



Outperform(Maintain)

목표주가: 400,000원
주가(4/13): 358,500원
시가총액: 78,616억원

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

Stock Data

KOSPI (4/13)	2,148.61pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	358,500원	218,000원
등락률	0.00%	64.45%
수익률	절대	상대
1W	20.9%	19.2%
1M	27.1%	19.2%
1Y	45.7%	34.4%

Company Data

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	210천주
외국인 지분율	41.20%
배당수익률(17E)	1.12%
BPS(17E)	101,444원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	838	984	1,332	1,371
보고영업이익	237	329	526	650
핵심영업이익	237	329	526	571
EBITDA	272	361	554	599
세전이익	240	346	549	596
순이익	166	271	417	453
지배주주지분순이익	165	272	420	456
EPS(원)	7,542	12,416	19,140	20,792
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	54.2	8.6
PER(배)	28.2	19.9	18.7	17.2
PBR(배)	2.1	2.9	3.5	3.0
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	11.8	10.4
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	39.5	47.4
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	39.5	41.6
ROE(%)	10.5	14.7	20.2	18.8
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-56.1	-61.3

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

2017년 최고 기대작 출시 시동



엔씨소프트는 리니지M이 5월 출시가 예상됨에 따라 기대감이 형성되고 있다. 리니지M이 동사의 2017년 최고 기대작이라는 점에서 성공 가능성이 높다. 사전예약 수도 첫날 100만명이 넘어감에 따라 이러한 기대는 지속될 가능성이 높다. 1Q실적이 기대보다 저조할 가능성이 있지만 리니지M을 바탕으로 2Q부터 실적이 크게 개선될 것으로 전망된다.

>>> 리니지M의 사전등록으로 시작된 기대감

엔씨소프트의 리니지M이 12일 사전예약을 시작하면서 기대감이 형성되고 있다. 리니지M은 그 동안의 엔씨소프트의 IP 중에서도 가장 강력한 IP로 지금까지 보여왔던 IP성공사례를 이어올 것으로 기대된다. 특히 넷마블게임즈의 리니지2:레볼루션이 모바일 MMORPG의 새로운 지평을 열었다면 리니지M은 그 바통을 이어갈 가능성이 높은 게임이다.

현재 5월 출시가 예상되는 가운데 출시 이후의 성과에 따라 동사의 이익규모가 크게 달라질 것으로 전망된다. 첫날 사전예약자 수가 100만명을 넘김에 따라 성공가능성이 높아진 것으로 판단된다. 리니지M의 일매출은 아이템 거래에 달려있다. 기존 PC와 마찬가지로 개인거래 시스템이 도입되기 때문이다. 리니지의 장기 성공에는 개인거래 시스템을 통한 시장형성이 중요했다는 점을 감안한다면 리니지M에서의 성공의 키는 결국 아이템 거래가격이 될 것이다.

>>> 1Q실적을 저점으로 반등 전망

다만 1Q실적은 당초 기대치보다 저조할 것으로 전망된다. 1Q실적은 매출액 2,578억원(QoQ -9.4%), 영업이익 704억원(QoQ -30.8%)으로 추정된다. 리니지1의 아이템 매출 중 250~300억원이 작년 4Q에 선반영 되었고 이후에도 리니지1의 아이템 매출도 저조하였던 것으로 전망되기 때문이다. 이는 리니지M의 출시일이 다가옴에 따라 리니지1의 유저들이 결제금액을 최소화하고 있는 것으로 파악된다. 더불어 인센티브 지급으로 인건비가 약 50~100억원이 상승할 것으로 전망됨에 따라 이익규모가 당초 기대치보다 감소할 것으로 예상된다. 이러한 실적 추이는 향후 리니지M 출시를 기점으로 점차 개선될 것으로 전망됨에 따라 1Q를 저점으로 반등할 가능성이 높다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 400,000원 상향

투자의견을 Outperform을 유지하고 목표주가는 400,000원으로 상향한다. 목표주가는 Peer그룹 평균 Target PER을 21배를 적용하였다. 목표주가 상향은 당사에서는 리니지M에 대하여 2Q매출 680억원 수준으로 추정치를 상향조정 하였기 때문이다. 이는 기대감에 따른 반영으로 향후 출시 이후의 성과에 따라 목표주가를 상향 혹은 하향조정 할 수 있다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	241	241	218	285	258	345	358	371	838	984	1,332
게임 매출액	211	214	193	243	187	287	306	322	740	861	1,102
리니지	79	94	84	118	60	85	79	89	313	375	314
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	35	111	135	141	76	78	422
로열티 매출액	29	27	24	42	71	58	52	48	99	122	230
영업비용	165	154	152	183	187	202	207	208	601	654	805
인건비	99	91	93	99	113	101	105	103	325	383	422
매출변동비	14	13	13	25	30	40	42	43	55	64	155
마케팅비	9	5	7	14	7	15	12	12	34	35	46
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	31	28	26
기타	35	37	31	37	30	40	41	43	156	143	157
영업이익	76	86	65	102	70	142	151	162	237	330	526
영업이익률	31%	36%	30%	36%	27%	41%	42%	44%	28%	34%	40%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	7%	43%	64.6%	30%	0%	17%	35%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	14%	31%	36.0%	14%	7%	9%	23%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-7%	65%	131.6%	60%	-15%	39%	60%

