

매수(유지)

목표주가: 620,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/21)	2,531
주가(11/21)	465,000
시가총액(십억원)	10,202
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	478,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	138,964
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.5/42.9
주요주주(%)	국민연금 12.3
김택진 외 7 인	12.0

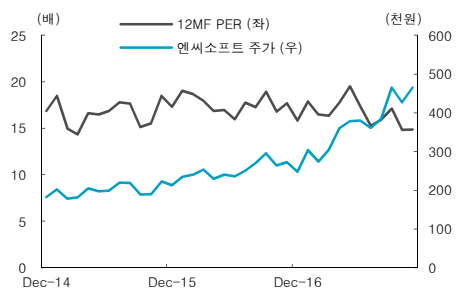
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2017F	23,980	23,980	-
2018F	33,441	33,441	-
2019F	39,553	39,553	-

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.0	22.5	82.7
상대주가(%)	7.4	11.9	54.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

역사적 신고가 돌파를 향해

리니지M 매출 반등 전망

신규 클래스 및 서버 추가에 따른 ‘리니지M’ 매출 반등을 예상한다. MMOPRG의 경우 각각의 클래스가 맡은 역할이 있어 공성전 등 대규모 전투에 특정 클래스가 필요한 상황이 발생한다. 따라서 Heavy 이용자들은 PvP와 레이드 등의 콘텐츠에서 경쟁 우위를 차지하기 위해 신규 클래스를 육성한다. 결과적으로 신규 장비 획득 및 강화를 위한 추가적인 유료 아이템 구매가 증가하며 12월부터 매출 수준이 다시 상승할 것으로 예상된다.

대만 내 높은 흥행 가능성에 주목

12월 11일 출시가 예정된 대만 ‘리니지M’의 사전 예약자는 251만명에 달한다. 7,500억원에 달하는 누적 매출액과 900만명의 누적 가입자수를 감안할 때 대만 내 ‘리니지’ IP의 영향력은 국내와 견줄만하다. 특히 대만 사전 예약자들은 이미 지난 6개월간 국내 ‘리니지M’의 장단점을 충분히 인지한 상태이기 때문에 호기심으로 접근한 국내 사전예약자 대비 충성도도 높을 것으로 판단한다.

매수의견 및 목표주가 62만원 유지. 모바일 MMORPG 트렌드의 중심

매수의견과 목표주가 62만원(12MF EPS에 target PER 18배 적용)을 유지한다. 안정화된 트랙픽, 신규 클래스 및 서버 추가에 따른 매출 증가, 대만에서의 높은 흥행 가능성 등 강력한 상승 모멘텀이 존재한다. 또한 최근 모바일 MMORPG가 국내 모바일 게임 시장 트렌드로 자리잡음에 따라 차별화된 MMORPG 개발력과 흥행 IP들을 보유한 엔씨소프트의 투자 매력력이 빠르게 확대될 것이다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	838	984	1,787	2,159	2,483
영업이익(십억원)	237	329	633	907	1,071
세전이익(십억원)	240	346	677	944	1,117
순이익(십억원)	165	272	509	711	841
EBITDA(십억원)	272	361	663	939	1,104
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,246)	(1,777)	(2,504)
영업이익률(%)	28.3	33.4	35.4	42.0	43.1
ROE(%)	10.6	14.9	24.5	27.7	26.4
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.2	1.5	1.7
EPS(원)	7,633	12,783	23,980	33,441	39,553
(EPS 증가율, %)	(33.7)	67.5	87.6	39.5	18.3
BPS(원)	81,257	93,096	110,929	136,782	167,248
DPS(원)	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
PER(x)	27.9	19.4	19.4	13.9	11.8
PBR(x)	2.6	2.7	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA(x)	13.7	12.3	13.3	8.8	6.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

리포트 작성 목적

- 신규 클래스 및 서버 추가에 따른 향후 성장 예상
- 12월 11일 대만 출시에 따른 상승 여력 분석
- 매수 의견 및 목표주가 620,000원 유지

