



BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(8/7): 384,000원

시가총액: 84,246억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/7)	2,398.75pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	416,000원	218,000원
등락률	-7.69%	76.15%
수익률	절대	상대
1W	-2.9%	-3.7%
1M	27.6%	10.4%
1Y	58.4%	33.2%

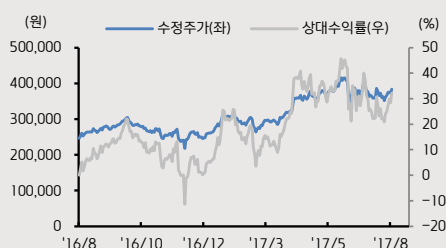
Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	449천주
외국인 지분율	37.53%
배당수익률(17E)	1.04%
BPS(17E)	102,852원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,763	1,843
보고영업이익	237	329	656	696
핵심영업이익	237	329	656	696
EBITDA	272	361	684	725
세전이익	240	346	665	716
순이익	166	271	466	505
지배주주지분순이익	165	272	466	504
EPS(원)	7,542	12,416	21,226	22,957
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	71.0	8.2
PER(배)	28.2	19.9	18.1	16.7
PBR(배)	2.6	2.9	3.7	3.1
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	10.7	9.6
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	37.2	37.8
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	37.2	37.8
ROE(%)	10.5	14.7	22.3	20.3
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-50.1	-55.5

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

PC에 대한 충격보다 모바일에서의 성과가 더 커



엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 2,586억원(QoQ, +8.0%), 영업이익 376억원(QoQ, +23.4%)을 기록하면서 시장 기대치를 큰 폭으로 하회하였습니다. PC게임의 부진이 뼈아픈 하지만 리니지M의 매출이 매우 견조하게 유지되고 있다고 발표함에 따라 3Q 및 하반기 실적이 당초 시장기대치를 상회할 가능성이 높아졌습니다.

>>> PC의 감소가 도드라진 2Q실적

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 2,586억원(QoQ, +8.0%), 영업이익 376억원(QoQ, +23.4%)을 기록하면서 시장 기대치(컨센서스 706억원)를 크게 밑돌았다. 주요 원인은 리니지1을 비롯한 대부분의 PC게임들의 실적이 1Q보다 더 크게 감소하였기 때문이다. 특히 리니지1은 유저들이 리니지M으로 다수 이동하면서 트래픽이 감소하였고 이벤트 부재로 인해 아이템판매도 부진하면서 2010년 이후 최저 실적을 기록하였다. 이외에도 주요 PC게임들의 매출이 이벤트 감소에 영향을 받으면서 매우 부진한 실적을 나타내었다. 이러한 PC게임의 매출 부진은 하반기에도 지속될 것으로 전망된다. 업데이트가 계획되어 있지만 배틀그라운드, 스타크래프트 리마스터 등 대형 PC게임이 독세함에 따라 큰 폭의 회복은 어려울 것으로 전망된다. 모바일게임은 리니지M의 매출이 10일 반영되면서 큰 폭으로 성장한 937억원을 기록하였다.

>>> 10%만 보여준 방대한 콘텐츠를 중심으로 리니지M을 유지

이번 실적발표에서 가장 관심이 높았던 것은 리니지M의 현재 상황과 향후 유지와 관련된 부분이었다. 현재매출은 특정 수치를 발표하지는 않았으나 초기 수준에 비해 20일 이동평균으로 $\pm 10\%$ 를 유지하고 있다고 발표함에 따라 70~85억원 사이에서 매우 견조하게 유지되는 것으로 추정된다.

