2014년 5월 19일 기업실적 Review

SMART ON

엔씨소프트 (036570)

BUY (유지)

통신서비스,인터넷게임 Analyst **김미송**
02-6114-2919 ms.kim@hdsrc.com

RA **이현희**
02-6114-2955 hyunhee.lee@hdsrc.com

주가(5/16)	188,500원
목표주가	240,000원
	(종전 350,000원)
산업내 투자선호도	★☆☆

1Q14 부진: 향후 지표 확인 필요!

- 1Q14 캐시카우인 국내 리니지 매출 부진에 따라 이익 시장 예상을 대폭 하회함
- 2014-15년 실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가를 24만원으로 조정하고, 탑픽에서 제외함
- 2Q 중국 블소 등 해외 매출이 국내 부진을 상쇄할 것인지가 관건! 확인되어야 아웃퍼폼 가능할 것!
- 최근 경쟁 게임인 디아블로3 트래픽 증가로 리니지 반등 지표를 확인할 필요가 있다는 판단

그림 1> 1Q14 국내 리니지 부진으로 매출 및 이익 하회

(십억원)	1Q14P	증감율(%)		당사	시장
		YoY	QoQ	기존추정	컨센서스
매출액	178.1	(3.6)	(15.2)	212.9	203.2
영업이익	44.5	(19.8)	(21.5)	69.2	63.4
세전이익	44.4	(31.9)	(27.4)	73.9	68.7
당기순이익	36.5	(30.2)	(20.3)	55.4	51.9

자료: FnGuide, 현대증권

그림 2> 2014-14년 추정치 변경 상세 내용

(십억원)	변경후		증감율(%)	
	2014F	2015F	2014F	2015F
매출액	876.3	979.2	(10.3)	(13.4)
영업이익	274.7	327.3	(22.1)	(27.7)
당기순이익	215.8	255.4	(21.5)	(27.1)

자료: 현대증권

그림 3> 목표주가 24만원으로 하향 조정

(원)		
수정 EPS (A)	11,412	14년 3월말 기준 12개월 선행
목표 PER (B)	21.0	글로벌 온라인 게임업체 평균
적정 주당가치 (C=A*B)	239,643	

자료: 현대증권

캐시카우 국내 리니지 매출 감소로 이익 예상 하회

엔씨소프트가 2014년 1분기 시장 예상을 하회하는 부진한 실적을 발표했다. 주된 이유는 캐시카우인 국내 리니지 매출 부진때문이다. 동사는 실적발표 컨퍼런스 콜을 통해 리니지 매출은 1)월정액, 2)게임방 매출, 3)아이템 판매로 구성되는데, 매출 부진은 대규모 프로모션 부재로 일시적이었고, 2분기에는 회복할 것이라고 밝혔다.

2014-15년 이익 추정치 하향 조정함

당사는 2014-15년 매출액과 이익 추정치를 하향하였다. 기존 리니지 매출 추정을 13년 수준에서 12년 수준으로 낮췄기 때문이다. 리니지 대규모 프로모션의 영향은 확인이 필요하다는 판단이고, 매출 변동성이 커졌기 때문에 추정을 보수적인 관점으로 전환시킨다.

목표주가 24만원 하향하고 업종 탑픽에서 제외함

동사에 대해 목표주가를 24만원으로 하향한다. 목표주가 24만원은 1분기말 기준 12개월 선행 EPS 11,412원에 목표 PER 21배를 적용한 값이다. 목표 PER은 글로벌 온라인 게임 업체 평균값이다. 밸류에이션 방법을 기존 PSR에서 PER로 변경한 이유는 매출 감소에 따른 이익 역레버리지 효과를 더욱 민감하게 반영하기 위함이다. 게임 개발사는 개발비를 비용 처리해 성장할 때 주가는 매출에 민감하게 반응하였으나, 매출이 감소할때는 역레버리지 효과가 나타나 이익에 민감하게 반응할 것이기 때문이다. 성장을 이끌 리니지 업데이트 효과와 중국 블소 등은 아이템 및 패키지 판매에서 발생하는 변동성이 큰 수익으로 향후 확인이 필요하다는 판단이다. 다만, 2분기에 해외 출시가 몰려있고, 주가 하락에 따른 밸류에이션 매력이 살아있어 투자의견은 BUY를 유지한다.

