



Outperform(Downgrade)

목표주가: 340,000원

주가(2/7): 301,000원

시가총액: 66,006억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/7)	2,075.21pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	316,000원	218,000원
등락률	-4.75%	38.07%
수익률	절대	상대
1W	15.5%	14.1%
1M	24.1%	20.7%
1Y	25.4%	15.9%

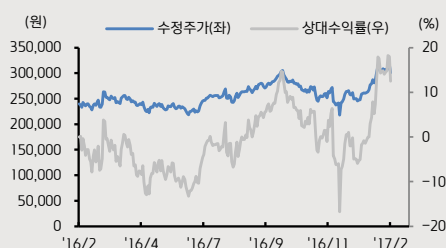
Company Data

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	168천주
외국인 지분율	39.14%
배당수익률(16E)	1.54%
BPS(16E)	90,403원
주요 주주	국민연금공단 12.5%
	김택진 외 7인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	838	984	1,160	1,202
보고영업이익	237	329	448	522
핵심영업이익	237	329	448	480
EBITDA	272	359	479	511
세전이익	240	346	473	506
순이익	166	271	359	384
지배주주지분순이익	165	272	362	387
EPS(원)	7,542	12,416	16,488	17,645
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	32.8	7.0
PER(배)	28.2	19.9	18.3	17.1
PBR(배)	2.6	2.7	2.9	2.6
EV/EBITDA(배)	13.7	11.8	10.6	9.3
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	38.7	43.4
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	38.7	39.9
ROE(%)	10.5	14.3	16.8	15.8
순부채비율(%)	-53.3	-58.4	-65.9	-71.1

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

모바일을 통한 성장성 확인, 아쉬운 신작 지연



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 2,846억원(QoQ, +30.8%), 영업이익 1,017억원(QoQ, +56.2%)을 기록하며 시장기대치를 상회하였다. 리니지레드나이트와 리니지 2:레볼루션(로열티매출)의 호실적과 리니지1의 매출이 급격히 증가했기 때문이다. 하지만 리니지1의 경우 드래곤보물상자의 매출 선인식 효과가 자리하고 있어 이 부분을 제거할 경우 시장기대치와 비슷한 수준을 기록한 것으로 평가된다.

>>> 서프라이즈 배경은 리니지1의 회계기준 변경

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 2,846억원(QoQ, +30.8%), 영업이익 1,017억원(QoQ, +56.2%)을 기록하였다. 모바일에서의 성과는 예상치를 소폭 상회하였지만 리니지1의 매출이 예상치를 크게 상회하였다. 이는 1Q에 판매된 드래곤보물상자 프로모션의 매출 선인식 효과에 따른 것으로 약 240억원~300억원이 추가 반영된 것으로 추정된다. 결국 회계적 이슈를 제외할 경우 시장기대치와 비슷한 실적을 구현한 것으로 평가된다.

다만 회계적 이슈에 따라 1Q의 실적은 당초 기대치보다 낮아질 것으로 전망된다. 1Q에 진행되는 이벤트가 4Q에 반영되었기 때문에 추가적인 대형 프로모션은 제한될 가능성이 높다는 점에서 리니지1의 1Q 매출은 낮아질 개연성이 높다. 반면 리니지2:레볼루션의 경우 현재까지 50~60억 수준의 일매출을 유지하는 것으로 추정됨에 따라 1Q 로열티 매출은 증가할 것으로 전망된다.