또한 개인거래, 공성전 업데이트가 예정되어 있는 가운데 현재까지의 콘텐츠가 PC리니지1에 비해 10%밖에 되지 않는다는 점, 동시접속자수가 초기보다 더 늘어났다는 점에서 장기흥행 가능성이 높아졌다고 판단된다. 또한 대형신작도 내년까지 3개가 준비되고 있어 성과유지에 대한 부분도 긍정적이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 530,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target PER 19.5배를 적용(PC의 부진으로 기존대비 20% 할인)하였다. 당분간 별다른 경쟁작이 없을 것으로 전망되는 상황에서 리니지M의 독주는 지속될 전망이다. 또한 현재 시장 기대치보다 높은 성과를 나타낼 것으로 전망됨에 따라 3Q에는 평년의 연간이익 수준의 영업이익을 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 관건은 경쟁작들이 출시되는 4Q가 될 것이며 안정적인 성과를 기록하는 것이 중요한 과제이다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	241	241	218	285	240	259	703	562	984	1,763	1,843
게임 매출액	211	214	193	243	176	222	665	518	861	1,582	1,689
리니지	79	94	84	118	51	34	34	41	375	161	172
리니지 2	17	19	21	20	18	17	18	19	77	72	68
아이온	20	18	16	18	13	11	12	13	72	50	47
블레이드앤소울	54	49	40	39	45	39	39	40	182	163	144
길드워 2(확장팩)	31	16	15	15	14	14	19	21	77	67	65
기타(모바일, 신작)	11	18	18	32	34	109	543	383	78	1,069	1,192
로열티 매출액	29	27	24	42	64	36	38	44	122	181	155
영업비용	165	154	152	183	209	221	363	314	654	1,107	1,147
인건비	99	91	93	99	132	113	110	105	383	462	480
매출변동비	14	13	13	25	19	38	182	134	64	373	403
마케팅비	9	5	7	14	13	24	21	18	35	75	64
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	28	26	24
기타	35	37	31	37	38	38	42	51	143	171	176
영업이익	76	86	65	102	30	38	341	247	330	656	696
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	15%	48%	44%	34%	37%	38%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	-1%	7.5%	223%	97%	17%	79.2%	4.6%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	27%	43.2%	138%	72%	9%	69.3%	3.6%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-60%	-56.4%	423%	143%	39%	98.9%	6.2%

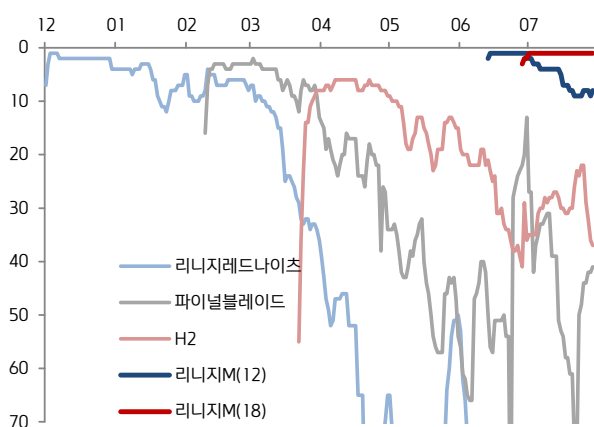
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
아이온레기온스	Mobile	SRPG	4Q, 북미/유럽
팡야	Mobile	Sports	4Q 아시아
블레이드앤소울	Mobile	MMORPG	4Q~내년상반기, 글로벌
리니지이터널	PC	MMORPG	내년하반기, 글로벌
리니지 2:레전드	Mobile	MMORPG	내년
퍼블리싱게임 2종	Mobile	미확인	하반기

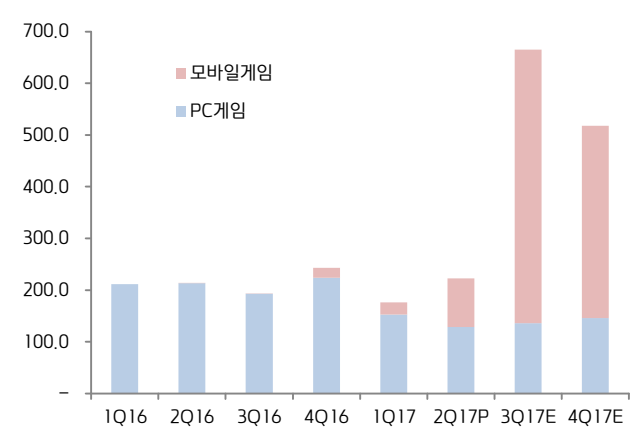
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 모바일게임 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

PC에서 모바일로 매출비중 이동(단위: 십억원)



