

2017/06/28

엔씨소프트(036570)

기대보다 높은 '리니지M'의 일매출액이 주가 흐름 결정

■ '리니지M' 출시 첫 날 매출액 107억원 기록

'리니지M'의 출시 첫날 이용자 수는 210만명, 매출액은 107억원으로 국내 게임 역사상 최대 규모의 매출액을 기록했다. '리니지2레볼루션'의 출시 첫날 매출액인 79억원보다 높다. 올해 엔씨소프트가 출시한 '파이널블레이드'와 '프로야구H2'의 합산 누적 매출액인 150억원, '리니지1' PC게임의 분기별 평균 매출액이 700억원 수준인 것을 감안하면 '리니지M'의 매출 기여도는 상당히 크다. 일매출액 30억원을 가정할 경우 2017년에 반영되는 '리니지M'의 매출액은 5820억원으로 '리니지1'의 매출액이 50% 잠식된다고 가정하더라도 기존 매출 대비 40% 증가하는 효과가 발생한다.

■ 기대작 출시 이후 주가 흐름은 실적만이 결정

대작이 출시되기 전 기대감은 주가에 선반영된다. '리니지M' 출시 이전인 6월 19일 종가 기준 연초대비수익률이 64.6%인 만큼 '리니지M'에 대한 다양한 평가는 주가의 변동성을 확대시킨다. 지난 12년 6월 '블레이드앤소울'이 출시된 이후 한달간 주가수익률은 -18.1%를 기록했다. 그 이후의 주가흐름은 '블레이드앤소울'의 매출액에 연동되는 모습을 보였다. '리니지M'의 일매출액은 시장 예상치 보다 대폭 상회했음에도 불구하고 고점 대비 주가는 7.5% 하락했다. 향후 주가 흐름은 '리니지M'의 매출액이 결정할 것으로 예상되는 가운데 1) 거래소, 개인간 거래 탑재 및 공성전 업데이트로 인한 추가 탄력, 2) 대만 등 해외 시장 진출로 인한 매출 증가가 예상되어 주가 반등이 가능할 것으로 판단한다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 51만으로 상향 조정

'리니지M'의 매출 추정치를 상향함에 따라 엔씨소프트 목표주가를 기존 47만원에서 51만원으로 상향 조정한다. 2분기 '리니지M'의 매출액은 일매출액 80억원으로 가정하여 809억원으로 산정했으며, 3분기는 일매출액 40억원, 4분기는 30억원으로 가정했다. 온기 반영되는 2018년에는 일매출액 20억원으로 추정할 경우 2018년 예상 PER은 15.4배로 글로벌 경쟁사 대비 저평가 매력이 존재한다. 또한 해외 매출액은 포함되지 않아 추가 매출 창출이 가능할 전망이다.

자료: 하이투자증권

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

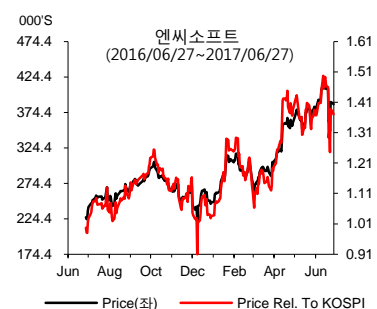
Buy(Maintain)

목표주가(6M)	510,000원
종가(2017/06/27)	386,000원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,193만주
시가총액	8,465십억원
외국인지분율	34.7%
배당금(2016)	3,820원
EPS(2017E)	21,405원
BPS(2017E)	106,340원
ROE(2017E)	22.3%
52주 주가	218,000~416,000원
60일평균거래량	376,711주
60일평균거래대금	138.1십억원

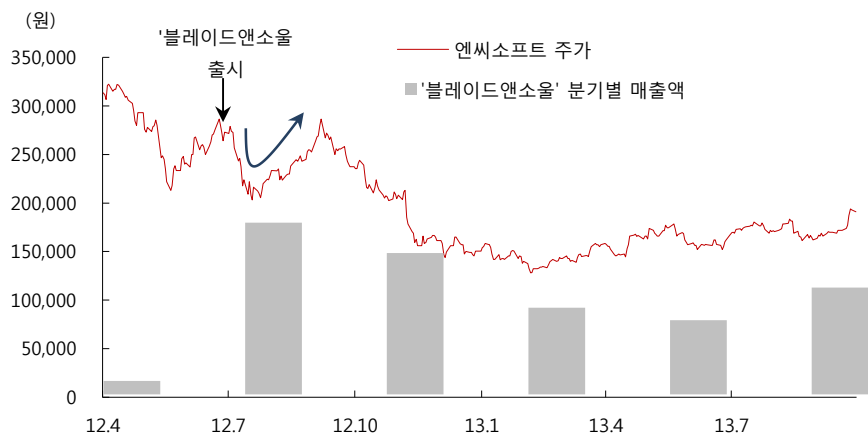
Price Trend



<표 1> '리니지 1' 매출 감소율에 따른 '리니지 M'의 매출 성장 기여도 분석 ('리니지 M' 일매출액 30 억원 가정)

