



2017/08/08

엔씨소프트(036570)

청개구리 투자 심리가 돌아선다

■ 2Q17 Review: 매출 +7.5% YoY, 영업이익 -56.4% YoY

엔씨소프트 2Q17 매출액은 2,586억원 (+7.5% YoY, +8.0% QoQ), 영업이익은 376억원 (-56.4% YoY, +23.4% QoQ)으로 1분기에 이어 어닝쇼크를 기록했다. 어닝쇼크의 주요인은 이익 기여가 높은 PC게임의 매출액이 시장 예상치를 크게 하회했으며, '리니지2레볼루션'의 매출액 급감에 따라 로열티 매출 또한 시장 기대치에 못 미쳤다. '리니지1' 매출액은 '리니지M' 출시에 의한 이용자 이탈과 이벤트 부재로 인해 전분기 대비 34.3% 감소한 338억 원을 기록했다. 평균 분기 매출액 800억원 수준을 기록했던 '리니지1'은 이전 수준으로 회복되기는 어려워 보이나 모바일게임으로 재탄생하여 신규 매출원이 발생한 점과 IP파워가 재입증되었다는 것에 더욱 초점을 두어야 한다.

■ 3분기부터 실적 모멘텀 본격화

6월 21일 출시된 '리니지M'은 2분기에 10일간의 매출액이 반영되어 이익 기여보다는 오히려 마케팅비용 부담을 증가시켰다. 출시 이후 현재까지 안정적인 일매출액을 유지하고 있는 '리니지M'의 이익은 3분기부터 본격적으로 반영될 것이다. 2분기에 반영된 '리니지M'의 평균 일매출액은 70억 원인 것으로 추정되는데 보수적으로 접근하여 3분기 일매출액을 50억원, 4분기는 30억원으로 가정했다. '리니지2레볼루션'의 매출이 급격하게 하향 안정화된 점을 감안하여 일매출액을 하락하는 추세로 추정하였으나 하반기에 이용자간의 개인거래, 공성전 업데이트, 해외 진출 가능성을 감안하면 추가적인 매출 창출도 가능하다.

■ 실적 개선으로 수급 개선될 전망

최근 엔씨소프트의 주가는 변동성이 커지고 수익률은 저조한 모습을 보였다. '리니지M'의 출시 기대감으로 연중 고점 기준 연초대비수익률이 72.1% 까지 상승했으나 '리니지M' 출시 전날 오히려 주가는 11.4% 하락했다. '리니지M'의 흥행에 대한 불안감이 주가의 변동성을 확대시켰는데 출시된 지 두 달이 되어가는 현 시점에서 양호한 트래픽과 일매출액이 확인되고 있어 변동성이 축소될 것으로 기대한다. 2017년 영업이익은 전년대비 51.0%, '리니지M'의 매출액이 온기 반영되는 2018년 영업이익은 50.8% 증가할 것으로 추정한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

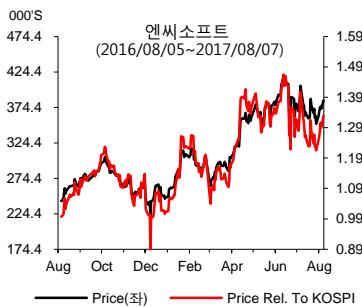
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M) | 510,000원 |
| 종가(2017/08/07) | 384,000원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|------------------|
| 자본금 | 11십억원 |
| 발행주식수 | 2,194만주 |
| 시가총액 | 8,425십억원 |
| 외국인지분율 | 37.5% |
| 배당금(2016) | 3,820원 |
| EPS(2017E) | 17,100원 |
| BPS(2017E) | 101,991원 |
| ROE(2017E) | 18.2% |
| 52주 주가 | 218,000~416,000원 |
| 60일평균거래량 | 448,579주 |
| 60일평균거래대금 | 168.5십억원 |

