MIRAE ASSET 미래에셋대우

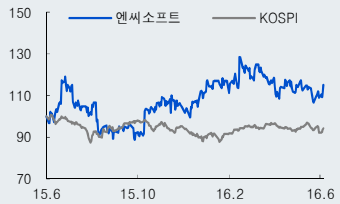
게임

Company Update
2016.7.1

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	420,000
현재주가(16/06/30,원)	236,000
상승여력	78%

영업이익(16F,십억원)	318
Consensus 영업이익(16F,십억원)	329
EPS 성장률(16F,%)	54.2
MKT EPS 성장률(16F,%)	17.9
P/E(16F,x)	20.3
MKT P/E(16F,x)	10.5
KOSPI	1,970.35
시가총액(십억원)	5,175
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	83.8
외국인 보유비중(%)	32.8
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	182,000
52주 최고가(원)	263,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	10.8	18.9
상대주가	-1.4	10.3	25.2



[인터넷/게임/엔터테인먼트]

김창권
02-768-4321
changkwean.kim@dwsec.com

박정엽
02-768-4124
jay.park@dwsec.com

엔씨소프트 (036570)

오버워치 대박과 무관한 또! 리니지

2분기 실적 전년동기 대비 증가, 전분기 대비 감소 예상

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기와 비교해 각각 4.8%, 1.7% 증가한 2,279억원과 682억원으로 예상된다. 전분기와 비교해서는 각각 -5.4%, -10.0% 줄어들 것으로 전망된다.

리니지 매출액은, 드래곤의 보물상자 이벤트(5/25~6/22일)에서 아이템 판매 매출액이 인식되면서 1분기보다 증가할 전망이다. 그러나 한정판 CD 판매 등을 반영해 1분기에 신규로 계상되었던 북미 블소 매출액은 크게 감소할 것으로 예상<표 1>한다.

AI(인공지능), VR(가장 현실) 등 미래 성장 동력 확보를 위한 프로젝트와 하반기 늘어날 모바일 게임 라인업을 대비하는 인력 충원이 필요한 시점이다. 이를 반영해 2분기부터는 분기별 인건비가 전년 대비 약 100억씩 증가할 것으로 추정한다.

오버워치 우려는 '오버', 리니지는 별개의 게임 시장

2분기 국내 온라인게임 시장에 오랜만의 지각 변동이 있었다. 5월 24일 블리자드가 서비스를 시작한 FPS게임 오버워치가 PC방 점유율 1위를 달성<그림 4>하며 이슈화 되고 있다.

그러나 리니지를 비롯한 엔씨소프트 기존 게임들은 오버워치 출시에도 큰 변동 없는 트래픽 흐름을 기록하고 있다<그림 7-13>. 리니지는 오버워치 출시 이후에도 자체 이벤트 영향으로 사용자가 오히려 증가했다<그림 10>. 하드코어/라이트 유저, 혹은 고연령층(30대 이상)/저연령층(20대 이하)으로 양분화된 PC게임 시장 구조가 다시 한번 확인되었다.

다소 길어지는 기다림의 시간, 리니지RK 출시가 주가 상승 촉매

하반기에 집중된 동사의 모바일 게임 출시 일정에는 큰 변화가 없는 것으로 확인된다. 리니지 RK는 3분기, 리니지M은 4분기부터 각각 신규 매출액으로 계상될 계획이다. PC 온라인 게임 MXM의 한국, 일본, 대만 글로벌 상용화도 하반기에 진행될 것이다.

단기적으로 동사 주가는 <그림 1>의 리니지2 출시 직전이나 <그림 3> 아이온 출시 직전과 같이 횡보할 가능성이 높아 보인다. 현 시점은 동사 모바일 게임 흥행에 대한 투자자 기대감이 높은 한편, 출시 일정에 대해서 재확인하고자 하는 시점이라 판단한다.