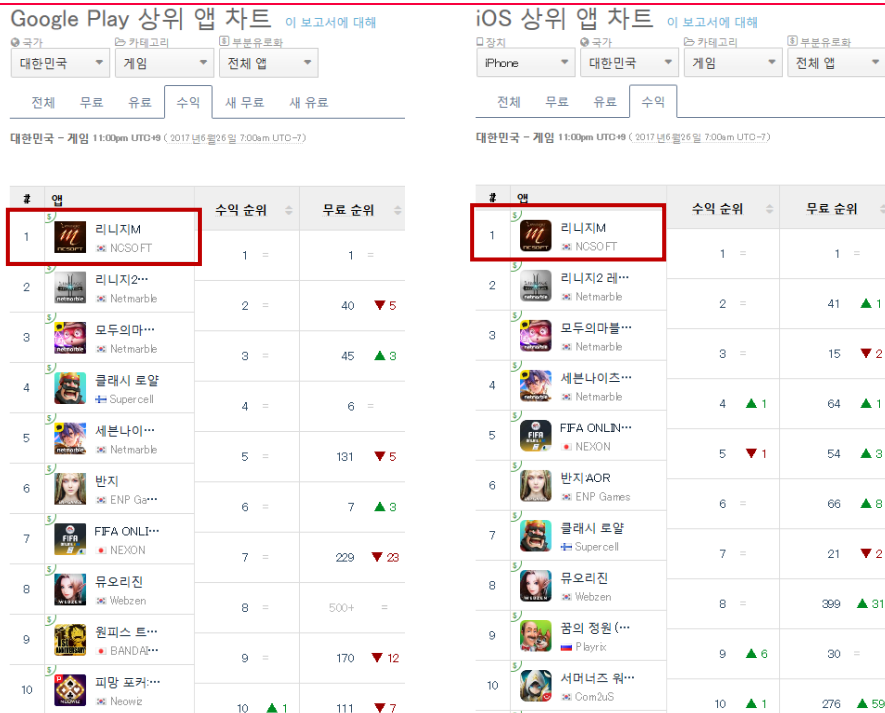
'리니지 1' 매출 감소율	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
'리니지 1' 매출액 감소분	38	75	113	150	188	225	263
리니지 M'의 전체 매출 성장 기여도(%)	55	52	48	44	40	36	32

<그림 1> '블레이드앤소울' 출시 이후 엔씨소프트의 주가 흐름



자료: 엔. 하이투자증권

<그림 2> '리니지M', 양대 오픈마켓 매출 1위 지속 (6월 26일 기준)



자료: App Annie, 하이투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트의 Global Peers Valuation 비교

