

엔씨소프트(036570)

예상보다 더 늦어진 신작 출시 시점

‘리니지M’의 양호한 성과와 비용 축소로 1분기 실적은 컨센서스 상회
 ‘블레이드앤소울 2’ 등 기대 신작 출시 지연으로 상승 모멘텀 부재 지속될 것
 신작 출시까지의 실적 악화 불가피, 목표주가 40만원으로 하향

Facts : 추정치를 상회한 1분기 실적

1분기 실적은 매출액 4,752억원(+98.4% YoY, -10.9% QoQ), 영업이익 2,038억원(+569.7% YoY, +7.7% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 상회했다. 아이온을 제외한 기존 PC 게임들의 부진이 지속되었으나 이벤트 효과에 따른 ‘리니지M’의 양호한 성과를 기반으로 모바일 매출액은 2,641억원(-19.3% QoQ)을 기록했다. ‘리니지M’의 대만 로열티 온기 반영으로 로열티 매출액 또한 842억원으로 전분기 대비 41.4% 증가했다. 영업비용은 2,713억원(-21.1% QoQ)을 기록했다. ‘리니지M’ 인센티브 지급 효과가 소멸되며 인건비가 1,250억원(-22.3% QoQ)으로 감소했고 효율적인 광고 집행으로 마케팅비 또한 전분기 대비 55.4% 감소했다.

Pros & cons : ‘리니지M’만으로는 부족하다

경쟁작 출시에도 ‘리니지M’은 높은 매출 수준을 유지했다. 1분기 기준 국내와 대만의 일평균 매출액은 각각 29억원과 19억원으로 추정된다. 차별화된 이용자층과 지속적인 업데이트 계획을 감안할 때 매출의 하향 안정화 수준은 기존 게임들 대비 높을 전망이다. 하지만 기대 신작인 ‘블레이드앤소울 2’를 포함한 IP 기반 MMORPG들의 출시 시점이 2019년으로 연기되어 추가 성장 동력 확보는 당분간 어려울 전망이다. 연내 출시 예정인 ‘아이온 레기온즈’ 등의 신작들의 경우 흥행에 대한 기대감이 낮아 기대 신작 출시 시점까지의 상승 모멘텀 부재가 장기간 지속될 것으로 예상된다.

Action : 매수의견 유지, 목표주가 400,000원으로 하향

엔씨소프트에 대한 매수의견을 유지하나 목표주가를 40만원(12MF EPS에 target PER 20.1배 적용)으로 기존 대비 28.5% 하향한다. ‘블레이드앤소울 2’ 등 기대 신작들의 출시 지연을 감안해 2018년 예상 EPS를 27.2% 하향했다. 보유 IP를 활용한 신작 출시 계획과 ‘리니지M’의 장기 흥행을 고려할 시 장기 상승 여력은 충분하다. 다만 신작 출시 시점이 연기됨에 따라 2분기부터의 영업이익 감소가 불가피할 전망이다. 2018년 출시가 예정된 신작들의 매출 기여가 낮을 것으로 예상되어 단기 투자 매력은 낮다고 판단한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 400,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(5/10)	2,464
주가(5/10)	347,000
시가총액(십억원)	7,613
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(가)	488,000/342,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	65,323
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/48.0
주요주주(%)	김택진 외 8 인 12.0
	국민연금 11.9

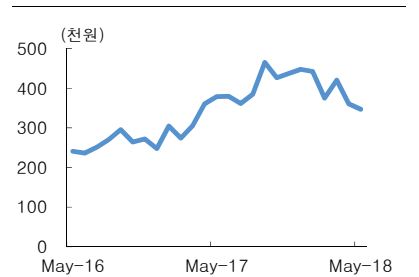
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	21.6	17.4	9.9
PBR(x)	3.4	2.1	1.7
ROE(%)	19.1	13.7	18.9
DY(%)	1.6	2.2	3.5
EV/EBITDA(x)	13.5	8.1	4.4
EPS(원)	20,756	19,923	34,963
BPS(원)	131,144	164,676	208,416

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.8)	(17.4)	(4.3)
KOSPI 대비(%p)	(13.4)	(14.3)	(12.8)

