

## 엔씨소프트(036570)

## 매수(유지)

목표주가: 470,000원(유지)

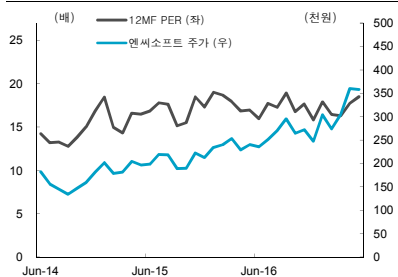
## Stock Data

KOSPI(5/16)	2,295
주가(5/16)	358,500
시가총액(십억원)	7,862
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	378,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	60,355
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/37.7
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	41.4	49.1
상대주가(%p)	(7.2)	25.5	32.4

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## ‘리니지 M’에 대한 불확실성 대부분 해소

## ‘리니지 M’ 6월 21일 출시 예정

엔씨소프트는 16일 ‘리니지 M Summit’을 주최하고 출시일정 및 게임에 대한 구체적인 내용을 공개했다. ‘리니지 M’은 6월 21일 국내 출시 예정이며 5월 16일부터는 사전 캐릭터 생성을 시작할 계획이다. 5월 15일까지의 사전예약자수는 400만명을 상회했으며 출시까지 500만명 달성이 가능할 전망이다. ‘리니지 M’은 ‘리니지1’의 차별점인 개인간의 거래와 거래소 기능을 포함하며 일반적인 모바일 게임들과 같은 가차 시스템을 도입할 예정이다. 다만 과도한 과금을 유도하는 요소들은 제외할 것으로 예상된다. 게임 내 보이스 채팅 기능과 게임 외에서도 다른 이용자와의 대화가 가능한 ‘M Talk’을 추가함에 따라 MMORPG 장르의 핵심 성공 요소인 커뮤니티 활동 강화가 가능할 것이다. 한편 대만과 일본을 시작으로 해외 출시를 순차적으로 진행할 계획이다.

## 과금 방식 등 ‘리니지 M’에 대한 불확실성 해소

엔씨소프트가 개인간의 거래와 정액제에 대한 확실한 입장을 밝힘에 따라 ‘리니지 M’ 과금 체제에 대한 불확실성이 해소될 전망이다. ‘리니지 M’은 일반 모바일 게임과 유사한 확률형 아이템 및 경험치 관련 아이템을 판매할 예정이다. 또한 최근 붙여진 ‘청소년 이용불가’ 관련 이슈와는 무관하게 개인간의 거래와 거래소 기능 탑재를 확정했다. 이에 따라 게임 내 아이템의 가치가 보존됨에 따라 고과금 이용자들의 구매가 활발히 이루어질 전망이다. 등급 문제로 iOS 출시가 불가능하다고 가정해도 제한적인 리니지 IP 모바일 게임들의 iOS 매출 비중을 감안할 때 향후 매출 수준에 미칠 영향은 미미하다고 판단한다. 또한 집행 등 핵심 아이템들이 혈맹 단위 공성전에 대한 보상으로 주어지기 때문에 혈맹 활동의 활성화와 관련 매출 창출이 순조롭게 진행될 전망이다.

## 매수 의견 유지, ‘리니지1’의 성공 요인과 모바일 플랫폼의 시너지 기대

엔씨소프트에 대한 매수 의견과 목표주가 470,000원(12MF에 Target PER 19.7배 적용)을 유지한다. Summit을 통해 정액제 도입 여부와 개인간 거래 기능 탑재에 대한 불확실성이 해소됐다. 기존 모바일 게임들의 과금 요소와 ‘리니지1’ 성공 요인들의 시너지를 통한 흥행도 기대된다. 과거부터 축적된 방대한 콘텐츠 양을 감안할 때 콘텐츠 고갈에 따른 이용자 이탈 및 매출 수준의 급격한 하락 가능성도 낮다고 판단한다. 한편 16일을 시작으로 사전 캐릭터 생성이 시작됨에 따라 성공 가능성을 가늠할 수 있는 추가적인 지표가 공개될 수 있을 것으로 예상된다. 빠르게 증가한 사전예약자수 수준의 성과를 달성할 시 출시 시점까지 기대감이 지속 확대될 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	1,447	469	369	17,394	36.1	498	20.6	13.5	3.4	18.4	1.5
2018F	1,843	700	554	26,081	49.9	731	13.8	8.7	2.9	23.6	1.9
2019F	2,163	890	704	33,150	27.1	921	10.8	6.4	2.4	25.0	2.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

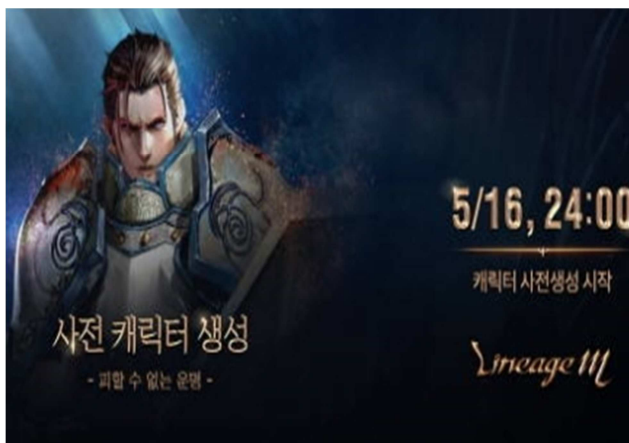
〈표 1〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	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>273.1</b>	<b>460.7</b>	<b>473.5</b>	<b>983.6</b>	<b>1,446.8</b>	<b>1,843.2</b>
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
<b>영업비용</b>	<b>165.1</b>	<b>154.4</b>	<b>152.4</b>	<b>182.9</b>	<b>209.1</b>	<b>213.8</b>	<b>275.0</b>	<b>280.1</b>	<b>654.8</b>	<b>978.0</b>	<b>1,142.8</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	8.6	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
<b>영업이익</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>30.4</b>	<b>59.3</b>	<b>185.7</b>	<b>193.4</b>	<b>328.8</b>	<b>468.9</b>	<b>700.3</b>
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
<b>순이익</b>	<b>66.2</b>	<b>90.4</b>	<b>47.9</b>	<b>66.8</b>	<b>17.4</b>	<b>51.5</b>	<b>146.4</b>	<b>152.3</b>	<b>271.4</b>	<b>368.2</b>	<b>552.2</b>
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	18.9%	31.8%	32.2%	27.6%	25.5%	30.0%

