

엔씨소프트(036570)

기대를 저버리지 않은 '리니지M'

'리니지 M' 매출이 높은 수준에서 하향 안정화된 점은 긍정적
상반기 '블레이드앤소울 2' 출시로 라인업 다양화 본격화
보유 IP의 인지도 및 향후 라인업의 경쟁력에 주목

Facts : 추정치에 부합한 4분기 실적

4분기 실적은 매출액 5,333억원(+87.4% YoY, -26.7% QoQ), 영업이익 1,892억원(+86.0% YoY, -42.3% QoQ)으로 우리 추정치를 하회했다. '리니지M'의 장기 흥행으로 모바일 매출액은 3,271억원(+36.5% QoQ)을 기록했으며 대만 지역 로열티 반영과 중국 '블레이드앤소울' 매출 증가로 로열티 매출액은 595억원으로 증가했다. '길드워2' 확장팩 판매 효과와 과금 체계 변경 후 '아이온' 매출 반등으로 PC 매출도 양호했다. 영업비용은 3,441억원을 기록했다. 대규모 업데이트 관련 마케팅으로 마케팅 비용이 242억원으로 전분기 대비 9.6% 증가했고 개발자 인센티브 반영으로 인건비가 1,610억원(+3.6% QoQ)으로 늘어났다.

Pros & cons : 예상치를 상회한 '리니지M'의 매출 수준

'리니지 M' 매출이 높은 수준에서 하향 안정화된 점은 긍정적이다. 4분기 '리니지 M'의 일평균 매출액은 36억원으로 추정되며 1분기에도 유사한 매출 수준이 유지되고 있다. 향후 클래스 추가 및 다양한 콘텐츠 업데이트를 통해 장기 흥행이 가능할 것이며 차별화된 이용자층을 감안할 때 경쟁 MMORPG 신작 출시에도 매출 감소폭은 제한적일 전망이다. 다만 기대 신작인 '블레이드앤소울 2' 출시까지 모멘텀 공백기가 존재하기 때문에 단기 상승 여력은 제한적이다.

Action : 매수의견 유지, 목표주가 560,000원으로 하향

엔씨소프트에 대한 매수의견을 유지하나 목표주가를 560,000원(18F EPS에 target PER 20.1배 적용)으로 기존 대비 10.7% 하향한다. 다만 '리니지M' 매출 추정치 하향과 기대 신작 출시 지연을 감안해 18F EPS를 하향했다. 하지만 추가적인 하락폭은 제한적일 전망이며 상반기 '블레이드앤소울 2' 출시를 시작으로 라인업 다양화가 본격화된다는 점을 고려할 시 중장기적 상승 여력은 충분하다. 2018년 출시 예정인 신작들의 경우 '리니지 M' 대비 해외 흥행 가능성도 높다는 점도 긍정적이다. 또한 보유 IP의 인지도 및 향후 라인업의 경쟁력을 고려할 시 경쟁 개발사 대비 밸류에이션이 현저히 저평가된 상황으로 추가적인 하락 리스크는 제한적이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 560,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/7)	2,397
주가(2/7)	409,000
시가총액(십억원)	8,973
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	488,000/263,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	95,636
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.7/46.3
주요주주(%)	국민연금 12.1
김택진 외 7 인	12.0

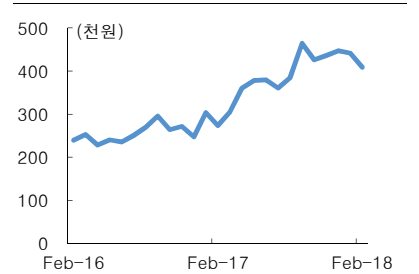
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	19.4	20.7	14.8
PBR(x)	2.7	4.2	3.3
ROE(%)	14.9	22.5	24.6
DY(%)	1.5	1.6	2.2
EV/EBITDA(x)	12.3	13.7	9.2
EPS(원)	12,783	21,584	27,652
BPS(원)	93,096	106,904	124,970

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.1)	6.5	35.9
KOSPI 대비(%p)	1.0	6.6	20.4