I. 신작 출시에 버금가는 ‘리니지M’ 콘텐츠 업데이트

1. 리니지 M은 4분기에도 안정적인 매출 수준 유지 중

4분기에도 안정적인 매출
수준 유지할 전망

3분기 일평균 매출액 61억원을 기록한 ‘리니지 M’은 4분기에도 안정적인 매출 수준을 유지할 전망이다. 출시 이후 일평균 매출액의 완만한 감소가 있었으나 출시 초기 수준을 유지한 PCU(Peak Concurrent User)와 주기적인 아이템 이벤트로 인해 9월부터는 안정화 단계에 진입한 것으로 파악된다. 11월 5일부터 진행된 ‘공성전 업데이트’ 또한 직접적인 매출 기여는 제한적이었으나 향후 트래픽 안정화를 견인할 것으로 예상된다. 우리는 4분기에도 ‘리니지 M’의 일평균 매출액이 40억원에 달할 것으로 추정한다.

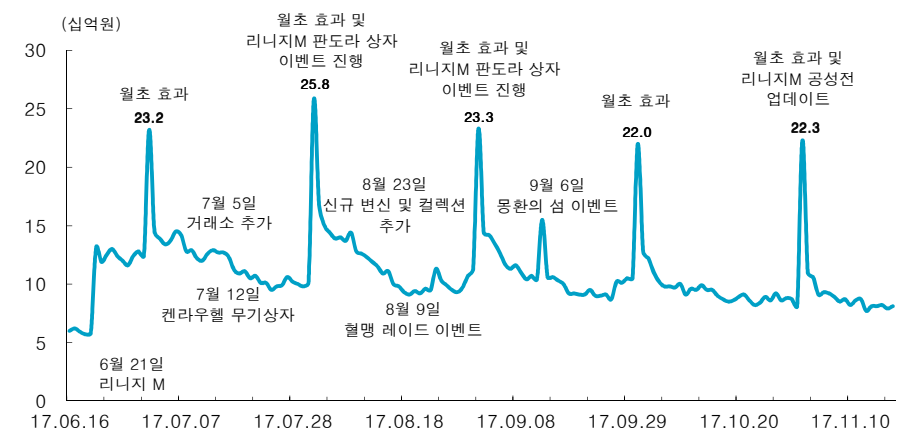
모바일에서도 증명된
엔씨소프트의 MMORPG 운영
능력

엔씨소프트의 운영 know-how에 주목한다. ‘리니지1’은 ‘리니지 M’ 출시 이전까지 지속적인 매출 성장을 시현했다. 출시 초기 대비 이용자가 큰 폭 감소했으나 충성도가 높은 High ARPPU 이용자들을 대상으로 한 아이템 이벤트 및 콘텐츠 업데이트를 효율적으로 진행했기 때문이다. 실제로 ‘드래곤 보물상자’ 등 대규모 이벤트가 진행된 분기의 경우 매출액이 증가하는 추이가 반복됐다. ‘리니지 M’ 또한 매출액이 증가하는 월초에 맞물려 업데이트를 진행한 결과 출시 6개월 후에도 안정적인 매출 수준이 유지되고 있다.

10월 초 대비 높았던 11월 초
국내 Google Play 매출

엔씨소프트의 ‘리니지 M’ 운영 능력은 국내 Google Play 매출 추이에서도 증명됐다. ‘리니지2 레볼루션’의 서버 통합과 ‘엑스’가 출시된 시점인 10월 1일 Google Play의 일매출액은 220억원을 기록했다. 한편 경쟁작들의 매출이 감소한 11월 1일에는 ‘공성전’ 관련 이벤트 진행 효과로 매출액이 223억원으로 증가했다. 경쟁작 매출이 전월 대비 감소했음에도 국내 전체 매출액이 증가했다는 점은 업데이트 효과로 ‘리니지 M’ 매출액이 큰 폭 증가했다는 점을 의미한다.

[그림 1] 국내 Google Play 일매출액 추이



자료: Mobile Index, 한국투자증권

2. 신규 클래스 및 서버 추가를 통한 매출 증가 기대

11월 29일 신규 클래스 및 서버 추가 예정

신규 콘텐츠 출시를 통한 매출 성장도 가능할 전망이다. 엔씨소프트는 11월 29일 신규 클래스인 ‘다크엘프’와 신규 서버인 ‘블루디카’를 추가하기로 결정했다. MMOPRG의 경우 각각의 클래스가 맡은 역할이 있어 공성전 등 대규모 전투에 특정 클래스가 필요한 상황이 발생한다. 이에 따라 이용자들은 향후 콘텐츠에서 우위를 차지하기 위해 필수적으로 신규 클래스를 육성해야 하며 아이템 획득 및 강화를 위한 추가적인 과금이 기대된다. 새로 추가되는 ‘다크엘프’는 5번째 직업으로 아직 원작에만 존재하는 3종(환술사, 용기사, 전사)의 신규 직업들이 순차적으로 추가되며 꾸준한 매출 성장을 견인할 것으로 예상된다.

