



BUY(Maintain)

목표주가: 330,000원

주가(1/12): 277,000원

시가총액: 60,743억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/12)	2,087.14pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	305,000원	214,500원
등락률	-9.18%	29.14%
수익률	절대	상대
1W	13.5%	10.3%
1M	7.8%	2.8%
1Y	26.5%	14.6%

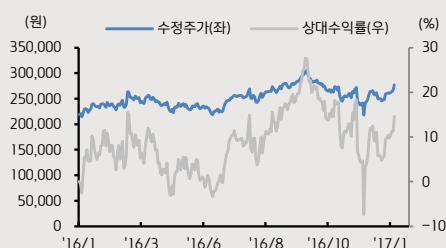
Company Data

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	136천주
외국인 지분율	37.72%
배당수익률(16E)	1.41%
BPS(16E)	90,209원
주요 주주	국민연금공단 12.5%
	김택진 외 9인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	839	838	953	1,210
보고영업이익	278	237	305	481
핵심영업이익	278	237	305	481
EBITDA	315	272	336	511
세전이익	289	240	325	504
순이익	228	166	267	381
지배주주지분순이익	230	165	268	383
EPS(원)	10,487	7,542	12,221	17,469
증감률(%YoY)	44.7	-28.1	62.0	42.9
PER(배)	17.4	28.2	20.3	14.2
PBR(배)	2.9	2.6	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	9.7	13.7	12.7	7.5
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	32.0	39.7
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	32.0	39.7
ROE(%)	18.0	10.5	14.1	17.7
순부채비율(%)	-65.3	-53.3	-58.0	-66.7

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

올해 기대되는 성적표



엔씨소프트의 2017년은 기대가 현실이 되는 한 해가 될 것으로 전망된다. 리니지IP를 활용한 게임들의 선전, 온라인게임들의 출시, 준비된 모바일게임들이 쏟아지는 한 해가 될 것으로 전망되기 때문이다. 더불어 새로운 시도들을 통한 더 높은 성장가능성을 가능할 것으로 기대된다.

>>> 이보다 더 산뜻할 수 없는 출발 성적표

엔씨소프트의 IP파워가 실적 확대를 이끌 것으로 전망된다. 리니지레드나이트는 12월 평균 3.8억원 수준의 일평균 매출을 기록할 것으로 전망되며 리니지2:레볼루션이 모바일게임 역사에 남을 매출을 기록함에 따라 로열티 매출이 대폭 증가할 것으로 전망된다. 이외에도 온라인게임들의 연말 이벤트 효과로 실적 확대가 예상된다. 비용적인 측면에서는 리니지레드나이트 광고집행에 따른 마케팅비용 지출이 늘어날 것으로 전망되지만 예년보다 야구단관련 비용(스토브리그 선수영입비용)이 감소할 것으로 예상됨에 따라 큰 폭의 지출은 없을 것으로 전망된다. 4Q실적은 매출액 2,538억원(QoQ, +16.6%), 영업이익 781억원(QoQ, +19.9%)으로 기존 전망치 대비 상향조정하였다.

>>> 모바일로 성장하는 2017년

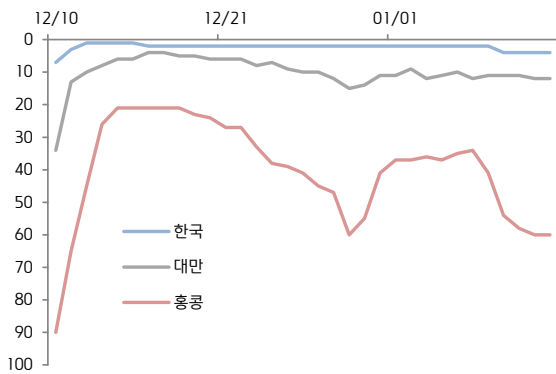
리니지레드나이트와 리니지2:레볼루션이 온기 반영되는 1Q부터는 높은 실적 상승이 전망된다. 출시 초기 이후 자연감소를 고려하더라도 모바일(로열티 포함)에서의 이익기여가 분기에 200억원 이상 발생할 가능성이 높다고 판단된다. 또한 해당 게임들의 글로벌 진출이 상반기말 혹은 3Q에 예정되어 있다는 점도 긍정적이다.

