



BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(7/11): 377,000원

시가총액: 82,672억원

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

Stock Data

KOSPI (7/11)	2,396.00pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	416,000원
등락률	-9.01%
수익률	절대
1W	-6.8%
1M	43.6%
1Y	50.8%
	상대
	-6.8%
	23.3%
	24.3%

Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	442천주
외국인 지분율	35.80%
배당수익률(17E)	1.06%
BPS(17E)	101,532원
주요 주주	김택진 외 7인
	국민연금공단
	12.0%
	11.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,605	1,842
보고영업이익	237	329	548	769
핵심영업이익	237	329	548	769
EBITDA	272	361	576	797
세전이익	240	346	556	791
순이익	166	271	419	597
지배주주지분순이익	165	272	423	602
EPS(원)	7,542	12,416	19,270	27,462
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	55.2	42.5
PER(배)	28.2	19.9	19.6	13.8
PBR(배)	2.6	2.9	3.7	3.0
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	12.4	8.4
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	34.1	41.7
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	34.1	41.7
ROE(%)	10.5	14.7	20.3	24.0
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-48.9	-56.2

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

개인거래 활성화가 진짜다



엔씨소프트의 리니지M의 매출이 18세버전 추가 출시 이후에도 견조하게 유지되고 있는 것으로 판단됩니다. 다만 거래소 업데이트 이후에 아직까지 아이템거래가 크게 활성화되지 않은 측면이 있습니다. 개인간의 거래가 빠져있었기 때문입니다. 향후 개인간의 거래가 리니지M의 매출 유지에 중요한 요소가 될 것으로 판단합니다. 매출이 꾸준히 유지된다면 최근 주가의 부진을 딛고 상승반전 할 수 있을 것으로 전망 됩니다.

>>> IOS유저들의 거래소 이용불가 우려는 기우

엔씨소프트의 리니지M의 매출이 굉장히 견고한 흐름을 나타내고 있다. 현재 약 85억원 수준의 일평균매출을 기록하고 있는 것으로 보이며 이러한 흐름이 7월초까지 유지된 것으로 판단된다. 이번 18세등급 신청으로 거래소 운영이 안되는 IOS의 매출이 감소할 우려가 존재하지만 실제 감소치는 제한적일 것으로 판단된다. 이는 매출의 많은 부분을 차지하는 고랩유저들의 경우 모바일 조작보다는 PC기반의 녹스를 이용하는 경우가 대다수이기 때문이다. 이용자들의 계정은 엔씨소프트의 계정으로 연동하게 되면 녹스를 통한 거래소 이용이 가능하다. 사용방식에 대한 불편함이 존재하지만 아이템가치가 높게 형성될 경우 단기적인 매출 감소분은 충분히 상쇄될 가능성이 높다.

초기 매출이 기대보다 높게 형성됨에 따라 리니지M의 2Q실적 반영을 기준 650억원에서 855억원으로 상향조정하였다. 이에 2Q실적은 매출액 2,955억 원(YoY, +22.9%), 영업이익 709억원(YoY, -17.7%)로 전망된다.