[그림 2] 11월 29일 신규 서버 및 클래스 추가 예정



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 3] 리니지 1 직업 및 역할

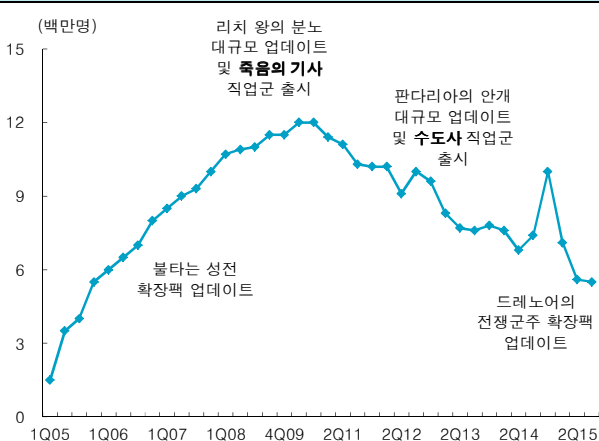
군주	혈맹을 만들 수 있는 유일한 클래스	출시
기사	최대 HP가 높고 공격력이 높은 근거리 클래스	
요정	활 및 마법을 이용하는 다재다능 원거리 클래스	
마법사	가장 강력한 한방, 일반 마법 및 힐을 사용하는 클래스	
다크엘프	높은 공격력, 낮은 HP의 근거리 1:1 특화 클래스	미출시
용기사	기사 + 다크엘프의 특징을 가진 근거리 클래스	
환술사	다양한 버프를 쓰는 마법 근거리 클래스	
전사	유일하게 양손 무기를 드는 근거리 공격 클래스	

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

MMORPG 매출액은 신규 클래스 출시와 함께 증가

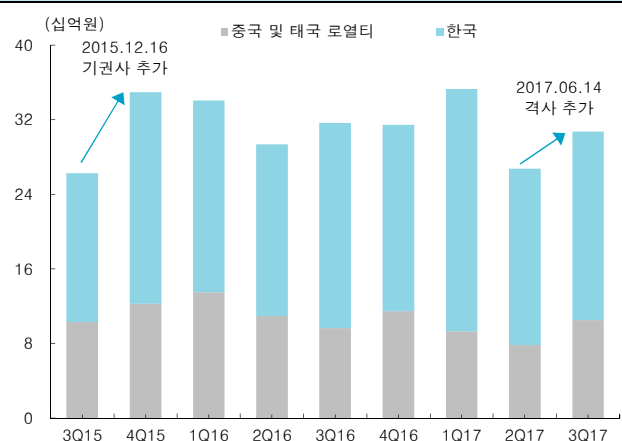
신규 클래스의 추가는 매출 성장 및 이용자 증가로 직결된다. 글로벌 대표 MMORPG인 World of Warcraft(WoW)는 신규 클래스 추가가 있었던 ‘리치왕의 분노(죽음의 기사)’와 ‘판다리아의 안개(수도사)’ 확장팩 출시 시점에 이용자가 증가했다. 특히 후자의 경우 이미 WoW의 MAU가 큰 폭 감소한 이후의 반등이었다는 점에 주목해야한다. ‘리니지1’과 ‘블레이드앤 소울’ 또한 신규 클래스 추가 시점에 매출이 증가했다. 지난 6월 ‘격사’ 클래스가 추가된 ‘블레이드앤 소울’의 경우 3Q17 태국 및 중국 매출이 증가한 것으로 파악된다.

