

BUY

엔씨소프트

036570 기업분석 | 인터넷/게임

진짜 전투는 아직 시작도 안 했다

2017. 09. 20

목표주가(상향)	610,000원
현재주가(09/19)	458,500원
Up/Downside	+33.0%
투자의견(유지)	Buy

Analyst
권윤구
02 369 3457
ygkwon84@dongbuhappy.com

Investment Points

리니지M의 힘이 부각될 3Q17: 엔씨소프트는 3Q17 매출액 7,592억원(+249.0%YoY), 영업이익 3,606억원(+453.8%YoY)을 기록하며 기대치를 상회할 것으로 예상된다. 리니지M이 이벤트와 업데이트 효과로 3Q17 일평균 65억원의 매출을 올릴 것으로 기대되는 것이 가장 큰 이유이다. 마케팅비도 리니지M에 대한 공격적인 마케팅이 집행됐던 2Q17대비 감소할 것으로 예상된다.

리니지M은 아직 초기: 리니지M은 9/13 업데이트를 통해 오만의 탑을 1층부터 3층까지 선공했다. 향후 PC 리니지와 같이 11층까지 확장할 예정인데 우리는 오만의 탑이 리니지M 콘텐츠의 극히 일부에 불과하다는 사실을 잊지 말아야 한다. 기존 리니지가 PC에서 20년에 가까운 기간 동안 서비스되며 방대한 양의 콘텐츠를 축적해왔기 때문이다. 따라서 리니지M에서 구현될 콘텐츠 역시 무궁무진할 것이며 지금은 게임의 라이프 사이클 상 아직 극초반에 해당한다는 것에 주목할 시점이다.

Action

실적 추정치와 목표주가 상향: 17년 리니지M의 일매출 가정을 기존 52억원에서 58억원으로 상향해 엔씨소프트의 전체 영업이익 추정치를 11.4% 상향했다. 이에 따라 목표주가 역시 기존 54만원에서 61만원으로 상향조정했다. 4Q17 아이온 레기온즈와 팜야 모바일, 18년 블레이드 앤 소울과 리니지2의 모바일 버전 신작까지 라인업도 우수하다. 업종 Top-pick 의견을 유지한다.

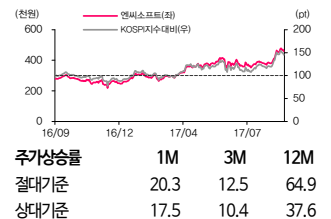
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,896	2,129	2,291
(증가율)	-0.1	17.3	92.8	12.3	7.6
영업이익	237	329	705	798	869
(증가율)	-14.6	38.4	114.4	13.2	8.9
자배주순이익	165	272	547	634	692
EPS	7,542	12,416	24,940	28,904	31,570
PER (H/L)	33.1/22.1	24.7/16.3	18.8	16.3	14.9
PBR (H/L)	3.1/2.1	3.6/2.4	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA (H/L)	16.2/10.2	16.2/10.1	12.3	10.4	9.0
영업이익률	28.3	33.4	37.2	37.5	37.9
ROE	10.6	14.9	26.2	25.0	22.9

Stock Data

52주 최저/최고	218,000/478,500원
KOSDAQ /KOSPI	674/2,416pt
시가총액	100,590억원
60일-평균거래량	320,930
외국인지분율	42.5%
60일-외국인지분율변동추이	+7.8%p
주요주주	김택진 외 7 인 12.0%



