

엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 370,000원(유지)

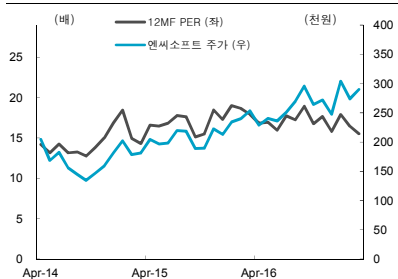
Stock Data

KOSPI(3/10)	2,097
주가(3/10)	290,000
시가총액(십억원)	6,359
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	316,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,224
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.3/42.0
주요주주(%)	국민연금 12.5
김택진 외 7인	12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	5.8	10.1
상대주가(%p)	(1.9)	2.9	3.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

국내 모바일 게임 매출 성장만으로도 충분한 상승 여력

우려는 우려일 뿐

최근 엔씨소프트의 주가는 1) '리니지 레볼루션' 매출 감소, 2) '리니지 1' 트래픽 하락, 3) 중국 진출 지연 등의 원인으로 등락을 반복했다. '리니지 레볼루션'의 경우 출시 초기 대비 매출 수준이 하락했으나 1분기 일평균 매출액은 50억원 수준을 유지하고 있다. '리니지 1' 트래픽 하락은 BOT 제거에 따른 일시적 하락으로 매출액에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단한다. 드래곤 보물 상자 매출 선반영에 따른 매출 감소 효과 또한 다양한 이벤트 진행을 통해 최소화할 수 있을 전망이다. 중국 진출 지연 영향도 제한적이다. '파이널 블레이드'가 양호한 성과를 유지 중이며 연이은 모바일 게임들의 성공을 감안할 때 기대작인 '리니지 M'에 대한 기대감도 확대되고 있다. 국내 모바일 게임 호조에 따른 매출 성장이 중국 매출 제거 효과를 상쇄할 것으로 예상된다.

리니지 M에 대한 기대감이 빠르게 확대될 전망

우려와는 달리 엔씨소프트는 '리니지 RK'와 '파이널 블레이드'를 연이어 흥행 시키며 모바일 게임 시장 내 영향력을 빠르게 확대 중이다. 특히 두 게임 모두 최근 대세 장르로 떠오른 MMORPG가 아님에도 양호한 성과를 시현 중이라는 점을 고려할 때 모바일 게임 운영 능력도 증명된 것으로 판단된다. '리니지 M'의 경우 리니지 IP의 활용으로 초기 이용자 유입이 수월할 것으로 예상되며 '리니지 레볼루션' 사례에 비추어볼 때 유료이용자 비율도 높을 것이다. 또한 '리니지 RK'의 초기 매출 수준을 감안할 때 '리니지 M'의 초기 성과는 우리 예상치를 상회할 가능성이 매우 높다. PC 게임 내에서만 가능했던 아이템 거래 기능 추가 또한 언급되고 있어 기존 모바일 게임과의 차별화를 통한 흥행이 기대된다.

매수 의견 유지, 국내 모바일 게임 매출 성장만으로도 충분한 상승 여력

엔씨소프트에 대한 매수 의견과 목표주가 370,000원(17EPS에 Target PER 19.7배 적용)을 유지한다. 중국 정부의 판호 관련 정책을 감안해 '리니지 레볼루션'과 '리니지 RK' 중국 매출을 제외했으며 '리니지 1' 매출을 5.9% 하향했다. 하지만 '파이널 블레이드' 매출 반영과 '리니지 M'의 매출 추정치 상향으로 17F EPS를 기존 대비 2.3% 상향했다. 모바일 게임 업종 특성 상 흥행 여부를 예측하기는 어렵지만 1) 엔씨소프트 모바일 게임들의 양호한 성과, 2) 모바일 MMORPG 시장 개화에 따른 모바일 게임 이용자 증가에 대한 수혜, 3) 흥행 IP의 활용 등을 감안할 때 '리니지 M'의 성과가 기대치를 하회할 가능성은 낮다. 우리 추정치를 상회하는 '리니지 M'의 성과와 리니지 IP 기반 모바일 게임들의 연내 중국 출시도 추가적인 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

