

2017. 2. 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) 400,000 원

현재주가 (2.7) 301,000 원

상승여력 32.9%

KOSPI 2,075.21pt

시가총액 66,006억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 84.01%

외국인비중 39.14%

52주 최고/최저가 316,000원 / 218,000원

평균거래대금 432.5억원

## 주요주주(%)

국민연금공단 12.54

김택진 11.98

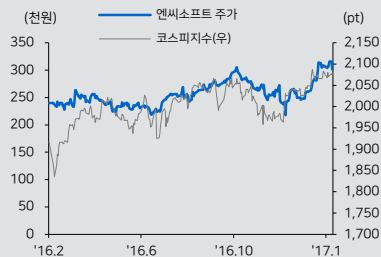
넷마블 8.89

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 15.55 24.12 25.42

상대주가 13.70 28.03 26.58

## 주가그래프



## 엔씨소프트 036570

## 2017 성공방정식

- ✓ 4Q16 실적, 기대치 상회. 리니지1부터 모바일게임까지 리니지IP의 파워 확인
- ✓ 리니지M 출시를 2Q17로 계획하는 건 1) 리니지2레볼루션과의 Cannibalization(자체 잠식) 효과 축소, 2) 게임의 완성도 높이기 위한 것
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 40만원으로 상향. 실적추정치 조정에 근거. 적정주가의 2017E Target PER은 23배 수준

## 4Q16 실적, 기대치 상회

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,846억원(+20.1% YoY), 1,017억원(+35.8% YoY)를 기록, 당사 추정치(매출액 2,513억원, 영업이익 780억원) 대비 각각 13.3%, 30.4% 상회하였다. 게임별 매출액은 리니지1 1,184억원(+42.4% YoY), 리니지2 204억원(+1.7% YoY), 아이온 179억원(-3.6% YoY), 블레이드앤소울 394억원(+21.5% YoY), 길드워2 149억원(-60.2% YoY), 로열티 415억원(+42.4% YoY), 기타 321억원(+136.1% YoY) 순으로 기록하였다. 기대를 상회한 호실적은 PC게임 리니지1의 'PC방 편플카드(드래곤의 보물상자) 이벤트'에 주로 기인한다. 리니지 이용자의 충성도를 확인, 리니지M 등 리니지IP 기반의 모바일게임의 흥행 가능성을 판단할 수 있는 척도이다.

## 2017 성공 방정식

2017년 리니지M을 시작으로 아이온 레기온스, 블레이드앤소울 등 모바일 성장 스토리는 가속화된다. 2017년 게임 성공 방정식은 1) 인기 IP, 2) 대규모 개발력과 마케팅 파워, 3) 린저씨를 지속 유지하기 위한 게임 운영 능력에 존재한다. 2017년 엔씨소프트의 영업이익 성장률은 44.2%로 예상, 리니지M부터 리니지이터널까지 IP 비즈니스의 성과가 극대화된다.

## 투자의견 Buy, 적정주가 40만원 제시, 게임업종 Top Pick

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy, 적정주가를 40만원으로 상향한다. 적정주가의 2017E Target PER은 23배 수준, 온라인게임사의 모바일로의 전향시 밸류에이션 프리미엄 확대된다는 점에서 Upside 열려있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	838.7	278.2	230.0	10,487	44.7	57,733	17.4	3.2	9.9	18.4	23.5
2015	838.3	237.5	165.4	7,542	-28.1	77,764	28.2	2.7	13.7	10.6	24.1
2016P	983.6	328.8	272.3	12,416	64.6	83,669	19.9	3.0	15.6	14.9	25.0
2017E	1,358.6	474.1	378.8	17,275	39.1	96,517	17.4	3.1	10.9	18.6	23.9
2018E	1,558.3	537.5	431.3	19,667	13.8	111,135	15.3	2.7	9.5	18.4	22.9

