

엔씨소프트(036570)

4Q17 Preview: 증장기 상승 여력은 여전히 충분

‘리니지M’ 일평균 매출액 기존 예상치 소폭 하회할 전망

엔씨소프트의 4분기 매출액과 영업이익을 각각 5,200억원(+82.7% YoY, -28.5% QoQ)과 1,938억원(+90.6% YoY, -40.9% QoQ)으로 추정한다. 제한적인 아이템 이벤트 집행으로 ‘리니지 M’의 4분기 일평균 매출액은 기존 예상치를 소폭 하회하는 35억원 수준을 기록할 전망이다. 로열티 매출액은 ‘리니지2 레볼루션’ 매출 감소에도 불구하고 ‘리니지 M’ 대만 출시 효과로 570억원(+30.7% QoQ)으로 증가할 것이다. ‘리니지1’을 포함한 기존 PC 게임들의 매출액은 전분기 수준을 유지할 것으로 예상된다. 한편 개발 인력 인센티브 지급으로 인건비는 전분기와 유사한 1,518억원(-2.3% QoQ)에 달할 전망이다.

매출은 감소했으나 여전히 견고한 ‘리니지M’ 이용자 지표

초기 이용자 이탈로 전분기 대비 ‘리니지 M’의 일평균 매출액이 전분기 대비 41.7% 감소할 것으로 예상된다. 하지만 공성전 및 신규 클래스 추가 등의 지속적인 콘텐츠 업데이트 효과로 동시 접속자수는 증가 중인 것으로 파악된다. 즉, 향후 진행될 아이템 이벤트 및 콘텐츠 업데이트를 통해 현 수준의 이용자수를 유지할 수 있을 전망이다. 이에 따라 2018년 1분기부터는 매출 감소세가 둔화될 전망이며 이에 따라 주가의 하방 경직성이 강화될 것으로 예상된다. 다만 ‘리니지 M’ 흥행으로 매출처가 다양화된 점과 향후 신작들의 해외 진출에 대한 기대감이 확대된 점도 긍정적이다.

매수의견 및 목표주가 620,000원 유지

엔씨소프트에 대한 매수의견과 목표주가 620,000원(12MF EPS에 target PER 20.1배 적용)을 유지한다. 전분기 대비 ‘리니지 M’ 매출액이 큰 폭 감소했으나 견고한 이용자 지표와 축적된 콘텐츠를 감안할 때 2018년 1분기부터는 매출 감소세가 둔화될 전망이다. 1분기 기대 신작 출시 부재와 컨센서스를 부진한 4분기 실적으로 단기 상승 모멘텀은 제한적이다. 하지만 상반기 출시 예정인 ‘블레이드앤소울 2’를 포함해 2018년에는 3종의 흥행 IP 기반 모바일 MMORPG 출시가 계획되어 있어 라인업 확대를 통한 매출 성장 및 Valuation Re-Rating이 예상된다.

	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	1,746	590	475	22,360	74.9	621	20.0	13.6	4.1	23.2	1.5
2018F	2,087	801	630	29,627	32.5	833	14.3	9.0	3.3	25.8	2.1
2019F	2,400	1,006	789	37,125	25.3	1,039	11.4	6.7	2.7	26.9	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 620,000원(유지)

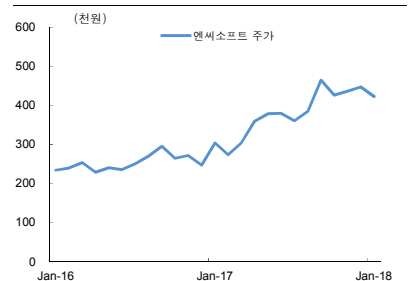
Stock Data

KOSPI(1/4)	2,466
주가(1/4)	422,500
시가총액(십억원)	9,269
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(원)	488,000/260,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	107,138
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.5/44.7
주요주주(%)	국민연금 12.3
	김택진 외 7 인 12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	12.7	62.5
KOSPI 대비(%p)	(4.4)	9.1	41.9