[그림 4] World of Warcraft 이용자 추이



자료: Activision Blizzard, 한국투자증권

[그림 5] 신규 직업 추가 이후 블레이드앤소울 매출 증가



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

아직 추가되지 않은 다양한 과금요소

신규 클래스 외에도 과금을 유도할 수 있는 다양한 콘텐츠가 남아있다는 점도 매출 반등이 예상되는 이유이다. 엔씨소프트는 아이템 슬롯, 마법, 신규 직업 추가 등을 통해 ‘리니지1’의 장기 흥행을 시험했다. 실제로 ‘리니지1’은 출시 20년이 지난 2016년 4분기에 최대 매출액을 기록했다. ‘리니지M’에는 아직 ‘리니지1’ 초기 콘텐츠만이 이식된 상황으로 향후 <표 1>과 같은 업데이트를 통해 라이프 사이클을 장기화하는 동시에 기존 모바일 게임들과는 차별화된 매출 추이를 시험할 수 있을 것으로 예상된다. 한편 ‘공성전’과 함께 ‘리니지M’의 고유 기능인 ‘개인간 거래’의 추가에 따른 긍정적인 효과도 기대된다.

〈표 1〉 리니지1 주요 업데이트 내용

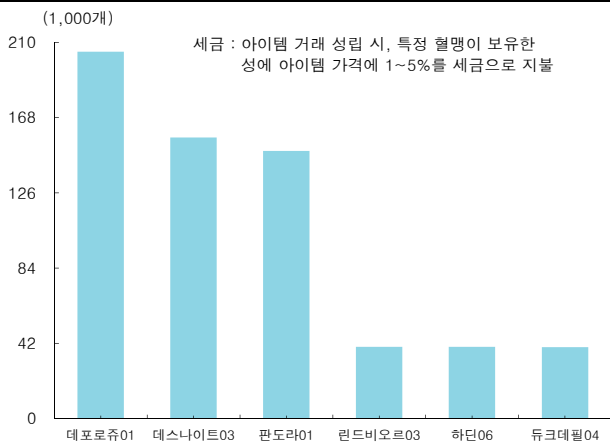
시기	내용
2008년 12월 17일	신규 클래스 용기사, 환술사 추가
2012년 9월 26일	전 클래스 대규모 업데이트 및 리워크
2012년 10월 10일	영웅 전직검 아이템 슬롯 추가
2013년 4월 10일	상위 아이템(10+검)에 대한 속성 추가
2013년 8월 28일	클래스 전용 무기 추가 및 상향
2013년 9월 4일	아이템 슬롯 추가
2013년 9월 11일	클래스별 변신 폭 증가
2014년 6월 11일	8번째 클래스, 전사 추가
2014년 12월 24일	아이템 슬롯 추가
2015년 1월 28일	마법인형 등급 분류 및 개편
2015년 12월 16일	아이템 리뉴얼, 전설의 부활
2015년 12월 23일	전 클래스 신규 마법 추가
2016년 11월 16일	신규 아이템 슬롯 추가 (휘장 & 견갑)

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

신규 서버 추가에 따른 매출 성장 가능성에 주목

신규 서버의 추가 또한 ‘리니지M’ 성과에 긍정적으로 작용할 전망이다. 현재 보유한 130개 서버들은 이용자들이 집중되어 있는 ‘혼잡(도시) 서버’와 다수의 이용자들이 떠난 ‘원활(시골) 서버’로 분류된다. 도시 서버의 경우 게임이 제공할 수 있는 모든 콘텐츠들을 다른 이용자와 즐길 수 있는 반면 시골 서버의 경우 이용자가 부족해 아이템 제작을 위한 재료 수급 및 ‘파티 퀘스트’ 등의 일부 콘텐츠를 플레이하기 어렵다. 아직은 서버 이전 서비스가 제공되지 않기 때문에 시골 서버 이용자들은 기존 캐릭터를 포기하고 신규 서버에서 새로운 커뮤니티를 구축할 것으로 예상된다. 초기 캐릭터 육성에 소모된 리소스가 재차 투입될 것이라는 의미이다. 또한 신규 직업 육성 또한 플레이어간의 격차가 없는 신규 서버에서 이루어질 것으로 예상된다.

