

엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 560,000원(상향)

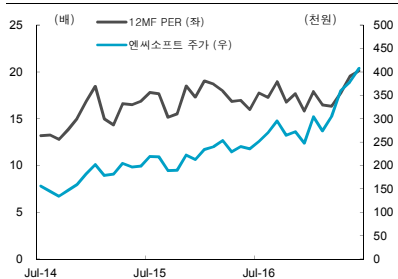
Stock Data

KOSPI(6/16)	2,362
주가(6/16)	407,500
시가총액(십억원)	8,936
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	416,000/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	70,886
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/36.0
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.7	54.4	84.8
상대주가(%p)	10.8	38.7	63.8

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

보수적인 가정에도 충분한 upside

역대급 기록을 갱신한 '리니지 M'의 평균 일매출 추정치 상향

기존 추정 근거 대비 빠르게 상승한 사전 지표를 감안해 '리니지 M'의 2017년 일평균 매출액을 기존 20억원에서 37억원으로 상향한다. 중복 등록에 따른 오차 범위 축소를 위해 사전 캐릭터 생성을 마감한 이용자 수를 기반으로 추정된 보수적인 수치이다. 오는 21일 출시를 앞둔 '리니지 M'은 50여일 만에 500만명을 상회하는 사전 예약자수를 기록 했으며 120개의 서버에 사전 캐릭터 생성이 마감되었다. 1개월 ARPPU 61.8억원을 기록한 '리니지 레볼루션'의 사전 지표를 큰 폭 상회하는 수준이다. 또한 1) 380만명에 달하는 것으로 추정되는 휴면 이용자 기반, 2) PvP와 개인간 거래 등 '리니지1'의 핵심 성공 요소와 모바일 게임의 주요 매출 창출원인 확률형 아이템과의 시너지, 3) 게임 내 아이템에 대한 리니지 이용자들의 높은 소비 성향을 고려할 때 '리니지 레볼루션' 수준의 일평균 매출액을 상회할 가능성이 높다고 판단한다.

iOS 진출 여부에 대한 우려는 기우

거래소 기능 탑재 여부에 대한 불확실성도 해소된 것으로 판단한다. 현재까지 출시된 '리니지' IP 기반 게임들의 경우 iOS 매출 비중이 10~15% 수준이다. 최악의 경우 iOS 출시가 불가능하다고 가정해도 전반적인 매출 수준에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 엔씨소프트는 일부 기능 수정 등 다양한 경로를 통해 iOS 출시를 추진하고 있는 상황이기 때문에 단일 플랫폼에만 출시될 가능성도 낮다고 판단한다. 실제로 등급 문제로 어려움을 겪었던 넥스트플로어의 '데스티니차일드'는 안드로이드용 2개 빌드와 iOS용 1개 빌드를 통해 서비스를 제공 중이다. 또한 '리니지 M'의 경우 요구 사양이 낮은 게임이기 때문에 하드코어 이용자들의 저가형 Second Device 구매를 통한 안드로이드 버전 진입 가능성도 높다.

장기 흥행 및 순조로운 해외 진출에 대한 가능성 확대

'리니지 M'은 기존 출시된 모바일 게임들 대비 긴 라이프 사이클을 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 모바일 게임의 경우 이용자들이 게임 내 아이템 구매를 통해 개발자가 제공하는 콘텐츠를 PC 대비 빠른 시간에 소모할 수 있다. 빠른 콘텐츠 소모는 고 ARPPU 이용자들을 이탈로 이어지며 이에 따라 게임의 라이프 사이클이 단축된다. 하지만 '리니지 M'은 1998년 출시된 '리니지1'을 기반으로 개발된 게임으로 고 ARPPU 이용자들을 위한 빠른 콘텐츠 업데이트가 용이하다. 즉, 콘텐츠 고갈에 따른 이용자 이탈을 최소화할 수 있으며 매출 변동성도 제한적일 것으로 예상된다. '리니지 레볼루션'의 동남아 시장 내 흥행도 '리니지M'에게 긍정적이다. 동남아 시장 내 흥행은 '리니지 IP'의 영향력이 국내에만 국한

	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	18.2	11.9	3.7	23.0	1.4
2018F	2,022	778	616	29,023	29.7	808	14.0	8.9	3.1	24.9	1.7
2019F	2,373	1,039	823	38,748	33.5	1,071	10.5	6.1	2.5	27.1	2.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

되지 않는다는 점과 MMORPG 장르에 대한 수요가 해외에도 존재한다는 점을 증명했다. 이러한 점들을 감안할 때 2000년부터 ‘감마니아’를 통해 대만에 서비스된 ‘리니지1’ IP에 대한 수요도 견고할 것으로 예상되며 ‘리니지M’의 순조로운 해외 시장 진출에 대한 기대감도 확대될 수 있을 전망이다. 3분기 출시를 앞둔 ‘아이온 레기온즈’ 또한 북미 시장 내 ‘아이온’의 성과를 고려할 때 일정 수준의 흥행이 가능할 수 있을 것으로 판단한다.

