



## BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(11/9): 421,000원

시가총액: 92,363억원

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

## Stock Data

KOSPI (11/9)	2,550.57pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	478,500원
등락률	-17.02%
수익률	절대
1W	-9.4%
1M	15.0%
1Y	57.7%
	상대
	218,000원
	93.12%
	상대
	21.1%

## Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	247천주
외국인 지분율	41.77%
배당수익률(17E)	0.95%
BPS(17E)	104,688원
주요 주주	김택진 외 7인
	국민연금공단
	12.0%
	12.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,774	2,018
보고영업이익	237	329	622	798
핵심영업이익	237	329	622	798
EBITDA	272	361	650	826
세전이익	240	346	665	822
순이익	166	271	492	600
자체주주지분순이익	165	272	492	599
EPS(원)	7,542	12,416	22,426	27,325
증감률(%YoY)	-28.1	64.6	80.6	21.8
PER(배)	28.2	19.9	18.8	15.4
PBR(배)	2.6	2.9	4.0	3.3
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	12.4	9.2
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	35.1	39.5
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	35.1	39.5
ROE(%)	10.5	14.7	23.4	23.4
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-50.7	-57.5

## Price Trend



## 실적리뷰

## 엔씨소프트 (036570)

## MMORPG의 큰 그림은 이제 시작



엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 7,273억원(QoQ, +181.2%), 영업이익 3,278억원(QoQ, +772.6%)를 기록하면서 시장 기대치를 소폭 하회하였습니다. 리니지M의 매출이 견조하게 유지된 가운데 인센티브, 상여금 지급에 따른 인건비 상승이 기대치 하회의 주요 원인이었습니다. 4Q실적은 3Q대비 감소하겠지만 향후 주요 업데이트와 대만/홍콩 출시, 내년 3개의 MMORPG라인업을 통해 내년에는 한층 더 레벨업된 실적을 기록할 것으로 기대됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 사상최대 실적을 달성한 3Q, 기대치는 소폭 밀돌아

엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 7,273억원(QoQ, +181.2%), 영업이익 3,278억원(QoQ, +772.6%)를 기록하면서 시장 기대치(컨센서스 3,450억원)를 밀돌았다. 주요 원인은 리니지M의 매출이 높은 수준을 기록했으나 당초 기대치보다 소폭 밀돌았고 리니지1과 길드워2(확장팩)을 제외한 나머지 PC매출들도 소폭 감소된 모습을 보였다. 리니지M은 3Q에 일평균 59억원 수준의 매출을 기록한 것으로 추정된다. 하지만 이익이 기대에 미치지 못한 직접적인 원인은 인센티브 및 상여금 지급이 예상보다 크게 이루어졌기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 공성전으로 매출의 반등 계기 마련, 개인거래의 도입 기대

이번 실적발표에서 가장 관심이 높았던 것은 리니지M의 매출감소 추세와 반등 부분이었다. 공성전 이전까지는 매출이 하향안정화 되는 추세였으나 도입 이후 반등을 하고 있는 것으로 추정된다. 다만 아직 공선전이 시작한지 얼마 되지 않기 때문에 반등 수준을 감안할 수 없으나 공성전 전투가 심화될수록 매출이 견고한 모습을 보일 것으로 전망된다.

동기부여를 할 수 있는 또 다른 콘텐츠인 개인거래 업데이트는 아직까지 일정이 확정되지 않은 모습이다. 개인거래 활성화 문제는 준비는 되었으나 신중한 접근을 위하여 고민하는 것으로 밝혔다. 개인거래를 통하여 아이템가치가 향상된다면 매출 반등세가 더 강하게 나타날 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 대만/홍콩 출시와 신작 출시를 통하여 내년에도 레벨업

리니지M의 대만/홍콩 출시는 연내 진행될 것으로 전망된다. 이미 사전예약자 수가 150만명을 넘어섰고 리니지IP의 영향력을 고려한다면 성공가능성이 높다고 판단된다. 다만, 실질적인 실적기여는 내년에 이루어질 것으로 전망된다. 이외에도 내년 3종의 MMORPG(블소2, 리니지2, 아이온)를 통해 한 단계 더 레벨업이 가능할 것으로 판단된다. 이들 3종 MMORPG는 리니지M보다 해외 진출 측면에서 유리한 점이 많다고 판단되기 때문에 부족한 면으로 꼽혔던 해외 성과도 내년에 해소될 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