Price Trend



<표 1> 엔씨소프트 2Q17 예상 실적

| (십억원) | 2016 | 2017E | 2018E | 2Q16 | 1Q17 | 2Q17P | 컨센서스 | 차이(%) | 추정치 | 차이(%) |
|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 983.6 | 1,554.6 | 1,937.5 | 240.5 | 239.5 | 258.6 | 300.0 | -13.8 | 305.2 | -15.3 |
| YoY(%) | 17.3 | 58.1 | 24.6 | 10.6 | -0.6 | 7.5 | 24.7 | -17.2p | 26.9 | -19.4p |
| QoQ(%) | | | | -0.1 | -15.9 | 8.0 | 25.2 | -17.3p | 27.4 | -19.4p |
| 영업이익 | 328.8 | 496.3 | 748.6 | 86.1 | 30.4 | 37.6 | 70.6 | -46.8 | 70.2 | -46.5 |
| YoY(%) | 38.4 | 51.0 | 50.8 | 28.4 | -59.8 | -56.4 | -18.0 | -38.4p | -18.5 | -37.9p |
| QoQ(%) | | | | 13.7 | -70.1 | 23.4 | 132.0 | -108.6p | 130.6 | -107.2p |
| 이익률(%) | 33.4 | 31.9 | 38.6 | 35.8 | 12.7 | 14.5 | 23.5 | -9p | 23.0 | -8.5p |
| 당기순이익 | 271.4 | 374.2 | 575.4 | 90.4 | 17.4 | 30.8 | 58.5 | -47.3 | 53.7 | -42.6 |
| 이익률(%) | 27.6 | 24.1 | 29.7 | 37.6 | 7.3 | 11.9 | 19.5 | -7.6p | 17.6 | -5.7p |

주: 연결기준

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권

<표 2> 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 2016 | 2017E | 2018E | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17P | 3Q17E | 4Q17E |
|--------------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 983.6 | 1,554.6 | 1,937.5 | 240.8 | 240.5 | 217.6 | 284.6 | 239.5 | 258.6 | 552.6 | 503.8 |
| 게임매출 | 861.5 | 1,386.0 | 1,731.3 | 211.5 | 213.5 | 193.4 | 243.1 | 176.0 | 222.5 | 521.1 | 466.4 |
| Lineage1 | 375.5 | 158.6 | 126.8 | 78.9 | 94.4 | 83.8 | 118.4 | 51.5 | 33.8 | 37.2 | 36.1 |
| Lineage2 | 77.1 | 69.0 | 70.4 | 17.1 | 19.1 | 20.6 | 20.4 | 18.4 | 16.7 | 17.2 | 16.8 |
| Aion | 71.7 | 47.3 | 45.0 | 20.1 | 17.6 | 16.1 | 17.9 | 13.3 | 10.8 | 11.9 | 11.3 |
| Blade & Soul | 182.3 | 158.1 | 161.3 | 54.0 | 48.9 | 40.1 | 39.4 | 44.6 | 39.0 | 37.8 | 36.7 |
| Guildwar2 | 76.6 | 60.6 | 57.6 | 30.6 | 15.9 | 15.3 | 14.9 | 14.2 | 13.6 | 14.9 | 17.9 |
| Wildstar | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Lineage Eternal | 0.0 | 0.0 | 100.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 모바일게임 | 0.0 | 834.7 | 1,095.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 23.4 | 93.7 | 386.4 | 331.2 |
| 기타 | 76.9 | 57.6 | 75.3 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.6 |
| 로열티매출 | 122.1 | 168.6 | 206.1 | 29.4 | 27.0 | 24.2 | 41.5 | 63.5 | 36.1 | 31.6 | 37.4 |
| 영업이익 | 328.8 | 496.3 | 748.6 | 75.8 | 86.1 | 65.1 | 101.7 | 30.4 | 37.6 | 235.7 | 192.6 |
| 세전이익 | 346.1 | 496.6 | 759.1 | 81.0 | 97.5 | 63.4 | 104.2 | 24.1 | 43.5 | 235.8 | 193.2 |
| 당기순이익 | 271.4 | 374.2 | 575.4 | 66.2 | 90.4 | 47.9 | 66.8 | 17.4 | 30.8 | 179.2 | 146.8 |
| 성장률 (YoY %) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 17.3 | 58.1 | 24.6 | 28.0 | 10.6 | 11.2 | 20.1 | -0.6 | 7.5 | 154.0 | 77.0 |
| 게임매출 | 16.5 | 60.9 | 24.9 | 30.2 | 8.6 | 11.9 | 17.0 | -16.8 | 4.2 | 169.5 | 91.9 |
| Lineage1 | 20.0 | -57.8 | -20.0 | 19.5 | 10.5 | 7.1 | 42.4 | -34.8 | -64.2 | -55.6 | -69.5 |
| Lineage2 | 22.5 | -10.5 | 2.0 | 55.1 | 17.1 | 31.8 | 1.7 | 7.7 | -12.5 | -16.6 | -17.5 |
| Aion | -2.7 | -34.0 | -5.0 | 10.2 | -12.4 | -4.2 | -3.6 | -33.9 | -38.5 | -25.9 | -36.9 |
| Blade & Soul | 60.1 | -13.3 | 2.0 | 101.8 | 64.1 | 60.8 | 21.5 | -17.5 | -20.2 | -5.6 | -6.8 |
| Guildwar2 | -23.8 | -20.9 | -5.0 | 52.6 | -29.3 | -26.0 | -60.2 | -53.4 | -14.7 | -2.6 | 20.3 |
| Wildstar | -85.9 | n/a | n/a | -50.6 | 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 | 31.2 | n/a |
| 기타 | 15.5 | -25.1 | 30.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 로열티매출 | 23.7 | 38.1 | 22.3 | 14.5 | 28.6 | 5.5 | 42.4 | 116.4 | 33.9 | 30.4 | -10.0 |
| 영업이익 | 38.4 | 51.0 | 50.8 | 68.9 | 28.4 | 28.7 | 35.8 | -59.8 | -56.4 | 262.0 | 89.4 |
| 세전이익 | 44.5 | 43.5 | 52.9 | 67.3 | 26.5 | 22.2 | 67.5 | -70.3 | -55.3 | 272.0 | 85.4 |
| 순이익 | 63.1 | 37.9 | 53.8 | 86.1 | 56.3 | 56.3 | 58.1 | -73.7 | -65.9 | 274.1 | 119.7 |
| 이익률 (%) | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 33.4 | 31.9 | 38.6 | 31.5 | 35.8 | 29.9 | 35.7 | 12.7 | 14.5 | 42.7 | 38.2 |
| 세전이익률 | 35.2 | 31.9 | 39.2 | 33.6 | 40.5 | 29.1 | 36.6 | 10.1 | 16.8 | 42.7 | 38.3 |
| 순이익률 | 27.6 | 24.1 | 29.7 | 27.5 | 37.6 | 22.0 | 23.5 | 7.3 | 11.9 | 32.4 | 29.1 |

