2017년 3월 31일 I Equity Research

엔씨소프트 (036570)

귀환 "리니지"

"리니지M"의 성공요인 세 가지

4월 12일 사전예약을 시작하는 엔씨소프트 "리니지M"의 성공가능성을 높게 보는 이유는 크게 세 가지이다. "리니지1" 온라인이 가지는 1) 비교불가한 인지도와 2) 유저간 아이템 거래가 가능해지면서 생기는 '환금성', 그리고, 3) 기존 온라인게임유저들과의 Co-Promotion이다.

첫 번째로 "리니지1"의 브랜드 인지도는 자타가 공인하는 부분이다. 현재 온라인게임을 플레이하는 유저기반도 풍부하지만, 지급여력이 풍부한 30대 중반 이후의 "리니지1" 경험자 규모는 막대할 것으로 판단된다. "리니지2" 레볼루션의 흥행도 "리니지M"에 대한 관심을 높이는데 일조하고 있다. 여기에 PC기반의 그래픽과 다양한 게임컨텐츠를 모바일로 그대로 옮겨놨다는 점에서 유저들의 새로운 게임에 대한 부담을 최소화할 수 있을 것이다.

두 번째는 가장 주요한 흥행요인이라 판단되는 유저간 거래시스템이다. "리니지1" 온라인게임이 오랜 기간 흥행을 지속해 왔던 데에는 '환금성'이라는 요소가 크게 작용했다는 점을 부인할 수 없다. 여기서 환금성이라는 것은 유저간 직접거래 또는 에스크로 시스템을 통한 거래로 구매했던 장비 아이템을 되팔 수 있다는 점에 기인한다. 유저들은 많은 지출이 있음에도 불구하고 되팔 수 있다는 전제하에 고가의 장비를 구매하고 게임을 즐기는 과정에서 상대적으로 높은 만족도를 느끼게 되고 이는 게임에 대한 충성도 제고로 이어진다. 유저간 거래는 게임사의 매출에 영향을 주지는 않지만, 유저들의 게임에 대한 충성도가 높아질 수록 게임사가 판매하는 아이템에 대한 구매확률이 높아지고 결국 게임매출이 증가하는 구조이다. "리니지M"은 "리니지1" 고유의 거래시스템을 승계함으로써 경쟁 모바일게임 대비 유저들의 충성도를 획기적으로 올릴 수 있을 것으로 판단된다. 이를 기반으로 고려할 때 초기 유저확보에 성공할 경우 상대적으로 긴 라이프사이클 동안 풍부한 유저기반을 유지할 수 있을 것이며 이는 엔씨소프트의 펀더멘털개선으로 이어질 것이다.

마지막으로 "리니지1" 온라인게임 유저들을 대상으로 하는 Co-Promotion도 소기의 성과를 거둘 전망이다. 온라인게임에서의 혜택을 기반으로 모바일게임 플레이를 유도할 경우 "리니지1"에 대한 유저들의 높은 충성도를 고려할 경우 상당한 수준의 참여가 가능할 것으로 기대되고 이는 "리니지M" 흥행의 기반이 될 것으로 판단된다.

"리니지M"의 흥행규모를 미리 판단하기는 어렵겠으나 일매출 기준 5억원 이상의 흥행은 가능할 것으로 추정하고 있으며 10억원이 될 경우 약 7% 내외의 EPS 상승이 가능하다.

Update

BUY

I TP(12M): 430,000원 I CP(3월 30일): 302,000원

Key Data

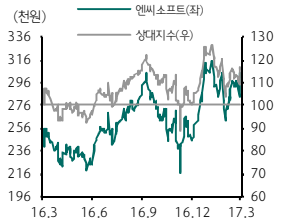
KOSPI 지수 (pt)	2,164.64
52주 최고/최저(원)	316,000/218,000
시가총액(십억원)	6,622.6
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	21,929.0
60일 평균 거래량(천주)	194.4
60일 평균 거래대금(십억원)	56.1
17년 배당금(예상,원)	3,820
17년 배당수익률(예상,%)	1.26
외국인지분율(%)	42.62
주요주주 지분율(%)	
국민연금	12.54
김택진 외 7 인	12.02

주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.2	2.2	20.3
상대	6.5	(3.5)	11.3

