엔씨소프트 036570

Building on Blockbuster Franchise

✓ Bottom-Out Play. 올해 동사 주가는 연초대비 16.3% 상승하며 KOSPI대비 16.6%p 아웃퍼폼. 현 시점에서 투자 전략은?
✓ 흥행산업의 주가 흥행 기업의 특성상 게임성공 유무에 따라 높은 변동성을 시현. 향후 엔씨소프트 주가는 리니지2M 성과에 근거하여 변동될 전망
✓ 리니지M의 출시 첫달 일매출 29억원, 2020년 연간 매출액은 6,992억원, 일평균 19.2억원(일본 포함 해외 비중 12.4%) 으로 추정
✓ 투자의견 Buy로 상향, 적정주가 70만원 제시

Bottom Out Play

엔씨소프트 주가는 2019년 의미있는 Bottom-Out에 성공하였다. 올해 동사 주가는 연초대비 16.3% 상승하며 KOSPI대비 16.6%p 아웃퍼폼하였다. 현 시점에서 투자 전략은?
① 2019년 이익의 안정성(매출액 1.7조원, 영업이익 5,484억원 예상)과
② 리니지M 출시로 글로벌 메가 게임사로 변모할 기업가치,
③ 절대주가 상승률은 16%에 불과하다는 점 고려시 차익실현보다는 추가매수의 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

흥행 산업의 주가

흥행 기업의 특성상 게임성공 유무에 따라 높은 변동성을 시현한다. 향후 엔씨소프트 주가는 ‘리니지2M’ 성과에 근거하여 변동될 전망이다. ‘리니지2M’의 성과가 전 작 ‘리니지M’ 대비 75% 수준의 성과만 달성해도 적정 기업가치는 15.4조원, 적정주가 70만원으로 제시한다. 전작과 유사한 100% 수준의 매출 달성시 주가는 85만원, 기업가치는 17조원 이상이다. 당사는 ‘리니지2M’의 출시 첫달 일매출 29억원, 2020년 연간 매출액은 6,992억원, 일평균 19.2억원(일본 포함 해외 비중 12.4%)으로 추정한다.

투자의견 Buy 상향, 적정주가 70만원 제시

적정주가 70만원은 2020E Target PER 19.6배 수준으로 ① ‘리니지2M’ 성공에 대한 높아진 신뢰, ② 해외시장 성장으로 재확대될 Valuation Multiple Premium, ③ Global Peer’s avg, PER 19.6배라는 점 감안시 부담스러운 수준 아니다.
Contents

1. Bottom-Out Play  3
2. Break-out Study  6
3. 리니지 2M ‘2nd Impact’  12
4. 엔씨소프트 실적 전망  16
5. Valuation  18
1. Bottom-Out Play

현시점에서 투자전략은?

엔씨소프트 주가는 2019년 의미있는 Bottom-Out에 성공하였다. 올해 동사 주가는 연초대비 16.3% 상승하며 KOSPI대비 16.6%p 아웃퍼포먼스였다. 현 시점에서 투자 전략은? ① 2019년 이익의 안정성(매출액 1.7조원, 영업이익 5,484억원 예상)과 ② '리니지2M' 출시로 글로벌 메가 게임사로 변모할 기업가치, ③ 절대주가 상승율은 16%에 불과하다는 점 고려시 차익실현보다는 추가매수의 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

과거 주기가 단기 추세 고점에 위치할 때는 언제나 주가 하락이 뒤따른 점을 고려할 때 차익 실현의 욕구가 커질 수 있으나 'L2M' 행정 성과가 기대보다 양호할 가능성을 감안시 오히려 추가 매수의 기회로 활용해야 한다고 판단된다.

혼행산업의 주가변동성

엔씨소프트 주가는 2000년도 상장 이후 급등(신규 게임에 대한 기대)과 급락(성장 동력 공백)이 반복되는 높은 변동성을 시현하였다. 동사 기업가치는 2017년 6월 '리니지M' 출시에 대한 기대감으로 50% 이상 상승한 경험 존재한다. 2019년에는 '리니지2M' 출시로 ① 글로벌 게임시장에서 성공 가능성이, ② '리니지M'에 이어 2번째 모바일 게임 히트로 멀티 플랫폼 개발사로 본격 성장한다는 점에서 추가 상승 엔두에 둔 투자전략이 유효하다.

[그림1] 엔씨소프트 주가추이 - 상장 이후 높은 변동성. 2019년 Breakout 이후 대응 전략은?

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터
투자의견 Buy, 적정주가 70만원 제시

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 70만원을 제시하며 하반기 게임업종 Top Pick으로 제시한다. 투자포인트는 다음과 같다.

1. 흥행 산업의 추가
   ① 흥행 기업의 특성상 게임성공 유무에 따라 높은 변동성 시현
   ② 그러나 2019년 블리자드 Case에서 알 수 있듯이 결국 게임개발사의 경쟁력은 PC게임 수준의 개발력, 유해 게이머들이 열광하는 포인트는 ‘올드 IP’로의 회귀, 기존 게임들의 안정적 cash cow, 신규 IP들의 양호한 성과, 보유 자본으로 성장기회(클로벌+모바일+콘솔+클라우드)에 재투자함으로써 기업가치 재평가 이루어지고 있다는 점에 주목

2. 엔씨소프트, 리니지2M으로 거듭날 ‘성장 스토리’
   - 흥행 기업의 특성상 게임성공 유무에 따라 높은 변동성 시현. 향후 엔씨소프트 주가는 리니지2M 성과에 근거하며 변동될 전망
   - 리니지2M의 성과별 주가 시나리오 분석 결과, 전작 리니지M 대비 50~100% 성과 달성한다고 가정하면 적정주가는 50~86만원 Band에 놓인다고 추정
   - 리니지2M의 성과가 전작 리니지M 대비 75% 수준의 성과만 달성해도 적정기업가치는 15.4조원, 적정주가는 70만원까지 상승할 수 있으며 전작과 유사한 100% 수준의 매출 달성시 85만원, 50% 성공 가정시 약 50만원 수준임
   - 당사는 리니지2M의 출시 첫달 일매출 29억원, 2020년 연간 매출액은 6,992억원, 일평균 19.2억원(일본 포함 해외 비중 12.4%)으로 추정
   - 리니지2M에 이어 아이온2, B&S2가 연이은 성공 거듭시 주가 Upside는 큰 폭으로 확대

3. 투자의견 Buy 및 목표주가 700,000원 제시, 게임업종 Top Pick!
   - 적정주가 70만원은 2020년 실적기준 Target PER 19.6배 수준
   - ① 리니지2M 성공에 대한 높아진 신뢰, ② 해외시장 성장으로 재확대될 Valuation Multiple Premium, ③ Global Peer’s avg. PER 19.6배라는 점 감안시 부담스러운 수준 아님
그림2 엔씨소프트의 Historical PER Trend – 2000년 7월 상장이후 Avg. 12M FWD PER은 21.9배

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터
2. Break-out Study

흥행 성공 Case

Break-out: 브레이크아웃이란 자산가격이 갑자기 새로운 영역에 진입하는 것 의미한다.