>>> 라인업의 지연 소식은 아쉽지만 실적 개선은 지속

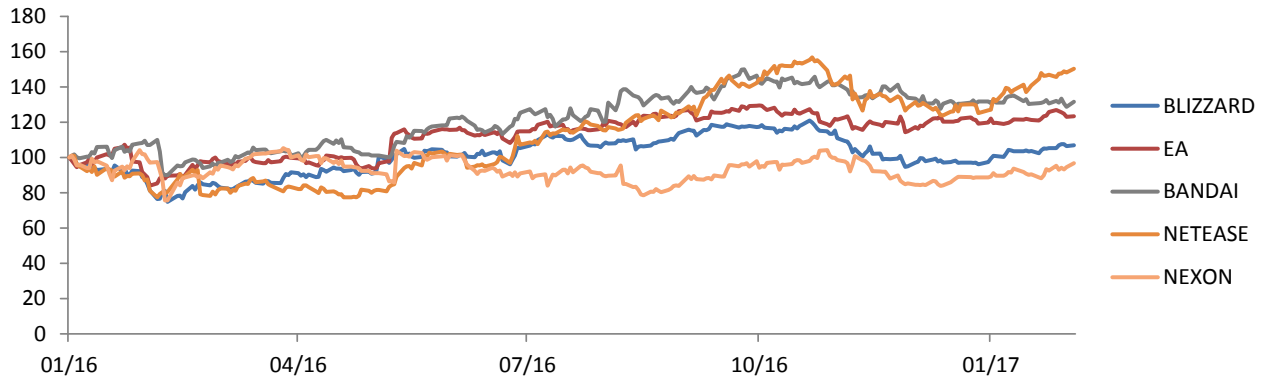
이번 실적발표에서 우려될 만한 부분은 라인업 지연이다. 상반기 기대작인 리니지M은 2~3개월 지연되면서 2Q에 출시될 것으로 전망되며 아이온 레기온스, 블레이드앤소울 모바일(2가지 버전) 등은 하반기에 출시될 것으로 전망된다. 또한 리니지이터널도 상반기보다는 하반기 가능성이 높아진 것으로 전망된다. 이에 따라 1Q는 MXM한국을 제외하면 신작 모멘텀이 부재할 것으로 전망되는 상황이다.

신작 지연에 따라 실적 개선의 속도가 다소 늦춰질 것으로 전망되지만 리니지 2:레볼루션 효과로 실적 개선은 지속적으로 이루어질 가능성이 높다. 눈높이가 높아진 만큼 자체개발 모바일의 뛰어난 성과가 뒤따라야 할 것이다.

>>> 투자의견 Outperform 하향, 목표주가 340,000원 상향

투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주가는 340,000원으로 상향한다. 목표주가는 글로벌 Peer들(블리자드, 넷이즈 등)의 주가 상승 영향으로 Target PER을 20.5배로 조정함에 따라 상향하였다. 그럼에도 불구하고 현재 주가는 2017년 추정치 기준 PER 18.3배 수준에 도달함에 따라 투자의견은 Outperform으로 하향 조정한다. 이는 향후 게임 출시일정이 지연될 것으로 예상되고 회계적 이슈에 따라 리니지1의 1Q 추정치를 조정했기 때문이다.

글로벌 주요 게임업체들 추이(기준: 2016.1월, 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
매출액	241	241	218	285	261	284	299	316	838	984	1,160
게임 매출액	211	214	193	243	190	226	247	268	740	861	930
리니지	79	94	84	118	66	91	83	89	313	375	329
리니지 2	17	19	21	20	19	20	21	20	63	77	80
아이온	20	18	16	18	18	17	17	17	74	72	70
블레이드앤소울	54	49	40	39	39	39	37	38	114	182	153
길드워 2(확장팩)	31	16	15	15	15	15	16	17	101	77	64
기타(모바일, 신작)	11	18	18	32	32	44	72	87	76	78	235
로열티 매출액	29	27	24	42	71	58	52	48	99	122	230
영업비용	165	154	152	183	168	178	179	186	601	654	712
인건비	99	91	93	99	99	99	99	101	325	383	398
매출변동비	14	13	13	25	21	23	24	25	55	64	92
마케팅비	9	5	7	14	8	14	12	13	34	35	46
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	31	28	26
기타	35	37	31	37	33	36	38	40	156	143	149
영업이익	76	86	65	102	93	106	120	130	237	330	448
영업이익률	31%	36%	30%	36%	36%	37%	40%	41%	28%	34%	39%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	9%	18%	37.4%	11%	0%	17%	18%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	2%	15%	17.6%	2%	7%	9%	9%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	23%	23%	83.6%	28%	-15%	39%	36%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 M	Mobile	MMORPG	상반기 국내, 하반기 대만
MXM	PC	Moba	1Q 한국, 2Q 북미, 하반기 중국
리니지 RK(중국)	Mobile	RPG	상반기 목표
아이온레기온스	Mobile	MORPG	3Q 북미/유럽
블레이드&소울: 정령의 반지	Mobile	카드형 RPG	연내
블레이드&소울 MMORPG	Mobile	MMORPG	연내
리니지 이터널	PC/Mobile	MMORPG	연내, 글로벌 동시 출시
프로젝트 오르카	Mobile	MMORPG	미정
Mobile 라인업 20 여개(5 개 포함)	Mobile	다양한 장르	일정은 올해/내년 예정
PC 라인업 2~3 개 추가 대기	PC	MMORPG, Casual 등	내년 이후