>>> 거래소 업데이트 되었지만 고가아이템 거래는 시간이 필요, 개인간 거래가 매출 유지에 가장 중요한 요소

7/5일 거래소 업데이트에서는 개인간 거래가 배제된 통합거래소만의 업데이트였다. 거래소 업데이트 이후 아이템 거래는 재료, 소모품 및 낮은 가치의 아이템만 거래되고 있다. 고가의 아이템의 물량이 많지 않을뿐더러 개인간 거래에 대비하여 물량출회가 자제되고 있기 때문이다. 7월 말~8월 초에 업데이트될 개인간 거래가 활성화가 중요한 변수가 될 것으로 전망되는 가운데 아이템가치의 형성에 관심을 기울일 필요가 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 530,000원을 유지한다. 리니지M의 두 게임의 합산 일매출은 85억원 내외에서 견조하게 유지되고 있는 것으로 추정된다. 당분간 별다른 경쟁작이 없을 것으로 전망되는 상황에서 3Q실적이 역사상 최고 수준을 달성할 것으로 기대된다. 출시 초기의 불특정 이슈가 주가에 악영향을 끼쳤지만 현재까지의 성과만 놓고 보더라도 주가 상승에 대한 근거는 충분하다고 판단된다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	241	241	218	285	240	296	573	497	838	984	1,605
게임 매출액	211	214	193	243	176	261	527	439	740	861	1,404
리니지	79	94	84	118	51	50	52	61	313	375	214
리니지 2	17	19	21	20	18	20	21	20	63	77	80
아이온	20	18	16	18	13	17	17	22	74	72	70
블레이드앤소울	54	49	40	39	45	42	39	37	114	182	163
길드워 2(확장팩)	31	16	15	15	14	15	16	18	101	77	64
기타(모바일, 신작)	11	18	18	32	34	117	382	280	76	78	813
로열티 매출액	29	27	24	42	64	34	46	58	99	122	201
영업비용	165	154	152	183	209	225	343	280	601	654	1,057
인건비	99	91	93	99	132	111	116	106	325	383	465
매출변동비	14	13	13	25	19	41	127	103	55	64	291
마케팅비	9	5	7	14	13	34	34	25	34	35	106
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	31	28	26
기타	35	37	31	37	38	31	59	39	156	143	169
영업이익	76	86	65	102	30	71	230	216	237	330	548
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	24%	40%	44%	28%	34%	34%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	-1%	22.9%	164%	75%	0%	17%	63.2%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	27%	45.5%	125%	53%	7%	9%	61.7%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-60%	-17.7%	253%	113%	-15%	39%	66.1%

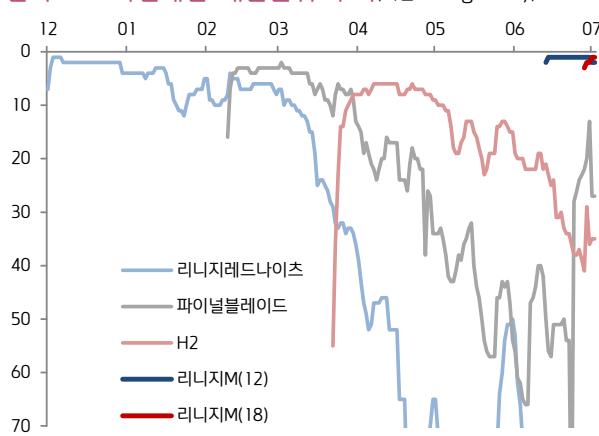
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
아이온레جي온스	Mobile	SRPG	3Q, 북미/유럽
팡야	Mobile	Sports	3Q 아시아
블레이드앤소울	Mobile	MMORPG	4Q~내년상반기, 글로벌
리니지이터널	PC	MMORPG	내년상반기, 글로벌
퍼블리싱게임 2종	Mobile	미확인	하반기

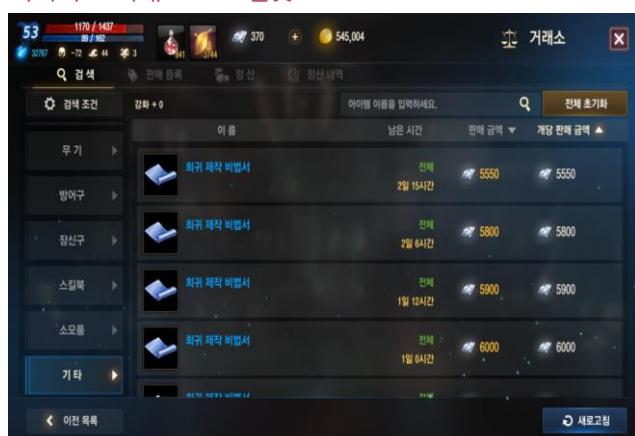
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨표 모바일게임 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

