

엔씨소프트(036570)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 470,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/11)	2,296
주가(5/11)	368,000
시가총액(십억원)	8,070
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	378,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	57,972
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/38.9
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.0

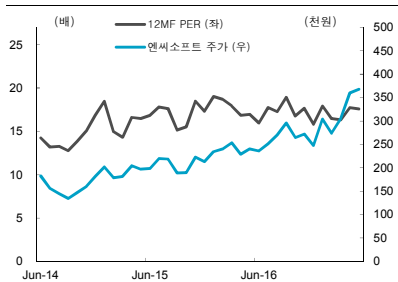
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	19.4	21.2	14.1
PBR(x)	2.7	3.5	3.0
ROE(%)	14.9	18.4	23.6
DY(%)	1.5	1.5	1.8
EV/EBITDA(x)	12.3	13.9	9.0
EPS(원)	12,783	17,394	26,081
BPS(원)	93,096	104,596	123,320

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.2	43.5	54.6
상대주가(%p)	7.1	27.8	38.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

모바일로의 성장축 이동

What's new : 일회성 요인 제거 시 양호한 실적

엔씨소프트의 1분기 실적은 매출액 2,395억원(-0.6% YoY, -15.9% QoQ)과 영업이익 304억원(-59.8% YoY, -70.1% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 하회했다. 하지만 인센티브 지급으로 전분기 대비 33.4% 증가한 인건비와 '드래곤 보물상자' 매출 선반영 효과에 따른 '리니지1'의 매출 감소 등 일회성 요인을 제거할 시 양호한 성과라고 판단한다. '블레이드앤소울' 매출액은 과금체계 변경과 북미 지역 매출 호조로 전분기 대비 18.6% 증가한 446억원을 기록했다. 로열티 매출액 또한 '리니지 레볼루션'의 양호한 성과를 기반으로 635억원(+116.4% YoY, +52.9%)으로 증가했다.

Positives : 기대 신작의 출시 임박과 로열티 매출의 증가

'리니지 레볼루션'의 매출 호조가 지속됨에 따라 로열티 매출액이 가파른 성장세를 시현했다. '리니지 레볼루션' 관련 로열티 매출액은 408억원(일평균 매출액 45억원)으로 추정된다. 기대 신작인 '리니지 M'의 출시 시기가 임박한 점도 긍정적이다. 16일로 예정된 '리니지 M' 쇼케이스에서 출시 일정 및 게임에 대한 구체적인 내용이 추가적으로 공개될 시 기대감이 확대될 것으로 예상된다. 2017년 '리니지 M'의 예상 매출액은 4,316억원으로 엔씨소프트의 신규 성장 동력으로 자리 잡을 전망이다. 또한 최근 공개된 사전 예약자수 등의 관련 지표를 감안할 때 기대 이상의 매출을 창출할 가능성도 매우 높다고 판단한다.

Negatives : '리니지 1'의 트래픽 감소와 아이온의 부진

'리니지 M' 대기 수요와 콘텐츠 업데이트 효과 소멸에 따른 트래픽 감소로 '리니지1' 매출액이 515억원(-34.8% YoY, -56.5% QoQ)으로 감소했다. 하지만 트래픽은 최근 안정화되었으며 이벤트 집행과 신규 콘텐츠 공개를 통해 완만한 매출 증가세를 시현할 수 있을 것으로 예상된다. 한편 이벤트 부재로 '아이온'의 매출액이 133억원(-33.9% YoY, -25.8% QoQ)으로 감소했다.

결론 : 매수 의견 유지, '리니지 M'을 통한 고성장 예상

엔씨소프트에 대한 매수 의견과 목표주가 470,000원(12MF EPS에 Target PER 20배 적용)을 유지한다. Risk로 여겨졌던 1분기 실적에 대한 불확실성이 해소되었으며 '리니지 1'의 트래픽도 회복세에 진입했다. 또한 지난 12월부터 출시된 모바일 게임들의 성공과 350만 명을 상회한 사전예약자수를 고려할 시 '리니지 M'의 성공 가능성은 매우 높다고 판단한다. 성공적인 모바일 게임 개발사로의 진화를 통한 기업가치 확대가 예상된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	268	240	(10.7)	266	(15.9)	(0.6)	1,421	1,369
영업이익	83	30	(63.2)	84	(70.1)	(59.8)	533	506
영업이익률	30.9	12.7	(18.2)	31.5	(23.0)	(18.8)	37.5	37.0
세전이익	92	24	(73.7)	90	(76.9)	(70.3)	572	531
순이익	69	17	(74.7)	72	(74.0)	(73.7)	429	408

〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	273.1	460.7	473.5	983.6	1,446.8	1,843.2
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	61.4	67.6	73.9	375.5	254.4	268.2
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	70.4	252.9	245.9	73.6	603.2	966.0
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	47.4	47.1	44.3	122.1	202.3	210.0
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	209.1	213.8	275.0	280.1	654.8	978.0	1,142.8
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	8.6	9.0	9.6	39.2	35.1	35.9
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	28.1	33.2	30.8	35.0	104.8	95.8
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	68.0	120.8	125.7	197.3	370.6	482.6
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	59.3	185.7	193.4	328.8	468.9	700.3
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	21.7%	40.3%	40.9%	33.4%	32.4%	38.0%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	68.7	195.3	203.0	346.1	491.0	736.2
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	17.4	51.5	146.4	152.3	271.4	368.2	552.2
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	18.9%	31.8%	32.2%	27.6%	25.5%	30.0%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 실적 추정 변경 내용

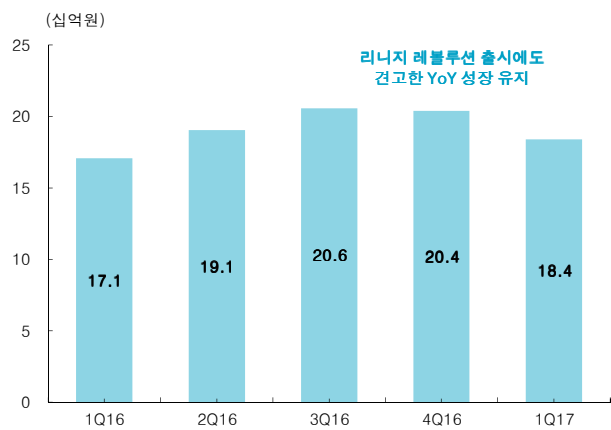
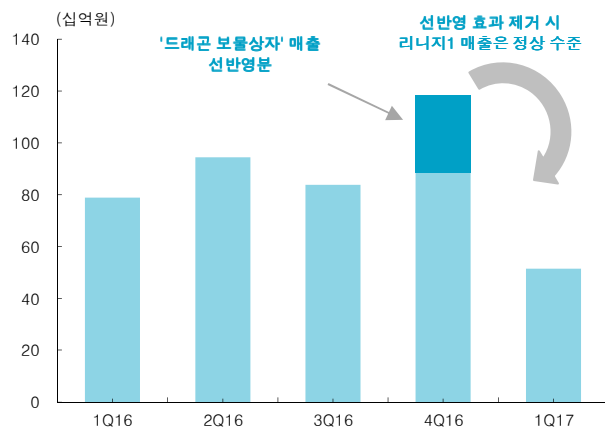
(단위: 십억원, 원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2017F	1,446.8	1,421.1	1.8
	2018F	1,843.2	1,707.6	7.9
	2019F	2,162.5	2,003.5	7.9
영업이익	2017F	468.9	532.9	(12.0)
	2018F	700.3	704.9	(0.6)
	2019F	890.0	879.5	1.2
지배주주순이익	2017F	369.4	430.1	(14.1)
	2018F	554.0	565.9	(2.1)
	2019F	704.1	705.4	(0.2)
EPS	2017F	17,394	20,249	(14.1)
	2018F	26,081	26,644	(2.1)
	2019F	33,150	33,213	(0.2)

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] '드래곤 보물 상자' 선반영 효과 제거 시 리니지1 매출 양호

[그림 2] 리니지 레블루션 출시에도 리니지2 매출 전년 동기 대비 성장



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

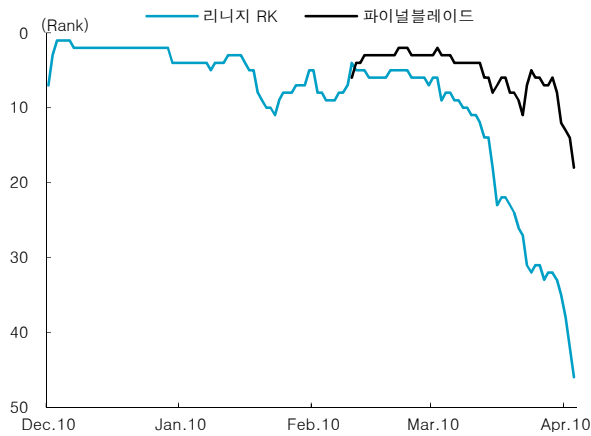
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 3> '리니지 M' 일매출 수준 예상

