

2017. 8.8



▲ 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)** 450,000 원  
**현재주가 (8.7)** 384,000 원  
**상승여력** 17.2%

KOSPI	2,398.75pt
시가총액	84,246억원
발행주식수	2,193만주
유통주식비율	84.85%
외국인비중	37.53%
52주 최고/최저가	416,000원 / 218,000원
평균거래대금	1,685.4억원

<b>주요주주(%)</b>			
김택진			11.98
국민연금공단			11.74
넷마블게임즈			8.89

<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-2.91	27.57	56.10
상대주가	-5.64	6.06	60.76

**주가그래프**



# 엔씨소프트 036570

## 3분기가 중요한 시점

- ✓ 2Q17 실적, 기대치 하회. PC에서 모바일 게임사로 성공적으로 전향하였으나 '리니지1'을 비롯한 이익률이 좋은 PC게임 감소는 영업이익 감소로 이어져
- ✓ 3분기 역사상 최고 수준의 실적 달성 기대. 다만 최근 3분기 어닝에 대해 높아지는 시장의 추정치는 부담스러움. 3분기 영업이익은 2,833억원(+335.1% YoY) 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 45만원 유지. 현주가는 '리니지M'의 성공을 충분히 반영하지 못했으며, 중장기 매수관점 여전히 유효

### 2Q17 실적, 기대보다 부진

2분기 매출액과 영업이익은 각각 2,586억원(+7.5% YoY), 376억원(-56.4% YoY)을 기록. 당사 추정치(매출액 3,177억원, 영업이익 643억원) 대비 각각 18.6%, 41.6% 하회하였다. 게임별 매출액은 '리니지1' 338억원(-64.2% YoY), '리니지2' 167억원(-12.5% YoY), '아이온' 108억원(-38.5% YoY), '블레이드앤소울' 390억원(-20.2% YoY), '길드워2' 136억원(-14.7% YoY), 로열티 361억원(+54.8% YoY), 기타 149억원(-30.2% YoY)을 기록하였다.

기대보다 부진했던 이유는 1) '리니지1' 매출액이 34.3% QoQ 감소한 338억원으로 리니지M 출시 이후에 하락폭이 더욱 커졌다는 점과, 2) '리니지2', '아이온', '블레이드앤소울', '길드워2' 등 전체 PC게임 매출액이 고르게 감소하였기 때문이다.

다만, 모바일게임 매출액은 937억원(+300.3% QoQ)으로 전체 매출액대비 36.2% 비중을 차지하며, PC에서 모바일로 포트폴리오 다각화에 성공하였다. 2분기 '리니지M'의 일매출 수준은 80억원 수준으로 약 10일 반영되었다.

### 3분기 기대감은 유효

3분기 매출액과 영업이익은 각각 6,325억원(+190.7% YoY), 2,833억원(+335.1% YoY)으로 추정, 역사상 최고 수준의 실적 시현할 전망이다. 7월 31일~8월 7일 '판도라의 유물상자'라는 이벤트에 근거하여 월초 매출이 일시적으로 가파르게 상승. 3분기 '리니지M'의 일매출 수준은 50억원, 4,600억원으로 추정하였다. 한편 3분기 지급수수료는 모바일게임 매출 증가로 279.3% 증가한 1,502억원으로 예상된다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 45만원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 45만원을 유지한다. 참고로 적정주가의 2018E Target PER은 18.4배 수준으로 중장기 매수관점 여전히 유효하다.

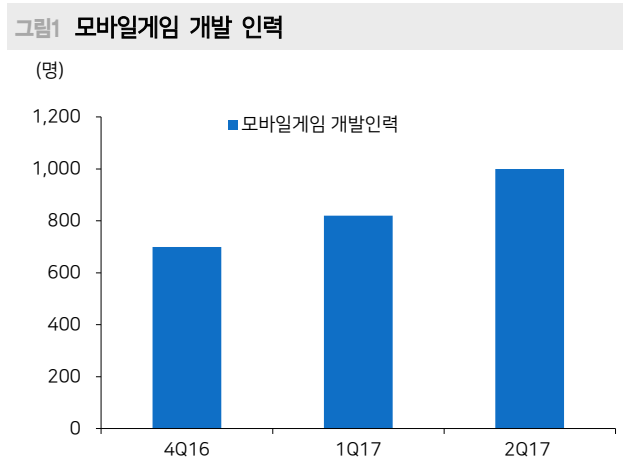
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	838.3	237.5	165.4	7,542	-28.1	77,764	28.2	2.7	13.7	10.6	24.1
2016	983.6	328.8	272.3	12,416	64.6	83,552	19.9	3.0	12.7	14.9	24.5
2017E	1,614.4	533.4	396.4	18,075	45.6	97,384	21.2	3.9	12.2	19.4	23.2
2018E	1,841.2	672.5	530.9	24,210	33.9	116,761	15.9	3.3	9.2	22.1	21.3
2019E	2,002.8	767.1	604.7	27,577	13.9	139,318	13.9	2.8	7.6	21.1	19.7