지로: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터
흥행 성공 Case

“사전다운로드 550만명, 이용자 210만명, 일매출 107억원”

2017년 6월 출시된 리니지M의 론칭 첫날의 성과이다. 2017년 엘씨소프트는 리니지M 성공으로 인해 총 58%의 주가 상승률 시현하였는데, 사전예약 개시~출시 시점까지 33% 상승하며 주가 상승폭이 가장 큰 것이다. 신규게임 출시를 전후로 게임 성공에 대한 기대감과 차익실현에 대한 욕구가 혼재하며 극심한 주가 변동성이 나타내다. 결국 사전예약자수 증가세와 출시 이후 매출 성과에 따라 중장기적인 기업가치는 리레이팅된다.

그림5 리니지M (2017년)

(천원) 거래량(우) 주가

17.6.21 리니지M 출시
17.4.12 리니지M 사전예약
사전예약 및 출시시점까지 주가 33% 상승

17.7 Breakout 이후 약 25% 추가 상승

자료: Wisefn, 엘씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 리니지2M (2019년)

(천원) 거래량(우) 주가

19.11 리니지2M 출시
19.09.05 리니지2M 쇼케이스

자료: Wisefn, 엘씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터
홍행 실패 Case

주가는 게임성공 유무를 선반영

엔씨소프트 게임의 역사 중에서 홍행 실패의 대표적인 Case는 2007년 타뷸라라사 출시와 2012년 블레이드엔소울의 상용화이다. 동사 주가는 2007년 10월 타뷸라라사 출시를 앞두고 49.2% 하락하며 홍행 실패를 선반영하였다. 또한 2012년 7월 블레이드엔소울 출시를 전후하여 김택진 대표의 지분 매각이 있긴 하였으나 주가는 121.6% 하락하며 홍행 부진이 주가에 선반영된 경험이 존재한다.

그림7 타createUrl라사 (2007년)

자료: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 블레이드엔소울 (2012년)

자료: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터
블리자드와 엔씨소프트의 유사한 궤적

블리자드의 경우 게임포트폴리오 다변화에 따라 추가와 실적의 변동성이 낮아진 경향이 존재한다. 2009년~2018년 10년간 블리자드의 매출액과 순이익 CAGR은 각각 9.5%, 32.0%를 기록하였다. 그런데 흥미로운 점은 과거 블리자드 역시 엔씨소프트와 유사한 주가 패턴을 보였다는 것이다. 즉 신규 게임 기대감에 의한 Breakout과 계단식 주가 상승 그리고 높은 변동성을 시현하였다. 이는 게임/영화와 같은 흥행 산업에 속한 기업의 특정한 주가 패턴이라고 볼 수 있으며 블리자드의 경우 게임 포트폴리오가 다변화됨에 따라 주가 변동성이 낮아졌음을 확인할 수 있다. 향후 엔씨소프트가 블리자드의 뒤를 따를 것인가? 2019년 리니지2M의 성과가 중요한 이유이다.

그림9 엔씨소프트- 블리자드는 기존 게임의 캐시카우 + IP활용한 신작으로 꾸준한 성장

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터
Blizzard - ‘PC게임이 중심’

8월 20일 블리짜드의 J 알렌 브랙 대표는 한국 방문을 통해 ‘블리짜드는 앞으로도 PC게임 중심의 개발사가 될 것이다.’며 의지를 밝혔다. 블리짜드는 2018년 블리즈컨에서 ‘디아블로 이모탈’ 공개 이후 모바일게임만 만드는 회사로 전락하는 것이 아닌가에 대한 우려로 주가가 급락한바 있다. 블리짜드는 근본적으로 PC게임 개발사이며 모바일게임 개발은 좋은 기회가 될 수 있으나 앞으로도 계속해서 PC 게임을 개발할 것이라는 점을 강조하고 있다.

8월 26일 블리짜드는 15년된 MMORPG ‘WOW’를 클래식 버전으로 재출시하였다. 게이머들의 향수를 자극하며 와우 클래식 라이브 경기를 110만명이 동시관람하였고, 24시간동안 610만명의 시청자가 방송을 보는 등 유저들 추억 자극하며 초반 흥행에 성공하였다. 블리짜드 주가는 와우 클래식의 흥행과 ‘콜 오브 듀티: 모던 워페어’ 발매 기대감 등으로 지난 1개월 동안 13% 상승하는 등 2019년말 ~2020년초 실적 성장에 대한 기대감 커지고 있다.

![Activision Blizzard 주가 및 거래량 - 2019년 연초대비 13.8% 상승](자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터)
### 표1 Activision Blizzard 실적 추이

