

엔씨소프트(036570)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 370,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/7)	2,075
주가(2/7)	301,000
시가총액(십억원)	6,601
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	316,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,036
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.3/39.3
주요주주(%)	국민연금 12.5
감택진 외 7인	12.0

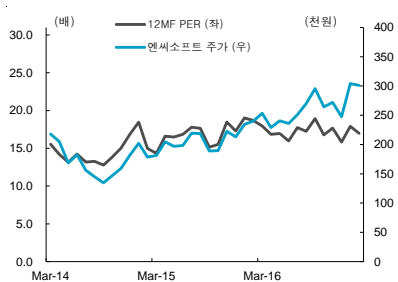
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	27.9	19.5	16.6
PBR(x)	2.6	2.8	2.9
ROE(%)	10.6	14.5	18.5
DY(%)	1.3	1.5	1.8
EV/EBITDA(x)	13.7	12.8	10.9
EPS(원)	7,633	12,671	18,177
BPS(원)	81,257	89,861	102,121

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.5	24.1	25.4
상대주가(%p)	14.3	21.3	17.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

매출 선인식 효과를 제외해도 만족스러운 실적

What's new : 매출 선인식 효과로 추정치 및 컨센서스 큰 폭 상회

엔씨소프트의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,846억원(+20.1% YoY, +30.8% QoQ)과 1,017억원(+35.8% YoY, +56.2% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 상회했다. 리니지 매출액은 아이템 슬롯 추가 등의 업데이트 효과와 2017년 1분기 드래곤보물상자 프로모션 매출 선인식 효과로 분기 최대 매출을 달성했다. 리니지 RK의 양호한 초기 성과와 리니지 레볼루션 관련 IP 로열티 반영 또한 가파른 매출 성장을 견인했다. 인건비는 모바일 개발 인력 충원으로 전분기 대비 6.1% 증가했다. 한편 마케팅 비용은 리니지 RK 관련 광고 집행으로 143억원(+109.1% QoQ)으로 늘었다.

Positives : 견조한 PC게임과 순조로운 모바일 시장 진출

리니지 매출액은 1,184억원(+42.4% YoY)을 기록했다. 휘장 등 슬롯 추가로 아이템 매출이 증가했으며 콘텐츠 업데이트로 이용시간 또한 견조한 수준을 유지한 것으로 판단된다. 따라서 매출 선인식 효과를 제외하더라도 리니지의 4분기 매출액은 시장 기대치에 부합했을 것으로 추정된다. 리니지 RK의 매출액은 우리 예상치를 큰 폭 상회하는 162억원으로 추정된다. 최근 매출 순위 하락은 아쉽지만 다수의 경쟁작 출시에도 불구하고 안정적인 수준을 유지하고 있다. 리니지 레볼루션 또한 출시 1개월이 지났지만 매출액 하락폭은 제한적인 것으로 파악되며 향후 업데이트를 통해 꾸준한 매출 창출이 가능할 것이다. 이에 따라 2017년 로열티 매출액은 전년 대비 116.8% 증가한 2,646억원에 달할 전망이다.

Negatives : 리니지 M 출시 시기 지연

리니지 M 출시 시기 지연에 대한 우려가 확대될 수 있을 전망이다. 하지만 출시 지연은 개발상의 문제가 아닌 리니지 레볼루션 등 모바일 MMORPG 대작들과의 경쟁 최소화화를 위한 전략으로 흥행 가능성을 높일 수 있다는 점에서 긍정적으로 작용할 수 있다.

결론 : 매수 의견 유지. IP 기반 모바일 게임에 대한 기대감은 여전히 유효

엔씨소프트에 대한 매수 의견과 목표주가 370,000원을 유지한다. 리니지 M 출시에 대한 기대감과 리니지 레볼루션의 흥행 장기화에 따른 로열티 매출액의 폭발적인 성장을 감안할 때 추가적인 하락 리스크는 제한적이다. 또한 하반기로 예상되는 리니지 레볼루션의 중국 진출과 B&S 모바일 등 IP 기반 신작 출시로 로열티 매출액의 증가가 지속될 전망이다. 매출 선인식 효과로 2017년 1분기 리니지 실적이 기존 추정치를 하회할 수 있지만 이는 일시적인 감소 요인으로 향후 상승 모멘텀에 미치는 영향은 미미하다고 판단한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	248	285	14.7	249	30.8	20.1	1,244	1,232
영업이익	80	102	27.7	79	56.2	35.8	507	465
영업이익률	32.1	35.7	3.6	31.8	5.8	4.1	40.7	37.7
세전이익	85	104	23.1	83	64.3	67.5	535	490
순이익	63	67	5.3	62	39.5	58.1	401	375

