

# 엔씨소프트 (036570)

## 출지만 따뜻해질 것 같은 겨울

### 3분기 실적은 예상을 소폭 하회했으나 중요하지 않다.

엔씨소프트가 예상을 소폭 하회하는 3분기 실적을 발표했으나 큰 차이가 없고, 시장의 관심은 4분기 이후의 펀더멘털 개선에 집중되어 있다는 점에서 실적이 주가에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. "리니지1"의 매출이 우려대비 양호한 수준을 기록한 반면 대만 "블레이드앤소울" 및 모바일게임의 매출하락은 예상을 상회했다. 전반적으로 엔씨소프트 실적의 Bottom line 수준으로 판단되며 4분기 이후의 실적개선 가능성이 매우 높다는 점을 고려할 때 향후 주가흐름은 양호할 전망이다.

### 신규게임 풍년에 기존게임 유통 다변화

3분기 컨퍼런스콜을 통해 엔씨소프트는 예상을 상회하는 공격적인 게임라인업을 발표했다. 기존게임들도 유통채널 다변화를 통해 추가수익 확보에 나설 전망이다. 모바일게임 부분에서 자체개발 뿐만 아니라 자회사 모바일게임, 외부소싱(2개)을 통한 신규게임 출시를 계획하고 있다. 4분기 중 중국 텐센트를 통해 "블레이드앤소울 모바일"이 출시되고 "리니지1"의 경우 온라인 IP를 활용한 2개의 모바일게임이 2016년 상반기 중 출시될 예정이다. "리니지2"의 경우 넷마블과 중국개발사를 통해 모바일과 웹게임으로 출시된다. "와일드스타", "아이온", "리니지2" 등 기존 게임부분도 부분 유료화 전환 및 '스팀(Steam)' 등을 통한 유통채널 다변화를 통해 수익성이 제고될 것으로 기대한다.

### 4분기를 시작으로 이익이 쌓여갈 것

4분기를 시작으로 신규게임 런칭이 이어지며 실적개선이 가시화될 전망이다. 10월 23일 "길드워2" 확장팩의 정식 오픈을 시작으로 "블레이드앤소울 모바일"의 로열티가 반영될 것이다. 4분기 매출은 3분기대비 22% 증가한 2,388억원을 기록할 전망이며 영업이익은 43.6% 증가한 727억원을 기록할 것으로 추정된다. 2016년 매출과 영업이익은 각각 40%, 96% 개선될 전망이다. 통상적으로 신규게임에 대한 추정이 보수적이라는 점을 감안하면 추가적인 실적개선도 가능하다. 현주가는 2016년 기준 PER 12.6배 수준에 불과해 Valuation 측면에서도 매력적이다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 300,000원 | CP(11월 4일): 210,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,052.77	
52주 최고/최저(원)	244,000/150,500	
시가총액(십억원)	4,605.1	
시가총액비중(%)	0.38	
발행주식수(천주)	21,929.0	
60일 평균 거래량(천주)	247.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	47.6	
15년 배당금(예상, 원)	3,430	
15년 배당수익률(예상, %)	1.63	
외국인지분율(%)	32.48	
주요주주 지분율(%)	김택진 외 9인 12.19	
국민연금	11.76	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	8.5	2.2 39.5
상대	4.1	6.1 31.5

#### Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	873.5	982.2
영업이익(십억원)	265.3	334.0
순이익(십억원)	218.6	274.0
EPS(원)	9,953	12,470
BPS(원)	77,453	86,394

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	756.7	838.7	840.1	1,177.6	1,319.4
영업이익	십억원	205.2	278.2	235.2	460.3	647.9
세전이익	십억원	216.2	289.0	255.5	483.1	671.3
순이익	십억원	158.8	230.0	182.5	366.4	509.0
EPS	원	7,245	10,487	8,324	16,707	23,212
증감률	%	1.8	44.7	(20.6)	100.7	38.9
PER	배	34.30	17.35	25.23	12.57	9.05
PBR	배	4.38	2.73	2.57	2.21	1.83
EV/EBITDA	배	19.92	9.87	13.55	6.72	4.17
ROE	%	14.82	18.38	11.57	18.89	22.11
BPS	원	56,765	66,702	81,841	95,119	114,903
DPS	원	600	3,430	3,430	3,430	3,430