[그림 6] 리니지M: 상위 3개 서버와 하위 3개 서버 세금 비교



자료: Inven, 한국투자증권

[그림 7] 다수의 이용자 참여가 요구되는 리니지M의 공성전



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

II. Quality가 다른 대만 사전 예약자수

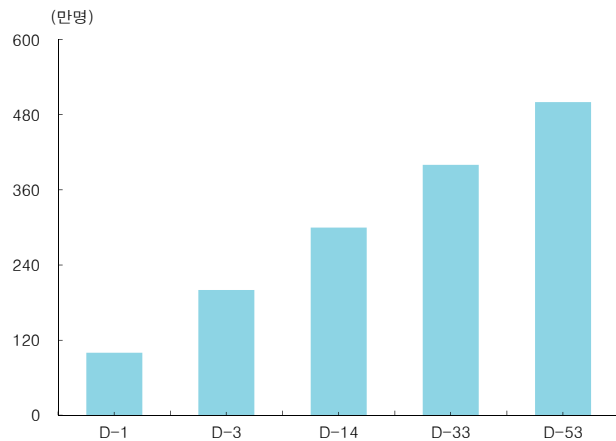
1. '리니지 M' 대만 사전 예약자수 251만명 기록

대만 출시에 대한 기대감을
가져도 될 시점

12월 11일 출시를 앞둔 대만 '리니지M'의 사전예약자는 11월 19일까지 251만명을 기록했다. 대만 게임 이용자수가 국내의 절반 수준인 1,300만명이라는 점을 감안할 때 매우 빠른 증가세이다. 지난 6월 출시된 '리니지2 레볼루션'은 43일간 동남아 11개 국가에서 300만명의 사전 예약자를 모집하며 대만 등 주요 국가에서 매출 순위 1위를 기록했다. 출시 당시 '리니지2 레볼루션'의 대만 일매출액은 15억원에 달했던 것으로 추정된다.

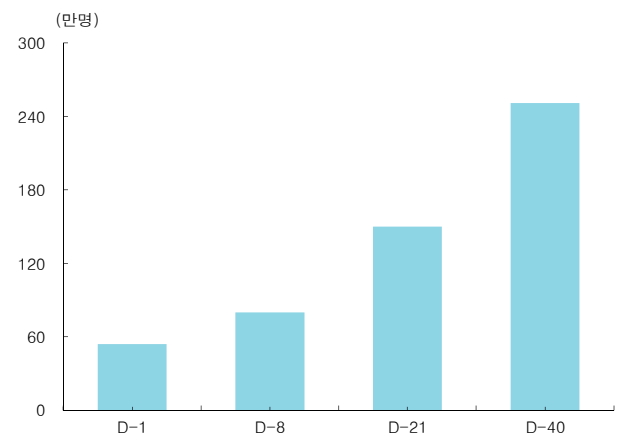
반면 '리니지M'의 경우 시장 규모가 기타 동남아시아 국가들 대비 월등히 큰 대만 등 3개 국가에서만 유사한 사전 예약자수를 기록했기 때문에 '리니지2 레볼루션' 대비 높은 매출을 기록할 전망이다. 대만 내 '리니지1'과 '리니지2'의 IP 인지도 차이도 높은 매출 수준을 기대하는 근거이다. 이와 같은 기대감을 반영하듯 '리니지M'의 퍼블리셔인 감마니아의 주가는 6월 초 대비 157.2% 상승했다.

[그림 8] 리니지M 국내 사전예약자수 증가 추이



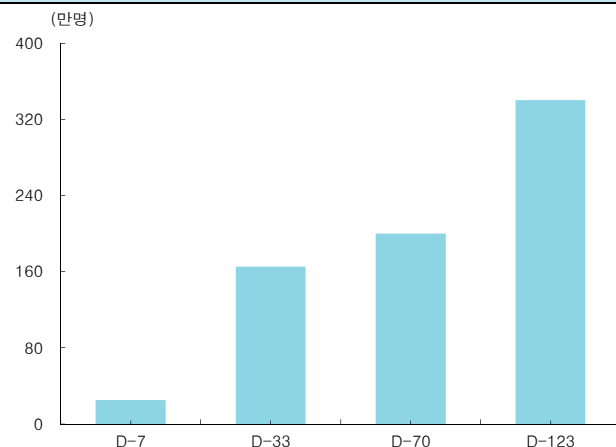
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 9] 리니지M 대만 사전예약자수 증가 추이