김성은 3276-6158
askim@truefriend.com

민상구 3276-5728
sangku.min@truefriend.com

<표 1> 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	263.8	304.2	320.8	341.2	838.3	983.6	1,230.0
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	71.9	95.1	85.6	95.6	312.9	375.5	348.2
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.9	19.7	21.4	20.8	63.0	77.1	80.8
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	17.4	18.2	16.6	17.6	73.7	71.7	69.7
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	38.2	39.9	37.3	38.4	113.9	182.3	153.8
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.7	14.4	14.1	13.7	100.5	76.6	56.9
기타	10.8	17.7	17.6	32.1	31.0	50.5	81.5	93.1	66.6	73.6	256.0
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	71.8	66.5	64.3	62.0	98.7	122.1	264.6
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	172.7	187.0	193.2	197.0	600.8	654.8	747.7
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	101.8	102.7	104.0	105.3	324.9	383.3	413.7
지급수수료	13.7	13.4	13.2	24.6	21.0	23.6	32.6	10.2	36.1	39.2	39.7
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	8.2	18.2	12.8	13.3	34.2	35.0	52.6
기타	43.3	44.4	39.0	44.8	41.7	42.5	43.8	68.2	205.7	197.3	241.7
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	91.1	117.2	127.6	144.2	237.5	328.8	482.4
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	34.5%	38.5%	39.8%	42.3%	28.3%	33.4%	39.2%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	99.5	126.1	136.7	153.3	239.5	346.1	517.8
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	74.6	94.6	102.5	114.9	166.3	271.4	388.3
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	28.3%	31.1%	32.0%	33.7%	19.8%	27.6%	31.6%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 2> 엔씨소프트 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2016F	983.6	947.0	3.9
	2017F	1,230.0	1,244.4	(1.2)
	2018F	1,440.8	1,461.4	(1.4)
영업이익	2016F	328.8	306.7	7.2
	2017F	482.4	506.9	(4.8)
	2018F	592.2	646.7	(8.4)
지배주주순이익	2016F	269.8	266.5	1.3
	2017F	386.1	398.6	(3.1)
	2018F	471.3	505.6	(6.8)
EPS	2016F	12,671	12,515	1.3
	2017F	18,177	18,768	(3.1)
	2018F	22,189	23,801	(6.8)

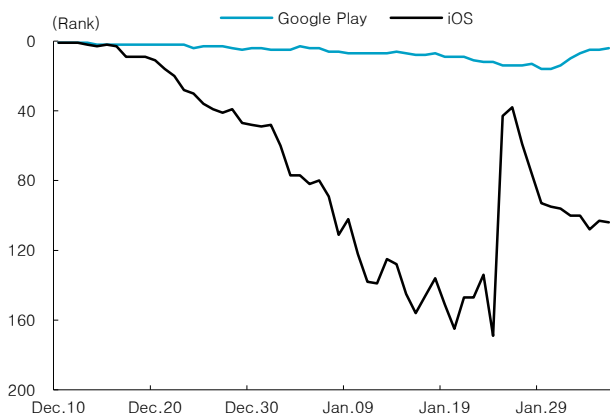
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 3> 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	1H17
B&S 모바일	2017
아이온 레기온즈	2Q17 소프트런칭
	3Q17 북미/유럽 출시
리니지 이터널	연내 2차 Test 및 출시 계획
MxM	1Q17 한국 Test
	2Q17 미국 출시
	2H17 중국 출시
리니지 이터널 모바일	미국 스튜디오 개발, PC 버전과 유사한 time frame

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 리니지 Red Knights 매출 순위 추이



자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 2] 리니지 레볼루션 매출 순위 추이



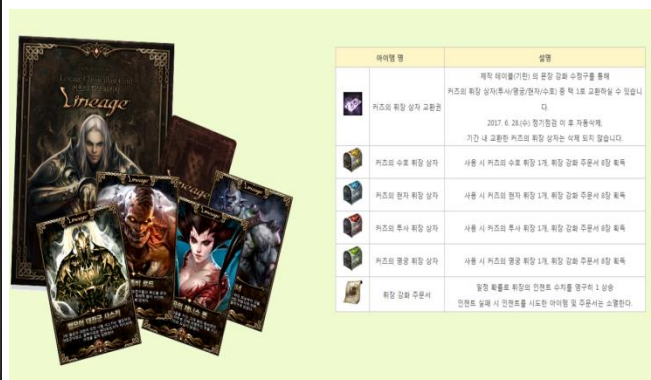
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 3] 리니지 신규슬롯 업데이트



