

2018/02/08

엔씨소프트(036570)

인터넷/미디어/엔터 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

신작 출시까지는 조금 더 기다려야 할 때

Buy(Maintain)

■ 4Q17 Review: 매출 +87.4% YoY, 영업이익 +86.0% YoY

엔씨소프트 4Q17 매출액은 5,333억원 (+87.4% YoY, -26.7% QoQ), 영업이익은 1,892억원 (+86.0% YoY, -42.3% QoQ)을 기록했다. '리니지M' 잠식효과로 '리니지' 매출액은 감소세를 지속하고 있으나 '아이온'의 프로모션 효과와 '길드워2' 두번째 확장팩 판매 효과로 PC게임 매출액은 전분기대비 10.6% 증가했다. 모바일게임 매출액은 '리니지M'의 출시 효과가 소멸되면서 전분기대비 40.6% 감소한 3,271억원을 기록했다. '리니지M'은 지난해 11월 업데이트 이후 매출이 반등했으며, 최근 일매출액은 지난 4분기 평균 일매출액인 34억원 수준과 유사한 것으로 파악된다. 올해 1분기 '리니지M' 매출액은 2,972억원을 기록할 것으로 추정한다.

■ 2018년 모바일게임 매출액 +42.9% 성장 예상

올해 신작 중 가장 기대작 중의 하나인 '블레이드앤소울2'의 출시는 올해 2분기로 계획하고 있으나 넷마블게임즈의 '블레이드앤소울 레볼루션'의 출시 예정일이 2분기인 점과 동일 IP 게임으로서 차별성을 강화할 것이라는 것을 감안하면 현실적으로 출시 일정은 3분기가 될 것으로 판단한다. 올해부터 매출액이 온기 반영되는 '리니지M'의 2018년 매출액은 1조1,872억원 (+29.6% YoY)으로 추정하며, 1분기 내 북미/유럽에 출시 예정인 '아이온템페스트', 3분기 내 '블레이드앤소울2', 4분기 내 '리니지2M' 출시되는 것을 가정하면 올해 모바일게임 매출액은 전년대비 42.9% 증가한 1조4,227억원일 것으로 예상된다.

■ 신작 모멘텀 부각되는 2분기 매수 적기로 판단

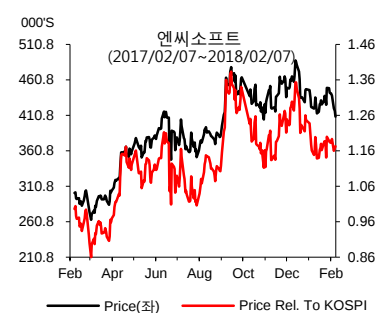
'리니지M' 출시 이후로 매출액이 급성장한 것과 달리 '리니지M' 출시 이후 신작 모멘텀 소멸로 오히려 주가수익률은 박스권 움직임을 나타내고 있다. 2018년 예상 PER은 14.8배로 밸류에이션은 역사적 하단에 위치하고 있으나, 당분간 신작 모멘텀이 부재할 것으로 '블레이드앤소울2'의 출시 기대감이 형성될 수 있는 2분기를 매수 적기로 추천한다. 투자이견 BUY 유지하며, 목표 주가는 기존 51만원에서 60.5만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS 28,311원에 Target PER 21.4배를 적용하여 산정했다. Target PER은 엔씨소프트의 과거 5개년 평균 PER을 적용했다.

