



BUY(Maintain)

목표주가: 330,000원

주가(12/9): 242,000원

시가총액: 53,068억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|---------------|------------|----------|
| KOSPI (11/10) | 2,024.69pt | |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 305,000원 | 204,000원 |
| 등락률 | -20.66% | 18.63% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1W | -9.4% | -12.3% |
| 1M | 4.5% | 4.5% |
| 1Y | 16.1% | 11.7% |

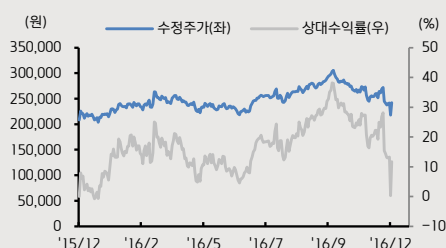
Company Data

| | | |
|-------------|----------|-------|
| 발행주식수 | 21,929천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 132천주 | |
| 외국인 지분율 | 38.74% | |
| 배당수익률(16E) | 1.45% | |
| BPS(16E) | 89,826원 | |
| 주요 주주 | 국민연금공단 | 12.9% |
| | 김택진 외 9인 | 12.0% |

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 839 | 838 | 949 | 1,231 |
| 보고영업이익 | 278 | 237 | 295 | 510 |
| 핵심영업이익 | 278 | 237 | 295 | 510 |
| EBITDA | 315 | 272 | 325 | 540 |
| 세전이익 | 289 | 240 | 314 | 533 |
| 순이익 | 228 | 166 | 259 | 400 |
| 지배주주지분순이익 | 230 | 165 | 259 | 401 |
| EPS(원) | 10,487 | 7,542 | 11,818 | 18,275 |
| 증감률(%YoY) | 44.7 | -28.1 | 56.7 | 54.6 |
| PER(배) | 17.4 | 28.2 | 20.5 | 13.2 |
| PBR(배) | 2.9 | 2.6 | 2.7 | 2.3 |
| EV/EBITDA(배) | 9.7 | 13.7 | 12.8 | 6.9 |
| 보고영업이익률(%) | 33.2 | 28.3 | 31.1 | 41.4 |
| 핵심영업이익률(%) | 33.2 | 28.3 | 31.1 | 41.4 |
| ROE(%) | 18.0 | 10.5 | 13.7 | 18.6 |
| 순부채비율(%) | -65.3 | -53.3 | -57.9 | -67.2 |

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

리니지RK를 통해 확인된 모바일 성장 가능성



엔씨소프트의 주가는 11월을 기점으로 지속적으로 하락하였다. 리니지이터널CBT의 성과우려에 따른 성장가능성 우려, 글로벌 Peer들의 주가하락이 주된 이유였다. 하지만 리니지RK의 초기성과를 비추어 봤을 때 모바일에서의 성과가 이어진다면 2017년의 성장 가능성은 여전히 유효하다고 판단된다.

>>> 리니지RK 초기 매출 긍정적

엔씨소프트의 최근 주가하락은 리니지이터널CBT의 초기반응이 부정적으로 나타남에 따라 발생하였다. 하지만 CBT에서 주로 나타난 부정적 반응들은 온라인/모바일 연동에 대한 부분을 감안하지 않은 측면이 크다. 반면 리니지RK는 첫날 반응이 부정적이었지만 초기 매출성과는 긍정적으로 판단된다. 11일 현재 국내 iOS 매출1위, Google 매출3위에 랭크 되어 있으며 국내뿐만 아니라 대만, 홍콩, 태국 등에서도 긍정적 매출추이를 기록하고 있다.

현재 나타난 지표로 역추산을 해보았을 경우 일평균매출이 6억원 수준으로 나타나고 있는 것으로 판단된다. 분명 게임 방식에서의 특이점은 없지만 경매장과 강화시스템(아이템 회소성), 혈맹시스템 등 기존 RPG게임과 다른 점이 존재하기 때문에 일정수준 이상의 유저 유입과 리텐션이 나타난다면 Life Cycle이 길게 유지될 것으로 기대된다. 다만 변수는 리니지2:레볼루션의 출시에 따른 카니발의 발생 여부다. 이에 따라 당사의 추정치는 리니지2:레볼루션의 출시 이후 리니지RK의 매출이 일정부분 감소하는 것으로 반영하였다.

