

## 매수(유지)

목표주가: 470,000원(상향)

### Stock Data

KOSPI(4/17)	2,146
주가(4/17)	359,500
시가총액(십억원)	7,883
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	359,500/218,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	50,311
유동주식비율/외국인지분율(%)	84.8/41.0
주요주주(%)	김택진 외 7인 12.0
	국민연금 11.0

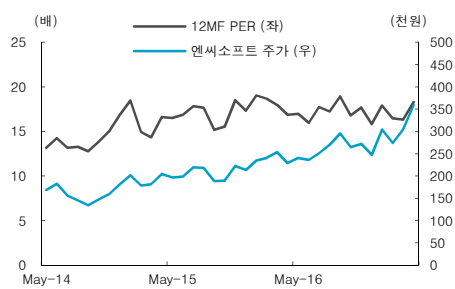
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2017F	18,483	20,249	9.6
2018F	21,972	26,644	21.3
2019F	26,842	33,213	23.7

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.1	26.8	47.6
상대주가(%)p	24.0	21.0	41.1

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## ‘리니지 M’에 대한 근거 있는 기대감

### ‘리니지 M’ 매출 상향 반영해 목표주가 470,000원으로 상향

엔씨소프트에 대해 매수의견을 유지하며 목표주가를 470,000원(12MF EPS에 Target PER 19.7배 적용)으로 27% 상향한다. 3일만에 200만명을 돌파한 사전예약자수로 확대된 기대감과 ‘리니지2 레볼루션’으로 증명된 모바일 MMORPG 이용자의 높은 ARPPU를 반영해 ‘리니지 M’의 일평균 매출액 추정치를 기존 5.8억원에서 14.6억원으로 상향했다. 한편 ‘아이템 거래’ 기능 추가와 공격적인 마케팅으로 기존 ‘리니지1’ 이용자의 유입 가능성이 높아짐에 따라 보수적인 가정에서도 초기 매출 수준은 우리 추정치를 큰 폭 상회할 것으로 예상된다.

### 부족한 모바일 MMORPG 공급은 기회 요인

‘리니지2 레볼루션’이 화려한 그래픽과 자동 조작 기능을 통해 기존 PC 및 캐주얼 이용자를 유입함에 따라 모바일 MMORPG에 대한 수요가 확대되었으나 이를 충족시킬 공급이 부족하다. 따라서 400만명 이상의 누적 이용자를 보유한 ‘리니지 IP’ 기반의 ‘리니지 M’에 대한 수요는 여전히 충분하다. ‘리니지2 레볼루션’ 이용자 중 ‘리니지1’을 플레이한 이용자 비중은 30% 미만으로 ‘리니지 M’은 기존 온라인게임 이용자들을 기반으로 견조한 이용자층을 확보할 수 있을 전망이다.

### 모바일 게임 시장의 강자로 거듭나는 시기

엔씨소프트는 1) 개발사, 2) 퍼블리셔, 3) IP Holder 등 성공적인 모바일 게임 업체로의 모든 조건을 갖출 전망이다. ‘리니지2 레볼루션’의 흥행이 IP의 가치를 증명했으며 예상외의 성공을 거둔 ‘리니지 RK’에 이은 자체 개발작인 ‘리니지 M’의 흥행이 예상된다. 또한 퍼블리싱 게임인 ‘파이널블레이드’는 심화된 경쟁 속에서도 견조한 성과를 시현했다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	838	984	1,421	1,708	2,003
영업이익(십억원)	237	329	533	705	880
세전이익(십억원)	240	346	572	752	938
순이익(십억원)	165	272	430	566	705
EBITDA(십억원)	272	361	562	735	910
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,200)	(1,575)	(2,050)
영업이익률(%)	28.3	33.4	37.5	41.3	43.9
ROE(%)	10.6	14.9	21.1	23.5	24.4
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.5	1.9	2.3
EPS(원)	7,633	12,783	20,249	26,644	33,213
(EPS 증가율, %)	(33.7)	67.5	58.4	31.6	24.7
BPS(원)	81,257	93,096	107,362	126,632	150,956
DPS(원)	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
PER(x)	27.9	19.4	17.8	13.5	10.8
PBR(x)	2.6	2.7	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA(x)	13.7	12.3	11.6	8.4	6.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 리포트 작성 목적

- 리니지 M 추정치 상향 반영하여 목표주가 470,000원으로 상향
- 모바일 MMORPG 시장 개화에 따른 엔씨소프트의 기회 요인 분석
- 출시 이전 기대치가 높았던 신작들과의 비교를 통한 리니지 M 성공 가능성 분석