목표주가(12M)	605,000원
종가(2018/02/07)	409,000원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,194만주
시가총액	8,973십억원
외국인지분율	46.3%
배당금(2016)	3,820원
EPS(2017E)	19,236원
BPS(2017E)	104,314원
ROE(2017E)	20.2%
52주 주가	263,500~488,000원
60일평균거래량	189,261주
60일평균거래대금	84.1십억원

Price Trend



<표 1> 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P
매출액	983.6	1,758.7	2,214.0	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	727.3	533.3
게임매출	861.5	1,556.0	1,977.5	211.5	213.5	193.4	243.1	176.0	222.5	683.7	473.8
Lineage1	375.5	154.4	131.0	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	35.4	33.8
Lineage2	77.1	65.8	57.4	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	15.6	15.1
Aion	71.7	47.0	49.4	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	10.2	12.7
Blade & Soul	182.3	161.1	156.4	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	38.0	39.5
Guildwar2	76.6	82.8	80.7	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	20.1	34.9
Wildstar	1.3	-	-	1.3	-	-	-	-	-	-	-
Lineage Eternal	-	-	100.0	-	-	-	-	-	-	-	-
모바일게임	-	995.3	1,422.7	-	-	-	-	23.4	93.7	551.0	327.1
기타	76.9	49.6	72.6	9.6	17.7	17.6	32.1	10.6	14.9	13.3	10.8
로열티매출	122.1	202.8	236.5	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	43.6	59.5
영업이익	328.8	585.0	856.4	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	327.8	189.2
세전이익	346.1	609.4	884.8	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	43.5	365.5	176.3
당기순이익	271.4	443.9	605.7	66.2	90.4	47.9	66.8	17.4	30.8	275.1	120.7
성장률 (YoY %)											
매출액	17.3	78.8	25.9	28.0	10.6	11.2	20.1	-0.6	7.5	234.3	87.4
게임매출	16.5	80.6	27.1	30.2	8.6	11.9	17.0	-16.8	4.2	253.6	94.9
Lineage1	20.0	-58.9	-15.2	19.5	10.5	7.1	42.4	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5
Lineage2	22.5	-14.7	-12.7	55.1	17.1	31.8	1.7	7.7	-12.5	-24.1	-26.0
Aion	-2.7	-34.5	5.3	10.2	-12.4	-4.2	-3.6	-33.9	-38.5	-36.8	-29.2
Blade & Soul	60.1	-11.6	-2.9	101.8	64.1	60.8	21.5	-17.5	-20.2	-5.0	0.3
Guildwar2	-23.8	8.1	-2.6	52.6	-29.3	-26.0	-60.2	-53.4	-14.7	31.5	134.7
Wildstar	-85.9	n/a	n/a	-50.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Lineage Eternal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	n/a	n/a	42.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	15.5	-35.6	46.5	-46.3	-13.2	18.8	136.1	11.2	-15.9	-24.4	-66.5
로열티매출	23.7	66.1	16.6	14.5	28.6	5.5	42.4	116.4	33.9	80.2	43.2
영업이익	38.4	77.9	46.4	68.9	28.4	28.7	35.8	-59.8	-56.4	403.4	86.0
세전이익	44.5	76.1	45.2	67.3	26.5	22.2	67.5	-70.3	-55.3	476.7	69.2
순이익	63.1	63.6	36.4	86.1	56.3	56.3	58.1	-73.7	-65.9	474.3	80.6
이익률 (%)											
영업이익률	33.4	33.3	38.7	31.5	35.8	29.9	35.7	12.7	14.5	45.1	35.5
세전이익률	35.2	34.7	40.0	33.6	40.5	29.1	36.6	10.1	16.8	50.3	33.1
순이익률	27.6	25.2	27.4	27.5	37.6	22.0	23.5	7.3	11.9	37.8	22.6

주: 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

〈표 2〉 2018 년 신작 라인업

구분	게임명	장르	출시예정일
모바일	팡야모바일	골프게임	1Q18
	아이온레기온즈(북미/유럽)	RPG	1H18
	블레이드앤소울2	MMORPG	3Q18
	아이온템페스트	MMORPG	2H18
	리니지2M	MMORPG	4Q18
PC	프로젝트TL	MMORPG	2019년

