엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 560,000원(유지)

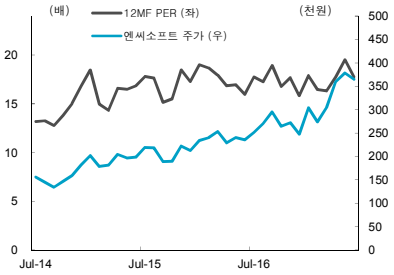
Stock Data

KOSPI(6/21)		2,358
주가(6/21)		365,000
시가총액(십억원)		8,004
발행주식수(백만)		22
52주 최고/최저가(원)		416,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)		82,057
유동주식비율/외국인지분율(%)		84.8/34.6
주요주주(%)	김택진 외 7 인	12.0
	국민연금	11.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.8)	41.7	62.2
상대주가(%p)	(6.8)	26.1	43.3

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

김성은 3276-6158
askim@truefriend.com

또 다시 과대평가된 커뮤니티 반응

커뮤니티 반응에 대한 우려는 기우

기존 출시된 기대작들과 마찬가지로 '리니지 M'에 대한 게임 커뮤니티의 반응은 부정적이었다. 하지만 '리니지 RK'와 '리니지 레볼루션'의 사례를 고려했을 때 부정적인 Feedback은 대부분 초기 이탈자의 의견으로 실제 매출액과의 연관성은 낮았다. 이탈의 주요 원인은 그래픽에 대한 불만으로 파악되는데 '리니지M'의 기존 방향성이 그래픽의 경쟁력이 아닌 기존 리니지 이용자 유입이라는 점을 감안할 때 커뮤니티 반응에 대한 우려는 기우라고 판단한다. 이를 반영하듯 서버 점검 전까지 '원활' 상태를 유지했던 서버들은 Peak Time을 기점으로 '혼잡'으로 변경됐다. 실제 게임을 플레이하는 이용자들의 게임 내 Feedback도 긍정적인 것으로 파악된다. 리니지의 장점인 커뮤니티 활동이 기존 이용자들을 중심으로 원활히 진행되고 있으며 향후 탑재될 거래소 기능을 대비한 특정 아이템에 대한 Farming(게임 내에서 특정 아이템 획득을 위한 반복된 사냥)을 이미 시작했다.

iOS버전 출시는 +α 요인

iOS 출시는 '리니지M' 매출 극대화에 긍정적이다. 우리는 '리니지 M'의 핵심 흥행 요소인 거래소 탑재를 위해 iOS 출시를 포기해도 충분한 주가 Upside가 존재한다고 가정했다. 환금성 요인을 제외한 '리니지M'의 iOS 매출 기여가 극히 제한적일 것으로 판단했기 때문이다. 하지만 거래소 및 개인 간 거래가 제외되었음에도 불구하고 '리니지M'의 iOS 매출 순위는 '리니지 레볼루션' 보다 빠른 시간 내에 1위를 기록했다. 즉, iOS 이용자들은 환금성 요인 유무 여부에 관계없이 게임 내 경쟁력 강화를 위해 아이템을 구매하고 있다. 거래소 활용을 원하는 고 ARPPU이용자들의 경우 향후 출시될 성인용 안드로이드 클라이언트로 이동할 수 있기 때문에 iOS 매출은 거래소 출시 시기 전까지 안정적인 수준을 유지할 전망이다. 향후 매출 감소가 불가피하다고 가정해도 iOS 출시에 대한 기대감이 낮았기 때문에 현 시점의 매출 수준은 기대 이상의 매출 창출을 견인할 수 있는 +α 요인이다.

거래소 기능이 초기 매출에 미치는 영향은 제한적

게임 출시 초기의 경우 이용자들의 주요 관심사는 End-Contents를 즐기기 위한 캐릭터 빠른 레벨업이다. 따라서 거래소 기능 추가 시기 지연이 초기 매출에 미치는 영향은 극히 제한적이라고 판단한다. 또한 엔씨소프트가 거래소 기능 출시 시기(7월 5일전)를 구체적으로 공개했기 때문에 이에 따른 우려로 아이템 구매 의지가 낮아지지 않을 전망이다. 현재 저레벨 지역에서 획득 가능한 아이템들은 향후 희귀 아이템 제작을 위한 재료들로 출시 초기 시점에서의 가치는 높지 않다. 게임 내 부 축적을 위한 거래소 기능이 백분 부각될 수 있는 시점이 아니라는 의미이다.