## I. ‘리니지 M’에 대한 근거 있는 기대감

## 매수 의견 유지, 목표주가 470,000원으로 상향

‘리니지 M’ 매출액 추정치를  
반영해 목표주가 470,000원  
으로 상향

엔씨소프트에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가를 기존 370,000원에서 470,000원(12MF EPS에 Target PER 19.7배 적용)으로 27% 상향한다. 1) ‘리니지 M’의 사전예약자 수가 시작 3일만에 기존 기대 신작들을 큰 폭 상회하는 200만명을 기록하며 기대감이 확대되었다. 2) ‘리니지 RK’와 ‘리니지2 레볼루션’의 흥행으로 국내 모바일 게임 시장 내 ‘리니지 IP’의 가치도 확인되었다. 3) 또한 ‘리니지2 레볼루션’의 출시로 PC MMORPG 이용자들이 모바일 게임 시장으로 유입되며 국내 모바일 게임 시장 성장이 가속화되었다. 따라서 2017년 ‘리니지 M’ 매출 추정치(2017년 6월 초 출시 가정)를 기존 1,227억원(일평균 매출액 5.8억원)에서 3,069억원(일평균 매출액 14.6억원)으로 250% 상향 조정한다. ‘리니지 M’ 매출액 추정치 상향을 반영해 2017년과 2018년 EPS를 각각 9.6%, 21.3% 상향했다.

‘리니지2 레볼루션’ 초기 이용  
자 지표 감안시 기대치  
상회하는 매출 수준 달성 가능

‘리니지 M’ 초기 매출 수준은 우리 추정치를 상회할 가능성이 높을 것으로 판단한다. 경쟁작으로 꼽히는 ‘리니지2 레볼루션’의 경우 초기 MAU(Monthly Active User)는 500만명 수준이었으며 유료이용자 비율은 30%에 달했다. 출시 한달 간의 MARPPU(Monthly Average Revenue per Paying User)는 146,000원으로 추정된다. 3일만에 사전예약자수 200만명을 돌파한 ‘리니지 M’ 또한 4개월간 340만명을 모집한 ‘리니지2 레볼루션’ 수준 이상의 이용자를 유입할 수 있을 전망이다. ‘리니지2 레볼루션’ 이용자 내 제한적인 ‘리니지 1’ 이용자 비중 또한 초기 이용자 유입에 유리하게 작용할 것으로 예상된다.

보수적인 가정에도 초기 일매  
출액 20억원 상회할 전망

다소 떨어지는 그래픽 측면에서의 경쟁력과 ‘리니지2 레볼루션’의 선점효과를 감안해 초기 MAU를 300만명으로 가정하더라도 MARPPU가 ‘리니지2 레볼루션’의 50% 수준을 기록할 시 일 매출액은 20억원을 상회할 것으로 추정된다. ‘집행검’ 등 ‘리니지1’의 대표 아이템들에 3,000만원 이상의 금액을 투자한 이용자들의 소비 성향과 수입 수준이 높은 중장년층 위주의 이용자층을 감안할 때 MARPPU의 가정치 역시 보수적이다. 모바일에서는 처음으로 시도되는 ‘이용자간 아이템 거래’ 기능 추가 기능으로 커뮤니티 활동이 활성화됨에 따라 경쟁작을 상회하는 Retention Rate도 기대된다.

〈표 1〉 ‘리니지 M’ 초기 매출 수준 예상

구분	리니지2 레볼루션	리니지 M	비고
사전예약자	340 만명	3 일간 200 만명	
출시 첫달 MAU	470 만명	280 만명	리니지2 레볼루션 60% 가정
결제 이용자 비율	30%	30%	리니지2 레볼루션과 동일 수준
결제 이용자수	140 만 6,825 명	84 만명	
출시 1 개월 누적 매출	2,060 억원	613 억원	
일평균 매출액	68.7 억원	20.4 억원	

