

엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 560,000원(유지)

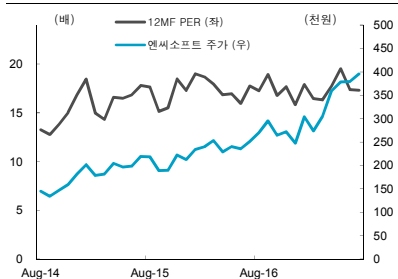
Stock Data

KOSPI(7/7)	2,380
주가(7/7)	395,500
시가총액(십억원)	8,673
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	416,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	110,467
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/36.0
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.0	51.8	57.6
상대주가(%p)	0.2	35.7	37.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

하향 안정화를 고민하기에는 이른 시기

기존 모바일 MMORPG들과는 차별화된 행보

‘리니지 M’은 기존 출시된 모바일 MMORPG들과는 차별화된 행보를 보이고 있다. 모바일 게임들의 경우 출시 효과 소멸 이후 높은 초기 매출 수준을 유지하지 못하는 것이 일반적이다. 하지만 출시 후 10일간 일평균 매출액 90억원을 기록한 ‘리니지 M’은 출시 3주가 지난 현 시점에도 출시 초기와 유사한 매출 수준을 유지 중인 것으로 파악된다. 거래소 기능 추가 이후 매출 수준의 추가적인 상승 가능성도 있다. 거래소 탑재 이후 아이템 판매를 위한 사냥의 니즈가 커짐에 따라 플레이 시간이 늘어나며 주말 동안 전 서버가 혼잡 상태를 유지했다. 실제 매출로 연결되는 동시 접속자 수가 증가 중인 것으로 해석된다. 여전히 ‘리니지1’을 통해 축적한 콘텐츠의 극히 일부만이 공개되었기 때문에 추가적인 과금 요소가 추가될 수 있으며 ‘리니지 M’을 위협할 대작도 없다. 즉, ‘리니지 M’의 매출 수준이 기존 모바일 게임들과 같이 단기간에 급락할 것이라고 판단할 충분한 근거가 부족하다.

거래소 기능 추가로 ‘자유 경제 시스템’ 확립

‘리니지 M’의 기존 버전과 5일 출시된 청불 버전은 9일 기준 구글플레이 1위, 2위를 기록 중이다. ‘아데나’ 거래가 아닌 ‘다이아’의 거래라는 점에 대한 우려가 있었으나 이와는 무관하게 이용자들의 반응은 긍정적이다. 이용자들은 필드 사냥 또는 제작을 통해 획득한 아이템을 높은 가격에 판매할 수 있으며 이를 통해 획득한 ‘다이아’는 ‘리니지 레볼루션’과 마찬가지로 중개사이트를 통해 환금이 가능하기 때문이다. 거래소를 통해 획득한 ‘다이아’를 통해 불만을 야기했던 ‘아인사하드의 축복’ 또한 구매 가능하기 때문에 저과금 이용자들의 이탈도 최소화될 전망이다. 또한 특정 아이템을 필요로 하는 이용자들은 게임 내 재화를 엔씨소프트로부터 구매해 손쉽게 아이템을 획득할 수 있기 때문에 지속적인 매출 창출이 가능하다. 즉, 우리가 기대한 게임 내 ‘자유 경제 시스템’이 이미 확립된 것으로 판단되며 향후 출시될 ‘개인 간 거래’는 시스템을 더욱 활성화 시킬 것으로 예상된다.

