

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 338억원을 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 70억원인 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) dsos@hi-ib.com

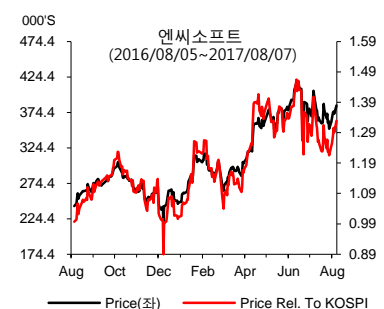
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	510,000원
증가(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	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	31.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	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)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,192	1,574	2,165	2,853
현금 및 현금성자산	145	257	575	986
단기금융자산	839	999	1,190	1,417
매출채권	167	263	328	355
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	1,169	1,181	1,197	1,216
유형자산	225	199	177	159
무형자산	53	48	44	41
자산총계	2,361	2,754	3,361	4,069
유동부채	284	327	382	453
매입채무	7	11	13	14
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	181	181	181	181
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	465	508	563	634
지배주주지분	1,886	2,238	2,792	3,431
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	432	432	432	432
이익잉여금	1,544	1,838	2,334	2,915
기타자본항목	-153	-153	-153	-153
비지배주주지분	10	9	7	5
자본총계	1,896	2,246	2,799	3,436

포괄손익계산서

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	984	1,555	1,937	2,098
증가율(%)	17.3	58.1	24.6	8.3
매출원가	188	296	370	400
매출총이익	796	1,258	1,568	1,698
판매비와관리비	467	762	819	835
연구개발비	120	189	236	255
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	329	496	749	863
증가율(%)	38.4	51.0	50.8	15.3
영업이익률(%)	33.4	31.9	38.6	41.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	-1	-24	-25	-41
세전계속사업이익	346	496	759	871
법인세비용	75	122	184	211
세전계속이익률(%)	35.2	31.9	39.2	41.5
당기순이익	271	374	575	660
순이익률(%)	27.6	24.0	29.7	31.5
지배주주귀속 순이익	272	375	577	662
기타포괄이익	58	58	58	58
총포괄이익	329	432	634	718
지배주주귀속총포괄이익	326	428	627	711

현금흐름표 (단위:십억원)

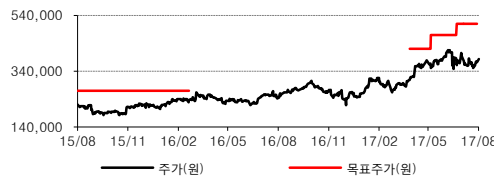
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	112	422	627	719
당기순이익	271	374	575	660
유형자산감가상각비	27	25	22	19
무형자산상각비	6	5	4	3
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-139	-118	-148	-184
유형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-134	-160	-191	-227
재무활동 현금흐름	-74	-101	-101	-101
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	150	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-60	-81	-81	-81
현금및현금성자산의증감	-103	112	318	411
기초현금및현금성자산	248	145	257	575
기말현금및현금성자산	145	257	575	986

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	12,416	17,100	26,314	30,181
BPS	85,985	101,991	127,254	156,383
CFPS	13,894	18,485	27,491	31,184
DPS	3,820	3,820	3,820	3,820
Valuation(배)				
PER	19.9	22.5	14.6	12.7
PBR	2.9	3.8	3.0	2.5
PCR	17.8	20.8	14.0	12.3
EV/EBITDA	12.7	13.9	8.8	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	18.2	23.0	21.3
EBITDA 이익률	36.7	33.9	40.0	42.2
부채비율	24.5	22.6	20.1	18.4
순부채비율	-44.0	-49.3	-57.7	-65.6
매출채권회전율(x)	7.4	7.2	6.6	6.1
재고자산회전율(x)	1,455.7	1,810.1	1,639.7	1,536.6

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-07-17	Buy	510,000
2017-06-28	Buy	510,000
2017-05-12	Buy	470,000
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000
2016-02-29	NR	

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 기관투자자 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, 오대식)

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) 종목투자 의견은 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 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-