



BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(9/5): 415,000원

시가총액: 91,047억원

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

Stock Data

KOSPI (9/5)	2,326.62pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	416,000원	218,000원
등락률	-0.24%	90.37%
수익률	절대	상대
1W	11.4%	14.7%
1M	52.9%	36.6%
1Y	49.5%	32.4%

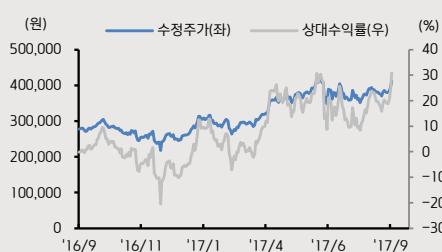
Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	426천주
외국인 지분율	39.67%
배당수익률(17E)	0.97%
BPS(17E)	105,773원
주요 주주	김택진 외 7인 국민연금공단
	12.0% 11.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,867	2,006
보고영업이익	237	329	721	792
핵심영업이익	237	329	721	792
EBITDA	272	361	749	821
세전이익	240	346	729	810
순이익	166	271	518	574
지배주주지분순이익	165	272	516	571
EPS(원)	7,542	12,416	23,511	26,049
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	89.4	10.8
PER(배)	28.2	19.9	17.5	15.8
PBR(배)	2.6	2.9	3.9	3.2
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	10.5	9.1
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	38.6	39.5
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	38.6	39.5
ROE(%)	10.5	14.7	24.5	22.3
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-51.4	-57.5

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

견고한 리니지M, 콘텐츠 업데이트로 경쟁우위



엔씨소프트의 리니지M이 매우 견고한 매출을 기록하고 있는 것으로 추정됩니다. 이에 3Q실적이 기존 예상보다 더욱 좋은 성적을 낼 것으로 기대됩니다. 관건은 경쟁작들이 출시했을 때 리니지M이 얼마나 잘 방어를 하는지 여부입니다. 아직 개인거래, 공성전 등의 업데이트가 남아있어 콘텐츠 확대를 통한 방어가 가능할 것으로 전망됩니다.

>>> 리니지M의 견고함으로 3Q실적 전망치 상향

엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 7,784억원(QoQ, +201%), 영업이익 3,874억원(QoQ, +931%)를 기록하면서 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다. 리니지M이 출시한지 2개월이 넘었지만 여전히 견고한 흐름을 보여주고 있기 때문이다. 기존 예상보다 높은 수준으로 매출이 유지되고 있기에 하반기 실적을 상향조정하였다. PC게임은 길드워2확장팩 판매를 제외하면 회복세가 크지 않을 것으로 전망되지만 리니지2:레볼루션의 일본에서 큰 성과를 거둠에 따라 로열티 매출이 다시 증가할 것으로 전망된다.

>>> 쏟아져 나오는 경쟁작들, 콘텐츠의 업데이트로 방어한다

사실 동사의 주가가 뛰어난 실적을 거둘 것이라는 전망에도 불구하고 담보를 보였던 것은 국내에 한정된 흥행, Life Cycle에 대한 우려 등이 존재했다. 대형 MMORPG 경쟁작이 아직 나오지 않았기에 이후에 대한 정확한 전망을 하기엔 어렵다. 하지만 리니지2:레볼루션과는 다르게 시일이 다수 흘렀음에도 견고한 모습을 보인다는 것은 다수의 경쟁작이 나온 이후에도 리니지M의 성적이 급격하게 감소할 것이라는 우려를 불식시킬 수 있는 요인이다. 실제 리니지2:레볼루션은 리니지M의 출시일이 다가오면서 유저이탈이 발생하였고 매출이 감소하였다.

또한 개인거래, 공성전 업데이트가 4Q에 예정되어 있는 가운데 콘텐츠 업데이트를 통해서 경쟁작으로의 유저 이탈을 최소화 할 수 있을 것으로 전망된다. 관건은 개인거래에서 아이템가치가 높게 형성되는지 여부이다. 아이템가치 형성이 높게 될 경우 매출안정성이 보다 견고해질 가능성이 높고 PC와 같이 Life Cycle이 길게 유지될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 530,000원을 유지한다. 이제부터 시작되는 경쟁에서 견고한 모습을 보일 경우 디스카운트 되어있던 동사의 Valuation도 회복될 것으로 전망된다. 더불어 연말 리니지M 대만버전 및 내년 중국버전 등이 성과를 낼 경우 동사의 IP의 가치가 더욱 부각될 것으로 전망된다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	241	241	218	285	240	259	778	591	984	1,867	2,006
게임 매출액	211	214	193	243	176	222	732	535	861	1,666	1,834
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	610	401	78	1,154	1,337
로열티 매출액	29	27	24	42	64	36	46	56	122	201	172
영업비용	165	154	152	183	209	221	391	325	654	1,146	1,214
인건비	99	91	93	99	132	113	112	112	383	470	493
매출변동비	14	13	13	25	19	38	203	141	64	401	453
마케팅비	9	5	7	14	13	24	22	16	35	75	64
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	28	26	24
기타	35	37	31	37	38	38	46	49	143	174	180
영업이익	76	86	65	102	30	38	387	266	330	721	792
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	15%	50%	45%	34%	39%	39%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	-1%	7.5%	258%	108%	17%	89.9%	7.4%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	27%	43.2%	156%	78%	9%	75.3%	5.9%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-60%	-56.4%	495%	161%	39%	118.7%	9.9%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