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>4,447.0</td>
<td>4,755.0</td>
<td>4,856.0</td>
<td>4,583.0</td>
<td>4,408.0</td>
<td>4,664.0</td>
<td>6,608.0</td>
<td>7,017.0</td>
<td>7,500.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Console</td>
<td>2,330.0</td>
<td>2,439.0</td>
<td>3,172.0</td>
<td>3,291.0</td>
<td>2,150.0</td>
<td>2,391.0</td>
<td>2,453.0</td>
<td>2,389.0</td>
<td>2,538.0</td>
</tr>
<tr>
<td>PC</td>
<td>1,230.0</td>
<td>1,357.0</td>
<td>675.0</td>
<td>340.0</td>
<td>1,418.0</td>
<td>1,499.0</td>
<td>2,124.0</td>
<td>2,042.0</td>
<td>2,179.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Mobile and ancillary</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>703.0</td>
<td>629.0</td>
<td>433.0</td>
<td>418.0</td>
<td>1,674.0</td>
<td>2,081.0</td>
<td>2,176.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Other</td>
<td>887.0</td>
<td>959.0</td>
<td>306.0</td>
<td>323.0</td>
<td>407.0</td>
<td>356.0</td>
<td>357.0</td>
<td>505.0</td>
<td>607.0</td>
</tr>
<tr>
<td>매출원가</td>
<td>2,126.0</td>
<td>1,772.0</td>
<td>1,662.0</td>
<td>1,531.0</td>
<td>1,525.0</td>
<td>1,585.0</td>
<td>2,394.0</td>
<td>2,501.0</td>
<td>2,517.0</td>
</tr>
<tr>
<td>(% YoY)</td>
<td>-7.8</td>
<td>-16.7</td>
<td>-6.2</td>
<td>-7.9</td>
<td>-0.4</td>
<td>3.9</td>
<td>51.0</td>
<td>4.5</td>
<td>0.6</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익</td>
<td>2,321.0</td>
<td>2,983.0</td>
<td>3,194.0</td>
<td>3,052.0</td>
<td>2,883.0</td>
<td>3,079.0</td>
<td>4,214.0</td>
<td>4,516.0</td>
<td>4,983.0</td>
</tr>
<tr>
<td>(% YoY)</td>
<td>17.7</td>
<td>28.5</td>
<td>7.1</td>
<td>-4.4</td>
<td>-5.5</td>
<td>6.8</td>
<td>36.9</td>
<td>7.2</td>
<td>10.3</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익률 (%)</td>
<td>52.2%</td>
<td>62.7%</td>
<td>65.8%</td>
<td>66.6%</td>
<td>65.4%</td>
<td>66.0%</td>
<td>63.8%</td>
<td>64.4%</td>
<td>66.4%</td>
</tr>
<tr>
<td>영업비용</td>
<td>1,852.0</td>
<td>1,655.0</td>
<td>1,743.0</td>
<td>1,680.0</td>
<td>1,700.0</td>
<td>1,760.0</td>
<td>2,802.0</td>
<td>3,207.0</td>
<td>2,995.0</td>
</tr>
<tr>
<td>(% YoY)</td>
<td>-7.3</td>
<td>-10.6</td>
<td>5.3</td>
<td>-3.6</td>
<td>1.2</td>
<td>3.5</td>
<td>59.2</td>
<td>14.5</td>
<td>-6.6</td>
</tr>
<tr>
<td>연구개발비(R&amp;D)</td>
<td>626.0</td>
<td>629.0</td>
<td>604.0</td>
<td>584.0</td>
<td>571.0</td>
<td>646.0</td>
<td>958.0</td>
<td>1,069.0</td>
<td>1,101.0</td>
</tr>
<tr>
<td>판매 및 마케팅비</td>
<td>516.0</td>
<td>545.0</td>
<td>578.0</td>
<td>606.0</td>
<td>712.0</td>
<td>734.0</td>
<td>1,210.0</td>
<td>1,378.0</td>
<td>1,062.0</td>
</tr>
<tr>
<td>일반관리비</td>
<td>375.0</td>
<td>456.0</td>
<td>561.0</td>
<td>490.0</td>
<td>417.0</td>
<td>380.0</td>
<td>634.0</td>
<td>760.0</td>
<td>832.0</td>
</tr>
<tr>
<td>구조조정비</td>
<td>-</td>
<td>25.0</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>무형자산 상각</td>
<td>326.0</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익 (손실)</td>
<td>469.0</td>
<td>1,328.0</td>
<td>1,451.0</td>
<td>1,372.0</td>
<td>1,183.0</td>
<td>1,319.0</td>
<td>1,412.0</td>
<td>1,309.0</td>
<td>1,988.0</td>
</tr>
<tr>
<td>(% YoY)</td>
<td>-</td>
<td>183.2</td>
<td>9.3</td>
<td>-5.4</td>
<td>-13.8</td>
<td>11.5</td>
<td>7.1</td>
<td>-7.3</td>
<td>51.9</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률 (%)</td>
<td>10.5%</td>
<td>27.9%</td>
<td>29.9%</td>
<td>29.9%</td>
<td>26.8%</td>
<td>28.3%</td>
<td>21.4%</td>
<td>18.7%</td>
<td>26.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>세전이익</td>
<td>492.0</td>
<td>1,331.0</td>
<td>1,458.0</td>
<td>1,319.0</td>
<td>981.0</td>
<td>1,121.0</td>
<td>1,106.0</td>
<td>1,151.0</td>
<td>1,877.0</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익, GAAP</td>
<td>418.0</td>
<td>1,085.0</td>
<td>1,149.0</td>
<td>1,010.0</td>
<td>835.0</td>
<td>892.0</td>
<td>966.0</td>
<td>273.0</td>
<td>1,813.0</td>
</tr>
<tr>
<td>(% YoY)</td>
<td>269.9</td>
<td>159.6</td>
<td>5.9</td>
<td>-12.1</td>
<td>-17.3</td>
<td>6.8</td>
<td>8.3</td>
<td>-71.7</td>
<td>564.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: GAAP기준  
자료: Activision Blizzard, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터
3. 리니지2M ‘2nd Impact’

L2M, 9월 5일부터 사전예약 개시 2019년 9월 5일 12시부터 엔씨소프트의 리니지2M이 사전예약을 개시하였다. 리니지2M은 기술적, 컨텐츠적 측면에서 기존 모바일 MMO와 차별화된다. ①Full 3D 그래픽의 PC게임에서도 플레이를 지원하며 ②충돌 처리 기술 적용 통해 캐릭터들이 각자의 공간을 갖고 싸우고 물리적 영역에 대항할 수 있으며 ③한 서버에 최대 1만명이 동시에 접속, 1천명:1천명 대전도 현실화시키고자 한다. 컨텐츠적 측면에서도 PC 리니지2의 세계관, 캐릭터, 플레이를 상당부분 적용하되 새로운 클래스, 스킬 등을 추가 적용하였다.

![그림13 엔씨소프트 김택진 대표 - 리니지2M, 기술적으로 따라올 게임 않다](자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터)

![그림14 리니지2M–Full 3D 그래픽](자료: 디스이즈게임, 메리츠종금증권 리서치센터)
그림15 리니지2M – 로딩없는 플레이
자료: 디스이즈게임, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 리니지2M – 1만명의 유저가 하나의 채널에서 플레이 가능
자료: 디스이즈게임, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 리니지2M – 다양한 전투 스킬 모바일에서 구현
자료: 디스이즈게임, 메리츠종금증권 리서치센터
그림18 엔씨소프트 - '퍼플'이라는 게임 플랫폼 소개

세상 모든 플레이어, 색다르게

엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 리니지2M의 기술적인 특징

<table>
<thead>
<tr>
<th>기술</th>
<th>내용</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Tech 1</td>
<td>FULL 3D 그래픽, 4K UHD급 그래픽, PC에서도 게임플레이 가능</td>
</tr>
<tr>
<td>Tech 2</td>
<td>충돌 기술 완성, Collision Detection, 모바일 3D MMO 최초의 충돌처리 기술 적용, 게임 월드에서 캐릭터들이 각자의 공간을 갖고 싸우는 온라인의 적에 넣어 각으로 대항할 수 있는 그런 게임 만들고자 함</td>
</tr>
<tr>
<td>Tech 3</td>
<td>Seamless Loading, 각각의 캐릭터나 나뉘어 있어서 사실상 거대한 MMO가 될 수 없었는데, 리니지2M은 전파 모든 플레이어가 한 공간에 있을 수 있는 게임, 로딩없는 플레이 현실화</td>
</tr>
<tr>
<td>Tech 4</td>
<td>One Channel Open World, 1만명 이상의 유저가 하나의 채널, 1천명:1천명 대전 가능. 물리적으로 거대한 세계 노릴 수 있는 그런 게임 만들고자 했음</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 리니지2M의 플레이 환경

