



BUY(Maintain)

목표주가: 600,000원

주가(2/12): 433,500원

시가총액: 95,106억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/12)		2,190.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	512,000원	332,500원
등락률	-15.33%	30.38%
수익률	절대	상대
1W	-11.4%	-16.1%
1M	20.1%	25.1%
1Y	10.4%	20.3%

Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	116천주
외국인 지분율	49.05%
배당수익률(18E)	1.30%
BPS(18E)	136,027원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,759	1,715	1,935	2,436
보고영업이익	585	615	712	1,103
핵심영업이익	585	615	712	1,103
EBITDA	615	642	739	1,130
세전이익	610	636	732	1,166
순이익	444	421	520	828
지배주주지분순이익	441	417	511	822
EPS(원)	20,104	19,021	23,308	37,481
증감률(%YoY)	61.9	-5.4	22.5	60.8
PER(배)	22.3	24.5	18.6	11.6
PBR(배)	3.6	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA(배)	13.8	13.2	10.0	5.8
보고영업이익률(%)	33.3	35.9	36.8	45.3
핵심영업이익률(%)	33.3	35.9	36.8	45.3
ROE(%)	19.2	14.7	16.3	22.1
순부채비율(%)	-51.1	-61.9	-67.3	-73.3

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

리니지M의 견고함만 바라보자



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 3,997억원(QoQ, -1.0%), 영업이익 1,126억원(QoQ, -19.0%)을 기록하면서 당사 추정치를 소폭 하회하였습니다. 리니지M의 매출이 업데이트 효과로 증가한 가운데 PC게임들의 매출이 감소하며 유지되는 모습을 보였습니다. 상반기도 리니지M의 대규모 업데이트의 영향에 힘입어 견조한 실적을 보일 것으로 전망됩니다. 다만, 리니지2M의 출시일정이 명확해지지 않고 있다는 점은 부담으로 작용할 것으로 판단됩니다.

>>> 업데이트 성과 리니지M, 비용의 소폭 증가

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 3,997억원(QoQ, -1.0%), 영업이익 1,126억원(QoQ, -19.0%)을 기록하면서 당사 추정치를 소폭 하회하는 실적을 거두었다. 리니지M은 업데이트/연말 효과로 3Q대비 매출이 증가하는 성과(일평균 24억원 수준)를 기록했다. PC게임들은 리니지2만 신규클래스서버에 따른 트래픽 증가로 매출 반등에 성공하였고 나머지 PC게임들은 프로모션 감소에 따른 매출감소를 나타내었다. 로열티 매출은 대만에서의 인센티브 감소가 있었지만 블소:레볼루션의 출시로 3Q대비 증가하였다. 비용부분에서는 인센티브에 따른 인건비가 증가 있었으며 야구단 계약금 확대(양의지 영입)에 따른 기타비용의 증가가 있었다.

상반기에는 리니지M의 업데이트(한국, 대만)가 예정되어 있어 매출의 안정성은 유지될 것으로 전망된다. 더불어 PC게임들의 프로모션/업데이트가 예정되어 있어 4Q의 리니지2와 같은 매출 반등을 일으킬 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 신작일정의 확인이 필요하지만 리니지M 견고함이 더욱 커

이번 실적발표에서 가장 중요했던 것은 리니지2M을 비롯한 신작일정이었다. 아직 일정조율 과정에 있어 일정이 공개되진 않았으나 리니지2M의 출시 일정이 다소 지연될 가능성이 존재하는 것을 암시하였다. 개발일정의 변동은 없으나 시장상황에 따라 출시 일정이 변동될 수 있다고 언급하였기 때문이다. 리니지2M에 대한 기대가 높았던 만큼 관련된 불확실성이 단기적으로 시장에 부담으로 작용할 수 있다.