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	1,275.0	1,513.5
영업이익(십억원)	484.2	619.8
순이익(십억원)	387.8	492.6
EPS(원)	17,631	22,446
BPS(원)	103,383	122,623

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	838.3	983.6	1,401.1	1,731.1	1,897.2
영업이익	십억원	237.5	328.8	553.0	793.5	868.6
세전이익	십억원	239.5	346.1	591.6	832.8	908.6
순이익	십억원	165.4	272.3	451.2	635.1	692.9
EPS	원	7,542	12,416	20,577	28,963	31,599
증감률	%	(28.1)	64.6	65.7	40.8	9.1
PER	배	28.24	19.93	14.68	10.43	9.56
PBR	배	2.62	2.66	2.75	2.23	1.85
EV/EBITDA	배	13.72	12.74	9.28	5.86	4.68
ROE	%	10.57	14.90	21.79	25.08	22.24
BPS	원	81,257	93,096	109,972	135,236	163,134
DPS	원	2,747	3,820	3,820	3,820	3,820

Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 금가람
02-3771-8547
kumgaram@hanafn.com

하나금융투자

모멘텀의 양과 질, 매력적인 Valuation, Top Pick

2분기 이후 "리니지M"외에도 북미유럽에서 "MxM"을 런칭할 예정이며 3월 30일 오픈한 "프로야구H2"까지 실적기여도를 높여갈 예정이다. "리니지M"에 대한 추정도 보수적이지만, "MxM", "프로야구H2"에 대한 실적은 극히 제한적으로 고려하고 있는 만큼 이 게임들의 흥행에 따라 추가적인 프리미엄 부여 가능성도 배제할 수 없을 것으로 판단된다. 모멘텀의 양과 질적인 강도와 PER 14배 내외의 Valuation을 고려해 2분기 이후 최선호주로 제시한다.

2분기를 시작으로 본격적인 펀더멘털개선 국면 돌입

그림 1. 엔씨소프트 게임라인업

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
온라인게임		"MxM" 북미유럽	"MxM" 중국	
			"리니지2웹게임"중국(37Games)	
			길드워3확장팩	
				"리니지이터널" 글로벌
모바일게임	"프로야구 H2"(3/30)			
		"리니지M"		
		"리니지 RK" 중국(판호이슈)		
			"리니지2 레볼루션" 중국(판호이슈)	
			"아이온 레기온스" 북미유럽	
			"블레이드앤소울" 모바일RPG	
			Iron Tiger, ThisGame Studio Mobile Game	
			"블레이드앤소울" 국내 넷마블 모바일게임 출시 예정	

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 1. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2015	2016	2017F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
총매출액	838,298	983,557	1,401,060	240,848	240,526	217,559	284,624	286,126	295,191	356,676	463,067
성장률(%)	4.5	17.3	42.4	*1.6*	*(0.1)*	*(9.5)*	*30.8*	0.5	3.2	20.8	29.8
게임매출액	739,589	861,484	1,134,521	211,492	213,550	193,361	243,081	216,583	239,913	302,600	375,424
리니지1	312,877	375,488	330,768	78,877	94,430	83,767	118,414	72,000	86,400	82,080	90,288
리니지2	62,952	77,114	88,871	17,076	19,052	20,591	20,395	21,415	22,485	22,485	22,485
길드워1/2	100,526	76,636	78,068	30,557	15,894	15,315	14,870	14,870	14,870	19,331	28,997
아이온	73,713	71,709	72,368	20,125	17,593	16,067	17,924	18,820	17,879	16,985	18,684
블소	113,867	182,321	157,528	54,018	48,856	40,065	39,382	39,382	39,382	39,382	39,382
모바일&기타	75,654	78,217	406,918	10,839	17,725	17,557	32,096	50,096	58,896	122,336	175,588
로열티	98,709	122,073	266,539	29,356	26,976	24,198	41,543	69,543	55,278	54,076	87,642
영업비용	600,831	654,795	848,044	165,063	154,378	152,445	182,908	189,784	197,995	222,707	251,728
인건비	324,852	383,320	443,246	99,291	91,386	93,459	99,184	111,330	108,455	110,624	112,837
감가상각비	34,222	31,417	33,136	8,202	7,880	7,584	7,751	7,920	8,158	8,403	8,655
매출변동비	54,662	64,892	149,850	13,683	13,408	13,163	24,638	27,818	30,760	46,415	59,026
마케팅비	34,218	35,032	53,465	8,815	5,136	6,820	14,261	10,014	14,760	12,484	16,207
기타	152,877	140,134	168,348	35,072	36,568	31,420	37,074	32,702	35,863	44,781	55,002
영업이익	237,466	328,762	553,016	75,785	86,148	65,113	101,716	96,342	97,196	133,970	211,339
성장률(%)	(1.9)	38.4	68.2	*1.2*	*13.7*	*(24.4)*	*56.2*	(5.3)	0.9	37.8	57.8
이익률(%)	28.3	33.4	39.5	*31.5*	*35.8*	*29.9*	*35.7*	33.7	32.9	37.6	45.6
순이익	166,350	271,382	448,470	66,243	90,437	47,897	66,804	80,347	80,995	108,870	167,517
이익률(%)	19.8	27.6	32.0	*27.5*	*37.6*	*22.0*	*23.5*	28.1	27.4	30.5	36.2