구분	리니지 2 레볼루션	리니지 M	비고
사전예약자	340 만명	350 만명	
출시 첫달 MAU	470 만명	280 만명	리니지 2 레볼루션 60% 가정
결제 이용자 비율	30%	30%	리니지 2 레볼루션과 동일 수준
결제 이용자수	140 만 6,825 명	84 만명	
출시 1 개월 누적 매출	2,060 억원	613 억원	
일평균 매출액	68.7 억원	20.4 억원	

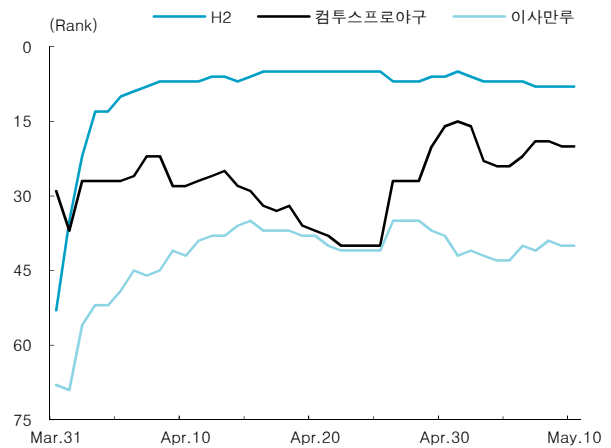
자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 3] 리니지 RK 및 파이널 블레이드 Google Play 매출 순위 추이



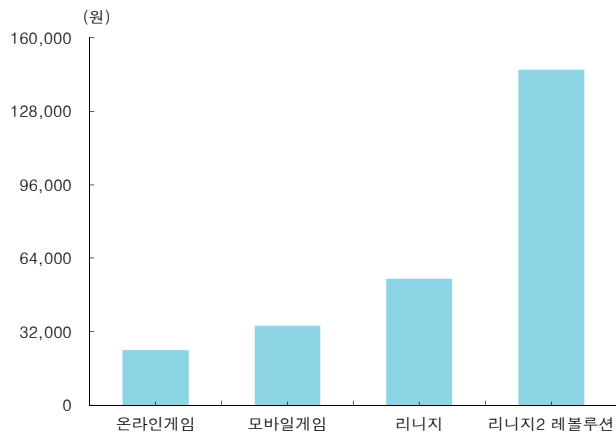
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 4] H2와 기존 야구 게임 매출 순위 추이 비교



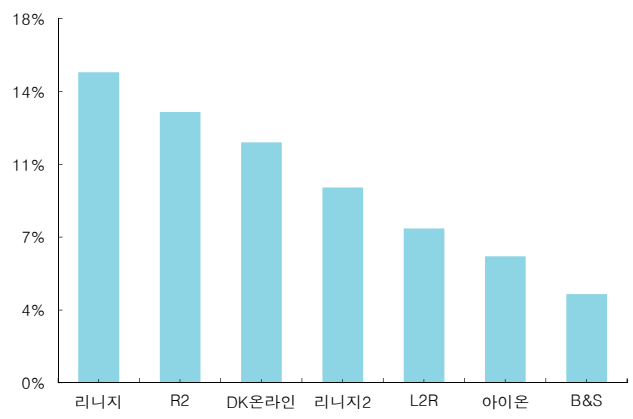
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 5] 온라인 게임과 모바일 MMORPG의 MARPPU 비교



자료: 게임백서, 넷마블, 한국투자증권

[그림 6] 아이템베이 게임 별 거래 현황: 리니지 이용자의 높은 소비 성향



자료: 아이템베이, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 게임 사전예약자수 비교

(단위: 만명)

게임	사전예약 기간	인원
리니지 M	2017.04.12~	350
리니지 2 레볼루션	123 일	340
펜타스톰	44 일	200
리니지 레드나이츠	49 일	100~150
애니팡 3	29 일	130
메이플스토리 M	22 일	100
뮤오리진	26 일	70
검과 마법	41 일	60
레이븐	28 일	50
히트	21 일	50