3Q17 급성장 전망

이벤트 및 업데이트로 리니지M의 호조 지속

엔씨소프트의 3Q17 실적은 매출액 7,592억원(+249.0%YoY), 영업이익 3,606억원(+453.8%YoY)으로 당초 추정치(3,475억원)와 컨센서스(3,281억원)를 상회할 것으로 예상된다. 기존 예상을 뛰어넘는 실적을 기대하는 가장 큰 이유는 역시 리니지M이다. 리니지M은 6/21 출시 이후 2차례 판도라의 유물상자(7/31~8/7, 8/30~9/6) 이벤트, 혈맹 레이더 도입(8/9), 신규 변신 리스트 추가 및 버림받은 자들의 땅 이벤트(8/23), 몽환의 섬 업데이트(9/6), 오만의 탑 업데이트(9/13) 등 지속적인 이벤트 및 업데이트를 통해 꾸준한 매출을 유지하고 있는 것으로 판단된다. 시장조사기관인 모바일인덱스의 국내 구글플레이 총매출을 토대로 추정한 7~8월 리니지M 평균 일매출은 각각 72억원, 64억원이며 3Q17 전체 평균 일매출은 65억원으로 예상된다.

마케팅비도 2Q17대비 감소 전망

특별한 이벤트, 프로모션, 업데이트가 없었던 PC 게임의 경우 리니지1을 비롯해 대부분 2Q17과 유사한 성적이 예상된다. 마케팅비는 2Q17대비 소폭 감소한 201억원(+242.8%YoY, -15.1%QoQ)을 전망하는데 2Q17은 리니지M 출시를 전후하여 대규모 마케팅이 집중됐었기 때문이다.

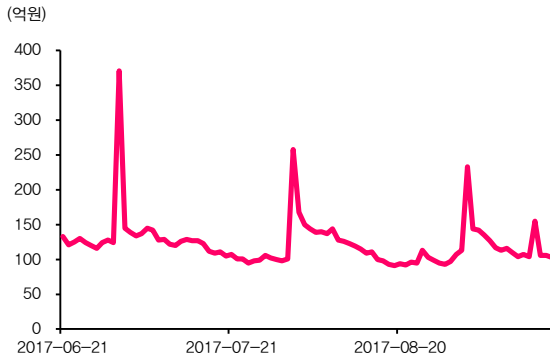
도표 1. 엔씨소프트 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	759.2	639.0	838.3	983.6	1,896.3	2,128.6
%YoY	28.0	10.6	11.2	20.1	-0.6	7.5	249.0	124.5	-0.1	17.3	92.8	12.3
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	33.8	40.1	312.9	375.5	159.3	148.9
리니지2	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	16.8	18.0	63.0	77.1	69.9	69.6
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	11.3	11.9	73.7	71.7	47.3	46.4
블레이드 앤 소울	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	38.3	40.2	113.9	182.3	162.0	161.6
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	13.6	33.5	100.5	76.6	74.9	66.1
기타	10.8	17.7	17.6	32.1	34.0	108.6	602.7	449.9	75.6	78.2	1,195.2	1,459.7
리니지M						85.9	583.9	424.2			1,093.9	1,107.2
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	42.7	45.4	98.7	122.1	187.7	176.5
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	209.1	221.1	398.6	362.6	600.8	654.8	1,191.3	1,330.5
%YoY	15.2	2.6	5.1	12.9	26.7	43.2	161.5	98.2	7.2	9.0	81.9	11.7
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	360.6	276.3	237.5	328.8	704.9	798.1
%YoY	68.9	28.4	28.7	35.8	-59.8	-56.4	453.8	171.7	-14.6	38.4	114.4	13.2
영업이익률	31.5	35.8	29.9	35.7	12.7	14.5	47.5	43.3	28.3	33.4	37.2	37.5
지배주주순이익	66.2	90.6	48.2	67.2	17.5	30.7	281.4	217.4	165.4	272.3	547.0	634.0
%YoY	85.8	59.1	59.0	58.3	-73.5	-66.1	483.7	223.5	-28.1	64.6	100.9	15.9