목표주가 기존 35만원에서 24만원으로 하향 조정함

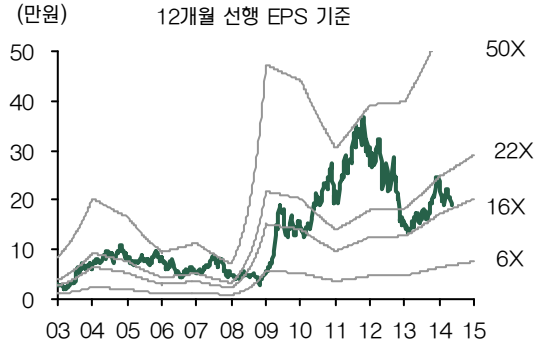
목표주가 기존 35만원에서 24만원으로 하향

동사에 대해 목표주가를 기존 35만원에서 24만원으로 하향한다. 목표주가 24만원은 14년 1분기말 기준 12개월 선행 EPS 11,412원에 목표 PER 21배를 적용한 값이다. 목표 PER 21배는 글로벌 온라인 게임 업체 평균값이다.

밸류에이션 방법을 기존 PSR에서 PER로 변경하였다. 밸류에이션 방법을 변경한 이유는 1)아이템 세일 등 일회성 성격이 강한 매출액이 실적 향상에 기여하게 되면서 변동성이 커졌고, 특히 애널리스트 추정에 대한 불확실성이 커졌으며, 2)캐시카우인 리니지 매출 감소에 따른 이익 역레버리지 효과를 주가에 더욱 민감하게 반영하기 위함이다. 게임 개발사는 개발비를 이미 비용 처리했기 때문에 매출이 성장할 때 주가는 매출에 민감하게 반응한다. 반면, 매출이 감소할때는 역레버리지 효과로 매출이 감소한 것보다 더 크게 이익이 감소하게 된다. 특히, 국내 리니지처럼 캐시카우 역할을 하는 게임의 경우는 그 영향이 더 크다.

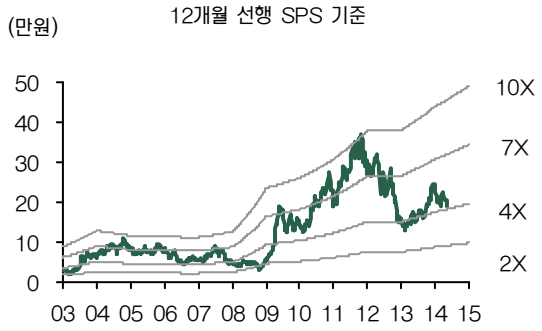
2분기 확인이 필요한 것은 중국 블소를 포함한 해외 매출 성장이 국내 매출 감소를 얼마나 상쇄하고 성장을 이끌어 내느냐이다. 리니지와 중국 블소 매출은 아이템 및 패키지 판매에서 발생하는 변동성이 큰 수익으로 향후 확인이 필요하다는 판단이다. 다만, 2분기에 해외 출시가 몰려있고, 주가 하락에 따른 밸류에이션 매력이 살아있어 투자의견은 BUY를 유지한다.

그림 4> 목표주가 24만원은 목표 PER 21배를 적용한 값



자료: 현대증권

그림 5> 목표주가 24만원은 PSR 5.2배 수준에 해당



자료: 현대증권

2Q 국내 리니지 지표 확인할 필요!

국내 리니지 트래픽 우려 vs. 중국 블소 및 2Q 신작 효과 확인이 필요!

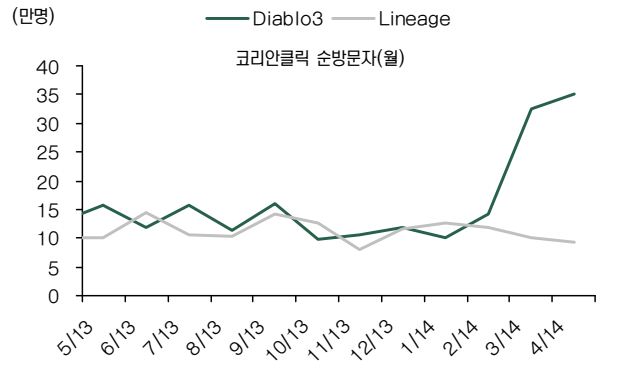
당사는 2분기 국내 리니지 대규모 업데이트 효과를 확인할 필요가 있다는 판단이다. 최근 당사는 게임방을 탐방하였다. 3월 25일 디아블로3 확장팩 출시 이후 주위의 RPG 게임 마니아들이 디아블로3 게임에 대한 극찬을 아끼지 않았기 때문이다. 당사는 게임방 방문을 통해 디아블로3 점유율이 최근 들어 확대되었다는 것을 확인할 수 있었다.