매수 의견 유지, 목표주가 560,000원으로 상향

엔씨소프트에 대한 매수 의견을 유지하며 목표주가를 56만원(12MF에 Target PER 19.7배 적용)으로 기존 대비 19.1% 상향한다. 최근까지 파악된 ‘리니지 M’의 사전 지표와 PC보다 높은 모바일 MMORPG의 ARPPU를 반영해 ‘리니지 M’의 2017년 연평균 일매출을 기존 20억원에서 37억원으로 상향했다. ‘리니지 레볼루션’의 성공적인 동남아 시장 진출로 ‘리니지 M’ 해외 흥행에 대한 가능성도 높아졌으며 이에 따른 로열티 매출액 증가도 긍정적이다. 1998년부터 축적된 ‘리니지1’ 콘텐츠를 감안할 때 기존 모바일 대비 긴 라이프사이클 유지도 가능할 전망이다. 한편 ‘리니지1’ 매출액의 단기 반등은 기대하기 어렵지만 지난 1분기 이후 추가적인 하락 가능성은 낮은 것으로 판단되며 하드코어 이용자들을 대상으로 한 업데이트를 통해 하반기부터 점진적인 매출 반등이 예상된다.

〈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〉 ‘리니지 M’ 출시 후 1개월 매출 추정

구분	리니지 2 레볼루션	리니지 M	비고
사전예약자	340 만명	500 만명 이상	
사전 캐릭터 생성 기준 이용자		250 만명	서버 당 2 만명, 35 개 서버에 대한 추가 모집 인원 10 만명 가정
출시 첫달 MAU	470 만명	345 만명	리니지 2 레볼루션 사전 예약자 대비 출시 첫달 MAU 비중 적음
결제 이용자 비율	30%	30%	
결제 이용자수	140.7 만명	103.5 만명	
Monthly ARPPU	146,429 원	146,429 원	리니지 2 레볼루션과 동일 수준
출시 1 개월 누적 매출	2,060 억원	1,415 억원	
출시 1 개월 일평균 매출	61.8 억원	42.4 억원	

자료: 넷마블, 한국투자증권

<표 3> 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 4> 주요 게임 사전예약자수 비교

(단위: 만명)

게임	사전예약 기간	인원
리니지 M	2017.04.12~	500+
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: 각 사, 한국투자증권

<표 5> 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	출시 일정
리니지 M	6 월 21 일
팡야 모바일	2H17
걸스럼블	2H17
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/유럽 출시 2H17 중국 출시
리니지 이터널 모바일	미국 스튜디오 개발, PC 버전과 유사한 time frame

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 2] 리니지 M: 6월 21일 정식 오픈 예정

MMORPG의 시작, 모바일 RPG의 끝

Lineage M

정식 오픈 일정 안내

리니지M 정식 오픈 : 6월 21일(수) 00시
(20일에서 21일로 넘어가는 밤 자정)

리니지M 선 다운로드 : 6월 20일(화)



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 4] 리니지 레볼루션 동남아시아 매출 순위(Google Play)

Country		
Taiwan	1 =	1 =
Hong Kong	1 =	1 =
Singapore	1 ▲1	1 ▲1
Macau	2 ▼1	2 ▼1
Thailand	3 =	2 =
Philippines	4 ▲2	4 ▲2
Malaysia	11 ▲7	9 ▲6
Cambodia	35 ▲6	34 ▲5

자료: Appannie, 한국투자증권

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 성장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리지니(1998년), 리지니 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

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

손익계산서

(단위: 십억원)

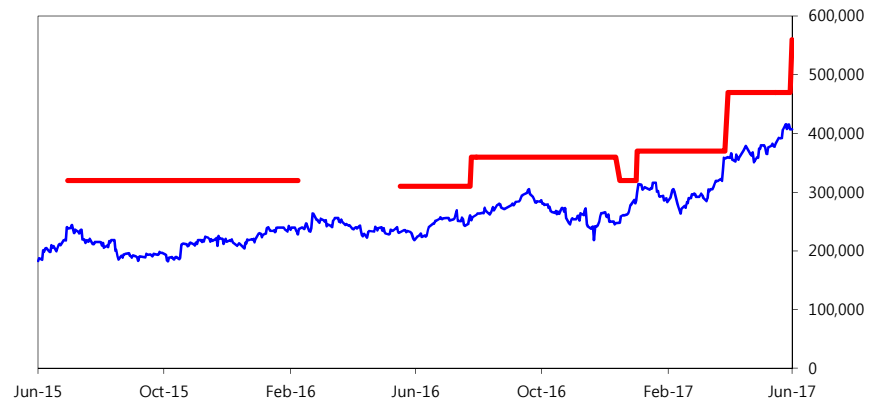
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,688	2,022	2,373
매출원가	203	188	422	506	593
매출총이익	636	796	1,266	1,517	1,779
판매관리비	398	467	660	739	740
영업이익	237	329	606	778	1,039
금융수익	21	25	30	38	48
이자수익	20	22	26	34	44
금융비용	1	14	7	11	10
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	(5)	6	7
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	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

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	1.4	1.7	2.0
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	18.2	14.0	10.5
PBR	2.6	2.7	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	13.7	12.3	11.9	8.9	6.1

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	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 18일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매수 : 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 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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 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.