기업브리프

실적리뷰

키움증권

2017. 5. 15

엔씨소프트 (036570)

성장성에 대하여 초점을 맞추자

Outperform(Maintain)

목표주가: 400,000원

주가(5/12): 351,000원

시가총액: 76,971억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 2,395억원(QoQ, -15.9%), 영업이익 304억원(QoQ, -70.1%)를 기록하며 시장기대치를 크게 하회하였다. 리니지1의 매출이 4Q 선인식 반대급부로 감소하였고 인센티브 지급이 큰 폭으로 이루어졌기 때문이다. 하지만 올해 최고 기대작 리니지M의 출시가 남아있는 만큼 향후 성장에 대하여 초점을 맞추어야 할 시기이다.

Stock Data

KOSPI (5/12)		2,286.02pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	378,500원	218,000원
등락률	-7.27%	61.01%
수익률	절대	상대
1W	4.0%	-3.1%
1M	36.8%	18.8%
1Y	49.4%	29.2%

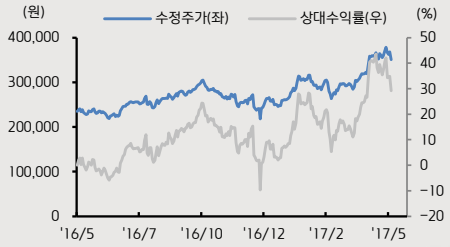
Company Data

발행주식수		21,929천주
일평균 거래량(3M)		228천주
외국인 지분율		38.04%
배당수익률(17E)		1.14%
BPS(17E)		97,847원
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	11.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	838	984	1,308	1,403
보고영업이익	237	329	439	657
핵심영업이익	237	329	439	537
EBITDA	272	361	467	566
세전이익	240	346	450	563
순이익	166	271	339	425
지배주주지분순이익	165	272	341	428
EPS(원)	7,542	12,416	15,542	19,516
증감률(%YoY	-28.1	64.6	25.2	25.6
PER(배)	28.2	19.9	22.6	18.0
PBR(배)	2.6	2.9	3.6	3.1
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	13.9	10.9
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	33.5	46.8
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	33.5	38.3
ROE(%)	10.5	14.7	16.7	18.3
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-54.3	-59.9

Price Trend



>>> 예상보다 더 안 좋았던 1Q실적, 인센티브 확대

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 2,395억원(QoQ, -15.9%), 영업이익 304억원(QoQ, -70.1%)를 기록하였다. 리니지1의 매출이 4Q에 200~300억원이 선인식되면서 반대급부로 1Q에 감소하였다. 이외에도 리니지M의 출시 기대감에 따라 대기수요, 아이온 트래픽 감소가 나타나면서 전체 실적이 부진한 것으로 풀이된다. 또한 작년 호실적에 따른 인센티브 지급(약 300억원), 리니지M의 광고 제작 등으로 마케팅비용이 늘어나면서 비용도 큰 폭으로 늘어나 전체적으로 기대치를 매우 밑도는 실적을 구가하였다.

이번 1Q실적에서 주목해야 할 부분은 리니지1의 매출이다. 선인식 부분을 제외하더라도 부진한 모습을 보였는데 이는 리니지M에 대한 기대감을 그만큼 반영한 것으로 볼 수 있다. 리니지M의 출시 이후에도 리니지1의 매출감소가 얼마만큼 방어가 되는지를 지켜봐야 하는 대목이다.

>>> 리니지M 6월 중 출시 예정, 신작의 성과에 기대를 맞추자

이번 실적발표에서 가장 큰 관심사는 리니지M에 대한 내용이었다. 기존에 리니지1레드나이츠-파이널블레이드-프로야구H2로 이어지는 모바일 성공에 방점을 찍을 게임으로 기대되고 있기 때문이다. 1Q실적이 기대에 크게 못 미쳤음에도 시장의 기대가 리니지M에 맞춰져 있는 것은 MMORPG장르와 국내 최고 IP간에 만남이기 때문이다. 현재 350만명을 돌파한 사전예약자 수는 흥행의 가능성을 높여주는 지표이다. 리니지2:레볼루션의 공성전 업데이트가 변수이긴 하나 현재까진 올해 최고의 성적을 기대케 하는 게임이다. 이에 따라 1Q실적 부진이 아닌 리니지M의 성과에 기대를 맞출 필요가 있다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 400,000원 유지

