



BUY(Maintain)

목표주가: 550,000원
주가(11/9): 440,500원
시가총액: 96,641억원

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

Stock Data

KOSPI (11/9)	2,086.09pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	488,000원	342,000원
등락률	-9.73%	32.48%
수익률	절대	상대
1W	4.8%	13.2%
1M	22.9%	44.0%
1Y	4.6%	27.9%

Company Data

발행주식수	21,939천주	
일평균 거래량(3M)	115천주	
외국인 지분율	50.35%	
배당수익률(18E)	1.65%	
BPS(18E)	137,667원	
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	11.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	984	1,759	1,739	2,288
보고영업이익	329	585	645	957
핵심영업이익	329	585	645	957
EBITDA	361	615	672	984
세전이익	346	610	681	989
순이익	271	444	463	722
지배주주지분순이익	272	441	453	706
EPS(원)	12,416	20,104	20,661	32,195
증감률(%YoY)	64.6	61.9	2.8	55.8
PER(배)	19.9	22.3	21.3	13.7
PBR(배)	2.9	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	12.5	8.0
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	37.1	41.8
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	37.1	41.8
ROE(%)	14.7	19.2	16.1	21.7
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-49.7	-56.5

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

리니지M의 유지력 과시



엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 4,038억원(QoQ, -7.5%), 영업이익 1,390억원(QoQ, -12.9%)를 기록하면서 시장 기대치를 상회하였습니다. 리니지M의 매출이 안정적으로 유지된 가운데 PC게임들의 매출 반등에 힘입어 뛰어난 실적을 달성하였습니다. 4Q도 리니지M의 업데이트의 영향에 힘입어 견조한 실적을 보일 것으로 전망됩니다. 프로젝트TL의 CBT시점부터 신작에 대한 기대치가 점차 반영될 것으로 전망됩니다.

>>> 업데이트 효과 확인된 리니지M, PC게임들의 안정화

엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 4,038억원(QoQ, -7.5%), 영업이익 1,390억원(QoQ, -12.9%)를 기록 하면서 당사 추정치를 상회하는 실적을 거두었다. 리니지M의 업데이트 효과로 2Q와 비슷한 성과(일평균 23.5억원 수준)를 나타냈으며 리니지1만 서버오픈 효과 감소에 따른 매출 감소가 있었을 뿐 나머지 PC게임들은 매출 반등에 성공하였다. 로열티 매출은 대만에서의 인센티브 효과 제거 및 자연감소로 전분기대비 44% 감소하였다. 비용부분에서는 2Q에 있었던 인센티브가 제거됨에 따라 인건비가 감소하였으며 리니지M 및 PC게임들의 업데이트 이벤트로 마케팅비용이 소폭 증가하였다. 4Q에는 리니지M의 9월 업데이트 효과가 유지되고 있기 때문에 리니지M의 매출의 안정성은 유지될 것으로 전망된다. 오히려 연말 이벤트효과까지 고려할 경우 3Q보다 매출이 확대될 가능성이 높다.

>>> 내년 2Q부터 신작 이어질 것으로 전망

11/8일에 있었던 신작 행사를 통해서 내년 신작일정에 대한 대략적인 윤곽이 나왔다. 기존 예정신작 외에 새롭게 불소IP를 활용한 2종(불소M, 불소S)를 공개하였다. 내년 2Q시점에 리니지2M을 시작으로 주요 신작들 중 2~3개의 게임이 내년에 선보일 가능성이 높다. 이외에도 프로젝트TL이 CBT를 진행함에 따라 PC라인업의 성과도 기대해 볼 수 있다. 신작들의 출시까지 아직 시간이 남아있지만 안정적인 리니지M의 성과를 바탕으로 기대감이 점차 확대될 것으로 전망된다. 특히 최근 PC라인업에 대한 시장관심이 확대되고 있는 만큼 프로젝트TL의 CBT성과부터 이러한 기대감이 확대될 가능성이 크다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 550,000원 상향