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	284.6	239.5	258.6	727.3	533.3	(26.7)	87.4	548.2
영업이익	101.7	30.4	37.6	327.8	189.2	(42.3)	86.0	206.2
영업이익률(%)	35.7	12.7	14.5	45.1	35.5			37.6
세전이익	104.2	24.1	43.5	365.5	176.3	(51.8)	69.2	205.2
순이익	66.8	17.4	30.8	275.1	120.7	(56.1)	80.6	163.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	480.2	433.3	568.4	552.6	983.6	1,758.7	2,034.4
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	33.0	32.9	34.5	33.2	375.5	154.4	133.6
리니지 II	18.4	16.7	15.6	15.1	16.0	16.4	15.5	15.2	77.1	65.8	63.0
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	11.5	11.0	10.7	12.9	71.7	47.0	46.1
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	41.2	40.9	39.9	41.6	182.3	161.1	163.6
길드워 2	14.2	13.6	20.1	34.9	20.7	14.6	14.2	13.5	76.6	82.8	63.1
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	280.5	240.9	337.5	327.2	19.8	995.3	1,186.1
기타	10.6	14.9	13.3	10.8	10.9	15.2	13.5	10.9	53.9	49.6	50.4
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	66.4	61.4	102.6	98.1	122.1	202.8	328.4
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	297.5	289.8	344.4	351.5	654.8	1,173.7	1,283.2
인건비	132.4	113.5	155.5	161.0	133.7	129.8	155.3	164.1	383.3	562.3	582.9
지급수수료	8.0	6.6	7.1	6.2	5.6	5.3	5.3	5.3	39.2	27.9	21.5
마케팅비	12.7	24.1	22.0	24.2	19.2	26.0	25.0	23.2	35.0	83.0	93.4
기타	56.1	76.8	214.9	152.7	138.9	128.7	158.8	158.9	197.3	500.5	585.3
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	182.7	143.5	224.0	201.1	328.8	585.0	751.2
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	38.1%	33.1%	39.4%	36.4%	33.4%	33.3%	36.9%
세전이익	24.1	43.5	365.5	176.3	186.4	147.5	227.8	205.9	346.1	609.4	780.9
순이익	17.4	30.8	275.1	120.7	139.8	110.6	170.8	154.4	271.4	457.1	585.7
순이익률	7.3%	11.9%	37.8%	22.6%	29.1%	25.5%	30.1%	27.9%	27.6%	26.0%	28.8%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	플랫폼	출시일
팡야모바일	Sports	모바일	1Q18
아이온 레기온즈	RPG	모바일	1H18
블레이드&소울 2	MMORPG	모바일	1H18
리니지 2 M	MMORPG	모바일	2H18
아이온템페스트	MMORPG	모바일	2H18
북미법인게임 1	미공개	모바일	2018
북미법인게임 2	미공개	모바일	2018
프로젝트 TL	MMORPG	PC	2019

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

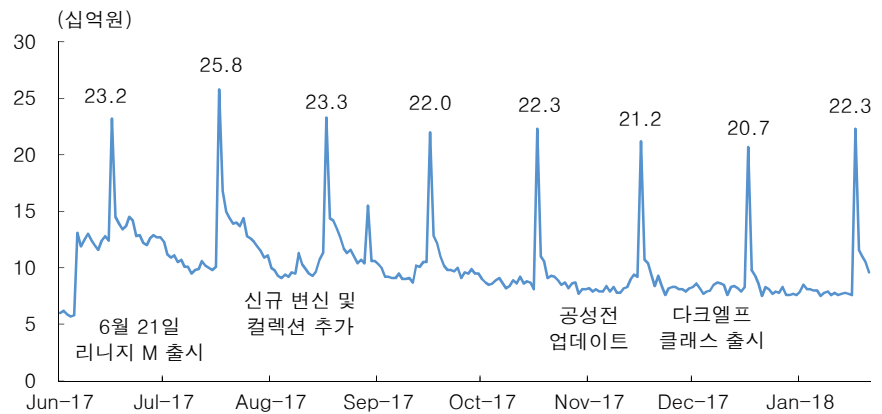
〈표 4〉 실적 추정 변경 내용

(십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2017	1,758.7	1,745.7	0.7
	2018F	2,034.4	2,087.3	(2.5)
	2019F	2,339.6	2,400.4	(2.5)
영업이익	2017	585.0	589.9	(0.8)
	2018F	751.2	800.9	(6.2)
	2019F	955.9	1,005.9	(5.0)
지배주주순이익	2017	458.6	475.0	(3.5)
	2018F	587.6	629.7	(6.7)
	2019F	746.2	789.0	(5.4)
EPS	2017	21,584	22,360	(3.5)
	2018F	27,652	29,632	(6.7)
	2019F	35,115	37,130	(5.4)