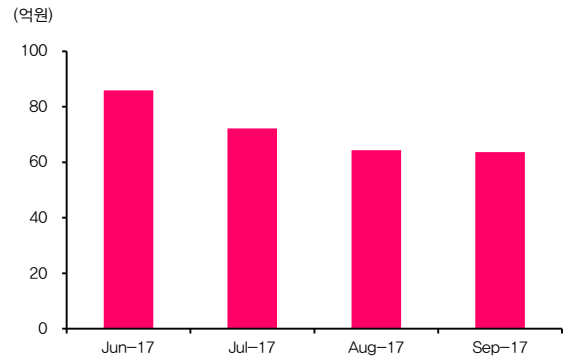
자료: 엔씨소프트, 동부 리서치

도표 2. 구글플레이 국내 총매출 추이



자료: 모바일인덱스, 동부 리서치

도표 3. 리니지M 일매출 추정



자료: 동부 리서치

리니지M, 아직도 초기일 뿐

PC 리니지에 비하면 1/10도
안되는 리니지M의 콘텐츠 수준

지난 8/7 엔씨소프트는 2Q17 실적발표 컨퍼런스콜을 통해 당시 리니지M에 대해 PC 리니지 콘텐츠의 10%도 채 보여주지 않은 초기 단계라고 언급한바 있다. 리니지는 98년부터 지금까지 20년에 가까운 기간동안 방대한 콘텐츠를 축적하고 있어 리니지M으로 구현될 콘텐츠 역시 무궁무진할 것으로 기대된다. 일례로 가장 최근 업데이트된 오만의 탑의 경우 PC 리니지에서는 11층으로 구성(14년 리뉴얼 전까지는 무려 100층으로 구성)되어 있으나 리니지M은 1~3층만 우선 공개된 상황이다.

도표 4. 리니지M의 오만의 탑 콘텐츠 - 음영 부분이 PC와 동일한 부분

층	보스 몬스터	보스 몬스터 드롭 아이템
1층	왜곡의 제니스 퀸	봉인된 오만의 탑 1층 부적 마법서(이문 투함) 제니스의 반지
2층	불신의 시어	봉인된 오만의 탑 2층 부적 마법서(캔슬레이션) 시어의 심안
3층	공포의 뱀파이어	봉인된 오만의 탑 3층 부적 마법서(파이어스톰) 은색의 망토 뱀파이어의 망토
공통		영웅 제작 비법서, 봉인된 축복 부여 주문서 무기/갑옷 마법 주문서 축복받은 무기/갑옷 마법 주문서 저주받은 무기/갑옷 마법 주문서

자료: 엔씨소프트, 동부 리서치

도표 5. PC 리니지의 오만의 탑 콘텐츠

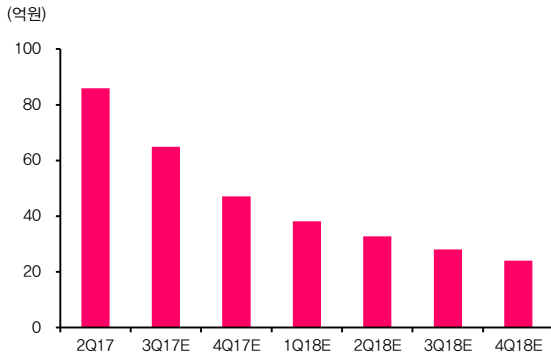
적정 레벨	층	주요 등장 몬스터	주요 드롭 아이템
70~75	1층	왜곡의 제니스 퀸	파워 글로브, 축복받은 제니스의 반지
	2층	불신의 시어	파워 글로브, 축복받은 시어의 심안
	3층	공포의 뱀파이어 공포의 이프리트, 공포의 아그니	뱀파이어의 망토 전사의 인장(타이탄 락)
	4층	죽음의 좀비 로드 죽음의 해골 근위병	흑왕도, 피에 젖은 붕대 질풍의 도끼
75~80	5층	지옥의 쿠거 지옥의 레서 드래곤	흑왕아, 쿠거의 가죽, 쿠거의 이빨 용의 심장
	6층	불사의 머미 로드 불사의 엘모어 병사	축복받은 머미 로드의 왕관 블러드서커
	7층	잔혹한 아이리스 잔혹한 라이칸스토프	축복받은 파워 글로브 강철 도끼
80~	8층	어둠의 나이트 발드 어둠의 불타는 궁수 어둠의 불타는 전사 어둠의 흑기사	나이트 발드의 양손검, 기술서(카운터 배리어) 살전의 활 전사의 인장(기간틱) 반역자의 방패
	9층	불멸의 리치 불멸의 해골 저격병 불멸의 해골 돌격병	축복받은 리치 로브, 전사의 인장(타이탄 매직) 파괴의 장궁 강철 도끼
	10층	오만한 우그누스 오만한 레비아탄 오만한 아스모데우스	마법서(디스인티그레이트), 우그누스의 부러진 창 마법서(앰솔루트 배리어) 마법서(세이프 체인지)
-	정상	사신 그림 리퍼	전사의 인장(데스페라도), 마법서(디스인티그레이트) 흑왕궁, 흑왕도, 흑왕아