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>258.6</b>	<b>240.5</b>	<b>7.5%</b>	<b>239.5</b>	<b>8.0%</b>	<b>317.7</b>	<b>-18.6%</b>	<b>300.0</b>	<b>-13.8%</b>
리니지	33.8	94.4	-64.2%	51.5	-34.3%	49.5	-31.7%	-	-
리니지2	16.7	19.1	-12.5%	18.4	-9.4%	18.3	-8.9%	-	-
아이온	10.8	17.6	-38.5%	13.3	-18.6%	15.8	-31.5%	-	-
블레이드앤소울	39.0	48.9	-20.2%	44.6	-12.5%	48.5	-19.6%	-	-
길드워2	13.6	15.9	-14.7%	14.2	-4.7%	10.0	35.6%	-	-
로열티	36.1	23.3	54.8%	63.5	-43.1%	43.8	-17.5%	-	-
모바일	93.7	-	-	23.4	300.3%	121.2	-22.7%	-	-
기타	14.9	21.4	-30.2%	10.6	40.2%	10.6	40.6%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>37.6</b>	<b>86.1</b>	<b>-56.4%</b>	<b>30.4</b>	<b>23.4%</b>	<b>64.3</b>	<b>-41.6%</b>	<b>70.6</b>	<b>-46.7%</b>
<b>세전이익</b>	<b>47.2</b>	<b>97.5</b>	<b>-51.6%</b>	<b>24.1</b>	<b>96.0%</b>	<b>67.6</b>	<b>-30.2%</b>	<b>78.0</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.7</b>	<b>90.6</b>	<b>-66.1%</b>	<b>17.5</b>	<b>74.9%</b>	<b>52.8</b>	<b>-41.9%</b>	<b>61.0</b>	<b>-49.7%</b>

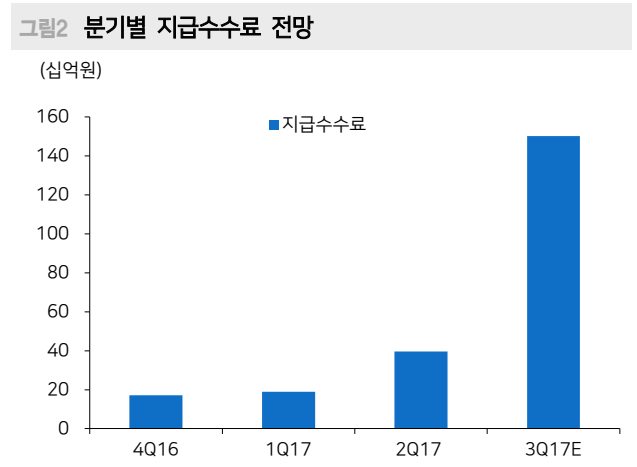
자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>240.8</b>	<b>240.5</b>	<b>217.6</b>	<b>284.6</b>	<b>239.5</b>	<b>258.6</b>	<b>632.5</b>	<b>483.8</b>	<b>983.6</b>	<b>1,614.4</b>	<b>1,841.2</b>
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	65.5
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	48.0	188.3	170.0	176.2
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	9.0	18.5	76.6	55.3	52.7
로열티	29.4	23.3	24.2	41.5	63.5	36.1	53.0	66.1	118.4	218.8	205.4
모바일	-	-	-	18.5	23.4	93.7	464.0	279.9	18.5	861.0	983.6
기타	9.6	19.2	10.5	13.6	10.6	14.9	15.6	16.4	52.8	57.6	44.0
<b>영업이익</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>30.4</b>	<b>37.6</b>	<b>283.3</b>	<b>182.1</b>	<b>328.8</b>	<b>533.4</b>	<b>672.5</b>
<b>세전이익</b>	<b>81.0</b>	<b>97.5</b>	<b>63.4</b>	<b>104.2</b>	<b>24.1</b>	<b>47.2</b>	<b>288.2</b>	<b>188.3</b>	<b>346.1</b>	<b>547.7</b>	<b>680.5</b>
<b>지배순이익</b>	<b>66.2</b>	<b>90.6</b>	<b>48.2</b>	<b>67.2</b>	<b>17.5</b>	<b>30.7</b>	<b>210.6</b>	<b>137.6</b>	<b>272.3</b>	<b>396.4</b>	<b>530.9</b>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '리니지M', 판도라의 유물상자 이벤트 (7월 31일~8월 7일)



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권리서치센터

그림4 '검령홍문굴기' (텐센트의 '블레이드앤소울' 기반의 웹게임, 3Q17 출시 예정)