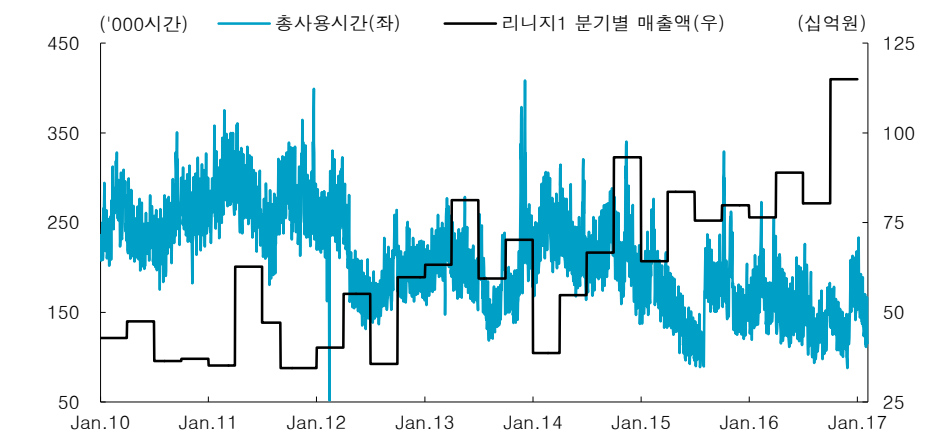
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 4] 리니지1 편플카드



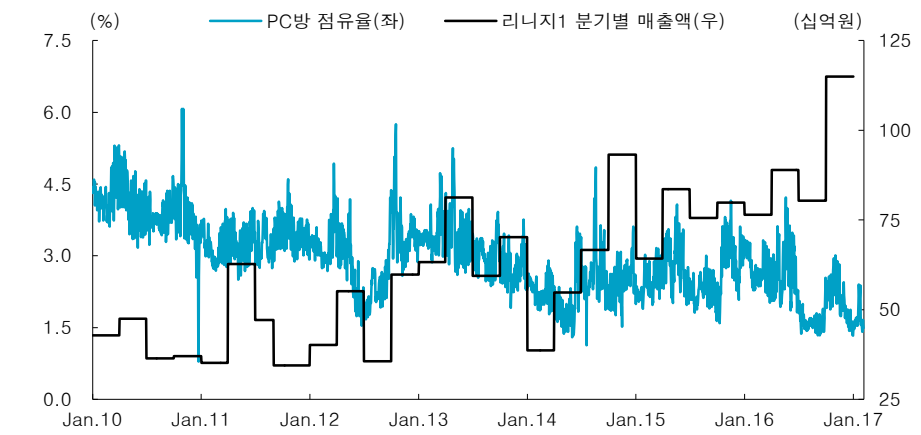
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 5] PC방 이용시간과 리니지1 게임 매출의 낮은 상관관계



자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 6] PC방 점유율과 리니지1 게임 매출의 낮은 상관관계



자료: Gametrics, 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)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,020	1,083	1,231	1,489	1,759
현금성자산	203	248	197	369	490
매출채권및기타채권	98	99	158	197	231
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	679	1,136	1,212	1,328	1,424
투자자산	57	557	618	686	743
유형자산	241	234	239	244	249
무형자산	95	64	53	58	65
자산총계	1,699	2,219	2,443	2,818	3,183
유동부채	245	338	284	383	412
매입채무및기타채무	97	95	111	135	158
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	78	93	180	184	190
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	1	151	151	151
부채총계	323	430	464	567	602
지배주주지분	1,361	1,770	1,958	2,227	2,555
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	222	441	441	441	441
기타자본	(99)	(10)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	1,234	1,330	1,519	1,788	2,116
비지배주주지분	15	19	21	23	26
자본총계	1,376	1,789	1,979	2,250	2,581