주: 연결 기준

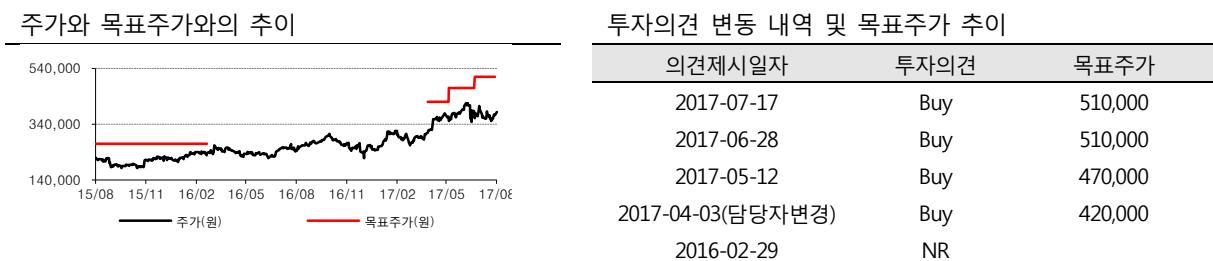
자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | (단위:십억원) | | | | 포괄손익계산서 | | (단위:십억원, %) | | | |
|------------|--|----------|-------|-------|-------|-------------|--|-------------|-------|-------|-------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | | 1,192 | 1,574 | 2,165 | 2,853 | 매출액 | | 984 | 1,555 | 1,937 | 2,098 |
| 현금 및 현금성자산 | | 145 | 257 | 575 | 986 | 증가율(%) | | 17.3 | 58.1 | 24.6 | 8.3 |
| 단기금융자산 | | 839 | 999 | 1,190 | 1,417 | 매출원가 | | 188 | 296 | 370 | 400 |
| 매출채권 | | 167 | 263 | 328 | 355 | 매출총이익 | | 796 | 1,258 | 1,568 | 1,698 |
| 재고자산 | | 1 | 1 | 1 | 1 | 판매비와관리비 | | 467 | 762 | 819 | 835 |
| 비유동자산 | | 1,169 | 1,181 | 1,197 | 1,216 | 연구개발비 | | 120 | 189 | 236 | 255 |
| 유형자산 | | 225 | 199 | 177 | 159 | 기타영업수익 | | - | - | - | - |
| 무형자산 | | 53 | 48 | 44 | 41 | 기타영업비용 | | - | - | - | - |
| 자산총계 | | 2,361 | 2,754 | 3,361 | 4,069 | 영업이익 | | 329 | 496 | 749 | 863 |
| 유동부채 | | 284 | 327 | 382 | 453 | 증가율(%) | | 38.4 | 51.0 | 50.8 | 15.3 |
| 매입채무 | | 7 | 11 | 13 | 14 | 영업이익률(%) | | 33.4 | 31.9 | 38.6 | 41.1 |
| 단기차입금 | | - | - | - | - | 이자수익 | | - | - | - | - |
| 유동성장기부채 | | - | - | - | - | 이자비용 | | - | - | - | - |
| 비유동부채 | | 181 | 181 | 181 | 181 | 지분법이익(손실) | | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 사채 | | 150 | 150 | 150 | 150 | 기타영업외손익 | | -1 | -24 | -25 | -41 |
| 장기차입금 | | - | - | - | - | 세전계속사업이익 | | 346 | 496 | 759 | 871 |
| 부채총계 | | 465 | 508 | 563 | 634 | 법인세비용 | | 75 | 122 | 184 | 211 |
| 지배주주지분 | | 1,886 | 2,238 | 2,792 | 3,431 | 세전계속이익률(%) | | 35.2 | 31.9 | 39.2 | 41.5 |
| 자본금 | | 11 | 11 | 11 | 11 | 당기순이익 | | 271 | 374 | 575 | 660 |
| 자본잉여금 | | 432 | 432 | 432 | 432 | 순이익률(%) | | 27.6 | 24.0 | 29.7 | 31.5 |
| 이익잉여금 | | 1,544 | 1,838 | 2,334 | 2,915 | 지배주주귀속 순이익 | | 272 | 375 | 577 | 662 |
| 기타자본항목 | | -153 | -153 | -153 | -153 | 기타포괄이익 | | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 비지배주주지분 | | 10 | 9 | 7 | 5 | 총포괄이익 | | 329 | 432 | 634 | 718 |
| 자본총계 | | 1,896 | 2,246 | 2,799 | 3,436 | 지배주주귀속총포괄이익 | | 326 | 428 | 627 | 711 |