<table>
<thead>
<tr>
<th>환경</th>
<th>내용</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>World &amp; Character</td>
<td>환경적 배경이 영화같고 사실감 있는 세계 구현, 모든 지역들이 빌로 길어서 갈 수 있는 완벽한 3D 월드 만들도록 그래픽에 초점을 맞추고, 실제력을 잘 살려주는 3D 월드 구현 오브젝트의 3D 모델링으로 만든 모바일 어드벤처 게임</td>
</tr>
<tr>
<td>Anywhere &amp; Connection</td>
<td>게임 플레이에 몰입도를 제한하는 모든 요소를 배제하여 동료와 워크나인한 MMORPG 감성 그대로 표현</td>
</tr>
<tr>
<td>View &amp; Target</td>
<td>세밀하고 전략적인 타겟팅, 흐리한 이펙트로 감출 수 없는 전투 본연의 재미</td>
</tr>
<tr>
<td>LINE &amp; Massive Battle</td>
<td>이면 월드 어디에서도 전조현상, 혈맹관계와 함께 파티를 끼어서 전투 이루어지는 게임</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터
리니지2M 썸네일 Q&A 정리

플레이 내용
Q. 원작의 클래스가 모두 등장하나요?
A. 고스트 헬터 등의 클래스 콜백이 나와있지만, 타르카이 등 리니지2M만의 오리지널 100개 이상의 클래스 롱칭 시점에 선보임
Q. 원작 소릴 모두 가져오나요?
A. 소닉 투브, 비스터 스팀등 등 전투 준비 스킬들은 드레고로 사전에 판매되며, 친구 스탯, 스킬 스팀등은 모든를 통해 최적의 타이밍에 사용 가능
Q. 버프하고 힘들다고 하니 리니지2병은 복잡해서 모바일에서 절대 못함?
A. 스릴 타겟 컨트롤, 적을 공격하면서 야군을 동시에 지원하는 컨트롤
Q. 장전된 현급으로 패기 간다?
A. 리니지2의 꽃은 마녀, 기존 게임들이 어두운 맹세를 하지 않아서 아예만 동일한 사전 평가에 힘을 내어갈 수 없을 것
Q. 안타라스, 빌라카스 같이 다 같이 모여서 레이드 도전하고 다왔는데 소수가 독점하거나 닥착하는 레이드만 있나요?
A. 전대 독점할 수 없는 레이드의 존재, 모두가 도전, 소수가 독점하는 형태 배제하고 있음
Q. 정확한 출시 일정은? 그리고 클라우드게임 기술도 적용되어 있는가?
A. 야심만이 개발 마감된 거래의 야마라시, 정확히 알 수 있는 시간은 출시, 일반적인 사전예약 기간을 넘어서진 않을 것
Q. 펌프는 모바일과 PC 클라우드 서버와 지원하고 있고, 펌프도 검토 자체개발하고 있음. 향후 클라우드로 서비스 검토 중임
Q. 전투할 때 중요장비가 활성화를 못해본다고 하는데 구체적으로 공상전이나 이런 변화 어떻게 가져오나? 기존 리니지에 있었던 사냥터 통제나 갑을 막거나 거절할때의 형태 바뀔 수 있나?
A. 게임 안에서 불가능한 여러가지 문제들, 3D가미라 미래를 도약도 하늘을 날아서 놀라울 수도 있고 더 재미있어지는 장치가 될 것

상태 및 버전
Q. 제 앱봇으로도 바꿀 수 있나요?
A. 기기에 따른 그래픽 휴리리 자동조절, 하위 사양에서도 리니지2M의 재미를 100% 제공
Q. 리니지2M의 최소사양?
A. 행주 및 단 강도에 충분히 맞는 기기들에 대해서는 모두 콜백 가능, 가급적 좋은 화면으로 즐겨도 하는 마음 만으로는 3년전에 삼단 앱봇으로 플레이할것
Q. 리니지2M는 앱앱과 규모 모두 19세 버전 출시나?
A. 둘다 12세, 19세 검토하고 있고 최대한 많은 게이머들이 줄길 수 있게 내려고 하고 있음

향후 계획
Q. 리니지2M의 일본에서도의 성과 기대?
A. 일본 시장 그대로 고민하고 있어 많은 준비하고 있음. 현지화, 일본 플레이어 대상 준비하고 있음. 다만 한국 출시에서 좋은 계엽으로 선보이는게 우선 계획임
Q. 리니지2M 성과 낼수 있나?
A. 좋은 게임 만들에 대해서 좋은 성과 내고 싶다는건 많은 마음, 열심히 만들고 있으며 리니지2M과 리니지2M은 다르다 생각, 카나티테이머이 Anthem PC 공략 힘세게 되는가 우려에도 각자의 길에서 각자의 영역 갖고 가고 있음. 서로의 역할 해내갈 거라고 생각
Q. 프리미엄이나 장비는 특정 클래스의 경우 진행하기 위해 많이 이용해야 하는데 이런 퀘스트나 이동수단 어떻게 지원하나?
A. 장비판은 기본 세계관과 리니지2의 공유하고 있어서 대다수 유저들이 기억하는건 대 동장, 그 성능 그대로 응용은 아니지만 많이 연결 리니지2의 경우 번뇌로 게 업 있었는데 갑생한 이상 낫기는 상으로 단순 플레이의 최소화하였음

신사임
Q. 플랫폼 사업화 하는가?
A. 펌플릿은 플랫폼 시작한 이유는 앞으로 디바이스 경제가 많이 최적화될 shouting 거라고 생각해서 시작
소통을 중요하게 보이기로 모바일보다는 PC가 환경의 화물으로 모모와 잘 맞는다고 생각
Q. 폐업플랫폼 서비스는 좋은 듯 보이지만 모바일도 빠라지기 어렵게 조절될 수 있는지 대응책은?
A. 모바일게임도 현재 PC에플레이터를 플레이 가능. 결국 앱봇이나 PC 플레이나 조작 다름은 이미 인정된다고 생각함
현지로 하여서 PC로 하면서 다닐 수 있다는게 많이 측소하려고 노력하였음. 흑백한 컨트롤 선보일 것
Q. PC 권장사항? 펌플릿이 플랫폼에 명확한 의미?
A. 권장사양은 정해져 있지 않지만, 3.4년 이용 출시한 플랫폼은 모바일 플레이 가능. 펌플릿은 불가능과 피어의 연결체어리고 생각, 제작은 논의 있어서정하였음
Q. 동일한 내용의 모바일게임이라도 동일한 내용이 적용 되어서 어떻게 운영하나?
A. 펌플릿의 기존 게임과 연계, 정책적 법률적 기존 모바일게임과 동일
본인관련에서 PC와 모바일 동일한 구성이라서 크로스플레이 가능하고 게임플레이어 가이드에 따라 진행할 것

