

엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 370,000원(유지)

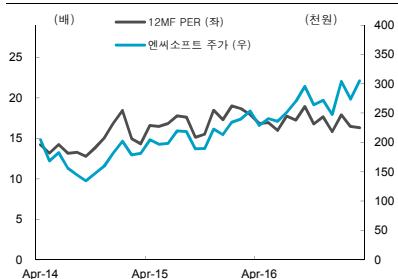
Stock Data

KOSPI(3/31)	2,160
주가(3/31)	305,000
시가총액(십억원)	6,688
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	316,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	45,964
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.3/42.2
주요주주(%)	국민연금 12.5
김택진 외 7인	12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.3	3.2	20.3
상대주가(%p)	8.0	(2.5)	12.1

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

NDR takeaways – 수요 대비 부족한 모바일 MMORPG 공급

순조로운 모바일 게임 시장 진입

우리는 엔씨소프트와 미국 내 15개 기관들과의 NDR을 지난 3월 28일부터 3일간 진행했다. 우려로 작용했던 ‘리니지 1’ 매출 감소보다는 ‘리니지 M’을 포함한 향후 모바일 게임 전략에 대한 질문이 주를 이루었다. 향후 성장성이 제한적인 온라인 게임보다는 시장 성장 여력이 풍부하고 PC 대비 ARPPU(Average revenue per paying user)가 높은 모바일 MMORPG를 통한 성장에 대한 관심이 높았다. 한편 리니지 IP 기반의 ‘리니지 레볼루션’, 자체 개발작인 ‘리니지 RK’, 퍼블리싱 게임인 ‘파이널 블레이드’가 연이어 흥행에 성공함에 따라 엔씨소프트 모바일 역량에 대한 기대감이 커진 것으로 파악된다. THAAD 영향에 따른 중국 진출 지연도 낮은 중국 매출 비중과 ‘리니지 RK’에 대한 낮은 기대감을 감안할 때 부정적인 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

수요 대비 부족한 모바일 MMORPG 공급

‘리니지 레볼루션’은 언리얼 4 엔진을 활용한 화려한 그래픽과 모바일 게임 시장 트렌드로 자리잡은 자동 조작 기능 탑재를 통해 국내 모바일 MMORPG 시장 개화를 이끌었다. 이로 인해 모바일 MMORPG 시장에 대한 수요가 급격히 증가했으나 이를 충족시켜줄 공급은 아직 제한적인 것으로 판단된다. 따라서 국내 개발사가 개발한 두번째 게임인 ‘리니지 M’에 대한 수요는 여전히 충분하다. ‘리니지 레볼루션’ 이용자 중 ‘리니지 1’을 플레이한 이용자 비중은 30% 미만으로 ‘리니지 M’은 기존 온라인게임 이용자들을 기반으로 한 견조한 이용자층을 확보할 수 있을 전망이다. 주요 타겟 이용자는 20~30대 보다는 ‘리니지 1’에 익숙한 장년층으로 ‘리니지 레볼루션’ 대비 떨어지는 그래픽이 성패 여부에 미치는 영향도 비교적 낮을 것으로 예상된다. 반면 3차 티저 영상을 통해 공개된 아이템 거래 기능은 아직 모바일에서 구현되지 않은 기능으로 기존 게임들과의 차별점으로 작용할 전망이다.

연이은 성공에 따른 모바일 게임 시장 내 영향력 확대

우려와는 달리 모바일 게임 시장 내 엔씨소프트의 순항이 계속되고 있다. ‘리니지 RK’는 부정적인 초기 반응에도 국내 양대 마켓 매출 순위 1위를 기록했으며 퍼블리싱 게임인 ‘파이널 블레이드’와 스포츠게임인 ‘H2’의 결과 또한 기대치를 상회했다. 이로 인해 ‘리니지 M’ 흥행에 대한 기대치도 지속 확대되고 있으며 ‘리니지 M’이 흥행할 시 하반기 출시될 ‘아이온 모바일’ 등에 대한 기대감도 커질 전망이다. 즉 ‘리니지 M’ 출시 이후 모멘텀 공백에 대한 우려가 빠르게 축소될 것이다. 한편 연이은 성공에 따른 영향력 확대로 1) 유명 IP, 2) 퍼블리싱 게임, 3) 고급 개발 인력 확보도 보다 용이해질 전망이다.