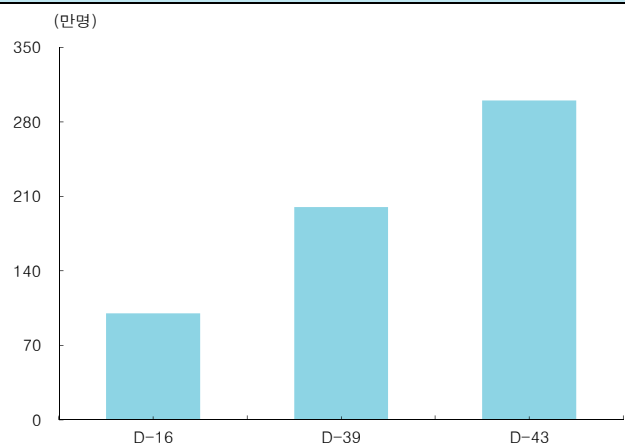
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 10] 리니지2 레볼루션 국내 사전예약자수 증가 추이



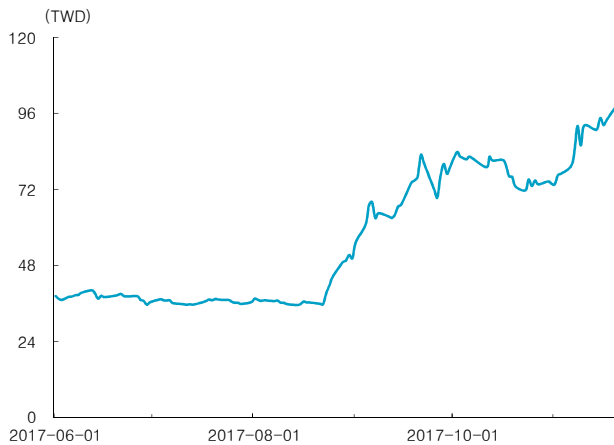
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 11] 리니지2 레볼루션 대만 사전예약자수 증가 추이



자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 12] 감마니아 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 대만 리니지M 서버 현황

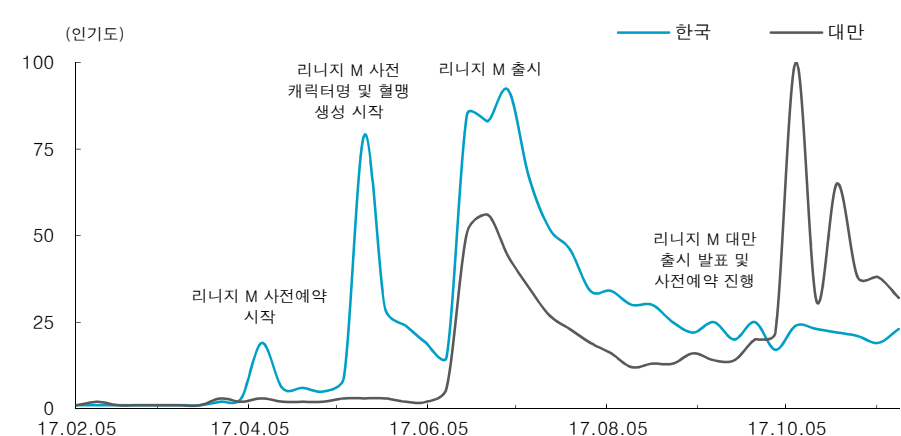


자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

대만에서 이미 증명된 ‘리니지’ IP의 영향력

대만 내 ‘리니지1’의 영향력에 주목한다. ‘리니지1’은 2000년 서비스 시작 이후 대만에서 7,500억원의 누적 매출을 기록 중이다. 최대 동시접속자수는 20만명으로 국내 최대 동시 접속자수인 22만명에 육박하며 누적 회원수는 900만명에 달한다. 국내의 경우 동시접속자수 1만명 확보에 14개월이 소요된 반면 대만에서는 12일만에 동시접속자수 1만명을 확보했다. 국내와 같이 대만에서도 충성도 높은 기존 이용자층을 기반으로 한 견고한 매출 수준을 장기간 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 국내 초기 매출을 제한했던 거래소의 부재 또한 대만 ‘리니지M’에는 적용되지 않기 때문에 기대치를 큰 폭 상회하는 성과가 기대된다.

