

게임

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	420,000
현재주가(16/05/13, 원)	238,500
상승여력	76%

영업이익(16F, 십억원)	337
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	346
EPS 성장률(16F, %)	64.5
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	19.2
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	5,230
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	83.8
외국인 보유비중(%)	32.5
배타(12M) 일간수익률	0.97
52주 최저가(원)	181,500
52주 최고가(원)	263,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.0 11.4 9.9
상대주가	-2.3 11.8 18.1



[인터넷/게임/엔터테인먼트]

김창권
02-768-4321
changkwon.kim@dwsec.com

박정엽
02-768-4124
jay.park@dwsec.com

엔씨소프트 (036570)

재차 확인된 독점 고령화 수혜주

PC 온라인게임 시장 독식 현상 재확인

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기와 비교해 각각 28.0%, 68.9% 증가한 2,408억원과 758억원을 기록했다. 당사 영업이익의 전망치 749억원과 유사한 수준이었다.

금번 1분기에도 리니지, 아이온, 블레이드앤소울 등 기존 게임 매출액의 꾸준한 증가세를 재확인했다. 매출이 많이 증가한 게임은 1월에 미국과 유럽에서 서비스를 시작한 블레이드 앤소울이다. 1분기 블소 매출액은 전년동기보다 101.8% 증가한 540억원으로 2012년 6월 게임출시 이후 최대 분기 매출액을 기록했다.

2015년 1분기와 대비 게임별 매출액 증가율은 리니지 19.5%, 리니지2 55.1%, 아이온 10.2%, 길드워2 52.6% 였다. 기존 게임 매출액이 점진적으로 감소할 것이라는 일반적인 시장 기대치와는 반대되는 모습이다.

외형 성장과 함께 비용도 빠르게 증가했다. 인센티브 지급, 하반기 집중된 모바일 게임 출시 대비, 게임개발 환경 진화(AI 및 VR) 대응을 위한 인력 충원이 있었다.

3분기 리니지 RK, 4분기 리니지 엠 모바일 출시

3분기 예정된 리니지RK, 리니지2:던오브아덴(개발사 넷마블)과 4분기 출시를 준비중인 리니지M, 리니지2:혈맹(개발사 중 스네일), 아이온레기온즈 등 동사 게임 IP를 이용한 모바일 게임 출시 일정은 변화가 없다.

국내외 PC온라인 RPG 시장에서 새로운 진입자가 실질적으로 없는 상황에서, 동사는 콘텐츠 업데이트 등 새로운 흥행 요소를 찾아내고 있다. 리니지 매출액이 2008년과 비교해 약 3배까지 증가한 것에 이어, 기타 기존 게임들 매출액도 향후 수년간 증가할 가능성도 있다.

모바일게임 시장이 PC 온라인게임 시장을 빠르게 잠식하고 있지만 키보드, 마우스 등 기존 PC게임의 인터페이스에 익숙한 30~50대 게이머나 장시간 게임을 플레이하는 하드코어 유저는 여전히 PC게임을 선호한다. 작은 화면이나 인터넷 속도와 비싼 통신요금 등으로 인해 완전한 시장 대체는 불가능하다.

확인된 기존게임, 다가오는 모바일게임 모멘텀

건조한 기존 게임들의 실적 흐름이 재확인되었다. 2016년 하반기 신규 모바일게임 출시에 이어 2017년에는 대작 게임 리니지이터널 매출액이 추가될 예정이다. ‘매수’ 투자의견과 목표주가 42만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	757	839	838	1,012	1,164	1,280
영업이익 (십억원)	205	278	237	337	417	480
영업이익률 (%)	27.1	33.1	28.3	33.3	35.8	37.5
순이익 (십억원)	159	230	165	272	330	376
EPS (원)	7,245	10,487	7,542	12,406	15,053	17,162
ROE (%)	14.8	18.4	10.6	14.5	15.7	15.9
P/E (배)	34.3	17.4	28.2	19.2	15.8	13.9
P/B (배)	4.4	2.7	2.6	2.6	2.3	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

