



BUY(Maintain)

목표주가: 370,000원

주가(10/10): 291,500원

시가총액: 63,923억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/10)	2,056.82pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	305,000원	182,000원
등락률	-4.43%	60.16%
수익률	절대	상대
1W	6.4%	5.4%
1M	16.8%	12.0%
1Y	49.5%	46.8%

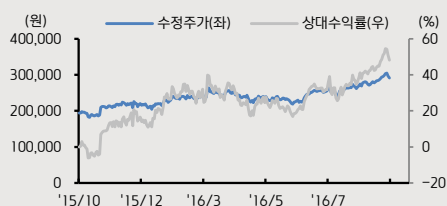
Company Data

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	121천주
외국인 지분율	39.58%
배당수익률(16E)	1.64%
BPS(16E)	91,076원
주요 주주	국민연금공단 12.7%
	김택진 외 9인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	838	979	1,173	1,152
보고영업이익	237	323	447	498
핵심영업이익	237	323	447	468
EBITDA	272	353	478	498
세전이익	240	352	476	499
순이익	166	287	357	374
지배주주지분순이익	165	287	358	375
EPS(원)	7,542	13,089	16,320	17,096
증감률(%YoY)	-28.1	73.5	24.7	4.8
PER(배)	28.2	16.3	13.1	12.5
PBR(배)	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	13.7	9.8	6.6	5.7
보고영업이익률(%)	28.3	33.0	38.2	43.2
핵심영업이익률(%)	28.3	33.0	38.2	40.6
ROE(%)	10.5	15.1	16.6	15.3
순부채비율(%)	-53.3	-58.9	-66.4	-70.9

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

글로벌 온라인게임 리더들에 대한 재평가



최근 글로벌 주요 게임업체들의 주가가 우상향하고 있다. 이는 전반적인 게임업종의 매출확대에 기인하고 있으며 엔씨소프트 역시 보유한 IP를 바탕으로 지속적인 성장이 예상된다. 3Q실적은 매출액 2,305억원(QoQ, -4.2%), 영업이익 718억원(QoQ, -16.7%)을 기록할 것으로 전망된다. 향후 IP를 활용한 게임들의 성과에 관심을 기울일 필요가 있다.

>>> 우상향하고 있는 게임업종 리더들

글로벌 게임업종의 리더들의 주가추이를 살펴보면 지속적으로 우상향하는 모습을 보여주고 있다. 이는 개별업체들의 출시 성과 영향보다는 전반적으로 성장하고 있는 게임시장에 대한 평가라고 할 수 있다. 현재 게임업종은 온라인/모바일 시장이 확대되고 있는 가운데 VR시장의 확대가 점점 가시화되고 있는 시점이다. 이러한 플랫폼의 확장에서 최종적인 수혜는 IP(지적재산권)를 보유한 업체들이 될 것으로 전망된다. 모바일 역시 초기에는 모바일에 최적화된 게임들이 등장했지만 결국에는 글로벌에서 통용되는 IP를 중심으로 시장이 어지고 있다. 이런 관점에서 살펴보면 다양한 IP를 보유한 업체들에 대하여 프리미엄 적용이 가능하다는 것이다.

>>> 입증되고 있는 IP파워

엔씨소프트의 IP파워 입증은 현재 진행형이다. 스네일게임즈가 개발한 천당:혈맹(리니지2 IP활용)의 경우 중국 iOS 상위권(5~7위)에서 지속적으로 유지되고 있고 넷마블게임즈가 개발하는 리니지2:레볼루션은 13일에 사전테스트를 준비하고 있어 출시가 가시화되고 있다.