#### 4Q16 실적, '리니지파워' 확인

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,846억원(+20.1% YoY), 1,017억원(+35.8% YoY)를 기록, 당사 추정치(매출액 2,513억원, 영업이익 780억원) 대비 각각 13.3%, 30.4% 상회하였다. 게임별 매출액은 리니지1 1,184억원(+42.4% YoY), 리니지2 204억원(+1.7% YoY), 아이온 179억원(-3.6% YoY), 블레이드앤소울 394억원(+21.5% YoY), 길드워2 149억원(-60.2% YoY), 로열티 415억원(+42.4% YoY), 기타 321억원(+136.1% YoY) 순으로 기록하였다.

기대를 상회한 호실적은 PC게임 리니지1의 'PC방 편플카드(드래곤의 보물상자) 이벤트'에 주로 기인한다. 리니지 이용자의 충성도를 확인, 리니지M 등 리니지IP 기반의 모바일게임의 흥행 가능성을 판단할 수 있는 척도이다.

4분기 리니지2레볼루션과 리니지레드나이즈의 성과는 예상과 유사했다. 리니지2레볼루션 로열티 매출액은 153억원(총매출 1,530억원, 일매출 90억원, 영업일수 17일 반영), 리니지레드나이즈 매출액은 192억원(일매출 8억원, 영업일수 24일 반영)으로 추정한다.

리니지레드나이즈의 성공은 고무적이다. 2016년 12월 8일 출시 이후 초반 국내 구글플레이/앱스토어 양대 마켓 매출 1위를 기록하는 등 상위권을 유지하다가 최근 7~10위권으로 하락하긴 하였지만, 리니지 열혈 이용자들의 높은 구매력, 아시아 12개국 동시 출시, 리니지1 IP 기반의 첫 모바일게임이라는 점 등에 있어 양호한 성과 거둔 것으로 판단된다.

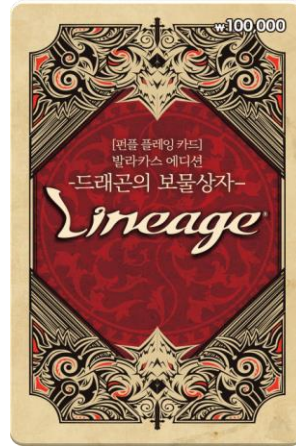
영업이익률은 35.7%로 외형 확대에 전분기대비 5.8%p 개선되었다. 인건비는 모바일 프로젝트 확대에 따른 개발인력 충원으로 700명까지 증가, 6% QoQ 증가한 992억원 기록, 마케팅비는 신규게임 출시와 게임별 이벤트 영향으로 109% QoQ 증가한 143억원을 기록하였다.

표1 4Q16 실적, 기대치 상회

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>284.6</b>	<b>237.0</b>	<b>20.1%</b>	<b>217.6</b>	<b>30.8%</b>	<b>251.3</b>	<b>13.3%</b>	<b>249.4</b>	<b>14.1%</b>
리니지	118.4	83.2	42.4%	83.8	41.4%	92.5	28.0%	-	-
리니지2	20.4	20.1	1.7%	20.6	-1.0%	18.6	9.7%	-	-
아이온	17.9	18.6	-3.6%	16.1	11.6%	18.5	-3.1%	-	-
블레이드앤소울	39.4	32.4	21.5%	46.1	-14.5%	39.3	0.2%	-	-
길드워2	14.9	37.3	-60.2%	15.3	-2.9%	17.4	-14.5%	-	-
와일드스타	0.9	2.7	-67.1%	1.1	-20.0%	0.9	-2.5%	-	-
로열티	41.5	29.2	42.4%	24.2	71.7%	33.6	23.6%	-	-
모바일	18.5	-	-	-	-	19.6	-5.6%	-	-
기타	13.6	13.6	0.0%	10.5	30.0%	11.0	23.6%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>101.7</b>	<b>74.9</b>	<b>35.8%</b>	<b>65.1</b>	<b>56.2%</b>	<b>78.0</b>	<b>30.4%</b>	<b>79.8</b>	<b>27.5%</b>
<b>세전이익</b>	<b>104.2</b>	<b>62.2</b>	<b>67.5%</b>	<b>63.4</b>	<b>64.3%</b>	<b>77.2</b>	<b>34.9%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>순이익</b>	<b>67.2</b>	<b>42.5</b>	<b>58.3%</b>	<b>48.2</b>	<b>39.4%</b>	<b>60.2</b>	<b>11.7%</b>	<b>62.1</b>	<b>8.2%</b>