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터
4. 엔씨소프트 실적 전망

2019년 신작부재에도 안정적 이익 창출

2019년 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원(+2.3% YoY), 5,484억원(-10.8% YoY) 예상한다. 신규게임 출시 없음에도 전년과 유사한 이익창출 능력 시현하는데 게임별 매출액은 리니지 1,895억원(+26.6% YoY), 리니지2 843억원(+32.0% YoY), 아이온 495억원(-21.9% YoY), 블레이드앤소울 979억원(-18.2% YoY), 길드워2 627억원(-21.7% YoY), 로열티 2,123억원(-24.6% YoY), 모바일 게임 9,714억원(+6.4% YoY)으로 추정한다. PC 리니지 매출액은 3월 27일 리마스터 출시하면서 잠재 휴면 이용자 유입되며 매출 증가세 반등하였으며 리니지2 매출액은 19년 8월 Free-to-Play로 전환하며 진입장벽 낮아졌다. 리니지M 매출 역시 라이프 사이클 장기화에도 전년대비 증가하며 3월 이클립스, 6월 2주년 업데이트 등 꾸준한 수익창출 능력 시현하였다. 영업이익률은 33%로 전년대비 소폭 하락하나 비교적 양호하였다.

<p>| 표: 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망 |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th>(십억원)</th>
<th>1Q18</th>
<th>2Q18</th>
<th>3Q18</th>
<th>4Q18</th>
<th>1Q19</th>
<th>2Q19</th>
<th>3Q19E</th>
<th>4Q19E</th>
<th>2018</th>
<th>2019E</th>
<th>2020E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>475.2</td>
<td>436.5</td>
<td>403.8</td>
<td>399.7</td>
<td>358.8</td>
<td>410.8</td>
<td>401.2</td>
<td>538.6</td>
<td>1,715.1</td>
<td>1,709.3</td>
<td>2,456.1</td>
</tr>
<tr>
<td>PC</td>
<td>120.1</td>
<td>123.8</td>
<td>125.1</td>
<td>114.5</td>
<td>95.5</td>
<td>122.9</td>
<td>138.3</td>
<td>133.9</td>
<td>476.8</td>
<td>490.6</td>
<td>519.8</td>
</tr>
<tr>
<td>리니지</td>
<td>28.3</td>
<td>42.1</td>
<td>40.3</td>
<td>39.0</td>
<td>20.7</td>
<td>50.1</td>
<td>60.2</td>
<td>58.5</td>
<td>149.7</td>
<td>189.5</td>
<td>212.1</td>
</tr>
<tr>
<td>리니지2</td>
<td>14.2</td>
<td>13.3</td>
<td>15.6</td>
<td>20.7</td>
<td>21.6</td>
<td>21.2</td>
<td>21.0</td>
<td>20.6</td>
<td>63.9</td>
<td>84.3</td>
<td>82.5</td>
</tr>
<tr>
<td>아이온</td>
<td>18.8</td>
<td>15.6</td>
<td>16.4</td>
<td>12.7</td>
<td>12.3</td>
<td>12.4</td>
<td>12.5</td>
<td>12.3</td>
<td>63.4</td>
<td>49.5</td>
<td>49.7</td>
</tr>
<tr>
<td>블레이드앤소울</td>
<td>33.9</td>
<td>30.6</td>
<td>30.1</td>
<td>25.0</td>
<td>23.3</td>
<td>21.1</td>
<td>27.7</td>
<td>25.9</td>
<td>119.6</td>
<td>97.9</td>
<td>102.2</td>
</tr>
<tr>
<td>길드워2</td>
<td>23.6</td>
<td>19.9</td>
<td>21.0</td>
<td>15.7</td>
<td>16.3</td>
<td>15.9</td>
<td>15.3</td>
<td>15.3</td>
<td>80.2</td>
<td>62.7</td>
<td>49.7</td>
</tr>
<tr>
<td>로열티</td>
<td>84.2</td>
<td>92.4</td>
<td>51.6</td>
<td>53.4</td>
<td>57.4</td>
<td>55.4</td>
<td>52.5</td>
<td>46.9</td>
<td>281.6</td>
<td>212.3</td>
<td>208.7</td>
</tr>
<tr>
<td>모바일</td>
<td>264.1</td>
<td>209.9</td>
<td>216.5</td>
<td>222.8</td>
<td>198.8</td>
<td>223.8</td>
<td>200.0</td>
<td>348.8</td>
<td>913.3</td>
<td>791.4</td>
<td>1,694.8</td>
</tr>
<tr>
<td>리니지M</td>
<td>262.2</td>
<td>193.2</td>
<td>211.6</td>
<td>220.8</td>
<td>197.8</td>
<td>221.3</td>
<td>193.2</td>
<td>184.0</td>
<td>887.8</td>
<td>796.3</td>
<td>584.0</td>
</tr>
<tr>
<td>리니지2M</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>112.5</td>
<td>-</td>
<td>112.5</td>
<td>699.2</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>아이온2</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>150.0</td>
<td>-</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>B&amp;S2</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>117.0</td>
<td>-</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>6.8</td>
<td>10.4</td>
<td>10.7</td>
<td>9.0</td>
<td>7.1</td>
<td>8.6</td>
<td>10.3</td>
<td>9.0</td>
<td>36.9</td>
<td>35.0</td>
<td>32.8</td>
</tr>
<tr>
<td>영업비용</td>
<td>271.1</td>
<td>277.2</td>
<td>264.8</td>
<td>287.1</td>
<td>279.2</td>
<td>281.4</td>
<td>280.4</td>
<td>319.8</td>
<td>1,100.2</td>
<td>1,160.9</td>
<td>1,418.4</td>
</tr>
<tr>
<td>인건비</td>
<td>73.8</td>
<td>85.2</td>
<td>81.0</td>
<td>101.1</td>
<td>89.2</td>
<td>71.3</td>
<td>76.2</td>
<td>84.7</td>
<td>341.0</td>
<td>321.4</td>
<td>418.2</td>
</tr>
<tr>
<td>경상연구개발비</td>
<td>69.5</td>
<td>75.7</td>
<td>66.6</td>
<td>62.9</td>
<td>73.5</td>
<td>73.7</td>
<td>75.7</td>
<td>75.9</td>
<td>274.7</td>
<td>298.8</td>
<td>331.7</td>
</tr>
<tr>
<td>지급수수료</td>
<td>92.2</td>
<td>73.3</td>
<td>75.6</td>
<td>79.3</td>
<td>69.1</td>
<td>77.4</td>
<td>75.6</td>
<td>101.5</td>
<td>320.4</td>
<td>323.5</td>
<td>462.6</td>
</tr>
<tr>
<td>광고선전비</td>
<td>10.6</td>
<td>14.9</td>
<td>15.5</td>
<td>15.9</td>
<td>18.9</td>
<td>23.7</td>
<td>26.2</td>
<td>30.2</td>
<td>56.9</td>
<td>99.0</td>
<td>87.7</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>25.0</td>
<td>28.1</td>
<td>26.2</td>
<td>27.9</td>
<td>28.5</td>
<td>35.4</td>
<td>26.8</td>
<td>27.5</td>
<td>107.2</td>
<td>118.1</td>
<td>118.2</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>203.8</td>
<td>159.5</td>
<td>139.0</td>
<td>112.6</td>
<td>79.5</td>
<td>129.4</td>
<td>120.7</td>
<td>218.8</td>
<td>614.9</td>
<td>548.4</td>
<td>1,037.7</td>
</tr>
<tr>
<td>세전이익</td>
<td>196.4</td>
<td>192.5</td>
<td>141.9</td>
<td>105.4</td>
<td>100.9</td>
<td>147.1</td>
<td>131.8</td>
<td>230.3</td>
<td>637.3</td>
<td>610.1</td>
<td>1,087.9</td>
</tr>
<tr>
<td>지배순이익</td>
<td>118.8</td>
<td>139.9</td>
<td>92.9</td>
<td>66.5</td>
<td>74.7</td>
<td>116.9</td>
<td>94.9</td>
<td>165.8</td>
<td>418.2</td>
<td>452.4</td>
<td>783.4</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권리서치센터
홍행 기업의 특성상 게임성공 유무에 따라 높은 변동성 시현한다. 향후 엔씨소프트 주가는 릴니지2M 사전예약 및 실제 매출 성과에 근거하며 변동될 전망이다.

