



2017/05/12

# 엔씨소프트(036570)

## 모바일로 무게중심 이동

### ■ 1Q17 Review: 매출 -0.6% YoY, 영업이익 -59.8% YoY

엔씨소프트 1Q17 매출액은 2,395억원 (-0.6% YoY, -15.9% QoQ), 영업이익은 304억원 (-59.8% YoY, -70.1% QoQ)으로 어닝쇼크를 기록했다. '리니지1' 매출액은 전 분기 드래곤 보물상자 매출 선 반영 및 '리니지M' 대기수요로 전년 비 34.8% 감소하며 시장 예상치에 못 미치는 실적을 기록했다. 어닝쇼크는 지난해 호실적에 따른 인센티브 지급 및 인력 증가에 의한 인건비 상승이 주 요인으로 이는 일회성 이슈이기 때문에 2분기부터 이익은 안정화될 것이다. 1분기 매출액 대비 인건비 비중이 55%까지 상승했으나 2017년 연간으로는 34% 수준으로 지난해 대비 5%p 하락할 것으로 전망한다.

### ■ '리니지1' 지난 2월을 저점으로 실적 회복할 전망

1분기 '리니지1' 매출의 급감은 헤비유저 보다는 라이트유저의 이탈로 이벤트 등을 통해 지난 2월을 저점으로 상승 반전하고 있다. 6월에 '리니지M'이 출시 예정이나 '리니지1'의 2분기 매출액은 1분기보다 개선될 것으로 추정한다. 지난 2년간 매 분기 800억원 수준의 매출액을 꾸준히 창출했던 '리니지1'은 '리니지M'에 의한 잠식효과로 이전 수준은 아니더라도 분기별 600억대 매출액은 지속적으로 발생할 것으로 예상한다. 하지만 게임 플레이가 온라인에서 모바일로 이동하고 있는 현 시점에서 1998년에 출시된 '리니지1'의 매출 감소보다는 '리니지M' 흥행 기반의 모바일 위주의 성장에 무게중심을 둘 필요가 있다.

### ■ 투자의견 BUY, 목표주가 47만으로 상향 조정

'리니지M'의 사전예약자수 300만명 돌파, 기존 '리니지1'의 충성도 높은 유저의 유입 등을 감안하여 2018년 이익추정치를 상향했다. 2018년 EPS를 15.6% 상향하여 목표주가를 기존 42만원에서 47만원으로 상향 조정한다. '리니지M'의 일 매출액을 10억원으로 가정하여 2017년에는 2,358억원, 연간으로 온기 반영되는 2018년에는 4,015억원의 매출액을 기여할 전망이다. 올해 하반기에 '블레이드앤소울' IP 기반의 모바일게임 신작이 출시될 예정이며 넷마블게임즈에도 출시를 계획하고 있어 로열티 수익 또한 증가할 예정이다.

인터넷/미디어/엔터  
김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com  
오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

**Buy**(Maintain)

목표주가(6M)	470,000원
종가(2017/05/11)	368,000원

#### Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,193만주
시가총액	8,070십억원
외국인지분율	39.2%
배당금(2016)	3,820원
EPS(2017E)	15,839원
BPS(2017E)	100,773원
ROE(2017E)	17.0%
52주 주가	218,000~378,500원
60일평균거래량	223,108주
60일평균거래대금	70.5십억원

#### Price Trend



〈표 1〉 엔씨소프트 1 분기 잠정실적

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	4Q16	1Q17P	컨센서스	차이(%)	당사 추정치	차이(%)	(단위: 십억원)
<b>매출액</b>	<b>983.6</b>	<b>1,383.7</b>	<b>1,715.3</b>	<b>240.8</b>	<b>284.6</b>	<b>239.5</b>	<b>266.3</b>	<b>-10.1</b>	<b>273.2</b>	<b>-12.3</b>	
YoY(%)	17.3	40.7	24.0	28.0	20.1	-0.6	10.6	-11.1p	74.0	-74.6p	
QoQ(%)				1.6	30.8	-15.9	-6.4	-9.4p	-7.0	-8.8p	
<b>영업이익</b>	<b>328.8</b>	<b>469.4</b>	<b>758.5</b>	<b>75.8</b>	<b>101.7</b>	<b>30.4</b>	<b>83.9</b>	<b>-63.7</b>	<b>90.3</b>	<b>-66.3</b>	
YoY(%)	38.4	42.8	61.6	68.9	35.8	-59.8	10.7	-70.5p	64.4	-124.3p	
QoQ(%)				1.2	56.2	-70.1	-17.5	-52.5p	-9.1	-60.9p	
이익률(%)	33.4	33.9	44.2	31.5	35.7	12.7	31.5	-18.8p	8.2	4.5p	
<b>순이익</b>	<b>271.4</b>	<b>346.2</b>	<b>571.7</b>	<b>66.2</b>	<b>66.8</b>	<b>17.4</b>	<b>71.8</b>	<b>-75.8</b>	<b>71.9</b>	<b>-75.8</b>	
이익률(%)	27.6	25.0	33.3	27.5	23.5	7.3	26.9	-19.7p	5.5	1.8p	