자료: FnGuide, 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 리니지 편플 쿠폰 이벤트 - PC방에서 '드래곤의 보물상자'를 판매



**[편플 플레이 카드] 발라카스 에디션 -  
드래곤의 보물상자-**

플레이 카드 56장+보너스 아이템 쿠폰 1장

판매가 **100,000**

게임사/서비스 엔씨소프트/리니지

편플카드분류 상자

구입가능기간 **2017년 01월 18일 13시 ~ 재고 소진 시까지**  
(본 상품은 한정수량으로 조기품절 될 수 있습니다.)

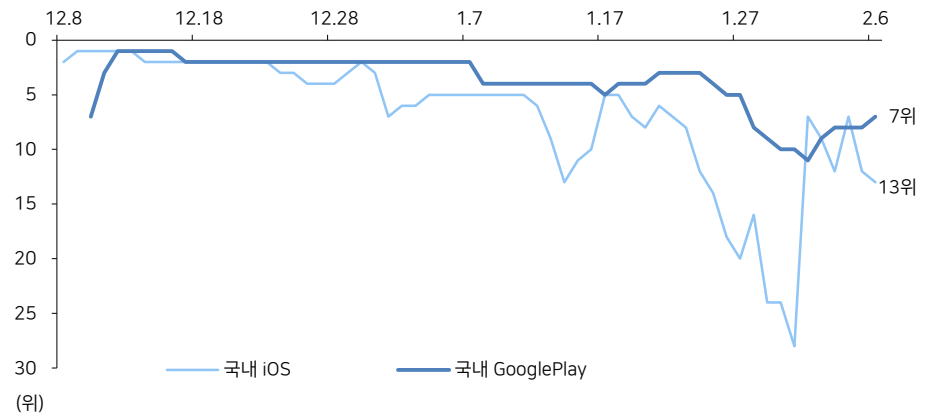
구입가능수량 구매 가능 제한 수량 없음.

등록 및 사용기간 **2017년 01월 18일 13시 ~ 2017년 06월 30일** 자 정

교환/환불방법 구매처 교환 및 환불(단, 구매일로부터 7일 경과 시, 교환 및 환불이 불가능합니다.)

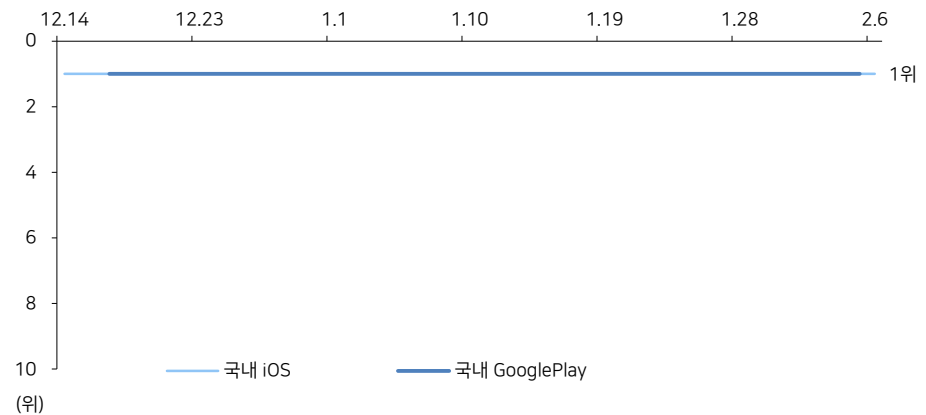
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 리니지레드나이트 국내 구글플레이/앱스토어 매출순위



