

엔씨소프트(036570)

매수(유지)

목표주가: 620,000원(유지)

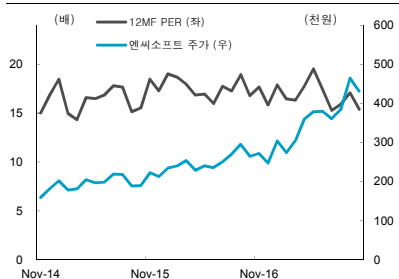
Stock Data

KOSPI(10/16)	2,480
주가(10/16)	431,000
시가총액(십억원)	9,456
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	478,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	133,881
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.5/42.6
주요주주(%)	국민연금 12.3
김택진 외 7인	12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.9)	20.6	51.5
상대주가(%p)	(11.8)	4.4	28.9

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q17 Preview: 안정적인 국내 매출, 기대되는 해외 진출

‘리니지 M’ 흥행으로 분기 최대 실적 기록할 전망

엔씨소프트의 3분기 매출액과 영업이익을 각각 6,977억원(+220.7% YoY, +169.8% QoQ)과 3,418억원(+424.9% YoY, +809.9% QoQ)으로 추정한다. ‘리니지 1’을 포함한 기존 PC 게임들의 매출 반등은 제한적일 전망이다. ‘리니지 M’의 흥행 기조가 꾸준히 유지됨에 따라 분기 최대 실적을 기록할 것으로 예상된다. 우리는 3분기 ‘리니지 M’ 매출액을 5,130억원(일평균 매출액 57억원)으로 추정한다. 한편 로열티 매출액은 ‘리니지 레볼루션’ 일본 출시와 동남아 매출 온기 반영으로 456억(+88.6% YoY, +26.3% QoQ)을 기록할 것이다. 영업비용은 3,559억원(+133.4% YoY, +61.0% QoQ)으로 늘어날 것이다. ‘리니지 M’ TV 광고 축소로 마케팅 비용은 202억원(-16.1% QoQ)으로 감소할 것이지만 인건비는 특별적려금 지급과 인력 증가로 전분기 대비 9.7% 증가한 1,245억원을 기록할 전망이다.

‘리니지 M’ 일평균 매출액의 추가 감소 가능성은 제한적

‘리니지 M’의 일평균 매출액은 4분기에도 안정적인 수준을 유지할 것으로 예상된다. 출시 초기 대비 DAU(Daily Active User)가 감소한 것은 사실이지만 실제 매출로 이어지는 동시 접속자수는 여전히 견고하다. 출시 효과가 점진적으로 소멸됨에 따라 전반적인 매출 수준이 완만한 감소를 시현 중이나 4분기에는 매출 반등을 이끌 수 있는 공성전과 개인간 거래 등의 대규모 업데이트들이 계획되어 있어 감소폭은 제한적일 전망이다. ‘리니지 1’ 운영을 통해 축적한 방대한 콘텐츠와 Know-how 활용을 통해 하향 안정화 이후 매출 반등도 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 이에 따라 우리는 4분기와 2018년 ‘리니지 M’의 일평균 매출액을 각각 40억원과 32억원으로 추정한다.

매우 높은 대만 내 흥행 가능성

대만 ‘리니지 M’의 흥행에 따른 실적 개선과 밸류에이션 re-rating이 가능할 전망이다. 10월 10일 사전예약을 시작한 ‘리니지 M’은 하루 만에 50만명 이상의 이용자를 모집했으며 과거 ‘리니지 1’ 관련 지표도 매우 양호하다. 2000년 출시된 ‘리니지 1’의 최고 동시접속자수는 20만명 이상으로 국내 최고 동시접속자수인 22만명에 육박했으며 누적가입자수는 900만명에 달한다. 또한 ‘리니지 2’ IP 기반의 ‘리니지 레볼루션’이 대만에서 흥행에 성공한 사례가 있어 흥행 가능성이 높을 것으로 판단한다. 출시 초기 당시 ‘리니지 레볼루션’이 대만에서 10억원 이상의 높은 일평균 매출액을 기록했다는 점을 감안할 때 ‘리니지 M’이 흥행할 시 의미 있는 실적 기여가 가능할 것으로 예상된다. 대만 서비스는 ‘감마니아’를 통해 제공될 계획이며 엔씨소프트는 총 매출의 약 30%를 영업이익으로 인식할 것으로 추정한다.