자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 2〉 엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>240.8</b>	<b>240.5</b>	<b>217.6</b>	<b>284.6</b>	<b>268.1</b>	<b>325.5</b>	<b>403.8</b>	<b>423.7</b>	<b>983.6</b>	<b>1,421.1</b>	<b>1,707.6</b>
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	62.9	87.3	79.4	88.8	375.5	318.4	317.8
리니지 2	17.1	19.1	20.6	20.4	18.9	19.7	21.4	20.8	77.1	80.8	80.9
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	17.4	18.2	16.6	17.6	71.7	69.7	66.7
블레이드앤소울	54.0	48.9	40.1	39.4	39.2	39.8	38.8	40.0	182.3	157.9	158.1
길드워 2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.8	14.6	14.3	26.8	76.6	70.6	67.2
기타	10.8	17.7	17.6	32.1	45.8	89.0	178.2	181.0	73.6	494.0	826.2
리니지 M						45.0	130.3	131.6		306.9	463.7
로열티	29.4	27.0	24.2	41.5	69.1	56.9	55.0	48.8	122.1	229.8	190.7
<b>영업비용</b>	<b>165.1</b>	<b>154.4</b>	<b>152.4</b>	<b>182.9</b>	<b>185.3</b>	<b>211.9</b>	<b>244.6</b>	<b>246.3</b>	<b>654.8</b>	<b>888.2</b>	<b>1,002.7</b>
인건비	99.3	91.4	93.5	99.2	108.9	106.7	109.0	112.9	383.3	437.5	479.6
지급수수료	10.1	9.9	9.6	9.5	9.1	9.7	9.8	10.9	39.2	39.5	43.1
마케팅비	8.8	5.1	6.8	14.3	8.3	23.8	27.5	21.2	35.0	80.7	88.8
기타	46.8	47.9	42.6	60.0	59.0	71.9	98.3	101.3	197.3	330.5	391.3
<b>영업이익</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>82.8</b>	<b>113.6</b>	<b>159.2</b>	<b>177.4</b>	<b>328.8</b>	<b>532.9</b>	<b>704.9</b>
영업이익률%	31.5%	35.8%	29.9%	35.7%	30.9%	34.9%	39.4%	41.9%	33.4%	37.5%	41.3%
세전이익	94.7	98.0	56.8	104.2	91.6	123.2	169.2	187.7	346.1	571.6	752.1
<b>순이익</b>	<b>78.5</b>	<b>93.6</b>	<b>43.1</b>	<b>66.8</b>	<b>68.7</b>	<b>92.4</b>	<b>126.9</b>	<b>140.8</b>	<b>271.4</b>	<b>428.7</b>	<b>564.1</b>
순이익률	32.6%	38.9%	19.8%	23.5%	25.6%	28.4%	31.4%	33.2%	27.6%	30.2%	33.0%

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 엔씨소프트 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원)

		변경 후	변경 전	% Change
매출액	2017F	1,421.1	1,299.5	9.4
	2018F	1,707.6	1,481.3	15.3
	2019F	2,003.5	1,737.9	15.3
영업이익	2017F	532.9	483.8	10.1
	2018F	704.9	575.1	22.6
	2019F	879.5	703.2	25.1
지배주주순이익	2017F	430.1	392.6	9.6
	2018F	565.9	466.7	21.3
	2019F	705.4	570.1	23.7
EPS	2017F	20,249	18,483	9.6
	2018F	26,644	21,972	21.3
	2019F	33,213	26,842	23.7

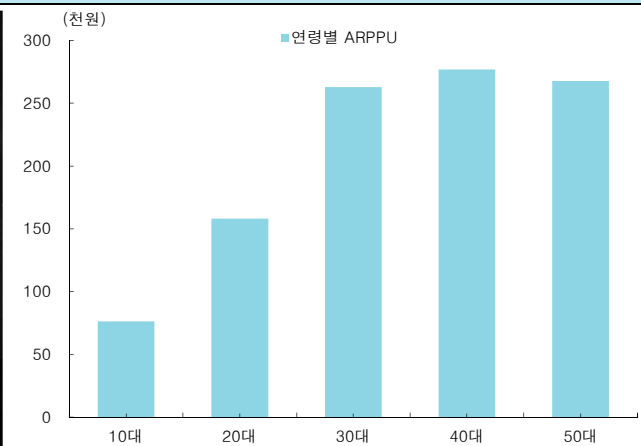
자료: 한국투자증권

[그림 1] '리니지 M' 사전예약자수 3일만에 200만명 돌파



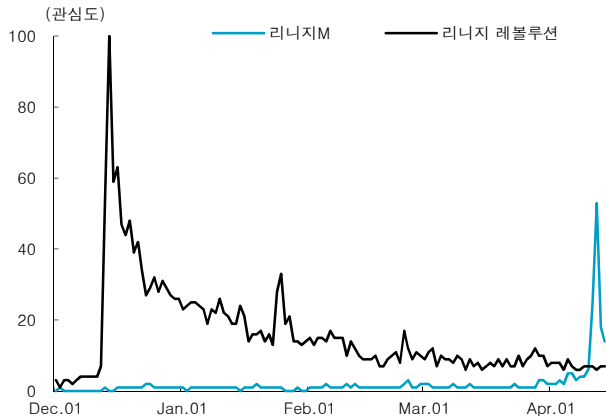
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 2] 2016년 상반기 Google Play 연령별 ARPPU 비교



