

## 엔씨소프트(036570)

## 매수(유지)

목표주가: 560,000원(유지)

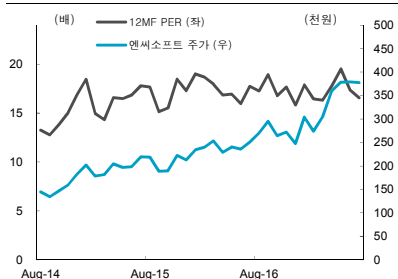
## Stock Data

KOSPI(7/21)	2,450
주가(7/21)	377,500
시가총액(십억원)	8,282
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	416,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	116,201
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.9/37.3
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.7

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.4	20.2	50.1
상대주가(%p)	(0.5)	1.6	28.3

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 지나친 저평가

## 높은 일매출 수준 유지 가능할 전망

‘리니지 M’의 높은 일평균 매출 수준이 유지될 것으로 예상된다. 7월 5일 거래소가 탑재됨에 따라 각종 강화 아이템 및 희귀 아이템 거래를 위한 게임 내 재화에 대한 수요가 증가했을 것으로 판단한다. 기존 시스템에서 획득하기 어려웠던 희귀 아이템을 얻을 수 있는 ‘켄라우헬의 무기상자’ 이벤트 역시 매출 수준 상승을 견인한 것으로 파악된다. 결론적으로 ‘리니지 M’은 기존 흥행 게임들과 달리 출시 초기 매출 수준을 다양한 경로를 통해 유지 중이며 이는 향후 매출 수준의 급락에 대한 우려를 불식시키기에 충분하다. MMORPG의 핵심 콘텐츠로 분류되는 ‘공성전’ 출시를 통한 매출 수준의 상승도 기대된다. 실제로 ‘리니지 레볼루션’의 매출 수준 역시 ‘공성전’과 ‘요새전’ 콘텐츠 탑재 당시 상승하는 모습을 보였다. ‘리니지 1’을 통해 축적한 콘텐츠의 극히 일부만이 공개된 상황이다. 추가적인 변신 카드의 출시와 접근 가능 지역의 확대 등 이용자 이탈을 최소화하는 동시에 구매 욕구를 자극할 수 있는 요소들이 지속 출시되며 장기 흥행이 가능할 것으로 예상된다.

## 보유 IP를 활용한 지속적인 신작 출시

‘리니지 M’ 이후에도 엔씨소프트의 성장을 견인할 다양한 신작들이 존재한다. 2016년 기준 중국을 제외한 해외 매출 비중이 56%에 달하는 ‘블레이드앤 소울’ IP 기반의 모바일 게임 출시가 연내로 계획되어 있다. 국내 시장 내 IP 영향력은 ‘리니지’ 대비 낮은 것은 사실이지만 해외에서의 흥행이 가능할 전망이다. 전년 중국에서 출시된 TCG(Trading Card Game) 장르의 ‘블레이드앤소울 모바일’의 경우에도 장르 상의 불리함에도 IP 영향력을 바탕으로 초기 흥행에 성공했다. 넷마블이 개발 중인 ‘블레이드앤소울’ 또한 연내 출시될 것으로 예상됨에 따라 로열티 매출액의 지속적인 증가도 가능할 전망이다. 3분기 출시가 예정된 ‘아이온 레기온즈’ 또한 과거 해외에서 흥행한 IP 기반의 게임으로 유의미한 성과를 거둘 것으로 예상된다. 한편 엔씨소프트는 ‘리니지 M’ 흥행 이후 모바일 게임 개발 인력을 빠르게 충원 중으로 신작 출시 시점이 과도하게 지연될 가능성은 낮을 전망이다.