[그림 14] ‘리니지M’ 국내 및 대만 Google Trend 추이



주: 인기도 산출은 키워드들 중 가장 높은 지점을 100으로 지정한 다음 그 점을 기준으로 상대적인 검색인기를 나타낸 것
자료: 구글, 한국투자증권

숫자 이상의 의미를 갖는 대만 사전예약자

대만 사전예약자들의 충성도는 국내와 비교해서 높을 것으로 예상된다. ‘리니지M’ 국내 출시 당시 다수의 이용자들은 ‘리니지’ IP와 엔씨소프트의 첫 모바일 게임에 대한 호기심으로 사전예약에 참여했다. 따라서 출시 이후 공개된 기대 이하의 그래픽과 게임성을 경험한 후 다수의 이용자들이 단기간에 이탈했다. 하지만 대만 사전 예약자들은 이미 지난 6개월간 국내 ‘리니지M’의 장단점을 충분히 인지한 상태이기 때문에 251만명의 사전예약자들의 충성도는 국내 이용자들 이상일 것으로 판단한다.

III. 변화한 모바일 게임 트렌드의 선두주자

1. 강력한 IP와 차별화된 MMORPG 개발 능력

후발주자가 아닌 선두주자

국내 모바일 게임 시장의 핵심 성장축이 MMORPG로 이동함에 따라 엔씨소프트의 경쟁력이 부각될 전망이다. 비록 시장 진출은 늦었으나 다년간 축적된 MMORPG 개발 능력은 기존 모바일 개발사들을 압도한다. 또한 흥행 필수 요건으로 자리잡은 IP 활용 측면에서도 엔씨소프트가 보유한 ‘아이온’과 ‘블레이드앤소울’ 등의 흥행 IP들은 이용자들을 효율적으로 유입할 수 있다. 일부 IP들의 경우 해외 인지도가 높기 때문에 국내 흥행 이후 순차적인 해외 진출을 통해 지속적인 매출 성장을 실현할 수 있을 전망이다.

2. 2018년부터 본격화 될 신작 출시

IP 기반 모바일 MMORPG의 다수의 신작 출시 예정

흥행 MMORPG IP 기반 신작들의 출시가 본격화될 것이다. 1분기 ‘블레이드앤소울2’를 시작으로 2018년내 ‘아이온템페스트’와 ‘리니지2 M’ 출시가 계획되어 있다. 그 외에도 ‘팡야’ 등 총 10여종의 신작 라인업을 보유하고 있어 엔씨소프트의 단점으로 지적되었던 경쟁사 대비 긴 신작 출시 간격에 대한 우려가 빠르게 해소될 전망이다. 한편 ‘리니지M’ 이용자들의 높은 충성도와 아이템 거래 등 신규 게임들과의 차별화 요소들을 감안할 때 모바일 MMORPG 경쟁 심화에 따른 ‘리니지M’ 매출 감소는 극히 제한적일 것이다.

〈표 2〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	727.3	560.6	983.6	1,787.3	2,159.4
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	35.4	40.3	375.5	161.3	147.3
리니지 II	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	15.6	17.6	77.1	69.3	67.0
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	10.2	11.1	71.7	45.4	42.4
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	38.0	40.1	182.3	161.7	151.2
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	20.1	25.1	76.6	73.1	54.2
모바일		0.2	0.5	19.1	23.4	93.7	551.0	343.7	19.8	1,011.8	1,306.5
기타	10.8	17.5	17.1	13.0	10.6	14.9	13.3	12.9	53.9	51.7	52.6
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	43.6	69.7	122.1	213.0	338.2
영업비용	165.1	154.4	152.4	182.9	209.1	221.1	399.5	325.2	654.8	1,154.8	1,252.2
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	132.4	113.5	155.5	143.8	383.3	545.1	547.1
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	8.0	6.6	7.1	8.0	39.2	29.6	27.4
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	12.7	24.1	22.0	15.7	35.0	74.6	74.5
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	56.1	76.8	214.9	157.7	197.3	505.5	603.1
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	327.8	235.4	328.8	632.5	907.2
영업이익률	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	12.7%	14.5%	45.1%	42.0%	33.4%	35.4%	42.0%
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	43.5	365.5	242.6	346.1	677.1	944.4
순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	17.4	30.8	275.1	182.6	271.4	507.8	708.3
순이익률	27.5%	37.6%	22.0%	23.5%	7.3%	11.9%	37.8%	32.6%	27.6%	28.4%	32.8%

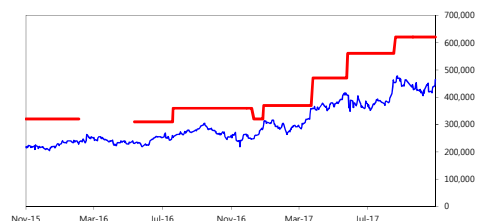
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

■ 기업개요

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리니지(1998년), 리니지2(2003년), AION(2008년), 블레이드앤소울(2012년), 길드워2(2012년), Wildstar(2014년) 등 다수의 MMORPG 게임을 보유하고 있다. 2016년 3월 블레이드앤소울 모바일을 시작으로 흥행 IP를 활용한 모바일 신작들을 적극적으로 출시할 예정이다.