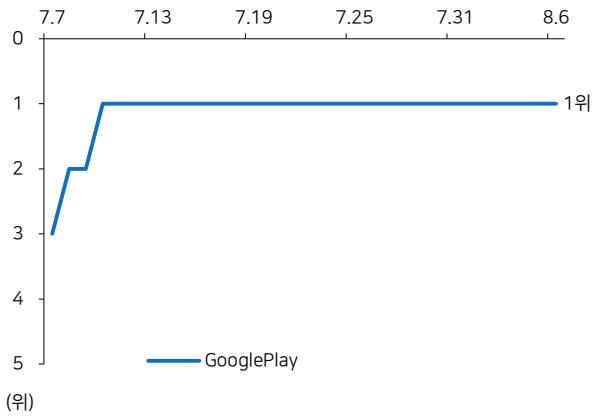
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권리서치센터

그림5 '길드워즈2' 2번째 확장팩, '패스 오브 파이어' (9월 22일 출시 예정)



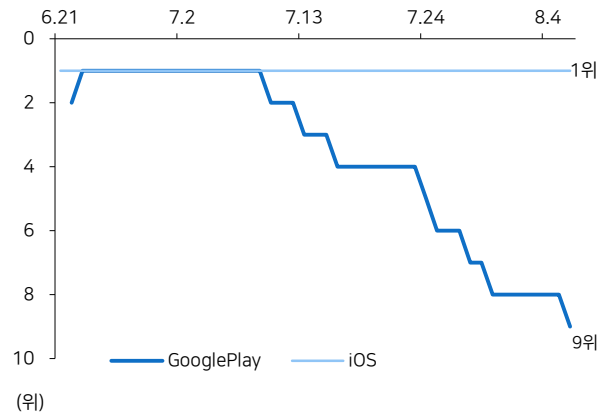
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권리서치센터

그림6 '리니지M' 매출 순위



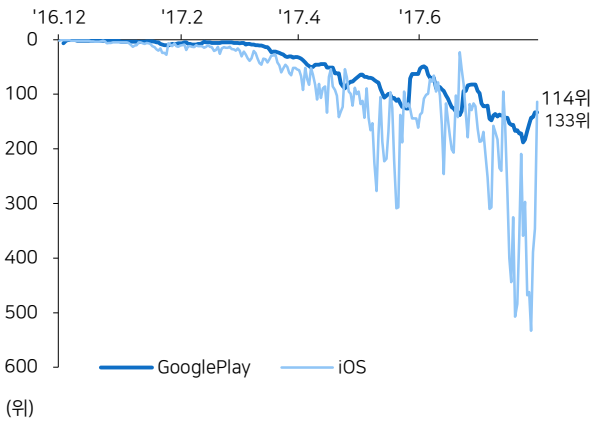
주: 2017.8.6. 국내 구글플레이 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 '리니지M(12)' 매출 순위



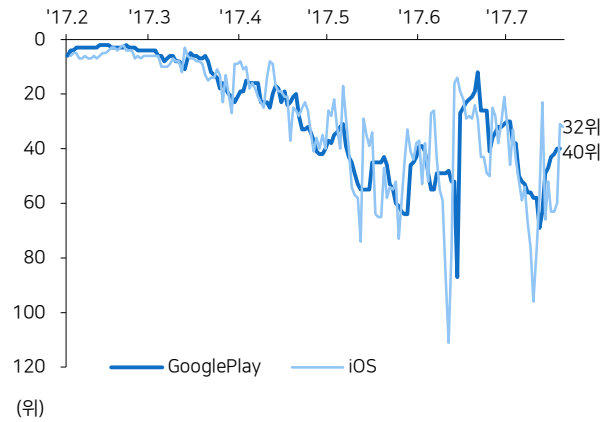
주: 2017.8.6. 국내 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 '리니지레드나이트' 매출순위



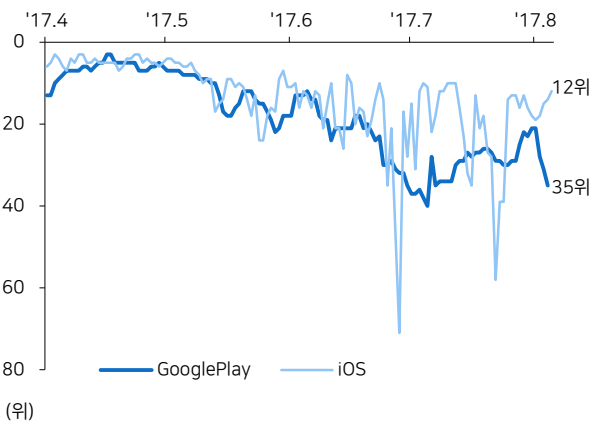
주: 2017.8.6. 국내 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 '파이널 블레이드' 매출 순위