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

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,867	2,006	1,977
매출원가	203	188	225	220	250
매출총이익	636	796	1,642	1,786	1,727
판매비및일반관리비	398	467	921	994	996
영업이익(보고)	237	329	721	792	731
영업이익(핵심)	237	329	721	792	731
영업외손익	2	17	8	18	18
이자수익	20	22	17	18	19
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	13	16	6	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	13	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	1	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	-1	0	0
기타	-25	-7	1	1	1
법인세차감전이익	240	346	729	810	749
법인세비용	73	75	211	236	219
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	29.0%	29.1%	29.2%
당기순이익	166	271	518	574	531
지배주주지분이익(억원)	165	272	516	571	528
EBITDA	272	361	749	821	758
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	546	603	557
수정당기순이익	167	278	520	574	531
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	89.9	7.4	-1.5
영업이익(보고)	-14.6	38.4	119.3	9.9	-7.7
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	119.3	9.9	-7.7
EBITDA	-13.5	32.6	107.5	9.5	-7.7
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	89.4	10.8	-7.6
EPS	-28.1	64.6	89.4	10.8	-7.6
수정순이익	-26.2	66.4	86.9	10.5	-7.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	507	566	556
당기순이익	166	271	518	574	531
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	7	0	0
자산처분손익	1	10	2	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	-40	-35	0
기타	42	-41	-7	-2	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-532	-155	-40
투자자산의 처분	-487	-118	-508	-138	-23
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	-80	-85	-85
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	1	0	0
현금및현금성자산의순증가	45	-103	-105	326	430
기초현금및현금성자산	203	248	145	40	366
기말현금및현금성자산	248	145	40	366	797
Gross Cash Flow	235	266	547	601	555
Op Free Cash Flow	189	117	507	577	564

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,763	2,217	2,620
현금및현금성자산	248	145	40	366	797
유동금융자산	705	839	1,307	1,404	1,384
매출채권및유동채권	129	207	415	446	439
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,225	1,259	1,295
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	43	46	45
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	2,988	3,477	3,915
유동부채	338	284	467	465	458
매입채무및기타유동채무	231	244	373	365	359
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	93	100	99
비유동부채	93	181	189	190	190
장기매입채무및비유동채무	16	7	14	15	15
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	25	26	26
부채총계	430	465	655	655	648
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,979	2,466	2,909
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,321	2,807	3,251
비지배주주지분자본총계	19	10	12	14	16
자본총계	1,789	1,896	2,332	2,821	3,267
순차입금	-953	-835	-1,198	-1,621	-2,031
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	23,511	26,049	24,071
BPS	80,693	85,985	105,773	127,967	148,182
주당EBITDA	12,424	16,470	34,170	37,404	34,537
CFPS	9,181	13,853	24,905	27,464	25,398
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	17.5	15.8	17.1
PBR	2.6	2.9	3.9	3.2	2.8
EV/EBITDA	13.7	12.7	10.5	9.1	9.3
PCFR	23.2	17.9	16.5	15.0	16.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	38.6	39.5	37.0
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	38.6	39.5	37.0
EBITDA margin	32.5	36.7	40.1	40.9	38.3
순이익률	19.8	27.6	27.7	28.6	26.8
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	24.5	22.3	17.4
투하자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	266.7	256.9	230.2
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	28.1	23.2	19.8
순차입금비율	-53.3	-44.0	-51.4	-57.5	-62.2
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	225.8	247.6	228.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	6.0	4.7	4.5
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,847.3	3,151.4	3,198.7
매입채무회전율	3.8	4.1	6.0	5.4	5.5

Compliance Notice

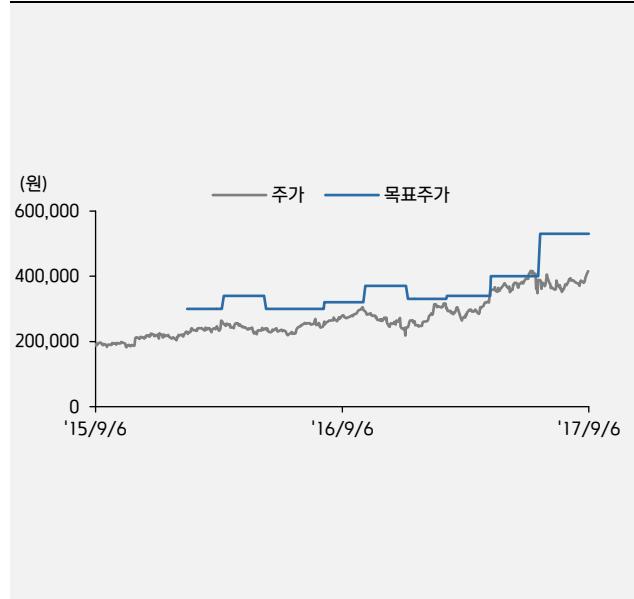
- 당사는 9월 5일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리를		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000원	6개월	-20.90	-20.00	
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-20.03	-12.17	
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-28.58	-24.71	
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-19.57	-10.33	
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-13.29	-4.69	
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-24.98	-22.03	
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-27.47	-26.08	
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-32.19	-26.49	
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-21.95	-16.06	
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-8.52	-4.24	
	2017/02/08	Outperform (Downgrade)	340,000원	6개월	-12.60	5.44	
	2017/04/14	Outperform (Maintain)	400,000원	6개월	-9.63	-5.38	
	2017/05/15	Outperform (Maintain)	400,000원	6개월	-4.08	4.00	
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000원	6개월	-28.06	-23.58	
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-30.65	-27.08	
	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-27.01	-21.70	
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리를 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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%