	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	1,688	606	475	22,371	75.0	636	16.3	10.4	3.3	23.0	1.5
2018F	2,022	778	616	29,023	29.7	808	12.6	7.7	2.8	24.9	1.8
2019F	2,373	1,039	823	38,748	33.5	1,071	9.4	5.3	2.3	27.1	2.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수의견 및 목표주가 560,000원 유지. 출시 첫날 매출액 150억원으로 추정

엔씨소프트에 대한 매수의견 및 목표주가 560,000원(12MF EPS에 Target PER 19.7배 적용)을 유지한다. 〈표3〉의 근거를 바탕으로 '리니지M' 출시 첫 날 매출액을 150억원으로 추정한다. 1) 고 ARPPU 이용자들의 아이템 강화 및 구매, 2) 특정 레벨 달성 이후 빠른 레벨업을 위한 부스터 아이템 판매, 3) Peak Time 이후 기하급수적으로 증가한 이용자수를 보수적으로 반영한 수치이다. 장시간 지속된 서버 장애에도 불구하고 '리니지 레볼루션'보다 빠른 시간 내에 iOS 매출 순위 1위를 기록했다. 전일 오전 만족스럽지 못한 그래픽과 부정적인 피드백으로 확대됐던 우려 또한 Peak Time 이후 130개 서버에 이용자들이 몰리며 해소됐다고 판단한다. 혈맹 활동이 활발해지며 플레이 가능 시간이 증가하는 주말은 첫 날 이상의 매출 수준을 달성하며 시장 기대치를 충족시킬 것으로 예상한다.

<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**	**300.0**	**577.1**	**571.0**	**983.6**	**1,687.7**	**2,022.1**
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	56.5	65.8	72.0	375.5	245.7	259.2
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	104.0	373.1	344.7	73.6	855.8	1,151.2
리니지 M						75.0	337.5	310.5		723.0	972.3
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	45.6	45.1	45.1	122.1	199.3	212.7
영업비용	**165.1**	**154.4**	**152.4**	**182.9**	**209.1**	**231.7**	**319.7**	**321.0**	**654.8**	**1,081.5**	**1,244.5**
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	8.3	8.9	9.5	39.2	34.7	35.5
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	37.5	42.7	40.5	35.0	133.5	141.5
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	76.8	156.1	157.0	197.3	445.9	539.0
영업이익	**75.8**	**86.1**	**65.1**	**101.7**	**30.4**	**68.3**	**257.4**	**250.1**	**328.8**	**606.2**	**777.6**
영업이익률	*31.5%*	*35.8%*	*29.9%*	*35.7%*	*12.7%*	*22.8%*	*44.6%*	*43.8%*	*33.4%*	*35.9%*	*38.5%*
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	77.8	267.6	262.6	346.1	632.1	822.7
순이익	**66.2**	**90.4**	**47.9**	**66.8**	**17.4**	**58.3**	**200.7**	**197.0**	**271.4**	**474.0**	**617.0**
순이익률	*27.5%*	*37.6%*	*22.0%*	*23.5%*	*7.3%*	*19.4%*	*34.8%*	*34.5%*	*27.6%*	*28.1%*	*30.5%*

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 2> 일평균 매출액 및 Target PER 별 목표주가

(단위: 십억원, 원)