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
엔씨소프트(036570)	2015.11.04	매수	320,000원	-30.5	-24.2
	2016.02.26	NR	-	-	-
	2016.06.03	매수	310,000원	-21.5	-13.2
	2016.08.11	매수	360,000원	-25.7	-15.3
	2017.01.02	매수	320,000원	-15.5	-10.3
	2017.01.19	매수	370,000원	-18.8	-3.1
	2017.04.17	매수	470,000원	-19.9	-11.5
	2017.06.18	매수	560,000원	-31.8	-17.1
	2017.09.11	매수	620,000원	-	-



재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,083	1,192	1,637	2,185	2,910
현금성자산	248	145	340	734	1,266
매출채권및기타채권	99	167	232	281	298
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,136	1,169	1,420	1,556	1,749
투자자산	557	629	996	1,090	1,249
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	59	67	72
자산총계	2,219	2,361	3,056	3,740	4,658
유동부채	338	284	632	779	1,054
매입채무및기타채무	95	119	143	162	191
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	140	111	89
사채	0	150	112	80	53
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	772	891	1,143
지배주주지분	1,770	1,886	2,278	2,845	3,513
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,936	2,503	3,172
비지배주주지분	19	10	8	6	3
자본총계	1,789	1,896	2,286	2,851	3,517

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	798	831	1,116
당기순이익	166	271	508	708	838
유형자산감가상각비	28	27	26	27	28
무형자산상각비	7	6	5	5	6
자산부채변동	6	(154)	272	92	247
기타	34	(38)	(13)	(1)	(3)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(449)	(264)	(388)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(32)	(32)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(503)	(119)	(366)	(94)	(158)
무형자산순증	1	(2)	(10)	(13)	(11)
기타	2	(3)	(42)	(125)	(187)
재무활동현금흐름	310	(74)	(153)	(173)	(196)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(37)	(32)	(27)
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(24)	(26)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	196	395	532

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,787	2,159	2,483
매출원가	203	188	447	540	621
매출총이익	636	796	1,340	1,620	1,862
판매관리비	398	467	708	712	792
영업이익	237	329	633	907	1,071
금융수익	21	25	26	27	31
이자수익	20	22	23	24	29
금융비용	1	14	10	12	11
이자비용	0	3	5	4	3
기타영업외손익	(16)	(1)	28	22	25
관계기업관련손익	(2)	7	1	1	1
세전계속사업이익	240	346	677	944	1,117
법인세비용	73	75	169	236	279
연결당기순이익	166	271	508	708	838
지배주주지분순이익	165	272	509	711	841
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	508	708	838
지배주주지분포괄이익	169	329	509	711	841
EBITDA	272	361	663	939	1,104

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	23,980	33,441	39,553
BPS	81,257	93,096	110,929	136,782	167,248
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	81.7	20.8	15.0
영업이익증가율	(14.6)	38.4	92.4	43.4	18.0
순이익증가율	(28.1)	64.6	87.1	39.5	18.3
EPS증가율	(33.7)	67.5	87.6	39.5	18.3
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	83.6	41.7	17.6
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	35.4	42.0	43.1
순이익률	19.7	27.7	28.5	32.9	33.8
EBITDA Margin	32.5	36.7	37.1	43.5	44.5
ROA	8.5	11.9	18.7	20.8	20.0
ROE	10.6	14.9	24.5	27.7	26.4
배당수익률	1.3	1.5	1.2	1.5	1.7
배당성향	36.3	29.8	23.0	20.2	20.5
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,246)	(1,777)	(2,504)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	4.9	2.8	1.5
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	19.4	13.9	11.8
PBR	2.6	2.7	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	13.7	12.3	13.3	8.8	6.8

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 21일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

*최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.