

## 엔씨소프트(036570)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 560,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/7)	2,399
주가(8/7)	384,000
시가총액(십억원)	8,425
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	416,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	120,496
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.9/37.7
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.7

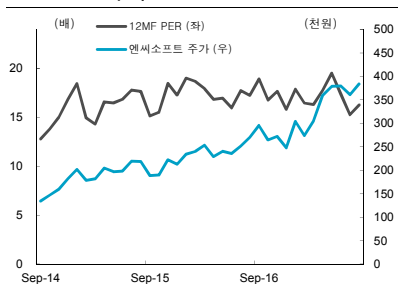
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	19.4	15.7	13.0
PBR(x)	2.7	3.4	2.9
ROE(%)	14.9	24.9	24.8
DY(%)	1.5	1.4	1.8
EV/EBITDA(x)	12.3	10.0	8.0
EPS(원)	12,783	24,500	29,499
BPS(원)	93,096	111,433	133,468

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.9)	27.6	58.4
상대주가(%)	(3.7)	12.0	39.5

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 린저씨의 대이동

## What's new : 추정치를 하회한 2분기 실적

엔씨소프트의 2분기 실적은 매출액 2,586억원(+7.5% YoY, +8.0% QoQ)과 영업이익 376억원(-56.4% YoY, +23.4% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 하회했다. '리니지 M' 출시에 따른 이용자 이탈과 이벤트 부재로 '리니지 1' 매출액이 338억원으로 전분기 대비 34.3% 감소했다. 'B&S'와 '아이온' 등 주요 온라인 게임들의 부진도 지속됐다. '리니지 레볼루션'의 부진으로 로열티 매출액도 361억원(-43.1% QoQ)으로 줄었다. 하지만 '리니지 M'의 흥행으로 모바일 게임 매출액은 937억원으로 증가했으며 효율적인 광고 집행으로 마케팅 비용은 우리 추정치를 큰 폭 하회하는 241억원(+89.9% QoQ)을 기록했다.

## Positives : 기존 모바일 게임과는 차별화된 '리니지 M'의 매출 추이

'리니지 M'의 높은 매출 수준과 견고한 이용자 지표가 유지되고 있다. 현재 일평균 매출 수준은 7월 발표한 일평균 매출액 90억원 수준에서 큰 변동이 없는 것으로 파악된다. 또한 8월 1일 매출액은 초기 효과가 반영된 7월 1일 매출액인 130억원을 상회했다. 동시 접속자수와 인당 플레이 시간이 출시 이후 꾸준히 증가하고 있다는 점도 고무적이다. 공성전 등 매출 상승을 견인할 수 있는 대규모 업데이트와 경쟁작 부재 등을 고려할 때 현재 매출 수준이 장기간 지속될 전망이다. 이를 감안해 우리는 3분기 '리니지 M'의 일 매출액 추정치를 45억원에서 57억원으로 상향한다. 한편 현재 매출 수준 기준 '리니지 M'의 영업이익률은 65% 수준으로 PC 매출 감소에 따른 이익 감소 효과도 제한적이다.

## Negatives : 예상보다 부진했던 '리니지1'

프로모션 축소와 '리니지 M' 출시에 따른 이용자 이탈로 '리니지1' 매출액이 예상보다 낮은 수준에 머물렀다. 하지만 하반기 콘텐츠 업데이트 및 아이템 이벤트 진행에 따른 회복이 가능할 전망이다. 또한 '리니지' IP에 대한 충성심이 높은 이용자들이 평균 ARPPU가 상대적으로 높은 '리니지 M'으로 이동한 점을 감안할 때 PC대비 낮은 수익성에도 절대적인 이익 규모의 성장이 예상되며 라이프 사이클의 장기화도 가능할 전망이다.