향후 블레이드앤소울, 아이온IP를 활용한 모바일게임들도 출시될 예정이기 때문에 IP를 활용한 동사의 성장성은 어느 해보다 높다고 판단된다. 더불어 모바일 MMORPG가 성공적으로 시장에 안착함에 따라 국내 MMORPG 대표주자인 동사가 수혜를 입을 것으로 기대된다. 아직까지 글로벌(중국제외)에서 MMORPG의 수요가 확인되지 않았기 때문에 큰 기대를 하는 것은 무리이겠지만 PC에서의 수요를 견주어 판단한다면 성공가능성은 충분히 존재한다. 향후 리니지이터널이 글로벌 시장에서 어떠한 결과를 보여주는지가 중요한 포인트가 될 것이다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 330,000원 유지

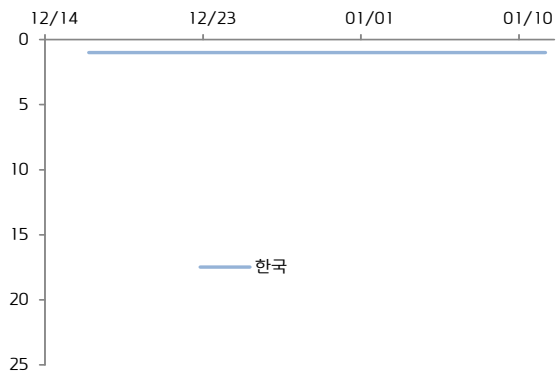
투자의견을 BUY, 목표주가 330,000원을 유지한다. 모바일에서의 성과를 통한 성장은 현재 입증되고 있는 사실이다. 다만 아직까지 IP파워가 동남아시아 일부 지역에서만 유효하기 때문에 한 단계 더 레벨업을 위해서는 해외에서의 성과 확인이 필요하다. 올해 모바일을 관심 있게 지켜봐야 하는 이유다.

리니지레드나이트 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

리니지2:레볼루션 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	241	241	218	254	278	303	314	316	838	953	1,210
게임 매출액	211	214	193	215	225	257	272	278	740	834	1,032
리니지	79	94	84	94	76	91	80	90	313	351	337
리니지 2	17	19	21	20	20	22	24	23	63	77	89
아이온	20	18	16	18	20	17	16	17	74	71	70
블레이드앤소울	54	49	40	40	52	47	39	39	114	183	177
길드워 2(확장팩)	31	16	15	16	21	13	13	17	101	77	64
기타(모바일, 신작)	11	18	18	28	36	67	101	92	76	74	296
로열티 매출액	29	27	24	38	53	46	42	38	99	119	178
영업비용	165	154	152	176	181	182	184	182	601	648	729
인건비	99	91	93	93	102	94	96	95	325	377	387
매출변동비	14	13	13	16	26	28	29	29	55	56	113
마케팅비	9	5	7	14	11	14	12	10	34	34	46
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	32	28	26
기타	35	37	31	46	36	39	40	40	156	152	157
영업이익	76	86	65	78	96	121	129	134	237	305	481
영업이익률	31%	36%	30%	31%	35%	40%	41%	42%	28%	32%	40%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	7%	15%	26%	44.1%	25%	0%	14%	27%
영업비용	15%	3%	5.1%	8%	10%	18%	20.7%	4%	7%	8%	13%
영업이익	69%	28%	28.7%	4%	27%	40%	98.9%	72%	-15%	29%	58%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
블레이드&소울: 정령의 반지	Mobile	카드형 RPG	2017.1Q 국내 대만 일본
팡야	Mobile	스포츠	2017.1Q
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	953	1,210	1,239
매출원가	220	203	185	175	185
매출총이익	618	636	768	1,035	1,054
판매비및일반관리비	340	398	462	554	523
영업이익(보고)	278	237	305	481	537
영업이익(핵심)	278	237	305	481	531
영업외손익	11	2	20	23	25
이자수익	17	20	22	24	26
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	13	5	0	0
이자비용	0	0	2	0	0
외환손실	5	3	16	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	8	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	2	0	0
기타	-11	-25	0	-1	-1
법인세차감전이익	289	240	325	504	555
법인세비용	61	73	58	124	136
유효법인세율 (%)	21.3%	30.5%	17.7%	24.5%	24.5%
당기순이익	228	166	267	381	419
지배주주지분순이익(억원)	230	165	268	383	422
EBITDA	315	272	336	511	561
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	298	411	449
수정당기순이익	226	167	266	381	419
증감율(% YoY)					
매출액	10.8	-0.1	13.6	27.0	2.4
영업이익(보고)	35.5	-14.6	28.5	57.7	11.7
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	28.5	57.7	10.3
EBITDA	30.9	-13.5	23.2	52.3	9.7
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	62.0	42.9	10.2
EPS	44.7	-28.1	62.0	42.9	10.2
수정순이익	48.1	-26.2	58.9	43.3	10.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	280	464	455
당기순이익	228	166	267	381	419
감가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	11	0	0
자산처분손익	1	1	-1	0	0
지분법손익	0	0	-8	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	-9	53	6
기타	25	42	-11	0	0
투자활동현금흐름	-176	-517	-120	-242	-42
투자자산의 처분	-156	-487	-96	-217	-24
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-18	-18	-19	-19
무형자산의 처분	-2	1	-8	-8	0
기타	1	-14	2	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	108	162	341
기초현금및현금성자산	123	203	248	356	518
기말현금및현금성자산	203	248	356	518	859
Gross Cash Flow	285	235	289	411	449
Op Free Cash Flow	214	189	225	420	420