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**838.3**	**983.6**	**1,401.1**	**1,731.1**	**1,897.2**
매출원가	202.7	187.6	848.0	937.6	1,028.6
매출총이익	635.6	796.0	553.1	793.5	868.6
판관비	398.1	467.2	0.0	0.0	0.0
영업이익	**237.5**	**328.8**	**553.0**	**793.5**	**868.6**
금융손익	20.1	10.7	18.6	19.3	19.9
종속/관계기업손익	(2.0)	7.3	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	(16.0)	(0.7)	8.0	8.0	8.0
세전이익	**239.5**	**346.1**	**591.6**	**832.8**	**908.6**
법인세	73.2	74.7	143.2	201.5	219.9
계속사업이익	166.4	271.4	448.5	631.3	688.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**166.4**	**271.4**	**448.5**	**631.3**	**688.7**
비지배주주지분 순이익	1.0	(0.9)	(2.8)	(3.9)	(4.2)
지배주주순이익	**165.4**	**272.3**	**451.2**	**635.1**	**692.9**
지배주주지분포괄이익	169.2	329.0	446.8	628.9	686.2
NOPAT	164.9	257.8	419.2	601.5	658.4
EBITDA	272.4	361.2	581.8	818.3	890.0
성장성(%)					
매출액증가율	(0.0)	17.3	42.4	23.6	9.6
NOPAT증가율	(24.7)	56.3	62.6	43.5	9.5
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	61.1	40.6	8.8
영업이익증가율	(14.6)	38.4	68.2	43.5	9.5
(지배주주)순익증가율	(28.1)	64.6	65.7	40.8	9.1
EPS증가율	(28.1)	64.6	65.7	40.8	9.1
수익성(%)					
매출총이익률	75.8	80.9	39.5	45.8	45.8
EBITDA이익률	32.5	36.7	41.5	47.3	46.9
영업이익률	28.3	33.4	39.5	45.8	45.8
계속사업이익률	19.8	27.6	32.0	36.5	36.3

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**1,082.8**	**1,191.6**	**1,634.8**	**2,296.6**	**2,955.4**
금융자산	953.2	984.3	1,379.8	1,981.5	2,610.1
현금성자산	248.1	144.8	346.7	705.1	1,211.2
매출채권 등	98.7	166.6	205.0	253.3	277.6
재고자산	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
기타유동자산	30.2	40.0	49.2	60.8	66.6
비유동자산	**1,136.4**	**1,169.2**	**1,156.9**	**1,125.1**	**1,114.1**
투자자산	557.3	629.1	645.5	638.5	648.9
금융자산	521.9	557.8	557.8	530.2	530.2
유형자산	233.8	224.7	199.8	178.2	159.5
무형자산	64.2	53.3	49.5	46.2	43.6
기타비유동자산	281.1	262.1	262.1	262.2	262.1
자산총계	**2,219.2**	**2,360.8**	**2,791.7**	**3,421.7**	**4,069.5**
유동부채	**337.5**	**284.4**	**340.7**	**411.6**	**447.3**
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	94.9	119.1	146.6	181.1	198.5
기타유동부채	242.6	165.3	194.1	230.5	248.8
비유동부채	**92.7**	**180.9**	**188.1**	**197.2**	**201.7**
금융부채	1.1	149.7	149.7	149.7	149.7
기타비유동부채	91.6	31.2	38.4	47.5	52.0
부채총계	**430.3**	**465.3**	**528.9**	**608.8**	**649.0**
지배주주지분	**1,769.5**	**1,885.6**	**2,255.6**	**2,809.7**	**3,421.4**
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	441.2	431.7	431.7	431.7	431.7
자본조정	(9.7)	(153.1)	(153.1)	(153.1)	(153.1)
기타포괄이익누계액	(3.3)	52.2	52.2	52.2	52.2
이익잉여금	1,330.4	1,543.8	1,913.9	2,467.9	3,079.7
비지배주주지분	**19.4**	**9.9**	**7.2**	**3.3**	**(0.9)**
자본총계	**1,788.9**	**1,895.5**	**2,262.8**	**2,813.0**	**3,420.5**
순금융부채	(952.1)	(834.6)	(1,230.0)	(1,831.8)	(2,460.4)