자료: IGAWorks, 한국투자증권

[그림 3] '리니지 M' 과 '리니지 레볼루션' Google Trend 비교



자료: Google, 한국투자증권

[그림 4] 리니지 M: 이용자간 아이템 거래 기능 추가



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 4> 주요 게임 사전예약자수 비교

(단위: 만명)

게임	사전예약 기간	인원
리니지 M	2017.04.12~	200
리니지 2 레볼루션	123 일	340
펜타스툼	2017.03.09~	200
리니지 레드나이트	49 일	100~150
애니팡 3	29 일	130
메이플스토리 M	22 일	100
뮤오리진	26 일	70
검과 마법	41 일	60
레이븐	28 일	50
히트	21 일	50

자료: 한국투자증권

## II. 모바일 MMORPG 공급 부족은 기회!

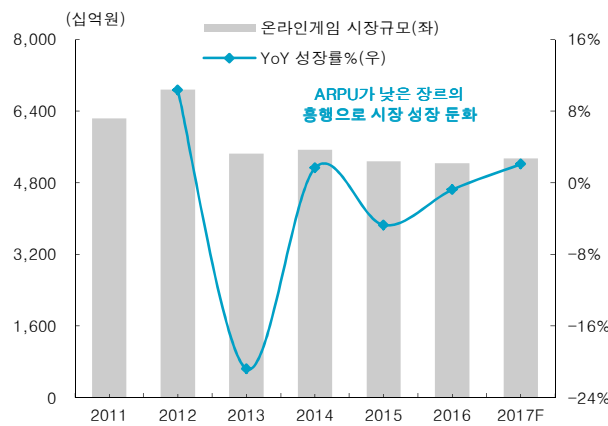
### 신작 부재와 경쟁 장르 흥행으로 PC MMORPG 시장 침체

국내 게임 시장의 성장 이끈 PC MMORPG 시장은 히트 신작 부재와 MOBA(Multiplayer Online Battle Arena)와 Shooting 게임의 영향력 확대로 정체기에 진입했다. 기대작인 '블레스'와 '파이널판타지 14'의 실패로 약 400~500만명으로 추정되는 국내 MMORPG 이용자들이 즐길 수 있는 게임들이 제한적인 상황이다. 엔씨소프트의 '리니지1' 이외에는 국내에서 안정적인 매출 성장을 시현 중인 PC MMORPG 게임이 존재하지 않는다고 해도 과언이 아니다. 하지만 제한적인 매출 성장에도 불구하고 RPG 장르는 국내 온라인게임 이용자들 중 26.9%가 선호하는 인기 장르다. 즉, 과거 흥행 IP를 활용한 신규 모바일 게임으로의 이용자 유입에 대한 가능성은 여전히 높다고 판단한다.

### 아직은 부족한 모바일 MMORPG 공급

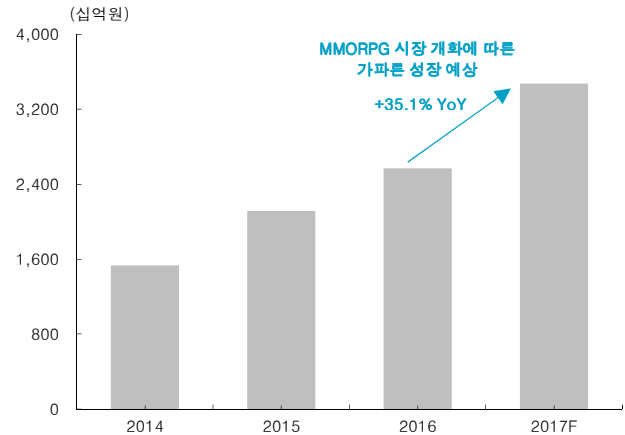
'리니지2 레볼루션' 출시 전에도 '검과 마법'과 '뮤 오리진' 등 중국 개발사들의 MMORPG들이 존재했으나 시장에 미친 영향은 제한적이었다. 반면 '리니지2 레볼루션'의 경우 언리얼 4 엔진을 기반으로 PC 수준의 그래픽을 제공했으며 '리니지2' IP를 활용해 과거 PC 이용자들의 향수를 자극했다. 또한 자동 플레이 기능의 탑재를 기반으로 캐주얼 MMORPG 이용자 유입에도 성공했다. 이로 인해 모바일 MMORPG에 저변이 확대되며 수요가 급격히 확대된 것으로 파악된다. 하지만 높아진 수요를 충족시켜줄 국내 개발 게임은 아직 한 개에 불과하다. 따라서 MMORPG 게임 중 가장 높은 인지도를 보유한 '리니지1' IP 기반의 '리니지 M'에 대한 수요는 아직 충분하다. PC 게임과 동일한 경험을 제공한다는 점에서 '리니지1' 휴면 이용자들을 빠르게 흡수하며 모바일 게임 시장 성장을 견인할 전망이다.