>>> 내년 라인업 다수 존재, 다만 글로벌 업체들의 주가가 변수

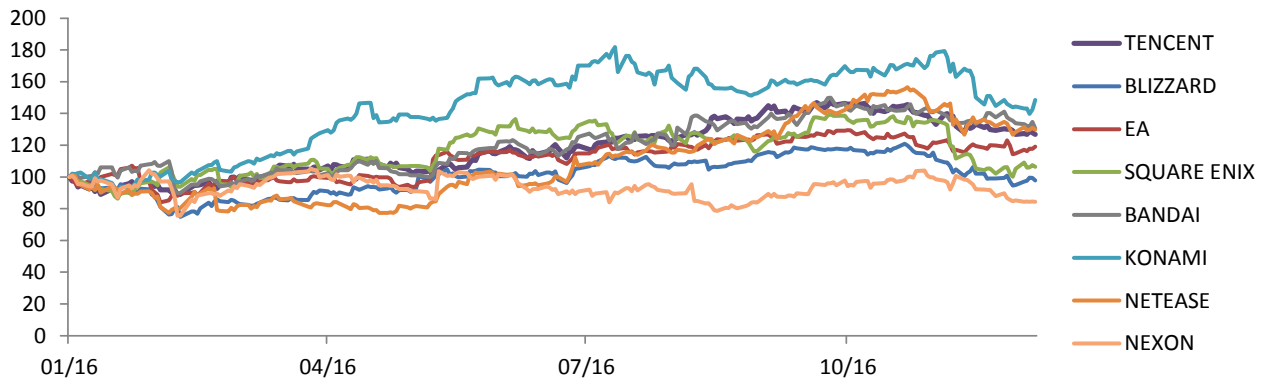
동사의 잠재력은 2017년에 분출될 것으로 판단된다. 파이프라인이 온라인게임 4~5종, 모바일게임 20여종으로 다수 존재하고 있으며 실제 모바일에서 기대되는 게임들은 아직 출시하지 않았다.

오히려 글로벌 업체들의 Valuation이 향후 주가에 영향을 줄 것으로 전망된다. 현재 글로벌 Peer들의 주가는 11월을 기점으로 지속적으로 하락한 상황이다. 3Q실적들이 기대치에 미치지 못한 것과 Valuation에 대한 부담감 때문이다. 전체 게임업종에 대한 시각이 악화된다면 동사도 그 영향에서 자유롭지 못하다는 점에서 향후 주가추이에 변수로 자리잡을 것이다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 330,000원 하향

투자의견을 BUY을 유지하지만 목표주가는 330,000원으로 하향한다. 신작의 성과가 돋보이지만 글로벌 Peer들의 Multiple하락으로 Target PER을 18배로 조정하였기 때문이다. 그럼에도 불구하고 현재 주가는 매우 저평가되어 있다고 판단하며 모바일성과가 나타나고 있다는 점을 감안하면 매수의 관점으로 접근할 필요가 있다.

2016년 글로벌 주요 게임업체들의 주가추이(기준: 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16P | 4Q16E | 1Q17E | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2015 | 2016E | 2017E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|-------|
| 매출액 | 241 | 241 | 218 | 250 | 281 | 318 | 311 | 321 | 838 | 949 | 1,231 |
| 게임 매출액 | 211 | 214 | 193 | 220 | 249 | 288 | 284 | 293 | 740 | 839 | 1,114 |
| 리니지 | 79 | 94 | 84 | 93 | 76 | 91 | 80 | 90 | 313 | 350 | 337 |
| 리니지 2 | 17 | 19 | 21 | 19 | 20 | 22 | 24 | 22 | 63 | 76 | 87 |
| 아이온 | 20 | 18 | 16 | 18 | 20 | 17 | 16 | 17 | 74 | 71 | 70 |
| 블레이드앤소울 | 54 | 49 | 40 | 44 | 51 | 46 | 38 | 42 | 114 | 187 | 177 |
| 길드워 2(확장팩) | 31 | 16 | 15 | 17 | 21 | 13 | 12 | 17 | 101 | 78 | 64 |
| 기타(모바일, 신작) | 11 | 18 | 18 | 30 | 62 | 100 | 114 | 105 | 76 | 76 | 380 |
| 로열티 매출액 | 29 | 27 | 24 | 30 | 32 | 30 | 27 | 28 | 99 | 110 | 117 |
| 영업비용 | 165 | 154 | 152 | 182 | 179 | 180 | 180 | 182 | 601 | 654 | 721 |
| 인건비 | 99 | 91 | 93 | 91 | 100 | 92 | 94 | 92 | 325 | 375 | 379 |
| 매출변동비 | 14 | 13 | 13 | 16 | 24 | 27 | 26 | 27 | 55 | 56 | 104 |
| 마케팅비 | 9 | 5 | 7 | 14 | 11 | 12 | 12 | 12 | 34 | 34 | 46 |
| 감가상각비 | 8 | 8 | 8 | 9 | 8 | 7 | 7 | 8 | 32 | 30 | 28 |
| 기타 | 35 | 37 | 31 | 53 | 37 | 42 | 41 | 42 | 155 | 159 | 163 |
| 영업이익 | 76 | 86 | 65 | 68 | 102 | 138 | 131 | 139 | 237 | 295 | 510 |
| 영업이익률 | 31% | 36% | 30% | 27% | 36% | 43% | 42% | 43% | 28% | 31% | 41% |
| YOY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 28% | 11% | 11.2% | 5% | 17% | 32% | 42.9% | 28% | 0% | 13% | 30% |
| 영업비용 | 15% | 3% | 5.1% | 13% | 9% | 17% | 18.2% | 0% | 7% | 9% | 10% |
| 영업이익 | 69% | 28% | 28.7% | -10% | 35% | 60% | 100.7% | 106% | -15% | 24% | 73% |

