

## 엔씨소프트(036570)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 620,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(11/9)	2,551
주가(11/9)	421,000
시가총액(십억원)	9,236
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	478,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	137,347
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.5/40.6
주요주주(%)	국민연금 12.3
	김택진 외 7 인 12.0

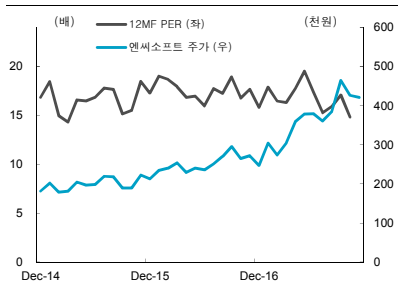
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	19.4	17.6	12.6
PBR(x)	2.7	3.8	3.1
ROE(%)	14.9	24.5	27.7
DY(%)	1.5	1.3	1.6
EV/EBITDA(x)	12.3	11.8	7.8
EPS(원)	12,783	23,980	33,441
BPS(원)	93,096	110,929	136,782

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.4)	15.0	57.7
상대주가(%p)	(15.9)	3.8	27.4

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 어차피 반영될 비용이었다

## What's new : 기대치를 상회한 '리니지M'의 성과

엔씨소프트의 3분기 매출액은 7,273억원(+234.3% YoY, +181.2% QoQ)으로 컨센서스를 상회했다. 하지만 영업이익은 특별상여금 지급 및 인센티브 선반영에 따른 인건비 증가로 시장 예상치를 하회하는 3,278억원(+403.4% YoY, +772.6% QoQ)에 그쳤다. 모바일 게임과 로열티 매출액의 증가가 긍정적이다. 모바일 매출액은 '리니지M'의 흥행으로 우리 추정치에 부합하는 5,510억원을 기록했다. 로열티 매출액은 '리니지2 레볼루션' 해외 매출 증가와 신규 클래스 추가에 따른 중국 '블레이드앤소울'의 호조로 436억원(+20.7% QoQ)으로 늘었다.

## Positives : 기대치에 부합한 '리니지M'의 성과와 대만 출시에 대한 기대감

3분기 기준 '리니지M'의 일평균 매출액은 61억원으로 추정된다. 출시 효과 소멸로 매출 수준이 완만하게 하락했으나 '공성전' 업데이트 이후 매출이 반등한 점이 고무적이다. 출시 초기와 유사한 동시접속자수도 유지되고 있다. 향후 지속적인 아이템 이벤트 및 콘텐츠 업데이트를 통해 안정적인 매출 수준이 유지할 것으로 예상된다. 대만 출시가 임박한 점도 긍정적이다. 20일간 모집한 사전예약자 수는 150만명을 상회하며 '리니지' IP의 높은 인지도를 감안할 때 흥행 가능성이 높다고 판단한다.

## Negatives : 인센티브 선반영에 따른 인건비 증가

'리니지M' 흥행 성과에 따른 특별 상여금 지급 및 인센티브 반영으로 인건비가 1,555억원(+66.4% YoY, +37.0% QoQ)으로 큰 폭 증가했다. 유사한 수준의 인센티브 비용이 4분기에도 반영될 전망이다. 기대 이상의 비용 증가에 따른 이익 감소는 아쉽지만 안정적인 '리니지M'의 매출 수준, 연내 출시가 예상되는 대만 '리니지M', '블레이드앤소울 2'를 포함한 2018년 신작 라인업을 감안할 때 우려할 부분이 아니다.