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,192	1,626	2,248	3,043
현금 및 현금성자산	145	274	611	1,114
단기금융자산	839	999	1,190	1,417
매출채권	167	298	375	417
재고자산	1	1	1	2
비유동자산	1,169	1,181	1,197	1,216
유형자산	225	199	177	159
무형자산	53	48	44	41
자산총계	2,361	2,806	3,444	4,260
유동부채	284	328	383	455
매입채무	7	12	15	17
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	181	181	181	181
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	465	509	564	636
지배주주지분	1,886	2,289	2,873	3,620
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	432	432	432	432
이익잉여금	1,544	1,889	2,415	3,103
기타자본항목	-153	-153	-153	-153
비지배주주지분	10	9	7	4
자본총계	1,896	2,297	2,880	3,624

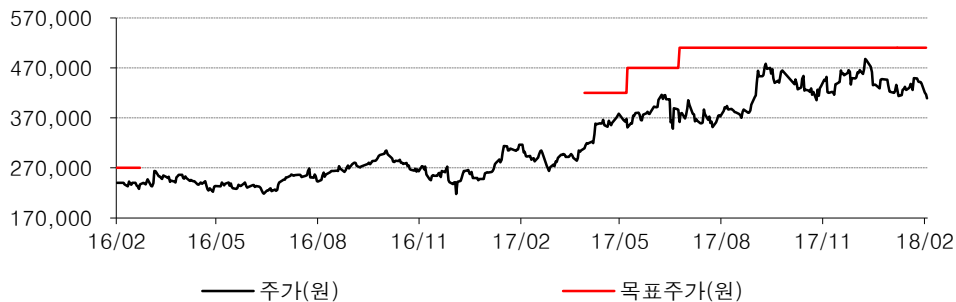
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	984	1,759	2,214	2,461
증가율(%)	17.3	78.8	25.9	11.2
매출원가	188	335	422	469
매출총이익	796	1,423	1,792	1,992
판매비와관리비	467	838	935	1,010
연구개발비	120	214	269	299
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	329	585	856	981
증가율(%)	38.4	77.9	46.4	14.6
영업이익률(%)	33.4	33.3	38.7	39.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	-1	19	-8	-22
세전계속사업이익	346	585	885	1,012
법인세비용	75	165	279	245
세전계속이익률(%)	35.2	33.3	40.0	41.1
당기순이익	271	420	606	767
순이익률(%)	27.6	23.9	27.4	31.2
지배주주귀속 순이익	272	421	608	769
기타포괄이익	58	58	58	58
총포괄이익	329	478	664	825
지배주주귀속총포괄이익	326	473	657	817

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	112	474	652	826
당기순이익	271	420	606	767
유형자산감가상각비	27	25	22	19
무형자산상각비	6	5	4	3
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-139	-118	-148	-184
유형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-134	-160	-191	-227
재무활동 현금흐름	-74	-101	-96	-101
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	150	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-60	-81	-76	-81
현금및현금성자산의증감	-103	129	336	504
기초현금및현금성자산	248	145	274	611
기말현금및현금성자산	145	274	611	1,114

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	12,416	19,236	27,697	35,073
BPS	85,985	104,314	130,959	164,981
CFPS	13,894	20,623	28,874	36,076
DPS	3,820	3,820	3,820	3,820
Valuation(배)				
PER	19.9	21.3	14.8	11.7
PBR	2.9	3.9	3.1	2.5
PCR	17.8	19.8	14.2	11.3
EV/EBITDA	12.7	12.8	8.3	6.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	20.2	23.5	23.7
EBITDA 이익률	36.7	35.0	39.8	40.8
부채비율	24.5	22.2	19.6	17.6
순부채비율	-44.0	-48.9	-57.3	-65.7
매출채권회전율(x)	7.4	7.6	6.6	6.2
재고자산회전율(x)	1,455.7	1,895.4	1,647.0	1,555.8

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(엔씨소프트)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-29	NR				
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000	6개월		-9.9%
2017-05-12	Buy	470,000	6개월	-18.3%	-11.5%
2017-06-28	Buy	510,000	6개월	-17.7%	-4.3%
2017-07-17	Buy	510,000	1년	-16.5%	-4.3%
2018-02-08	Buy	605,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-