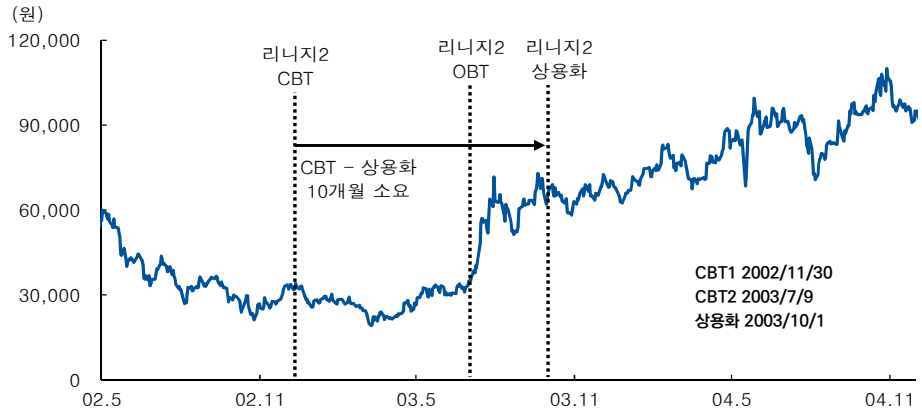
1분기 중국 블소 모바일, 미국 블소 유료화에서 증명되었듯 모바일 게임 출시 후 리니지 IP 가치는 크게 부각될 것으로 기대된다. 10대~40대까지 아우르는, 수백만명의 리니지 모바일 RPG 잠재 수용층이 동사 모바일 게임 출시를 기다리고 있다. 출시 이후의 급격한 실적 개선 흐름 전망은 여전히 유효한 상황이다. '매수' 의견과 목표주가 42만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	757	839	838	992	1,159	1,274
영업이익 (십억원)	205	278	237	318	420	483
영업이익률 (%)	27.1	33.1	28.3	32.1	36.2	37.9
순이익 (십억원)	159	230	165	255	331	377
EPS (원)	7,245	10,487	7,542	11,629	15,097	17,189
ROE (%)	14.8	18.4	10.6	13.7	15.8	16.0
P/E (배)	34.3	17.4	28.2	20.3	15.6	13.7
P/B (배)	4.4	2.7	2.6	2.6	2.3	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

게임 출시 전후 주가 변화

그림 1. 리니지2 출시 준비 상황과 주가 변화



자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 타블라라사 출시 준비 상황과 주가 변화

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 아이온 출시 준비 상황과 주가 변화

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

표 1. 분기 및 연간 실적 추이와 전망 (십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F
매출액	188	218	196	237	241	228	237	286	839	838	992
리니지1	66	85	78	83	79	85	77	82	263	313	324
리니지2	11	16	16	20	17	16	17	18	59	63	68
아이온	18	20	17	19	20	19	20	20	94	74	79
블레이드 앤 소울	27	30	25	32	54	39	35	36	83	114	164
길드워2	20	22	21	37	31	26	21	25	86	101	103
와일드스타	3	2	2	3	1	1	1	1	50	9	5
MXM	0	0	0	0	0	0	0	15	0	0	15
로열티	26	21	23	29	29	27	27	22	137	99	106
기타	18	20	15	14	10	14	39	67	67	67	129
매출비중											
리니지1	35.1	39.3	40.0	35.1	32.7	37.5	32.6	28.8	31.4	37.3	32.7
리니지2	5.9	7.5	8.0	8.5	7.1	7.1	7.2	6.2	7.1	7.5	6.9
아이온	9.7	9.2	8.6	7.8	8.4	8.3	8.5	6.9	11.3	8.8	8.0
블레이드 앤 소울	14.2	13.7	12.7	13.7	22.4	17.1	14.5	12.6	9.9	13.6	16.5
길드워2	10.6	10.3	10.6	15.8	12.7	11.6	9.0	8.8	10.2	12.0	10.4
와일드스타	1.4	1.0	0.9	1.1	0.5	0.5	0.4	0.4	5.9	1.1	0.5
MXM	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.2	0.0	0.0	1.5
로열티	13.6	9.6	11.7	12.3	12.2	12.0	11.5	7.6	16.3	11.8	10.7
기타	9.5	9.4	7.6	5.7	4.0	5.9	16.2	23.5	8.0	7.9	13.0
영업비용	143	150	145	162	165	160	162	188	561	601	674
영업이익	45	67	51	75	76	68	76	98	278	237	318
영업이익률	23.9	30.8	25.9	31.6	31.5	29.9	31.8	34.4	33.2	28.3	32.0
당기순이익	36	58	31	42	66	56	58	76	227	166	257
순이익률	18.9	26.6	15.7	17.8	27.5	24.7	24.6	26.5	27.1	19.8	25.9
YoY 증감률											
매출액	5.6	1.7	-7.5	0.8	28.0	4.8	21.4	20.7	10.8	-0.1	18.4
리니지1	61.0	50.3	14.2	-14.0	19.5	-0.1	-1.1	-0.9	-8.6	18.9	3.6
리니지2	-5.0	19.9	5.2	3.0	55.1	-1.2	9.3	-10.8	4.1	5.8	8.2
아이온	-17.8	9.5	-49.1	-11.2	10.2	-5.3	20.6	6.0	-1.4	-21.9	7.3
블레이드 앤 소울	39.2	55.6	26.1	31.9	101.8	31.1	38.5	11.0	20.1	37.7	43.6
길드워2	-20.3	1.2	5.1	93.7	52.6	17.3	3.2	-32.7	-30.6	17.4	2.9
와일드스타	-	-92.6	-89.3	-51.4	-50.6	-45.4	-40.2	-58.0	-	-81.7	-49.6
로열티	-42.5	-44.2	3.1	-10.1	14.5	30.4	19.2	-25.1	107.5	-27.9	7.3
기타	23.9	13.1	-16.1	-16.4	-46.3	-33.6	160.9	393.6	15.9	-0.6	93.4
영업이익	0.8	3.3	-37.8	-14.3	68.9	1.7	49.3	31.3	35.5	-14.6	33.9
당기순이익	-2.7	9.3	-59.5	-32.2	86.1	-2.9	90.4	79.4	43.4	-26.9	54.2