전문 서비스 업체가 제공하는 트래픽 데이터에서도 이 트렌드를 파악할 수 있다. 닐슨 코리안클릭이 제공하는 게임 어플리케이션 트래픽 데이터에서도 디아블로3 순방문자가 증가하였고, 반면, 리니지 순방문자는 소폭 감소하였다. PC방 게임 전문 리서치 서비스인 게임트릭스에서 제공하는 PC방 일 총사용시간도 디아블로3는 증가한 반면, 엔씨소프트 주요 게임의 총사용시간은 감소하였다.

통상적으로 경쟁 게임이 출시되면 일시적으로 트래픽 감소를 보일 수 있는 가능성도 열어두고 있으나, 2분기 리니지 대규모 프로모션 이후 지표를 확인할 필요가 있다는 판단이다. 그 이유는 디아블로3의 총사용시간이 안정화된 이후 리그오브레전드(RTS 장르), 피파온라인3(스포츠), 서든어택(FPS) 등 장르가 다른 게임들은 트래픽을 회복하는 모습을 보였으나, 디아블로3와 같은 RPG 장르인 엔씨소프트 게임(리니지, 아이온, 블소) 트래픽은 회복하지 못했기 때문이다.

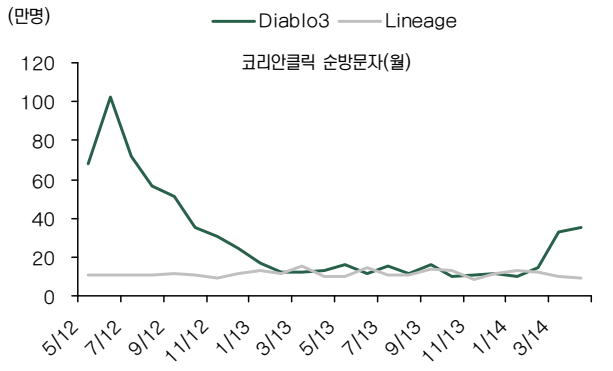
다만, 국내 리니지 유저들은 게임에 대한 애착이 매우 높다. 2분기 신규 캐릭터가 매력적으로 출시된다면, 매출 회복에 대한 우려는 사라질 것이다.

