

2018/05/11

엔씨소프트(036570)

아쉬운 신작의 지연

■ 1Q18 Review: 매출 +98.4% YoY, 영업이익 +569.7% YoY

엔씨소프트 1Q18 매출액은 4,752억원 (+98.4% YoY, -10.9% QoQ), 영업이익은 2,038억원 (+569.7% YoY, +7.7% QoQ)으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. '리니지M' 잠식효과로 '리니지' PC 게임의 매출액은 감소세를 지속하고 있으나, 출시된지 1년이 다 되가는 '리니지M'의 견조한 매출액 유지 및 지난해 12월 출시한 대만 '리니지M'의 수익 반영이 호실적을 견인했다. 향후 PC 게임 매출액은 전반적으로 1분기 수준을 유지할 것으로 예상하며, 모바일게임 매출액이 실적의 주요 변수로 작용할 것이다. 신작 출시 부재로 올해 매출 성장은 더디겠지만 마케팅비 축소로 영업이익률은 개선될 전망이다.

■ '리니지M' 대규모 업데이트로 안정적 매출 지속할 전망

1분기 '리니지M'의 매출액은 전분기대비 12% 하락한 것으로 파악되며, 1분기 대비 4월 한달간 일평균 매출액 하락폭은 4.2%에 불과한 것으로 파악되어 2분기에도 '리니지M'의 매출액은 양호한 흐름을 이어갈 것으로 판단한다. 더불어 다음달은 '리니지M'이 출시된지 1주년이 되는 시기로 대규모 업데이트가 진행될 것으로 2분기 '리니지M'의 매출액은 예상치를 상회할 가능성도 존재하다.

■ 신작 출시 이전까지 실적 하락 불가피

올해 안에 출시 예정이었던 대형 MMORPG 신작 '블레이드앤소울2', '리니지2M'은 모두 내년으로 출시 일정이 지연되었다. '블레이드앤소울2'는 Full MMORPG 기준에 맞추기 위해 재설계하는 과정을 거치고 있어 출시 시점이 지연됐으나, 재설계를 통해 오히려 게임의 라이프사이클을 장기화시킬 것으로 기대한다. PC MMORPG 신작인 '프로젝트 TL'은 올해 하반기 중에 CBT를 진행할 예정으로 신작에 대한 기대감은 하반기부터 재개될 것으로 판단한다. '리니지M' 매출액은 지난해 3분기부터 온기 반영되었기 때문에 올해 3분기부터 신작 출시 이전까지 매출 하락은 불가피할 전망이다. 지난해부터 모바일 게임 중심으로 사업이 재편되었기 때문에 지난해 평균 PER인 16.5배를 적용하여 목표주가를 기존 60.5만원에서 50.5만원으로 하향 조정한다.

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

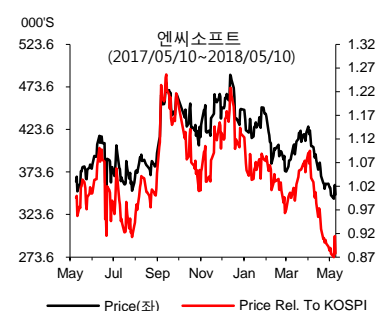
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	505,000원
종가(2018/05/10)	347,000원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,194만주
시가총액	7,613십억원
외국인지분율	48.0%
배당금(2017)	7,280원
EPS(2018E)	24,108원
BPS(2018E)	162,741원
ROE(2018E)	16.8%
52주 주가	342,000~488,000원
60일평균거래량	120,272주
60일평균거래대금	46.5십억원

Price Trend



<표 1> 엔씨소프트 1 분기 잠정실적

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	4Q17	1Q18P	컨센서스	차이(%)	추정치	차이(%)
매출액	1,758.7	1,868.3	2,473.4	239.5	533.3	475.2	474.2	0.2	498.8	-4.7
YoY(%)	78.8	6.2	32.4	-0.6	87.4	98.4	98.0	0.4p	108.3	-9.9p
QoQ(%)				-15.9	-26.7	-10.9	-11.1	0.2p	-6.5	-4.4p
영업이익	585.0	673.5	980.1	30.4	189.2	203.8	176.7	15.3	183.2	11.3
YoY(%)	77.9	15.1	45.5	-59.8	86.0	569.7	480.7	89p	501.8	67.9p
QoQ(%)				-70.1	-42.3	7.7	-6.6	14.3p	-3.2	10.9p
이익률(%)	33.3	36.0	39.6	12.7	35.5	42.9	37.3	5.6p	36.7	6.2p
순이익	443.9	532.6	807.7	17.4	120.7	169.9	136.2	24.8	129.6	31.2
이익률(%)	25.2	28.5	32.7	7.3	22.6	35.8	28.7	7p	26.0	9.8p