## 결론 : 매수의견 유지, 여전히 높은 '리니지M'의 일평균 매출액

매수의견과 목표주가 620,000원(12MF EPS에 target PER 18배 적용)을 유지한다. 향후 인건비 증가를 감안해 2018년 EPS를 11.8% 하향하지만 '리니지M' 해외 출시와 신작 출시에 따른 라인업 확대를 고려해 target PER을 15배에서 18배로 상향한다. '공성전' 업데이트 이후 안정화된 매출 수준, 대만 출시 시점 임박 등의 단기 모멘텀이 여전히 유효한 가운데 신작 공개로 인해 향후 라인업 및 성장 방향성에 대한 우려가 점차 해소될 전망이다. 또한 최근 모바일 게임 트렌드가 MMORPG로 이동함에 따라 개발력과 흥행 IP를 다수 보유한 엔씨소프트의 경쟁력이 부각될 것으로 예상된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	698	727	3.1	705	181.2	234.3	1,787	1,771
영업이익	342	328	(4.1)	330	772.6	403.4	632.5	638
영업이익률	49.0	45.1	(3.9)	46.7	30.5	15.1	35.4	36.0
세전이익	378	366	(3.3)	332	739.6	476.7	677	658
순이익	268	275	2.7	259	792.2	474.3	508	493

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>240.8</b>	<b>240.5</b>	<b>217.6</b>	<b>284.6</b>	<b>239.5</b>	<b>258.6</b>	<b>727.3</b>	<b>560.6</b>	<b>983.6</b>	<b>1,787.3</b>	<b>2,159.4</b>
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	35.4	40.3	375.5	161.3	147.3
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	15.6	17.6	77.1	69.3	67.0
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	10.2	11.1	71.7	45.4	42.4
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	38.0	40.1	182.3	161.7	151.2
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	20.1	25.1	76.6	73.1	54.2
모바일		0.2	0.5	19.1	23.4	93.7	551.0	343.7	19.8	1,011.8	1,306.5
기타	10.8	17.5	17.1	13.0	10.6	14.9	13.3	12.9	53.9	51.7	52.6
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	43.6	69.7	122.1	213.0	338.2
<b>영업비용</b>	<b>165.1</b>	<b>154.4</b>	<b>152.4</b>	<b>182.9</b>	<b>209.1</b>	<b>221.1</b>	<b>399.5</b>	<b>325.2</b>	<b>654.8</b>	<b>1,154.8</b>	<b>1,252.2</b>
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	132.4	113.5	155.5	143.8	383.3	545.1	547.1
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	8.0	6.6	7.1	8.0	39.2	29.6	27.4
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	24.1	22.0	15.7	35.0	74.6	74.5
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	76.8	214.9	157.7	197.3	505.5	603.1
<b>영업이익</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>30.4</b>	<b>37.6</b>	<b>327.8</b>	<b>235.4</b>	<b>328.8</b>	<b>632.5</b>	<b>907.2</b>
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	14.5%	45.1%	42.0%	33.4%	35.4%	42.0%
<b>세전이익</b>	<b>81.0</b>	<b>97.5</b>	<b>63.4</b>	<b>104.2</b>	<b>24.1</b>	<b>43.5</b>	<b>365.5</b>	<b>242.6</b>	<b>346.1</b>	<b>677.1</b>	<b>944.4</b>
<b>순이익</b>	<b>66.2</b>	<b>90.4</b>	<b>47.9</b>	<b>66.8</b>	<b>17.4</b>	<b>30.8</b>	<b>275.1</b>	<b>182.6</b>	<b>271.4</b>	<b>507.8</b>	<b>708.3</b>
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	11.9%	37.8%	32.6%	27.6%	28.4%	32.8%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