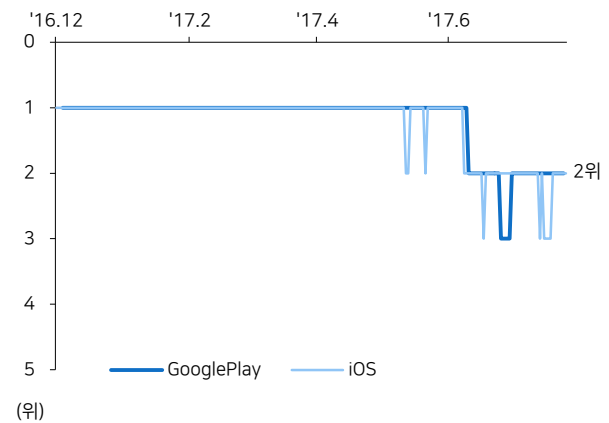
주: 2017.8.6. 국내 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 '프로야구 H2' 매출 순위



주: 2017.8.6. 국내 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 '리니지2 레볼루션' 매출순위



주: 2017.8.6. 국내 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 실적 추정치 변경 내용

(십억원)		2017E	2018E	2019E
매출액	수정후	1,614.4	1,841.2	2,002.8
	수정전	1,437.2	1,775.9	1,852.8
	% diff	12.3%	3.7%	8.1%
영업이익	수정후	533.4	672.5	767.1
	수정전	455.8	697.2	736.6
	% diff	17.0%	-3.5%	4.1%
지배순이익	수정후	396.4	530.9	604.7
	수정전	360.2	551.1	581.9
	% diff	10.0%	-3.7%	3.9%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 2017 주요게임 라인업

	1H17			2H17		
	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고
모바일	리니지M(리니지1)	국내	6.21 출시	블레이드앤소울(MMO기반)	국내	자체개발, 연내 출시 목표
	파이널 블레이드	국내	스카이피플 개발/ 2.14 출시	아이온 레기온스오브워	북미/유럽	8.3 멕시코 소프트론칭 연내 정식 출시 예정
	H2	국내	자회사 엔트리브소프트 개발/ 3.31 출시	팡야모바일	국내	엔트리브소프트 개발/ 3Q17 정식 출시 예정
	리니지RK(리니지1)	중국	알파게임즈 퍼블리싱 중국 판호상황 기다리는 중	리니지M(리니지1)	대만	연내 정식 출시 예정
	아이온 레기온스오브워	북미/유럽	2Q17 소프트론칭	북미 스튜디오 개발 게임	북미/유럽	
PC				MXM	중국	중국 판호상황 기다리는 중
				리니지2 웹게임	중국	37게임즈
				검령홍문굴기(블레이드앤소울)	중국	텐센트/ 3Q17 출시 예정

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

**표5 Global peer valuation table**

국가	회사	시가총액 (십억달러) (8/7)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)		ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)
			2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E		2017E	2017E	2017E	2017E	
한국	넷마블게임즈	10.1	2,390.1	2,735.5	719.7	877.6	20.4	16.8	47.3	2.3	25.4	3.3	10.9	
	엔씨소프트	7.5	1,397.9	1,636.8	470.8	625.3	20.4	15.2	30.3	1.2	19.7	3.8	13.1	
	컴투스	1.2	480.0	545.3	183.3	208.4	8.8	7.7	9.4	0.7	22.5	1.8	3.3	
미국	Blizzard	46.8	6,754.7	7,257.4	2,199.6	2,630.5	29.5	24.8	12.5	3.8	15.2	4.6	18.5	
	EA	36.3	5,196.5	5,627.8	1,665.8	1,986.3	30.6	27.7	17.9	2.2	28.0	9.8	19.2	
중국	Tencent	389.3	32,954.9	43,158.8	10,905.0	13,917.0	43.6	33.4	28.2	1.5	28.3	11.3	29.3	
	Netease	40.0	8,046.6	9,894.0	2,400.4	2,810.0	17.9	15.6	18.1	1.0	31.7	5.3	14.6	
	Perfect World	6.3	1,218.5	1,494.2	239.8	306.1	28.9	23.1	24.9	1.2	17.8	5.0	23.4	
일본	Nintendo	48.8	8,396.4	10,725.5	1,149.7	2,056.7	50.1	45.8	108.0	1.5	7.5	3.8	138.0	
	Cyberagent	3.8	3,288.3	3,246.8	274.0	349.4	47.2	28.3	14.8	0.9	11.3	4.9	10.4	
	Bandai Namco	7.4	5,717.9	5,924.1	606.9	654.8	19.5	17.4	16.4	2.3	12.8	2.3	7.6	
	Square Enix	4.1	2,299.0	2,413.9	334.1	361.5	22.6	19.1	12.8	1.5	11.3	2.5	9.0	
Global Average		50.1	6,511.7	7,888.3	1,762.4	2,232.0	28.3	22.9	28.4	1.7	19.3	4.9	24.8	

주: 3yrs EPS CAGR은 2016~2019년 기준, 시가총액 및 밸류에이션은 한국기업은 8월 7일, 해외기업은 8월 4일 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