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 550,000원으로 상향한다. 2,400억원 규모의 자사주 매입이 11/13일에 종료되어 단기 변동성은 나타날 수 있다. 하지만 리니지M의 매출 안정성 및 내년 신작에 대한 기대감이 점차 확대될 것을 감안하면 변동성이 그리 크지 않을 것이며 점진적인 상승세가 나타날 것으로 전망된다. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 17배를 적용하였다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	240	259	727	533	475	436	404	423	1,759	1,739	2,288
게임 매출액	176	222	684	474	391	344	352	366	1,556	1,453	1,764
리니지	51	34	35	34	28	42	40	36	154	147	382
리니지 2	18	17	16	15	14	13	16	16	66	59	104
아이온	13	11	10	13	19	16	16	17	47	68	143
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	31	30	31	161	126	174
길드워 2(확장팩)	14	14	20	35	24	20	21	16	83	80	142
기타(모바일, 신작)	34	109	564	338	272	222	229	250	1,045	974	818
로열티 매출액	64	36	44	60	84	92	52	57	203	286	338
영업비용	209	221	399	344	271	277	265	280	1,174	1,094	1,331
인건비	132	113	155	161	125	147	129	145	562	545	610
매출변동비	19	38	176	108	87	71	73	80	342	310	499
마케팅비	13	24	22	24	11	15	17	14	83	56	82
감가상각비	7	7	7	7	7	7	8	5	26	24	22
기타	38	38	38	44	42	38	39	37	161	158	118
영업이익	30	38	328	189	204	160	139	143	585	645	957
영업이익률	13%	15%	45%	35%	43%	37%	34%	34%	33%	37%	42%
YOY											
매출액	-1%	7.5%	234%	87.4%	98%	68.8%	-44%	-21%	78.8%	-1.1%	31.6%
영업비용	27%	43.2%	162%	88.1%	30%	25.3%	-34%	-18%	79.5%	-6.8%	21.7%
영업이익	-60%	-56.4%	403%	86.0%	570%	324.6%	-58%	-24%	77.4%	10.3%	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 2Q
아이온 2	Mobile	MMORPG	2019년 하반기
블소 2	Mobile	MMORPG	2019년 하반기
블소 M	Mobile	MMORPG	2019년 하반기
블소 S	Mobile	MMORPG	2019년 하반기

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

3Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	3Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	3Q 실적	전분기대비	3Q 추정치	추정치대비	3Q 추정치	컨센서스대비
매출액	404	-7.5	386	4.7	386	4.7
영업이익	139	-12.9	130	6.9	125	11.2
당기순이익	94	-32.7	104	-9.6	100	-6.0

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,739	2,288	2,604
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,739	2,288	2,604
판매비및일반관리비	467	962	1,094	1,331	1,345
영업이익(보고)	329	585	645	957	1,259
영업이익(핵심)	329	585	645	957	1,259
영업외손익	17	25	36	32	73
이자수익	22	19	28	30	23
배당금수익	1	2	3	4	3
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	4	2	51
법인세차감전이익	346	610	681	989	1,332
법인세비용	75	166	217	267	346
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	31.9%	27.0%	26.0%
당기순이익	271	444	463	722	985
지배주주지분순이익(억원)	272	441	453	706	979
EBITDA	361	615	672	984	1,286
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	490	749	1,012
수정당기순이익	278	449	463	722	985
증감율(% , YoY)					
매출액	17.3	78.8	-1.1	31.6	13.8
영업이익(보고)	38.4	77.9	10.3	48.3	31.5
영업이익(핵심)	38.4	77.9	10.3	48.3	31.5
EBITDA	32.6	70.3	9.3	46.4	30.7
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	2.8	55.8	38.5
EPS	64.6	61.9	2.8	55.8	38.5
수정순이익	66.4	61.3	3.3	55.8	36.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	394	750	1,026
당기순이익	271	444	463	722	985
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	-90	4	17
기타	-41	97	-2	-3	-4
투자활동현금흐름	-139	-460	132	-456	-307
투자자산의 처분	-118	-433	161	-426	-278
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	-183	-124	-125
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	-150	-150
기타	-169	1	-28	27	25
현금및현금성자산의순증가	-103	42	343	171	593
기초현금및현금성자산	248	145	187	530	701
기말현금및현금성자산	145	187	530	701	1,294
Gross Cash Flow	266	584	484	746	1,009
Op Free Cash Flow	117	434	397	728	946