Analyst 황승택  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA 김가람  
02-3771-8547  
kumgaram@hanafn.com

표 1. 예상을 소폭 하회한 3분기 실적

(단위:백만원)

	3Q14	2Q15	3Q15P	QoQ(%)	YoY(%)	추정치	차이	
<b>“리니지1”의 실적은 우려대비 양호</b>	<b>총매출액</b>	<b>211,615</b>	<b>217,538</b>	<b>195,671</b>	<b>(10.1)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>199,598</b>	<b>(2.0)</b>
	게임매출액	189,355	196,566	172,731	(12.1)	(8.8)	178,626	(3.3)
	리니지1	68,514	85,479	78,211	(8.5)	14.2	72,657	7.6
	리니지2	14,841	16,273	15,619	(4.0)	5.2	13,832	12.9
	길드워1/2	19,686	22,470	20,699	(7.9)	5.1	20,000	3.5
	아이온	32,937	20,094	16,775	(16.5)	(49.1)	20,094	(16.5)
	블레이드앤소울	19,759	29,763	24,919	(16.3)	26.1	29,763	(16.3)
	기타(WS포함)	33,618	22,487	16,508	(26.6)	(50.9)	22,280	(25.9)
	로열티	22,260	20,972	22,940	9.4	3.1	20,972	9.4
	<b>영업비용</b>	<b>130,277</b>	<b>150,441</b>	<b>145,085</b>	<b>(3.6)</b>	<b>11.4</b>	<b>145,911</b>	<b>(0.6)</b>
	인건비	71,789	81,407	80,855	(0.7)	12.6	81,433	(0.7)
	감가상각비	9,837	8,295	9,180	10.7	(6.7)	8,641	6.2
	매출변동비	11,323	14,836	12,741	(14.1)	12.5	13,921	(8.5)
	마케팅비	5,789	8,371	8,030	(4.1)	38.7	9,980	(19.5)
	기타	31,539	37,532	34,279	(8.7)	8.7	31,936	7.3
	<b>영업이익</b>	<b>81,338</b>	<b>67,098</b>	<b>50,586</b>	<b>(24.6)</b>	<b>(37.8)</b>	<b>53,687</b>	<b>(5.8)</b>
	이익률(%)	38.4	30.8	25.9			26.9	
	<b>순이익</b>	<b>76,107</b>	<b>57,859</b>	<b>30,645</b>	<b>(47.0)</b>	<b>(59.7)</b>	<b>44,949</b>	<b>(31.8)</b>
	이익률(%)	36.0	26.6	15.7			22.5	

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 2. 4분기 이후의 실적을 기대한다

(단위:백만원)