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	20,577	28,963	31,599
BPS	81,257	93,096	109,972	135,236	163,134
CFPS	13,226	17,610	27,441	38,228	41,498
EBITDAPS	12,424	16,470	26,529	37,315	40,586
SPS	38,228	44,852	63,891	78,940	86,515
DPS	2,747	3,820	3,820	3,820	3,820
주가지표(배)					
PER	28.2	19.9	14.7	10.4	9.6
PBR	2.6	2.7	2.7	2.2	1.9
PCFR	16.1	14.1	11.0	7.9	7.3
EV/EBITDA	13.7	12.7	9.3	5.9	4.7
PSR	5.6	5.5	4.7	3.8	3.5
재무비율(%)					
ROE	10.6	14.9	21.8	25.1	22.2
ROA	8.4	11.9	17.5	20.4	18.5
ROIC	69.0	108.2	171.8	290.5	374.6
부채비율	24.1	24.5	23.4	21.6	19.0
순부채비율	(53.2)	(44.0)	(54.4)	(65.1)	(71.9)
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	181.7	260.8	285.5

현금흐름표

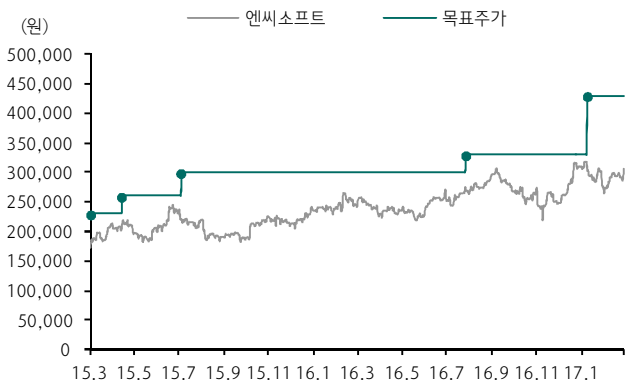
(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**241.3**	**112.0**	**493.0**	**675.9**	**720.1**
당기순이익	166.4	271.4	448.5	631.3	688.7
조정	68.7	(5.0)	28.7	24.7	21.4
감가상각비	35.0	32.4	28.7	24.8	21.4
외환거래손익	(9.0)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.0	(7.3)	0.0	0.0	0.0
기타	40.7	(23.3)	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	6.2	(154.4)	15.8	19.9	10.0
투자활동 현금흐름	**(516.9)**	**(138.7)**	**(210.0)**	**(236.4)**	**(132.9)**
투자자산감소(증가)	(498.9)	(63.0)	(16.4)	7.0	(10.4)
유형자산감소(증가)	(16.2)	(14.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.8)	(60.9)	(193.6)	(243.4)	(122.5)
재무활동 현금흐름	**310.2**	**(73.8)**	**(81.1)**	**(81.1)**	**(81.1)**
금융부채증가(감소)	0.0	148.6	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	218.8	(9.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	160.0	(152.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(68.6)	(60.1)	(81.1)	(81.1)	(81.1)
현금의 증감	**45.3**	**(103.3)**	**201.9**	**358.4**	**506.1**
Unlevered CFO	290.0	386.2	601.8	838.3	910.0
Free Cash Flow	223.7	95.4	493.0	675.9	720.1

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가
17.2.8	BUY	430,000
16.8.26	BUY	330,000
15.8.3	BUY	300,000
15.5.14	BUY	260,000
15.4.2	BUY	230,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 3월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 3월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2017년 3월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.