4Q에는 리니지RK가 출시를 조율 중인 것으로 알려져 있고 리니지M의 CBT(10월)-출시(연말)가 예정되어 있다. 또한 4일에는 리니지RK의 중국 퍼블리싱계약을 체결하면서 중국 내 리니지IP 영향력을 확대시킬 계획이다. 11월에 예정되어 있는 리니지이터널의 CBT는 새로운 IP의 가치를 부각시켜줄 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 370,000원으로 상향

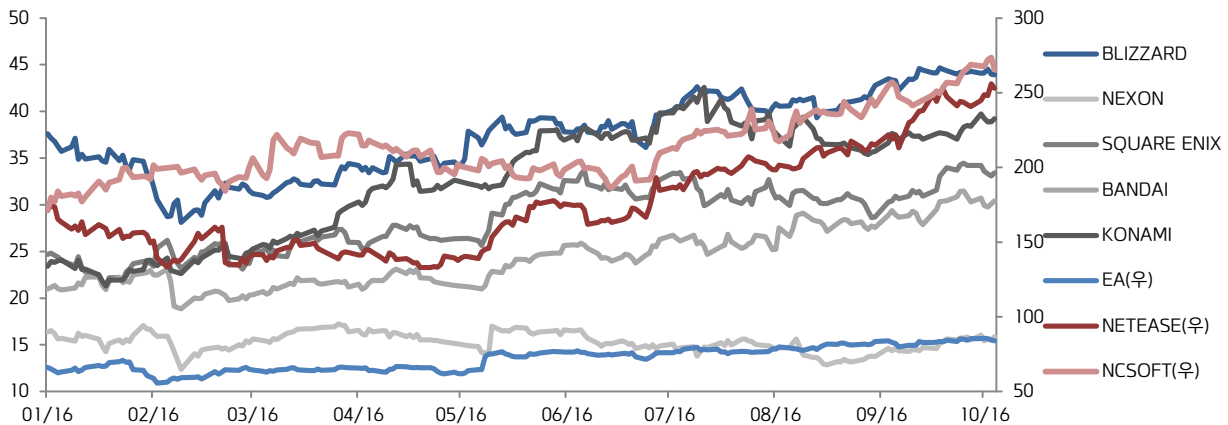
투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 370,000원으로 상향한다. 주가는 2017년 예상EPS 16,320원에 Target PER 23배(글로벌 Peer평균에 10%프리미엄 가산)를 적용하였다. 주가측면에서 지속적인 상승이 이루어졌기 때문에 부담스러운 측면이 존재하지만 글로벌 Top tear들의 주가수준을 고려하였을 경우 아직까지 상승여력이 존재한다고 판단한다. 다만 이제부터 신작 게임들의 출시가 다가옴에 따라 관련 성과에 따른 변동은 있을 수 있다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	241	241	230	267	286	296	284	307	838	979	1,173
게임 매출액	211	214	198	227	255	268	250	265	740	849	893
리니지	79	94	76	88	73	88	71	82	313	337	314
리니지 2	17	19	18	18	19	21	20	20	63	72	80
아이온	20	18	18	21	18	16	17	19	74	77	70
블레이드앤소울	54	49	45	49	43	39	36	39	114	197	157
길드워 2(확장팩)	31	16	17	17	25	13	14	14	101	80	66
기타(모바일, 신작)	11	18	23	41	142	165	161	155	76	93	224
로열티 매출액	29	27	33	41	30	28	34	42	99	130	135
영업비용	165	154	159	178	186	180	177	182	601	656	725
인건비	99	91	91	91	104	96	95	95	325	372	390
매출변동비	14	13	15	23	23	24	23	25	55	66	95
마케팅비	9	5	8	12	12	12	12	13	34	34	48
감가상각비	8	8	9	8	8	7	8	8	33	31	29
기타	35	37	36	44	39	41	39	42	154	153	162
영업이익	76	86	72	89	100	116	107	124	237	323	447
영업이익률	31%	36%	31%	33%	35%	39%	38%	41%	28%	33%	38%
YOY											
매출액	28%	11%	17.8%	13%	19%	23%	23.1%	15%	0%	17%	20%
영업비용	15%	3%	9.4%	10%	13%	17%	11.5%	2%	7%	9%	11%
영업이익	69%	28%	41.9%	19%	32%	35%	48.6%	40%	-15%	36%	39%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