‘리니지 M’을 대체할 수 있는 모바일 MMORPG의 부재

‘리니지 M’을 대체할 수 있는 모바일 MMORPG의 부재 또한 장기흥행을 예상하는 근거이다. ‘리니지 레볼루션’과 ‘아덴’의 매출 수준이 빠르게 하락함에 따라 모바일 MMORPG의 짧은 라이프사이클에 대한 우려가 확대되었다. 거래소 기능 제외와 콘텐츠 고갈 등이 두 게임의 매출 하락을 이끈 원인으로 해석될 수 있으나 우리는 가장 직접적인 원인이 ‘리니지 M’의 출시라고 판단한다. 같은 맥락에서 ‘아덴’의 경우에도 ‘리니지 레볼루션’ 출시 이후 매출이 감소했다. 넷마블과 엔씨소프트의 ‘블레이드 앤 소울 모바일’ 출시가 하반기로 예정되어 있으나 ‘리니지 IP’ 대비 국내 영향력이 제한적이며 이미 넓은 이용자 층을 기반으로

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	838	237	165	7,633	(33.7)	272	27.9	13.7	2.6	10.6	1.3
2016A	984	329	272	12,783	67.5	361	19.4	12.3	2.7	14.9	1.5
2017F	1,743	642	502	23,646	85.0	671	16.7	10.9	3.6	24.2	1.4
2018F	2,001	758	603	28,370	20.0	788	13.9	8.7	3.0	24.1	1.7
2019F	2,348	1,022	810	38,156	34.5	1,052	10.4	6.0	2.5	26.6	2.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

자유 경제시스템이 갖춰진 기존 게임을 단기간에 대체하기는 어려울 전망이다. 그래픽이 문제점으로 지적되었던 '리니지 M'은 모바일에 최적화된 그래픽을 구현한 '리니지 레볼루션'의 이용자층을 빠르게 흡수했다. 이를 감안할 때 '리니지' IP 대비 낮은 영향력을 보유한 IP를 기반으로 개발된 신작들이 '리니지 M'에 미칠 영향은 제한적일 것이다.

매수 의견 유지, 기존 모바일 MMORPG와는 다르다

엔씨소프트에 대한 매수의견과 목표주가 560,000원(12MF EPS에 Target PER 19.7배 적용)을 유지한다. 출시효과 소멸에 따른 '리니지 M' 매출 감소와 향후 성장 동력 부재에 대한 우려는 기우라고 판단한다. 장기 흥행에 성공한 '몽환서유'가 존재함에도 국내 모바일 MMORPG들이 보여준 짧은 라이프 사이클에 대한 우려만 확대되고 있다. '리니지 M'은 출시 3주차에도 높은 일매출 수준을 유지 중이며 거래소 탑재 이후 매출 수준이 상승했을 것으로 추정된다. 또한 차별화된 IP 경쟁력과 향후 공개될 신규 콘텐츠 및 아이템을 고려할 시 하반기 출시가 예정된 경쟁사들의 모바일 MMORPG 신작들이 미칠 영향도 제한적이다. 한편 하반기 출시될 '아이온 레기온즈'와 '블레이드앤소울' 모바일의 경우 해외에서도 IP 경쟁력이 입증된 게임들로 해외 진출을 통한 지속적인 매출 성장을 시현할 전망이다.

〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	309.0	624.1	570.5	983.6	1,743.0	2,001.4
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	52.4	61.4	68.0	375.5	233.3	246.6
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	19.9	20.8	20.1	77.1	79.2	80.1
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	14.1	14.8	16.0	71.7	58.2	62.8
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	45.3	43.2	46.4	182.3	179.5	188.8
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	14.6	14.3	26.8	76.6	69.9	67.2
기타	10.8	17.7	17.6	32.1	34.0	117.0	424.1	344.6	73.6	919.7	1,130.0
리니지 M						87.0	391.5	313.2		791.7	980.8
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	45.6	45.4	48.7	122.1	203.2	225.9
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	209.1	235.9	334.8	321.4	654.8	1,101.1	1,243.1
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	132.4	109.1	112.0	114.0	383.3	467.4	528.4
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	8.0	8.1	8.5	9.1	39.2	33.7	33.4
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	38.6	42.4	40.5	35.0	134.3	140.1
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	80.1	171.8	157.8	197.3	465.7	541.1
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	73.1	289.3	249.1	328.8	641.9	758.3
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	23.6%	46.4%	43.7%	33.4%	36.8%	37.9%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	82.5	299.3	261.6	346.1	667.5	800.8
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	17.4	61.9	224.5	196.2	271.4	500.6	600.6
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	20.0%	36.0%	34.4%	27.6%	28.7%	30.0%