	NCSoft Corp	Activision Blizzard Inc	Electronic Arts Inc	Netease Inc-ADR	Tencent Holdings Ltd	Kingnet Network Co Ltd-A	Nexon Co Ltd	해외 평균
투자의견	Buy							
목표주가 (원)	510,000							
현재주가 (원, 달러, 6/27)	386,000	60.2	111.9	320.6	36.9	5.1	20.8	
Upside (%)	32.1							
시가총액 (십억원, 백만달러)	7,383.3	45,385.6	34,630.2	42,086.9	349,940.2	3,693.6	9,114.9	
절대수익률 (%)								
1M	2.9	3.3	(0.2)	9.7	2.2	10.6	11.8	2.9
3M	33.6	23.3	25.2	11.4	26.4	14.7	33.2	33.6
6M	57.4	66.0	38.7	44.4	58.4	4.5	34.9	57.4
1Y	76.1	63.8	52.8	89.0	63.8	(15.1)	55.5	76.1
YTD	56.6	67.8	42.0	50.0	50.1	3.7	36.5	56.6
초과수익률 (%p)								
1M	1.8	2.2	(1.3)	8.6	1.0	9.5	10.7	1.8
3M	29.0	18.8	20.6	6.8	21.8	10.1	28.6	29.0
6M	48.6	57.1	29.8	35.5	49.6	(4.3)	26.0	48.6
1Y	53.8	41.6	30.6	66.7	41.5	(37.4)	33.3	53.8
YTD	46.5	57.8	32.0	39.9	40.0	(6.3)	26.5	46.5
PER (X)								
2016	19.9	75.7	29.2	17.0	38.7	33.6	36.6	19.4
2017C	18.0	30.0	26.8	19.1	40.1	28.5	17.0	21.0
2018C	15.4	24.6	22.4	16.8	31.0	23.3	15.4	15.7
PBR (X)								
2016	2.9	4.0	4.7	5.1	10.5	8.7	4.0	5.4
2017C	3.6	7.0	6.7	5.4	10.8	7.4	4.7	5.8
2018C	3.0	6.4	6.2	4.4	8.3	6.2	4.5	4.8
ROE (%)								
2016	14.9	3.0	35.8	34.4	27.9	32.8	5.4	14.9
2017C	22.3	14.6	38.1	31.7	28.2	20.9	14.6	19.4
2018C	21.2	15.4	38.3	28.3	27.9	20.8	13.9	22.0
매출액성장률 (%)								
2016	14.4	41.7	(2.6)	58.4	39.8	10.4	7.4	14.4
2017C	51.3	(1.8)	17.9	36.7	41.5	25.5	14.1	51.3
2018C	20.6	9.2	8.6	20.5	30.4	19.7	5.4	20.6
영업이익성장률 (%)								
2016	35.1	(46.1)	(5.3)	64.3	31.7	(8.6)	(27.2)	35.1
2017C	54.2	197.3	88.1	25.4	34.1	50.6	94.0	54.2
2018C	37.3	21.6	17.8	14.7	27.1	21.4	3.2	37.3
순이익성장률 (%)								
2016	60.6	(70.6)	32.1	63.0	35.0	(1.5)	(59.3)	60.6
2017C	45.9	493.7	13.2	26.4	40.6	26.7	183.4	45.9
2018C	38.3	23.8	19.3	15.4	28.9	22.6	13.1	38.3
영업이익률 (%)								
2016	33.4	10.7	20.4	33.1	34.8	21.3	22.2	33.4
2017C	34.1	32.3	32.6	30.4	33.0	25.5	37.7	34.1
2018C	38.8	35.9	35.4	28.9	32.2	25.9	36.9	38.8
순이익률 (%)								
2016	27.7	3.9	26.3	30.4	27.0	25.8	11.0	27.7
2017C	26.7	23.6	25.3	28.1	26.9	26.1	27.3	26.7
2018C	30.6	26.8	27.8	26.9	26.6	26.7	29.3	30.6

자료: Bloomberg, 하이투자증권 추정

주: 엔씨소프트는 하이투자증권 추정치 기준, 그 외 종목은 Bloomberg Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,192	1,631	2,142	2,667
현금 및 현금성자산	145	280	554	828
단기금융자산	839	999	1,190	1,417
매출채권	167	297	326	327
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	1,169	1,180	1,195	1,215
유형자산	225	199	177	159
무형자산	53	47	43	40
자산총계	2,361	2,811	3,338	3,882
유동부채	284	290	291	291
매입채무	7	12	13	13
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	181	181	181	181
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	465	471	472	472
지배주주지분	1,886	2,332	2,859	3,406
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	432	432	432	432
이익잉여금	1,544	1,932	2,401	2,890
기타자본항목	-153	-153	-153	-153
비지배주주지분	10	8	7	5
자본총계	1,896	2,340	2,866	3,410

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	984	1,754	1,927	1,932
증가율(%)	17.3	78.4	9.9	0.2
매출원가	188	335	368	368
매출총이익	796	1,420	1,560	1,563
판매비와관리비	467	788	850	828
연구개발비	120	213	234	235
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	329	632	709	735
증가율(%)	38.4	92.1	12.3	3.7
영업이익률(%)	33.4	36.0	36.8	38.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	-1	-31	-20	-32
세전계속사업이익	346	625	724	749
법인세비용	75	157	175	181
세전계속이익률(%)	35.2	35.6	37.6	38.8
당기순이익	271	468	549	567
순이익률(%)	27.6	26.7	28.5	29.4
지배주주귀속 순이익	272	469	550	569
기타포괄이익	58	58	58	58
총포괄이익	329	526	607	626
지배주주귀속총포괄이익	326	521	601	619

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	112	479	547	555
당기순이익	271	468	549	567
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	135	274	274
기초현금및현금성자산	248	145	280	554
기말현금및현금성자산	145	280	554	828

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	12,416	21,405	25,100	25,962
BPS	85,985	106,340	130,390	155,302
CFPS	13,894	22,828	26,298	26,974
DPS	3,820	3,820	3,820	3,820
Valuation(배)				
PER	19.9	18.0	15.4	14.9
PBR	2.9	3.6	3.0	2.5
PCR	17.8	16.9	14.7	14.3
EV/EBITDA	12.7	11.1	9.3	8.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	22.3	21.2	18.2
EBITDA 이익률	36.7	37.8	38.2	39.2
부채비율	24.5	20.1	16.5	13.8
순부채비율	-44.0	-48.3	-55.6	-61.4
매출채권회전율(x)	7.4	7.6	6.2	5.9
재고자산회전율(x)	1,455.7	1,893.6	1,547.1	1,479.4

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-06-28	Buy	510,000
2017-05-12	Buy	470,000
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000

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 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 간섭없이 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 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 2017-03-31 기준

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