	2014	2015F	2016F	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F
<b>총매출액</b>	<b>838,718</b>	<b>840,106</b>	<b>1,177,582</b>	<b>188,113</b>	<b>217,538</b>	<b>195,671</b>	<b>238,783</b>	<b>263,508</b>	<b>293,420</b>	<b>301,696</b>	<b>318,958</b>
성장률(%)	10.8	0.2	40.2	(20.0)	15.6	(10.1)	22.0	10.4	11.4	2.8	5.7
게임매출액	701,898	742,622	940,822	162,483	196,566	172,731	210,843	215,568	240,480	233,756	251,018
리니지1	263,129	315,746	323,188	66,024	85,479	78,211	86,032	77,429	89,043	71,235	85,481
리니지2	59,478	61,645	65,046	11,010	16,273	15,619	18,743	14,807	17,768	15,103	17,368
길드워1/2	86,314	109,862	147,139	20,026	22,470	20,699	46,667	46,389	42,500	31,250	27,000
아이온	94,444	72,233	68,442	18,253	20,094	16,775	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111
블레이드앤소울	82,700	106,372	143,808	26,771	29,763	24,919	24,919	32,202	37,202	37,202	37,202
기타(WS포함)	115,832	76,765	193,199	20,399	22,487	16,508	17,372	27,631	36,856	61,856	66,856
로열티	136,820	97,483	236,760	25,631	20,972	22,940	27,940	47,940	52,940	67,940	67,940
<b>영업비용</b>	<b>560,530</b>	<b>604,888</b>	<b>717,270</b>	<b>143,246</b>	<b>150,441</b>	<b>145,085</b>	<b>166,116</b>	<b>166,653</b>	<b>173,966</b>	<b>179,662</b>	<b>196,989</b>
인건비	308,830	339,653	357,405	85,932	81,407	80,855	91,459	85,560	85,587	85,615	100,642
감가상각비	36,980	35,827	40,745	8,897	8,295	9,180	9,455	9,739	10,031	10,332	10,642
매출변동비	47,482	57,634	119,486	12,612	14,836	12,741	17,445	23,923	28,466	32,426	34,671
마케팅비	32,741	32,631	55,690	4,291	8,371	8,030	11,939	13,175	14,671	15,085	12,758
기타	134,498	139,142	143,945	31,514	37,532	34,279	35,817	34,256	35,210	36,204	38,275
<b>영업이익</b>	<b>278,188</b>	<b>235,218</b>	<b>460,312</b>	<b>44,867</b>	<b>67,098</b>	<b>50,586</b>	<b>72,666</b>	<b>96,855</b>	<b>119,454</b>	<b>122,034</b>	<b>121,970</b>
성장률(%)	35.5	(15.4)	95.7	(48.7)	49.5	(24.6)	43.6	33.3	23.3	2.2	(0.1)
이익률(%)	33.2	28.0	39.1	23.9	30.8	25.9	30.4	36.8	40.7	40.4	38.2
<b>순이익</b>	<b>229,958</b>	<b>183,383</b>	<b>365,704</b>	<b>35,601</b>	<b>57,859</b>	<b>30,645</b>	<b>59,278</b>	<b>77,613</b>	<b>94,743</b>	<b>96,699</b>	<b>96,650</b>
이익률(%)	27.4	21.8	31.1	18.9	26.6	15.7	24.8	29.5	32.3	32.1	30.3

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

## 엔씨소프트 3Q15 실적발표 컨퍼런스콜

## 3분기 실적 요약:

리니지를 비롯한 분기별 프로모션 축소되며 1,957억원 기록  
 영업이익은 매출액 감소 영향으로 506억원 기록  
 당기순이익은 전분기대비 47% 감소한 306억원 기록

지역별: 국내 매출 리니지 및 AION의 아이템 프로모션 축소로 감소, 아이템매출은 분기별로 당락이 있었던 만큼 일시적인 요인으로 보고 있음

게임별 리니지1, 리니지2, 아이온, GW2 아이템 프로모션 감소로 전분기대비 감소했고, 블레이드앤소울 큰 변동 없었으나, 신작출시영향 약해진 대만매출 감소

4분기는 시기적으로 아이템프로모션이 다양하게 진행된 시기  
 특히 길드워2확장팩 추가되는 만큼 4분기는 3분기대비 보다 견조한 매출 기대

당분기영업비용 전분기대비 4% 감소한 1,451억원 집계  
 인건비는 전분기수준 기록  
 매출변동비는 매출감소 반영되면서 하락  
 마케팅비용 길드워2 출시 비용 포함되면서 전분기 수준 기록  
 기타비용은 전분기 발생한 일회성 증권거래세 영향으로 감소