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

<표 2> 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,758.7	1,868.3	2,473.4	239.5	258.6	727.3	533.3	475.2	486.3	464.3	442.6
게임매출	1,556.0	1,561.3	1,958.3	176.0	222.5	683.7	473.8	391.0	406.2	390.3	373.9
Lineage1	154.4	112.2	117.8	51.5	33.8	35.4	33.8	28.3	28.8	28.0	27.1
Lineage2	65.8	55.2	56.4	18.4	16.7	15.6	15.1	14.2	13.9	13.7	13.4
Aion	47.0	66.9	64.9	13.3	10.8	10.2	12.7	18.8	16.9	16.0	15.2
Blade & Soul	161.1	141.4	144.2	44.6	39.0	38.0	39.5	33.9	35.6	36.3	35.6
Guildwar2	82.8	86.2	83.6	14.2	13.6	20.1	34.9	23.6	21.3	20.9	20.4
Wildstar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lineage Eternal	0.0	100.0	120.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
모바일게임	995.3	1,043.7	1,281.8	23.4	93.7	551.0	327.1	264.1	273.3	259.6	246.7
기타	49.6	72.6	89.6	10.6	14.9	13.3	10.8	9.6	9.6	9.6	9.6
로열티매출	202.8	307.0	515.1	63.5	36.1	43.6	59.5	84.2	80.0	74.1	68.7
영업이익	585.0	673.5	980.1	30.4	37.6	327.8	189.2	203.8	184.9	159.7	125.1
세전이익	609.4	774.6	1,065.5	24.1	43.5	365.5	176.3	247.1	203.4	181.3	142.7
당기순이익	443.9	532.6	807.7	17.4	30.8	275.1	120.7	169.9	139.8	124.7	98.1
성장률 (YoY %)											
매출액	78.8	6.2	32.4	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	88.0	-36.2	-17.0
게임매출	80.6	0.3	25.4	-16.8	4.2	253.6	94.9	122.2	82.6	-42.9	-21.1
Lineage1	-58.9	-27.3	5.0	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-45.1	-14.7	-20.9	-19.7
Lineage2	-14.7	-16.0	2.0	7.7	-12.5	-24.1	-26.0	-22.6	-16.3	-12.6	-11.3
Aion	-34.5	42.5	-3.0	-33.9	-38.5	-36.8	-29.2	41.1	56.0	57.9	20.1
Blade & Soul	-11.6	-12.3	2.0	-17.5	-20.2	-5.0	0.3	-23.9	-8.8	-4.6	-10.0
Guildwar2	8.1	4.1	-3.0	-53.4	-14.7	31.5	134.7	66.2	57.0	3.5	-41.4
Wildstar	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Lineage Eternal	n/a	n/a	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	n/a	4.9	22.8	n/a	n/a	n/a	n/a	1,028.1	191.6	-52.9	-24.6
기타	-35.6	46.5	23.4	11.2	-15.9	-24.4	-66.5	-10.1	-35.9	-28.0	-11.1
로열티매출	66.1	51.4	67.8	116.4	33.9	80.2	43.2	32.5	121.5	69.9	15.4
영업이익	77.9	15.1	45.5	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	392.1	-51.3	-33.9
세전이익	76.1	27.1	37.6	-70.3	-55.3	476.7	69.2	926.7	367.1	-50.4	-19.0
순이익	63.6	20.0	51.7	-73.7	-65.9	474.3	80.6	877.0	353.6	-54.7	-18.7
이익률 (%)											
영업이익률	33.3	36.0	39.6	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	38.0	34.4	28.3
세전이익률	34.7	41.5	43.1	10.1	16.8	50.3	33.1	52.0	41.8	39.0	32.3
순이익률	25.2	28.5	32.7	7.3	11.9	37.8	22.6	35.8	28.8	26.8	22.2

주: 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

<표 3> 엔씨소프트의 신작 라인업

구분	게임명	장르	출시(예정)일
모바일	팡야모바일	골프게임	1Q18
	아이온레기온즈(북미/유럽)	RPG	1H18
	리니지 2M	MMORPG	1H19
	블레이드앤소울 2	MMORPG	2019
	아이온템페스트	MMORPG	2019
PC	프로젝트 TL	MMORPG	2019 (2018 년 하반기 CBT 진행)