## 매수 의견 유지, 지나친 저평가 상태

엔씨소프트에 대한 매수의견과 목표주가 560,000원을 유지한다. ‘리니지 M’이 출시 효과 소멸에도 여전히 70~80억원 수준의 일평균 매출액 수준을 유지하고 있다는 점과 향후 출시될 모바일 게임의 흥행을 견인할 수 있는 다양한 글로벌 IP를 보유했음에도 불구하고 12MF EPS 기준 PER은 9.7배로 엔씨소프트의 주가는 단일 게임에 대한 의존도가 높은 모바일 게임 개발사 수준까지 저평가된 상황이다. 매출 수준 상승을 위한 신규 콘텐츠가 공개될 예정이라는 점과 향후 출시될 기대작인 ‘다크어벤저3’와 ‘야생의 땅: 듀랑고’가 ‘리니

	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	645	505	23,748	85.8	674	15.9	10.2	3.4	24.3	1.5
2018F	2,066	815	646	30,399	28.0	845	12.4	7.6	2.8	25.6	1.8
2019F	2,424	1,076	852	40,107	31.9	1,106	9.4	5.3	2.3	27.4	2.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

지 M'을 대체할 가능성이 낮다는 점에서 현 매출 수준이 유지될 것으로 예상된다. 또한 우려와는 달리 엔씨소프트는 '리니지 M' 이후에도 흥행 IP를 활용한 다양한 국내 및 해외 모바일 신작 출시를 통해 견고한 성장세를 이어갈 전망이다.

〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	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>309.0</b>	<b>621.7</b>	<b>575.9</b>	<b>983.6</b>	<b>1,746.0</b>	<b>2,066.3</b>
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	421.7	345.5	73.6	918.2	1,136.4
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	53.2	122.1	207.7	284.3
<b>영업비용</b>	<b>165.1</b>	<b>154.4</b>	<b>152.4</b>	<b>182.9</b>	<b>209.1</b>	<b>235.9</b>	<b>333.9</b>	<b>322.2</b>	<b>654.8</b>	<b>1,101.1</b>	<b>1,250.9</b>
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	42.3	40.9	35.0	134.5	144.6
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	80.2	171.2	158.2	197.3	465.5	544.4
<b>영업이익</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>30.4</b>	<b>73.0</b>	<b>287.7</b>	<b>253.7</b>	<b>328.8</b>	<b>644.9</b>	<b>815.3</b>
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	23.6%	46.3%	44.1%	33.4%	36.9%	39.5%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	82.5	297.8	266.2	346.1	670.5	858.5
<b>순이익</b>	<b>66.2</b>	<b>90.4</b>	<b>47.9</b>	<b>66.8</b>	<b>17.4</b>	<b>61.9</b>	<b>223.3</b>	<b>199.6</b>	<b>271.4</b>	<b>502.9</b>	<b>643.9</b>
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	20.0%	35.9%	34.7%	27.6%	28.8%	31.2%

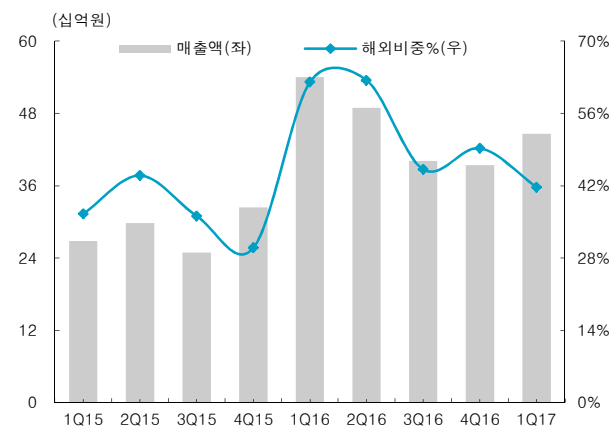
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	6월 21일
팡야 모바일	2H17
걸스럼블	2H17
아이온 레기온즈	3Q17 북미/유럽 출시
B&S 모바일	2017(엔씨소프트, 넷마블)
리니지 이터널	연내 2차 Test 및 출시 계획
MxM	2Q17 미국 출시
	2H17 중국 출시
리니지 2 레전드	2018