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

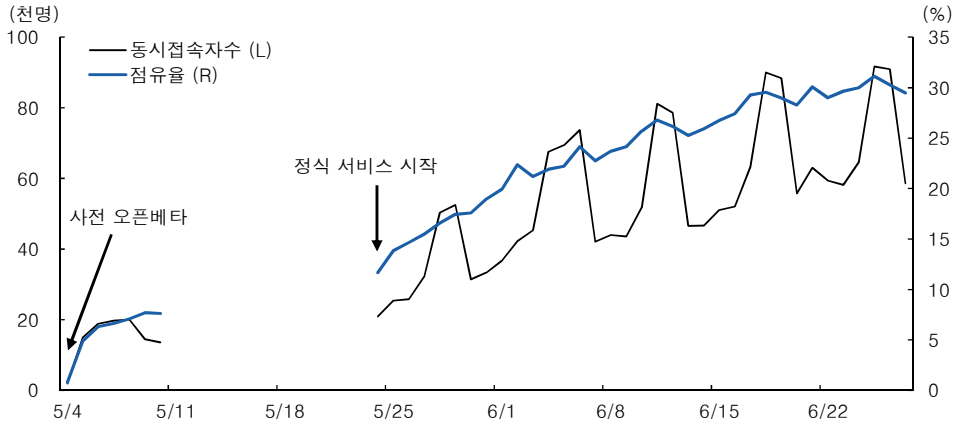
표 2. 2016~2017년 실적 예상 변경 (십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	1,012	1,164	992	1,159	-2.0	-0.4
영업이익	337	417	318	420	-5.6	0.7
순이익	272	330	255	331	-6.3	0.3
EPS (원)	12,406	15,053	11,629	15,097	-6.3	0.3
영업이익률	33.3	35.8	32.1	36.2	-1.2	0.4
순이익률	26.9	28.4	25.7	28.6	-1.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