- Q** '리니지 M' 견조한 이용자층/매출 기록 중인데, 출시 이후 트렌드가 어떻게 되는지? 이용자 지표는?
- A**
- '리니지M' 출시 초기 효과 이후에 사용자 상당히 안정적 추세. 동시접속자 수는 오히려 일부 증가하는 양상
  - 재접속률이 높고, 일간 플레이타임도 늘고 있어 안정적으로 게임이 정착하고 있다고 판단
  - 모바일 게임 특성상 이벤트가 존재할 때 매출 스파이크가 나타남. 일시적 이벤트 효과를 없애기 위해 이동 평균 매출을 구해보면, 초기 출시 이후 플러스/마이너스 10% 정도의 등락을 보이며 꾸준히 매출 유지 중
- Q** PC 매출 예상보다 큰 폭 감소. '리니지 1' 매출 감소의 가장 큰 원인은 이용자 이탈인지 이벤트 부재인지?
- A**
- '리니지 1' 이용자 중 '리니지M'으로 옮겨간 이용자가 상당히 있는 것으로 파악
  - 이벤트 부재의 영향도 있으며 두 가지 요인 모두 이용자 감소에 영향 끼침
- Q** '리니지 M' 향후 유저 간 아이템 거래 기능, 공성전 업데이트, 대만 출시 등의 구체적인 일정은?
- A**
- 유저 간 거래 시스템, 공성전 콘텐츠는 연내 업데이트 계획
  - 구체적 업데이트 시점은 게임 내 유저가 충분히 준비되어야 하므로 논의 중. 머지 않은 미래에 업데이트 이루어질 것
  - 대만 '리니지M' 출시는 국내 게임 업데이트 일정이 굉장히 바쁘게 돌아가고 있기 때문에 지연되고 있는 상황. 대만에도 연내 출시될 것
- Q** 최근 '검은사막' 등 국내 MMORPG 콘솔 버전 개발 중. 엔씨소프트 MMORPG IP의 콘솔 버전 개발이 예정되어 있는지?
- A**
- 미국 지사를 통해 '블레이드앤소울' 콘솔 버전은 개발 진행 중. 가시화되는 대로 다시 말씀드릴 것
  - 기존 PC RPG라고 부르는 모든 MMORPG 프로젝트는 PC와 콘솔에서 모두 가능하도록 개발 진행 중
  - 향후 MMORPG 게임 출시할 때에는 PC가 발달한 지역 외에 콘솔이 발달되어 있는 지역에도 출시 가능하도록 할 것

**Q** 넷마블게임즈 대비 해외 시장 진출 의지가 부족하다고 판단. 향후 해외 진출에 대한 전략은?

- A**
- 동의하지 않음. 엔씨소프트는 2001년부터 해외 진출해서 개발도 해외에서 하고, 퍼블리싱도 진행하고 있는 상황
  - 해외 진출에 대한 전략 측면에서는 타사와 해외사업에 대한 철학이 다른 것. 엔씨소프트는 해외에 좋은 팀을 구해서 해외 진출을 하는 전략, 타사는 이미 매출을 내고 있는 기업을 인수하는 전략
  - 기존 엔씨소프트 해외 사업부의 성과가 좋지 않으나 향후 해외 스튜디오 추가 인수 등 노력을 통해 성과 낼 수 있도록 할 것

**Q** ‘리니지 M’ 누적 매출은? 하반기 ‘리니지 M’ 매출이 시장 기대치 상회할 것이라고 언급했는데 하반기 매출 가이드는?

- A**
- 언급한 시장 컨센서스는 증권사 애널리스트의 연간 매출 추정치를 평균 낸 것을 의미. 하반기 매출이 해당 수치는 상회할 것으로 전망
  - 확정적이라기보다는 하반기에 어떻게 잘 운영해 나가느냐에 달려 있기 때문에 지금 시점에서 정확한 숫자를 논하기는 어려움
  - 지금까지의 화제성이나 유저 커뮤니티의 활발함 등을 고려했을 때 마켓 컨센서스는 넘을 수 있을 것으로 전망

**Q** ‘리니지 M’ 대만 외에 중국, 일본 등 해외 지역 출시 스케줄은?

- A**
- 현재까지 확정된 스케줄은 ‘리니지M’ 대만 출시. 중국의 경우 의지대로 출시할 수 있는 상황이 아님
  - 일본의 경우 대만 출시 이후에 발표가 있을 것

**Q** ‘아이온레기온스’, ‘리니지 PC 게임’ 등 향후 신작 게임 출시 스케줄은?

- A**
- 올 하반기부터 내년 말 사이에 MMORPG IP를 사용한 모바일 대작(‘리니지M’에 버금가는 성과를 기대하는 게임) 3개 정도 출시 예정
  - 사내 굉장히 많은 모바일 프로젝트가 진행 중, 지금부터 내년 말 사이에 대작 3개 비롯 여러가지 모바일 게임 출시될 것으로 예상
  - PC게임의 경우 PC/콘솔을 합해 내년 이후 신작 출시 가능할 것으로 예상