다만, 우리가 직시해야 할 것은 리니지M이 견고함이다. 주요 매출원이 흔들리는 상황이라면 신작에 대한 부담이 크겠지만 리니지M의 매출 안정성은 상상 이상이기 때문에 큰 우려를 가질 필요가 없다. 또한 상반기 중 리마스터 출시에 따른 매출상승 효과, 리니지M의 타지역 출시 등이 있을 것으로 예상되기 때문에 리니지2M이 다소 지연되더라도 매출은 점진적으로 상승하는 추세가 나타날 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 600,000원 유지

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	475	436	404	400	397	443	463	632	1,759	1,715	1,935
게임 매출액	391	344	352	346	339	379	411	583	1,556	1,434	1,712
리니지	28	42	40	39	41	50	48	45	154	150	184
리니지 2	14	13	16	21	17	15	15	15	66	64	62
아이온	19	16	16	13	17	18	17	15	47	63	67
블레이드앤소울	34	31	30	25	27	33	30	30	161	120	119
길드워 2(확장팩)	24	20	21	16	19	19	20	19	83	80	76
기타(모바일, 신작)	272	222	229	233	220	245	281	458	1,045	957	1,204
로열티 매출액	84	92	52	53	58	64	52	49	203	282	223
영업비용	271	277	265	287	271	305	299	348	1,174	1,100	1,223
인건비	125	147	129	136	129	152	133	140	562	536	554
매출변동비	87	71	73	77	81	90	94	129	342	307	395
마케팅비	11	15	17	16	17	20	26	23	83	58	85
감가상각비	7	7	8	7	6	6	7	6	28	24	22
기타	42	38	39	52	37	38	40	50	159	175	167
영업이익	204	160	139	113	126	138	164	284	585	615	712
영업이익률	43%	37%	34%	28%	32%	31%	35%	45%	33%	36%	37%
YOY											
매출액	98%	68.8%	-44%	-25%	-16%	1.6%	15%	58%	78.8%	-2.5%	12.8%
영업비용	30%	25.3%	-34%	-17%	0%	10.2%	13%	21%	79.5%	-6.3%	11.1%
영업이익	570%	324.6%	-58%	-41%	-38%	-13.3%	18%	152%	77.4%	5.1%	15.8%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지:리마스터	PC	MMORPG	2019 년 상반기
리니지 M 타지역출시	Mobile	MMORPG	2019 년 상반기
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2019 년 2Q~3Q
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 M	Mobile	MMORPG	미정
블소 S	Mobile	MMORPG	미정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

4Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	399	-7.5	399	0.1	404	-1.2
영업이익	113	-12.9	121	-6.6	130	-13.1
당기순이익	68	-32.7	93	-26.9	104	-34.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,715	1,935	2,436
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,715	1,935	2,436
판매비및일반관리비	467	962	1,100	1,223	1,333
영업이익(보고)	329	585	615	712	1,103
영업이익(핵심)	329	585	615	712	1,103
영업외손익	17	25	21	20	64
이자수익	22	19	28	26	17
배당금수익	1	2	11	3	2
외환이익	16	9	20	0	0
이자비용	3	3	3	3	3
외환손실	9	26	11	0	0
관계기업지분법손익	7	-3	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	-5	-8	0	0
기타	-7	34	-11	-6	48
법인세차감전이익	346	610	636	732	1,166
법인세비용	75	166	215	212	338
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	33.9%	29.0%	29.0%
당기순이익	271	444	421	520	828
지배주주지분순이익(억원)	272	441	417	511	822
EBITDA	361	615	642	739	1,130
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	447	547	855
수정당기순이익	278	449	429	520	828
증감율(% YoY)					
매출액	17.3	78.8	-2.5	12.8	25.9
영업이익(보고)	38.4	77.9	5.1	15.8	54.8
영업이익(핵심)	38.4	77.9	5.1	15.8	54.8
EBITDA	32.6	70.3	4.3	15.2	52.8
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	-5.4	22.5	60.8
EPS	64.6	61.9	-5.4	22.5	60.8
수정순이익	66.4	61.3	-4.4	21.3	59.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	348	568	887
당기순이익	271	444	421	520	828
감가상각비	27	27	24	25	25
무형자산상각비	6	3	3	2	2
외환손익	-7	6	-9	0	0
자산처분손익	10	7	2	0	0
지분법손익	0	0	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-154	11	-102	32	36
기타	-41	97	7	-11	-3
투자활동현금흐름	-139	-460	515	-195	-227
투자자산의 처분	-118	-433	545	-165	-197
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
유형자산의 취득	-17	-29	-29	-29	-29
무형자산의 처분	-2	-4	0	0	0
기타	-3	6	0	-1	-1
재무활동현금흐름	-74	-80	-250	-61	-84
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	150	0	-1	0	0
자본의 증가	6	0	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-125	-125
기타	-169	1	-94	64	40
현금및현금성자산의순증가	-103	42	614	313	577
기초현금및현금성자산	248	145	187	801	1,114
기말현금및현금성자산	145	187	801	1,114	1,690
Gross Cash Flow	266	584	450	536	852
Op Free Cash Flow	117	434	362	570	817