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 2〉 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

	(단위: 십억원)										
	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E
<b>매출액</b>	<b>983.6</b>	<b>1383.7</b>	<b>1715.3</b>	<b>240.8</b>	<b>240.5</b>	<b>217.6</b>	<b>284.6</b>	<b>239.5</b>	<b>302.1</b>	<b>403.6</b>	<b>438.6</b>
게임매출	861.5	1,135.8	1,441.4	211.5	213.5	193.4	243.1	176.0	244.0	348.4	367.5
Lineage1	375.5	247.0	259.4	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	61.8	67.9	65.9
Lineage2	77.1	83.7	85.4	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	21.2	20.5	23.6
Aion	71.7	51.6	49.1	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	12.6	12.3	13.5
Blade & Soul	182.3	216.6	220.9	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	50.4	57.1	64.6
Guildwar2	76.6	60.8	57.8	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	13.2	19.8
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
기타	76.9	476.0	668.8	9.6	17.7	17.6	32.1	34.0	84.4	177.5	180.1
로열티매출	122.1	247.9	273.9	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	58.1	55.1	71.1
<b>영업이익</b>	<b>328.8</b>	<b>469.4</b>	<b>758.5</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>30.4</b>	<b>99.0</b>	<b>160.0</b>	<b>179.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>346.1</b>	<b>462.5</b>	<b>763.7</b>	<b>81.0</b>	<b>97.5</b>	<b>63.4</b>	<b>104.2</b>	<b>24.1</b>	<b>100.4</b>	<b>158.9</b>	<b>179.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>271.4</b>	<b>346.2</b>	<b>571.7</b>	<b>66.2</b>	<b>90.4</b>	<b>47.9</b>	<b>66.8</b>	<b>17.4</b>	<b>75.3</b>	<b>119.2</b>	<b>134.3</b>
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	<b>17.3</b>	<b>40.7</b>	<b>24.0</b>	<b>28.0</b>	<b>10.6</b>	<b>11.2</b>	<b>20.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>25.6</b>	<b>85.5</b>	<b>54.1</b>
게임매출	16.5	31.8	26.9	30.2	8.6	11.9	17.0	-16.8	14.3	80.2	51.2
Lineage1	20.0	-34.2	5.0	19.5	10.5	7.1	42.4	-34.8	-34.6	-18.9	-44.4
Lineage2	22.5	8.5	2.0	55.1	17.1	31.8	1.7	7.7	11.1	-0.3	15.7
Aion	-2.7	-28.0	-5.0	10.2	-12.4	-4.2	-3.6	-33.9	-28.2	-23.8	-24.8
Blade & Soul	60.1	18.8	2.0	101.8	64.1	60.8	21.5	-17.5	3.2	42.4	63.9
Guildwar2	-23.8	-20.6	-5.0	52.6	-29.3	-26.0	-60.2	-53.4	-14.4	-13.8	33.2
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
기타	15.5	518.7	40.5	-46.3	-13.2	18.8	136.1	256.2	376.3	910.8	461.2
로열티매출	23.7	103.0	10.5	14.5	28.6	5.5	42.4	116.4	115.2	127.9	71.2
<b>영업이익</b>	<b>38.4</b>	<b>42.8</b>	<b>61.6</b>	<b>68.9</b>	<b>28.4</b>	<b>28.7</b>	<b>35.8</b>	<b>-59.8</b>	<b>14.9</b>	<b>145.7</b>	<b>76.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>44.5</b>	<b>33.6</b>	<b>65.1</b>	<b>67.3</b>	<b>26.5</b>	<b>22.2</b>	<b>67.5</b>	<b>-70.3</b>	<b>3.0</b>	<b>150.8</b>	<b>71.9</b>
<b>순이익</b>	<b>63.1</b>	<b>27.6</b>	<b>65.1</b>	<b>86.1</b>	<b>56.3</b>	<b>56.3</b>	<b>58.1</b>	<b>-73.7</b>	<b>-16.7</b>	<b>148.9</b>	<b>101.0</b>
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	<b>33.4</b>	<b>33.9</b>	<b>44.2</b>	<b>31.5</b>	<b>35.8</b>	<b>29.9</b>	<b>35.7</b>	<b>12.7</b>	<b>32.8</b>	<b>39.6</b>	<b>41.0</b>
<b>세전이익률</b>	<b>35.2</b>	<b>33.4</b>	<b>44.5</b>	<b>33.6</b>	<b>40.5</b>	<b>29.1</b>	<b>36.6</b>	<b>10.1</b>	<b>33.2</b>	<b>39.4</b>	<b>40.8</b>
<b>순이익률</b>	<b>27.6</b>	<b>25.0</b>	<b>33.3</b>	<b>27.5</b>	<b>37.6</b>	<b>22.0</b>	<b>23.5</b>	<b>7.3</b>	<b>24.9</b>	<b>29.5</b>	<b>30.6</b>