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	(10.9)	98.4	485.4
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	7.7	569.7	180.6
영업이익률(%)	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9			37.2
세전이익	24.1	43.5	365.5	177.1	196.4	10.9	715.8	178.7
순이익	17.4	30.8	275.1	120.8	119.2	(1.3)	585.1	132.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	426.9	408.6	430.4	1,758.7	1,741.1	2,333.3
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	27.9	26.9	29.1	154.4	112.1	108.9
리니지 II	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	15.4	15.1	14.9	65.8	59.6	58.8
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	16.8	15.5	17.2	47.0	68.4	64.8
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	34.8	32.1	33.6	161.1	134.4	155.3
길드워 2	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	16.4	16.3	15.5	82.8	71.8	64.4
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	264.1	236.5	224.8	213.5	995.3	939.0	1,510.7
기타	10.6	14.9	13.3	10.8	8.1	11.6	13.5	10.9	49.6	44.1	44.6
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	67.4	64.3	95.8	202.8	311.6	325.7
영업비용	209.1	221.1	399.5	344.1	271.3	271.2	284.7	291.5	1,173.7	1,118.8	1,350.3
인건비	132.4	113.5	155.5	161.0	125.0	129.8	142.0	146.8	562.3	543.6	556.9
지급수수료	8.0	6.6	7.1	6.2	5.7	5.3	5.0	5.2	27.9	21.2	21.5
마케팅비	12.7	24.1	22.0	24.2	10.8	12.8	16.3	19.4	83.0	59.3	82.1
기타	56.1	76.8	214.9	152.7	129.9	123.3	121.4	120.1	500.5	494.6	689.7
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	155.7	123.9	138.8	585.0	622.4	983.0
영업이익률	12.7%	14.5%	45.1%	35.5%	42.9%	36.5%	30.3%	32.3%	33.3%	35.7%	42.1%
세전이익	24.1	43.5	365.5	176.3	195.6	157.7	125.8	138.2	610.2	617.4	1,024.9
순이익	17.4	30.8	275.1	120.7	118.4	115.1	91.8	100.9	444.0	426.3	748.2
순이익률	7.3%	11.9%	37.8%	22.6%	24.9%	27.0%	22.5%	23.4%	25.2%	24.5%	32.1%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	1,741.1	2,026.3	(14.1)
	2019F	2,333.3	2,330.2	0.1
	2020F	2,562.5	2,679.8	(4.4)
영업이익	2018F	622.4	749.7	(17.0)
	2019F	983.0	949.2	3.6
	2020F	1,111.8	1,122.9	(1.0)
지배주주순이익	2018F	423.4	581.9	(27.2)
	2019F	743.0	741.1	0.3
	2020F	894.7	878.9	1.8
EPS(원)	2018F	19,923	27,381	(27.2)
	2019F	34,963	34,875	0.3
	2020F	42,101	41,361	1.8

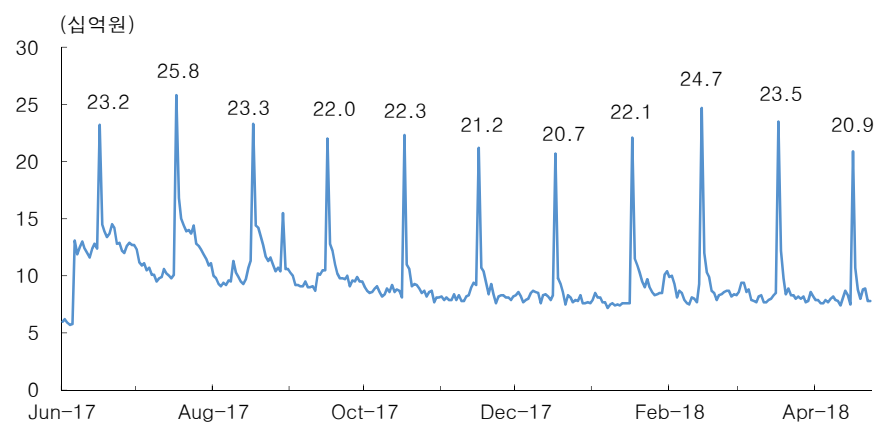
자료: 한국투자증권

〈표 4〉 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	플랫폼	출시일
팡야모바일	Sports	모바일	2Q18
아이온 레기온즈	RPG	모바일	2H18
블레이드&소울 2	MMORPG	모바일	1H19
리니지 2 M	MMORPG	모바일	1H19
아이온템페스트	MMORPG	모바일	1H19
북미법인게임 1	미공개	모바일	2019
북미법인게임 2	미공개	모바일	2019
프로젝트 TL	MMORPG	PC	2019

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈그림 1〉 국내 구글플레이 일매출액 추이



자료: Mobile Index, 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. 2017년 6월 '리니지 M'을 시작으로 모바일 게임 시장에 본격 진입했으며 2018년에는 보유 IP 기반의 다양한 모바일 신작들을 출시할 계획이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,192	1,773	2,621	3,512	4,472
현금성자산	145	187	609	1,120	1,922
매출채권및기타채권	167	203	226	280	307
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,169	1,754	1,690	1,800	1,866
투자자산	629	1,337	1,271	1,344	1,399
유형자산	225	229	234	239	244
무형자산	53	52	52	65	64
자산총계	2,361	3,527	4,311	5,312	6,338
유동부채	284	456	499	529	570
매입채무및기타채무	119	220	244	257	290
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	181	342	340	405	430
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	465	797	839	934	1,000
지배주주지분	1,886	2,721	3,457	4,417	5,485
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433	433
기타자본	(153)	(154)	(154)	(154)	(154)
이익잉여금	1,544	1,906	2,170	2,658	3,255
비지배주주지분	10	8	14	23	32
자본총계	1,896	2,729	3,471	4,439	5,518