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

<표 4> 엔씨소프트 목표주가 산정

	12MF	2018E	2019E	비고
EPS (원)	30,641	24,257	37,025	지난 1 년간 평균 12MF PER
PER (배)		14.8	11.7	
Target PER (배)			16.5	
목표주가 (원)			505,000	
현재주가 (원, 5/10 일 기준)			347,000	
상승여력 (%)			45.5	

자료: 하이투자증권

<Appendix 1> 엔씨소프트 1Q18 실적발표 Q&A

Q1. '리니지 M'의 향후 국내 운영 세부 계획과 추가적인 해외 출시 계획

- '리니지 M'은 오는 5월 15일 '리니지M' 출시 1주년 기념 미디어 간담회를 통해 업데이트 계획 등 향후 비전에 대해 설명할 예정
- 한국, 대만을 제외한 국가에서 사실상 '리니지'라는 브랜드가 새로운 RPG 이기 때문에 해외 이용자들에게 더 친절하고 현재 트렌드에 맞는 게임이 되기 위해서 수정 작업 중이고 구체적인 해외 출시 일정은 언급하기 어려움

Q2. 차기작 일정 및 '블레이드앤소울 2' 개발 현황 및 출시 일정

- '블레이드앤소울2'는 내년 상반기에 출시할 예정
- '블레이드앤소울2'는 기획부분에서 부족한 부분이 있어서 출시 지연을 결정했음
- 현재 개발중인 다른 신작의 경우는 계획대로 개발이 진행 중이고 기존의 계획대로 중요한 타이틀을 1년 간격으로 출시하고 그 과정에서 실험적인 장르의 게임도 출시할 계획

Q3. '리니지 M'의 최근 이용자 지표 및 개인거래 도입 여부

- '리니지 M'의 MAU, DAU 는 출시 이후 천천히 감소하고 있지만 업데이트와 이벤트 실시에 따른 유저 반응도 즉각적으로 확인할 수 있기 때문에 견조한 성장세를 확인할 수 있음
- 개인거래 도입 여부는 게임 내 경제 밸런스 유지 등 복잡한 이슈가 존재하여 향후 사업부에서 결정할 예정

Q4. 1 분기에 '리니지 M' 관련 업데이트가 많았는데 연간 기준으로 업데이트를 지속하며 매출을 유지할 수 있는가?

- 업데이트와 매출 관련해서는 5 월 15 일에 '리니지 M' 사업 전략에 대한 발표가 있을 예정이고 '리니지 M'은 이미 하향 안정화가 되었기 때문에 향후에도 견조한 매출을 보일 것이라고 생각함

Q5. 신규 MMORPG 게임의 과금 모델 계획

- 게임 내 기획에서 타겟 유저에 따라 비즈니스 모델을 선택하기 때문에 게임에 따라서 비즈니스 모델은 다를 수 있음
- 게임이 출시되는 시점에 각 게임의 비즈니스 모델이 최종적으로 결정될 것임

Q6. '리니지 2M'과 'Project TL'의 출시 일정

- 'Project TL'은 하반기 중에 CBT 를 통해 본격적으로 게임을 선보일 예정
- 두 게임 모두 내년에 출시 가능할 것으로 예상하며 '리니지 2M'이 내년 상반기 초에 출시될 예정으로 'Project TL'보다 먼저 출시될 것으로 예상

Q7. 크로스 플랫폼 트렌드가 엔씨소프트의 게임 개발 방향성에 미치는 영향

- 당사가 출시한 PC 온라인 MMORPG 장르 게임은 개발 초기부터 조작, 화면 등 여러 가지 부분에서 콘솔 플레이를 가정하고 디자인하고 있기 때문에 크로스 플랫폼 트렌드가 게임 개발 방향성 변화에 미치는 영향은 없음
- 향후 신작들도 PC 와 콘솔에서 모두 플레이 가능한 게임으로 출시 할 예정

Q8. 향후 영업비용 전망

- 마케팅비, 매출 변동비, 인건비가 영업비용에서 큰 비중을 차지하고 있는 부분임
- 매출 변동비는 신작 부재로 모바일 게임에 있어 대규모 매출액 증가를 기대하고 있지 않기 때문에 감소할 것으로 예상하며 신규 인력 유입에 대해서 보수적인 관점을 가지고 있기 때문에 인건비 상승은 최대한 억제할 계획
- 마케팅비는 하반기에 마케팅 활동이 예상되고 있기 때문에 전년과 비슷한 수준일 것으로 예상

Q9. 작년 말부터 '배틀그라운드' 등 모바일 소셜 네트워크 게임이 부상하고 있는데 당사가 개발하는 게임의 컨셉에 미치는 영향

- 게임의 특성에 따라서 과금 모델은 달라질 수 있음
- 당사의 주력 게임은 MMORPG 게임이기 때문에 향후 출시될 게임들도 오픈월드 기반의 밴드형 게임으로 유저들간의 협력과 경쟁을 통해 장기적인 라이프사이클을 가지는 방향으로 개발을 진행하고 있음