전반적으로 불필요한 비용 억제, 효율적인 집행 확대되면서 비용효율성 제고되고 있음

## 현재 개발중인 게임 진행상황

모바일게임:

- 중국블레이드앤소울 지난6월 2차테스트에 이어 9월 최종테스트 성공적으로 마무리. 현재 텐센트와 출시예정 조율 중. 멀지 않은 시기에 출시될 것으로 기대
- 보다 본격적인 모바일게임시장 진입은 내년 상반기부터 진행될 것. 자체적으로 개발되고 있는 게임뿐만 아니라 자회사모바일게임, 외부에서 소싱하고 있는 게임 글로벌로 출시 계획

온라인게임

- 길드워2 성공적으로 출시되며 4분기부터 실적 반영.
- MxM 현재 마지막 완성도 높이는 작업 중. 내년 상반기 출시 목표.
- 리니지이터널 내년 상반기부터 본격적인 테스트가 시작될 것

## Q&amp;A

## 1. '길드워2' 북미/유럽 확장팩 판매동향

A: 프리세일에서 런칭까지 기존 확장팩 추세에 맞춘 목표치에 따라 진행이 되고 있으며, 이에 따라 DAU와 매출 상승. 이번 확장팩은 고레벨 유저에 한해 맞춰있음. 프리세일 기간 중약 6주 동안 프리플레이유저 유입했고, 당사 예상은 6주 정도는 만렙에 도달해서 새 콘텐츠에 도달했을 것으로 기대했지만 예상치보다 적었음. 만렙에 도달한 유저는 대부분 확장팩을 사고 있음. 출시 이후 추세는 기존의 확장팩과는 약간 다른 모습을 보이고 있음. 신규유입 유저가 조금 더 레벨업을 가속할 수 있도록 이벤트 준비 중. 또한, 휴먼 유저 타겟팅하는 마케팅 활동도 추가 진행 예정

## 2. '리니지1', '아이온' 등의 주요 게임들의 4분기 이벤트 동향 및 향후 계획

A: 3분기는 프로모션 보다는 활성유저 강화 업데이트 진행했음. 주요 게임 업데이트로 상당히 좋은 모습 보이고 있음. 4분기에는 유저수 증가 기반해서, 공격적인 아이템 프로모션 추세로 이어갈 것

## 3. '길드워2' 확장팩의 4분기 마케팅비 및 전체 4분기 마케팅비용 동향

A: '길드워2' 판매량 증가를 위한 공격적인 마케팅 예정. 4분기 지스타 게임쇼 비용 추가 예정. 4분기 마케팅비 3분기대비 증가할 것

## 4. 배당금 주주환원 정책

A: 올해 현금흐름상 배당에는 큰 문제가 없음. 다만 배당금을 포함한 다른 차원에서의 주주환원정책에 대해 고민 중. 늦어도 12월까지 내부적인 의사결정 과정을 거쳐 자세히 말씀드릴 수 있을 것

## 5. 북미모바일스튜디오 개발 진행 상황

A: 현재 설립 진행 중에 있음. 100명정도의 스튜디오 설립이 목표. 현재까지 60명가량 고용된 상태. 세가지 프로젝트 진행 중으로, 두가지는 스튜디오 IP 생산 기반 모바일게임, 나머지 하나는 엔씨소프트 본사 IP를 활용한 모바일게임 개발 중

## 6. 북미법인 인건비/인원수/인당인건비 현황

A: 북미매출은 '길드워2'의 성과와 '와일드스타'에 따라 좌우 됨. 작년에 와일드스타의 출시효과 반영됐으나 올해는 상쇄되며 다소 감소하는 추세. 10/23 '길드워2' 확장팩 런칭으로 4분기부터 매출 반영되면서 추세가 바뀔 것으로 예상.