[그림 5] 온라인 게임 시장 성장 둔화 지속 예상



자료: 게임백서, 한국투자증권

[그림 6] 2017년 모바일 게임 시장 전년대비 35% 성장 예상



자료: 업계자료, 한국투자증권

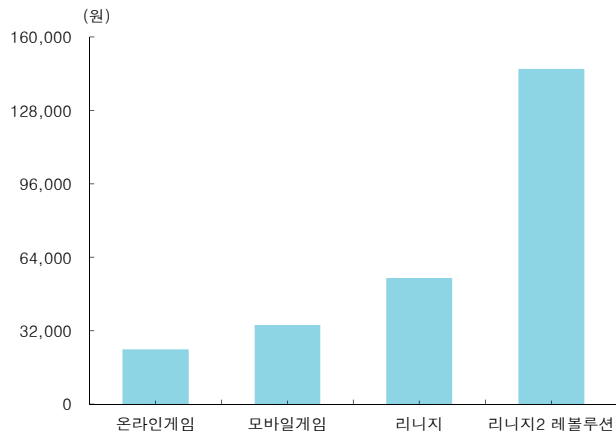
### PC MMORPG 대비 짧은 개발 기간을 활용한 매출 성장 기대

엔씨소프트의 신작 출시 기간이 빠르게 단축될 전망이다. 개발 기간이 5년을 상회하는 PC 대작들과는 달리 모바일 게임에 소요되는 시간은 짧다. 넷마블의 ‘리니지2 레볼루션’ 개발 기간은 1.5년에 불과했으며 비교적 모바일 게임 역량이 떨어지는 엔씨소프트의 ‘리니지 M’의 개발 기간도 2년 수준이다. 실제로 상반기 기준 엔씨소프트는 퍼블리싱 작품인 ‘파이널 블레이드’를 포함 총 4종의 모바일 라인업을 보유할 것으로 예상된다. 과거 대비 빠른 속도의 라인업 확대이다. 향후 IP를 활용한 다양한 신작 출시를 통한 견조한 성장이 예상되며, PC 대작 출시에 대한 높은 의존도가 축소된다는 점 역시 긍정적이다.

### PC MMORPG 대비 높은 ARPPU 또한 긍정적

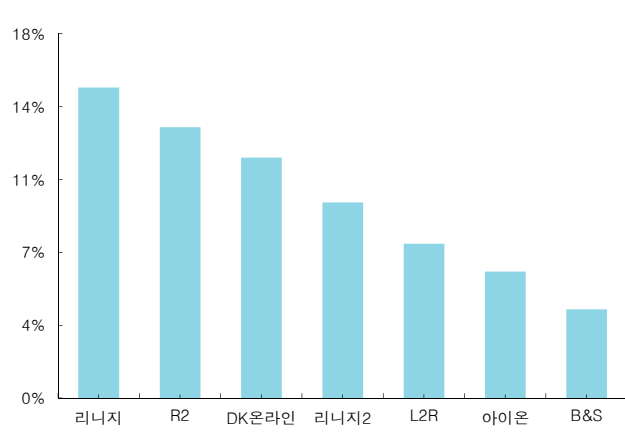
PC MMORPG 대비 높은 ARPPU 또한 ‘리니지 M’에게 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 게임백서에 따르면 온라인게임 이용자들의 MARPPU는 24,000원 수준이며 ‘리니지1’의 MARPPU는 50,000~60,000원으로 파악된다. 월정액과 일부 아이템 매출 만이 집계되기 때문에 NTP에서 공개된 ‘리니지2 레볼루션’의 MARPPU인 146,000원 대비 매우 낮은 수준이다. 아이템에 대한 의존도가 높은 MMORPG 장르의 특성과 모바일 게임의 주요 매출원인 확률형 아이템 판매와의 시너지가 높은 MARPPU의 원인으로 판단된다. ‘리니지 M’의 주요 이용자층은 수입 수준이 높은 장년층일 것으로 예상되기 때문에 경쟁작과의 유사한 MARPPU 수준을 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