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	2,193	2,645	3,423
현금및현금성자산	145	187	801	1,114	1,690
유동금융자산	839	1,357	1,201	1,316	1,462
매출채권및유동채권	207	228	191	215	271
재고자산	1	1	0	0	0
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,365	1,432	1,496
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	25	28	35
투자자산	867	1,444	1,053	1,114	1,168
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,557	4,076	4,918
유동부채	284	456	465	524	621
매입채무및기타유동채무	244	313	264	307	387
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	149	149	149
기타유동부채	40	143	51	68	85
비유동부채	181	342	98	162	204
장기매입채무및비유동채무	7	5	4	5	6
사채및장기차입금	150	150	0	0	0
기타비유동부채	24	187	93	157	197
부채총계	465	797	562	686	824
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,169	2,556	3,255
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	2,984	3,372	4,070
비지배주주지분자본총계	10	8	11	19	24
자본총계	1,896	2,729	2,995	3,391	4,094
순차입금	-835	-1,394	-1,853	-2,280	-3,003
총차입금	150	150	149	149	149

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	12,416	20,104	19,021	23,308	37,481
BPS	85,985	124,037	136,027	153,677	185,511
주당EBITDA	16,470	28,039	29,251	33,696	51,498
CFPS	13,853	21,612	20,396	24,928	38,978
DPS	3,820	7,280	6,050	6,050	6,050
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	24.5	18.6	11.6
PBR	2.9	3.6	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	12.7	13.8	13.2	10.0	5.8
PCFR	17.9	20.7	22.9	17.4	11.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	35.9	36.8	45.3
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	35.9	36.8	45.3
EBITDA margin	36.7	35.0	37.4	38.2	46.4
순이익률	27.6	25.2	24.5	26.9	34.0
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	14.7	16.3	22.1
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	479.2	402.3	766.6
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	18.8	20.2	20.1
순차입금비율	-44.0	-51.1	-61.9	-67.3	-73.3
이자보상배율(배)	110.4	179.6	187.8	220.6	340.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	8.2	9.5	10.0
재고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,427.7	4,070.7	5,394.3
매입채무회전율	4.1	6.3	5.9	6.8	7.0

Compliance Notice

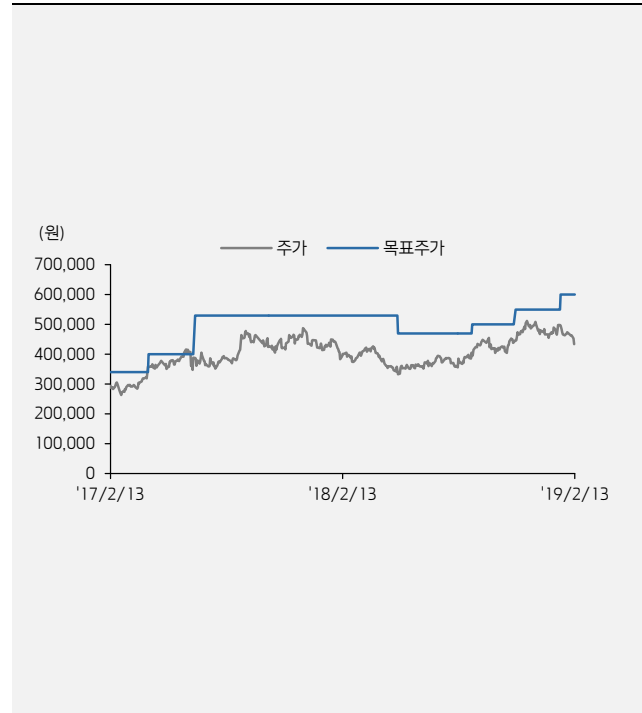
- 당사는 2월 12일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	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	-21.85	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.30	-9.00
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-12.49	-6.91
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-21.95	-17.33
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000	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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%