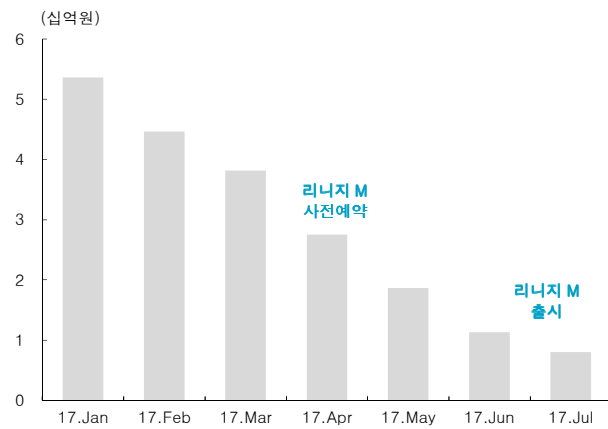
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 2〉 한투증권 추정치 컨센서스와 비교

2Q17	한투증권 (십억원)	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스 대비(%)	컨센서스 (십억원)
매출액	309.0	29.0	28.5	3.2	299.4
영업이익	73.1	140.0	-15.2	-2.9	75.3
순이익(지배)	62.1	253.9	31.4	-1.0	62.7

자료: 한국투자증권

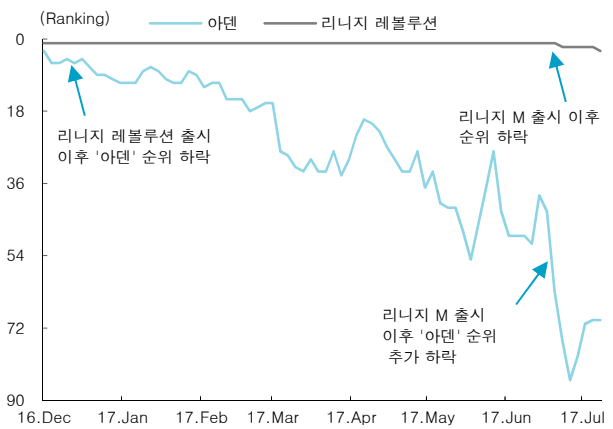
[그림 1] '리니지 레볼루션' 월별 일평균 매출 추이 추정



주: 한국투자증권 추정

자료: 한국투자증권

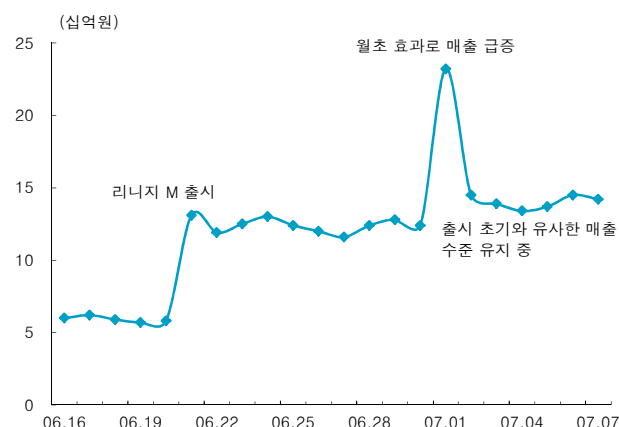
[그림 2] 리니지 IP 기반 모바일 게임 순위 추이



자료: Appannie, 한국투자증권

위와 같이 '리니지' IP를 활용한 게임들의 매출 순위는 동일 IP 기반의 신규 게임이 출시될 때마다 매출 순위 하락을 경험했다. '아덴'은 리니지 IP를 활용한 첫 모바일 MMORPG로 '리니지 레볼루션' 출시 이전까지 기대 이상의 성과를 달성했다. '리니지 레볼루션' 역시 혁신적인 그래픽과 '리니지' IP를 활용해 흥행에 성공했으나 6월 21일 '리니지 M' 출시 이후 매출 순위와 월평균 매출 수준이 하락했다. 향후 출시될 '리니지' IP 기반 모바일 게임은 엔씨소프트가 개발 중인 '리니지 2 레전드'로 '리니지 M' 대비 인지도가 낮은 '리니지2' IP를 사용한다. 즉, 향후 동일 IP를 활용한 대작 출시에 따른 매출 감소 가능성은 낮다. 또한 '리니지 M'의 경우 과거 축적된 콘텐츠의 일부만 공개된 상황으로 신규 콘텐츠 고갈에 따른 이용자 이탈도 제한적일 전망이다.

[그림 3] 'Mobile Index' 기준 구글 플레이 일 매출액 추이



자료: Mobile Index, 한국투자증권

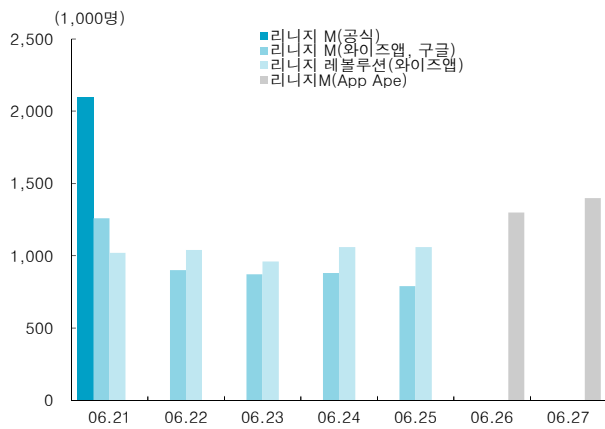
[그림 4] '리니지' IP 기반 모바일 게임들의 매출 순위