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	1,917	2,541	3,388
현금및현금성자산	145	187	530	701	1,294
유동금융자산	839	1,357	1,130	1,487	1,692
매출채권및유동채권	207	228	256	352	401
채고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,828	1,911	1,994
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	25	33	37
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	3,745	4,451	5,381
유동부채	284	456	393	500	570
매입채무및기타유동채무	244	313	280	363	413
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	113	137	156
비유동부채	181	342	313	341	367
장기매입채무및비유동채무	7	5	4	6	7
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	159	185	211
부채총계	465	797	707	842	937
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,205	2,762	3,591
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,020	3,577	4,407
비지배주주지분자본총계	10	8	18	33	38
자본총계	1,896	2,729	3,038	3,610	4,445
순차입금	-835	-1,394	-1,511	-2,038	-2,837
총차입금	150	150	150	150	150

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	12,416	20,104	20,661	32,195	44,603
BPS	85,985	124,037	137,667	163,050	200,863
주당EBITDA	16,470	28,039	30,631	44,842	58,600
CFPS	13,853	21,612	22,343	34,142	46,151
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	21.3	13.7	9.9
PBR	2.9	3.6	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	12.7	13.8	12.5	8.0	5.4
PCFR	17.9	20.7	19.7	12.9	9.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	37.1	41.8	48.3
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	37.1	41.8	48.3
EBITDA margin	36.7	35.0	38.6	43.0	49.4
순이익률	27.6	25.2	26.6	31.6	37.8
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	16.1	21.7	24.5
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	536.8	534.0	733.0
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	23.3	23.3	21.1
순차입금비율	-44.0	-51.1	-49.7	-56.5	-63.8
이자보상배율(배)	110.4	179.6	189.9	281.5	386.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.2	7.5	6.9
채고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,475.0	4,813.5	5,765.9
매입채무회전율	4.1	6.3	5.9	7.1	6.7

Compliance Notice

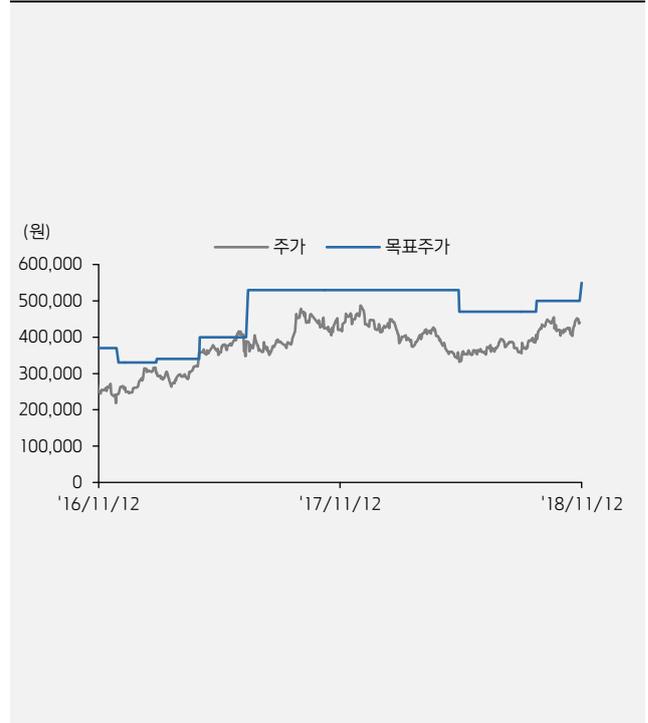
- 당사는 11월 9일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2016/12/12	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	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.37	-9.00
2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%