표 1. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F
매출액	188	218	196	237	241	228	251	292	839	838	1,012
리니지1	66	85	78	83	79	85	77	82	263	313	324
리니지2	11	16	16	20	17	16	17	18	59	63	68
아이온	18	20	17	19	20	19	20	20	94	74	79
블레이드 앤 소울	27	30	25	32	54	39	35	36	83	114	164
길드워2	20	22	21	37	31	26	21	25	86	101	103
와일드스타	3	2	2	3	1	1	1	1	50	9	5
MXM	0	0	0	0	0	0	14	21	0	0	35
로열티	26	21	23	29	29	27	27	22	137	99	106
기타	18	20	15	14	10	14	39	67	67	67	129
매출비중											
리니지1	35.1	39.3	40.0	35.1	32.7	37.5	30.8	28.2	31.4	37.3	32.0
리니지2	5.9	7.5	8.0	8.5	7.1	7.1	6.8	6.1	7.1	7.5	6.7
아이온	9.7	9.2	8.6	7.8	8.4	8.3	8.0	6.7	11.3	8.8	7.8
블레이드 앤 소울	14.2	13.7	12.7	13.7	22.4	17.1	13.7	12.3	9.9	13.6	16.2
길드워2	10.6	10.3	10.6	15.8	12.7	11.6	8.5	8.6	10.2	12.0	10.2
와일드스타	1.4	1.0	0.9	1.1	0.5	0.5	0.4	0.4	5.9	1.1	0.5
MXM	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.6	7.2	0.0	0.0	3.5
로열티	13.6	9.6	11.7	12.3	12.2	12.0	10.9	7.5	16.3	11.8	10.5
기타	9.5	9.4	7.6	5.7	4.0	5.9	15.3	23.0	8.0	7.9	12.7
영업비용	143	150	145	162	165	160	163	188	561	601	676
영업이익	45	67	51	75	76	68	89	104	278	237	337
영업이익률	23.9	30.8	25.9	31.6	31.5	29.9	35.2	35.6	33.2	28.3	33.2
당기순이익	36	58	31	42	66	57	69	81	227	166	274
순이익률	18.9	26.6	15.7	17.8	27.5	25.0	27.6	27.8	27.1	19.8	27.0
YoY 증감률											
매출액	5.6	1.7	-7.5	0.8	28.0	4.8	28.5	23.3	10.8	-0.1	20.8
리니지1	61.0	50.3	14.2	-14.0	19.5	-0.1	-1.1	-0.9	-8.6	18.9	3.6
리니지2	-5.0	19.9	5.2	3.0	55.1	-1.2	9.3	-10.8	4.1	5.8	8.2
아이온	-17.8	9.5	-49.1	-11.2	10.2	-5.3	20.6	6.0	-1.4	-21.9	7.3
블레이드 앤 소울	39.2	55.6	26.1	31.9	101.8	31.1	38.5	11.0	20.1	37.7	43.6
길드워2	-20.3	1.2	5.1	93.7	52.6	17.3	3.2	-32.7	-30.6	17.4	2.9
와일드스타	-	-92.6	-89.3	-51.4	-50.6	-45.4	-40.2	-58.0	-	-81.7	-49.6
로열티	-42.5	-44.2	3.1	-10.1	14.5	30.4	19.2	-25.1	107.5	-27.9	7.3
기타	23.9	13.1	-16.1	-16.4	-46.3	-33.6	160.9	393.6	15.9	-0.6	93.4
영업이익	0.8	3.3	-37.8	-14.3	68.9	1.7	75.1	38.7	35.5	-14.6	41.7
당기순이익	-2.7	9.3	-59.5	-32.2	86.1	-1.7	126.4	92.0	43.4	-26.9	64.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 2016~2017년 실적 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	960	1,097	1,012	1,164	5.4	6.1
영업이익	323	396	337	417	4.3	5.3
순이익	256	313	272	330	6.3	5.4
EPS (원)	11,685	14,264	12,406	15,053	6.2	5.5
영업이익률	33.6	36.1	33.3	35.8	-0.3	-0.3
순이익률	26.7	28.5	26.9	28.4	0.2	-0.2