	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	1,764	662	531	24,981	95.4	692	17.3	11.7	3.9	25.4	1.3
2018F	2,282	1,028	804	37,825	51.4	1,061	11.4	7.1	3.0	30.6	1.6
2019F	2,533	1,083	851	40,052	5.9	1,117	10.8	6.1	2.5	25.8	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수 의견 및 목표주가 620,000원 유지. 매출 감소에 대한 우려는 기우

엔씨소프트에 대한 매수 의견과 목표주가 620,000원(12MF EPS에 Target PER 15.1배 적용)을 유지한다. '리니지 1'에 대한 충성도가 높은 30-40대 이용자 비중과 20여년간의 운영을 통해 축적한 콘텐츠 경쟁력을 고려할 시 향후 MMORPG 신작 출시에 따른 이용자 이탈 및 매출 감소는 제한적일 전망이다. 4분기에는 핵심 콘텐츠인 공성전과 개인간 거래 기능 추가가 예정되어 있어 과금 요소도 더욱 다양해질 것으로 예상된다. 또한 대만 출시에 따른 해외 매출 증가분이 국내 매출 자연 감소분을 상쇄함에 따라 안정적인 실적이 지속될 전망이며 매출처 확대에 따른 밸류에이션 re-rating도 기대된다.

<표 1> 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	697.7	568.4	983.6	1,764.2	2,281.7
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	35.9	40.6	375.5	161.8	150.7
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	16.3	17.6	77.1	69.0	66.6
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	10.2	12.1	71.7	46.4	44.0
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	38.3	40.6	182.3	162.5	155.8
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	18.7	14.1	76.6	60.6	54.2
기타		0.2	0.5	19.1	23.4	93.7	516.5	362.9	19.8	996.5	1,397.4
모바일	10.8	17.5	17.1	13.0	10.6	14.9	16.1	12.9	53.9	54.5	55.5
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	45.6	67.5	122.1	212.8	357.6
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	209.1	221.1	355.9	316.4	654.8	1,102.3	1,253.4
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	132.4	113.5	124.5	130.6	383.3	500.9	514.3
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	8.0	6.6	6.9	7.3	39.2	28.8	27.4
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	24.1	20.2	14.2	35.0	71.3	76.9
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	76.8	204.2	164.3	197.3	501.4	634.9
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	341.8	252.0	328.8	661.8	1,028.3
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	14.5%	49.0%	44.3%	33.4%	37.5%	45.1%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	43.5	378.1	259.6	346.1	705.3	1,068.2
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	17.4	30.8	267.7	183.8	271.4	529.0	801.2
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	11.9%	38.4%	32.3%	27.6%	30.0%	35.1%

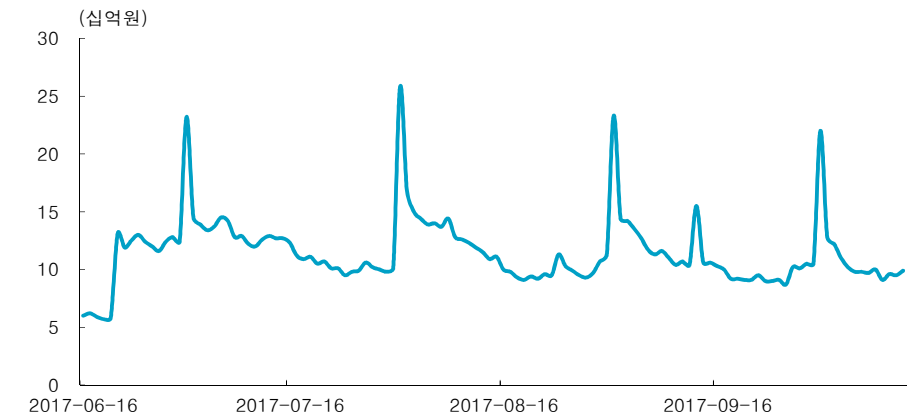
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 2> 엔씨소프트 한국증권 vs 컨센서스 추정치

3Q17	한국증권 (십억원)	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스 대비(%)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화(%)
매출액	697.7	169.8%	220.7%	-0.2%	699.0	2.5%
영업이익	341.8	809.9%	424.9%	6.8%	320.0	2.9%
순이익	267.7	761.2%	454.3%	-18.6%	329.0	3.6%

