



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(8/11): 252,500원

시가총액: 55,371억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/11)	2,048.80pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	269,000원	182,000원
등락률	-6.13%	38.74%
수익률	절대	상대
1W	-0.8%	-3.7%
1M	5.2%	-4.4%
1Y	19.7%	16.0%

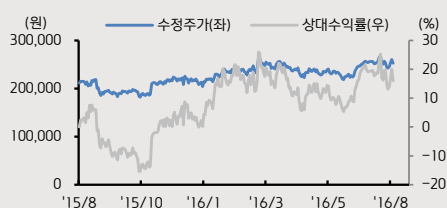
Company Data

발행주식수	21,929천주	
일평균 거래량(3M)	124천주	
외국인 지분율	36.96%	
배당수익률(16E)	1.64%	
BPS(16E)	91,397원	
주요 주주	국민연금공단	12.7%
	김택진 외 9인	12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	839	838	990	1,164
보고영업이익	278	237	333	442
핵심영업이익	278	237	333	442
EBITDA	315	272	363	472
세전이익	289	240	362	471
순이익	228	166	294	353
지배주주지분순이익	230	165	294	353
EPS(원)	10,487	7,542	13,410	16,093
증감률(%YoY)	44.7	-28.1	77.8	20.0
PER(배)	17.4	28.2	15.9	13.2
PBR(배)	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	9.7	13.7	9.6	6.7
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	33.6	38.0
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	33.6	38.0
ROE(%)	18.0	10.5	15.4	16.3
순부채비율(%)	-65.3	-53.3	-59.1	-66.4

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

리니지의 힘! IP파워로 하반기 드라이브



엔씨소프트의 2Q실적이 발표되었다. 당사 예상치를 뛰어넘는 긍정적인 실적을 달성하였다. 2Q실적은 매출액 2,405억원(QoQ, -0.1%), 영업이익 861억원(QoQ, +13.7%)을 기록하며 시장 기대치를 상회하였다. 리니지의 매출 확대와 마케팅비용의 감소가 가장 큰 이유였다. 입증되고 있는 IP파워를 기반으로 하반기 모바일매출 확대가 기대된다.

>>> 2Q실적 Review

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 2,405억원(QoQ, -0.1%), 영업이익 861억원(QoQ, +13.7%)을 기록하며 기대치를 상회하는 실적을 달성하였다. 길드워2 및 블레이드앤소울의 매출이 감소하였음에도 리니지1,2의 매출 확대가 이루어지면서 전분기와 유사한 매출을 달성하였다. 영업비용은 인센티브 감소에 따른 인건비 감소가 있었고 마케팅비용이 전분기대비 37억원 감소하여 1Q대비 감소하였다. 기존 게임의 경우 길드워2의 매출부진이 아프긴 하지만 리니지1의 힘을 바탕으로 한 실적 안정성은 지속될 것으로 전망된다.

>>> 입증되고 있는 IP파워, 하반기에 꽃 피운다

하반기가 기대되는 이유는 동사의 IP를 활용한 다수의 모바일게임들이 출시할 예정이기 때문이다. 아직까지 크게 성공한 모바일게임은 없지만 불소모바일, 천당:혈맹 등을 통한 IP파워가 입증되고 있다. 특히 리니지2 IP를 활용하여 스네일게임즈가 개발한 천당:혈맹의 경우 iOS출시 초기 마케팅이 거의 없었음에도 불구하고 지속적인 매출 상승추세를 나타내었고 최고 매출 8위까지 상승(8/11일 현재 35위)하였었다. 향후 Android까지 출시가 이루어지면 순위 상승이 이루어질 가능성이 높다.