[그림 7] 온라인 게임과 모바일 MMORPG의 MARPPU 비교



자료: 게임백서, 넷마블, 한국투자증권

[그림 8] 아이템베이 게임 별 거래 현황: 리니지 이용자의 높은 소비 성향



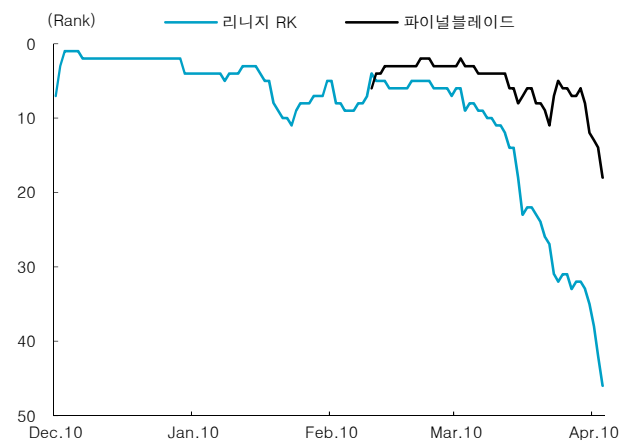
자료: 아이템베이, 한국투자증권

### III. 모바일 게임 시장의 강자로 거듭날 시기

#### 거듭 증명된 모바일 개발사로의 잠재력

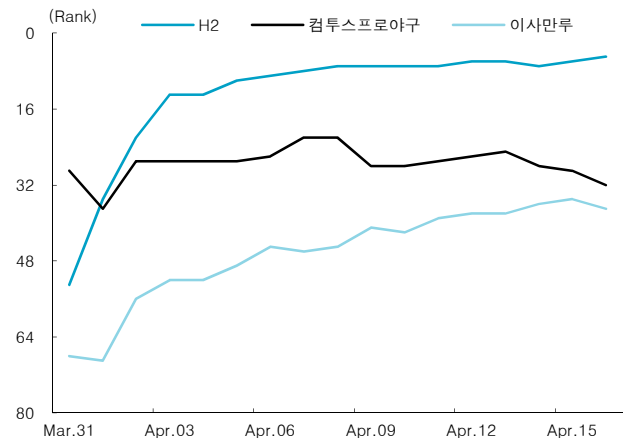
우려와는 달리 모바일 게임 시장 내 엔씨소프트의 순향이 계속되고 있다. ‘리니지 RK’가 기대 이상의 성과를 시현하며 ‘리니지’ IP의 가치를 증명했으며 ‘리니지2’ IP 기반의 ‘리니지2 레볼루션’ 역시 흥행에 성공했다. 이어 출시된 ‘파이널 블레이드’의 선전을 통해 퍼블리셔로서의 능력을 증명했다. 3월 31일 출시된 ‘H2’는 기존 야구 게임의 강자인 ‘컴투스프로야구’와 ‘이사만루’를 앞서고 있으며 향후 엔씨소프트 모바일 게임 부문의 새로운 캐시카우로 자리잡을 것으로 예상된다. ‘리니지 M’의 흥행 가능성 또한 높다는 점을 감안할 때 엔씨소프트는 1) 개발사, 2) 퍼블리셔, 3) IP Holder 등 성공적인 모바일 게임 업체로의 모든 조건을 갖출 전망이다.

[그림 9] 리니지 RK 및 파이널 블레이드 Google Play 매출 순위 추이



자료: Appannie, 한국투자증권

[그림 10] H2와 기존 야구 게임 매출 순위 추이 비교



자료: Appannie, 한국투자증권

#### 향후 신작에 대한 기대감도 확대될 전망

연이은 모바일 게임들의 성공으로 신작들에 대한 기대감이 지속 확대될 전망이다. 엔씨소프트는 2017년 상반기 중 출시될 ‘리니지 M’을 시작으로 향후 2년내 보유한 모든 IP들을 모바일 게임 개발에 활용할 계획이다. 2017년 하반기에는 ‘아이온’ IP 기반의 모바일 게임들이 북미와 유럽에서 출시될 것이며 북미 스튜디오 또한 IP 기반 게임 1종의 개발을 진행 중이다. 넷마블은 연내 ‘B&S’ IP 기반의 신작 출시를 계획 중이기 때문에 로열티 매출액의 추가적인 성장이 기대된다. ‘B&S’와 ‘리니지2’의 개발도 순조롭게 진행되고 있는 것으로 파악되고 있어 모바일 라인업의 빠른 확대가 기대된다. 한편 모바일 시장 내의 영향력 확대로 흥행 가능성이 높은 퍼블리싱 게임의 확보도 보다 용이해질 전망이다.