| 현금흐름표 | | (단위:십억원) | | | | 주요투자지표 | | | | | |
|--------------|--|----------|-------|-------|-------|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | | 112 | 422 | 627 | 719 | 주당지표(원) | | | | | |
| 당기순이익 | | 271 | 374 | 575 | 660 | EPS | | 12,416 | 17,100 | 26,314 | 30,181 |
| 유형자산감가상각비 | | 27 | 25 | 22 | 19 | BPS | | 85,985 | 101,991 | 127,254 | 156,383 |
| 무형자산상각비 | | 6 | 5 | 4 | 3 | CFPS | | 13,894 | 18,485 | 27,491 | 31,184 |
| 지분법관련손실(이익) | | 7 | 7 | 7 | 7 | DPS | | 3,820 | 3,820 | 3,820 | 3,820 |
| 투자활동 현금흐름 | | -139 | -118 | -148 | -184 | Valuation(배) | | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | | -17 | - | - | - | PER | | 19.9 | 22.5 | 14.6 | 12.7 |
| 무형자산의 처분(취득) | | -3 | - | - | - | PBR | | 2.9 | 3.8 | 3.0 | 2.5 |
| 금융상품의 증감 | | -134 | -160 | -191 | -227 | PCR | | 17.8 | 20.8 | 14.0 | 12.3 |
| 재무활동 현금흐름 | | -74 | -101 | -101 | -101 | EV/EBITDA | | 12.7 | 13.9 | 8.8 | 7.0 |
| 단기금융부채의증감 | | - | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 장기금융부채의증감 | | 150 | - | - | - | ROE | | 14.9 | 18.2 | 23.0 | 21.3 |
| 자본의증감 | | - | 0 | - | - | EBITDA 이익률 | | 36.7 | 33.9 | 40.0 | 42.2 |
| 배당금지급 | | -60 | -81 | -81 | -81 | 부채비율 | | 24.5 | 22.6 | 20.1 | 18.4 |
| 현금및현금성자산의증감 | | -103 | 112 | 318 | 411 | 순부채비율 | | -44.0 | -49.3 | -57.7 | -65.6 |
| 기초현금및현금성자산 | | 248 | 145 | 257 | 575 | 매출채권회전율(x) | | 7.4 | 7.2 | 6.6 | 6.1 |
| 기밀현금및현금성자산 | | 145 | 257 | 575 | 986 | 재고자산회전율(x) | | 1,455.7 | 1,810.1 | 1,639.7 | 1,536.6 |

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터



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-mail 등을 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, 오대식](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 89.2 % | 10.8 % | - |