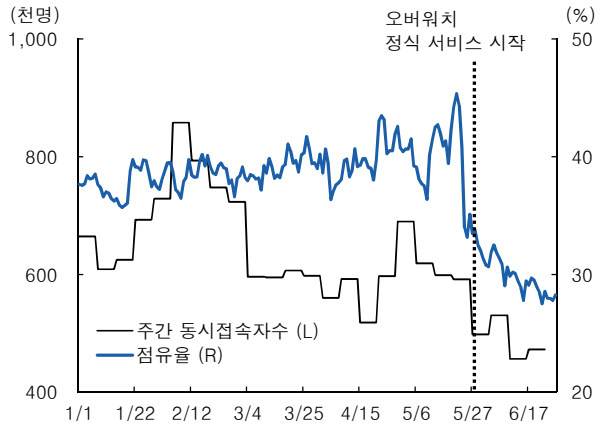
게임별 트래픽 점검

그림 4. 오버워치 일간 동시접속자수 및 PC방 점유율



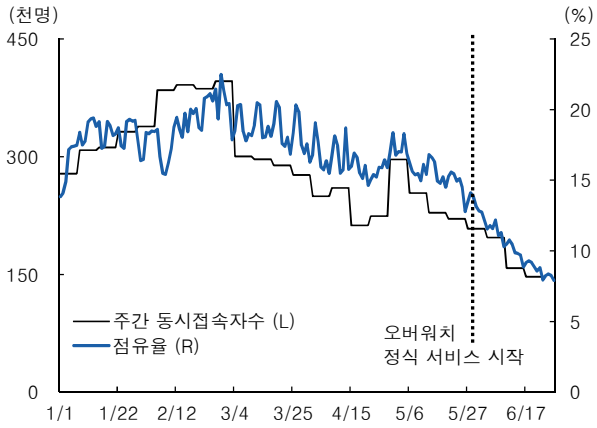
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 리그오브레전드 접속자수 및 점유율: 오버워치 출시 후 감소세



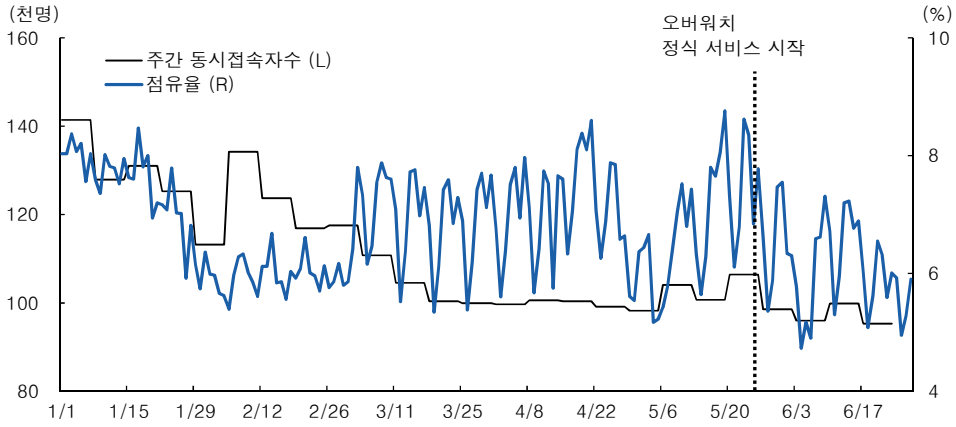
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 서든어택 접속자수 및 점유율: 오버워치 출시 후 감소세



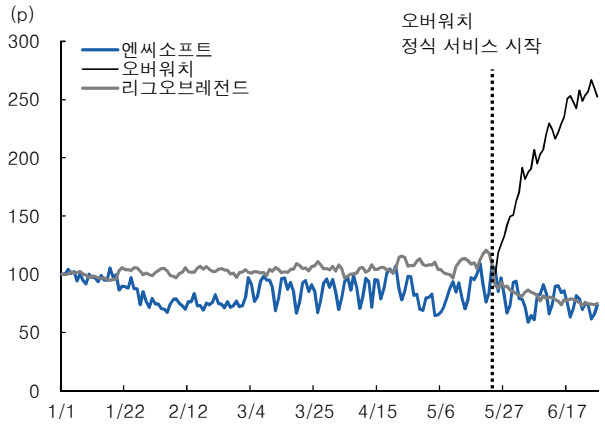
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 엔씨소프트 게임 접속자수 및 점유율 합계: 오버워치 출시 영향 미미



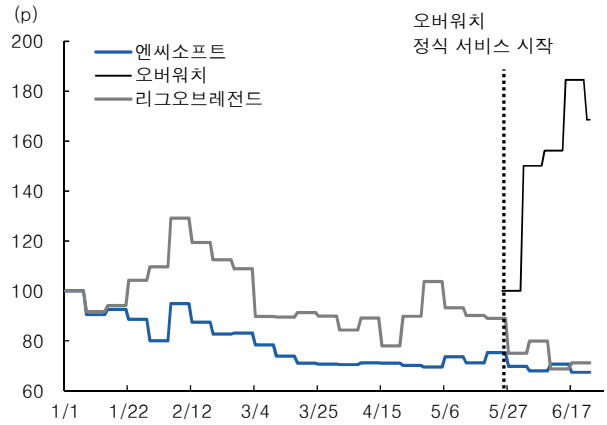
주: 주간 동시접속자수는 일간 동시접속자수의 주간 합계치, 엔씨소프트 게임은 리니지, 리니지2, 블레이드&소울, 아이온 4종
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. PC방 점유율 상대비교



