

엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 370,000원(상향)

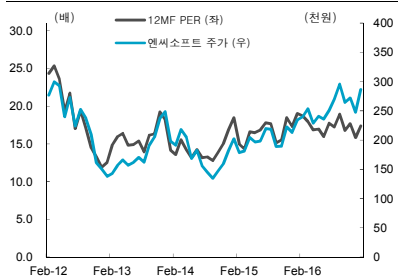
Stock Data

KOSPI(1/18)	2,071
주가(1/18)	286,500
시가총액(십억원)	6,283
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	305,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	34,920
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.3/38.2
주요주주(%)	국민연금 12.5
	김택진 외 7인 12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.5	11.9	24.8
상대주가(%p)	7.1	9.5	14.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

잠재적 리스크를 상쇄할 만한 리니지 레볼루션의 효과

상상을 초월한 리니지 레볼루션

넷마블은 1월 18일 NTP(Netmarble together with Press)에서 예상치를 상회하는 '리니지 레볼루션'의 매출액과 이용자 지표를 공개했다. 출시 14일만에 1,000억원 수준의 매출액을 기록했으며 1개월 누적 매출액은 2,060억원에 달한다. 더욱 긍정적인 부분은 DAU(Daily Active User)의 지속적인 상승이다. 모바일 게임의 경우 출시 이후 DAU가 감소하는 것이 일반적이나 '리니지 레볼루션'의 이용자 지표는 꾸준히 개선되고 있다. 첫 주차 166만명을 기록한 DAU는 5주차에 들어서며 215만명으로 증가했다. 잔존율 또한 예상치를 큰 폭 상회했는데 결제 이용자와 비구매 이용자의 14일차 잔존율은 각각 92.0%와 76.1%를 기록했다. 따라서 우리는 향후 '리니지 레볼루션' 일평균 매출액의 감소가 제한적일 것이라고 판단함에 따라 2017년 로열티 매출액을 기존 예상치 대비 15.5% 상향한 2,439억원으로 추정한다.

자연 매출 감소에 따른 로열티 매출 감소폭 제한적일 전망

추가적인 업데이트와 '모두의 마블'과 '세븐나이즈'를 통해 증명된 넷마블의 모바일 게임 운영 능력을 감안할 때 '리니지 레볼루션'의 일평균 매출액의 자연 감소폭이 예상보다 제한적일 것으로 판단한다. NTP에서 공개된 '혈맹 아지트' 시스템 도입에 따른 커뮤니티 기능 강화로 현 수준의 DAU가 지속 유지될 수 있으며 '공성전' 오픈 시 추가적인 과금 요소도 기대할 수 있다. 또한 빠른 업데이트를 통한 신규 지역 공개로 고 ARPPU(Average Revenue per Paying User) 이용자들의 이탈도 최소화할 수 있을 전망이다. 하반기로 계획된 중국 진출과 '블레이드앤소울' 모바일 출시 또한 엔씨소프트의 로열티 매출액의 지속적인 증가를 견인할 것으로 예상된다.

매수 의견 유지, 목표주가 370,000원으로 15.6% 상향

엔씨소프트에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가를 기존 320,000원에서 370,000원(2017F EPS에 Target PER 19.7배 적용)으로 15.6% 상향한다. 출시 이후에도 증가 중인 DAU와 향후 과금 요소 추가와 콘텐츠 업데이트를 통해 안정적인 매출 수준 유지가 가능하다는 점을 감안해 2017년 '리니지 레볼루션' 매출액을 29.5% 상향했다. '리니지 레볼루션'의 모바일 MMORPG 시장 선점으로 자체 개발 게임의 흥행 실패 및 출시 지연에 관련된 Risk는 존재한다. 하지만 가파른 성장이 예상되는 IP 로열티 매출액이 이를 일부 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다. 즉, 잠재적인 Risk 요인들이 현실화되는 시점까지는 하락 요인이 제한적일 전망이다. 이르면 1분기로 예상되는 '리니지 M' 출시 모멘텀과 기대 이상의 성과를 유지 중인 '리니지 RK' 역시 긍정적인 요소이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	839	278	230	11,520	44.7	315	15.8	9.5	2.7	18.4	1.9
2015A	838	237	165	7,633	(33.7)	272	27.9	13.7	2.6	10.6	1.3
2016F	947	307	266	12,515	64.0	340	19.8	12.6	2.8	14.3	1.5
2017F	1,244	507	399	18,768	50.0	541	15.3	9.0	2.8	18.9	1.7
2018F	1,461	647	506	23,801	26.8	682	12.0	6.7	2.4	20.6	2.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