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

| 게임명 | 디바이스 | 장르 | 출시시점 및 지역 |
|--------------------------|--------|------------------|---------------------------------|
| 리니지 이터널 CBT | PC | MMORPG | 11/10~20 테스트 모집, 11/30~12/4 CBT |
| 리니지 RK | Mobile | MORPG | 2016.12.08, 한국 대만 동남아시아 |
| 블레이드&소울: 정령의 반지 | Mobile | 카드형 RPG | 2017.1Q 국내 대만 일본 |
| 파이널블레이드 | Mobile | MORPG | 2017.1Q 국내 |
| 리니지 M | Mobile | MMORPG | 2017.1Q 국내, 하반기 대만 |
| MXM | PC | Moba | 내년 상반기, 북미~한국 먼저 출시 조율중 |
| 리니지 이터널 | PC | MMORPG | 내년 상반기, 글로벌 동시 출시 |
| 프로젝트 오르카 | Mobile | MMORPG | 미정 |
| Mobile 라인업 20 여개(5 개 포함) | Mobile | 다양한 장르 | 일정은 내년 말까지 예정 |
| PC 라인업 2~3 개 추가 대기 | PC | MMORPG, Casual 등 | 내후년 이후 |

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 839 | 838 | 949 | 1,231 | 1,239 |
| 매출원가 | 220 | 203 | 192 | 182 | 187 |
| 매출총이익 | 618 | 636 | 756 | 1,049 | 1,053 |
| 판매비및일반관리비 | 340 | 398 | 462 | 539 | 512 |
| 영업이익(보고) | 278 | 237 | 295 | 510 | 557 |
| 영업이익(핵심) | 278 | 237 | 295 | 510 | 541 |
| 영업외손익 | 11 | 2 | 20 | 23 | 26 |
| 이자수익 | 17 | 20 | 22 | 24 | 26 |
| 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 | -7 | -1 | -1 |
| 법인세차감전이익 | 289 | 240 | 314 | 533 | 566 |
| 법인세비용 | 61 | 73 | 55 | 133 | 142 |
| 유효법인세율 (%) | 21.3% | 30.5% | 17.6% | 25.0% | 25.0% |
| 당기순이익 | 228 | 166 | 259 | 400 | 425 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 230 | 165 | 259 | 401 | 426 |
| EBITDA | 315 | 272 | 325 | 540 | 571 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 264 | 201 | 289 | 430 | 455 |
| 수정당기순이익 | 226 | 167 | 259 | 401 | 425 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 10.8 | -0.1 | 13.2 | 29.8 | 0.7 |
| 영업이익(보고) | 35.5 | -14.6 | 24.1 | 73.1 | 9.1 |
| 영업이익(핵심) | 35.5 | -14.6 | 24.1 | 73.1 | 6.0 |
| EBITDA | 30.9 | -13.5 | 19.4 | 66.2 | 5.6 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 44.9 | -28.1 | 56.7 | 54.6 | 6.2 |
| EPS | 44.7 | -28.1 | 56.7 | 54.6 | 6.2 |
| 수정순이익 | 48.1 | -26.2 | 54.9 | 54.8 | 6.0 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 264 | 241 | 275 | 489 | 456 |
| 당기순이익 | 228 | 166 | 259 | 400 | 425 |
| 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 | -10 | 59 | 2 |
| 기타 | 25 | 42 | 0 | -1 | -1 |
| 투자활동현금흐름 | -176 | -517 | -118 | -264 | -24 |
| 투자자산의 처분 | -156 | -487 | -93 | -237 | -7 |
| 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 | -60 | -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 | 14 | 12 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 79 | 45 | 106 | 165 | 358 |
| 기초현금및현금성자산 | 123 | 203 | 248 | 354 | 519 |
| 기말현금및현금성자산 | 203 | 248 | 354 | 519 | 878 |
| Gross Cash Flow | 285 | 235 | 285 | 431 | 454 |
| Op Free Cash Flow | 214 | 189 | 216 | 447 | 423 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 1,020 | 1,083 | 1,298 | 1,745 | 2,111 |
| 현금및현금성자산 | 203 | 248 | 354 | 519 | 878 |
| 유동금융자산 | 695 | 705 | 798 | 1,035 | 1,042 |
| 매출채권및유동채권 | 121 | 129 | 146 | 189 | 191 |
| 채고자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 679 | 1,136 | 1,137 | 1,139 | 1,127 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 18 | 17 | 19 | 25 | 25 |
| 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 | 2,436 | 2,883 | 3,238 |
| 유동부채 | 245 | 338 | 344 | 447 | 450 |
| 매입채무및기타유동채무 | 210 | 231 | 297 | 385 | 387 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 36 | 107 | 48 | 62 | 62 |
| 비유동부채 | 78 | 93 | 103 | 123 | 135 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 14 | 16 | 18 | 23 | 24 |
| 사채및장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 64 | 77 | 85 | 100 | 112 |
| 부채총계 | 323 | 430 | 448 | 570 | 585 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 주식발행초과금 | 219 | 219 | 219 | 219 | 219 |
| 이익잉여금 | 1,234 | 1,330 | 1,530 | 1,857 | 2,199 |
| 기타자본 | -103 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 지배주주지분자본총계 | 1,361 | 1,770 | 1,969 | 2,296 | 2,638 |
| 비지배주주지분자본총계 | 15 | 19 | 18 | 17 | 15 |
| 자본총계 | 1,376 | 1,789 | 1,988 | 2,313 | 2,653 |
| 순차입금 | -898 | -953 | -1,152 | -1,555 | -1,920 |
| 총차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