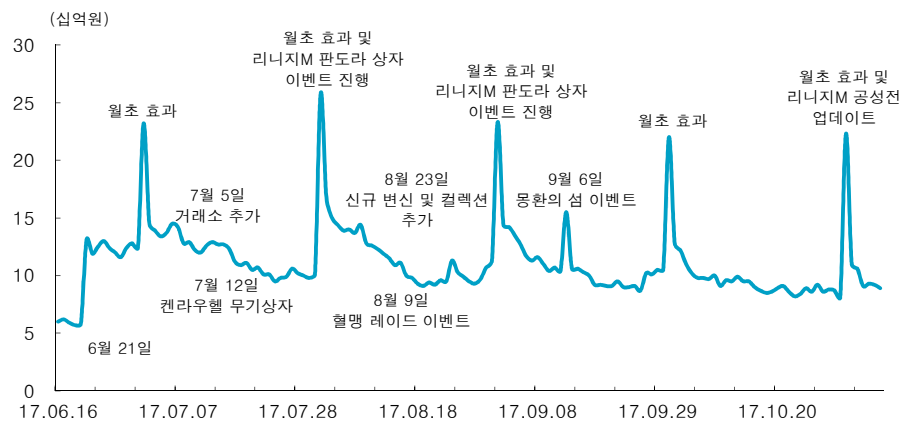
〈표 2〉 실적추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
<b>매출액</b>	2017F	1,787.3	1,764.2	1.3
	2018F	2,159.4	2,281.7	(5.4)
	2019F	2,483.3	2,532.7	(2.0)
<b>영업이익</b>	2017F	632.5	661.8	(4.4)
	2018F	907.2	1,028.3	(11.8)
	2019F	1,070.8	1,083.5	(1.2)
<b>지배주주순이익</b>	2017F	509.5	530.7	(4.0)
	2018F	710.6	803.8	(11.6)
	2019F	840.5	851.1	(1.2)
<b>EPS</b>	2017F	23,980	24,981	(4.0)
	2018F	33,441	37,825	(11.6)
	2019F	39,553	40,052	(1.2)

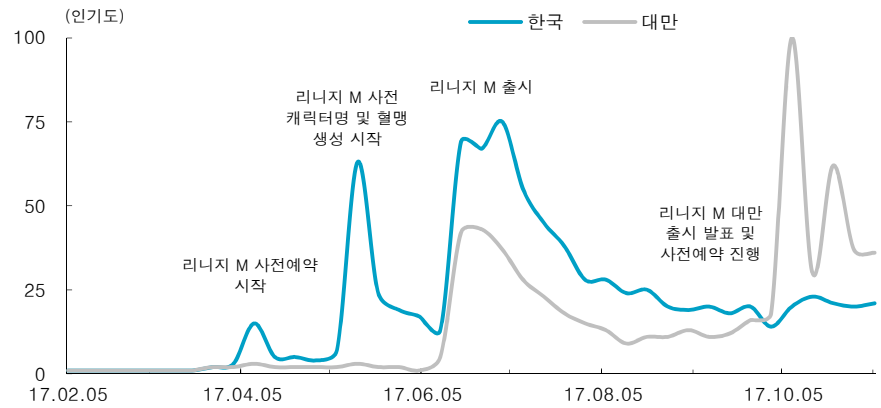
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] '리니지M' 국내 구글플레이 일매출 추이