그림 6> 코리안클릭 제공 순방문자 리니지 vs. 디아블로3



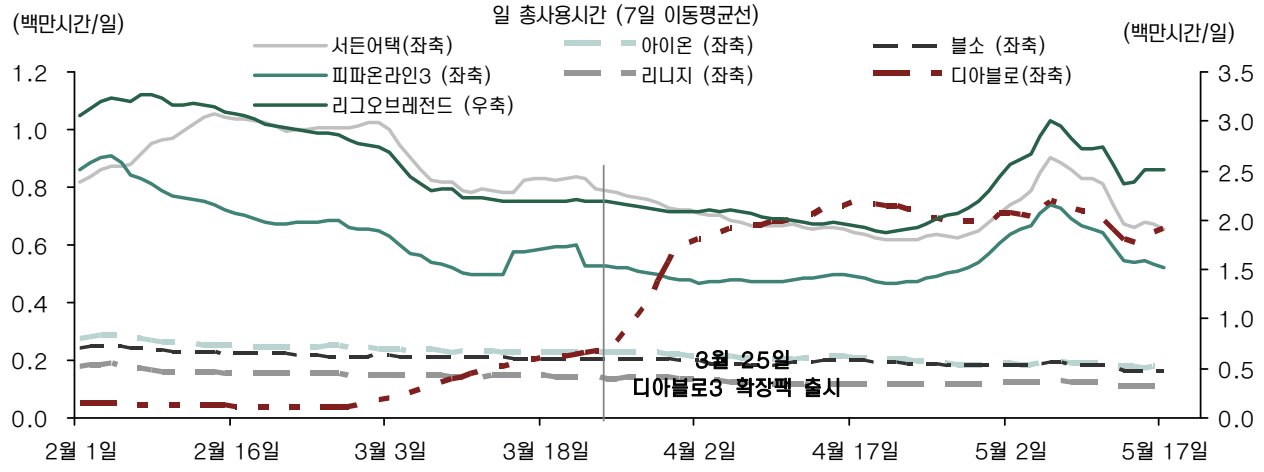
자료: 코리안클릭, 현대증권

그림 7> 디아블로3 출시한 12년 5월 이후 순방문자 추이



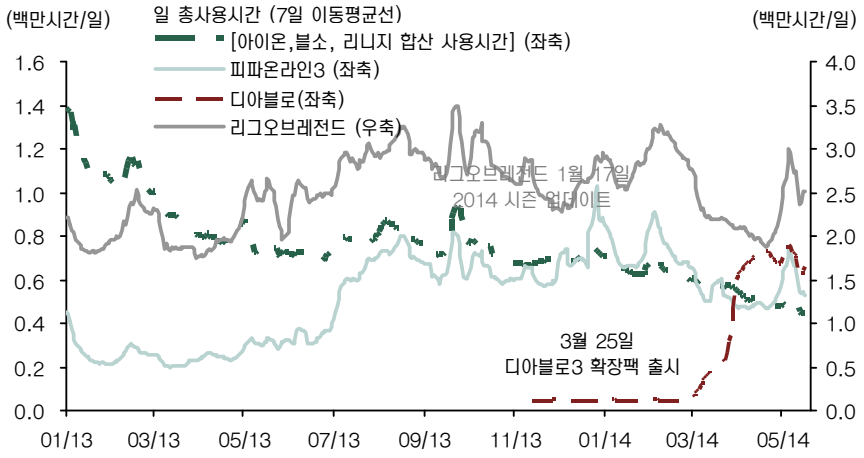
자료: 코리안클릭, 현대증권

그림 8> 3월 25일 경쟁 RPG 게임인 디아블로3 확장팩 출시 이후 게임방 일 총사용시간 추이



자료: 게임트릭스, 현대증권

그림 9> 리니지 주요 게임 vs. 상위 인기 게임 일 총사용시간 추이



자료: 게임트릭스, 현대증권

분기별 실적 추정 및 컨퍼런스 콜 주요 내용정리

그림 10> 분기별 실적 추정 상세 내용

(십억원)	12	13P	14F	15F	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F
게임별 매출	**753.5**	**756.7**	**876.3**	**979.2**	**184.9**	**192.0**	**169.7**	**210.0**	**178.1**	**222.8**	**243.3**	**232.1**
리니지	205.3	287.9	213.6	213.6	66.0	84.8	62.3	74.7	41.0	56.8	54.8	61.0
리니지2	65.1	57.1	46.6	44.3	14.2	14.3	13.1	15.6	11.6	11.1	13.1	10.8
아이온	141.3	95.8	68.3	43.0	28.3	23.3	22.6	21.6	22.2	17.2	15.0	14.0
블레이드앤소울	62.1	68.8	81.7	51.5	16.5	14.2	20.3	17.9	19.2	22.5	22.6	17.4
길드워2	164.9	123.3	106.3	174.8	36.4	28.9	24.5	33.6	25.1	24.1	26.5	30.5
와일드스타	0.0	0.0	50.0	59.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.6	29.6	10.8
리니지이터널	0.0	0.0	0.0	14.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
로열티	64.1	65.9	253.5	324.9	10.7	13.0	9.9	32.3	44.6	67.2	68.0	73.7
기타	50.8	57.8	56.4	53.4	12.7	13.6	17.1	14.3	14.4	14.2	13.8	14.0
영업비용	**602.3**	**551.4**	**601.5**	**651.9**	**129.4**	**129.8**	**139.0**	**153.3**	**133.6**	**150.8**	**156.7**	**160.5**
인건비	324.6	311.3	331.8	358.5	76.5	76.4	75.5	82.9	78.5	80.8	82.4	90.1
감가상각비	38.1	35.5	37.7	41.1	8.5	8.5	9.1	9.5	9.2	8.1	9.7	11.0
로열티	15.2	15.5	19.5	21.8	3.5	2.8	5.2	4.1	3.9	4.8	5.7	5.0
결제수수료	28.4	26.0	29.8	31.9	6.6	6.9	6.9	5.6	5.4	8.4	9.9	6.1
지급수수료	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
박스제작비	9.4	3.3	7.5	8.5	0.6	1.2	0.5	1.1	0.4	2.1	3.2	1.9
마케팅비	36.3	20.9	29.2	39.2	4.0	4.9	6.2	5.8	3.6	8.9	8.5	8.1
대손상각비	3.9	2.5	2.3	2.5	0.1	0.0	0.1	2.2	0.3	0.4	0.4	1.2
기타	144.7	136.3	144.7	148.1	29.5	29.2	35.4	42.2	33.5	37.2	36.9	37.1
영업이익	**151.3**	**205.2**	**274.7**	**327.3**	**55.5**	**62.2**	**30.7**	**56.7**	**44.5**	**72.0**	**86.6**	**71.6**
세전이익	**182.9**	**216.2**	**283.4**	**340.6**	**65.3**	**58.7**	**31.0**	**61.2**	**44.4**	**75.1**	**87.9**	**75.9**
순이익	**153.7**	**158.6**	**215.8**	**255.4**	**52.3**	**34.2**	**26.3**	**45.7**	**36.5**	**56.4**	**65.9**	**57.0**
지배기업순이익	**155.8**	**158.6**	**214.3**	**252.9**	**52.1**	**34.1**	**25.4**	**47.1**	**36.8**	**55.8**	**65.3**	**56.4**

