158	180	199
부채총계	465	797	703	822	894
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,203	2,743	3,518
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,018	3,559	4,333
비지배주주지분자본총계	10	8	18	32	37
자본총계	1,896	2,729	3,036	3,591	4,370
순차입금	-835	-1,394	-1,507	-2,011	-2,744
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	20,578	31,629	42,293
BPS	85,985	124,037	137,584	162,203	197,507
주당EBITDA	16,470	28,039	29,427	43,065	54,247
CFPS	13,853	21,612	22,259	33,564	43,824
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	18.7	12.2	9.1
PBR	2.9	3.6	2.8	2.4	1.9
EV/EBITDA	12.7	13.8	11.0	7.0	4.8
PCFR	17.9	20.7	17.3	11.5	8.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	35.8	41.3	47.2
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	35.8	41.3	47.2
EBITDA margin	36.7	35.0	37.4	42.5	48.3
순이익률	27.6	25.2	26.7	31.9	37.9
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	16.0	21.4	23.5
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	512.6	504.5	665.4
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	23.2	22.9	20.5
순차입금비율	-44.0	-51.1	-49.6	-56.0	-62.8
이자보상배율(배)	110.4	179.6	182.1	270.1	357.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.2	7.5	6.8
채고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,452.0	4,678.7	5,454.5
매입채무회전율	4.1	6.3	5.8	7.0	6.6

Compliance Notice

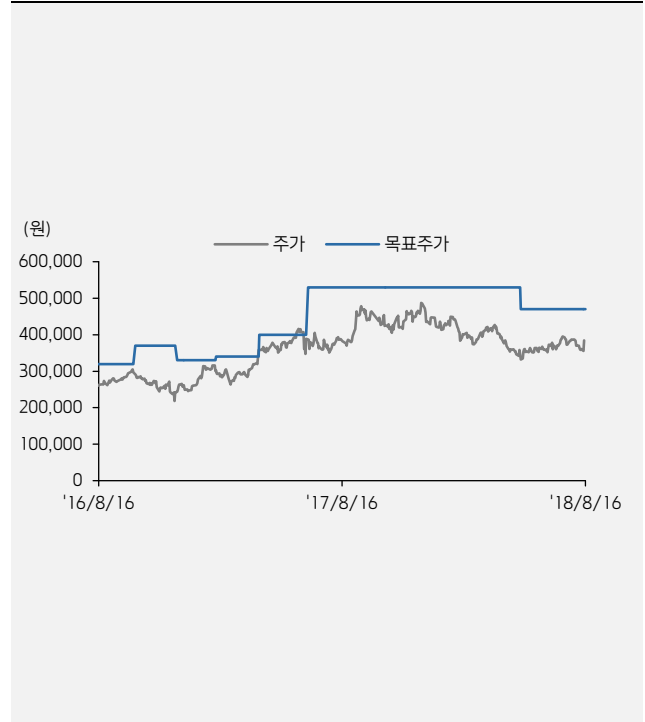
- 당사는 8월 14일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-21.89	-15.96
	2018/08/16	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 (2017/07/01~2018/06/30)

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