주가추이



자료: WISEfn컨센서스

〈표 1〉 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	239.5	258.6	272.3	520.0	481.2	455.7	610.5	539.9	983.6	1,745.7	2,087.3
리니지	51.5	33.8	35.4	36.7	35.6	37.6	35.9	34.8	375.5	157.7	144.0
리니지 II	18.4	16.7	15.6	16.5	16.9	16.4	15.4	16.2	77.1	67.2	64.9
아이온	13.3	10.8	10.2	10.5	11.0	10.8	9.8	10.2	71.7	44.8	41.8
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	40.1	37.9	38.4	37.3	37.6	182.3	161.7	151.2
길드워 2	14.2	13.6	20.1	25.1	13.9	13.7	13.4	13.2	76.6	73.1	54.2
모바일	23.4	93.7	551.0	321.2	275.9	250.5	415.9	352.9	19.8	989.3	1,295.3
기타	10.6	14.9	13.3	12.9	10.9	15.2	13.5	13.0	53.9	51.7	52.6
로열티	63.5	36.1	43.6	57.0	79.1	73.1	69.3	61.9	122.1	200.2	283.5
영업비용	209.1	221.1	399.5	326.2	284.6	280.9	371.3	349.6	654.8	1,155.8	1,286.4
인건비	132.4	113.5	155.5	151.8	123.3	126.1	158.7	158.0	383.3	553.2	566.0
지급수수료	8.0	6.6	7.1	7.7	6.8	6.9	6.6	6.7	39.2	29.3	27.1
마케팅비	12.7	24.1	22.0	19.2	21.7	21.9	26.9	24.3	35.0	78.1	94.7
기타	56.1	76.8	214.9	147.5	132.8	126.0	179.1	160.6	197.3	495.2	598.6
영업이익	30.4	37.6	327.8	193.8	196.5	174.8	239.2	190.4	328.8	589.9	800.9
영업이익률 %	12.7%	14.5%	45.1%	37.3%	40.8%	38.4%	39.2%	35.3%	33.4%	33.8%	38.4%
세전이익	24.1	43.5	365.5	197.9	203.0	181.2	245.9	197.4	346.1	631.3	836.7
순이익	17.4	30.8	275.1	148.9	152.8	136.3	185.1	148.5	271.4	473.5	627.5
순이익률%	7.3%	11.9%	37.8%	28.6%	31.8%	29.9%	30.3%	27.5%	27.6%	27.1%	30.1%

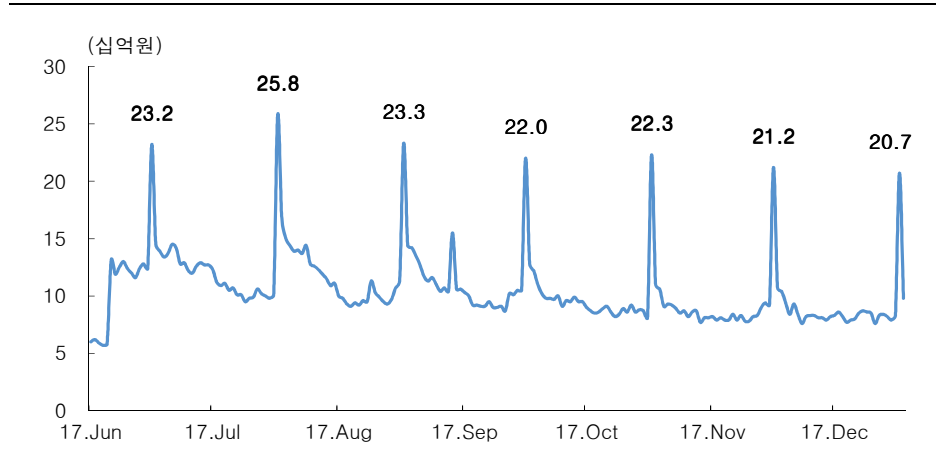
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	플랫폼	출시일
팡야모바일	Sports	모바일	1Q18
아이온 레기온즈	RPG	모바일	1Q18
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

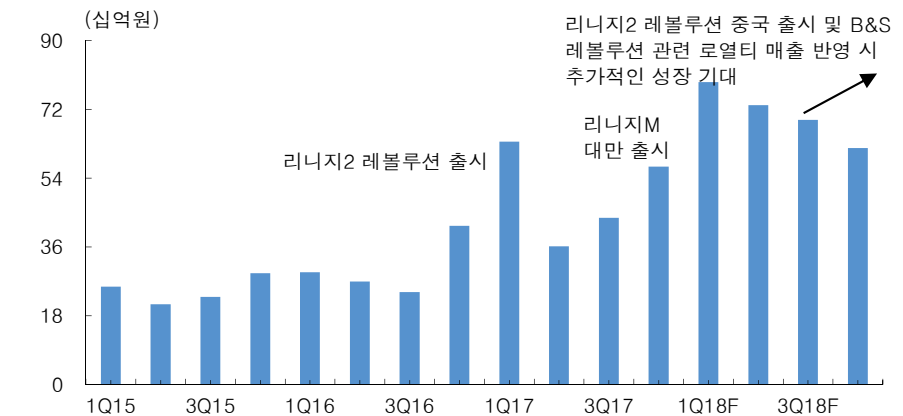
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 국내 구글플레이 일매출액 추이 - 월초 매출 완만한 감소세 시현 중



