

2017. 9. 20



## ▲ 인터넷/게임

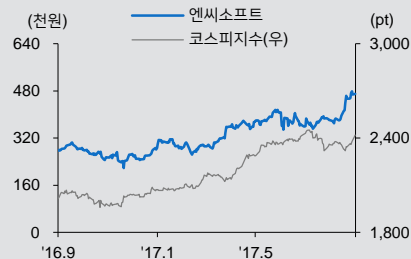
Analyst 김동희  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정  
02. 6098-6673  
euljeong.yun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	550,000 원
현재주가 (9.19)	458,500 원
상승여력	20.0%
KOSPI	2,416.05pt
시가총액	100,590억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	84.85%
외국인비중	42.52%
52주 최고/최저가	478,500원/218,000원
평균거래대금	1,256.1억원
주요주주(%)	
김택진 외 7인	12.01
국민연금	11.74
넷마블	8.89
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	20.3 57.0 64.9
상대주가	17.5 40.7 37.6

## 주가그래프



## 엔씨소프트 036570

## 롱런의 시그널

- ✓ '리니지M'은 6월 21일 출시 이후 일매출 규모 안정적으로 잘 유지되고 있음. 일매출 기준 6월 80억원, 7월 70억원, 8월 60억원, 9월 50억원 대로 안정적인 모습 시현하고 있다고 추정
- ✓ '리니지M'의 롱런 사이클을 반영하여 17년 3분기와 4분기 매출 및 이익 전망치 상향
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 역시 기존 45만원에서 55만원으로 상향

## 롱런의 시그널

'리니지M'의 일매출액은 6월 21일 출시 이후 안정적으로 잘 유지되고 있다. 일매출 수준은 6월 80억원, 7월 70억원, 8월 60억원, 9월 50억원으로 매우 견조한 것으로 추정한다. 9월 현재 '리니지M'의 DAU(Daily Active Users)는 첫날 210만명, 2주뒤 150만명 수준 대비로는 하락하였으나 PCU(Peak Concurrent Users, 최고 동시접속 자수)는 80~100만명으로 꾸준하다. 엔씨소프트의 탁월한 게임 운영 능력은 7월 5일 거래소 추가, 8월 9일 헬멧 레이드 이벤트, 9월 13일 오만의 탑 업데이트에서도 확인되었으며, 4분기에는 '개인간 거래, 공성전' 등이 추가되며 롱런의 사이클을 확고히 해 나갈 전망이다.

## 3분기, 역사상 최고 수준의 실적 달성

3분기 매출액과 영업이익은 각각 7,245억원(+233.0% YoY), 3,021억원(+363.9% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 6,951억원, 영업이익 3,281억원)에 대체로 부합할 전망이다. '리니지M' 매출액이 온기반영되는 첫 분기로 3Q '리니지M' 매출액은 5,520억원(일매출 60억원)으로 추정한다. 영업비용 중에서 인건비와 마케팅비는 전 분기와 유사, 지급수수료는 매출 증가에 따라 애플/구글 마켓 수수료 증가된다. '리니지M'의 성과 인센티브는 2018년 1분기에 인식할 가능성이 높으나 선반영하는 방법도 존재하며 아직 결정되지 않았다. 3Q 세전이익은 삼성동 엔씨타워2 매각차익 300억원 반영되어 3,370억원(+431.6% YoY)으로 급증한다.

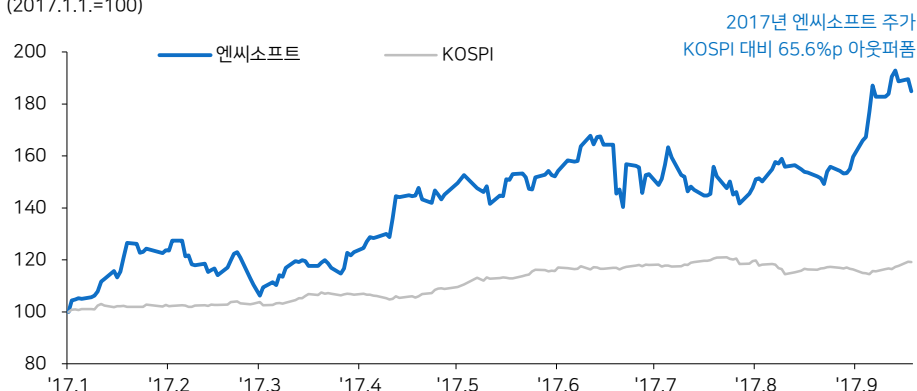
## 투자의견 Buy, 적정주가 55만원으로 상향

2017년 엔씨소프트 주가는 84.9% 상승하며 KOSPI대비 65.6%p Outperform하였다. '리니지M'의 견조한 매출수준 반영하여 이익 추정치 상향하였으나 밸류에이션은 역사적 평균 수준에 불과하다. 동사의 17년간 역사적 평균 PER은 16.6배로 모바일 게임의 성공으로 20%의 프리미엄, 적정 PER 20배는 타당하다. 참고로 적정주가 55만원은 2018E 순이익 대비 적정 PER 20.8배 수준이다.