Q10. 리니지 IP 활용 기반 3D 모바일 게임 개발 계획

- 리니지 IP 의 해외 진출을 위해 재정비를 하면서 다양한 시도를 하고 있는데 이에 대한 외부의 추측이며 확실히 결정된 부분은 아님

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,773	2,901	4,491	6,525
현금 및 현금성자산	187	476	649	479
단기금융자산	1,357	2,194	3,546	5,732
매출채권	203	216	286	308
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	1,754	1,682	1,614	1,551
유형자산	229	202	178	158
무형자산	52	49	47	44
자산총계	3,527	4,583	6,105	8,076
유동부채	456	659	1,054	1,816
매입채무	2	2	3	3
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	342	342	342	342
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	797	1,001	1,395	2,157
지배주주지분	2,721	3,570	4,693	5,895
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,280	2,927	3,655
기타자본항목	-154	-154	-154	-154
비지배주주지분	8	12	17	23
자본총계	2,729	3,582	4,710	5,918

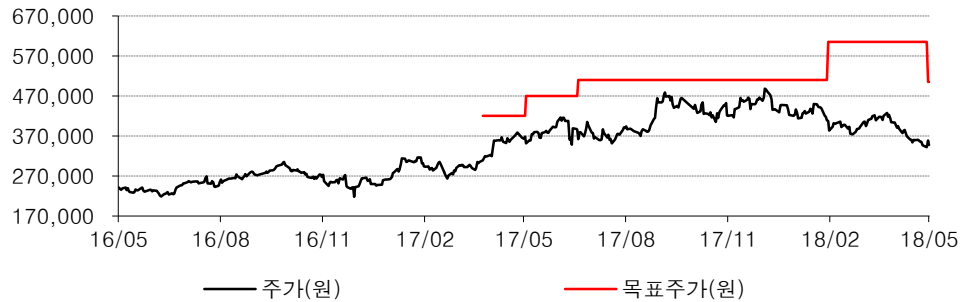
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,759	1,868	2,473	2,660
증가율(%)	78.8	6.2	32.4	7.5
매출원가	212	225	297	320
매출총이익	1,547	1,644	2,176	2,340
판매비와관리비	962	970	1,196	1,261
연구개발비	189	201	266	287
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	585	673	980	1,079
증가율(%)	77.9	15.1	45.5	10.0
영업이익률(%)	33.3	36.0	39.6	40.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	15	77	43	26
세전계속사업이익	610	775	1,066	1,172
법인세비용	166	242	258	284
세전계속이익률(%)	34.7	41.5	43.1	44.1
당기순이익	444	533	808	888
순이익률(%)	25.2	28.5	32.7	33.4
지배주주귀속 순이익	441	529	802	882
기타포괄이익	475	475	475	475
총포괄이익	919	1,008	1,283	1,363
지배주주귀속총포괄이익	910	997	1,270	1,350

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	595	723	1,123	1,614
당기순이익	444	533	808	888
유형자산감가상각비	27	27	24	20
무형자산상각비	3	3	3	2
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-460	2	-513	-1,347
유형자산의 처분(취득)	-29	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-518	-837	-1,352	-2,186
재무활동 현금흐름	-80	-153	-153	-153
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-81	-155	-155	-155
현금및현금성자산의증감	42	288	173	-170
기초현금및현금성자산	145	187	476	649
기말현금및현금성자산	187	476	649	479

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	20,104	24,108	36,560	40,208
BPS	124,037	162,741	213,897	268,701
CFPS	21,472	25,504	37,757	41,235
DPS	7,280	7,280	7,280	7,280
Valuation(배)				
PER	22.3	14.4	9.5	8.6
PBR	3.6	2.1	1.6	1.3
PCR	20.8	13.6	9.2	8.4
EV/EBITDA	13.7	7.2	3.5	1.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.1	16.8	19.4	16.7
EBITDA 이익률	35.0	37.7	40.7	41.4
부채비율	29.2	27.9	29.6	36.4
순부채비율	-51.1	-70.3	-85.9	-102.4
매출채권회전율(x)	9.5	8.9	9.8	9.0
재고자산회전율(x)	2,983.9	3,530.5	3,904.5	3,551.4

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(엔씨소프트)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000	6개월	-16.6%	-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	-35.4%	-29.4%
2018-05-10	Buy	505,000	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(매수): 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 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-