일평균 매출액	12MF EPS	2017 년 매출액	16X	17X	18X	19X	20X
1.5	14,272	278.3	228,352	242,624	256,896	271,168	285,440
2.0	17,511	341.5	280,176	297,687	315,198	332,709	350,220
2.5	20,750	404.6	332,000	352,750	373,500	394,250	415,000
3.0	23,989	467.8	383,824	407,813	431,802	455,791	479,780
3.5	27,228	530.9	435,648	462,876	490,104	517,332	544,560
3.7	**28,171**	**549.3**	**450,736**	**478,907**	**507,078**	**535,249**	**563,420**
4.0	30,467	594.1	487,472	517,939	548,406	578,873	609,340
4.5	33,706	657.3	539,296	573,002	606,708	640,414	674,120
5.0	36,945	720.4	591,120	628,065	665,010	701,955	738,900
5.5	40,183	783.6	642,928	683,111	723,294	763,477	803,660
6.0	43,422	846.7	694,752	738,174	781,596	825,018	868,440

자료: 한국투자증권

<표 3> '리니지 M' 출시일 시간대별 매출 추정 및 주요 가정

(단위: 억원)

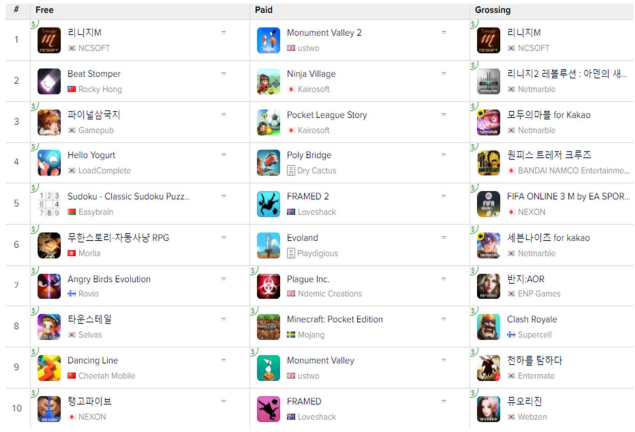
Time Frame	누적매출	시간 당 매출액	전시간 대비 증가폭	비고
12:00 – 7:00	23.5	4.7		실제 거래 활성화 시간은 5 시간으로 가정
7:00 – 8:00	27.7	4.2	-10%	기본 아이템 판매 감소 및 시간대 감안
8:00 – 9:00	31.5	3.8	-10%	서버 불안정
9:00 – 10:00	35.9	4.4	15%	시간대 고려, 신규 이용자 유입 가능한 시간
10:00 – 11:00	40.5	4.6	5%	
11:00 – 12:00	42.8	2.3	-50%	11 시 30 분 – 12 시 서버 점검
12:00 – 13:00	47.6	4.8	110%	서버 장애 해소, 고레벨 이용자 아이템 수요 증가
14:00 – 15:00	52.9	5.3	10%	고레벨 이용자 증가 및 게임 플레이에 적합한 시간 임박
15:00 – 16:00	58.8	5.8	10%	
16:00 – 17:00	65.2	6.4	10%	
17:00 – 18:00	72.3	7.1	10%	
18:00 – 19:00	80.8	8.5	20%	Peak Time 시작
19:00 – 20:00	91.4	10.6	25%	전서버 혼잡, 신규 이용자 기본 아이템 구매 증가
20:00 – 21:00	104.1	12.7	20%	고 ARPPU 이용자 고레벨 달성 비중 증가로 아이템 수요 증가
21:00 – 22:00	118.1	14.0	10%	
22:00 – 23:00	133.5	15.4	10%	
23:00 – 24:00	149.6	16.2	5%	
총 일매출액	**149.6**			

▶주요 기본 가정

- 리니지 레볼루션 일매출액 17.1 억원 가정, iOS : Google 매출 비중 15%:85%
- 리니지 레볼루션 iOS 매출액 2.6 억원, 구글플레이 14.5 억원
- 리니지 M iOS 매출 순위 7 시에 1 위 기록.
- 7 시 기준 리니지 M 매출은 리니지 레볼루션의 매출액을 20% 상회한 것으로 가정
- 7 시 기준 리니지 M 의 iOS 매출액과 Google Play 매출액을 각각 3.1 억원과 20.4 억원으로 추정
- 서버 장애로 실제 매출이 본격화된 시간을 2 시경으로 가정. 7 시까지의 판매 시간은 5 시간
- 즉, 시간 당 매출액을 약 4.7 억원으로 추정

