



BUY(Maintain)

목표주가: 370,000원

주가(11/10): 252,500원

시가총액: 59,866억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/10)	2,002.60pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	305,000원	204,000원
등락률	-10.49%	33.82%
수익률	절대	상대
1W	-6.3%	-3.8%
1M	13.3%	12.1%
1Y	31.3%	30.9%

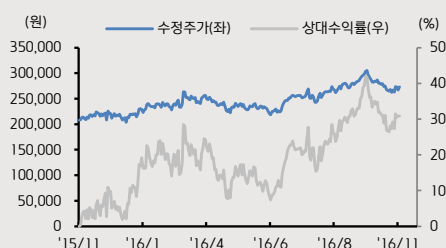
Company Data

발행주식수	21,929천주	
일평균 거래량(3M)	104천주	
외국인 지분율	39.22%	
배당수익률(16E)	1.28%	
BPS(16E)	89,902원	
주요 주주	국민연금공단	12.9%
	김택진 외 9인	12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	839	838	947	1,139
보고영업이익	278	237	297	446
핵심영업이익	278	237	297	446
EBITDA	315	272	327	476
세전이익	289	240	316	469
순이익	228	166	261	354
지배주주지분순이익	230	165	261	355
EPS(원)	10,487	7,542	11,914	16,186
증감률(%YoY)	44.7	-28.1	58.0	35.9
PER(배)	17.4	28.2	22.9	16.9
PBR(배)	2.9	2.6	3.0	2.7
EV/EBITDA(배)	9.7	13.7	14.7	9.4
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	31.3	39.2
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	31.3	39.2
ROE(%)	18.0	10.5	13.8	16.6
순부채비율(%)	-65.3	-53.3	-58.0	-65.7

Price Trend



실적리뷰

엔씨소프트 (036570)

미래 동력이 될 신규 라인업 다수 보유



엔씨소프트의 3Q실적이 발표되었다. 당사 예상치를 하회하는 실적을 달성하였다. 3Q실적은 매출액 2,176억원(QoQ, -9.6%), 영업이익 651억원(QoQ, -24.4%)을 기록하며 시장 기대치를 하회하였다. 이벤트 감소에 따라 리니지2를 제외한 게임들의 매출이 감소했기 때문이다. 12월8일부터 시작되는 모바일 신작들의 성과를 주목하자.

>>> 3Q실적 Review

엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 2,176억원(QoQ, -9.6%), 영업이익 651억원(QoQ, -24.4%)을 기록하며 기대치를 하회하는 실적을 달성하였다. 3Q에 전반적으로 게임들의 아이템 프로모션 조정이 이루어지면서 매출이 감소하였다. 특히 불소는 북미/유럽에서 지속적으로 매출이 감소하였으나 하향 안정화 된 것으로 판단된다. 영업비용은 인원증가에 따른 인건비 상승이 있었고 마케팅 비용은 불소 토너먼트 및 모바일게임 출시준비 등으로 소폭 증가하였다. 예상보다 실적이 하회하였지만 분기별 이벤트에 따라 동사의 실적이 좌우된다는 점에서 큰 부진은 아니라고 판단된다.

>>> 미래 동력이 될 신규 라인업 다수 존재

동사의 신규 동력으로 평가되고 있는 모바일게임은 12/8일 리니지RK를 시작으로 본격 가동된다. 올해는 리니지RK만 출시 예정되어 있지만 이번 실적발표에서 향후 모바일 프로젝트가 20여개가 준비 중인 것으로 알려지면서 향후 성장 동력에 대한 파이프라인이 충실하게 준비되고 있는 것으로 평가된다.

온라인게임은 리니지이터널이 11/30일부터 5일간 CBT가 진행될 예정이다. 내년 상반기에 리니지이터널, MXM이 출시되며 향후 라인업으로 2~3개 프로젝트가 준비 중이다. 이렇듯 온라인/모바일게임의 다양한 라인업은 기존 게임 중심으로 매출이 발생하는 동사의 성장성에 큰 동력이 될 것으로 기대된다. 4Q에는 리니지 발카라스 콘텐츠 업데이트가 있었고 그 외 게임들도 이벤트가 진행 중이라는 점, 리니지RK(자체) 리니지2:레볼루션(넷마블개발)이 출시된다는 점에서 실적 성장이 기대된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 370,000원 유지

투자의견을 BUY와 목표주가 370,000원을 유지한다. 3Q실적이 예상보다 부진하였지만 기존 게임들의 4Q 순항이 예상되며 신작을 통한 성장성은 다수의 라인업으로 충분히 이루어질 수 있을 것으로 판단된다. 지금은 동사의 새로운 성과에 대해서 주목해야 할 시점이다.