	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	1,297	482	391	18,416	44.1	511	16.6	10.6	2.8	19.1	1.8
2018F	1,479	573	465	21,907	19.0	604	13.9	8.4	2.4	19.3	2.2
2019F	1,736	716	580	27,305	24.6	748	11.2	6.3	2.1	20.5	2.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

PC 게임 부문 또한 안정적인 수준 유지할 전망

‘리니지 1’ 매출은 2분기부터 정상화될 전망이다. 드래곤 보물 상자 매출이 반영되지 않음에 따라 1분기 매출은 부진할 것으로 예상되지만 연초 하락했던 트래픽이 3월을 시작으로 회복세에 접어든 것으로 파악되며 특정 아이템의 가격 하락 또한 트래픽의 급격한 감소를 의미하지는 않는다. ‘리니지 1’을 포함한 기존 PC 게임들의 2017년 매출액은 전년 수준을 유지할 수 있을 것으로 예상된다. ‘길드워 2’ 매출의 경우 하반기 확장팩 출시를 통한 반등이 가능하며 ‘MxM’ 또한 PC 매출에 기여할 전망이다. 2017년 하반기 추가 CBT 이후 출시될 ‘리니지 이터널’ 출시에 대한 기대감도 여전히 유효하다. 1차 CBT 반응은 부정적이었으나 최근 ‘League of Legends(MOBA)’와 ‘Overwatch(Shooting)’ 등의 영향력 확대에 대작 MMORPG 출시 부재가 지속된 점을 감안할 때 ‘리니지 이터널’은 ‘Heavy MMORPG’ 이용자 기반을 통해 기대 이상의 성과를 거둘 수 있을 것으로 예상된다.

매수 의견 유지, ‘리니지 M’ 흥행에 대한 기대감 지속 확대

엔씨소프트에 대한 매수의견과 목표주가 370,000원(12MF EPS에 Target PER 19.7배 적용)을 유지한다. ‘리니지 M’ 사전 예약 시기 공개로 출시 시기 지연에 대한 우려가 해소되었다. 또한 1) 380만명에 달하는 휴면 유저 기반의 견조한 이용자층, 2) ‘리니지 레볼루션’을 제외한 유일한 국내 개발 MMORPG 게임이라는 점, 3) 기존 모바일 게임들과의 차별점이자 ‘리니지 1’ 흥행의 핵심요소인 이용자간의 아이템 거래 기능 등을 고려할 시 ‘리니지 M’의 매출 수준은 시장 예상치를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 경쟁 야구 게임 대비 높은 매출 수준을 기록 중인 ‘H2’의 흥행으로 엔씨소프트 모바일 역량이 다시 한번 증명된 점도 긍정적이다.

〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	268.0	324.1	348.0	357.2	838.3	983.6	1,297.4
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	62.9	87.9	80.0	92.2	312.9	375.5	323.0
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.9	19.7	21.4	20.8	63.0	77.1	80.8
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	17.4	18.2	16.6	17.6	73.7	71.7	69.7
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	39.2	41.1	39.3	40.8	113.9	182.3	160.4
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.7	14.4	14.1	13.7	100.5	76.6	56.9
기타	10.8	17.7	17.6	32.1	45.8	79.0	114.9	115.6	66.6	73.6	355.4
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	69.1	63.8	61.8	56.4	98.7	122.1	251.1
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	185.5	204.6	210.5	214.8	600.8	654.8	815.4
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	108.9	102.4	104.0	104.8	324.9	383.3	420.1
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	9.1	9.8	9.6	10.1	36.1	39.2	38.6
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	8.3	19.4	13.9	13.9	34.2	35.0	55.6
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	59.2	73.0	83.0	85.9	205.7	197.3	301.1
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	82.6	119.5	137.6	142.4	237.5	328.8	482.0
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	30.8%	36.9%	39.5%	39.9%	28.3%	33.4%	37.2%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	91.3	128.9	147.3	152.3	239.5	346.1	519.9
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	68.5	96.7	110.5	114.2	166.3	271.4	389.9
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	25.5%	29.8%	31.8%	32.0%	19.8%	27.6%	30.1%