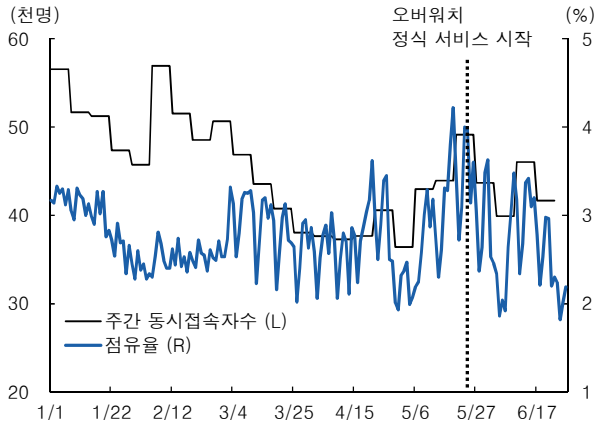
주: 엔씨소프트 게임은 리니지, 리니지2, 블레이드&소울, 아이온 4종
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 주간 동시접속자수 상대비교



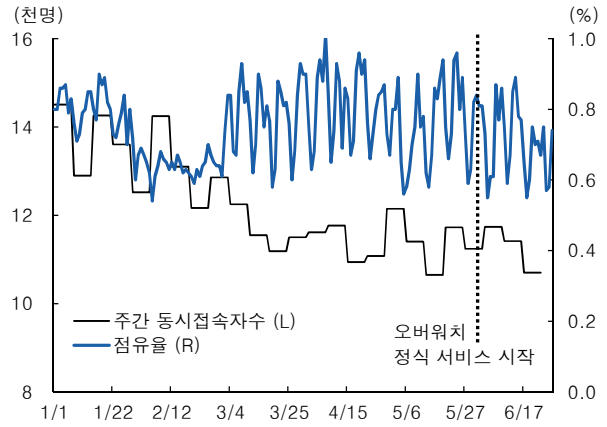
주: 주간 동시접속자수는 일간 동시접속자수의 주간 합계치, 엔씨소프트 게임은 리니지, 리니지2, 블레이드&소울, 아이온 4종
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 리니지 동시접속자수 및 점유율 변화



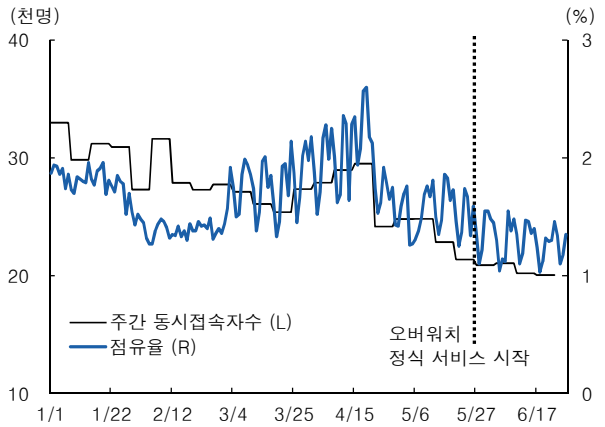
주: 주간 동시접속자수는 일간 동시접속자수의 주간 합계치
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 리니지2 동시접속자수 및 점유율 변화



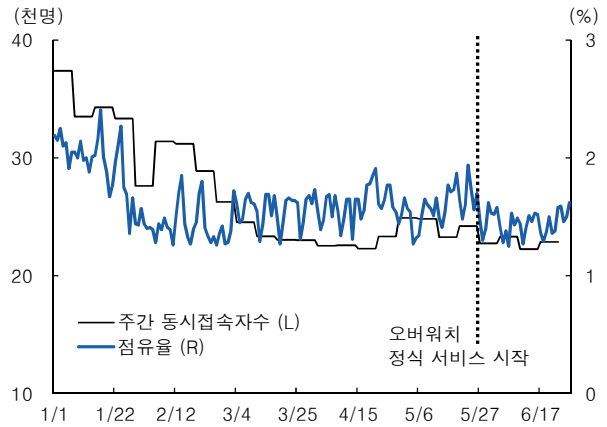
주: 주간 동시접속자수는 일간 동시접속자수의 주간 합계치
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 블레이드&소울 동시접속자수 및 점유율 변화