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,763	1,843	1,880
매출원가	203	188	223	217	245
매출총이익	636	796	1,540	1,627	1,635
판매비및일반관리비	398	467	884	931	955
영업이익(보고)	237	329	656	696	680
영업이익(핵심)	237	329	656	696	680
영업외손익	2	17	9	20	21
이자수익	20	22	18	21	22
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	13	16	2	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	13	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	1	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	0	0	0
기타	-25	-7	3	1	1
법인세차감전이익	240	346	665	716	701
법인세비용	73	75	199	212	205
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	29.9%	29.6%	29.2%
당기순이익	166	271	466	505	496
지배주주지분순이익(억원)	165	272	466	504	495
EBITDA	272	361	684	725	706
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	495	533	523
수정당기순이익	167	278	467	505	496
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	79.2	4.6	2.0
영업이익(보고)	-14.6	38.4	99.5	6.1	-2.4
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	99.5	6.1	-2.4
EBITDA	-13.5	32.6	89.5	5.9	-2.5
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	71.0	8.2	-1.7
EPS	-28.1	64.6	71.0	8.2	-1.7
수정순이익	-26.2	66.4	68.0	8.0	-1.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	454	499	521
당기순이익	166	271	466	505	496
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	11	0	0
자산처분손익	1	10	1	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	-41	-33	0
기타	42	-41	-11	-2	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-458	-115	-87
투자자산의 처분	-487	-118	-434	-97	-69
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	-81	-85	-84
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	0	0	1
현금및현금성자산의순증가	45	-103	-85	299	350
기초현금및현금성자산	203	248	145	59	359
기말현금및현금성자산	248	145	59	359	708
Gross Cash Flow	235	266	495	531	521
Op Free Cash Flow	189	117	457	507	525

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,686	2,059	2,443
현금및현금성자산	248	145	59	359	708
유동금융자산	705	839	1,234	1,290	1,316
매출채권및유동채권	129	207	392	410	418
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,222	1,256	1,293
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	41	42	43
투자자산	797	867	907	950	996
유형자산	234	225	218	212	207
무형자산	64	53	57	51	47
기타비유동자산	24	1	0	0	0
자산총계	2,219	2,361	2,908	3,315	3,735
유동부채	338	284	441	427	436
매입채무및기타유동채무	231	244	353	335	342
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	88	92	94
비유동부채	93	181	187	187	188
장기매입채무및비유동채무	16	7	13	14	14
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	24	24	25
부채총계	430	465	627	615	624
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,929	2,348	2,758
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,270	2,689	3,100
비지배주주지분자본총계	19	10	10	11	12
자본총계	1,789	1,896	2,281	2,700	3,112
순차입금	-953	-835	-1,144	-1,499	-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	21,226	22,957	22,571
BPS	80,693	85,985	103,488	122,588	141,300
주당EBITDA	12,424	16,470	31,202	33,034	32,198
CFPS	9,181	13,853	22,555	24,297	23,831
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	18.1	16.7	17.0
PBR	2.6	2.9	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.7	12.7	10.7	9.6	9.3
PCFR	23.2	17.9	17.0	15.8	16.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	37.2	37.8	36.2
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	37.2	37.8	36.2
EBITDA margin	32.5	36.7	38.8	39.3	37.6
순이익률	19.8	27.6	26.5	27.4	26.4
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	22.3	20.3	17.1
투자자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	241.9	225.6	214.8
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	27.5	22.8	20.1
순차입금비율	-53.3	-44.0	-50.1	-55.5	-60.3
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	206.6	219.4	214.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.9	4.6	4.5
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,688.0	2,895.7	3,042.1
매입채무회전율	3.8	4.1	5.9	5.4	5.6

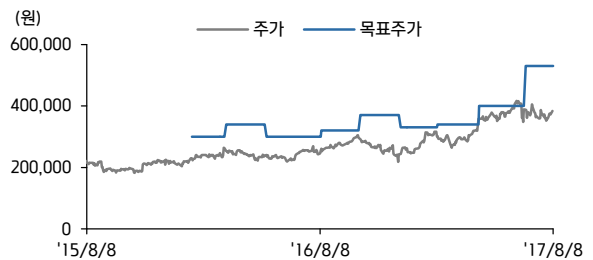
Compliance Notice

- 당사는 8월 7일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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)	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
	2017/08/08	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%