



BUY(Maintain)

목표주가: 330,000원

주가(12/9): 242,000원

시가총액: 53,068억원

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

Stock Data

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

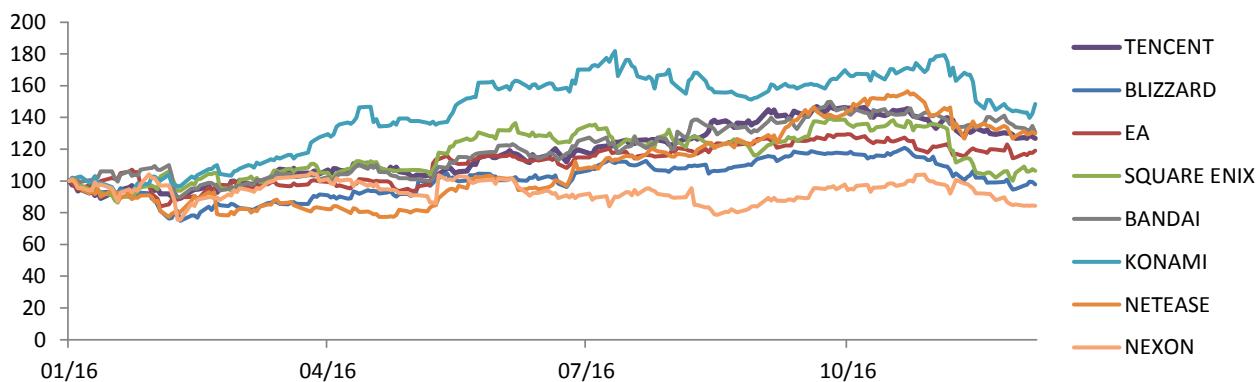
동사의 잠재력은 2017년에 분출될 것으로 판단된다. 파이프라인이 온라인게임 4~5종, 모바일게임 20여종으로 다수 존재하고 있으며 실제 모바일에서 기대되는 게임들은 아직 출시하지 않았다.

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 BUY를 유지하지만 목표주가는 330,000원으로 하향한다. 신작의 성과가 돌보이지만 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 테스터 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

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	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

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	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

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	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
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동금융자산	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

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	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
투하자본이익률(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 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트 (036570)	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
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000원
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000원

목표주가 추이



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

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