우상향하는 글로벌 게임업체 주가 추이(단위: 달러)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	839	838	979	1,173	1,152
매출원가	220	203	204	209	214
매출총이익	618	636	774	964	938
판매비및일반관리비	340	398	452	516	470
영업이익(보고)	278	237	323	447	498
영업이익(핵심)	278	237	323	447	468
영업외손익	11	2	29	29	31
이자수익	17	20	22	24	25
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	9	13	6	0	0
이자비용	0	0	1	0	0
외환손실	5	3	5	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	4	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	0	0	0
기타	-11	-25	3	5	5
법인세차감전이익	289	240	352	476	499
법인세비용	61	73	65	119	125
유효법인세율 (%)	21.3%	30.5%	18.5%	25.0%	25.0%
당기순이익	228	166	287	357	374
지배주주지분순이익(억원)	230	165	287	358	375
EBITDA	315	272	353	478	498
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	317	388	404
수정당기순이익	226	167	287	358	374
증감율(% YoY)					
매출액	10.8	-0.1	16.8	19.8	-1.7
영업이익(보고)	35.5	-14.6	35.9	38.6	11.3
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	35.9	38.6	4.7
EBITDA	30.9	-13.5	29.7	35.2	4.3
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	73.5	24.7	4.8
EPS	44.7	-28.1	73.5	24.7	4.8
수정순이익	48.1	-26.2	71.5	24.9	4.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	309	428	399
당기순이익	228	166	287	357	374
감가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	-1	0	0
자산처분손익	1	1	0	1	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	-4	40	-4
기타	25	42	0	-1	-1
투자활동현금흐름	-176	-517	-143	-189	0
투자자산의 처분	-156	-487	-118	-163	17
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	1	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	115	178	326
기초현금및현금성자산	123	203	248	363	541
기말현금및현금성자산	203	248	363	541	866
Gross Cash Flow	285	235	313	388	403
Op Free Cash Flow	214	189	244	381	362

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,337	1,708	2,013
현금및현금성자산	203	248	363	541	866
유동금융자산	695	705	823	986	969
매출채권및유동채권	121	129	151	180	177
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,138	1,137	1,125
장기매출채권및기타비유동채권	18	17	20	24	23
투자자산	301	797	802	803	804
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,475	2,845	3,139
유동부채	245	338	355	426	418
매입채무및기타유동채무	210	231	306	366	360
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	49	59	58
비유동부채	78	93	104	121	133
장기매입채무및비유동채무	14	16	19	22	22
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	86	99	111
부채총계	323	430	460	547	551
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,558	1,842	2,133
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	1,997	2,281	2,572
비지배주주지분자본총계	15	19	18	17	16
자본총계	1,376	1,789	2,016	2,298	2,588
순차입금	-898	-953	-1,186	-1,527	-1,835
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

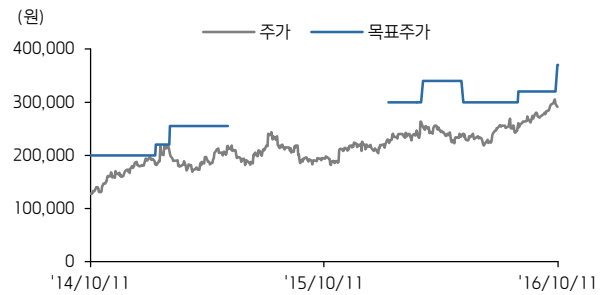
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	13,089	16,320	17,096
BPS	62,045	80,693	91,076	104,037	117,287
주당EBITDA	14,362	12,424	16,117	21,787	22,731
CFPS	12,051	9,181	14,465	17,672	18,437
DPS	3,430	2,747	3,500	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	16.3	13.1	12.5
PBR	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.7	13.7	9.8	6.6	5.7
PCFR	15.1	23.2	14.7	12.1	11.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	33.0	38.2	43.2
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	33.0	38.2	40.6
EBITDA margin	37.5	32.5	36.1	40.7	43.3
순이익률	27.1	19.8	29.3	30.5	32.5
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	15.1	16.6	15.3
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	456.8	1,082.1	6,260.1
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	22.8	23.8	21.3
순차입금비율	-65.3	-53.3	-58.9	-66.4	-70.9
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	238.3	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	7.0	7.1	6.4
재고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,450.9	1,795.4	1,822.5
매입채무회전율	4.0	3.8	3.6	3.5	3.2

- 당사는 10월 10일 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 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
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원

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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%