**Q 해외 시장 관련 '리니지 M' 외에 거점인 중국과 일본을 어떻게 공략할 것인지? 3분기 '리니지2 레볼루션' 일본 진출하면서 로열티 기대할 수 있지만 자체 게임 중에서는 어떤 게임들이 준비되어 있는지?**

- A**
- 중국, 일본 뿐 아니라 해외 전반적으로 각 시장별로 통하는 스타일이나 게임 장르가 다르다고 생각함
  - 개발한 게임을 여러 나라에 출시하는 것이 1차 목표지만 각 지역에서 통할 수 있는 IP를 만들어내는 것도 중요함
  - 일본 같은 경우도 일본 내 자체 게임 개발을 작년부터 시작, 이러한 현지 개발 프로젝트 다수 진행 중
  - 각 지역에서 개발된 게임이 엔씨소프트 브랜드를 달고 시장에 나갈 수 있는 수준인지 판단하는 것이 중요, 지속적으로 개발 노력 중

**Q 전체적인 연구개발비 재배치 전망? 매출 믹스가 모바일로 완전히 전환, 향후 연구개발비도 재배치 계획이 있는지?**

- A**
- 2분기 말 기준 모바일 전문 개발인력이 40%를 넘는 수준. 1년 반~2년 전만 해도 모바일 전문 인력 전무했으나 2년만에 상당히 많이 증가
  - 외부에서 유입된 인력도 있지만 내부 인력 이동도 있음. 내부 PC 프로젝트 재평가를 통해 인력의 상당부분을 모바일 프로젝트로 이동시킨 바 있음

**Q '길드워' 등 PC 게임은 PC 확장팩보다 모바일 버전을 출시하는 것이 더욱 성장성 있다고 판단됨. 향후 기존 PC 게임 모바일 버전의 계획이 있는지?**

- A**
- 모바일 비중이 높아지므로 회사의 포커스가 모바일로 옮겨가야 한다는 생각에는 동의하지 않음
  - IP의 생명은 원작. 모바일 버전이 성과를 내려면 오리지널 IP(PC버전)의 성과가 꾸준히 지속되어야 한다고 생각함
  - 지난 2개 분기 정도 PC게임의 성과가 좋지 못했지만 앞으로 지속적인 업데이트를 통해 게임 매출 이끌어 나갈 계획

**Q PC '리니지'의 하반기 매출 반등 목표 수준은? 모바일 '리니지 M' 카니발라이제이션 효과 고려할 때 하반기 리니지 PC 매출 가이던스?**

- A**
- PC '리니지'의 경우 작년 매출 수준을 회복하기는 어려울 것
  - '리니지'/'리니지M'은 서로 상관관계에 있음. 유저당 매출 등의 측면에서 '리니지'에서 잃은 것보다는 '리니지M'에서 얻은 것이 더 많은 상황
  - 최소한 이번 분기가 최저 수준이 될 것으로 판단. '리니지' 쪽에 준비되어 있는 이벤트를 어느 시점에 쓰느냐에 따라 향후 매출이 결정될 것

**Q 3분기 이후의 '리니지 M' 마케팅비 전망은? 직접 서비스하는 신작 게임 출시 일정 고려해서 올 하반기 전체 마케팅비 가이드는?**

- A**
- 2분기가 전체 마케팅비로는 가장 많이 쓴 분기가 될 것으로 생각. '리니지M' 마케팅 비용 증가에 기인
  - 특히 2분기에는 '리니지M' 매출이 마지막 10일 정도만 반영되었기 때문에 전체 마케팅비 대비 매출이 상대적으로 적게 반영됨
  - 3,4분기에는 1,2분기와 비교하여 전체 매출 대비 마케팅비 비중 하락할 것

**Q '리니지 M' 성과 호조 지속되면 내년 1분기에도 인센티브가 지급될 가능성이 있는지?**

- A**
- 내부적으로 성과에 연동된 보상 규정을 가지고 있음
  - 정확한 예측은 어렵지만 작년보다 큰 폭 성장이 예상되므로 어느정도 인센티브가 지급될 것으로 생각
  - 다만 1분기 말에 한꺼번에 지급하기보다는 일회성 요인을 줄이기 위해 연중 몇 차례에 나눠 지급하는 방안 고려 중

**Q 과거 30%대의 높은 영업이익률을 보이다가 1분기 10%대로 하락. 이익기여도가 컸던 '리니지' PC 게임의 매출이 하락했기 때문으로 판단. 향후에도 저조한 '리니지' PC 게임 매출을 고려하면 이전의 높은 영업이익률을 회복하기는 어려울 것으로 보이는데 회사의 입장은?**