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	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016F	2017F
매출액	240.8	240.5	217.6	248.1	282.2	307.3	320.4	334.6	838.3	947.0	1,244.4
리니지	78.9	94.4	83.8	93.9	84.3	91.0	85.6	93.6	312.9	350.9	354.5
리니지 II	17.1	19.1	20.6	19.8	17.5	19.7	21.4	20.2	63.0	76.5	78.8
아이온	20.1	17.6	16.1	18.6	20.2	18.2	16.6	18.2	73.7	72.3	73.2
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.5	36.8	39.3	36.9	36.2	113.9	182.4	149.1
길드워2	30.6	15.9	15.3	15.5	15.0	14.6	14.2	13.7	100.5	77.3	57.5
와일드스타	1.3	2.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	9.1	5.9	4.9
기타	9.6	15.5	16.5	21.8	40.9	61.9	85.1	94.6	66.6	63.3	282.5
로열티	29.4	27.0	24.2	37.7	66.2	61.4	59.4	56.9	98.7	118.2	243.9
영업비용	165.1	154.4	152.4	168.4	177.8	182.9	186.7	190.1	600.8	640.3	737.5
인건비	99.3	91.4	93.5	95.6	103.9	98.5	100.2	102.8	324.9	379.7	405.4
지급수수료	10.1	9.9	9.6	11.3	17.0	20.8	27.6	27.5	36.1	40.9	92.9
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.9	9.9	15.4	9.6	10.0	34.2	35.7	44.9
기타	46.8	47.9	42.6	46.7	47.0	48.2	49.3	49.8	205.7	184.0	194.3
영업이익	75.8	86.1	65.1	79.6	104.4	124.4	133.7	144.5	237.5	306.7	506.9
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	32.1%	37.0%	40.5%	41.7%	43.2%	28.3%	32.4%	40.7%
세전이익	81.0	97.5	63.4	84.6	110.7	131.3	140.9	151.7	239.5	326.5	534.6
순이익	66.2	90.4	47.9	63.5	83.0	98.5	105.6	113.8	166.3	268.0	400.9
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	25.6%	29.4%	32.1%	33.0%	34.0%	19.8%	28.3%	32.2%

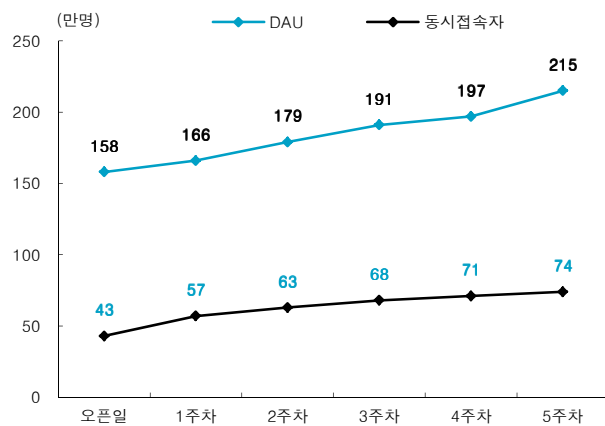
〈표 2〉 엔씨소프트 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2016F	947.0	942.4	0.5
	2017F	1,244.4	1,187.6	4.8
	2018F	1,461.4	1,303.3	12.1
영업이익	2016F	306.7	302.9	1.2
	2017F	506.9	435.4	16.4
	2018F	646.7	509.0	27.1
지배주주순이익	2016F	266.5	263.6	1.1
	2017F	398.6	344.9	15.6
	2018F	505.6	401.4	25.9
EPS	2016F	12,515	12,381	1.1
	2017F	18,768	16,236	15.6
	2018F	23,801	18,900	25.9

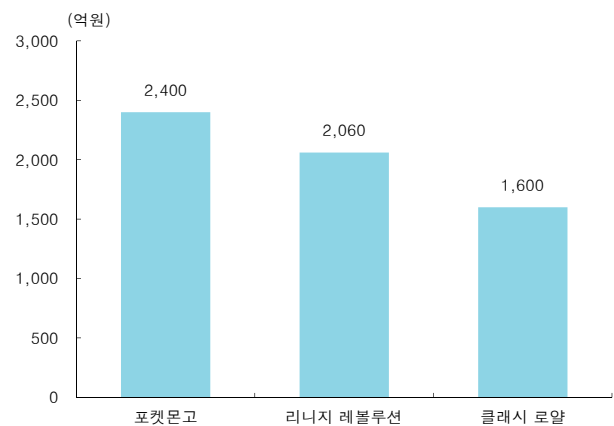
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] '리니지 레볼루션' DAU 및 동시접속자 증가 추이