# Free			Paid			Grossing		
1	리니지M	NCSOFT	Armpit Hero: VIP	Candy Soft		리니지M(12)	NCSOFT	
2	소녀전선	Long Cheng	Don't Starve: Pock...	Klei Entertainment		리니지M	NCSOFT	
3	세븐나이즈 for Kak...	Netmarble	Minecraft: Pocket ...	Mojang		리니지2 레볼루션	Netmarble	
4	드림 키우기	puropuro	Survival Online GO	GameLine		모두의마블 for Kak...	Netmarble	
5	검물연면전 -발세...	Electronic Soul	Hitman Sniper	SQUARE ENIX		소녀전선	Long Cheng	
6	태양	SincoTimes	Reigns	Devolver Digital		세븐나이즈 for Kak...	Netmarble	
7	진혼 for kakao	YJM	Dungeon Defense	GameCoaster		FIFA ONLINE 3 M ...	NEXON	
8	테일즈크래프트	BR Games Co.,Ltd.	Mini Metro	Playdigious		반지	ENP Games	
9	리니지M(12)	NCSOFT	League of Stickma...	DreamSky		Pmang Poker : Cas...	Neowiz	
10	아수라 for kakao	Joytale	Bridge Constructor	ClockStone		Clash Royale	Supercell	

자료: Appannie, 한국투자증권

Mobile Index에 따르면 국내 구글 플레이의 일매출은 20일 58억원에서 '리니지 M'이 출시된 21일 131억원으로 증가했다. '리니지 레볼루션' 출시 당시와 같이 대작의 출시로 기존 게임들의 매출은 하락했을 것으로 추정되며 '리니지 M'이 증가분의 대부분을 차지한 것으로 파악된다. 7월 7일 기준 매출액은 142억원으로 기존 게임들의 매출이 유지된다고 가정해도 '리니지 M'의 매출액은 높은 수준을 유지하고 있다. 한편 7월 9일 기준 Appannie의 1위와 2위자리를 '리니지 M'이 차지하고 있다. 다운로드 순위 또한 출시 3주가 지났음에도 1위와 9위를 유지하고 있어 신규 이용자가 지속 유입되고 있다고 판단한다.