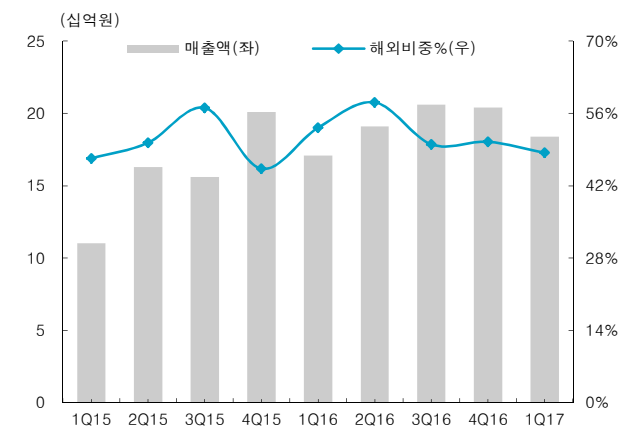
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 블레이드앤소울 매출액 및 해외 매출 비중



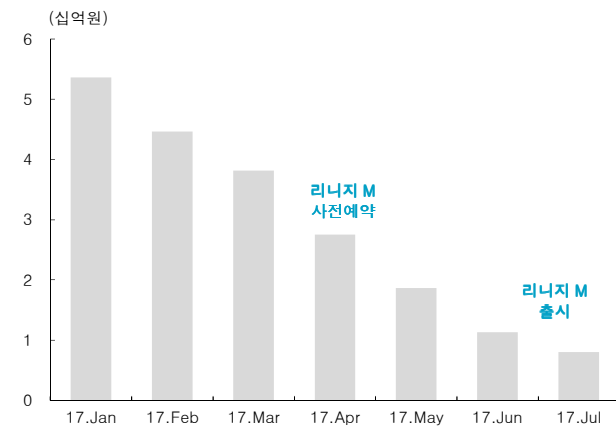
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 매출액 및 해외 매출 비중



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

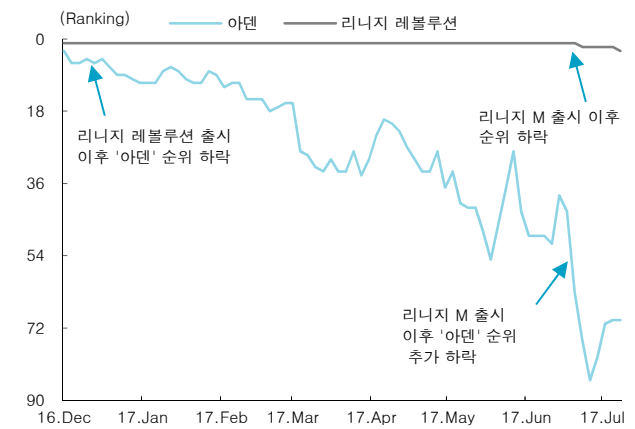
[그림 3] '리니지 레볼루션' 월별 일평균 매출 추이 추정



주: 한국투자증권 추정

자료: 한국투자증권

[그림 4] 리니지 IP 기반 모바일 게임 순위 추이



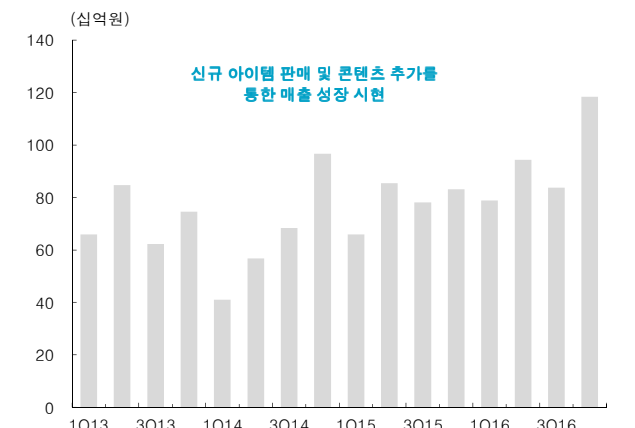
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 5] 켄라우헬의 무기 상자 이벤트