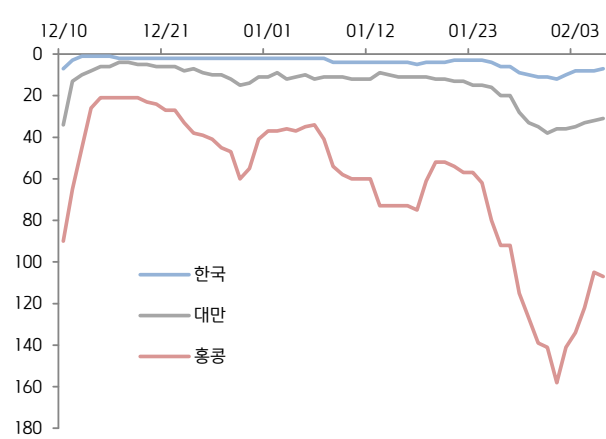
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

4Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	285	30.8	253	12.1	249	14.5
영업이익	102	56.2	78	30.2	79	28.9
당기순이익	67	39.5	63	6.9	62	7.1

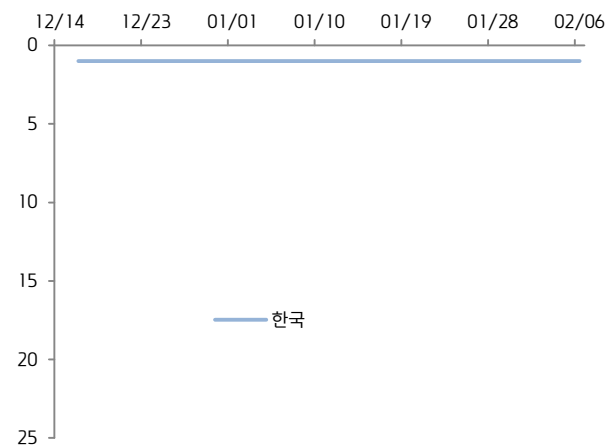
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