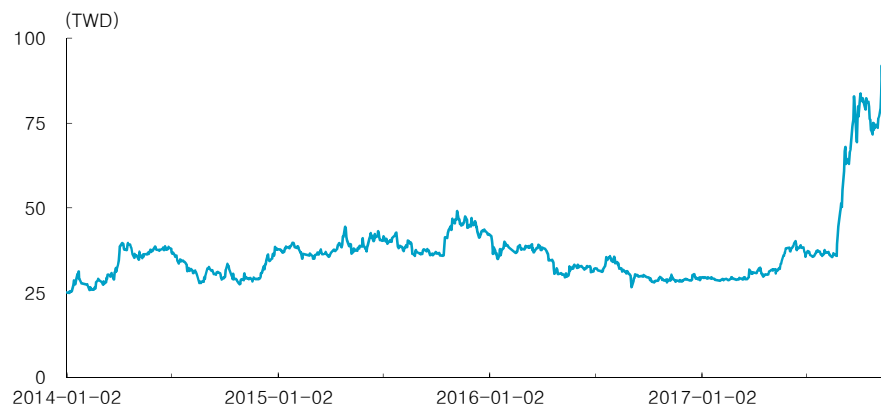
자료: MobileIndex, 한국투자증권

[그림 2] '리니지M' 국내 및 대만 구글검색 인기도 추이



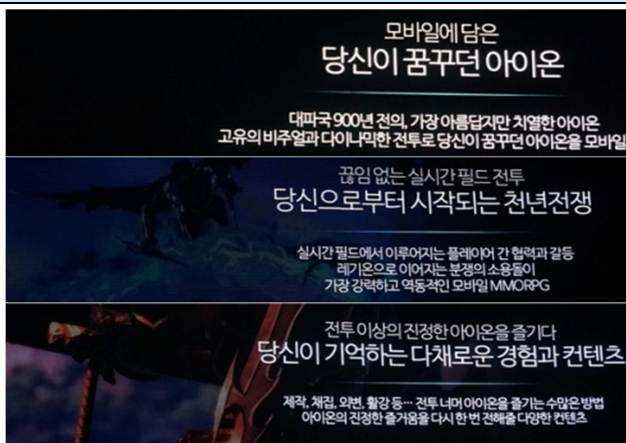
주: 인기도 산출은 키워드들 중 가장 높은 지점을 100으로 지정한 다음 그 점을 기준으로 상대적인 검색인기를 나타낸 것  
자료: 구글, 한국투자증권

[그림 3] 대만 '리니지M' 퍼블리셔인 Gamania 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 아이온 Tempest



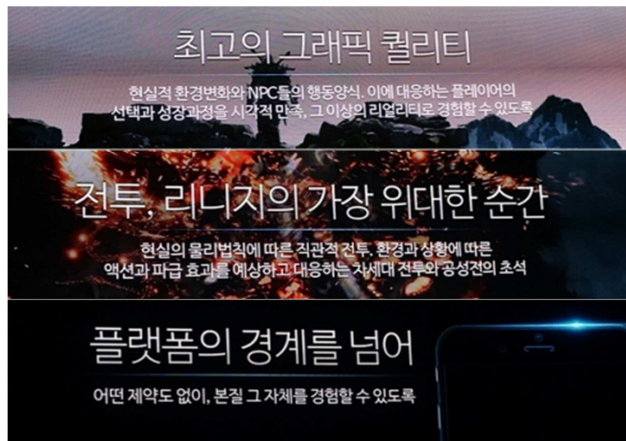
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 4] 리니지2 M



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 5] 프로젝트 TL



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 6] 블레이드앤소울 2



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리지니(1998년), 리니지 2(2003년), AION(2008년), 블레이드앤소울(2012년), 길드워2(2012년), Wildstar(2014년) 등 다수의 MMORPG 게임을 보유하고 있다. 2016년 3월 블레이드앤소울 모바일을 시작으로 흥행 IP를 활용한 모바일 신작들을 적극적으로 출시할 예정이다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,083	1,192	1,637	2,185	2,910
현금성자산	248	145	340	734	1,266
매출채권및기타채권	99	167	232	281	298
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,420	1,556	1,749
투자자산	557	629	996	1,090	1,249
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	59	67	72
자산총계	2,219	2,361	3,056	3,740	4,658
유동부채	338	284	632	779	1,054
매입채무및기타채무	95	119	143	162	191
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	140	111	89
사채	0	150	112	80	53
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	772	891	1,143
지배주주지분	1,770	1,886	2,278	2,845	3,513
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,936	2,503	3,172
비지배주주지분	19	10	8	6	3
자본총계	1,789	1,896	2,286	2,851	3,517