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 6] 리니지 매출액 추이



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	1,590	2,068	2,668
현금성자산	248	145	384	599	970
매출채권및기타채권	99	167	192	227	267
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,298	1,412	1,475
투자자산	557	629	684	767	795
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	61	66	68
자산총계	2,219	2,361	2,888	3,480	4,144
유동부채	338	284	460	579	590
매입채무및기타채무	95	119	131	145	150
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	147	119	95
사채	0	150	120	90	60
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	607	698	685
지배주주지분	1,770	1,886	2,273	2,775	3,456
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,931	2,434	3,114
비지배주주지분	19	10	8	6	3
자본총계	1,789	1,896	2,281	2,782	3,459

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	630	736	832
당기순이익	166	271	503	644	850
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	5	5
자산부채변동	6	(154)	117	71	(38)
기타	34	(38)	(19)	(8)	(9)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(245)	(350)	(262)
유형자산투자	(18)	(17)	(29)	(29)	(29)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(48)	(74)	(20)
무형자산순증	1	(2)	(13)	(10)	(7)
기타	2	(3)	(155)	(237)	(206)
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	215	370

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

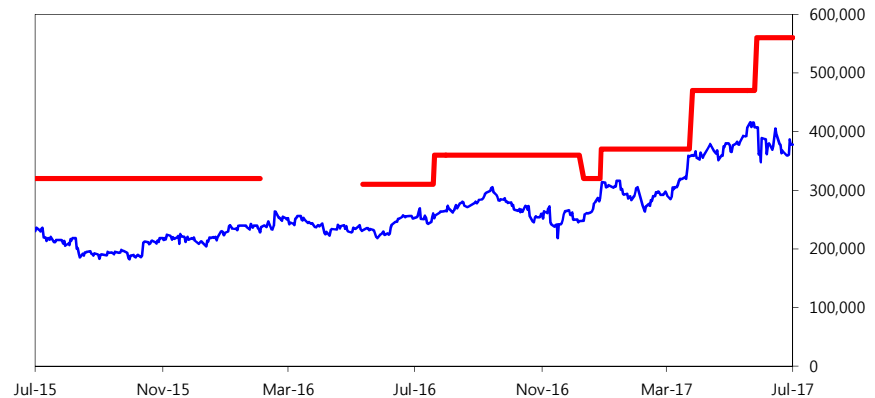
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,746	2,066	2,424
매출원가	203	188	437	517	606
매출총이익	636	796	1,310	1,550	1,818
판매관리비	398	467	665	734	742
영업이익	237	329	645	815	1,076
금융수익	21	25	31	39	50
이자수익	20	22	26	35	46
금융비용	1	14	7	11	10
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	(5)	6	7
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	346	671	859	1,133
법인세비용	73	75	168	215	283
연결당기순이익	166	271	503	644	850
지배주주지분순이익	165	272	505	646	852
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	503	644	850
지배주주지분포괄이익	169	329	505	646	852
EBITDA	272	361	674	845	1,106

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	23,748	30,399	40,107
BPS	81,257	93,096	110,704	133,611	164,613
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	77.5	18.3	17.3
영업이익증가율	(14.6)	38.4	96.2	26.4	32.0
순이익증가율	(28.1)	64.6	85.3	28.0	31.9
EPS증가율	(33.7)	67.5	85.8	28.0	31.9
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	86.6	25.3	30.9
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	36.9	39.5	44.4
순이익률	19.7	27.7	28.9	31.3	35.2
EBITDA Margin	32.5	36.7	38.6	40.9	45.6
ROA	8.5	11.9	19.2	20.2	22.3
ROE	10.6	14.9	24.3	25.6	27.4
배당수익률	1.3	1.5	1.5	1.8	2.1
배당성향	36.3	29.8	23.2	22.2	20.2
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,242)	(1,708)	(2,292)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	5.2	3.2	1.7
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	15.9	12.4	9.4
PBR	2.6	2.7	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.7	12.3	10.2	7.6	5.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트(036570)	2015.08.02	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 23일 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 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	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 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.