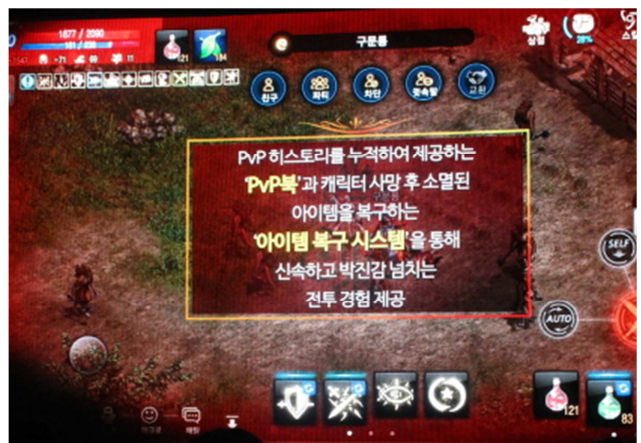
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 1] 5월 16일을 시작으로 캐릭터 사전생성 시작



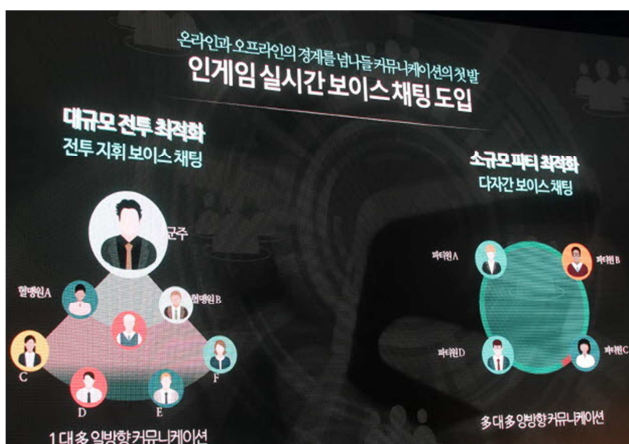
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 2] '리니지 M' : 아이템 복구 시스템을 통한 재화 소비 촉진 기대



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 3] 커뮤니티 활동 강화를 위한 게임 내 보이스 채팅 시스템



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 4] 필드 드랍을 통한 아이템 획득 가능



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; '리니지 M' 초기 매출 추정

구분	리니지 2 레볼루션	리니지 M	비고
사전예약자	340 만명	300 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	
<b>일평균 매출액</b>	<b>68.7 억원</b>	<b>20.4 억원</b>	

자료: 넷마블, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 주요 게임 사전예약자수 비교

(단위: 만명)

게임	사전예약 기간	인원
리니지 M	2017.04.12~	400+
리니지 2 레볼루션	123 일	340
펜타스툼	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

&lt;표 4&gt; 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	6 월 12 일
팡야 모바일	1H17
걸스럼블	1H17
B&S 모바일	2017
아이온 레기온즈	2Q17 소프트웨어 런칭 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)

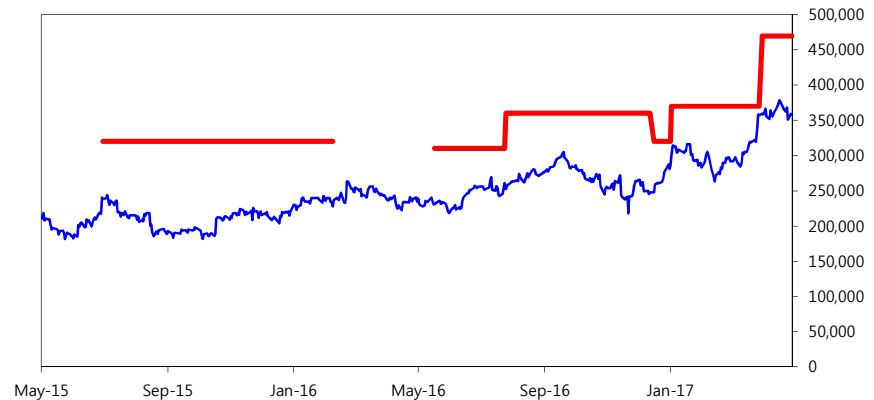
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,447	1,843	2,163
매출원가	203	188	362	461	541
매출총이익	636	796	1,085	1,382	1,622
판매관리비	398	467	616	682	732
영업이익	237	329	469	700	890
금융수익	21	25	27	33	42
이자수익	20	22	24	30	38
금융비용	1	14	7	12	12
이자비용	0	3	6	6	6
기타영업외손익	(16)	(1)	(5)	7	8
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	346	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	1.9	2.3
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	20.6	13.8	10.8
PBR	2.6	2.7	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	13.7	12.3	13.5	8.7	6.4

### 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 16일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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)

매수	중립	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
- 중립 : 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.