- A**
- 올해부터 매출 중 모바일 비중 상당히 늘어나기 때문에 수익성에 영향 있을 것
  - 3분기는 변동비를 감안하더라도 워낙 높은 성과 때문에 영업이익률 자체는 높은 수준 유지할 것으로 기대
  - 하반기 전체적으로는 높은 수수료의 영향으로 모바일 게임의 비중 증가가 수익성에 영향 끼칠 것
  - 향후 ROE 측면에서 더 향상되는 모습을 보이는 것이 목표

**Q '리니지 M' 현재 액티브 유저 수 및 월매출 등의 지표는?**

- A**
- 회사 방침상 구체적인 숫자를 직접적으로 언급하는 것은 어려움
  - 일간 사용자는 마지막 발표 숫자에서 크게 떨어지지 않은 상태 안정적 유지 중
  - 동시 접속자 수의 경우 초기에 비해 뒤로 가면서 오히려 증가하는 양상
  - 일매출은 날짜별 변동 있으나 약 20일 정도 평균 매출로 보면 플러스/마이너스 10% 수준에서 유지되고 있음

- Q** IP 활용한 모바일 게임 출시하겠다고 했는데 중장기적으로 중심 장르, 국내/해외 비중 등 엔씨소프트의 모바일 게임 전략은?
- A**
- 엔씨소프트가 잘하는 분야는 MMORPG. 깊이 있고 넓은 콘텐츠와 끊임없는 사용자 간 갈등 지속적으로 이끌어내는 콘텐츠 등
  - 이전에는 방대한 콘텐츠를 모바일 플랫폼에 담아내기 어려웠으나 현재는 가능한 상황. 확보하고 있는 콘텐츠를 모바일 디바이스에 하나씩 옮겨나갈 계획
  - 최근의 트렌드는 사용자가 앱 플레이어를 통해 모바일 게임을 PC에서 플레이하는 등 게임 플랫폼이 명확하게 나누어지지 않는 상황
  - PC게임과 모바일 게임을 구별하여 이야기하는 것은 앞으로 무의미하다고 생각
- Q** '리니지M' 향후 과금 트렌드가 상승할 수 있는지? 상승이 어렵다면 어느 정도 수준에서 안정화될 것으로 판단하는지?
- A**
- '리니지M'은 초기 출시 당시 2000년대 중반 수준의 콘텐츠를 가지고 런칭, 전체 '리니지' 콘텐츠의 10분의 1도 들어가지 않은 상황
  - 7월 말부터 8월 초까지 아이템 업데이트하면서 일매출 최고치 돌파한 바 있음
  - 가장 중요한 콘텐츠는 공성전. 유저가 혈맹을 만들고 캐릭터를 육성시키는 가장 큰 목적은 공성전인데 아직 도입되지 않은 상황
  - 현재 리니지 콘텐츠의 일부분만 반영된 상황으로 향후 도입될 콘텐츠가 더 많음
- Q** '리니지M' 중국 진출 관련하여 시기는 특정하기 어렵겠지만 현재 진행되고 있는 프로젝트나 협상이 있는지?
- A**
- 중국 퍼블리싱 딜 관련해서는 여러 군데에서 관심을 보여주고 있으나 특정 업체와 계약을 진행하고 있지는 않음

## 엔씨소프트(036570)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>838.3</b>	<b>983.6</b>	<b>1,614.4</b>	<b>1,841.2</b>	<b>2,002.8</b>
매출액증가율 (%)	-0.1	17.3	64.1	14.1	8.8
매출원가	202.7	187.6	212.3	216.4	235.4
매출총이익	635.6	796.0	1,402.1	1,624.8	1,767.3
판매비와관리비	398.1	467.2	868.7	952.3	1,000.3
<b>영업이익</b>	<b>237.5</b>	<b>328.8</b>	<b>533.4</b>	<b>672.5</b>	<b>767.1</b>
영업이익률 (%)	28.3	33.4	33.0	36.5	38.3
금융수익	20.1	10.7	11.1	11.5	12.0
중속/관계기업관련손익	-2.0	7.3	7.6	7.9	8.3
기타영업외손익	-16.0	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8
세전계속사업이익	239.5	346.1	547.7	680.5	775.2
법인세비용	73.2	74.7	147.7	149.7	170.5
<b>당기순이익</b>	<b>166.4</b>	<b>271.4</b>	<b>396.3</b>	<b>530.8</b>	<b>604.6</b>
지배주주지분 순이익	165.4	272.3	396.4	530.9	604.7