자료: 한국투자증권

[그림 1] 국내 구글플레이 일매출액 추이



자료: Mobile Index, 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. 2017년 6월 '리지니 M'을 시작으로 모바일 게임 시장에 본격 진입했으며 2018년에는 보유 IP 기반의 다양한 모바일 신작들을 출시할 계획이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,083	1,192	1,637	1,995	2,458
현금성자산	248	145	361	600	994
매출채권및기타채권	99	167	229	264	281
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,084	1,133	1,217
투자자산	557	629	663	682	732
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	58	63	68
자산총계	2,219	2,361	2,721	3,128	3,675
유동부채	338	284	384	426	486
매입채무및기타채무	95	119	141	153	180
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	139	110	87
사채	0	150	112	80	53
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	523	536	573
지배주주지분	1,770	1,886	2,189	2,586	3,098
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,848	2,244	2,757
비지배주주지분	19	10	8	7	4
자본총계	1,789	1,896	2,198	2,592	3,102

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	506	614	809
당기순이익	166	271	457	586	744
유형자산감가상각비	28	27	26	27	28
무형자산상각비	7	6	5	5	5
자산부채변동	6	(154)	28	(5)	32
기타	34	(38)	(10)	1	0
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(99)	(153)	(157)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(32)	(32)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(36)	(20)	(52)
무형자산순증	1	(2)	(9)	(10)	(10)
기타	2	(3)	(23)	(91)	(63)
재무활동현금흐름	310	(74)	(191)	(221)	(258)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(37)	(32)	(27)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(155)	(191)
기타	(12)	(170)	(73)	(34)	(40)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	216	240	394

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

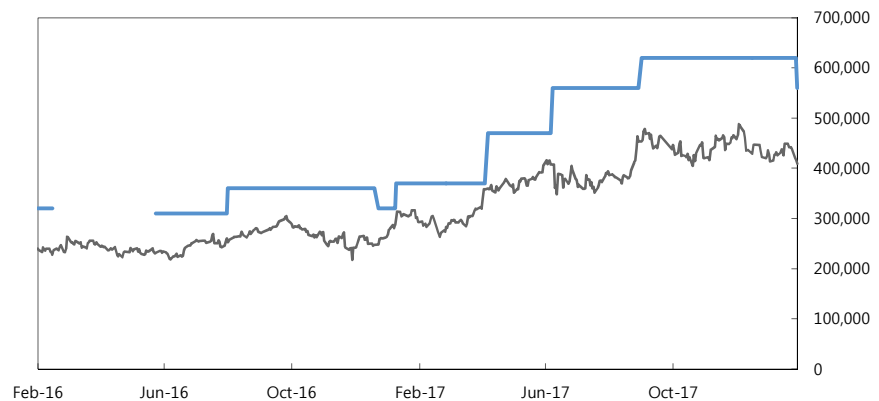
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,759	2,034	2,340
매출원가	203	188	440	509	585
매출총이익	636	796	1,319	1,526	1,755
판매관리비	398	467	734	775	799
영업이익	237	329	585	751	956
금융수익	21	25	27	28	30
이자수익	20	22	23	23	25
금융비용	1	14	19	17	16
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	18	20	23
관계기업관련손익	(2)	7	(2)	(2)	(2)
세전계속사업이익	240	346	609	781	992
법인세비용	73	75	152	195	248
연결당기순이익	166	271	457	586	744
지배주주지분순이익	165	272	459	588	746
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	457	586	744
지배주주지분포괄이익	169	329	459	588	746
EBITDA	272	361	616	783	989

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	21,584	27,652	35,115
BPS	81,257	93,096	106,904	124,970	148,328
DPS	2,747	3,820	7,280	9,000	11,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	78.8	15.7	15.0
영업이익증가율	(14.6)	38.4	77.9	28.4	27.2
순이익증가율	(28.1)	64.6	68.4	28.1	27.0
EPS증가율	(33.7)	67.5	68.8	28.1	27.0
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	70.5	27.2	26.3
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	33.3	36.9	40.9
순이익률	19.7	27.7	26.1	28.9	31.9
EBITDA Margin	32.5	36.7	35.0	38.5	42.3
ROA	8.5	11.9	18.0	20.0	21.9
ROE	10.6	14.9	22.5	24.6	26.3
배당수익률	1.3	1.5	1.6	2.2	2.7
배당성향	36.3	29.8	33.7	32.5	31.3
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,251)	(1,598)	(2,064)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	5.1	3.1	1.7
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	20.7	14.8	11.6
PBR	2.6	2.7	4.2	3.3	2.8
EV/EBITDA	13.7	12.3	13.7	9.2	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트(036570)	2015.12.10	매수	320,000원	-29.4	-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	-28.7	-21.3
	2018.02.07	매수	560,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 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 배우자는 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.