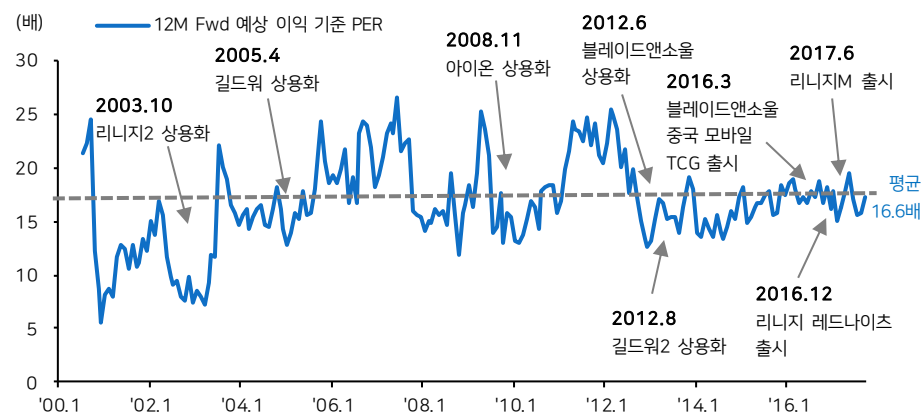
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	838.3	237.5	165.4	7,586	-26.9	77,764	28.2	2.7	13.7	10.6	24.1
2016	983.6	328.8	272.3	12,376	63.1	83,552	19.9	3.0	12.7	14.9	24.5
2017E	1,775.8	596.6	464.5	21,340	72.4	115,752	22.2	4.1	15.7	20.7	19.2
2018E	2,104.9	746.7	581.2	26,487	24.1	137,318	17.7	3.4	12.4	20.5	17.5
2019E	2,421.5	836.0	658.5	30,012	13.3	162,203	15.7	2.9	10.8	19.7	16.0

**그림1 엔씨소프트 주가, 어디쯤 왔을까? – 2017년 84.9% 상승**

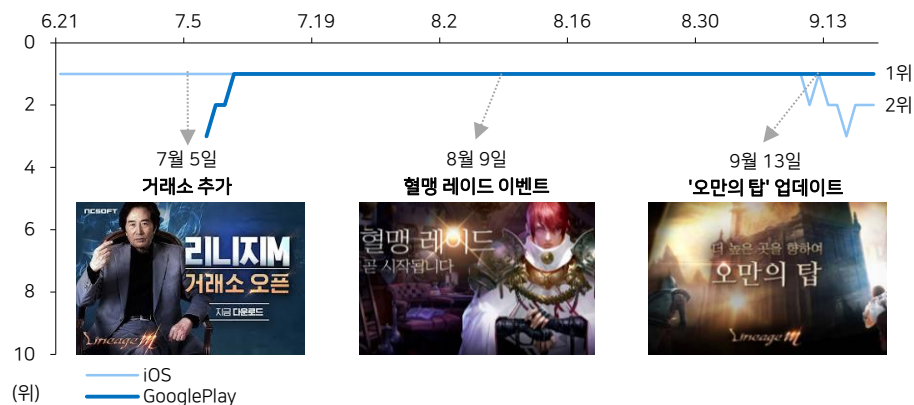
(2017.1.1.=100)



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 엔씨소프트 밸류에이션, 어디쯤 왔을까? – 역사적 평균 수준**

자료: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 리니지M 주요 이벤트 및 매출순위**

자료: 앱애니, 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표1 3Q17 Preview – 기대치 충족 전망

(십억원)	3Q17E	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>724.5</b>	<b>217.6</b>	<b>233.0%</b>	<b>258.6</b>	<b>180.1%</b>	<b>695.1</b>	<b>4.2%</b>
리니지	23.1	83.8	-72.4%	33.8	-31.6%	-	-
리니지2	14.9	20.6	-27.8%	16.7	-10.8%	-	-
아이온	8.9	16.1	-44.7%	10.8	-17.9%	-	-
블레이드앤소울	38.5	46.1	-16.4%	39.0	-1.3%	-	-
길드워2	9.0	15.3	-41.1%	13.6	-33.5%	-	-
로열티	53.0	24.2	119.0%	36.1	46.7%	-	-
모바일	556.0	-	-	93.7	493.2%	-	-
기타	15.6	10.5	49.6%	14.9	5.0%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>302.1</b>	<b>65.1</b>	<b>363.9%</b>	<b>37.6</b>	<b>704.2%</b>	<b>328.1</b>	<b>-7.9%</b>
<b>세전이익</b>	<b>337.0</b>	<b>63.4</b>	<b>431.6%</b>	<b>47.2</b>	<b>614.2%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>순이익</b>	<b>246.2</b>	<b>48.2</b>	<b>410.7%</b>	<b>30.7</b>	<b>702.4%</b>	<b>250.8</b>	<b>-10.6%</b>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 2017-2018 주요게임 라인업