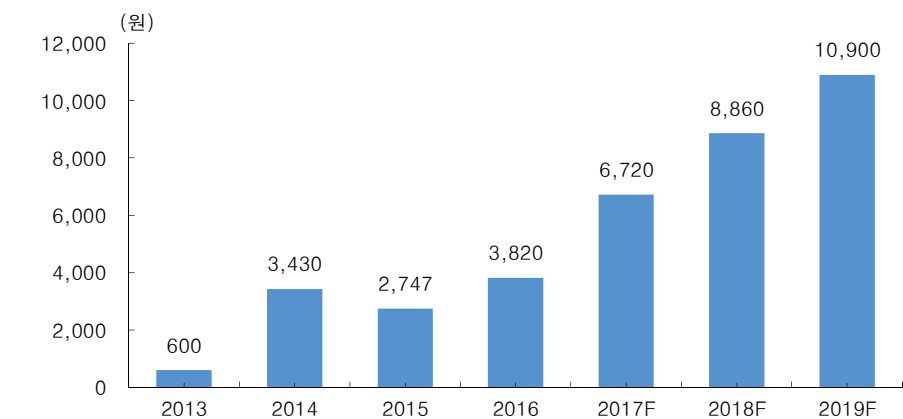
자료: MobileIndex, 한국투자증권

[그림 2] 넷마블게임즈의 신작 출시 이후 로열티 매출액의 추가적인 성장 가능



주: 로열티 매출액 추정치는 출시 시점이 확실치 않은 신작 게임 매출액을 반영하지 않음
 자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 3] 엔씨소프트 DPS 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리지니(1998년), 리지니 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	1,625	1,995	2,510
현금성자산	248	145	358	564	1,008
매출채권및기타채권	99	167	227	271	288
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,078	1,157	1,242
투자자산	557	629	658	699	751
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	58	65	70
자산총계	2,219	2,361	2,703	3,151	3,752
유동부채	338	284	337	376	444
매입채무및기타채무	95	119	140	157	185
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	139	110	88
사채	0	150	112	80	53
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	476	486	532
지배주주지분	1,770	1,886	2,218	2,659	3,216
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,876	2,317	2,875
비지배주주지분	19	10	8	6	4
자본총계	1,789	1,896	2,226	2,665	3,220

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	475	638	858
당기순이익	166	271	474	628	786
유형자산감가상각비	28	27	26	27	28
무형자산상각비	7	6	5	5	6
자산부채변동	6	(154)	(16)	(20)	40
기타	34	(38)	(14)	(2)	(2)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(84)	(214)	(158)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(32)	(32)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(28)	(40)	(51)
무형자산순증	1	(2)	(9)	(12)	(10)
기타	2	(3)	(16)	(130)	(65)
재무활동현금흐름	310	(74)	(179)	(218)	(256)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(37)	(32)	(27)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(143)	(188)
기타	(12)	(170)	(61)	(43)	(41)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	213	206	445

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

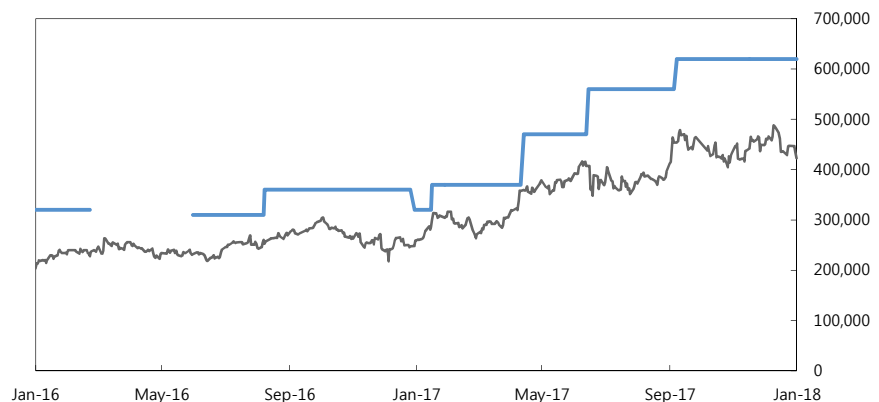
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,746	2,087	2,400
매출원가	203	188	436	522	600
매출총이익	636	796	1,309	1,565	1,800
판매관리비	398	467	719	765	794
영업이익	237	329	590	801	1,006
금융수익	21	25	24	25	27
이자수익	20	22	23	23	25
금융비용	1	14	11	12	11
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	28	22	26
관계기업관련손익	(2)	7	1	1	1
세전계속사업이익	240	346	631	837	1,048
법인세비용	73	75	158	209	262
연결당기순이익	166	271	474	628	786
지배주주지분순이익	165	272	475	630	789
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	474	628	786
지배주주지분포괄이익	169	329	475	630	789
EBITDA	272	361	621	833	1,039

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	22,360	29,627	37,125
BPS	81,257	93,096	108,197	128,313	153,714
DPS	2,747	3,820	6,720	8,860	10,900
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	77.5	19.6	15.0
영업이익증가율	(14.6)	38.4	79.4	35.8	25.6
순이익증가율	(28.1)	64.6	74.5	32.5	25.3
EPS증가율	(33.7)	67.5	74.9	32.5	25.3
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	71.8	34.2	24.8
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	33.8	38.4	41.9
순이익률	19.7	27.7	27.2	30.2	32.9
EBITDA Margin	32.5	36.7	35.5	39.9	43.3
ROA	8.5	11.9	18.7	21.4	22.8
ROE	10.6	14.9	23.2	25.8	26.9
배당수익률	1.3	1.5	1.5	2.1	2.6
배당성향	36.3	29.8	30.1	29.9	29.4
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,241)	(1,589)	(2,107)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	5.0	3.0	1.7
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	20.0	14.3	11.4
PBR	2.6	2.7	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	13.7	12.3	13.6	9.0	6.7

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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 4일 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
- 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 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※ 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.