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	1H17
팡야 모바일	1H17
겔스럼블	1H17
B&S 모바일	2017
아이온 레기온즈	2Q17 소프트런칭 3Q17 북미/유럽 출시
리니지 이터널	연내 2 차 Test 및 출시 계획 1Q17 한국 Test
MxM	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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,083	1,192	1,375	1,739	2,229
현금성자산	248	145	333	651	1,049
매출채권및기타채권	99	167	174	203	227
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,136	1,169	1,238	1,298	1,366
투자자산	557	629	654	664	701
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	58	74	82
자산총계	2,219	2,361	2,613	3,037	3,594
유동부채	338	284	295	306	329
매입채무및기타채무	95	119	127	129	141
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	172	176	181
사채	0	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	467	482	509
지배주주지분	1,770	1,886	2,138	2,548	3,080
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,796	2,207	2,739
비지배주주지분	19	10	9	7	5
자본총계	1,789	1,896	2,147	2,555	3,085

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	362	540	714
당기순이익	166	271	368	552	702
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	6	7
자산부채변동	6	(154)	(15)	(35)	(10)
기타	34	(38)	(20)	(7)	(9)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(58)	(80)	(146)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(31)	(31)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(503)	(119)	(17)	(1)	(29)
무형자산순증	1	(2)	(9)	(22)	(15)
기타	2	(3)	(3)	(28)	(73)
재무활동현금흐름	310	(74)	(116)	(142)	(170)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(0)	0	0
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(25)	(27)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	188	318	398

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

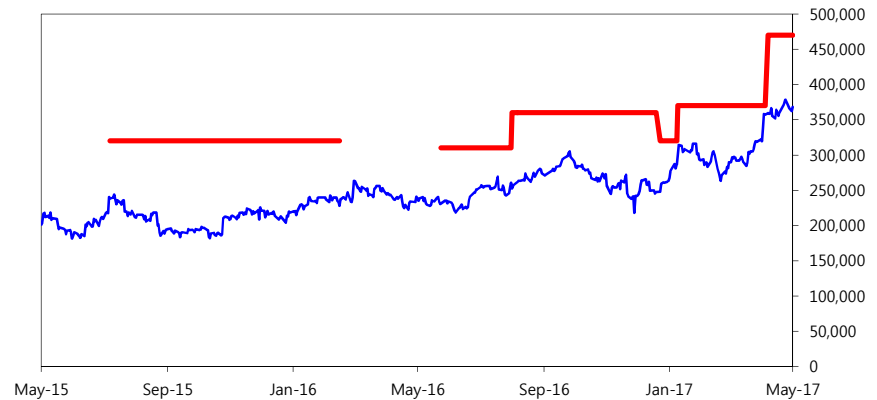
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,447	1,843	2,163
매출원가	203	188	362	461	541
매출총이익	636	796	1,085	1,382	1,622
판매관리비	398	467	616	682	732
영업이익	237	329	469	700	890
금융수익	21	25	27	33	42
이자수익	20	22	24	30	38
금융비용	1	14	7	12	12
이자비용	0	3	6	6	6
기타영업외손익	(16)	(1)	(5)	7	8
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	346	491	736	936
법인세비용	73	75	123	184	234
연결당기순이익	166	271	368	552	702
지배주주지분순이익	165	272	369	554	704
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	368	552	702
지배주주지분포괄이익	169	329	369	554	704
EBITDA	272	361	498	731	921

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	17,394	26,081	33,150
BPS	81,257	93,096	104,596	123,320	147,583
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	47.1	27.4	17.3
영업이익증가율	(14.6)	38.4	42.6	49.4	27.1
순이익증가율	(28.1)	64.6	35.7	49.9	27.1
EPS증가율	(33.7)	67.5	36.1	49.9	27.1
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	37.8	46.8	26.0
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	32.4	38.0	41.2
순이익률	19.7	27.7	25.5	30.1	32.6
EBITDA Margin	32.5	36.7	34.4	39.6	42.6
ROA	8.5	11.9	14.8	19.5	21.2
ROE	10.6	14.9	18.4	23.6	25.0
배당수익률	1.3	1.5	1.5	1.8	2.2
배당성향	36.3	29.8	31.7	25.9	24.4
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,022)	(1,349)	(1,807)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	7.0	5.9	4.9
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	21.2	14.1	11.1
PBR	2.6	2.7	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.7	12.3	13.9	9.0	6.6

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



Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 11일 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 투자자의견은 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자자의견은 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.