	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
2016A	984	329	270	12,671	66.0	361	19.5	12.8	2.8	14.5	1.5
2017F	1,315	494	395	18,604	46.8	525	15.6	10.1	2.8	18.8	1.9
2018F	1,517	602	479	22,574	21.3	634	12.8	8.0	2.5	19.9	2.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

김성은 3276-6158
askim@truefriend.com민상구 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	276.7	325.8	352.7	359.8	838.3	983.6	1,315.0
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	67.6	87.9	80.0	92.2	312.9	375.5	327.7
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	40.1	42.5	40.8	42.8	113.9	182.3	166.2
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	50.8	84.7	120.2	118.1	66.6	73.6	373.7
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	67.3	58.4	59.6	54.6	98.7	122.1	240.0
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	181.3	208.1	214.3	217.0	600.8	654.8	820.8
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	101.9	103.0	104.4	105.9	324.9	383.3	415.2
지급수수료	13.7	13.4	13.2	24.6	9.5	9.8	9.7	10.2	36.1	39.2	39.2
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	8.6	19.5	14.1	14.0	34.2	35.0	56.3
기타	43.3	44.4	39.0	44.8	61.4	75.7	86.2	86.8	205.7	197.3	310.1
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	95.4	117.7	138.3	142.8	237.5	328.8	494.2
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	34.5%	36.1%	39.2%	39.7%	28.3%	33.4%	37.6%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	103.7	126.7	147.5	152.0	239.5	346.1	529.9
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	77.8	95.1	110.6	114.0	166.3	271.4	397.4
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	28.1%	29.2%	31.4%	31.7%	19.8%	27.6%	30.2%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

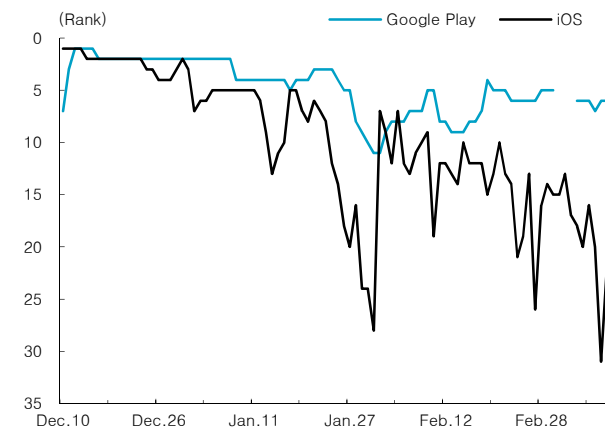
〈표 2〉 엔씨소프트 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2016	983.6	983.6	0.0
	2017F	1,315.0	1,230.0	6.9
	2018F	1,517.0	1,440.8	5.3
영업이익	2016	328.8	328.8	0.0
	2017F	494.2	482.4	2.5
	2018F	602.5	592.2	1.7
지배주주순이익	2016	271.4	271.4	0.0
	2017F	397.4	388.3	2.3
	2018F	482.3	474.0	1.7
EPS	2016	12,671.5	12,671.5	0.0
	2017F	18,604.0	18,177.1	2.3
	2018F	22,573.8	22,189.0	1.7

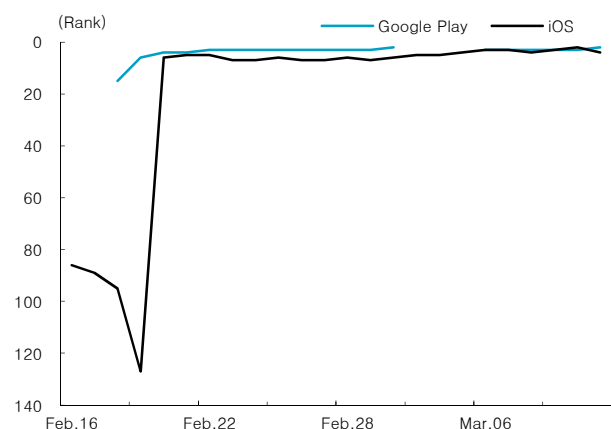
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 리니지 Red Knights 매출 순위 추이