리니지M 거래소 스크린샷



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,605	1,842	1,627
매출원가	203	188	260	260	248
매출총이익	636	796	1,345	1,583	1,379
판매비및일반관리비	398	467	798	814	801
영업이익(보고)	237	329	548	769	578
영업이익(핵심)	237	329	548	769	578
영업외손익	2	17	8	22	22
이자수익	20	22	19	22	22
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	13	16	1	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	13	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	2	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	0	0	0
기타	-25	-7	2	2	2
법인세차감전이익	240	346	556	791	600
법인세비용	73	75	137	194	147
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	24.6%	24.5%	24.5%
당기순이익	166	271	419	597	453
지배주주지분이익(억원)	165	272	423	602	457
EBITDA	272	361	576	797	605
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	447	626	480
수정당기순이익	167	278	420	597	453
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	63.2	14.8	-11.7
영업이익(보고)	-14.6	38.4	66.6	40.3	-24.8
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	66.6	40.3	-24.8
EBITDA	-13.5	32.6	59.5	38.3	-24.1
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	55.2	42.5	-24.1
EPS	-28.1	64.6	55.2	42.5	-24.1
수정순이익	-26.2	66.4	51.0	42.3	-24.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	404	593	479
당기순이익	166	271	419	597	453
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	12	0	0
자산처분손익	1	10	1	0	0
지분법손익	0	0	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	-43	-31	1
기타	42	-41	-12	-2	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-348	-224	90
투자자산의 처분	-487	-118	-324	-207	107
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	-83	-83	-87
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	-2	2	-2
현금및현금성자산의순증가	45	-103	-27	286	482
기초현금및현금성자산	203	248	145	118	404
기말현금및현금성자산	248	145	118	404	886
Gross Cash Flow	235	266	446	624	478
Op Free Cash Flow	189	117	374	563	449

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,599	2,104	2,387
현금및현금성자산	248	145	118	404	886
유동금융자산	705	839	1,124	1,290	1,139
매출채권및유동채권	129	207	357	409	361
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,220	1,256	1,288
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	37	42	37
투자자산	797	867	908	951	996
유형자산	234	225	218	212	207
무형자산	64	53	57	51	47
기타비유동자산	24	1	0	0	0
자산총계	2,219	2,361	2,819	3,360	3,675
유동부채	338	284	401	427	377
매입채무및기타유동채무	231	244	321	335	296
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	80	92	81
비유동부채	93	181	184	187	184
장기매입채무및비유동채무	16	7	12	14	12
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	22	24	22
부채총계	430	465	585	614	561
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,886	2,403	2,776
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,228	2,745	3,118
비지배주주지분자본총계	19	10	6	0	-4
자본총계	1,789	1,896	2,233	2,746	3,114
순차입금	-953	-835	-1,092	-1,544	-1,875
총차입금	0	150	150	150	150

투자지표

(단위: 원, 배, %)

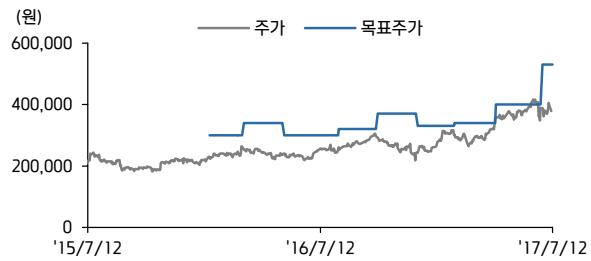
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	19,270	27,462	20,844
BPS	80,693	85,985	101,532	125,130	142,101
주당EBITDA	12,424	16,470	26,268	36,329	27,565
CFPS	9,181	13,853	20,396	28,516	21,877
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	19.6	13.8	18.2
PBR	2.6	2.9	3.7	3.0	2.7
EV/EBITDA	13.7	12.7	12.4	8.4	10.5
PCFR	23.2	17.9	18.6	13.3	17.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	34.1	41.7	35.5
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	34.1	41.7	35.5
EBITDA margin	32.5	36.7	35.9	43.3	37.2
순이익률	19.8	27.6	26.1	32.4	27.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	20.3	24.0	15.5
투하자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	201.0	248.1	183.2
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	26.2	22.4	18.0
순차입금비율	-53.3	-44.0	-48.9	-56.2	-60.2
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	172.5	242.2	182.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.7	4.8	4.2
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,447.4	2,893.7	2,632.3
매입채무회전율	3.8	4.1	5.7	5.6	5.2

- 당사는 7월 11일 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)	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
	2017/05/15	Outperform(Maintain)	400,000원
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000원
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000원

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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%