3Q실적 및 당사추정치, 컨센서스 (단위: 십억원)

	2Q16	3Q16P	당사추정치		컨센서스	
			3Q 추정치	차이	3Q 추정치	차이
매출액	240.5	217.6	230.3	5.8%	227.1	4.4%
영업이익	86.1	65.1	71.6	10.0%	72.2	10.9%
당기순이익	90.4	47.9	58.3	21.7%	60.1	25.5%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	241	241	218	248	259	297	286	296	838	947	1,139
게임 매출액	211	214	193	213	222	263	261	272	740	832	842
리니지	79	94	84	93	76	91	80	90	313	350	337
리니지 2	17	19	21	19	20	22	24	22	63	76	87
아이온	20	18	16	18	20	17	16	17	74	71	70
블레이드앤소울	54	49	40	44	51	46	38	42	114	187	177
길드워 2(확장팩)	31	16	15	17	21	13	12	17	101	78	64
기타(모바일, 신작)	11	18	18	27	55	129	163	152	76	73	118
로열티 매출액	29	27	24	35	37	35	26	24	99	115	122
영업비용	165	154	152	178	172	174	173	174	601	650	693
인건비	99	91	93	91	100	92	94	92	325	375	379
매출변동비	14	13	13	13	18	21	20	21	55	53	79
마케팅비	9	5	7	12	10	11	11	11	34	33	43
감가상각비	8	8	8	9	8	7	7	8	32	30	28
기타	35	37	31	53	37	42	41	42	155	159	163
영업이익	76	86	65	70	87	124	114	122	237	297	446
영업이익률	31%	36%	30%	28%	33%	42%	40%	41%	28%	31%	39%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	5%	7%	24%	31.6%	19%	0%	13%	20%
영업비용	15%	3%	5.1%	10%	4%	12%	13.2%	-2%	7%	8%	7%
영업이익	69%	28%	28.7%	-7%	14%	44%	74.4%	75%	-15%	25%	50%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 이터널 CBT	PC	MMORPG	11/10~20 테스트 모집. 11/30~12/4 CBT
리니지 RK	Mobile	MORPG	2016.12.08, 한국 대만 동남아시아
블레이드&소울: 정령의 반지	Mobile	카드형 RPG	2017.1Q 국내 대만 일본
파이널블레이드	Mobile	MORPG	2017.1Q 국내
리니지 M	Mobile	MMORPG	2017.1Q 국내, 하반기 대만
MXM	PC	Moba	내년 상반기, 북미~한국 먼저 출시 조율중
리니지 이터널	PC	MMORPG	내년 상반기, 글로벌 동시 출시
프로젝트 오르카	Mobile	MMORPG	미정
Mobile 라인업 20 여개(5 개 포함)	Mobile	다양한 장르	일정은 내년 말까지 예정
PC 라인업 2~3 개 추가 대기	PC	MMORPG, Casual 등	내후년 이후