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권

주: 연결기준

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,192	1,507	2,042	2,629		매출액	984	1,384	1,715	1,897	
현금 및 현금성자산	145	219	490	796		증가율(%)	17.3	40.7	24.0	10.6	
단기금융자산	839	999	1,190	1,417		매출원가	188	264	327	362	
매출채권	167	234	291	321		매출총이익	796	1,120	1,388	1,536	
재고자산	1	1	1	1		판매비와관리비	467	650	630	695	
비유동자산	1,169	1,180	1,195	1,215		연구개발비	120	168	209	231	
유형자산	225	199	177	159		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	53	47	43	40		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	2,361	2,687	3,238	3,844		영업이익	329	469	759	840	
유동부채	284	287	289	291		증가율(%)	38.4	42.8	61.6	10.8	
매입채무	7	9	12	13		영업이익률(%)	33.4	33.9	44.2	44.3	
단기차입금	-	-	-	-		이자수익	-	-	-	-	
유동성장기부채	-	-	-	-		이자비용	-	-	-	-	
비유동부채	181	181	181	181		지분법이익(손실)	7	7	7	7	
사채	150	150	150	150		기타영업외손익	-1	-30	-28	-46	
장기차입금	-	-	-	-		세전계속사업이익	346	462	764	839	
부채총계	465	468	470	471		법인세비용	75	116	192	211	
지배주주지분	1,886	2,210	2,760	3,368		세전계속이익률(%)	35.2	33.4	44.5	44.2	
자본금	11	11	11	11		당기순이익	271	346	572	628	
자본잉여금	432	432	432	432		순이익률(%)	27.6	25.0	33.3	33.1	
이익잉여금	1,544	1,810	2,302	2,852		지배주주귀속 순이익	272	347	574	630	
기타자본항목	-153	-153	-153	-153		기타포괄이익	58	58	58	58	
비지배주주지분	10	9	7	5		총포괄이익	329	404	630	686	
자본총계	1,896	2,219	2,767	3,373		지배주주귀속총포괄이익	326	400	624	680	

## 현금흐름표

		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	112	355	571	617	
당기순이익	271	346	572	628	
유형자산감가상각비	27	25	22	19	
무형자산상각비	6	6	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	-	-	-	-	
배당금지급	-60	-81	-81	-81	
현금및현금성자산의증감	-103	74	271	306	
기초현금및현금성자산	248	145	219	490	
기말현금및현금성자산	145	219	490	796	

자료 : 앤씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

## 주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	12,416	15,839	26,157	28,744
BPS	85,985	100,773	125,880	153,575
CFPS	13,894	17,262	27,354	29,756
DPS	3,820	3,820	3,820	3,820
Valuation(배)				
PER	19.9	23.2	14.1	12.8
PBR	2.9	3.7	2.9	2.4
PCR	17.8	21.3	13.5	12.4
EV/EBITDA	12.7	14.0	8.3	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	17.0	23.1	20.6
EBITDA 이익률	36.7	36.2	45.8	45.4
부채비율	24.5	21.1	17.0	14.0
순부채비율	-44.0	-48.2	-55.3	-61.2
매출채권회전율(x)	7.4	6.9	6.5	6.2
재고자산회전율(x)	1,455.7	1,727.5	1,635.8	1,552.2



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-05-12	Buy	470,000
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000
2015-05-14	Buy	270,000

### 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 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-