## 결론 : 매수 의견 유지, '리니지 M'을 통한 고성장 예상

엔씨소프트에 대한 매수 의견과 목표주가 560,000원(12MF EPS에 Target PER 19.7배 적용)을 유지한다. '리니지 M'의 일평균 매출액과 이용자 지표가 출시 효과가 소멸된 현재 시점에도 높은 수준을 유지하고 있다. '리니지1'으로 증명된 이용자들의 높은 충성심과 엔씨소프트의 MMORPG 운영 능력을 감안할 때 매출 하락은 제한적일 전망이다. '리니지 M'의 매출이 온기 반영되는 3분기부터 매출 및 이익 성장이 본격화될 것으로 예상된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	309	259	(16.3)	300	8.0	7.5	1,767	1,569
영업이익	73	38	(48.6)	71	23.4	(56.4)	671	538
영업이익률	23.6	14.5	(9.1)	23.5	1.8	(21.3)	38.0	34.3
세전이익	83	44	(47.2)	78	80.9	(55.3)	692	549
순이익	62	31	(50.6)	61	74.9	(66.1)	521	414

〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	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>703.8</b>	<b>565.5</b>	<b>983.6</b>	<b>1,767.4</b>	<b>2,032.8</b>
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	37.5	43.1	375.5	165.9	154.3
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	17.8	19.0	77.1	71.9	70.6
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	11.7	12.8	71.7	48.6	47.7
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	40.2	42.1	182.3	165.9	163.8
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	18.7	27.9	76.6	74.4	58.4
기타		0.2	0.5	19.1	23.4	93.7	521.6	367.7	19.8	1,006.4	1,262.7
모바일	10.8	17.5	17.1	13.0	10.6	14.9	16.6	10.6	53.9	52.7	53.8
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	39.8	42.3	122.1	181.7	221.5
<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>352.0</b>	<b>314.3</b>	<b>654.8</b>	<b>1,096.4</b>	<b>1,237.6</b>
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	132.4	113.5	117.9	123.8	383.3	487.6	552.4
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	8.0	6.6	7.3	8.4	39.2	30.3	28.7
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	24.1	21.1	17.0	35.0	74.9	66.0
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	76.8	205.6	165.1	197.3	503.6	590.6
<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>351.8</b>	<b>251.2</b>	<b>328.8</b>	<b>671.0</b>	<b>795.2</b>
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	14.5%	50.0%	44.4%	33.4%	38.0%	39.1%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	43.5	361.2	262.9	346.1	691.8	833.1
<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>255.8</b>	<b>186.2</b>	<b>271.4</b>	<b>518.8</b>	<b>624.8</b>
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	11.9%	36.3%	32.9%	27.6%	29.4%	30.7%

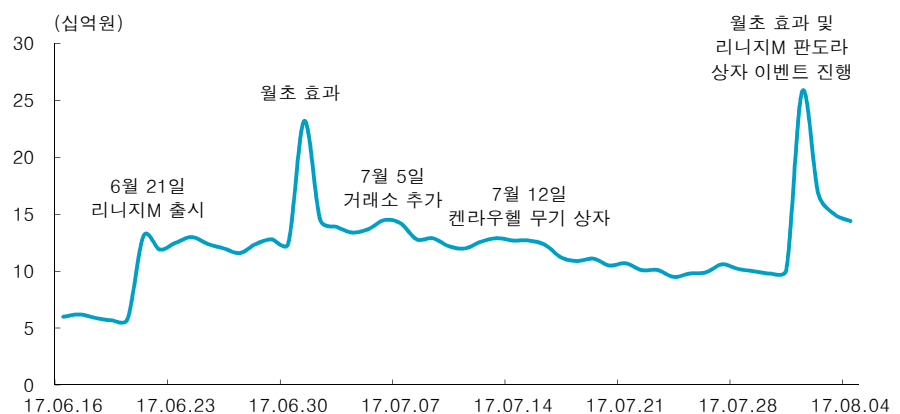
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	6월 21일
B&S 모바일(자체 개발 및 넷마블 개발)	2017
리니지 M 대만	2017
아이온 레기온즈	3Q17 멕시코 소프트 런칭 2017 북미/유럽 출시
보유 IP 기반 모바일 게임 다수	2018