자료: 엔씨소프트, 동부 리서치

지속적인 콘텐츠 추가, 출시 지역
확대로 리니지M의 흥행은 장기간
이어질 것

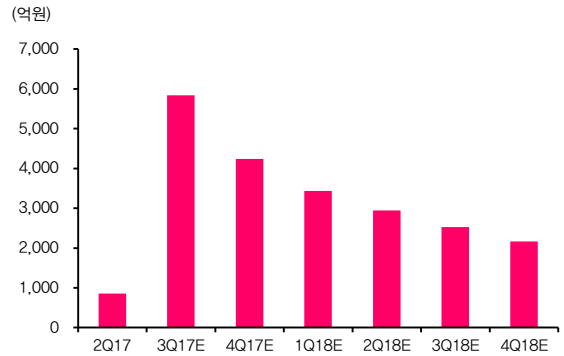
또한, 개인간 거래와 공성전이 4Q17중 업데이트 될 가능성이 높아 기존 다른 게임들의 사례와 같은 급격한 매출 하락을 예상하는 것이 오히려 힘든 상황이다. 유저들을 위한 콘텐츠가 지속적으로 업데이트 되고 있고 데포르주01 서버에서는 오만의 탑을 차지하기 위한 혈맹간 연합과 전투가 벌어지는 등 리니지M의 고공행진은 장기간 이어질 가능성이 매우 높다. 따라서 우리는 4Q17 리니지M의 일매출 가정을 기존 36억원에서 47억원으로 상향하고 4Q17 영업이익의 추정치도 2,172억원에서 2,763억원으로 상향했다. 뿐만 아니라, 연내 대만, 내년 일본 출시를 계획하고 있다는 점도 잊지 말자.

도표 6. 리니지M 분기별 일매출 추정



자료: 동부 리서치

도표 7. 리니지M 분기별 총매출 추정



자료: 동부 리서치

목표주가 61만원으로 상향

실적 추정치, 목표주가 상향하고
업종 Top-pick 의견 유지

리니지2 레볼루션이 동남아 및 일본에서 양호한 성과(9/19 기준 일본 양대 마켓 매출순위 4위 기록중)를 거두고 있어 로열티 매출도 우상향할 것으로 예상된다. 이에 따라 2H17 실적과 함께 17년 연간 매출액, 영업이익 추정치를 각각 5.4%, 11.4% 상향하고 목표주가도 54만원에서 61만원으로 상향했다. 리니지M이 견조한 모습을 이어가는 가운데 4Q17은 아이온 레기온즈, 팜야 모바일 등이 출시를 앞두고 있고 18년은 블레이드 앤 소울, 리니지2 기반의 모바일 신작이 출시될 예정이기 때문에 향후 라인업 역시 매우 뛰어나다는 판단이다. 업종 Top-pick 의견을 유지한다.