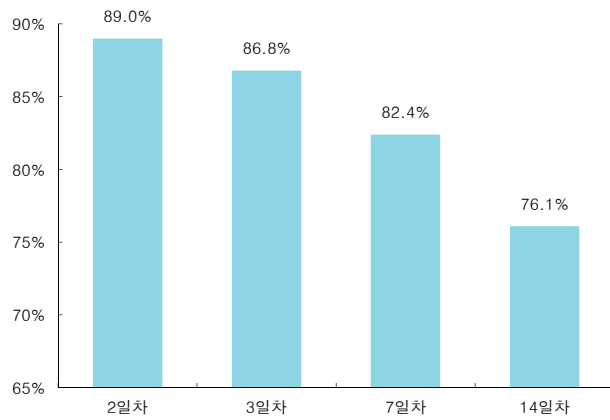
자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 2] 주요 메가히트 게임 첫 달 매출



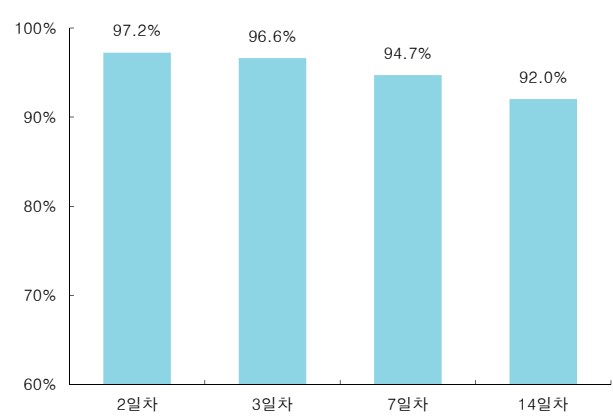
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 비구매 유저 잔존율



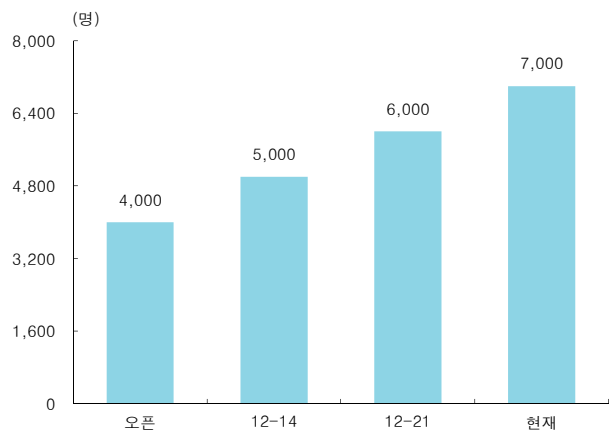
자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 4] 구매 유저 잔존율



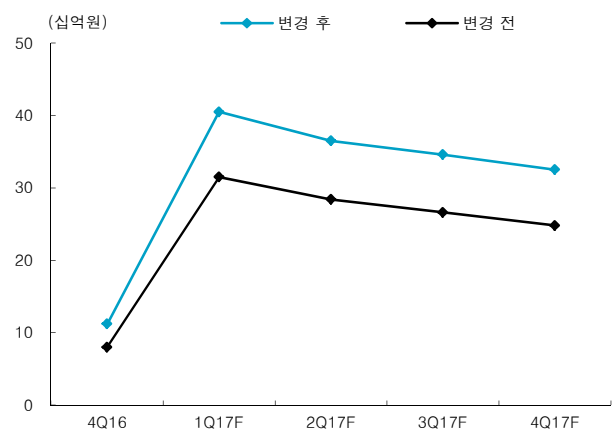
자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 5] 서버당 수용 인원 확대 중



자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 6] '리니지 레볼루션' 분기별 로열티 추정 변경 내역



자료: 한국투자증권

<표 3> 리니지 레볼루션 관련 주요 지표

구분	주요내용
사전예약자	340 만명
누적가입자	500 만명
최고 동시접속자	74 만명
하루 최고 매출	116 억원
출시 1 개월 누적 매출	2,060 억원
매출 1,000 억원 달성에 걸린 기간	14 일
결제 이용자수	140 만 6,825 명
결제 이용자 비율	30%