[그림 5] '리니지 M'과 '리니지 레볼루션' 초기 DAU 추이



자료: 엔씨소프트, 와이즈앱, App Ape, 한국투자증권

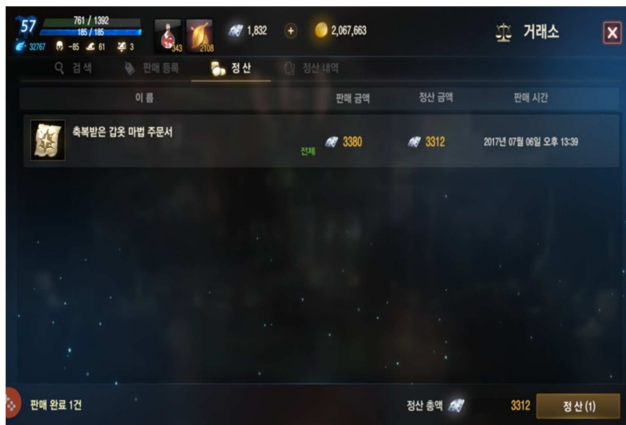
[그림 6] 거래소 출시 이후 서버 '혼잡' 상황 지속



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

'리니지 M' 이용자 이탈에 대한 우려도 기우이다. 와이즈앱에 따르면 '리니지 M'의 안드로이드 DAU는 출시 이후 지속 하락하며 25일 79만명을 기록했다. 하지만 App Ape에 따르면 26일 DAU는 130만명을 기록했으며 27일 140만명으로 증가했다. 한편 엔씨소프트에 따르면 '리니지 M'의 DAU는 150만명 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 즉, 외부 추정치에는 추정 방식에 따라 큰 오차가 존재하며 이용자의 급격한 감소는 사실이 아니다. 한편, 거래소 출시 이후 패치 작업으로 '원활' 서버의 수가 일시적으로 증가했으나 안정화 이후 금요일 오후부터 전 서버가 '혼잡' 상황을 유지 중이다. 유명 서버의 경우 출시 초기와 비교해도 대기 시간이 늘어나고 있는 것으로 파악된다.

[그림 7] '리니지 M' 거래소 화면



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 8] 거래소에서 획득한 '다이아'로 게임 내 아이템 구매 가능



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

거래소 출시로 고과금 이용자들의 ARPU가 상승하는 동시에 저과금 이용자들의 이탈이 최소화 될 전망이다. 고과금 이용자들은 캐릭터 강화를 위해 거래소에 등록된 아이템들을 게임 내에서 구입한 '다이아'를 통해 구매한다. 고과금 이용자들의 경우 확률형 아이템 및 '아인사하드의 축복' 구매에도 거부감이 낮았던 것으로 파악되기 때문에 거래소 기능은 추가적인 매출 상승 요인이라고 판단한다. 저과금 및 무과금 이용자들은 필드에서 획득 가능한 아이템을 거래소에서 판매해 '다이아'를 확보할 수 있다. 이를 통해 기존에는 구입할 수 없었던 확률형 아이템에 대한 접근성이 높아짐에 따라 캐주얼 이용자들의 불만이 줄어들 것으로 예상된다.