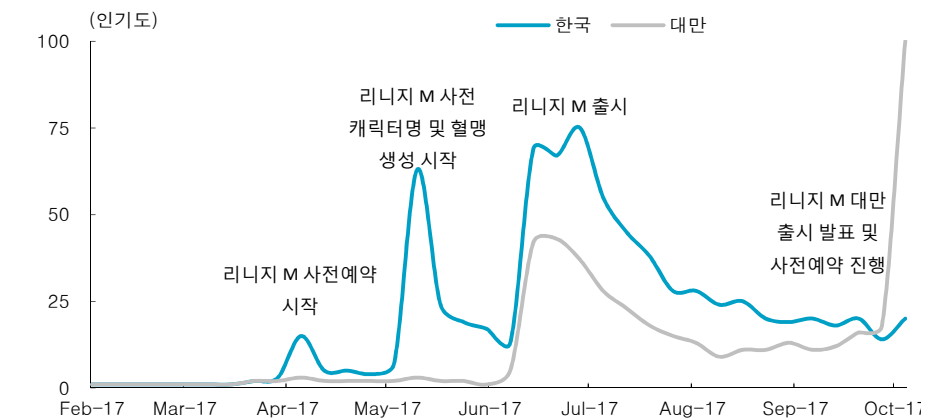
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 1] '리니지 M' 국내 구글플레이 일매출 추이



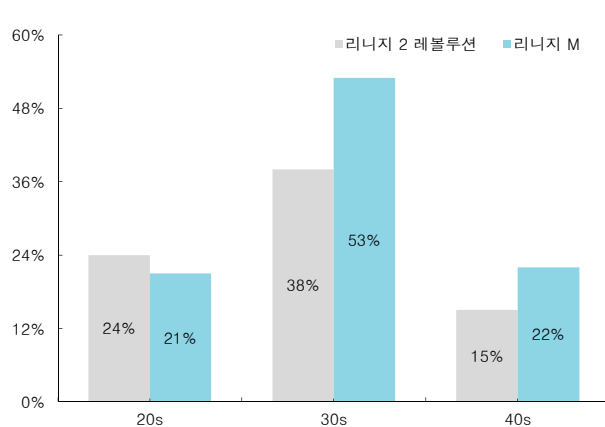
자료: MobileIndex, 한국투자증권

[그림 2] '리니지 M' 국내 및 대만 구글검색 인기도 추이



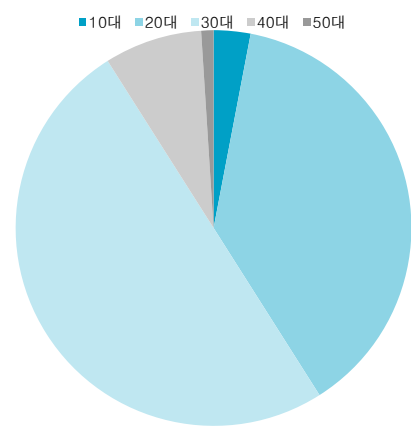
주: 인기도 산출은 키워드들 중 가장 높은 지점을 100으로 지정한 다음 그 점을 기준으로 상대적인 검색인기를 나타낸 것
자료: 구글, 한국투자증권

[그림 3] '리니지 IP' 기반 모바일 게임들의 연령별 사용자 비중



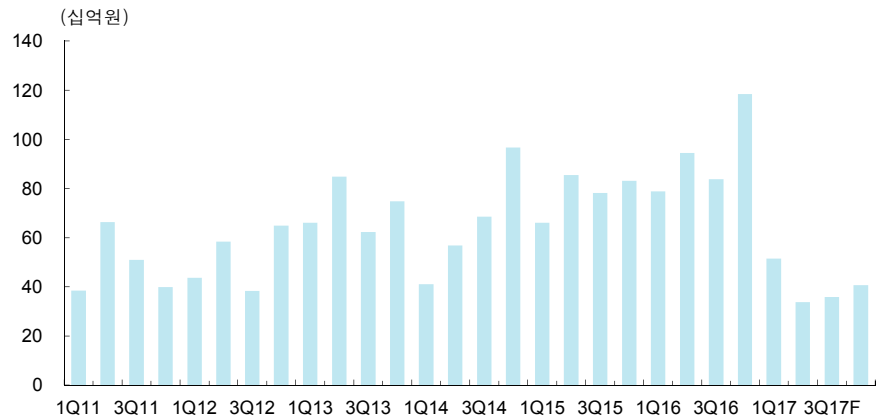
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] Google Play: 연령별 매출 기여도