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 리니지2레볼루션 국내 구글플레이/앱스토어 매출 순위



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2017 성공방정식

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy 유지하며 적정주가를 기존 38만원에서 40만원으로 5.3% 상향 조정한다. 적정주가 상향의 이유는 2017년과 2018년 영업이익 추정치를 각각 4.1%, 12.0% 상향 조정하였기 때문이다. 예상을 뛰어넘는 리니지2레볼루션의 성과를 반영하여 2017년 리니지2레볼루션의 연간 매출액 1.7조원, 로열티 1,700억원으로 추정하였다.

2017년 리니지M을 시작으로 아이온 레기온스, 블레이드앤소울 등 모바일 성장스토리는 가속화된다. 2017년 게임 성공 방정식은 1) 인기 IP, 2) 대규모 개발력과 마케팅 파워, 3) 런저씨를 지속 유치하기 위한 게임 운영 능력에 존재한다. 엔씨소프트는 위 세가지 조건에 모두 충족되는 국내 대표 게임회사로 2017년 엔씨소프트의 영업이익 성장률은 44.2%로 예상, 리니지M부터 리니지이터널까지 IP비즈니스의 성과가 극대화된다.

표2 수익추정 변경내역

(십억원)		2016P	2017E	2018E	2019E
매출액	수정후	983.6	1,358.6	1,558.3	1,689.8
	수정전	-	1,325.8	1,386.0	1,471.0
	% diff	-	2.5%	12.4%	14.9%
영업이익	수정후	328.8	474.1	537.5	618.8
	수정전	-	455.6	479.9	527.7
	% diff	-	4.1%	12.0%	17.3%
당기순이익	수정후	271.4	378.7	431.2	494.9
	수정전	-	367.9	410.2	450.0
	% diff	-	2.9%	5.1%	10.0%

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표3 엔씨소프트 분기별 실적 - 2017년 '성공방정식'

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
<b>매출액</b>	<b>240.8</b>	<b>240.5</b>	<b>217.6</b>	<b>284.6</b>	<b>280.3</b>	<b>317.8</b>	<b>353.7</b>	<b>406.9</b>	<b>838.3</b>	<b>983.6</b>	<b>1,358.6</b>
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	82.9	68.7	81.6	79.0	312.9	375.5	312.2
리니지2	17.1	19.1	20.6	20.4	22.3	29.1	25.7	28.1	63.0	77.1	105.1
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	16.0	15.8	15.7	15.5	73.7	71.7	63.0
블레이드앤소울	54.0	48.9	46.1	39.4	43.8	48.5	44.4	43.2	113.9	188.3	179.9
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	11.2	10.0	9.0	8.1	100.5	76.6	38.3
와일드스타	1.3	2.2	1.1	0.9	1.3	2.2	1.7	1.4	9.1	5.5	6.6
로열티	29.4	23.3	24.2	41.5	80.6	80.6	69.6	63.1	98.7	118.4	293.9
모바일	-	-	-	18.5	12.0	38.6	80.5	76.2	-	18.5	207.2
기타	9.6	19.2	10.5	13.6	10.2	10.7	11.3	11.8	66.6	52.8	44.0
<b>영업이익</b>	<b>75.8</b>	<b>86.1</b>	<b>65.1</b>	<b>101.7</b>	<b>90.1</b>	<b>102.9</b>	<b>122.3</b>	<b>158.8</b>	<b>237.5</b>	<b>328.8</b>	<b>474.1</b>
<b>세전이익</b>	<b>81.0</b>	<b>97.5</b>	<b>63.4</b>	<b>104.2</b>	<b>92.8</b>	<b>105.7</b>	<b>125.2</b>	<b>161.8</b>	<b>239.5</b>	<b>334.4</b>	<b>478.3</b>
<b>순이익</b>	<b>66.2</b>	<b>90.6</b>	<b>48.2</b>	<b>67.2</b>	<b>72.4</b>	<b>82.5</b>	<b>97.7</b>	<b>126.2</b>	<b>166.4</b>	<b>271.4</b>	<b>378.7</b>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