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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,083	1,192	1,587	2,003	2,585
현금성자산	248	145	383	580	939
매출채권및기타채권	99	167	192	220	258
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,296	1,375	1,436
투자자산	557	629	683	743	770
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	61	64	66
자산총계	2,219	2,361	2,883	3,378	4,021
유동부채	338	284	458	523	556
매입채무및기타채무	95	119	131	140	146
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	146	118	93
사채	0	150	120	90	60
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	605	642	649
지배주주지분	1,770	1,886	2,271	2,730	3,368
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,929	2,388	3,026
비지배주주지분	19	10	8	6	4
자본총계	1,789	1,896	2,279	2,736	3,372

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	626	649	813
당기순이익	166	271	501	601	808
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	5	5
자산부채변동	6	(154)	115	28	(15)
기타	34	(38)	(19)	(9)	(9)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(242)	(281)	(255)
유형자산투자	(18)	(17)	(29)	(29)	(29)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(47)	(51)	(19)
무형자산순증	1	(2)	(13)	(8)	(7)
기타	2	(3)	(153)	(193)	(200)
재무활동현금흐름	310	(74)	(146)	(171)	(199)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(30)	(30)	(30)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(24)	(26)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	239	197	359

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

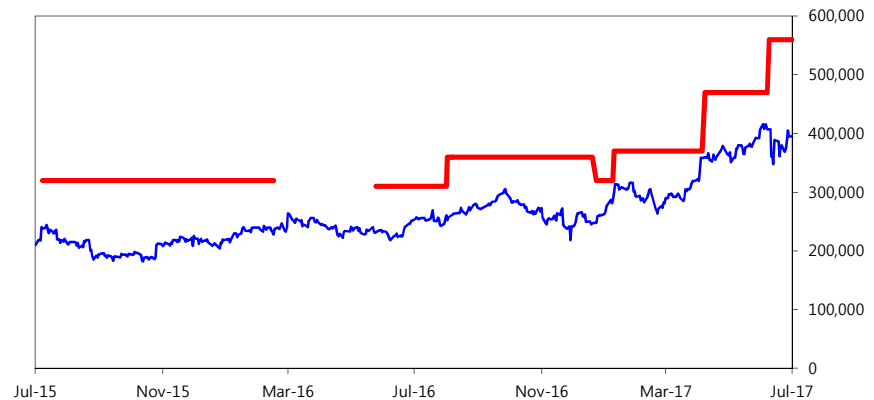
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,743	2,001	2,348
매출원가	203	188	436	500	587
매출총이익	636	796	1,307	1,501	1,761
판매관리비	398	467	665	743	739
영업이익	237	329	642	758	1,022
금융수익	21	25	31	39	49
이자수익	20	22	26	35	45
금융비용	1	14	7	11	10
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	(5)	6	7
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	346	667	801	1,077
법인세비용	73	75	167	200	269
연결당기순이익	166	271	501	601	808
지배주주지분순이익	165	272	502	603	810
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	501	601	808
지배주주지분포괄이익	169	329	502	603	810
EBITDA	272	361	671	788	1,052

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	23,646	28,370	38,156
BPS	81,257	93,096	110,653	131,594	160,707
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	77.2	14.8	17.3
영업이익증가율	(14.6)	38.4	95.2	18.1	34.8
순이익증가율	(28.1)	64.6	84.5	20.0	34.5
EPS증가율	(33.7)	67.5	85.0	20.0	34.5
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	85.8	17.4	33.5
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	36.8	37.9	43.5
순이익률	19.7	27.7	28.8	30.1	34.5
EBITDA Margin	32.5	36.7	38.5	39.4	44.8
ROA	8.5	11.9	19.1	19.2	21.8
ROE	10.6	14.9	24.2	24.1	26.6
배당수익률	1.3	1.5	1.4	1.7	2.0
배당성향	36.3	29.8	23.3	23.8	21.2
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,240)	(1,652)	(2,218)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	5.3	3.3	1.8
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	16.7	13.9	10.4
PBR	2.6	2.7	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.7	12.3	10.9	8.7	6.0

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
	2017.04.17	매수	470,000 원
	2017.06.18	매수	560,000 원



Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 10일 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 (2017.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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 결정에 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.