<표 5> 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임	플랫폼	출시 일정	자체개발/퍼블리싱/IP 라이선스
리니지 M	모바일	2Q17	자체개발
MxM	PC	2Q17 북미	자체개발
아이온레기온즈	모바일	3Q17 북미/유럽	자체개발
B&S 모바일(넷마블)	모바일	4Q17	IP 라이선스
B&S 모바일(자체개발)	모바일	4Q17	자체개발
리니지 2: 레전드	모바일	4Q17	자체개발
팡야 모바일	모바일	2H17	퍼블리싱
걸스럼블	모바일	2H17	자회사 개발
북미 스튜디오	모바일	2H17	자체개발 2종
B&S 모바일(TCG)	모바일	2017	자체개발
리니지 이터널	PC/모바일	2018	자체개발

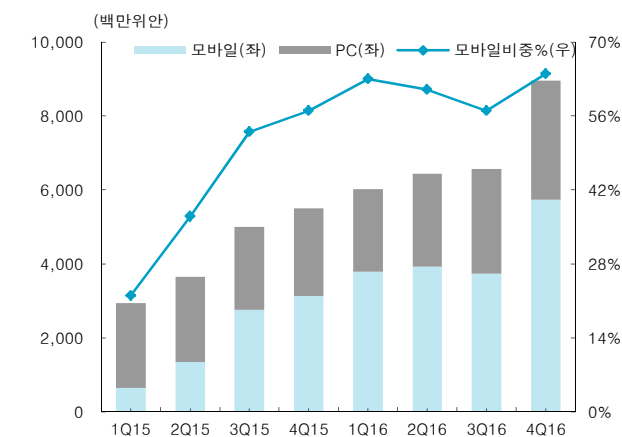
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권



## Netease가 증명한 모바일 MMORPG를 통한 성장

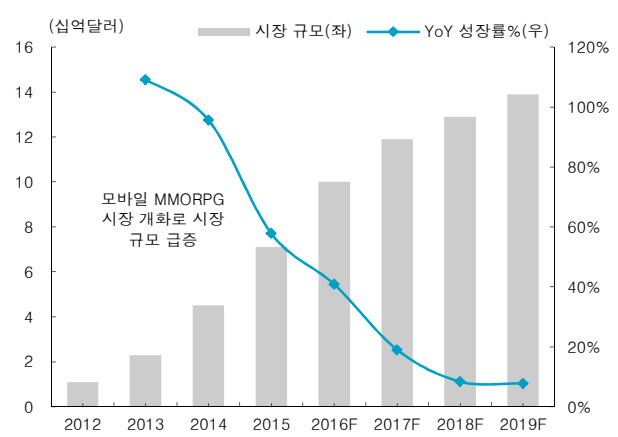
엔씨소프트는 자체 흥행 IP를 활용한 모바일 MMORPG 출시를 통해 성장한 Netease와 유사한 성장세를 시현할 것으로 예상된다. Netease는 3억명 이상의 ‘몽환서유 PC(2004년 출시)’ 이용자를 기반으로 동시 접속자 200만명을 기록한 ‘몽환서유 모바일’을 2015년 4월 출시했으며 9월에는 ‘대화서유’를 출시하며 중국 모바일 게임 시장의 선두 주자로 자리 잡았다. 이를 바탕으로 Netease의 2016년 모바일 게임 매출액은 전년 대비 117.7% 증가한 171.9억위안(약 2.8조원)을 기록했다. 전체 게임 매출액 내 모바일 비중은 61.5%로 상승했다. 엔씨소프트 또한 400만명의 누적 이용자를 보유한 ‘리니지1’ IP 기반의 ‘리니지M’ 출시 외에도 ‘B&S’ 등 국내 유명 IP를 활용한 다양한 자체 개발 모바일 게임 출시를 통한 성장이 가능할 것으로 예상된다.

[그림 11] Netease 플랫폼별 게임 매출액 추이



자료: Netease, 한국투자증권

[그림 12] 중국 모바일 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: iResearch, 한국투자증권

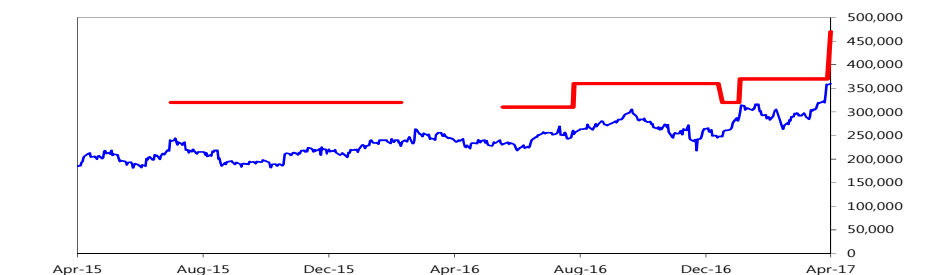
## 기업개요 및 용어해설

### ■ 기업개요

엔씨소프트는 1997년 설립해 2000년에 상장한 온라인 게임 개발사이다. 주요 게임으로는 리니지(1998년), 리니지2(2003년), AION(2008년), 블레이드앤소울(2012년), 길드워 2(2012년), Wildstar(2014년) 등 다수의 게임을 보유하고 있다. 2016년 3월 블레이드앤소울 모바일을 시작으로 흥행 IP를 활용한 모바일 신작들을 적극적으로 출시할 예정이다.