투자의견을 Outperform과 목표주가 400,000원을 유지한다. 목표주가 추정방식을 기존 2017년 예상EPS에서 12개월 Forward EPS로 변경(Target PER 21배)하였다. 이는 1Q에 성과급 지급에 따른 일시적인 비용이 크게 발생하였기 때문이다. 그 동안 동사는 모바일에서의 성과가 지속적으로 흥행 이후의 유지력은 개선되어야 할 부분이지만 지속적인 성공게임의 등장은 동사의 DNA가 모바일게임시장에 맞게 변형되었다고 보아도 무방하다. 리니지M이 흥행하게 된다면 동사의 성장동력에 날개를 달아줄 것으로 기대된다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	241	241	218	285	240	299	385	384	838	984	1,308
게임 매출액	211	214	193	243	176	244	334	332	740	861	1,086
리니지	79	94	84	118	51	72	79	85	313	375	287
리니지 2	17	19	21	20	18	20	21	20	63	77	80
아이온	20	18	16	18	13	17	17	22	74	72	70
블레이드앤소울	54	49	40	39	45	42	39	37	114	182	163
길드워 2(확장팩)	31	16	15	15	14	15	16	18	101	77	64
기타(모바일,신작)	11	18	18	32	34	77	162	149	76	78	422
로열티 매출액	29	27	24	42	64	56	51	52	99	122	222
영업비용	165	154	152	183	209	207	233	220	601	654	869
인건비	99	91	93	99	132	111	116	106	325	383	465
매출변동비	14	13	13	25	19	26	34	36	55	64	114
마케팅비	9	5	7	14	13	14	15	8	34	35	50
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	31	28	26
기타	35	37	31	37	38	48	62	63	156	143	214
영업이익	76	86	65	102	30	92	152	164	237	330	439
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	31%	39%	43%	28%	34%	34%
YOY											
매출액	28%	11%	11.2%	20%	-1%	24%	76.9%	35%	0%	17%	33%
영업비용	15%	3%	5.1%	13%	27%	34%	52.9%	20%	7%	9%	33%
영업이익	69%	28%	28.7%	36%	-60%	7%	133.1%	61%	-15%	39%	33%

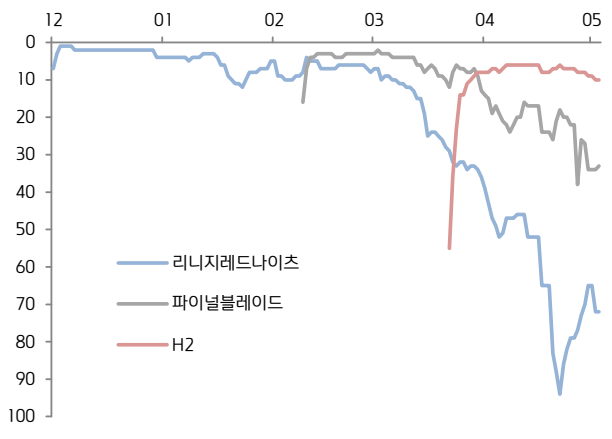
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 M	Mobile	MMORPG	2Q 국내, 하반기 대만
MXM	PC	Moba	1Q 한국 Test, 2Q 북미, 하반기 중국
팡야	Mobile	Sports	2Q
걸스럼블	Mobile	시뮬레이션	2Q
아이온레기온스	Mobile	MORPG	3Q 북미/유럽
블레이드&소울 MMORPG	Mobile	MMORPG	연내
리니지 이터널	PC/Mobile	MMORPG	연내, 글로벌 동시 출시
Mobile 라인업 20 여개(5 개 포함)	Mobile	다양한 장르	일정은 올해/내년 예정
PC 라인업 2~3 개 추가 대기	PC	MMORPG, Casual 등	내년 이후

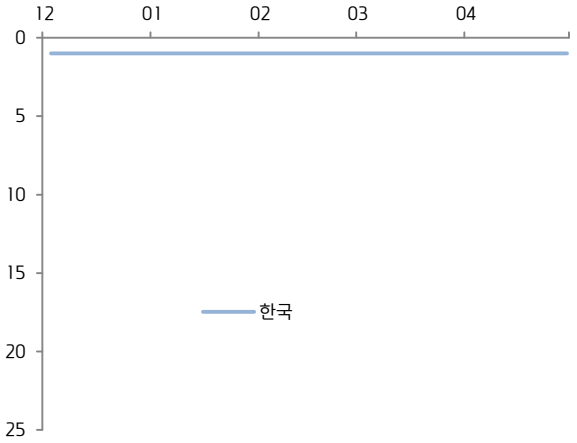
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