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,305	1,723	2,093
현금및현금성자산	203	248	356	518	859
유동금융자산	695	705	801	1,018	1,042
매출채권및유동채권	121	129	147	186	191
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,141	1,141	1,129
장기매출채권및기타비유동채권	18	17	19	25	25
투자자산	301	797	805	806	806
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,445	2,864	3,222
유동부채	245	338	346	439	450
매입채무및기타유동채무	210	231	298	378	387
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	48	61	62
비유동부채	78	93	104	123	135
장기매입채무및비유동채무	14	16	18	23	24
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	85	100	112
부채총계	323	430	449	562	585
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,539	1,848	2,186
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	1,978	2,288	2,625
비지배주주지분자본총계	15	19	18	15	11
자본총계	1,376	1,789	1,996	2,302	2,637
순차입금	-898	-953	-1,158	-1,536	-1,901
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

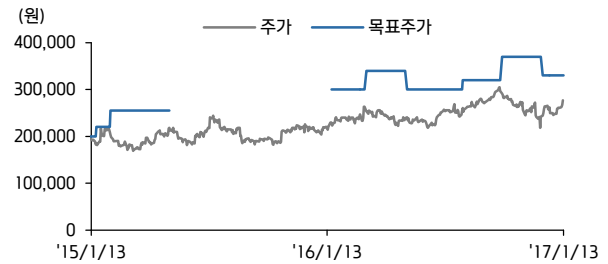
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	12,221	17,469	19,243
BPS	62,045	80,693	90,209	104,318	119,711
주당EBITDA	14,362	12,424	15,310	23,321	25,574
CFPS	12,051	9,181	13,576	18,741	20,495
DPS	3,430	2,747	3,500	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	20.3	14.2	12.9
PBR	2.9	2.6	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.7	13.7	12.7	7.5	6.2
PCFR	15.1	23.2	18.2	13.2	12.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	32.0	39.7	43.4
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	32.0	39.7	42.8
EBITDA margin	37.5	32.5	35.2	42.3	45.3
순이익률	27.1	19.8	28.0	31.4	33.8
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	14.1	17.7	17.0
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	410.8	1,208.9	-5,576.8
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	22.5	24.4	22.2
순차입금비율	-65.3	-53.3	-58.0	-66.7	-72.1
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	140.8	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	6.9	7.3	6.6
재고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,412.0	1,852.9	1,959.6
매입채무회전율	4.0	3.8	3.6	3.6	3.2

- 당사는 1월 12일 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)	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
	2017/01/13	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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%