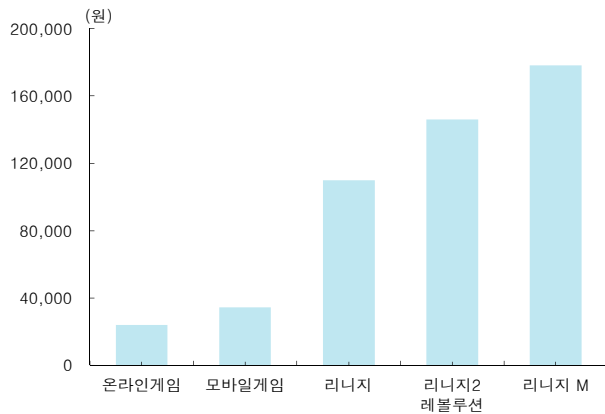
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈그림 1〉 '리니지 M' 출시 이후 국내 Google Play 매출 추이



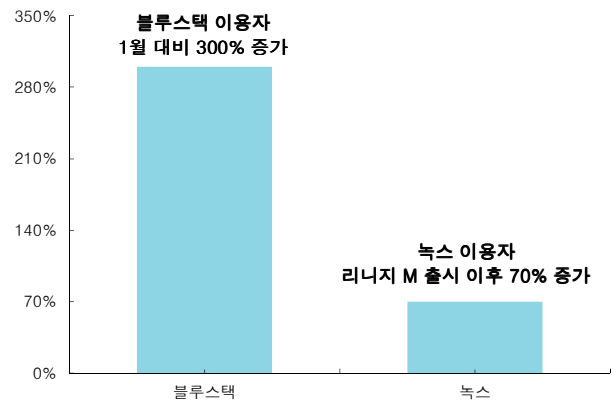
자료: Mobile Index, 한국투자증권

[그림 2] 온라인 게임과 모바일 MMORPG의 MARPPU 비교



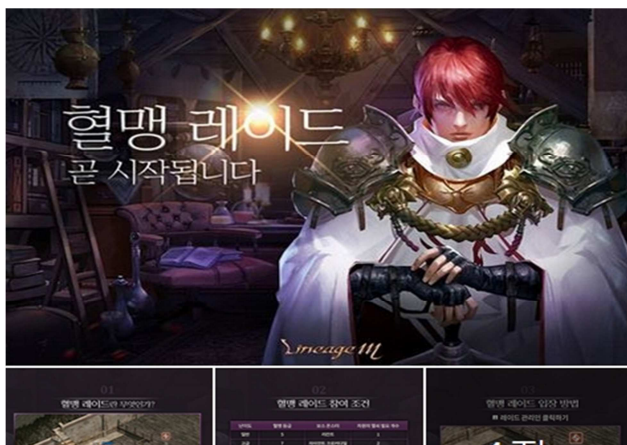
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] '리니지 M' 출시로 애플레이어 이용자 급증



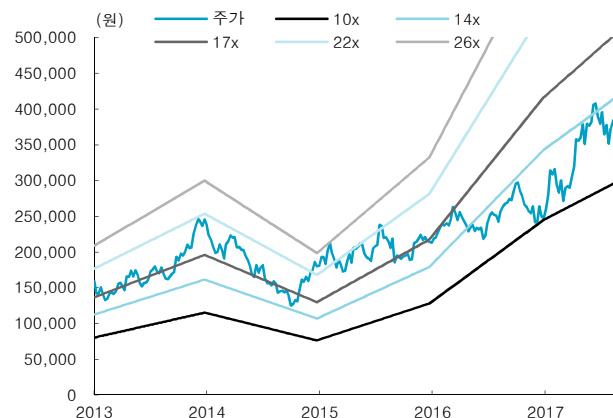
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] 출시가 임박한 '리니지 M' 혈맹 레이드