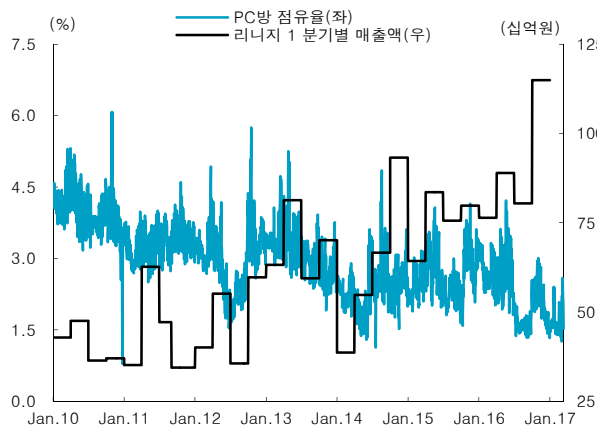
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 2] 파이널 블레이드 매출 순위 추이



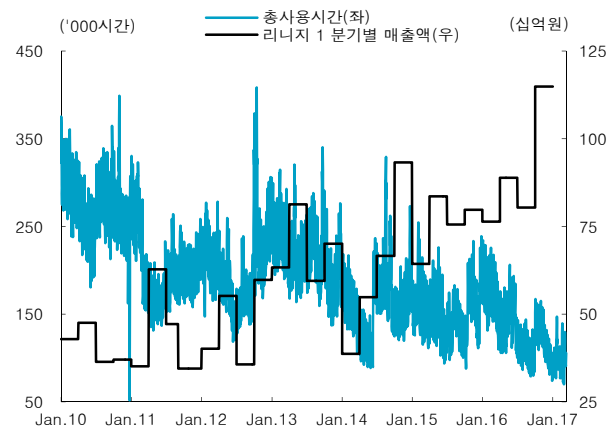
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 3] PC방 이용시간과 리니지 1 게임 매출의 낮은 상관관계



자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 4] PC방 점유율과 리니지 1 게임 매출의 낮은 상관관계



자료: Gametrics, 한국투자증권

〈표 3〉엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	1H17
팡야 모바일	1H17
걸스럼블	1H17
B&S 모바일	2017
아이온 레기온즈	2Q17 소프트웨어 런칭 3Q17 북미/유럽 출시
리니지 이터널	연내 2 차 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

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	2016A	2017F	2018F
유동자산	1,020	1,083	1,231	1,513	1,807
현금성자산	203	248	197	381	501
매출채권및기타채권	98	99	158	184	228
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	679	1,136	1,212	1,321	1,405
투자자산	57	557	618	651	701
유형자산	241	234	239	244	249
무형자산	95	64	53	62	68
자산총계	1,699	2,219	2,443	2,834	3,211
유동부채	245	338	284	389	421
매입채무및기타채무	97	95	111	145	167
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	78	93	180	186	192
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	1	151	151	151
부채총계	323	430	464	575	613
지배주주지분	1,361	1,770	1,958	2,236	2,572
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	1,797	2,133
비지배주주지분	15	19	21	23	26
자본총계	1,376	1,789	1,979	2,259	2,598