	1H17			2H17			1H18		
	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고
모 바 일	리니지M(리니지1)	국내	6.21 출시	아이온 레기온소브워	북미/ 유럽	8.3 멕시코 소프트론칭 4Q17 출시 예정	블레이드앤소울 (MMO기반)	국내	자체개발, 1H18 출시 목표
	파이널 블레이드	국내	스카이피플 개발/ 2.14 출시	팡야모바일	일본, 태국	엔트리브소프트 개발/ 4Q17 출시 예정			
	H2	국내	엔트리브소프트 개발/ 3.31 출시	리니지M(리니지1)	대만	4Q17 출시 예정			
	리니지RK(리니지1)	중국	알파게임즈 퍼블리싱 중국 판호 대기 중						
P C	MXM	북미/ 유럽	6.21 출시	검령홍문굴기 (블레이드앤소울)	중국	텐센트/8월 출시	MXM	한국/ 일본	출시 예정
				길드워2: 패스오브파이어	북미/ 유럽	9월 22일 출시 예정		중국	중국 판호 대기중
				리니지2 웹게임	중국	37게임즈			

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 수익추정 조정 내역

(십억원)		2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	수정후	1,775.8	2,104.9	2,421.5
	수정전	1,614.4	1,841.2	2,102.8
	% diff	10.0%	14.3%	15.2%
<b>영업이익</b>	수정후	596.6	746.7	836.0
	수정전	533.4	672.5	767.1
	% diff	11.9%	11.0%	9.0%
<b>지배순이익</b>	수정후	464.5	581.2	658.5
	수정전	396.4	530.9	604.7
	% diff	17.2%	9.5%	8.9%

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망											
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	724.5	553.2	983.6	1,775.8	2,104.9
PC	200.7	195.8	181.8	211.0	141.9	113.9	94.4	95.3	789.3	445.5	399.3
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	23.1	26.9	375.5	135.3	102.9
리니지2	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	14.9	14.8	77.1	64.7	54.1
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	8.9	8.8	71.7	41.8	43.1
블레이드앤소울	54.0	48.9	46.1	39.4	44.6	39.0	38.5	37.1	188.3	159.2	161.4
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	9.0	7.7	76.6	44.5	37.9
로열티	29.4	23.3	24.2	41.5	63.5	36.1	53.0	66.1	118.4	218.8	205.4
리니지2레볼루션	-	-	-	15.3	36.8	18.4	27.6	32.2	15.3	115.0	146.0
모바일	-	-	-	18.5	23.4	93.7	556.0	371.0	18.5	1,044.1	1,288.4
리니지M	-	-	-	-	-	80.0	552.0	368.0	-	1,000.0	487.6
기타	9.6	19.2	10.5	13.6	10.6	14.9	15.6	16.4	52.8	57.6	44.0
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	302.1	226.5	328.8	596.6	746.7
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	47.2	337.0	232.7	346.1	640.9	754.7
지배주주 순이익	66.2	90.6	48.2	67.2	17.5	30.7	246.2	170.0	271.4	464.5	581.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838.3	983.6	1,775.8	2,104.9	2,421.5
매출액증가율 (%)	-0.1	17.3	80.6	18.5	15.0
매출원가	202.7	187.6	265.4	318.7	387.4
매출총이익	635.6	796.0	1,510.5	1,786.2	2,034.1
판매관리비	398.2	467.2	913.8	1,039.6	1,198.0
영업이익	237.5	328.8	596.6	746.7	836.0
영업이익률	28.3	33.4	33.6	35.5	34.5
금융손익	20.1	10.7	14.8	16.4	16.9
종속/관계기업손익	-2.0	7.4	1.2	1.0	0.9
기타영업외손익	-16.1	-0.7	-6.6	-2.2	-2.5
세전계속사업이익	239.5	346.1	640.9	754.7	844.1
법인세비용	73.2	74.7	81.3	95.9	109.7
당기순이익	166.4	271.4	468.1	581.1	658.4
지배주주지분 순이익	165.4	272.3	464.5	581.2	658.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	241.3	112.0	530.0	622.3	689.1
당기순이익(손실)	166.4	271.4	468.1	581.1	658.4
유형자산상각비	28.5	26.5	27.0	24.7	21.3
무형자산상각비	6.5	5.9	2.5	1.1	1.1
운전자본의 증감	6.2	-154.4	-157.1	26.1	31.4
투자활동 현금흐름	-516.9	-138.7	-95.5	-168.6	-83.0
유형자산의증가(CAPEX)	-17.7	-16.6	-16.4	-17.3	-18.1
투자자산의감소(증가)	-498.9	-63.0	-31.5	-33.0	-34.7
재무활동 현금흐름	310.2	-73.8	-21.7	-22.8	-23.9
차입금의 증감	0.3	1,486.5	-153.0	-153.0	-153.0
자본의 증가	218.8	-9.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.3	-103.3	338.8	233.5	257.2
기초현금	202.8	248.1	144.8	483.7	717.2
기말현금	248.1	144.8	483.7	717.2	974.4