## 엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	241	241	218	285	240	259	727	549	984	1,774	2,018
게임 매출액	211	214	193	243	176	222	684	491	861	1,573	1,815
리니지	79	94	84	118	51	34	35	37	375	158	169
리니지 2	17	19	21	20	18	17	16	16	77	67	61
아이온	20	18	16	18	13	11	10	10	72	45	47
블레이드앤소울	54	49	40	39	45	39	38	38	182	160	144
길드워 2(확장팩)	31	16	15	15	14	14	20	21	77	69	67
기타(모바일, 신작)	11	18	18	32	34	109	564	368	78	1,075	1,326
로열티 매출액	29	27	24	42	64	36	44	58	122	201	204
영업비용	165	154	152	183	209	221	399	323	654	1,152	1,221
인건비	99	91	93	99	132	113	155	134	383	535	518
매출변동비	14	13	13	25	19	38	176	123	64	356	460
마케팅비	9	5	7	14	13	24	22	17	35	75	64
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	28	26	24
기타	35	37	31	37	38	38	38	43	143	159	155
영업이익	76	86	65	102	30	38	328	226	330	622	798
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	15%	45%	41%	34%	35%	40%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	-1%	7.5%	234%	93%	17%	80.4%	13.8%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	27%	43.2%	162%	76%	9%	76.3%	5.9%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-60%	-56.4%	403%	122%	39%	88.6%	28.2%

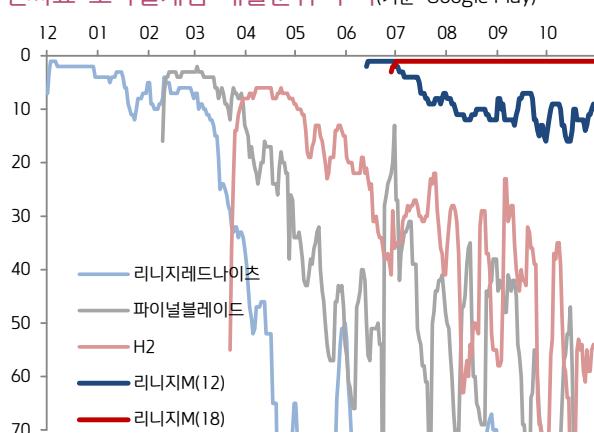
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 M	Mobile	MMORPG	연내, 대만/홍콩
블소 2	Mobile	MMORPG	2018년
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2018년
아이온:템페스트	Mobile	MMORPG	2018년
프로젝트 TL	PC/Mobile	MMORPG	2019년

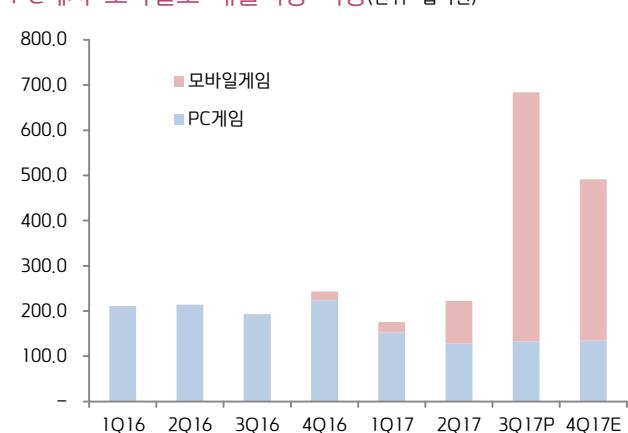
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 엔씨표 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	1,774	2,018	2,396
매출원가	203	188	211	185	209
매출총이익	636	796	1,563	1,833	2,187
판매비및일반관리비	398	467	941	1,036	1,200
영업이익(보고)	237	329	622	798	986
영업이익(핵심)	237	329	622	798	986
영업외손익	2	17	43	24	28
이자수익	20	22	19	24	27
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	34	2	2
법인세차감전이익	240	346	665	822	1,015
법인세비용	73	75	173	222	274
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	26.0%	27.0%	27.0%
당기순이익	166	271	492	600	741
지배주주지분이익(억원)	165	272	492	599	740
EBITDA	272	361	650	826	1,013
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	521	628	767
수정당기순이익	167	278	494	600	741
증감율(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	80.4	13.8	18.7
영업이익(보고)	-14.6	38.4	89.2	28.2	23.7
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	89.2	28.2	23.7
EBITDA	-13.5	32.6	80.1	27.0	22.6
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	80.7	21.9	23.4
EPS	-28.1	64.6	80.6	21.8	23.4
수정순이익	-26.2	66.4	77.7	21.4	23.4