릴니지2M의 성과별 주가 시나리오 분석 결과, 전작 릴니지M 대비 50~100% 성과 달성한다고 가정하면 적정주가는 50~86만원 Band에 놓인다고 추정된다. 릴니지2M의 성과가 전작 릴니지M 대비 75% 수준의 성과만 달성한다고 가정하여 적정 기업가치는 15.4조원, 적정주가는 70만원 제시한다. 전작과 유사한 100% 수준의 매출 달성시 85만원, 50% 성공 가정시 약 50만원 수준으로 현주가는 바텀에 가깝다.

당사는 릴니지2M의 출시 첫달 일매출 29억원, 2020년 연간 매출액은 6,992억원, 일평균 19.2억원(일본 포함 해외 비중 12.4%)으로 추정하였다. 또한, 릴니지2M, 뿐 아니라 아이온2, B&S2가 연이은 성공 거둘시 주가 Upside는 큰 폭으로 확대된다.

<table>
<thead>
<tr>
<th>시나리오별 분석</th>
<th>BEST</th>
<th>BASE</th>
<th>WORST</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2020E 매출액(십억원)</td>
<td>2,656.1</td>
<td>2,456.1</td>
<td>2,000.0</td>
</tr>
<tr>
<td>2020E 영업이익(십억원)</td>
<td>1,125.3</td>
<td>1,037.7</td>
<td>845.0</td>
</tr>
<tr>
<td>2020E 순이익(십억원)</td>
<td>950.0</td>
<td>783.3</td>
<td>550.0</td>
</tr>
<tr>
<td>적정 기업가치(조원)</td>
<td>18.6</td>
<td>15.4</td>
<td>10.8</td>
</tr>
<tr>
<td>적정 PER (배)</td>
<td>19.6</td>
<td>19.6</td>
<td>19.6</td>
</tr>
<tr>
<td>적정주가(원)</td>
<td>849,103</td>
<td>700,000</td>
<td>491,586</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

<table>
<thead>
<tr>
<th>릴니지2M 매출 추정</th>
<th>출시 첫달</th>
<th>2020E</th>
<th>2021E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액(십억원)</td>
<td>90.0</td>
<td>699.2</td>
<td>730.0</td>
</tr>
<tr>
<td>서버수(대)</td>
<td>130</td>
<td>130</td>
<td>130</td>
</tr>
<tr>
<td>이용자수(만명)</td>
<td>500</td>
<td>500</td>
<td>500</td>
</tr>
<tr>
<td>Paying Users(만명)</td>
<td>150</td>
<td>130</td>
<td>130</td>
</tr>
<tr>
<td>ARPU(원)</td>
<td>255,002</td>
<td>166,732</td>
<td>174,077</td>
</tr>
<tr>
<td>일매출규모(억원)</td>
<td>29.0</td>
<td>19.2</td>
<td>20.0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터
5. Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 70만원으로 상향 엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 70만원을 제시한다. 적정주가의 2020E Target PER은 19.6배 수준으로 글로벌 게임업종 평균과 유사, 상장 이후 엔씨소프트의 역사적 평균 PER 21.8배와 유사한 수준이다. 리니지2M의 성과추정치를 기존대비 16.6% 상향 조정하며 2020년 매출액과 영업이익 추정치도 각각 8.9%, 17.3% 상향 조정하였다. 올해 엔씨소프트의 절대 주가수익률은 16%에 불과하였으며 과거 신규게임 성공시 주가는 Break-out 이후 폭발적 상승세 시현하였다. 점 감안시 현재 시점에서는 비중확대 전략 유효하다.