**표4 2017 주요게임 라인업**

	1H17			2H17		
	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고
모바일	리니지M(리니지1)	한국	'16.12월 티저사이트 오픈 1H17 출시 예정	북미 스튜디오 개발 게임	북미/유럽	
	파이널 블레이드	국내	스카이피플 개발/ 2.14 출시	블레이드앤소울(MMO기반)	국내	자체개발, 연내 출시 목표
	리니지RK(리니지1)	중국	알파게임즈 퍼블리싱 1Q17 출시 예정	아이온 레기온스오브워	북미/유럽	3Q17 정식 출시
	아이온 레기온스오브워	북미/유럽	2Q17 소프트론칭			
PC	MXM	글로벌	2Q17 미국 출시	MXM	중국	2H17 출시
	리니지2 웹게임	중국	37게임즈	리니지 이터널	글로벌	추가 CBT 이후 연내 출시
	블레이드앤소울:홍문굴기	중국	텐센트			

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

**표5 Global peer valuation table**

국가	종목	시가총액 (백만달러)	종가 (달러)	등락률(%)				PER(배)		PBR(배)		ROE(%)	
				1D	1W	1M	3M	17E	18E	17E	18E	17E	18E
한국	엔씨소프트	5,755	262	-4.9	-1.2	15.4	9.9	17.4	15.3	3.0	2.6	18.6	18.3
	컴투스	1,029	80	2.8	7.1	-2.6	-4.8	7.6	7.2	1.5	1.2	21.3	18.8
	더블유게임즈	611	35	-0.1	4.1	5.6	24.0	10.3	9.4	1.4	1.2	15.9	15.0
	게임빌	265	41	2.2	4.6	-8.6	-19.8	8.5	7.2	1.1	0.9	13.6	14.0
미국	블리자드	29,870	40	0.4	1.5	6.0	-2.2	19.8	16.8	3.0	2.7	14.8	16.2
	EA	24,599	82	0.3	-2.8	3.2	0.5	21.2	19.5	6.9	5.3	32.5	28.4
중국	텐센트	250,927	26	-1.0	0.5	5.3	0.6	30.1	23.3	8.4	6.5	30.3	29.6
	넷이즈	34,300	259	1.4	3.3	14.0	3.0	16.9	14.7	4.8	3.8	31.8	28.9
일본	반다이남코	5,986	27	-2.6	-3.1	-6.2	-1.3	15.8	14.5	1.9	1.7	12.7	12.9
	스퀘어에닉스	3,398	28	-1.0	-3.9	0.3	-10.0	18.0	14.3	2.1	1.8	11.7	14.2
	넥슨재팬	6,740	15	-2.4	0.6	1.1	3.8	13.5	13.1	1.8	1.6	12.6	11.6
	닌텐도	29,431	208	-2.1	0.5	-3.4	-5.3	35.4	34.5	2.2	2.1	6.3	6.4
평균		32,743	92	-0.6	0.9	2.5	-0.1	17.9	15.8	3.2	2.6	18.5	17.8

주: 2/7 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

**Q 리니지2 레볼루션 관련 현재까지의 매출 추이는 및 일평균매출?**

**A** ■ 로열티 정산을 위해 매달 집계가 완료되면 집계된 데이터만 받고 있어  
엔씨소프트는 리니지2레볼루션 일매출 데이터 확인 불가

**Q 리니지1 매출 분기 사상 처음으로 1,000 억원 돌파. 드래곤의 보물상자 매출 선인식 관련 세부 사항?**

**A** ■ 드래곤의 보물상자는 판매 시점에서 매출 인식하던 것을 홀세일 인식 방식으로 4분기부터 변경  
■ 드래곤의 보물상자 매출 인식분을 제외한 4분기 매출은 다른 분기와 유사한 수준  
■ 이외에도 여러 아이템 이벤트와 신규 서버 오픈 등 다양한 프로모션이 있었음