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,082.8	1,191.6	859.0	1,149.3	1,473.0
현금및현금성자산	248.1	144.8	483.7	717.2	974.4
매출채권	89.0	158.5	190.3	228.6	274.6
재고자산	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
비유동자산	1,136.4	1,169.2	1,258.7	1,422.7	1,617.8
유형자산	233.8	224.7	184.5	193.7	203.4
무형자산	64.2	53.4	56.0	58.8	61.8
투자자산	557.3	629.1	755.6	907.5	1,090.0
자산총계	2,219.2	2,360.8	2,117.7	2,572.0	3,090.8
유동부채	337.5	284.4	312.8	344.1	378.5
매입채무	11.2	6.7	8.0	9.6	11.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	92.7	180.9	187.3	194.8	203.9
사채	0.0	149.7	149.7	149.7	149.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	430.3	465.3	500.1	538.9	582.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	441.2	431.7	431.7	431.7	431.7
기타포괄이익누계액	-3.3	52.2	389.7	389.7	389.7
이익잉여금	1,330.4	1,543.8	1,916.2	2,392.1	2,941.0
비지배주주지분	19.4	10.0	10.3	11.3	12.6
자본총계	1,788.9	1,895.5	2,605.8	3,082.8	3,632.9

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	38,228	44,852	80,962	95,945	110,374
EPS(지배주주)	7,586	12,376	21,340	26,487	30,012
CFPS	13,226	17,610	26,161	31,065	34,972
EBITDAPS	12,424	16,470	28,546	35,211	39,129
BPS	77,764	83,552	115,752	137,318	162,203
DPS	2,747	3,820	3,820	3,820	3,820
배당수익률(%)	1.3	1.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	28.2	19.9	22.2	17.7	15.7
PCR	16.1	14.1	18.0	15.1	13.4
PSR	5.6	5.5	5.8	4.9	4.3
PBR	2.7	3.0	4.1	3.4	2.9
EBITDA	272.4	361.2	626.1	772.5	858.4
EV/EBITDA	13.7	12.7	15.7	12.4	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	14.9	20.7	20.5	19.7
EBITDA 이익률	32.5	36.7	35.3	36.7	35.5
부채비율	24.1	24.5	19.2	17.5	16.0
금융비용부담률	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	7,379.3	110.4	186.7	233.2	261.1
매출채권회전율(x)	9.4	8.0	10.2	10.0	9.6
재고자산회전율(x)	1,202.6	1,455.7	2,424.3	2,392.5	2,291.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤율정)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## 엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.14	기업브리프	Buy	270,000	김동희	-24.3	-32.6	
2015.11.05	기업브리프	Buy	270,000	김동희	-23.5	-32.6	
2015.12.03	산업분석	Buy	270,000	김동희	-23.2	-32.6	
2015.12.11	기업브리프	Buy	270,000	김동희	-22.7	-32.6	
2016.01.15	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-21.6	-32.6	
2016.02.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-20.9	-24.0	
2016.03.08	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-24.0	
2016.03.18	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.5	-24.0	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-25.8	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.7	-25.8	
2016.05.26	산업분석	Buy	300,000	김동희	-20.4	-27.2	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.5	-27.2	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.8	-27.2	
2016.08.31	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-18.9	-23.1	
2016.10.12	산업브리프	Buy	350,000	김동희	-20.2	-25.0	
2016.11.11	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-21.2	-30.0	
2016.11.23	산업분석	Buy	350,000	김동희	-22.3	-32.1	
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-23.6	-37.7	
2017.01.10	산업브리프	Buy	380,000	김동희	-21.9	-30.7	
2017.02.08	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-25.7	-34.1	
2017.04.14	산업브리프	Buy	450,000	김동희	-19.5	-21.8	
2017.05.12	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-18.7	-22.0	
2017.05.31	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.5	-22.0	
2017.06.22	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-16.4	-22.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.8	-22.7	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-14.6	-22.7	
2017.09.20	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-	-	