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	838	1,012	1,164	1,280
매출원가	203	276	317	349
매출총이익	635	736	847	931
판매비와관리비	398	400	430	452
조정영업이익	237	337	417	480
영업이익	237	337	417	480
비영업손익	3	7	20	25
금융손익	20	23	28	33
관계기업등 투자손익	-2	-2	-1	-1
세전계속사업손익	240	344	437	505
계속사업법인세비용	73	71	105	126
계속사업이익	166	274	332	379
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	166	274	332	379
지배주주	165	272	330	376
비지배주주	1	2	2	2
총포괄이익	171	274	332	379
지배주주	169	271	328	375
비지배주주	2	3	4	4
EBITDA	272	367	443	502
FCF	224	366	412	442
EBITDA 마진을 (%)	32.5	36.3	38.1	39.2
영업이익률 (%)	28.3	33.3	35.8	37.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.7	26.9	28.4	29.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	1,083	1,300	1,554	1,835
현금 및 현금성자산	248	292	395	561
매출채권 및 기타채권	90	109	125	137
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	744	898	1,033	1,136
비유동자산	1,136	1,222	1,297	1,352
관계기업투자등	35	43	49	54
유형자산	234	209	187	168
무형자산	64	59	55	51
자산총계	2,219	2,522	2,851	3,187
유동부채	338	408	469	516
매입채무 및 기타채무	29	36	41	45
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	309	372	428	471
비유동부채	93	112	128	141
장기금융부채	1	1	1	0
기타비유동부채	92	111	127	141
부채총계	430	519	597	657
지배주주지분	1,770	1,981	2,231	2,505
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	441	441	441	441
이익잉여금	1,330	1,542	1,792	2,066
비지배주주지분	19	21	23	25
자본총계	1,789	2,002	2,254	2,530

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	241	366	412	442
당기순이익	166	274	332	379
비현금수익비용가감	124	76	102	114
유형자산감가상각비	28	25	22	19
무형자산상각비	7	5	4	3
기타	89	46	76	92
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	63	54	41
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-18	-16	-12
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	2	2	2
법인세납부	-71	-71	-105	-126
투자활동으로 인한 현금흐름	-517	-255	-223	-170
유형자산처분(취득)	-16	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-504	-255	-223	-170
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	310	-60	-81	-102
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	219	0	0	0
배당금의 지급	-69	-60	-81	-102
기타재무활동	160	0	0	0
현금의 증가	45	44	103	166
기초현금	203	248	292	395
기말현금	248	292	395	561

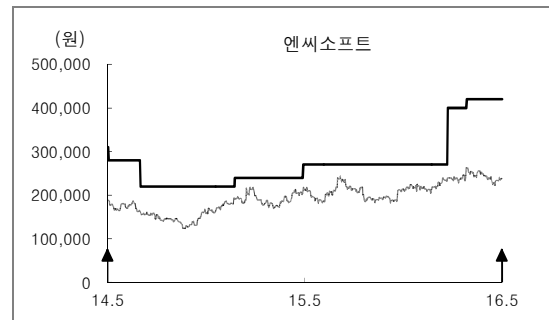
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	28.2	19.2	15.8	13.9
P/CF (x)	16.1	15.0	12.0	10.6
P/B (x)	2.6	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	13.7	11.2	8.8	7.2
EPS (원)	7,542	12,406	15,053	17,162
CFPS (원)	13,226	15,952	19,805	22,475
BPS (원)	81,257	90,924	102,296	114,808
DPS (원)	2,747	3,800	4,800	5,200
배당성향 (%)	36.1	29.5	30.7	29.2
배당수익률 (%)	1.3	1.6	2.0	2.2
매출액증가율 (%)	-0.1	20.8	15.0	10.0
EBITDA증가율 (%)	-13.7	34.9	20.7	13.3
조정영업이익증가율 (%)	-14.7	42.2	23.7	15.1
EPS증가율 (%)	-28.1	64.5	21.3	14.0
매출채권 회전을 (회)	9.4	10.3	10.1	9.9
재고자산 회전을 (회)				
매입채무 회전을 (회)	20.7	22.2	21.7	21.3
ROA (%)	8.5	11.5	12.4	12.5
ROE (%)	10.6	14.5	15.7	15.9
ROIC (%)				
부채비율 (%)	24.1	25.9	26.5	25.9
유동비율 (%)	320.8	318.9	331.4	355.9
순차입금/자기자본 (%)				
조정영업이익/금융비용 (x)				

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
엔씨소프트(036570)	2016.03.11	매수	420,000원
	2016.02.05	매수	400,000원
	2015.05.13	매수	270,000원
	2015.01.07	매수	240,000원
	2014.07.16	매수	220,000원
	2014.05.18	매수	280,000원
	2014.04.25	매수	310,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.