**Q 리니지이터널 모바일 진행 상황?**

**A** ■ 북미 스튜디오에서 병렬로 진행 중, PC버전 출시 시점에 맞춰질듯

**Q 자체개발 게임 라인업 세부 출시 일정?**

**A** ■ 리니지M은 순조롭게 개발 중. 시장의 포텐셜 등 시장 상황 파악 중이며 그에 맞춰서 타겟 매출 상향. 기존 1분기 내 출시 예정에서 2,3개월 늦춰지며 상반기 내 출시될 것  
■ 블소 모바일은 중국에서 기존에 서비스했던 것과 MMO 기반으로 신규 제작 중인 것 두 가지 존재. MMO 기반으로 제작중인 블소 모바일은 연내 출시 가능할 것으로 판단, 중국 블소 모바일은 전반적인 수정 필요  
■ 아이온 레기온스는 2분기 소프트 론칭 가능할 것, 북미·유럽 먼저 출시 목표  
■ 리니지 이터널은 2016년 말 CBT 진행, 2차 테스트 준비 중. 2차 테스트 진행 후 연내 출시하는 것이 목표  
■ MXM의 경우 한국 1분기 테스트, 미국 2분기 론칭, 중국 하반기 론칭 계획

**Q 리니지레드나이트, 리니지레볼루션 중국 출시 일정?**

**A** ■ 리니지레드나이트는 중국 파트너사를 통해 상반기 내 론칭하는 것이 목표  
■ 리니지2레볼루션의 중국 출시에 대해서는 아는 바 없음

**Q 리니지1 매출 관련 회계 방법이 바뀌었는데 2017 년에도 지속될 것인지?**

**A** ■ 4분기부터 변경, 추후 계속 바뀔 새 방법 적용할 것

**Q** 인건비 측면에서 모바일 개발 측면이 증가한 것이 인건비 상승의 주 원인이라고 했는데, 추가 인원 확충 계획은?

- A**
- 올해에도 좋은 개발자가 있다면 영입할 계획은 있음. 2016년에 상당히 많은 인원을 보강했고 내부적 재배치 진행 중
  - 작년만큼 큰 폭으로 증가하지는 않을 것

**Q** 리니지 1 아이템 선매출 효과를 제거하면 매출/이익 규모는? 선매출 효과는 얼마나 존재하는지?

- A**
- 정확한 액수 공개 불가. 4분기 전까지의 분기 평균 실적 수준 달성 추정
  - 선매출 효과는 1분기에만 존재할 것

**Q** 리니지 2 레볼루션과의 R/S 비율 및 전반적 로열티 매출?

- A**
- 정확한 수치는 공개 불가. 기존 파트너사 로열티 + 넷마블 로열티 합산해 발표

**Q** 2017년 매출, 영업이익 가이드نس?

- A**
- 연간 성장률은 2016년보다 2017년에 더 높아질 가능성 높음

**Q** MMORPG 과금 유저 게임 로열티가 일반 RPG/캐주얼보다 높고 시장 선점 중요. 리니지레드나이트를 리니지 M, 리니지 2 레볼루션보다 먼저 출시했던 의도?

- A**
- 리니지레드나이트, 리니지M, 리니지2레볼루션은 지향하는 장르와 게임의 성격이 다를 뿐만 아니라 추구하는 고객층과 고객 행태가 다름
  - 레드나이트는 턴 베이스 수집형 게임인 반면 리니지M은 모바일에 리니지를 그대로 옮겨 놓은 게임