자료: 현대증권

그림 11> 1Q14 실적발표 컨퍼런스 콜 주요 내용 정리

★ 1Q14 실적 리뷰
- 매출 1,781억원(-4%YoY, -15%QoQ): 리니지 매출 감소 때문에 부진
- 영업이익 444억원(-32%YoY, -27%QoQ)로 캐쉬카우인 국내 리니지 매출 감소로 부진
- 리니지: 대형 프로모션 부재로 일시적 감소. 14년 혁신적인 서비스 개발 등 장기 성장이 전략이기 때문에 우려하지 않아도 됨

★ 주요 질의 응답
- 리니지 매출 변동성 해결 방안 및 2Q 이벤트 강도: 1Q 프로모션은 의도적으로 하지 않은 것
  2Q 대형 프로모션과 대형 업데이트가 준비되어 있음. 연간 기준으로 13년 수준은 힘들겠지만, 캐쉬카우 역할해 줄 것으로 기대
  리니지 수익은 이용료, PC방, 아이템(상시 아이템 및 대형 프로모션)으로 나뉨. 09년 이전과 이후 비교하면 월정액 비중을 알아낼 수 있음
  대규모 프로모션은 소비자들의 반응이 탄력적이기 때문에 실시하는 시기에 유연성이 있어야 함을 이해해 주기 바람
  2Q 프로모션: 5년만에 신규 캐릭터 내놓을 것. 긍정적 효과 기대. 일시적 상승보다는 꾸준한 캐어를 통해서 이번 업데이트 이후 집중할 예정
- 로열티 매출 중 중국 블소는 350억원 수준으로 이해하면 됨. 중국 블소 트래픽은 퍼블리셔와의 내부 정책때문에 구체적 언급 어려움
  다만, 상용화 직전 현재 트래픽은 중국에서 성공한 MMORPG 타이틀들 수준. 업데이트 통해 텐센트와 유저 인프라 개선에 중점 두고 노력 중
- 길드워 2 중국 분위기: 17173.com을 통해서는 기대순위 1위 유지해 옴. 긍정적 반응
- 중국 블소 관련 트래픽이 유저 인게이지먼트를 보는데 유효한 지표인지? 상용화 이후 트래픽 및 머니타이제이션 트렌드 예상?
  서버 트래픽이 일정부분 상관관계는 있음. 다만 외부에서 보고 있는 지표와 내부적으로 텐센트가 보는 지표와는 차이가 있음
  중국 블소는 부분유료화 모델이기 때문에 매출 변동성이 있을 수 밖에 없음. 상용화 이후 전망은 당연히 기대 가지고 있음
- 와일드스타 매출 전망: 전망 어려우나, 내부 목표는 달성 가능할 것. 박스판매와 월정액이 있고, 리텐션률을 높일 전략도 가지고 있음
- 모바일 관련 하반기 기대: 내부적으로 본사 및 자회사가 모바일에서 사용할 수 있는 IP를 준비 중. 하반기 블소 TCG 예정
  TCG는 한국 및 중국에서 ARPU 실적을 올리는 분야이고. 기대하고 있음. 프리미엄 IP에 대한 중요도가 증가하고 있는 상황임
- 2Q 로열티 매출이 길드워2 기여로 증가할 것인지? 로열티 매출 증가. 중국 길드워2는 매출은 일시적으로 인식할 것
- 3Q 이후 메이저 타이틀들의 신규 지역 출시 등이 뚜렷하지 않은데, 타이틀 출시 이외에 업사이트 포텐셜이 있는 재료는 없는지?
  신작 출시 이후에도 리니지1과 같은 장기적인 캐쉬카우 발굴에 집중할 것