도표 8. 엔씨소프트 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	2017E			2018E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	1,896.3	1,799.7	5.4	2,128.6	2,043.3	4.2
영업이익	704.9	632.7	11.4	798.1	706.0	13.0
영업이익률	37.2	35.2		37.5	34.6	
자배주주순이익	547.0	483.3	13.2	634.0	549.5	15.4

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,635	2,119	2,654
현금및현금성자산	248	145	486	876	1,335
매출채권및기타채권	99	167	197	243	264
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,136	1,169	1,161	1,172	1,184
유형자산	234	225	220	230	241
무형자산	64	53	49	51	52
투자자산	557	629	629	629	629
자산총계	2,219	2,361	2,796	3,291	3,838
유동부채	338	284	307	325	350
매입채무및기타채무	95	119	142	160	185
단기차입금및단기차세	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	181	181	181
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
부채총계	430	465	488	506	531
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
이익잉여금	1,330	1,544	1,953	2,428	2,947
비지배주주지분	19	10	13	15	19
자본총계	1,789	1,896	2,308	2,785	3,307

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	496	588	680
당기순이익	166	271	550	637	696
현금유출이없는비용및수익	124	115	191	208	220
유형및무형자산상각비	35	32	32	32	33
영업관련자산부채변동	6	-154	-72	-56	-16
매출채권및기타채권의감소	1	-71	-31	-45	-21
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	2	-5	23	18	25
투자활동현금흐름	-517	-139	-70	-58	-59
CAPEX	-18	-17	-23	-38	-39
투자자산의순증	-499	-63	3	3	4
재무활동현금흐름	310	-74	-84	-141	-162
사채및차입금의 증가	0	149	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	219	-9	0	0	0
배당금지급	-69	-60	-81	-137	-159
기타현금흐름	11	-3	0	0	0
현금의증가	45	-103	341	390	459
기초현금	203	248	145	486	876
기말현금	248	145	486	876	1,335

자료: 엔씨소프트, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,896	2,129	2,291
매출원가	203	188	224	225	239
매출총이익	636	796	1,672	1,904	2,052
판매비	398	467	967	1,106	1,183
영업이익	237	329	705	798	869
EBITDA	272	361	737	830	902
영업외손익	2	17	18	39	46
금융손익	20	11	14	24	31
투자손익	-2	7	3	3	4
기타영업외손익	-16	-1	1	12	11
세전이익	240	346	723	838	915
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	166	271	550	637	696
지배주주지분순이익	165	272	547	634	692
비지배주주지분순이익	1	-1	3	3	3
총포괄이익	171	329	550	637	696
증감률(%YoY)					
매출액	-0.1	17.3	92.8	12.3	7.6
영업이익	-14.6	38.4	114.4	13.2	8.9
EPS	-28.1	64.6	100.9	15.9	9.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	24,940	28,904	31,570
BPS	80,693	85,985	104,617	126,257	149,892
DPS	2,747	3,820	6,466	7,493	8,185
Multiple(배)					
P/E	28.2	19.9	18.8	16.3	14.9
P/B	2.6	2.9	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA	13.7	12.7	12.3	10.4	9.0
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	37.2	37.5	37.9
EBITDA마진	32.5	36.7	38.9	39.0	39.4
순이익률	19.8	27.6	29.0	29.9	30.4
ROE	10.6	14.9	26.2	25.0	22.9
ROA	8.5	11.9	21.3	20.9	19.5
ROIC	98.1	155.9	236.0	239.7	234.0
안정성및기타					
부채비율(%)	24.1	24.5	21.1	18.2	16.0
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	219.0	247.9	270.0
배당성향(배)	36.1	29.9	25.0	25.0	25.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의 비율 (2017-06-30 기준) - 매수(67.1%) 중립(32.9%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/09/12	Buy	380,000	-29.5	-19.7	17/09/20	Buy	610,000	-	-
17/01/20	Buy	400,000	-23.0	-21.0					
17/02/08	Buy	380,000	-20.8	-5.4					
17/04/19	Buy	490,000	-24.1	-17.1					
17/06/12	Buy	600,000	-36.0	-30.8					
17/07/14	Buy	570,000	-35.4	-32.2					
17/08/08	Buy	540,000	-23.6	-11.4					