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>1,082.8</b>	<b>1,191.6</b>	<b>1,482.5</b>	<b>1,896.2</b>	<b>2,381.3</b>
현금및현금성자산	248.1	144.8	364.2	544.8	745.6
매출채권	89.0	158.5	190.3	228.6	274.5
재고자산	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
<b>비유동자산</b>	<b>1,136.4</b>	<b>1,169.2</b>	<b>1,227.6</b>	<b>1,289.0</b>	<b>1,353.5</b>
유형자산	233.8	224.7	235.9	247.7	260.1
무형자산	64.2	53.3	56.0	58.8	61.8
투자자산	557.3	629.1	660.5	693.6	728.2
<b>자산총계</b>	<b>2,219.2</b>	<b>2,360.8</b>	<b>2,710.1</b>	<b>3,185.3</b>	<b>3,734.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>337.5</b>	<b>284.4</b>	<b>312.8</b>	<b>344.1</b>	<b>378.5</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>92.7</b>	<b>180.9</b>	<b>197.7</b>	<b>216.2</b>	<b>236.4</b>
사채	0.0	149.7	149.7	149.7	149.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>430.3</b>	<b>465.3</b>	<b>510.5</b>	<b>560.2</b>	<b>614.9</b>
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	52.2	52.2	52.2
이익잉여금	1,330.4	1,543.8	1,848.1	2,065.3	2,423.5
비지배주주지분	19.4	9.9	8.0	5.8	3.1
<b>자본총계</b>	<b>1,788.9</b>	<b>1,895.5</b>	<b>2,199.6</b>	<b>2,625.0</b>	<b>3,119.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>241.3</b>	<b>112.0</b>	<b>461.8</b>	<b>572.0</b>	<b>635.3</b>
당기순이익(손실)	166.4	271.4	312.1	367.4	436.6
유형자산감가상각비	28.5	26.5	25.5	22.1	19.1
무형자산상각비	6.5	5.9	1.6	1.5	1.4
운전자본의 증감	6.2	-154.4	21.8	26.1	31.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-516.9</b>	<b>-138.7</b>	<b>-71.2</b>	<b>-72.6</b>	<b>-74.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.7	-16.6	-17.0	-17.3	-17.7
투자자산의 감소(증가)	-498.9	-63.0	-126.5	-151.9	-182.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>310.2</b>	<b>-73.8</b>	<b>-130.7</b>	<b>-137.3</b>	<b>-144.1</b>
차입금증감	0.0	148.6	0.0	0.0	0.0
자본의증가	218.8	-9.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가	45.3	-103.3	219.3	180.7	200.8
기초현금	202.8	248.1	144.8	364.2	544.8
기말현금	248.1	144.8	364.2	544.8	745.6

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	38,228	44,852	73,620	83,964	91,330
EPS(지배주주)	7,542	12,416	18,075	24,210	27,577
CFPS	13,226	17,610	23,065	29,905	34,052
EBITDAPS	12,424	16,470	25,561	31,740	35,912
BPS	77,764	83,552	97,384	116,761	139,318
DPS	2,747	3,820	3,820	3,820	3,820
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.0	1.0	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	28.2	19.9	21.2	15.9	13.9
PCR	16.1	14.1	16.6	12.8	11.3
PSR	5.6	5.5	5.2	4.6	4.2
PBR	2.7	3.0	3.9	3.3	2.8
EBITDA	272.4	361.2	560.5	696.0	787.5
EV/EBITDA	13.7	12.7	12.2	9.2	7.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.6	14.9	19.4	22.1	21.1
EBITDA 이익률	32.5	36.7	34.7	37.8	39.3
부채비율	24.1	24.5	23.2	21.3	19.7
금융비용부담률	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	7,379.3	110.4	172.2	208.7	228.9
매출채권회전율(x)	9.4	8.0	9.3	8.8	8.0
재고자산회전율(x)	1,202.6	1,455.7	2,203.9	2,092.8	1,895.3

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤율정)

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 이용하시는 분은 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 증가대비 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	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**

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.14	기업브리프	Buy	270,000	김동희	
2015.11.05	기업브리프	Buy	270,000	김동희	
2015.12.03	산업분석	Buy	270,000	김동희	
2015.12.11	기업브리프	Buy	270,000	김동희	
2016.01.15	산업분석	Buy	270,000	김동희	
2016.02.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.03.08	기업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.03.18	기업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.05.26	산업분석	Buy	300,000	김동희	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	
2016.08.31	기업브리프	Buy	350,000	김동희	
2016.10.12	산업브리프	Buy	350,000	김동희	
2016.11.11	기업브리프	Buy	350,000	김동희	
2016.11.23	산업분석	Buy	350,000	김동희	
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김동희	
2017.01.10	산업브리프	Buy	380,000	김동희	
2017.02.08	기업브리프	Buy	400,000	김동희	
2017.04.14	산업브리프	Buy	450,000	김동희	
2017.05.12	기업브리프	Buy	450,000	김동희	
2017.05.31	산업분석	Buy	450,000	김동희	
2017.06.22	기업브리프	Buy	450,000	김동희	
2017.07.07	산업브리프	Buy	450,000	김동희	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	