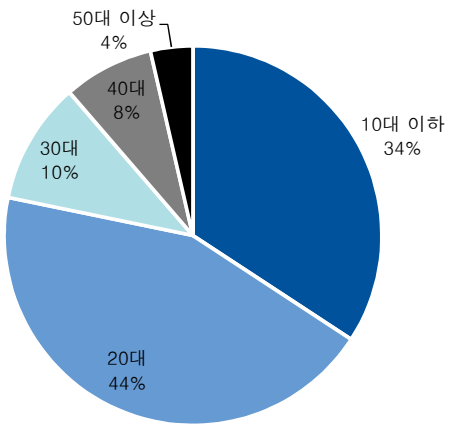
주: 주간 동시접속자수는 일간 동시접속자수의 주간 합계치
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 아이온 동시접속자수 및 점유율 변화



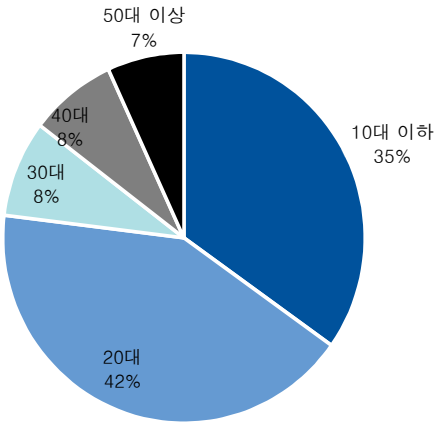
주: 주간 동시접속자수는 일간 동시접속자수의 주간 합계치
자료: Gametrics, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 오버워치 주간 이용자 연령별 구성: 10-20대 중심



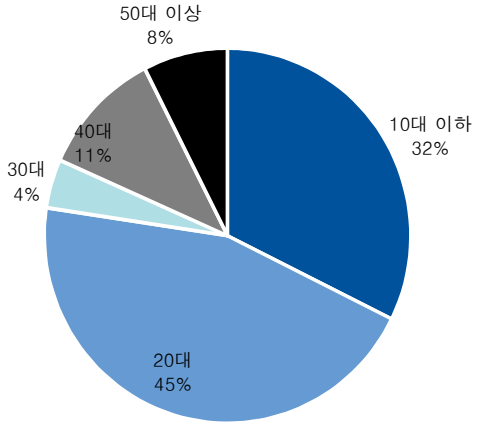
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 리그오브레전드 주간 이용자 연령별 구성: 10대-20대 중심



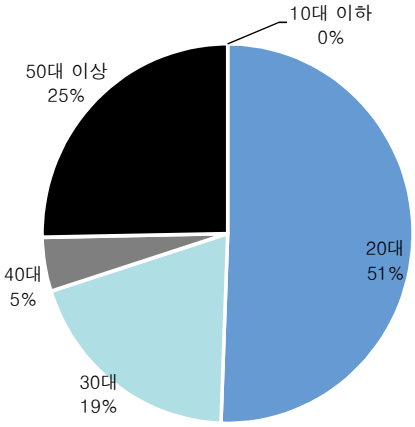
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 서든어택 주간 이용자 연령별 구성: 10대-20대 중심



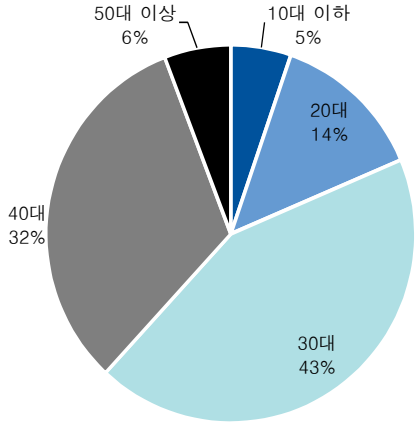
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 리니지 주간 이용자 연령별 구성: 30대 이상 비중 높음



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 디아블로3 주간 이용자 연령별 구성: 30대 이상 중심