리니지드나이트 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

리니지2:레볼루션 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	839	838	984	1,160	1,202
매출원가	220	203	188	219	208
매출총이익	618	636	796	942	995
판매비및일반관리비	340	398	467	493	514
영업이익(보고)	278	237	329	448	522
영업이익(핵심)	278	237	329	448	480
영업외손익	11	2	17	24	26
이자수익	17	20	22	22	23
배당금수익	0	0	0	1	1
외환이익	9	13	16	0	0
이자비용	0	0	2	0	0
외환손실	5	3	17	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	8	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	-10	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	2	0	0
기타	-11	-25	0	1	1
법인세차감전이익	289	240	346	473	506
법인세비용	61	73	75	113	121
유효법인세율 (%)	21.3%	30.5%	21.6%	24.0%	24.0%
당기순이익	228	166	271	359	384
지배주주지분순이익(억원)	230	165	272	362	387
EBITDA	315	272	359	479	511
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	302	390	415
수정당기순이익	226	167	278	359	384
증감율(% YoY)					
매출액	10.8	-0.1	17.3	17.9	3.7
영업이익(보고)	35.5	-14.6	38.4	36.4	16.3
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	38.4	36.4	7.1
EBITDA	30.9	-13.5	31.9	33.3	6.6
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	64.6	32.8	7.0
EPS	44.7	-28.1	64.6	32.8	7.0
수정순이익	48.1	-26.2	66.3	29.3	7.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	301	426	423
당기순이익	228	166	271	359	384
감가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	2	0	0
자산처분손익	1	1	10	0	0
지분법손익	0	0	-8	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	-3	37	9
기타	25	42	-2	0	-1
투자활동현금흐름	-176	-517	-157	-174	-53
투자자산의 처분	-156	-487	-122	-148	-36
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-18	-18	-19	-19
무형자산의 처분	-2	1	-8	-8	0
기타	1	-14	-9	1	1
재무활동현금흐름	-12	310	-51	-68	-72
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	-81	-85
기타	3	379	9	13	12
현금및현금성자산의순증가	79	45	93	184	297
기초현금및현금성자산	123	203	248	341	526
기말현금및현금성자산	203	248	341	526	823
Gross Cash Flow	285	235	304	389	414
Op Free Cash Flow	214	189	249	378	384

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,321	1,680	2,019
현금및현금성자산	203	248	341	526	823
유동금융자산	695	705	827	976	1,011
매출채권및유동채권	121	129	151	178	185
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,141	1,140	1,129
장기매출채권및기타비유동채권	18	17	20	24	24
투자자산	301	797	805	806	807
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,462	2,820	3,149
유동부채	245	338	357	421	436
매입채무및기타유동채무	210	231	307	363	376
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	50	58	61
비유동부채	78	93	104	121	134
장기매입채무및비유동채무	14	16	19	22	23
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	86	99	112
부채총계	323	430	461	542	571
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,543	1,824	2,127
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	1,982	2,264	2,566
비지배주주지분자본총계	15	19	18	15	12
자본총계	1,376	1,789	2,000	2,278	2,578
순차입금	-898	-953	-1,169	-1,501	-1,834
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

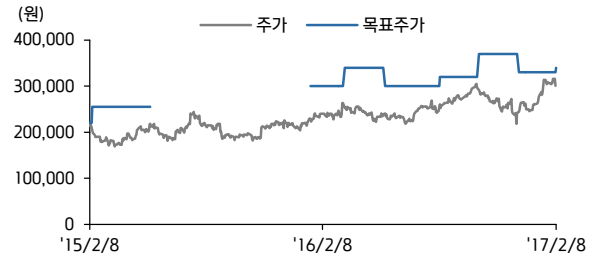
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	12,416	16,488	17,645
BPS	62,045	80,693	90,403	103,224	117,021
주당EBITDA	14,362	12,424	16,388	21,837	23,280
CFPS	12,051	9,181	13,770	17,767	18,907
DPS	3,430	2,747	3,820	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	19.9	18.3	17.1
PBR	2.9	2.6	2.7	2.9	2.6
EV/EBITDA	9.7	13.7	11.8	10.6	9.3
PCFR	15.1	23.2	18.0	16.9	15.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	33.4	38.7	43.4
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	33.4	38.7	39.9
EBITDA margin	37.5	32.5	36.5	41.3	42.5
순이익률	27.1	19.8	27.6	31.0	32.0
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	14.3	16.8	15.8
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	469.4	1,056.6	20,605.3
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	23.1	23.8	22.1
순차입금비율	-65.3	-53.3	-58.4	-65.9	-71.1
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	151.7	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	7.0	7.0	6.6
재고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,457.7	1,776.1	1,902.0
매입채무회전율	4.0	3.8	3.7	3.5	3.3

- 당사는 2월 7일 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)	2015/02/12	BUY(Maintain)	255,000원
	2015/05/14	BUY(Maintain)	255,000원
담당자 변경	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
	2017/02/08	Outperform(Downgrade)	340,000원

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%