자료: 한국투자증권

[그림 1] 리니지 M : iOS 다운로드 및 매출 순위 1위



자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 2] 리니지 M : 오후 6시 이후 서버 현황

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	1,554	1,932	2,540
현금성자산	248	145	371	536	949
매출채권및기타채권	99	167	186	202	214
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,289	1,401	1,463
투자자산	557	629	680	748	769
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	68	81	90
자산총계	2,219	2,361	2,843	3,333	4,003
유동부채	338	284	446	492	538
매입채무및기타채무	95	119	127	142	147
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	146	119	94
사채	0	150	120	90	60
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	591	610	632
지배주주지분	1,770	1,886	2,243	2,717	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	1,902	2,375	3,026
비지배주주지분	19	10	8	6	4
자본총계	1,789	1,896	2,252	2,723	3,371

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,688	2,022	2,373
매출원가	203	188	422	506	593
매출총이익	636	796	1,266	1,517	1,779
판매관리비	398	467	660	739	740
영업이익	237	329	606	778	1,039
금융수익	21	25	30	38	48
이자수익	20	22	26	34	44
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	632	819	1,094
법인세비용	73	75	158	205	273
연결당기순이익	166	271	474	614	820
지배주주지분순이익	165	272	475	616	823
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	474	614	820
지배주주지분포괄이익	169	329	475	616	823
EBITDA	272	361	636	808	1,071

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	596	654	868
당기순이익	166	271	474	614	820
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	7	7
자산부채변동	6	(154)	112	17	26
기타	34	(38)	(19)	(8)	(9)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(224)	(318)	(256)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(31)	(31)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(503)	(119)	(44)	(60)	(12)
무형자산순증	1	(2)	(20)	(20)	(16)
기타	2	(3)	(131)	(209)	(199)
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)	226	165	413

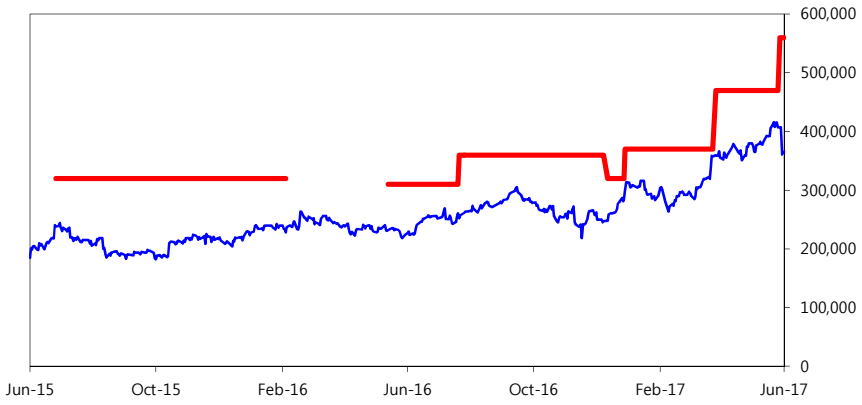
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	22,371	29,023	38,748
BPS	81,257	93,096	109,418	130,991	160,677
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	71.6	19.8	17.3
영업이익증가율	(14.6)	38.4	84.4	28.3	33.7
순이익증가율	(28.1)	64.6	74.5	29.7	33.5
EPS증가율	(33.7)	67.5	75.0	29.7	33.5
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	76.1	27.1	32.5
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	35.9	38.5	43.8
순이익률	19.7	27.7	28.2	30.5	34.7
EBITDA Margin	32.5	36.7	37.7	40.0	45.1
ROA	8.5	11.9	18.2	19.9	22.4
ROE	10.6	14.9	23.0	24.9	27.1
배당수익률	1.3	1.5	1.5	1.8	2.2
배당성향	36.3	29.8	24.7	23.3	20.9
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,214)	(1,599)	(2,218)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	5.3	3.3	1.8
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	16.3	12.6	9.4
PBR	2.6	2.7	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.7	12.3	10.4	7.7	5.3

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 6월 22일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.3.31 기준)

매　수	중　립	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
- 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.