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	264	241	47	442	473
당기순이익	228	166	271	388	474
유형자산감가상각비	30	28	28	28	28
무형자산상각비	6	7	4	5	5
자산부채변동	(21)	6	(186)	25	(30)
기타	21	34	(70)	(4)	(4)
투자활동현금흐름	(176)	(517)	(166)	(150)	(206)
유형자산투자	(19)	(18)	(34)	(34)	(34)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(156)	(503)	(53)	(61)	(49)
무형자산순증	(2)	1	7	(9)	(12)
기타	0	2	(87)	(47)	(112)
재무활동현금흐름	(12)	310	67	(119)	(146)
자본의증가	3	391	0	0	0
차입금의순증	(3)	0	150	0	0
배당금지급	(12)	(69)	(60)	(81)	(117)
기타	0	(12)	(23)	(38)	(29)
기타현금흐름	4	11	0	0	0
현금의증가	79	45	(51)	172	121

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

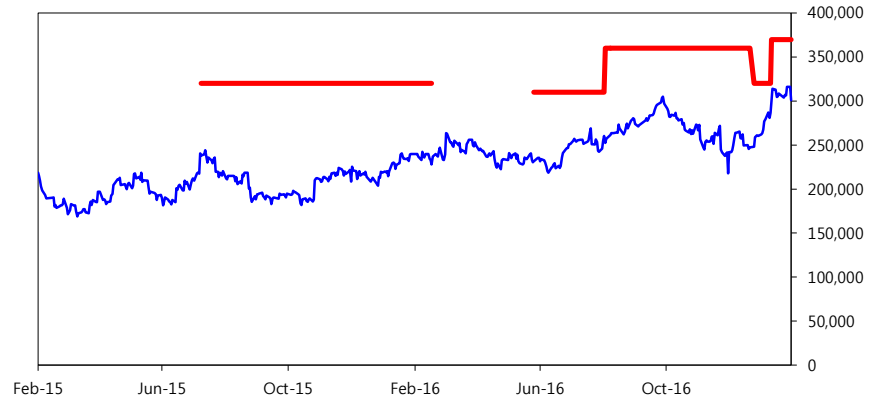
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	839	838	984	1,230	1,441
매출원가	220	203	246	308	360
매출총이익	618	636	738	923	1,081
판매관리비	340	398	409	440	488
영업이익	278	237	329	482	592
금융수익	18	21	25	25	29
이자수익	17	20	19	21	26
금융비용	0	1	3	5	5
이자비용	0	0	2	5	5
기타영업외손익	(5)	(16)	(12)	8	8
관계기업관련손익	(2)	(2)	7	7	8
세전계속사업이익	289	240	346	518	632
법인세비용	61	73	75	129	158
연결당기순이익	228	166	271	388	474
지배주주지분순이익	230	165	270	386	471
기타포괄이익	(4)	5	0	0	0
총포괄이익	224	171	271	388	474
지배주주지분포괄이익	228	169	270	386	471
EBITDA	315	272	361	515	625

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	11,520	7,633	12,671	18,177	22,189
BPS	66,702	81,257	89,861	102,121	117,075
DPS	3,430	2,747	3,820	5,520	6,750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	10.8	(0.1)	17.3	25.1	17.1
영업이익증가율	35.5	(14.6)	38.4	46.7	22.8
순이익증가율	44.9	(28.1)	63.1	43.1	22.1
EPS증가율	44.7	(33.7)	66.0	43.4	22.1
EBITDA증가율	30.9	(13.5)	32.5	42.6	21.5
수익성(%)					
영업이익률	33.2	28.3	33.4	39.2	41.1
순이익률	27.4	19.7	27.4	31.4	32.7
EBITDA Margin	37.5	32.5	36.7	41.8	43.4
ROA	14.3	8.5	11.6	14.8	15.8
ROE	18.4	10.6	14.5	18.5	19.7
배당수익률	1.9	1.3	1.5	1.8	2.2
배당성향	29.8	36.3	30.1	30.4	30.4
안정성					
순차입금(십억원)	(897)	(952)	(823)	(1,019)	(1,234)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	0.1	7.6	6.7	5.8
Valuation(X)					
PER	15.8	27.9	19.5	16.6	13.6
PBR	2.7	2.6	2.8	2.9	2.6
EV/EBITDA	9.5	13.7	12.8	10.9	8.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트(036570)	2015.07.17	매수	320,000 원
	2016.02.26	NR	-
	2016.06.03	매수	310,000 원
	2016.08.11	매수	360,000 원
	2017.01.02	매수	320,000 원
	2017.01.19	매수	370,000 원



Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 7일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 결과에 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.