3Q에는 리니지RK가 출시를 조율 중인 것으로 나타나고 있고 4Q에는 리니지M의 CBT(10월)-출시(연말)가 예정되어 있다. 또한 리니지이터널의 CBT가 예정되어 있어 연말로 갈수록 실적 성장 가능성은 높다고 판단된다. 또한 넷마블에서 출시하는 리니지2:레볼루션이 10월에 출시할 예정으로 리니지2:혈맹과 더불어 로열티 매출 증가에 기여할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 320,000원 상향

투자의견을 BUY로 유지하고 목표주가를 320,000원으로 상향한다. 2Q실적이 예상보다 호실적을 기록하였고 순이익 부문에서 손금산입이 172억원 이루어지면서 2016년 예상EPS가 기존 추정치대비 증가하였기 때문이다. 하반기 모바일부문 신작 출시와 더불어 내년 리니지이터널까지 이어지는 일정을 감안하면 주가 측면에서 여전히 매력적인 구간으로 판단된다.

2Q실적 및 당사추정치, 컨센서스 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16P	당사추정치		컨센서스	
			2Q 추정치	차이	2Q 추정치	차이
매출액	240.8	240.5	234.6	-2.5%	232.8	-3.2%
영업이익	75.8	86.1	77.1	-10.5%	74.8	-13.1%
당기순이익	66.2	90.4	62.4	-31.0%	59.8	-33.8%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
매출액	188	218	196	237	241	241	243	266	839	838	990
게임 매출액	163	197	173	208	211	214	215	234	702	740	874
리니지	66	85	78	83	79	94	82	88	263	313	343
리니지 2	11	16	16	20	17	19	18	18	60	63	72
아이온	18	20	17	19	20	18	18	21	94	74	77
블레이드앤소울	27	30	25	32	54	49	48	49	83	114	200
길드워 2(확장팩)	20	22	21	37	31	16	19	17	86	101	82
기타(모바일, 신작)	20	22	17	16	11	18	36	55	117	76	120
로열티 매출액	26	21	23	29	29	27	28	32	137	99	116
영업비용	143	150	145	162	165	154	161	176	561	601	657
인건비	86	81	81	77	99	91	92	95	309	325	378
매출변동비	13	15	13	14	14	13	14	15	47	55	56
마케팅비	4	8	8	14	9	5	9	14	33	34	38
감가상각비	9	8	9	8	8	8	9	8	34	33	31
기타	31	38	34	50	35	37	37	43	137	154	155
영업이익	45	67	51	75	76	86	81	90	278	237	333
영업이익률	24%	31%	26%	32%	31%	36%	34%	34%	33%	28%	34%
YOY											
매출액	6%	2%	-8%	1%	28%	11%	24%	12%	11%	0%	18%
영업비용	7%	1%	11%	10%	15%	3%	11%	9%	2%	7%	9%
영업이익	1%	3%	-38%	-14%	69%	28%	61%	20%	36%	-15%	40%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	839	838	990	1,164	1,128
매출원가	220	203	209	211	217
매출총이익	618	636	781	953	911
판매비및일반관리비	340	398	448	512	458
영업이익(보고)	278	237	333	442	447
영업이익(핵심)	278	237	333	442	453
영업외손익	11	2	29	29	31
이자수익	17	20	23	26	26
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	13	3	0	0
이자비용	0	0	1	0	0
외환손실	5	3	6	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	4	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	-1	-2	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	0	0	0
기타	-11	-25	5	5	5
법인세차감전이익	289	240	362	471	484
법인세비용	61	73	68	118	121
유효법인세율 (%)	21.3%	30.5%	18.7%	25.0%	25.0%
당기순이익	228	166	294	353	363
지배주주지분순이익(억원)	230	165	294	353	363
EBITDA	315	272	363	472	483
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	325	383	393
수정당기순이익	226	167	295	354	363
증감율(% YoY)					
매출액	10.8	-0.1	18.1	17.6	-3.1
영업이익(보고)	35.5	-14.6	40.1	32.8	1.1
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	40.1	32.8	2.5
EBITDA	30.9	-13.5	33.4	29.9	2.3
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	77.8	20.0	2.8
EPS	44.7	-28.1	77.8	20.0	2.8
수정순이익	48.1	-26.2	76.4	20.2	2.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	319	421	385
당기순이익	228	166	294	353	363
감가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	2	0	0
자산처분손익	1	1	1	2	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	-2	36	-8
기타	25	42	-3	0	0
투자활동현금흐름	-176	-517	-153	-173	13
투자자산의 처분	-156	-487	-127	-147	31
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-18	-18	-19	-19
무형자산의 처분	-2	1	-8	-8	0
기타	1	-14	1	0	1
재무활동현금흐름	-12	310	-51	-61	-73
단기차입금의 증가	-3	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-69	-60	-74	-85
기타	3	379	9	13	12
현금및현금성자산의순증가	79	45	116	186	325
기초현금및현금성자산	123	203	248	364	550
기말현금및현금성자산	203	248	364	550	875
Gross Cash Flow	285	235	321	385	393
Op Free Cash Flow	214	189	254	373	347