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**838**	**992**	**1,159**	**1,274**
매출원가	**203**	**264**	**309**	**339**
매출총이익	**635**	**728**	**850**	**935**
판매비와관리비	**398**	**410**	**430**	**452**
조정영업이익	**237**	**318**	**420**	**483**
영업이익	**237**	**318**	**420**	**483**
비영업손익	**3**	**7**	**20**	**25**
금융손익	20	23	27	33
관계기업등 투자손익	-2	-2	-1	-1
세전계속사업손익	240	325	440	508
계속사업법인세비용	73	69	107	129
계속사업이익	166	256	333	379
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**166**	**256**	**333**	**379**
지배주주	165	255	331	377
비지배주주	1	1	2	2
총포괄이익	**171**	**256**	**333**	**379**
지배주주	169	254	329	375
비지배주주	2	3	4	4
EBITDA	272	348	446	505
FCF	224	342	419	443
EBITDA 마진율 (%)	32.5	35.1	38.5	39.6
영업이익률 (%)	28.3	32.1	36.2	37.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.7	25.7	28.6	29.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**1,083**	**1,286**	**1,538**	**1,820**
현금 및 현금성자산	248	298	385	552
매출채권 및 기타채권	90	106	124	137
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	744	881	1,028	1,130
비유동자산	**1,136**	**1,209**	**1,294**	**1,348**
관계기업투자등	35	42	49	54
유형자산	234	209	187	168
무형자산	64	59	55	51
자산총계	**2,219**	**2,494**	**2,832**	**3,168**
유동부채	**338**	**400**	**467**	**513**
매입채무 및 기타채무	29	35	41	45
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	309	365	426	468
비유동부채	**93**	**110**	**128**	**140**
장기금융부채	1	1	1	0
기타비유동부채	92	109	127	140
부채총계	**430**	**509**	**594**	**653**
지배주주지분	**1,770**	**1,964**	**2,215**	**2,490**
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	441	441	441	441
이익잉여금	1,330	1,525	1,776	2,051
비지배주주지분	**19**	**21**	**23**	**25**
자본총계	**1,789**	**1,985**	**2,238**	**2,515**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	241	342	419	443
당기순이익	166	256	333	379
비현금수익비용가감	124	75	104	117
유형자산감가상각비	28	25	22	19
무형자산상각비	7	5	4	3
기타	89	45	78	95
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	55	60	41
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-16	-18	-12
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	2	2	2
법인세납부	-71	-69	-107	-129
투자활동으로 인한 현금흐름	-517	-225	-244	-169
유형자산처분(취득)	-16	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-504	-225	-244	-169
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	310	-60	-81	-102
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	219	0	0	0
배당금의 지급	-69	-60	-81	-102
기타재무활동	160	0	0	0
현금의 증가	45	50	87	167
기초현금	203	248	298	385
기말현금	248	298	385	552

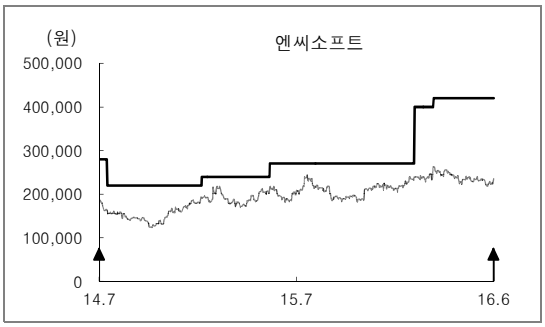
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	28.2	20.3	15.6	13.7
P/CF (x)	16.1	15.6	11.8	10.4
P/B (x)	2.6	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	13.7	11.7	8.6	7.1
EPS (원)	7,542	11,629	15,097	17,189
CFPS (원)	13,226	15,106	19,939	22,622
BPS (원)	81,257	90,146	101,563	114,103
DPS (원)	2,747	3,800	4,800	5,200
배당성향 (%)	36.1	31.5	30.6	29.1
배당수익률 (%)	1.3	1.6	2.0	2.2
매출액증가율 (%)	-0.1	18.4	16.8	9.9
EBITDA증가율 (%)	-13.7	27.9	28.2	13.2
조정영업이익증가율 (%)	-14.7	34.2	32.1	15.0
EPS증가율 (%)	-28.1	54.2	29.8	13.9
매출채권 회전율 (회)	9.4	10.2	10.2	9.9
재고자산 회전율 (회)				
매입채무 회전율 (회)	20.7	21.5	21.4	20.8
ROA (%)	8.5	10.9	12.5	12.6
ROE (%)	10.6	13.7	15.8	16.0
ROIC (%)	97.8	341.6	5,868.6	-671.7
부채비율 (%)	24.1	25.6	26.6	26.0
유동비율 (%)	320.8	321.8	329.7	354.8
순차입금/자기자본 (%)				
조정영업이익/금융비용 (x)				

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
엔씨소프트(036570)	2016.03.11	매수	420,000원
	2016.02.05	매수	400,000원
	2015.05.13	매수	270,000원
	2015.01.07	매수	240,000원
	2014.07.16	매수	220,000원
	2014.05.19	매수	280,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.