<table>
<thead>
<tr>
<th>엔씨소프트 실적추정치 상향 내역</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>(십억원)</td>
</tr>
<tr>
<td>매출액</td>
</tr>
<tr>
<td>수정후</td>
</tr>
<tr>
<td>수정전</td>
</tr>
<tr>
<td>% diff</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
</tr>
<tr>
<td>수정후</td>
</tr>
<tr>
<td>수정전</td>
</tr>
<tr>
<td>% diff</td>
</tr>
<tr>
<td>지배순이익</td>
</tr>
<tr>
<td>수정후</td>
</tr>
<tr>
<td>수정전</td>
</tr>
<tr>
<td>% diff</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

<table>
<thead>
<tr>
<th>엔씨소프트 Valuation</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>단위</td>
</tr>
<tr>
<td>매출액</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익률</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS(a)</td>
</tr>
<tr>
<td>3yrs EPS CAGR ('19~'22)</td>
</tr>
<tr>
<td>적정 PER(b)</td>
</tr>
<tr>
<td>12개월 적정주가 (a*b)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터
### 표6 Global Peer Valuation

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>회사</th>
<th>주가(9.5) (달러)</th>
<th>PER(x)</th>
<th>PBR(x)</th>
<th>EV/EBITDA(x)</th>
<th>PEG</th>
<th>3yrs EPS</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>국내</td>
<td>엔씨소프트</td>
<td>452.7 27.3 15.7</td>
<td>4.3 3.5</td>
<td>19.1 10.5</td>
<td>1.0 27.2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>넷마블</td>
<td>80.8 37.3 27.3</td>
<td>1.8 1.6</td>
<td>14.8 11.1</td>
<td>1.9 19.5</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>펄어비스</td>
<td>166.7 16.4 11.5</td>
<td>4.5 3.2</td>
<td>11.1 8.1</td>
<td>0.8 19.6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>중국</td>
<td>Tencent</td>
<td>43.5 30.9 25.4</td>
<td>6.7 5.4</td>
<td>22.2 18.6</td>
<td>1.5 20.8</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>NetEase</td>
<td>268.4 22.7 20.8</td>
<td>5.0 4.3</td>
<td>14.6 13.2</td>
<td>0.7 31.0</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Wuhu</td>
<td>2.5 20.5 17.6</td>
<td>5.4 4.3</td>
<td>15.3 13.2</td>
<td>1.2 16.6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>미국</td>
<td>Blizzard</td>
<td>53.5 24.4 21.2</td>
<td>3.2 2.9</td>
<td>17.5 14.8</td>
<td>2.4 10.1</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>EA</td>
<td>98.0 25.0 21.3</td>
<td>5.6 4.4</td>
<td>16.3 14.2</td>
<td>1.4 17.9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>일본</td>
<td>Nexon</td>
<td>13.5 13.5 13.3</td>
<td>2.0 1.7</td>
<td>6.9 6.1</td>
<td>30.5 0.4</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Nintendo</td>
<td>391.2 25.9 22.1</td>
<td>3.4 3.2</td>
<td>16.2 13.5</td>
<td>0.9 28.9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Global Average</td>
<td></td>
<td>24.4 19.6 4.2 3.5</td>
<td>15.4 12.3</td>
<td>4.2 19.2</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 해외기업은 9월 4일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠종합증권 리서치센터
## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>1,758.7</td>
<td>1,715.1</td>
<td>1,709.3</td>
<td>2,456.1</td>
<td>2,830.4</td>
</tr>
<tr>
<td>매출액증가율(%)</td>
<td>78.8</td>
<td>-2.5</td>
<td>-0.3</td>
<td>43.7</td>
<td>15.2</td>
</tr>
<tr>
<td>매출원가</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익</td>
<td>1,758.7</td>
<td>1,715.1</td>
<td>1,709.3</td>
<td>2,456.1</td>
<td>2,830.4</td>
</tr>
<tr>
<td>판매관리비</td>
<td>1,173.7</td>
<td>1,100.2</td>
<td>1,160.9</td>
<td>1,418.5</td>
<td>1,566.1</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>585.0</td>
<td>614.9</td>
<td>548.4</td>
<td>1,037.7</td>
<td>1,264.2</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률</td>
<td>33.3</td>
<td>35.9</td>
<td>32.1</td>
<td>42.2</td>
<td>44.7</td>
</tr>
<tr>
<td>금융손익</td>
<td>11.4</td>
<td>25.6</td>
<td>26.4</td>
<td>27.1</td>
<td>28.0</td>
</tr>
<tr>
<td>종속/관계기업손익</td>
<td>-1.6</td>
<td>-2.4</td>
<td>-2.5</td>
<td>-2.6</td>
<td>-2.7</td>
</tr>
<tr>
<td>기타영업외손익</td>
<td>15.4</td>
<td>-0.7</td>
<td>12.6</td>
<td>8.3</td>
<td>8.7</td>
</tr>
<tr>
<td>세전계속사업이익</td>
<td>610.2</td>
<td>637.4</td>
<td>610.1</td>
<td>1,087.9</td>
<td>1,316.1</td>
</tr>
<tr>
<td>법인세비용</td>
<td>166.2</td>
<td>215.9</td>
<td>155.2</td>
<td>304.6</td>
<td>368.5</td>
</tr>
<tr>
<td>당기순이익</td>
<td>444.0</td>
<td>421.5</td>
<td>455.0</td>
<td>783.3</td>
<td>947.6</td>
</tr>
<tr>
<td>지배주주순 이익</td>
<td>441.0</td>
<td>418.2</td>
<td>452.4</td>
<td>783.4</td>
<td>947.7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Balance Sheet

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>지분확충</td>
<td>3,526.6</td>
<td>2,341.3</td>
<td>3,374.6</td>
<td>4,100.4</td>
<td>4,985.7</td>
</tr>
<tr>
<td>유동부채</td>
<td>455.8</td>
<td>473.1</td>
<td>551.5</td>
<td>606.7</td>
<td>667.3</td>
</tr>
<tr>
<td>재무차원</td>
<td>2.1</td>
<td>1.7</td>
<td>2.8</td>
<td>2.1</td>
<td>1.6</td>
</tr>
<tr>
<td>단기차입금</td>
<td>0.0</td>
<td>5.1</td>
<td>5.1</td>
<td>5.1</td>
<td>5.1</td>
</tr>
<tr>
<td>유동성장기부채</td>
<td>0.0</td>
<td>150.0</td>
<td>150.0</td>
<td>150.0</td>
<td>150.0</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동부채</td>
<td>341.5</td>
<td>89.2</td>
<td>106.1</td>
<td>114.1</td>
<td>122.9</td>
</tr>
<tr>
<td>자산</td>
<td>149.8</td>
<td>0.0</td>
<td>249.2</td>
<td>249.2</td>
<td>249.2</td>
</tr>
<tr>
<td>장기차입금</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>부채총계</td>
<td>797.3</td>
<td>562.3</td>
<td>657.6</td>
<td>720.8</td>
<td>790.3</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>11.0</td>
<td>11.0</td>
<td>11.0</td>
<td>11.0</td>
<td>11.0</td>
</tr>
<tr>
<td>자본잉여금</td>
<td>432.6</td>
<td>432.6</td>
<td>432.6</td>
<td>432.6</td>
<td>432.6</td>
</tr>
<tr>
<td>기타포괄손익계정</td>
<td>525.3</td>
<td>188.5</td>
<td>247.4</td>
<td>247.4</td>
<td>247.4</td>
</tr>
<tr>
<td>이익잉여금</td>
<td>1,905.9</td>
<td>2,163.8</td>
<td>2,502.1</td>
<td>3,164.8</td>
<td>3,980.9</td>
</tr>
<tr>
<td>비지배주주부채</td>
<td>8.0</td>
<td>11.3</td>
<td>16.1</td>
<td>19.0</td>
<td>22.3</td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>2,729.2</td>
<td>2,379.0</td>
<td>2,717.0</td>
<td>3,379.6</td>
<td>4,195.4</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Statement of Cash Flow