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 5] 엔씨소프트 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리니지(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	1,610	2,054	2,551
현금성자산	248	145	389	610	948
매출채권및기타채권	99	167	194	224	248
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,293	1,362	1,421
투자자산	557	629	675	724	767
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	62	65	68
자산총계	2,219	2,361	2,903	3,417	3,972
유동부채	338	284	459	519	564
매입채무및기타채무	95	119	133	142	153
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	147	119	92
사채	0	150	120	90	60
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	606	638	656
지배주주지분	1,770	1,886	2,289	2,772	3,312
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,947	2,430	2,971
비지배주주지분	19	10	8	6	4
자본총계	1,789	1,896	2,297	2,778	3,316

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	646	672	751
당기순이익	166	271	519	625	710
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	5	5
자산부채변동	6	(154)	112	22	16
기타	34	(38)	(14)	(4)	(4)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(257)	(280)	(214)
유형자산투자	(18)	(17)	(29)	(29)	(29)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(43)	(45)	(40)
무형자산순증	1	(2)	(14)	(8)	(8)
기타	2	(3)	(171)	(198)	(137)
재무활동현금흐름	310	(74)	(146)	(171)	(200)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(30)	(30)	(30)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(24)	(27)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	244	221	338

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

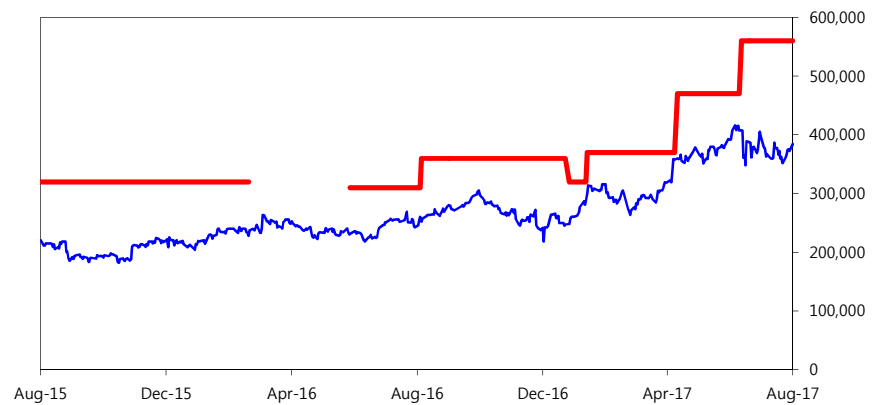
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,767	2,033	2,256
매출원가	203	188	442	508	564
매출총이익	636	796	1,326	1,525	1,692
판매관리비	398	467	655	729	796
영업이익	237	329	671	795	897
금융수익	21	25	30	40	49
이자수익	20	22	26	35	45
금융비용	1	14	9	12	11
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	(3)	7	8
관계기업관련손익	(2)	7	3	3	3
세전계속사업이익	240	346	692	833	946
법인세비용	73	75	173	208	237
연결당기순이익	166	271	519	625	710
지배주주지분순이익	165	272	521	627	712
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	519	625	710
지배주주지분포괄이익	169	329	521	627	712
EBITDA	272	361	700	825	926

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	24,500	29,499	33,512
BPS	81,257	93,096	111,433	133,468	158,082
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	79.7	15.0	11.0
영업이익증가율	(14.6)	38.4	104.1	18.5	12.8
순이익증가율	(28.1)	64.6	91.2	20.4	13.6
EPS증가율	(33.7)	67.5	91.7	20.4	13.6
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	93.9	17.8	12.3
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	38.0	39.1	39.7
순이익률	19.7	27.7	29.5	30.8	31.6
EBITDA Margin	32.5	36.7	39.6	40.6	41.1
ROA	8.5	11.9	19.7	19.8	19.2
ROE	10.6	14.9	24.9	24.8	23.4
배당수익률	1.3	1.5	1.4	1.8	2.1
배당성향	36.3	29.8	22.5	22.9	24.2
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,259)	(1,699)	(2,197)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	5.2	3.2	1.8
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	15.7	13.0	11.5
PBR	2.6	2.7	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	13.7	12.3	10.0	8.0	6.6

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가
엔씨소프트(036570)	2015.11.04	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
	2017.04.17	매수	470,000 원
	2017.06.18	매수	560,000 원



## Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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 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.