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,349	1,709	1,998
현금및현금성자산	203	248	364	550	875
유동금융자산	695	705	832	979	948
매출채권및유동채권	121	129	152	179	173
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,138	1,137	1,123
장기매출채권및기타비유동채권	18	17	20	24	23
투자자산	301	797	802	802	802
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,487	2,845	3,121
유동부채	245	338	359	422	409
매입채무및기타유동채무	210	231	309	364	352
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	50	59	57
비유동부채	78	93	105	121	132
장기매입채무및비유동채무	14	16	19	22	21
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	86	99	111
부채총계	323	430	464	544	541
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,565	1,844	2,123
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	2,004	2,284	2,562
비지배주주지분자본총계	15	19	19	18	18
자본총계	1,376	1,789	2,023	2,302	2,580
순차입금	-898	-953	-1,196	-1,529	-1,824
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

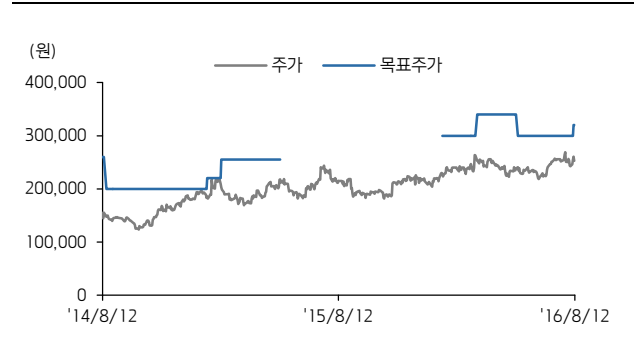
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	13,410	16,093	16,539
BPS	62,045	80,693	91,397	104,132	116,827
주당EBITDA	14,362	12,424	16,570	21,532	22,020
CFPS	12,051	9,181	14,809	17,483	17,919
DPS	3,430	2,747	3,500	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	15.9	13.2	12.9
PBR	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.7	13.7	9.6	6.7	5.9
PCFR	15.1	23.2	14.4	12.2	11.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	33.6	38.0	39.6
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	33.6	38.0	40.1
EBITDA margin	37.5	32.5	36.7	40.6	42.8
순이익률	27.1	19.8	29.7	30.3	32.2
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	15.4	16.3	14.9
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	481.0	1,076.3	3,765.7
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	22.9	23.6	21.0
순차입금비율	-65.3	-53.3	-59.1	-66.4	-70.7
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	603.2	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	7.0	7.0	6.4
재고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,466.9	1,782.2	1,783.6
매입채무회전율	4.0	3.8	3.7	3.5	3.1

- 당사는 8월 11일 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 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
엔씨소프트 (036570)	2014/08/18	BUY(Maintain)	200,000원
	2014/11/14	BUY(Maintain)	200,000원
	2014/12/12	BUY(Maintain)	200,000원
	2015/01/21	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/01/28	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/02/12	BUY(Maintain)	255,000원
	2015/05/14	BUY(Maintain)	255,000원
	담당자변경 2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000원
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원
담당자변경	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원

목표주가 추이



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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%