**Q** 넷마블의 경우 MMORPG 신작 라인업만 5개. 글로벌 모바일게임 시장에서 아직 MMORPG로 크게 흥행한 사례가 없는데 엔씨소프트의 향후 전략은?

- A**
- 작년부터 MMORPG 강세, 엔씨소프트도 흐름에 맞게 프로젝트 진행 중
  - 블레이드앤소울 모바일 두 가지 트랙(MMO, 기존 버전)을 가져가는 것
  - 작년 말 리니지레드나이트, 리니지2레볼루션 등의 출시 과정을 분석하면서 MMORPG 장르의 시장 공략 방법 학습
  - 본래 진행하던 MMORPG 프로젝트에도 자신감 반영되어 진행되고 있음
  - 시장 선점 효과는 분명 존재하지만 늦게 들어가더라도 콘텐츠 깊이와 팬층을 바탕으로 성공할 수 있을 것

**Q 리니지 M 출시에 따른 기존 PC 리니지게임 영향은?**

- A**
- 기존 리니지 플레이어가 모바일 확장을 기대하는 부분도 있고 모바일 복귀를 기다리는 사실상의 신규유저도 있음
  - 리니지M은 모바일 버전의 출시이기도 하지만 리니지의 새로운 서버가 하나 증가하는 측면으로 이해할 수도 있음
  - 신규서버 오픈시 기존 서버 유저가 갑작스럽게 줄지 않듯이 리니지M 출시도 서버 추가와 비슷한 결과 예상

**Q 2017년 마케팅비 가이드스?**

- A**
- 2017년 신규 게임 출시 예상되어 있어 전년대비 증가 예상
  - 모바일 게임의 경우 마케팅 예산 중에서 테스트 결과에 따라 비례하여 지출, 급격한 증가가 있지는 않을 것

**Q 리니지2 레볼루션 액티브 유저 200 만, 리니지1 PC 액티브유저 40 만 정도. 이와 비교했을 때 리니지 M 유저 수 어느 정도로 예상하는지?**

- A**
- 전체 누적 리니지 플레이 경험 유저 1,000만 이상 추산
  - 리니지M의 경우 과거의 리니지에 대한 향수를 일으키는 것이 아닌, 모바일에서 플레이하기 쉬운 새로운 리니지의 형태로 다가오는 것
  - 리니지M이 끌어올 수 있는 시장은 충분히 있다고 판단

**Q 블레이드앤소울 모바일 프로젝트의 경우 넷마블과 같은 IP 를 같은 장르로 개발 하고 있는데 출시 시기 등의 조율 가능성이 있는지?**

- A**
- 서로간의 선의의 경쟁, 건강한 긴장감을 조성해 주고 있는 상황
  - 리니지레드나이즈와 리니지2레볼루션은 장르와 타겟유저가 다르기 때문에 비슷한 시점에 출시하였음
  - 블레이드앤소울 MMO의 경우 같은 장르이기 때문에 출시 전 출시 시기에 대해 양사간 조율이 이루어질 것



## 엔씨소프트(036570)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	838.7	838.3	983.6	1,358.6	1,558.3
매출액증가율 (%)	10.8	-0.1	17.3	38.1	14.7
매출원가	220.3	202.7	187.6	253.6	358.4
매출총이익	618.4	635.6	796.0	1,105.0	1,199.9
판매비와관리비	340.3	398.1	467.2	630.9	662.5
영업이익	278.2	237.5	328.8	474.1	537.5
영업이익률 (%)	33.2	28.3	33.4	34.9	34.5
금융수익	17.7	19.9	16.5	14.2	15.8
종속/관계기업관련손익	-1.8	-2.0	-1.8	-1.6	-1.4
기타영업외손익	-5.1	-15.9	-9.1	-8.3	-5.1
세전계속사업이익	289.0	239.5	334.4	478.3	546.7
법인세비용	61.5	73.2	50.8	60.7	69.6
당기순이익	227.5	166.4	271.4	378.7	431.2
지배주주지분 순이익	230.0	165.4	272.3	378.8	431.3