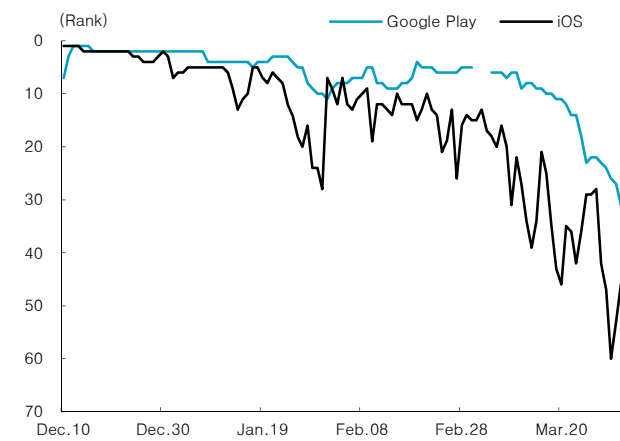
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 2> 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	1H17
팡야 모바일	1H17
걸스럼블	1H17
B&S 모바일	2017
아이온 레기온즈	2Q17 소프트런칭
리니지 이터널	3Q17 북미/유럽 출시
	연내 2 차 Test 및 출시 계획
MxM	1Q17 한국 Test
	2Q17 미국 출시
	2H17 중국 출시
리니지 이터널 모바일	미국 스튜디오 개발, PC 버전과 유사한 time frame

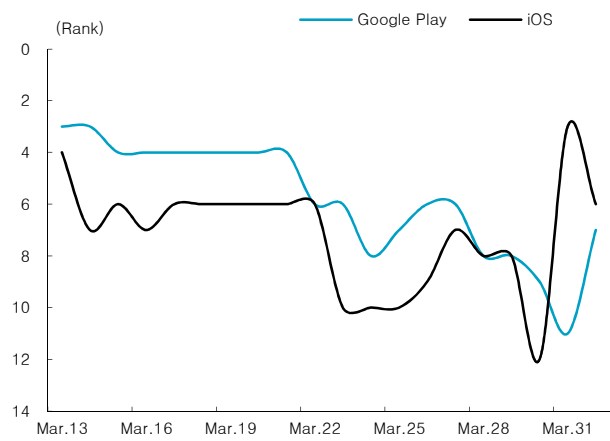
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 리니지 Red Knights 매출 순위 추이



자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 2] 파이널 블레이드 매출 순위 추이



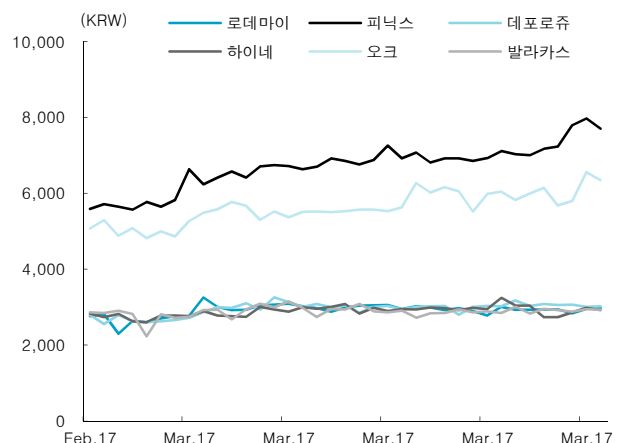
자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 3] 3월 PC방 M/S는 2월 대비 상승