자료: 넷마블, 한국투자증권

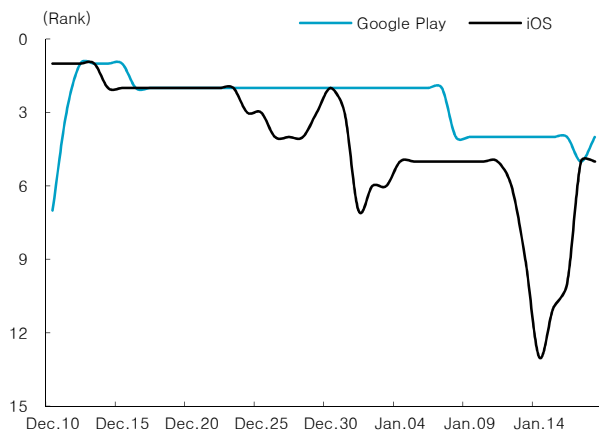
<표 4> 국내 넷마블 영향력 감안시 '블레이드앤소울 모바일' 흥행 가능성 또한 높을 전망

순위	Title	개발사 및 Publisher
1	모두의 마블	넷마블
2	세븐나이츠	넷마블
3	리니지 레볼루션	넷마블
4	뮤 오리진	KingNet
5	HIT	넥슨
6	FIFA ONLINE 3M	넥슨
7	프렌즈팝	NHN 엔터테인먼트
8	Clash of Clans	Supercell
9	별이 되어라	게임빌
10	Clash Royale	Supercell

주: 2016년 국내 게임 누적 매출 순위(iOS, Google Play 합산)

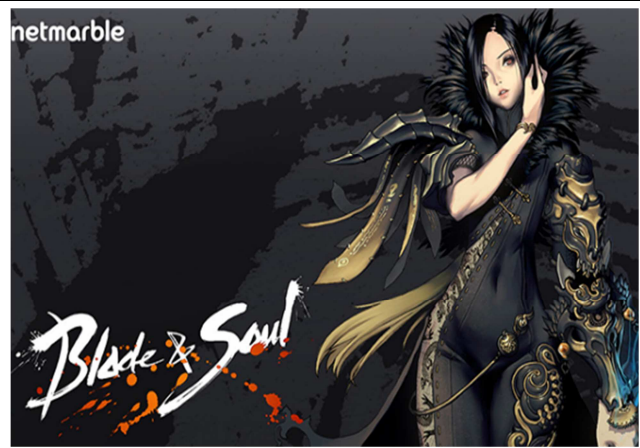
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 7] 리니지 레드나이츠 스토어별 매출 순위 추이



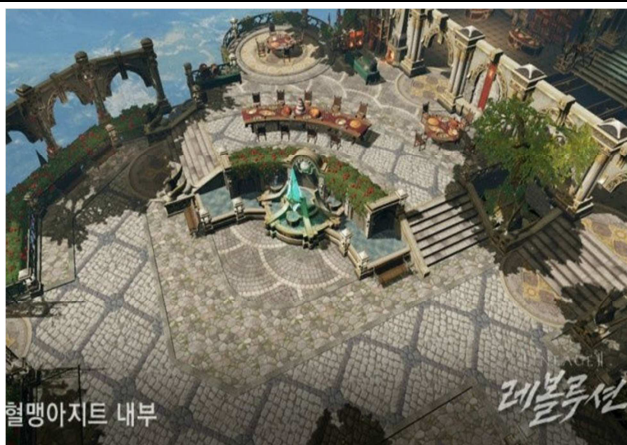
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 8] 2017년 연내 출시 예정인 B&S IP 기반 모바일 게임



자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 9] 신규 콘텐츠: 헬멧 아지트를 통한 커뮤니티 기능 강화



자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 10] 신규 콘텐츠: 실시간 PvP가 가능한 명예의 전장



자료: 넷마블, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사. 주요 게임으로는 리지니(1998년), 리니지2(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	1,293	1,601	1,938
현금성자산	203	248	417	622	906
매출채권및기타채권	98	99	103	124	145
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	679	1,136	1,194	1,298	1,454
투자자산	57	557	596	659	745
유형자산	241	234	239	244	249
무형자산	95	64	66	75	88
자산총계	1,699	2,219	2,487	2,899	3,391
유동부채	245	338	384	466	538
매입채무및기타채무	97	95	107	124	161
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	78	93	121	149	178
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	1	1	1	1
부채총계	323	430	505	615	716
지배주주지분	1,361	1,770	1,961	2,260	2,649
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	222	441	441	441	441
기타자본	(99)	(10)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	1,234	1,330	1,517	1,812	2,196
비지배주주지분	15	19	21	23	26
자본총계	1,376	1,789	1,982	2,284	2,676