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	112	595	472	778	877
당기순이익	271	444	426	748	901
유형자산감가상각비	27	27	27	28	28
무형자산상각비	6	3	4	5	5
자산부채변동	(154)	11	5	10	27
기타	(38)	110	10	(13)	(84)
투자활동현금흐름	(139)	(460)	112	54	346
유형자산투자	(17)	(29)	(33)	(34)	(34)
유형자산매각	2	1	1	1	1
투자자산순증	(119)	(598)	533	423	511
무형자산순증	(2)	(4)	(4)	(18)	(4)
기타	(3)	170	(385)	(318)	(128)
재무활동현금흐름	(74)	(80)	(162)	(260)	(304)
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	150	0	0	0	0
배당금지급	(60)	(81)	(155)	(159)	(255)
기타	(170)	0	(7)	(101)	(49)
기타현금흐름	(3)	(13)	0	0	0
현금의증가	(103)	42	422	572	920

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

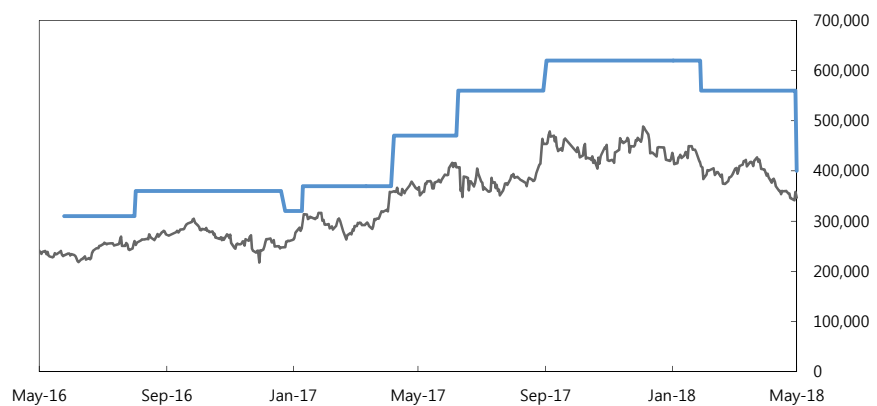
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	984	1,759	1,741	2,333	2,562
매출원가	188	212	435	583	641
매출총이익	796	1,547	1,306	1,750	1,922
판매관리비	467	962	683	767	810
영업이익	329	585	622	983	1,112
금융수익	25	27	49	60	70
이자수익	22	19	31	44	55
금융비용	14	15	23	22	22
이자비용	3	3	3	3	3
기타영업외손익	(1)	15	(26)	(21)	(20)
관계기업관련손익	7	(2)	(5)	25	95
세전계속사업이익	346	610	617	1,025	1,234
법인세비용	75	166	191	277	333
연결당기순이익	271	444	426	748	901
지배주주지분순이익	272	441	423	743	895
기타포괄이익	58	475	475	475	475
총포괄이익	329	919	901	1,223	1,376
지배주주지분포괄이익	329	916	895	1,215	1,366
EBITDA	361	615	654	1,017	1,145

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,783	20,756	19,923	34,963	42,101
BPS	93,096	131,144	164,676	208,416	257,133
DPS	3,820	7,280	7,500	12,000	14,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	17.3	78.8	(1.0)	34.0	9.8
영업이익증가율	38.4	77.9	6.4	58.0	13.1
순이익증가율	64.6	62.0	(4.0)	75.5	20.4
EPS증가율	67.5	62.4	(4.0)	75.5	20.4
EBITDA증가율	32.6	70.3	6.4	55.4	12.7
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.3	35.7	42.1	43.4
순이익률	27.7	25.1	24.3	31.8	34.9
EBITDA Margin	36.7	35.0	37.6	43.6	44.7
ROA	11.9	15.1	10.9	15.5	15.5
ROE	14.9	19.1	13.7	18.9	18.1
배당수익률	1.5	1.6	2.2	3.5	4.0
배당성향	29.8	35.1	37.6	34.3	33.3
안정성					
순차입금(십억원)	(835)	(1,394)	(2,201)	(3,023)	(3,950)
차입금/자본총계비율(%)	7.9	5.5	4.3	3.4	2.7
Valuation(X)					
PER	19.4	21.6	17.4	9.9	8.2
PBR	2.7	3.4	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	12.3	13.5	8.1	4.4	3.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트(036570)	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	-28.7	-21.3
	2018.02.07	매수	560,000원	-30.1	-23.8
	2018.05.10	매수	400,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 10일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.