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	1,019.5	1,082.8	1,193.5	1,410.2	1,659.1
현금및현금성자산	202.8	248.1	162.4	276.0	411.6
매출채권	89.8	89.0	158.5	174.3	191.7
재고자산	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
비유동자산	679.3	1,136.4	1,123.8	1,155.9	1,190.9
유형자산	240.8	233.8	224.7	247.1	271.8
무형자산	94.6	64.2	53.3	58.7	64.5
투자자산	56.7	557.3	561.6	566.0	570.4
자산총계	1,698.8	2,219.2	2,365.5	2,699.3	3,077.2
유동부채	245.4	337.5	274.5	302.0	332.1
매입채무	8.4	11.2	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	77.8	92.7	202.6	217.3	233.4
사채	0.0	0.0	149.6	149.6	149.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	323.2	430.3	473.3	520.6	572.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	222.4	441.2	278.6	278.6	278.6
기타포괄이익누계액	-7.9	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
이익잉여금	1,234.3	1,330.4	1,543.8	1,830.6	2,156.6
비지배주주지분	15.0	19.4	4.1	3.5	2.9
자본총계	1,375.6	1,788.9	1,892.2	2,178.7	2,504.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	263.6	241.3	249.9	446.0	496.2
당기순이익(손실)	227.5	166.4	271.4	378.7	431.2
유형자산감가상각비	30.2	28.5	26.1	22.9	20.0
무형자산상각비	6.5	6.5	4.5	2.3	2.1
운전자본의 증감	-21.1	6.2	-4.2	2.3	2.4
투자활동 현금흐름	-175.5	-516.9	-107.7	-105.6	-112.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.5	-17.7	9.2	-22.5	-24.7
투자자산의 감소(증가)	-12.2	-500.5	-55.7	-61.3	-67.4
재무활동 현금흐름	-12.3	310.2	-12.3	-13.2	-13.7
차입금증감	-7.6	0.0	145.8	-3.7	0.0
자본의증가	1.5	218.8	-162.6	0.0	0.0
현금의증가	79.4	45.3	-85.7	113.6	135.6
기초현금	123.3	202.8	248.1	162.4	276.0
기말현금	202.8	248.1	162.4	276.0	411.6

## Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	38,249	38,228	44,852	61,955	71,063
EPS(지배주주)	10,487	7,542	12,416	17,275	19,667
CFPS	15,336	13,226	15,636	20,540	23,121
EBITDAPS	14,362	12,424	16,386	22,767	25,516
BPS	57,733	77,764	83,669	96,517	111,135
DPS	3,430	2,747	3,820	4,200	4,800
배당수익률(%)	1.9	1.3	1.5	1.6	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	17.4	28.2	19.9	17.4	15.3
PCR	11.9	16.1	15.8	14.7	13.0
PSR	4.8	5.6	5.5	4.9	4.2
PBR	3.2	2.7	3.0	3.1	2.7
EBITDA	314.9	272.4	359.3	499.3	559.5
EV/EBITDA	9.9	13.7	15.6	10.9	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.4	10.6	14.9	18.6	18.4
EBITDA 이익률	37.5	32.5	36.5	36.7	35.9
부채비율	23.5	24.1	25.0	23.9	22.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	9,729.2	7,379.5	111.1	147.6	167.3
매출채권회전율(x)	9.8	9.4	8.0	8.2	8.5
재고자산회전율(x)	1,021.0	1,202.6	1,420.2	1,923.2	2,162.7

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 8일 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, 윤을정)

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 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	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## 엔씨소프트(036570) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.02.12	기업브리프	Buy	270,000	김동희	
2015.05.14	기업브리프	Buy	270,000	김동희	
2015.07.10	기업브리프	Buy	270,000	김동희	
2015.07.16	산업분석	Buy	270,000	김동희	
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	