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	264	241	47	457	475
당기순이익	228	166	271	397	482
유형자산감가상각비	30	28	28	26	26
무형자산상각비	6	7	4	5	6
자산부채변동	(21)	6	(186)	32	(35)
기타	21	34	(70)	(3)	(4)
투자활동현금흐름	(176)	(517)	(166)	(152)	(209)
유형자산투자	(19)	(18)	(34)	(32)	(32)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(156)	(503)	(53)	(26)	(42)
무형자산순증	(2)	1	7	(14)	(12)
기타	0	2	(87)	(81)	(124)
재무활동현금흐름	(12)	310	67	(120)	(146)
자본의증가	3	391	0	0	0
차입금의순증	(3)	0	150	0	0
배당금지급	(12)	(69)	(60)	(81)	(117)
기타	0	(12)	(23)	(39)	(29)
기타현금흐름	4	11	0	0	0
현금의증가	79	45	(51)	185	119

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

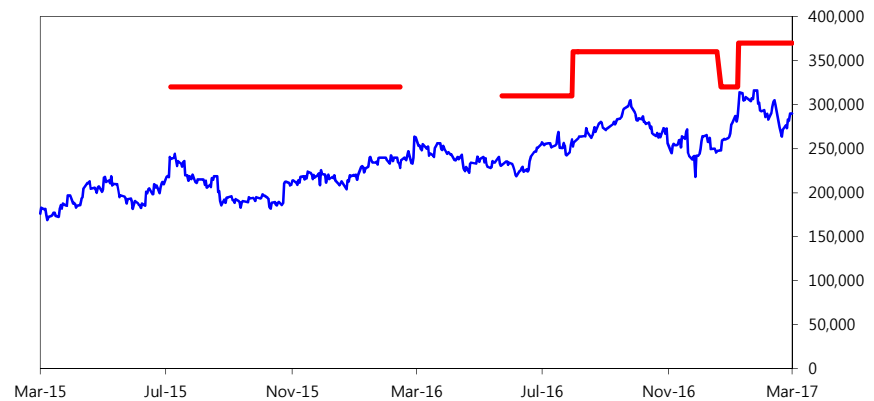
	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	839	838	984	1,315	1,517
매출원가	220	203	246	329	379
매출총이익	618	636	738	986	1,138
판매관리비	340	398	409	492	535
영업이익	278	237	329	494	602
금융수익	18	21	25	25	30
이자수익	17	20	19	22	26
금융비용	0	1	3	5	5
이자비용	0	0	2	5	5
기타영업외손익	(5)	(16)	(12)	8	8
관계기업관련손익	(2)	(2)	7	7	8
세전계속사업이익	289	240	346	530	643
법인세비용	61	73	75	132	161
연결당기순이익	228	166	271	397	482
지배주주지분순이익	230	165	270	395	479
기타포괄이익	(4)	5	0	0	0
총포괄이익	224	171	271	397	482
지배주주지분포괄이익	228	169	270	395	479
EBITDA	315	272	361	525	634

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	11,520	7,633	12,671	18,604	22,574
BPS	66,702	81,257	89,861	102,534	117,861
DPS	3,430	2,747	3,820	5,520	6,750
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.8	(0.1)	17.3	33.7	15.4
영업이익증가율	35.5	(14.6)	38.4	50.3	21.9
순이익증가율	44.9	(28.1)	63.1	46.5	21.3
EPS증가율	44.7	(33.7)	66.0	46.8	21.3
EBITDA증가율	30.9	(13.5)	32.5	45.3	20.7
수익성(%)					
영업이익률	33.2	28.3	33.4	37.6	39.7
순이익률	27.4	19.7	27.4	30.0	31.6
EBITDA Margin	37.5	32.5	36.7	39.9	41.8
ROA	14.3	8.5	11.6	15.1	16.0
ROE	18.4	10.6	14.5	18.8	19.9
배당수익률	1.9	1.3	1.5	1.9	2.3
배당성향	29.8	36.3	30.1	29.7	29.9
안정성					
순차입금(십억원)	(897)	(952)	(823)	(1,047)	(1,276)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	0.1	7.6	6.6	5.8
Valuation(X)					
PER	15.8	27.9	19.5	15.6	12.8
PBR	2.7	2.6	2.8	2.8	2.5
EV/EBITDA	9.5	13.7	12.8	10.1	8.0

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 3월 12일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 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 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
- 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.