자료: IGAWorks, 한국투자증권

[그림 5] 아이템 이벤트 진행 여부에 따라 변화하는 '리니지1'의 분기 매출액



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	1,557	2,119	2,737
현금성자산	248	145	388	730	1,190
매출채권및기타채권	99	167	162	178	190
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	1,136	1,169	1,180	1,288	1,336
투자자산	557	629	635	696	717
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	58	71	73
자산총계	2,219	2,361	2,737	3,407	4,073
유동부채	338	284	291	329	342
매입채무및기타채무	95	119	115	137	142
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	139	113	90
사채	0	150	112	80	53
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	430	442	431
지배주주지분	1,770	1,886	2,299	2,959	3,638
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,957	2,618	3,297
비지배주주지분	19	10	8	6	3
자본총계	1,789	1,896	2,307	2,965	3,641

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	555	835	870
당기순이익	166	271	529	801	848
유형자산감가상각비	28	27	26	27	28
무형자산상각비	7	6	5	6	6
자산부채변동	6	(154)	10	4	(7)
기타	34	(38)	(15)	(3)	(5)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(159)	(320)	(213)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(32)	(32)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(3)	(58)	(18)
무형자산순증	1	(2)	(10)	(18)	(9)
기타	2	(3)	(115)	(212)	(154)
재무활동현금흐름	310	(74)	(153)	(173)	(196)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(37)	(32)	(27)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(24)	(26)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	243	342	460

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

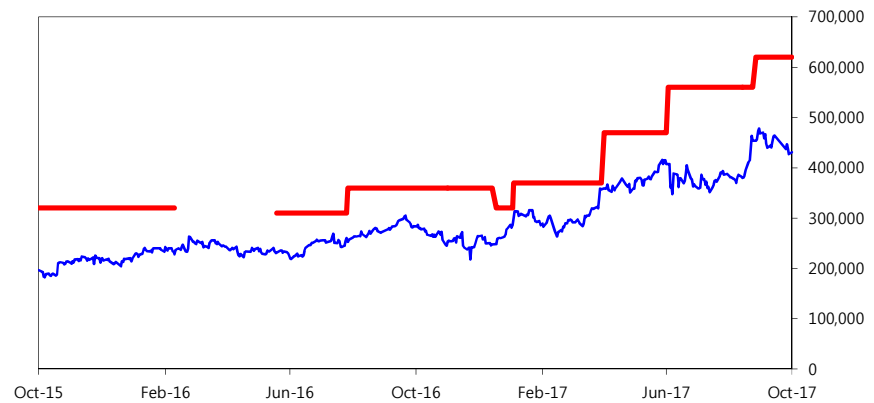
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,764	2,282	2,533
매출원가	203	188	441	570	633
매출총이익	636	796	1,323	1,711	1,900
판매관리비	398	467	661	683	816
영업이익	237	329	662	1,028	1,083
금융수익	21	25	23	27	31
이자수익	20	22	23	24	29
금융비용	1	14	10	12	10
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	27	22	24
관계기업관련손익	(2)	7	3	3	3
세전계속사업이익	240	346	705	1,068	1,131
법인세비용	73	75	176	267	283
연결당기순이익	166	271	529	801	848
지배주주지분순이익	165	272	531	804	851
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	529	801	848
지배주주지분포괄이익	169	329	531	804	851
EBITDA	272	361	692	1,061	1,117

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	24,981	37,825	40,052
BPS	81,257	93,096	111,898	141,997	172,946
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	79.4	29.3	11.0
영업이익증가율	(14.6)	38.4	101.3	55.4	5.4
순이익증가율	(28.1)	64.6	94.9	51.5	5.9
EPS증가율	(33.7)	67.5	95.4	51.4	5.9
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	91.7	53.2	5.3
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	37.5	45.1	42.8
순이익률	19.7	27.7	30.1	35.2	33.6
EBITDA Margin	32.5	36.7	39.3	46.5	44.1
ROA	8.5	11.9	20.8	26.1	22.7
ROE	10.6	14.9	25.4	30.6	25.8
배당수익률	1.3	1.5	1.3	1.6	1.9
배당성향	36.3	29.8	22.1	17.8	20.2
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,246)	(1,813)	(2,441)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	4.9	2.7	1.5
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	17.3	11.4	10.8
PBR	2.6	2.7	3.9	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.7	12.3	11.7	7.1	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
엔씨소프트(036570)	2015.08.02	매수	320,000원	-33.9	-24.2
	2016.02.26	NR	-	-	-
	2016.06.03	매수	310,000원	-21.5	-13.2
	2016.08.11	매수	360,000원	-25.7	-15.3
	2017.01.02	매수	320,000원	-15.5	-10.3
	2017.01.19	매수	370,000원	-18.8	-3.1
	2017.04.17	매수	470,000원	-19.9	-11.5
	2017.06.18	매수	560,000원	-31.8	-17.1
	2017.09.11	매수	620,000원	-	-


Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 16일 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.