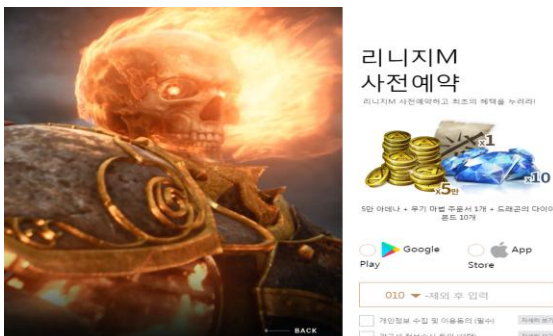
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 M	Mobile	MMORPG	5월, 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 20여개(5개 포함)	Mobile	다양한 장르	일정은 올해/내년 예정
PC 라인업 2~3개 추가 대기	PC	MMORPG, Casual 등	내년 이후

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

리니지M 사전예약 시작



자료: 리니지M홈페이지, 키움증권 리서치센터

리니지M 아이템 거래



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,332	1,371	1,227
매출원가	203	188	283	256	258
매출총이익	636	796	1,048	1,116	968
판매비및일반관리비	398	467	522	545	576
영업이익(보고)	237	329	526	650	650
영업이익(핵심)	237	329	526	571	393
영업외손익	2	17	23	26	25
이자수익	20	22	24	26	26
배당금수익	0	1	1	1	1
외환이익	13	16	0	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	0	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	0	0	0
기타	-25	-7	1	1	1
법인세차감전이익	240	346	549	596	418
법인세비용	73	75	132	143	100
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	24.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	166	271	417	453	318
지배주주지분순이익(억원)	165	272	420	456	320
EBITDA	272	361	554	599	419
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	446	482	344
수정당기순이익	167	278	417	453	318
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	35.4	3.0	-10.6
영업이익(보고)	-14.6	38.4	60.0	23.5	0.0
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	60.0	8.5	-31.1
EBITDA	-13.5	32.6	53.5	8.0	-30.0
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	54.2	8.6	-29.9
EPS	-28.1	64.6	54.2	8.6	-29.9
수정순이익	-26.2	66.4	50.0	8.6	-29.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	565	486	324
당기순이익	166	271	417	453	318
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	0	0	0
자산처분손익	1	10	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	120	5	-20
기타	42	-41	0	-1	-1
투자활동현금흐름	-517	-139	-359	-92	62
투자자산의 처분	-487	-118	-335	-75	80
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-18	-17	-17	-17	-17
무형자산의 처분	1	-2	-8	0	0
기타	-14	-3	1	0	0
재무활동현금흐름	310	-74	-86	-85	-86
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	150	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-69	-60	-81	-85	-85
기타	379	-163	-4	-1	-1
현금및현금성자산의순증가	45	-103	120	308	300
기초현금및현금성자산	203	248	145	265	574
기말현금및현금성자산	248	145	265	574	873
Gross Cash Flow	235	266	445	481	343
Op Free Cash Flow	189	117	520	449	288

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,682	2,033	2,179
현금및현금성자산	248	145	265	574	873
유동금융자산	705	839	1,136	1,170	1,047
매출채권및유동채권	129	207	280	288	258
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,211	1,243	1,275
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	31	32	28
투자자산	797	867	906	948	993
유형자산	234	225	218	212	207
무형자산	64	53	57	51	47
기타비유동자산	24	1	0	0	0
자산총계	2,219	2,361	2,893	3,276	3,454
유동부채	338	284	483	497	445
매입채무및기타유동채무	231	244	416	429	383
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	67	69	61
비유동부채	93	181	179	179	177
장기매입채무및비유동채무	16	7	10	10	9
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	20	19	18
부채총계	430	465	662	676	621
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,883	2,254	2,489
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,225	2,596	2,831
비지배주주지분자본총계	19	10	7	4	2
자본총계	1,789	1,896	2,232	2,600	2,833
순차입금	-953	-835	-1,252	-1,594	-1,771
총차입금	0	150	150	150	150

투자지표

(단위: 원, 배, %)

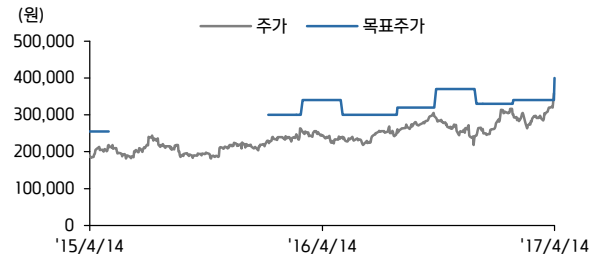
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	19,140	20,792	14,579
BPS	80,693	85,985	101,444	118,374	129,084
주당EBITDA	12,424	16,470	25,284	27,313	19,130
CFPS	9,181	13,853	20,318	21,960	15,705
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	18.7	17.2	24.6
PBR	2.6	2.9	3.5	3.0	2.8
EV/EBITDA	13.7	12.7	11.8	10.4	14.4
PCFR	23.2	17.9	17.6	16.3	22.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	39.5	47.4	53.0
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	39.5	41.6	32.0
EBITDA margin	32.5	36.7	41.6	43.7	34.2
순이익률	19.8	27.6	31.3	33.0	25.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	20.2	18.8	11.7
투자자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	319.4	796.7	583.3
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	29.7	26.0	21.9
순차입금비율	-53.3	-44.0	-56.1	-61.3	-62.5
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	161.9	175.6	120.9
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.5	4.8	4.5
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,030.3	2,154.2	1,985.1
매입채무회전율	3.8	4.1	4.0	3.2	3.0

- 당사는 4월 13일 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트			
(036570)	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
	2017/02/08	Outperform(Downgrade)	340,000원
	2017/04/14	Outperform(Maintain)	400,000원

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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%