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	839	838	947	1,139	1,181
매출원가	220	203	193	188	190
매출총이익	618	636	754	951	991
판매비및일반관리비	340	398	457	504	490
영업이익(보고)	278	237	297	446	489
영업이익(핵심)	278	237	297	446	500
영업외손익	11	2	20	22	25
이자수익	17	20	22	24	25
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	9	13	6	0	0
이자비용	0	0	1	0	0
외환손실	5	3	5	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	4	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	0	0	0
기타	-11	-25	-7	-1	-1
법인세차감전이익	289	240	316	469	525
법인세비용	61	73	55	114	128
유효법인세율 (%)	21.3%	30.5%	17.5%	24.4%	24.4%
당기순이익	228	166	261	354	397
지배주주지분순이익(억원)	230	165	261	355	398
EBITDA	315	272	327	476	531
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	291	385	427
수정당기순이익	226	167	261	355	397
증감율(% YoY)					
매출액	10.8	-0.1	13.0	20.2	3.7
영업이익(보고)	35.5	-14.6	25.0	50.3	9.7
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	25.0	50.3	12.2
EBITDA	30.9	-13.5	20.2	45.5	11.4
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	58.0	35.9	12.1
EPS	44.7	-28.1	58.0	35.9	12.1
수정순이익	48.1	-26.2	56.1	36.1	11.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	277	425	435
당기순이익	228	166	261	354	397
감가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	-1	0	0
자산처분손익	1	1	0	1	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	-11	40	9
기타	25	42	0	-1	-1
투자활동현금흐름	-176	-517	-116	-187	-53
투자자산의 처분	-156	-487	-91	-161	-35
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-18	-18	-19	-19
무형자산의 처분	-2	1	-8	-8	0
기타	1	-14	1	1	1
재무활동현금흐름	-12	310	-51	-61	-72
단기차입금의 증가	-3	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-69	-60	-74	-85
기타	3	379	9	13	12
현금및현금성자산의순증가	79	45	109	176	310
기초현금및현금성자산	123	203	248	357	533
기말현금및현금성자산	203	248	357	533	843
Gross Cash Flow	285	235	287	385	426
Op Free Cash Flow	214	189	218	380	400

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,300	1,667	2,018
현금및현금성자산	203	248	357	533	843
유동금융자산	695	705	796	958	993
매출채권및유동채권	121	129	146	175	182
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,137	1,137	1,126
장기매출채권및기타비유동채권	18	17	19	23	24
투자자산	301	797	802	803	804
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,437	2,803	3,144
유동부채	245	338	344	413	429
매입채무및기타유동채무	210	231	296	356	369
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	48	57	60
비유동부채	78	93	103	120	134
장기매입채무및비유동채무	14	16	18	22	22
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	85	99	111
부채총계	323	430	447	534	562
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,532	1,814	2,127
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	1,971	2,253	2,566
비지배주주지분자본총계	15	19	18	17	16
자본총계	1,376	1,789	1,990	2,270	2,582
순차입금	-898	-953	-1,153	-1,491	-1,836
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

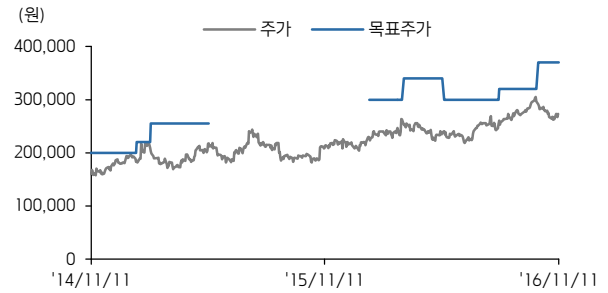
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	11,914	16,186	18,147
BPS	62,045	80,693	89,902	102,729	117,031
주당EBITDA	14,362	12,424	14,931	21,727	24,199
CFPS	12,051	9,181	13,292	17,538	19,486
DPS	3,430	2,747	3,500	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	22.9	16.9	15.0
PBR	2.9	2.6	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.7	13.7	14.7	9.4	7.8
PCFR	15.1	23.2	20.5	15.6	14.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	31.3	39.2	41.4
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	31.3	39.2	42.4
EBITDA margin	37.5	32.5	34.6	41.8	44.9
순이익률	27.1	19.8	27.5	31.1	33.6
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	13.8	16.6	16.4
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	395.4	884.8	6,084.0
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	22.5	23.5	21.8
순차입금비율	-65.3	-53.3	-58.0	-65.7	-71.1
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	219.1	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	6.9	7.1	6.6
재고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,403.5	1,743.3	1,867.7
매입채무회전율	4.0	3.8	3.6	3.5	3.3

- 당사는 11월 10일 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
엔씨소프트 (036570)	2014/11/14	BUY(Maintain)	200,000원
	2014/12/12	BUY(Maintain)	200,000원
	2015/01/21	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/01/28	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/02/12	BUY(Maintain)	255,000원
	2015/05/14	BUY(Maintain)	255,000원
	담당자변경	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

목표주가 추이



투자 의견 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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%