★ 중국 블소 업데이트
- 현재 상용화 막바지 작업 중. 상용화 시 대규모 콘텐츠 업데이트와 마케팅이 동시에 출시될 예정
- 2014년 로열티 수익 1,400억원 시장 예상. 1Q 350억원 수준

★ 게임별 업데이트
- 중국 길드워2: 퍼블리셔 콩종. 패키지(한번에 반영) 및 아이템 판매 모델 적용. 5월 15일 론칭
  4월 2일부터 사전 주문받아 판매량 50만장 육박. 패키지 88위안(1.5만원). 유저들 평가 긍정적
  북미 길드워2 확장팩 2015년 출시 예정
- 와일드스타: 3월 19일 프리세일. 6월 3일 북미/유럽 론칭 목표. 5/8일부터 열흘간 오픈베타 서비스 실시. 사전 판매량 상용화 앞두고 증가
  수익모델: 60달러짜리 박스 판매 + 15달러의 월정액 모델 (첫달 월정액 안내도 됨)
- 일본 블소: 5월 20일 진출 예정. (*리니지2가 일본에서 연간 400-500억원 한 것으로 보아 이 수준 가능하지 않을까 하는 당사 추정)
- 대만 블소: 준비 순항 중
- 리니지이터널: 겨울 시즌 CBT 예정
- 메탈블랙:얼터너티브 (MBA): 하반기 비공개 테스트 예정

★ 2014년 전망: 보수적으로 제시한 매출액 성장 가이던스 유지(기존 게임과 신규 게임 모두 보수적. 모바일 게임 미출시는 반영하지 않음)
- 매출 18%~24% (+1,300~1,800억원) 성장한다고 가정하면 8,900억원~9,400억원 예상
- 영업이익률 30% 중반 수준 예상. 로열티 매출액에 따라 마진 달라질 것

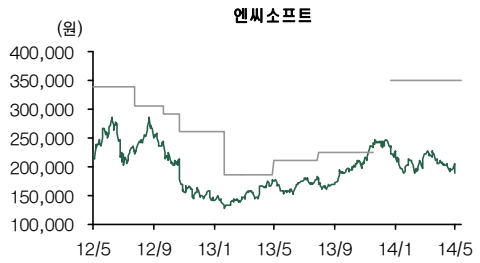
자료: 현대증권

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	753.5	756.7	876.3	979.2	1,353.9
영업이익 (십억원)	151.3	205.2	274.7	327.3	623.2
순이익 (십억원)	153.7	158.7	215.8	255.4	477.6
지배기업순이익 (십억원)	155.8	158.8	214.3	252.9	472.8
EPS (원)	7,837	7,961	10,736	12,671	23,689
수정EPS (원)	7,837	7,961	10,736	12,671	23,689
PER* (배)	41.9 – 18.0	31.4 – 15.7	17.6	14.9	8.0
PBR (배)	3.0	4.3	2.8	2.4	1.8
EV/EBITDA (배)	14.6	19.9	10.6	8.4	3.9
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.0
ROE (%)	16.8	14.8	17.2	17.3	26.1
ROIC (%)	31.4	41.0	91.2	103.5	216.6

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 엔씨소프트, 현대증권

투자자 고지사항

■ **투자의견 및 목표주가 변경내역**



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
엔씨소프트	12/8/9	BUY	305,000
	12/10/8	BUY	293,000
	12/11/8	BUY	260,000
	13/2/6	BUY	185,000
	13/5/16	BUY	210,000
	13/8/14	BUY	224,000
	13/12/3	NA	
	14/1/6	BUY	350,000
	14/5/19	BUY	240,000

- 엔씨소프트: ELW발행 및 유동성 공급자(LP). 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

- 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
  등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 ━, 목표주가 ┄)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.