엔씨표 모바일게임 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

리니지2:레볼루션 매출순위 추이(기준: Google Play)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,308	1,403	1,226
매출원가	203	188	308	307	311
매출총이익	636	796	1,000	1,096	915
판매비및일반관리비	398	467	561	559	589
영업이익(보고)	237	329	439	657	657
영업이익(핵심)	237	329	439	537	326
영업외손익	2	17	11	26	25
이자수익	20	22	23	27	26
배당금수익	0	1	1	1	1
외환이익	13	16	0	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	0	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	0	0	0
기타	-25	-7	-10	1	1
법인세차감전이익	240	346	450	563	351
법인세비용	73	75	111	138	86
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	24.7%	24.5%	24.5%
당기순이익	166	271	339	425	265
지배주주지분순이익(억원)	165	272	341	428	267
EBITDA	272	361	467	566	353
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	367	454	292
수정당기순이익	167	278	339	425	265
증감율(%, YoY)					
매출액	-0.1	17.3	33.0	7.3	-12.6
영업이익(보고)	-14.6	38.4	33.4	49.7	0.0
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	33.4	22.5	-39.4
EBITDA	-13.5	32.6	29.3	21.2	-37.7
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	25.2	25.6	-37.6
EPS	-28.1	64.6	25.2	25.6	-37.6
수정순이익	-26.2	66.4	21.8	25.6	-37.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,595	1,938	2,020
현금및현금성자산	248	145	204	445	715
유동금융자산	705	839	1,116	1,197	1,046
매출채권및유동채권	129	207	275	295	258
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,211	1,244	1,275
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	30	32	28
투자자산	797	867	906	948	993
유형자산	234	225	218	212	207
무형자산	64	53	57	51	47
기타비유동자산	24	1	0	0	0
자산총계	2,219	2,361	2,806	3,181	3,295
유동부채	338	284	474	509	444
매입채무및기타유동채무	231	244	409	438	383
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	65	70	61
비유동부채	93	181	179	179	177
장기매입채무및비유동채무	16	7	10	10	9
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	19	19	18
부채총계	430	465	653	688	621
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,804	2,147	2,329
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,146	2,489	2,671
비지배주주지분자본총계	19	10	7	5	3
자본총계	1,789	1,896	2,153	2,494	2,674
순차입금	-953	-835	-1,170	-1,493	-1,612
총차입금	0	150	150	150	150

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	483	466	267
당기순이익	166	271	339	425	265
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	0	0	0
자산처분손익	1	10	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	117	13	-24
기타	42	-41	0	-1	-1
투자활동현금흐름	-517	-139	-339	-139	90
투자자산의 처분	-487	-118	-315	-122	107
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-18	-17	-17	-17	-17
무형자산의 처분	1	-2	-8	0	0
기타	-14	-3	1	0	0
재무활동현금흐름	310	-74	-86	-85	-87
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	150	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-69	-60	-81	-85	-85
기타	379	-163	-5	0	-2
현금및현금성자산의순증가	45	-103	59	241	270
기초현금및현금성자산	203	248	145	204	445
기말현금및현금성자산	248	145	204	445	715
Gross Cash Flow	235	266	367	453	291
Op Free Cash Flow	189	117	451	432	232

투자지표

(단위: 원, 배, %)

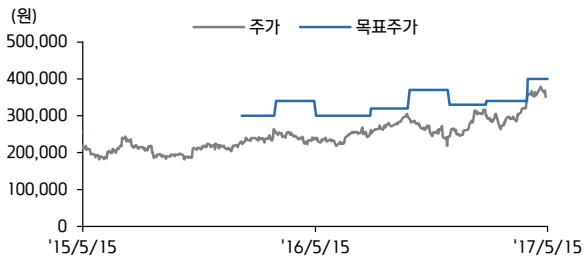
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	15,542	19,516	12,171
BPS	80,693	85,985	97,847	113,502	121,806
주당EBITDA	12,424	16,470	21,297	25,805	16,080
CFPS	9,181	13,853	16,742	20,691	13,312
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	22.6	18.0	28.8
PBR	2.6	2.9	3.6	3.1	2.9
EV/EBITDA	13.7	12.7	13.9	10.9	17.1
PCFR	23.2	17.9	21.0	17.0	26.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	33.5	46.8	53.6
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	33.5	38.3	26.6
EBITDA margin	32.5	36.7	35.7	40.3	28.8
순이익률	19.8	27.6	25.9	30.3	21.6
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	16.7	18.3	10.3
투하자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	262.9	757.8	504.8
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	30.3	27.6	23.2
순차입금비율	-53.3	-44.0	-54.3	-59.9	-60.3
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	135.0	165.5	100.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.4	4.9	4.4
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	1,993.9	2,203.7	1,983.9
매입채무회전율	3.8	4.1	4.0	3.3	3.0

- 당사는 5월 12일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트 (036570)	2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000원
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000원
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000원
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000원
	2017/02/08	Outperform(Downgrade)	340,000원
	2017/04/14	Outperform(Maintain)	400,000원
	2017/05/15	Outperform(Maintain)	400,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%