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	481	593	763
당기순이익	166	271	492	600	741
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	-41	-34	-2
기타	42	-41	-7	-2	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-467	-229	-325
투자자산의 처분	-487	-118	-443	-212	-308
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	-83	-81
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	2	4
현금및현금성자산의순증가	45	-103	-67	281	357
기초현금및현금성자산	203	248	145	78	358
기말현금및현금성자산	248	145	78	358	716
Gross Cash Flow	235	266	521	627	766
Op Free Cash Flow	189	117	432	582	755

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,715	2,220	2,926
현금및현금성자산	248	145	78	358	716
유동금융자산	705	839	1,242	1,413	1,677
매출채권및유동채권	129	207	394	449	532
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,223	1,260	1,305
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	41	46	55
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	2,937	3,480	4,230
유동부채	338	284	444	468	555
매입채무및기타유동채무	231	244	355	367	436
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	89	101	120
비유동부채	93	181	187	190	197
장기매입채무및비유동채무	16	7	13	15	18
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	24	26	30
부채총계	430	465	631	658	753
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,955	2,470	3,125
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,297	2,812	3,467
비지배주주지분자본총계	19	10	10	10	11
자본총계	1,789	1,896	2,307	2,822	3,477
순차입금	-953	-835	-1,170	-1,622	-2,243
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	22,426	27,325	33,729
BPS	80,693	85,985	104,688	128,154	158,023
주당EBITDA	12,424	16,470	29,653	37,653	46,179
CFPS	9,181	13,853	23,740	28,646	34,978
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	18.8	15.4	12.5
PBR	2.6	2.9	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	13.7	12.7	12.4	9.2	6.9
PCFR	23.2	17.9	17.7	14.7	12.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	35.1	39.5	41.2
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	35.1	39.5	41.2
EBITDA margin	32.5	36.7	36.7	40.9	42.3
순이익률	19.8	27.6	27.7	29.7	30.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	23.4	23.4	23.5
투하자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	229.4	258.0	309.0
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	27.3	23.3	21.6
순차입금비율	-53.3	-44.0	-50.7	-57.5	-64.5
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	194.8	249.3	308.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.9	4.8	4.9
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,705.6	3,170.6	3,877.2
매입채무회전율	3.8	4.1	5.9	5.6	6.0

## Compliance Notice

- 당사는 11월 9일 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		과리율	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000	6개월	-20.45	-20.00	
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000	6개월	-19.74	-12.17	
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000	6개월	-28.63	-24.71	
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000	6개월	-19.85	-10.33	
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000	6개월	-13.57	-4.69	
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000	6개월	-25.07	-22.03	
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000	6개월	-25.86	-22.03	
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000	6개월	-29.00	-22.03	
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000	6개월	-22.21	-16.06	
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000	6개월	-15.90	-4.24	
	2017/02/08	Outperform (Downgrade)	340,000	6개월	-12.98	5.44	
	2017/04/14	Outperform (Maintain)	400,000	6개월	-9.47	-5.38	
	2017/05/15	Outperform (Maintain)	400,000	6개월	-6.04	4.00	
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000	6개월	-27.75	-23.58	
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-29.65	-23.58	
	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-28.55	-21.70	
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-22.55	-9.72	
	2017/11/10	BUY(Maintain)	530,000	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

## 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%