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
엔씨소프트(036570)	2015.07.17	매수	320,000 원
	2016.02.26	NR	-
	2016.06.03	매수	310,000 원
	2016.08.11	매수	360,000 원
	2017.01.02	매수	320,000 원
	2017.01.19	매수	370,000 원
	2017.04.17	매수	470,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,083	1,192	1,578	1,982	2,492
현금성자산	248	145	384	666	1,058
매출채권및기타채권	99	167	185	205	230
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,136	1,169	1,220	1,276	1,341
투자자산	557	629	642	671	707
유형자산	234	225	229	234	239
무형자산	64	53	57	68	76
자산총계	2,219	2,361	2,798	3,258	3,832
유동부채	338	284	417	451	489
매입채무및기타채무	95	119	156	188	200
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	93	181	174	179	184
사채	0	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	430	465	591	630	674
지배주주지분	1,770	1,886	2,198	2,621	3,154
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
기타자본	(10)	(153)	(153)	(153)	(153)
이익잉여금	1,330	1,544	1,857	2,279	2,813
비지배주주지분	19	10	9	7	4
자본총계	1,789	1,896	2,207	2,628	3,159

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	241	112	524	588	728
당기순이익	166	271	429	564	703
유형자산감가상각비	28	27	24	24	24
무형자산상각비	7	6	5	6	6
자산부채변동	6	(154)	86	2	3
기타	34	(38)	(20)	(8)	(8)
투자활동현금흐름	(517)	(139)	(169)	(164)	(166)
유형자산투자	(18)	(17)	(31)	(31)	(31)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(503)	(119)	(6)	(21)	(28)
무형자산순증	1	(2)	(8)	(17)	(14)
기타	2	(3)	(126)	(97)	(95)
재무활동현금흐름	310	(74)	(116)	(142)	(170)
자본의증가	391	6	0	0	0
차입금의순증	0	150	(0)	0	0
배당금지급	(69)	(60)	(81)	(117)	(143)
기타	(12)	(170)	(35)	(25)	(27)
기타현금흐름	11	(3)	0	0	0
현금의증가	45	(103)	239	282	392

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	838	984	1,421	1,708	2,003
매출원가	203	188	355	427	501
매출총이익	636	796	1,066	1,281	1,503
판매관리비	398	467	533	576	623
영업이익	237	329	533	705	880
금융수익	21	25	30	38	47
이자수익	20	22	26	34	44
금융비용	1	14	6	6	6
이자비용	0	3	6	6	6
기타영업외손익	(16)	(1)	8	8	9
관계기업관련손익	(2)	7	7	8	8
세전계속사업이익	240	346	572	752	938
법인세비용	73	75	143	188	234
연결당기순이익	166	271	429	564	703
지배주주지분순이익	165	272	430	566	705
기타포괄이익	5	58	0	0	0
총포괄이익	171	329	429	564	703
지배주주지분포괄이익	169	329	430	566	705
EBITDA	272	361	562	735	910

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,633	12,783	20,249	26,644	33,213
BPS	81,257	93,096	107,362	126,632	150,956
DPS	2,747	3,820	5,520	6,750	8,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.1)	17.3	44.5	20.2	17.3
영업이익증가율	(14.6)	38.4	62.1	32.3	24.8
순이익증가율	(28.1)	64.6	58.0	31.6	24.7
EPS증가율	(33.7)	67.5	58.4	31.6	24.7
EBITDA증가율	(13.5)	32.6	55.5	30.8	23.8
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	37.5	41.3	43.9
순이익률	19.7	27.7	30.3	33.1	35.2
EBITDA Margin	32.5	36.7	39.5	43.0	45.4
ROA	8.5	11.9	16.6	18.6	19.8
ROE	10.6	14.9	21.1	23.5	24.4
배당수익률	1.3	1.5	1.5	1.9	2.3
배당성향	36.3	29.8	27.3	25.3	24.4
안정성					
순차입금(십억원)	(952)	(835)	(1,200)	(1,575)	(2,050)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	7.9	6.8	5.7	4.7
Valuation(X)					
PER	27.9	19.4	17.8	13.5	10.8
PBR	2.6	2.7	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.7	12.3	11.6	8.4	6.2

Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 17일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

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

투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

\*최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 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
- 중립 : 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 결과에 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.