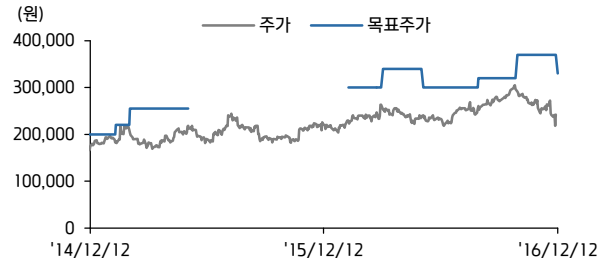
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 10,487 | 7,542 | 11,818 | 18,275 | 19,408 |
| BPS | 62,045 | 80,693 | 89,806 | 104,723 | 120,285 |
| 주당EBITDA | 14,362 | 12,424 | 14,830 | 24,644 | 26,024 |
| CFPS | 12,051 | 9,181 | 13,197 | 19,623 | 20,745 |
| DPS | 3,430 | 2,747 | 3,500 | 4,000 | 4,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 17.4 | 28.2 | 20.5 | 13.2 | 12.5 |
| PBR | 2.9 | 2.6 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 9.7 | 13.7 | 12.8 | 6.9 | 5.9 |
| PCFR | 15.1 | 23.2 | 18.3 | 12.3 | 11.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 33.2 | 28.3 | 31.1 | 41.4 | 44.9 |
| 영업이익률(핵심) | 33.2 | 28.3 | 31.1 | 41.4 | 43.6 |
| EBITDA margin | 37.5 | 32.5 | 34.3 | 43.9 | 46.0 |
| 순이익률 | 27.1 | 19.8 | 27.3 | 32.5 | 34.3 |
| 자기자본이익률(ROE) | 18.0 | 10.5 | 13.7 | 18.6 | 17.1 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 145.4 | 161.3 | 393.8 | 1,362.3 | -4,341.8 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 23.5 | 24.1 | 22.5 | 24.6 | 22.1 |
| 순차입금비율 | -65.3 | -53.3 | -57.9 | -67.2 | -72.4 |
| 이자보상배율(배) | 9,729.2 | 7,379.5 | 217.5 | N/A | N/A |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 7.4 | 6.7 | 6.9 | 7.3 | 6.5 |
| 재고자산회전율 | 1,021.0 | 1,202.6 | 1,406.2 | 1,885.0 | 1,960.4 |
| 매입채무회전율 | 4.0 | 3.8 | 3.6 | 3.6 | 3.2 |

- 당사는 12월 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 의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자 의견 | 목표주가 |
|-------------------|------------|-----------------|----------|
| 엔씨소프트 (036570) | 2015/01/21 | BUY(Maintain) | 220,000원 |
| | 2015/01/28 | BUY(Maintain) | 220,000원 |
| | 2015/02/12 | BUY(Maintain) | 255,000원 |
| 담당자 변경 | 2015/05/14 | BUY(Maintain) | 255,000원 |
| | 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 |
| | 2016/11/02 | BUY(Maintain) | 370,000원 |
| | 2016/11/11 | BUY(Maintain) | 370,000원 |
| | 2016/12/12 | BUY(Maintain) | 330,000원 |

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 (2015/10/1~2016/9/30)

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