자료: Gametrics, 한국투자증권

[그림 4] 서버별 '리니지 1' 아덴 가격 추이



자료: 아이템베이, 한국투자증권

[그림 5] '리니지 M'에 추가될 아이템 거래 기능



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 6] 'H2' 국내 스포츠 장르 내 매출 순위

#	수익	
1	FIFA ONLINE 3 Mb... NEXON	=
2	프로야구 H2 NCSOFT	=
3	컴투스프로야구2017 Com2uS	=
4	진짜야구 슬러거 f... Neowiz	=

자료: Appannie, 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	1,521	1,883	2,304
현금성자산	248	145	396	688	1,041
매출채권및기타채권	99	167	182	207	226
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,136	1,169	1,267	1,326	1,410
투자자산	557	629	653	685	729
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	65	74	87
자산총계	2,219	2,361	2,789	3,208	3,715
유동부채	338	284	381	418	454
매입채무및기타채무	95	119	143	163	182
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	181	186	192
사채	0	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	562	604	646
지배주주지분	1,770	1,886	2,218	2,598	3,064
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,818	2,140	2,548
비지배주주지분	19	10	8	7	5
자본총계	1,789	1,896	2,226	2,605	3,069

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	431	485	598
당기순이익	166	271	390	464	578
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	6	7
자산부채변동	6	(154)	32	(0)	(3)
기타	34	(38)	(20)	(9)	(8)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(64)	(51)	(74)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(31)	(31)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(503)	(119)	42	34	22
무형자산순증	1	(2)	(17)	(15)	(20)
기타	2	(3)	(60)	(41)	(47)
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)	251	292	353

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

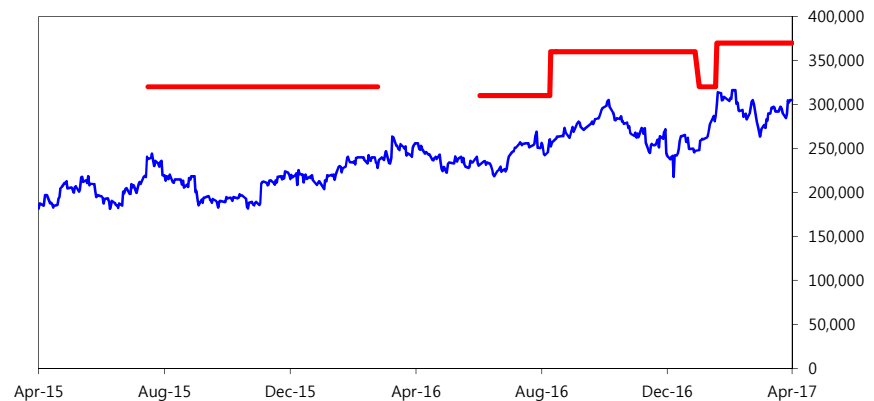
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,297	1,479	1,736
매출원가	203	188	324	370	434
매출총이익	636	796	973	1,109	1,302
판매관리비	398	467	491	536	585
영업이익	237	329	482	573	716
금융수익	21	25	29	36	44
이자수익	20	22	25	32	40
금융비용	1	14	6	6	6
이자비용	0	3	6	6	6
기타영업외손익	(16)	(1)	8	8	9
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	346	520	618	771
법인세비용	73	75	130	155	193
연결당기순이익	166	271	390	464	578
지배주주지분순이익	165	272	391	465	580
기타포괄이익	5	58	58	58	58
총포괄이익	171	329	448	522	636
지배주주지분포괄이익	169	329	449	524	638
EBITDA	272	361	511	604	748

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	18,416	21,907	27,305
BPS	81,257	93,096	108,246	125,585	146,847
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	31.9	14.0	17.3
영업이익증가율	(14.6)	38.4	46.6	18.9	25.0
순이익증가율	(28.1)	64.6	43.7	19.0	24.6
EPS증가율	(33.7)	67.5	44.1	19.0	24.6
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	41.6	18.0	23.9
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	37.2	38.8	41.3
순이익률	19.7	27.7	30.2	31.5	33.4
EBITDA Margin	32.5	36.7	39.4	40.8	43.1
ROA	8.5	11.9	15.1	15.5	16.7
ROE	10.6	14.9	19.1	19.3	20.5
배당수익률	1.3	1.5	1.8	2.2	2.7
배당성향	36.3	29.8	30.0	30.8	29.7
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,128)	(1,455)	(1,846)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	6.7	5.7	4.9
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	16.6	13.9	11.2
PBR	2.6	2.7	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.7	12.3	10.6	8.4	6.3

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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 2일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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 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.