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	264	241	333	484	595
당기순이익	228	166	268	401	508
유형자산감가상각비	30	28	28	28	28
무형자산상각비	6	7	5	6	7
자산부채변동	(21)	6	33	39	39
기타	21	34	(1)	10	13
투자활동현금흐름	(176)	(517)	(83)	(172)	(187)
유형자산투자	(19)	(18)	(34)	(34)	(34)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(156)	(503)	(25)	(49)	(71)
무형자산순증	(2)	1	(7)	(14)	(20)
기타	0	2	(18)	(76)	(63)
재무활동현금흐름	(12)	310	(81)	(106)	(124)
자본의증가	3	391	0	0	0
차입금의순증	(3)	0	0	0	0
배당금지급	(12)	(69)	(60)	(80)	(104)
기타	0	(12)	(21)	(26)	(20)
기타현금흐름	4	11	0	0	0
현금의증가	79	45	169	206	284

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

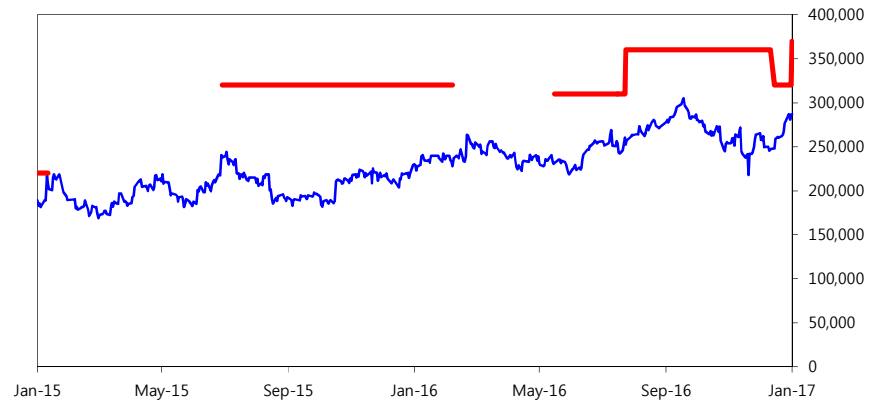
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	839	838	947	1,244	1,461
매출원가	220	203	237	311	365
매출총이익	618	636	710	933	1,096
판매관리비	340	398	404	426	449
영업이익	278	237	307	507	647
금융수익	18	21	21	26	32
이자수익	17	20	21	26	32
금융비용	0	1	2	0	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(5)	(16)	(9)	(8)	(10)
관계기업관련손익	(2)	(2)	9	10	10
세전계속사업이익	289	240	327	535	678
법인세비용	61	73	58	134	169
연결당기순이익	228	166	268	401	508
지배주주지분순이익	230	165	266	399	506
기타포괄이익	(4)	5	5	5	5
총포괄이익	224	171	273	406	513
지배주주지분포괄이익	228	169	271	403	510
EBITDA	315	272	340	541	682

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	11,520	7,633	12,515	18,768	23,801
BPS	66,702	81,257	89,989	103,634	121,379
DPS	3,430	2,747	3,750	4,900	5,700
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.8	(0.1)	13.0	31.4	17.4
영업이익증가율	35.5	(14.6)	29.1	65.3	27.6
순이익증가율	44.9	(28.1)	61.1	49.6	26.8
EPS증가율	44.7	(33.7)	64.0	50.0	26.8
EBITDA증가율	30.9	(13.5)	24.8	59.1	26.1
수익성(%)					
영업이익률	33.2	28.3	32.4	40.7	44.3
순이익률	27.4	19.7	28.1	32.0	34.6
EBITDA Margin	37.5	32.5	35.9	43.5	46.7
ROA	14.3	8.5	11.4	14.9	16.2
ROE	18.4	10.6	14.3	18.9	20.6
배당수익률	1.9	1.3	1.5	1.7	2.0
배당성향	29.8	36.3	29.9	26.1	23.9
안정성					
순차입금(십억원)	(897)	(952)	(1,154)	(1,431)	(1,739)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	15.8	27.9	19.8	15.3	12.0
PBR	2.7	2.6	2.8	2.8	2.4
EV/EBITDA	9.5	13.7	12.6	9.0	6.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트(036570)	2015.01.30	NR	-
	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 1월 19일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 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 (2016.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 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
- 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 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.