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>영업활동 현금흐름</td>
<td>595.2</td>
<td>352.8</td>
<td>616.5</td>
<td>935.7</td>
<td>1,094.7</td>
</tr>
<tr>
<td>당기순이익(손실)</td>
<td>440.0</td>
<td>421.5</td>
<td>455.0</td>
<td>783.3</td>
<td>947.6</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산상각비</td>
<td>26.9</td>
<td>25.5</td>
<td>26.3</td>
<td>27.1</td>
<td>27.9</td>
</tr>
<tr>
<td>무형자산상각비</td>
<td>3.1</td>
<td>2.4</td>
<td>2.5</td>
<td>2.6</td>
<td>2.6</td>
</tr>
<tr>
<td>운전자본의 증감</td>
<td>10.8</td>
<td>-55.5</td>
<td>-151.8</td>
<td>-86.2</td>
<td>-64.6</td>
</tr>
<tr>
<td>투자활동 현금흐름</td>
<td>-459.6</td>
<td>68.4</td>
<td>-174.2</td>
<td>-344.5</td>
<td>-315.4</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산의포기(CAPEX)</td>
<td>-28.8</td>
<td>-26.7</td>
<td>-27.5</td>
<td>-28.4</td>
<td>-29.2</td>
</tr>
<tr>
<td>투자자산의감소(증가)</td>
<td>-708.0</td>
<td>385.6</td>
<td>-97.9</td>
<td>-209.9</td>
<td>-125.9</td>
</tr>
<tr>
<td>재무활동 현금흐름</td>
<td>-79.7</td>
<td>-424.4</td>
<td>-279.1</td>
<td>-293.0</td>
<td>-307.7</td>
</tr>
<tr>
<td>차입금의 증감</td>
<td>0.1</td>
<td>5.2</td>
<td>0.1</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>자본의 증가</td>
<td>0.9</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>투자활동의 증감</td>
<td>42.4</td>
<td>-1.7</td>
<td>168.2</td>
<td>261.2</td>
<td>328.1</td>
</tr>
<tr>
<td>기초현금</td>
<td>144.6</td>
<td>187.3</td>
<td>185.6</td>
<td>353.8</td>
<td>615.0</td>
</tr>
<tr>
<td>기말현금</td>
<td>187.3</td>
<td>185.6</td>
<td>353.8</td>
<td>615.0</td>
<td>943.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Key Financial Data

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EPS(지배주주)</td>
<td>20,104</td>
<td>19,061</td>
<td>20,615</td>
<td>35,696</td>
<td>43,184</td>
</tr>
<tr>
<td>CFPS</td>
<td>26,892</td>
<td>29,813</td>
<td>34,865</td>
<td>44,623</td>
<td>52,123</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>28,039</td>
<td>29,301</td>
<td>26,303</td>
<td>48,632</td>
<td>58,994</td>
</tr>
<tr>
<td>BPS</td>
<td>124,037</td>
<td>107,923</td>
<td>123,070</td>
<td>153,122</td>
<td>190,148</td>
</tr>
<tr>
<td>DPS</td>
<td>7,280</td>
<td>6,050</td>
<td>6,050</td>
<td>6,050</td>
<td>6,050</td>
</tr>
<tr>
<td>배당수익률(%)</td>
<td>1.6</td>
<td>1.3</td>
<td>1.1</td>
<td>1.1</td>
<td>1.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Valuation(Multiple)

| PER | 22.3 | 24.5 | 26.3 | 15.2 | 12.6 |
| PCR | 15.6 | 15.6 | 15.6 | 12.2 | 10.4 |
| P/SR | 5.6 | 6.0 | 7.0 | 4.9 | 4.2 |
| PBR | 3.6 | 4.3 | 4.4 | 3.5 | 2.9 |
| EBITDA | 615.0 | 642.8 | 577.2 | 1,067.3 | 1,294.7 |
| EV/EBITDA | 13.7 | 14.0 | 18.6 | 9.8 | 7.8 |

### Key Financial Ratio(%)

| 자기자본이익률(ROE) | 19.1 | 16.4 | 17.8 | 25.8 | 25.2 |
| EBITDA 이익률 | 35.0 | 37.5 | 33.8 | 43.5 | 45.7 |
| 부채비율 | 29.2 | 23.6 | 24.2 | 21.3 | 18.8 |
| 금융비용률 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 자본적용비율 | 179.6 | 184.7 | 159.9 | 293.7 | 347.4 |
| 매출권체환율(%) | 10.0 | 10.0 | 8.2 | 8.7 | 9.1 |
| 재고자산환율(%) | 2,983.9 | 2,260.8 | 1,256.1 | 1,634.9 | 2,514.1 |
동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 9월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 9월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 9월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희)

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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>기업</th>
<th>향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>추천기준일</td>
<td>직전 1개월간 중가대비 4등급</td>
</tr>
<tr>
<td>Buy</td>
<td>추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</td>
</tr>
<tr>
<td>Trading Buy</td>
<td>추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 또는 -20% 미만</td>
</tr>
<tr>
<td>Hold</td>
<td>추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 또는 -5% 미만</td>
</tr>
<tr>
<td>Sell</td>
<td>추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**산업**

- 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 2019년 6월 30일 기준으로
- 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

<table>
<thead>
<tr>
<th>적정가격 대상시점: 1년</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>추천</td>
</tr>
<tr>
<td>2017.09.20</td>
</tr>
<tr>
<td>2017.10.12</td>
</tr>
<tr>
<td>2017.11.10</td>
</tr>
<tr>
<td>2017.11.30</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.01.11</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.04.05</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.05.11</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.06.05</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.07.13</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.08.16</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.10.10</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.12</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.14</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.01.11</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.02.13</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.05.13</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.05.29</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.07.09</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.09.06</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 투자등급 비율

<table>
<thead>
<tr>
<th>투자등급</th>
<th>비율</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매수</td>
<td>97.0%</td>
</tr>
<tr>
<td>중립</td>
<td>3.0%</td>
</tr>
<tr>
<td>매도</td>
<td>0.0%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

* 적정가격 대상시점 1년