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	798	831	1,116
당기순이익	166	271	508	708	838
유형자산감가상각비	28	27	26	27	28
무형자산상각비	7	6	5	5	6
자산부채변동	6	(154)	272	92	247
기타	34	(38)	(13)	(1)	(3)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(449)	(264)	(388)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(32)	(32)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(366)	(94)	(158)
무형자산순증	1	(2)	(10)	(13)	(11)
기타	2	(3)	(42)	(125)	(187)
재무활동현금흐름	310	(74)	(153)	(173)	(196)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(37)	(32)	(27)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(24)	(26)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	196	395	532

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

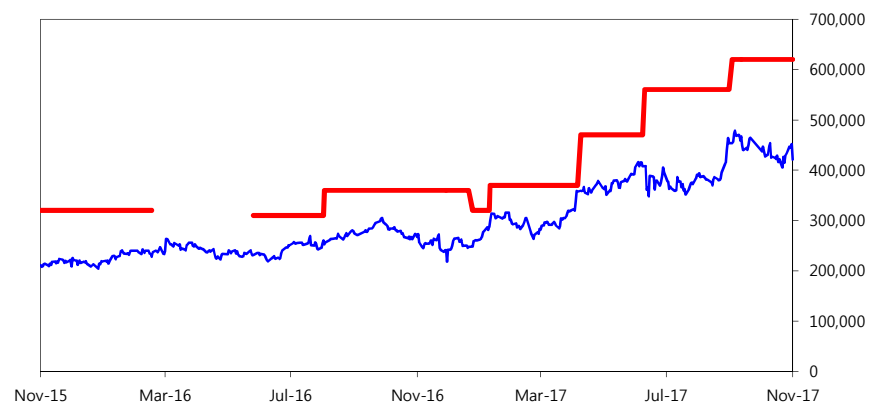
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,787	2,159	2,483
매출원가	203	188	447	540	621
매출총이익	636	796	1,340	1,620	1,862
판매관리비	398	467	708	712	792
영업이익	237	329	633	907	1,071
금융수익	21	25	26	27	31
이자수익	20	22	23	24	29
금융비용	1	14	10	12	11
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	28	22	25
관계기업관련손익	(2)	7	1	1	1
세전계속사업이익	240	346	677	944	1,117
법인세비용	73	75	169	236	279
연결당기순이익	166	271	508	708	838
지배주주지분순이익	165	272	509	711	841
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	508	708	838
지배주주지분포괄이익	169	329	509	711	841
EBITDA	272	361	663	939	1,104

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	23,980	33,441	39,553
BPS	81,257	93,096	110,929	136,782	167,248
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	81.7	20.8	15.0
영업이익증가율	(14.6)	38.4	92.4	43.4	18.0
순이익증가율	(28.1)	64.6	87.1	39.5	18.3
EPS증가율	(33.7)	67.5	87.6	39.5	18.3
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	83.6	41.7	17.6
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	35.4	42.0	43.1
순이익률	19.7	27.7	28.5	32.9	33.8
EBITDA Margin	32.5	36.7	37.1	43.5	44.5
ROA	8.5	11.9	18.7	20.8	20.0
ROE	10.6	14.9	24.5	27.7	26.4
배당수익률	1.3	1.5	1.3	1.6	1.9
배당성향	36.3	29.8	23.0	20.2	20.5
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,246)	(1,777)	(2,504)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	4.9	2.8	1.5
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	17.6	12.6	10.6
PBR	2.6	2.7	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	13.7	12.3	11.8	7.8	6.0

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
엔씨소프트(036570)	2015.11.04	매수	320,000원	-30.5	-24.2
	2016.02.26	NR	-	-	-
	2016.06.03	매수	310,000원	-21.5	-13.2
	2016.08.11	매수	360,000원	-25.7	-15.3
	2017.01.02	매수	320,000원	-15.5	-10.3
	2017.01.19	매수	370,000원	-18.8	-3.1
	2017.04.17	매수	470,000원	-19.9	-11.5
	2017.06.18	매수	560,000원	-31.8	-17.1
	2017.09.11	매수	620,000원	-	-



## Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 9일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.