북미 인건비 관련해서는, 다른 스튜디오나 다른 조직에서는 큰 인원 변화 없었지만, 인건비 단가가 높은 산마테오 오피스에서 인원수 증가로 평균 인건비가 상승할 것으로 예상

## 7. 3분기 '와일드스타'의 과금모델 변화 이후 매출 추이

A: 9월 free to play 전환 이후, 유저와 매출의 확연한 증가. 지금은 다소 감소하며 안정화된 상태. 하지만 free to play 전환 전보다 상당부분 좋은 모습 보이고 있음. 4분기 의미있는 매출 회복 기대하고 있음. Free to play 전환 이후, 스팀 공개를 통해 추가적으로 매출 상승될 것

## 8. '블레이드앤소울' 모바일 외 현재 자회사가 개발 중인 게임 일정

A: '블레이드앤소울' 모바일 중국 런칭 예정. 그 외 '아이온레기온즈' 같은 경우, 최근 RPG트렌드로 봤을 때, 완성도 높여 선보일 예정. 그 외에 리니지IP 활용한 2개의 내부 개발 게임 내년 상반기 런칭 예정. 2개의 외부 소싱 게임도 내년 상반기 런칭 계획

## 9. '리니지1' 최근 업데이트 진행 후 유저수나 반응 변화

: 10/14 진행한 시즌4 업데이트는 새로운 신규지역 오픈 및 사냥터, 무기 업데이트, 액티즈 유저 증가 확인

## 10. '리니지' 와 '아이온' 스팀 출시 진행 계획

A: 현재 '리니지', '아이온' 스팀 출시 진행 중. '아이온' 선진행될 예정. 와일드스타 외 다른 게임도 추가될 것으로 예정. '리니지2', '아이온'은 북미지역에서 free to play 모델로, 스팀역시 동일하게 진행될 것.

## 11. 엔트리브 손상차손 규모

A: 3분기에 손상테스트를 통해, 무형자산 영업권에 104억원 반영

## 12. 내년 상반기 리니지IP 활용의 2가지 게임 출시 형태

A: 하나는 상용화 수준에 해당하는 버전이 될 것이고, 다른 하나는 테스트 예정

## 13. 3분기 모바일게임 매출 비중

A: 모바일게임 기타매출로 반영. 지금까지 출시된 모바일 게임은 자회사에 해당. 2분기부터 본격 반영됐지만, 3분기에는 큰 폭으로 하락한 상황

## 14. 내년 상반기 'MxM' 지역별 런칭 일정

A: 내년 상반기 MxM 한국과 일본, 대만 등 액티브하게 서비스되고 있는 지역 대상으로 글로벌오픈베타테스트 진행 예정. 중국은 상반기말~하반기초 테스트 예정, 본격적인 OBT진행은 내년 하반기 예상

## 15. '리니지이터널' 테스트 종류

A: 리니지이터널 내년 완성도 높은 CBT 예정. CBT 이후의 스케줄 간격은 단축될 것으로 예상.

## 16. 자사주매입시 소각 형태가 될 지

A: 주주환원정책 여러가지 방안 검토 중. 확정된 것 없음

## 17. '블레이드앤소울' 모바일 강점 및 약점

A: 텐센트가 굉장히 엄격한 테스트 절차를 거침. 다양한 수치를 보고 있음. '블레이드앤소울' 모바일은 굉장히 좋은 스코어로 통과했기 때문에, 텐센트의 주요 플랫폼에 당사의 게임이 올라갈 것. 강점이라면 블레이드앤소울 온라인게임 IP의 인지도. 다만 '블레이드앤소울'을 접하지 않은 유저들까지 얼마나 유입할 수 있느냐가 관건이 될 것. 그런 부분에 대해 완성도를 높여가는 개발을 하고 있음

**18. '블레이드앤소울' 텐센트와의 수익 배분**

A: 수익배분구조는 양사의 계약내용으로 정확한 수치 제공 어려움. 텐센트와 당사는 오랜기간 좋은 파트너로 협력하고 있어, 좋은 조건으로 계약했다고 생각 바람

**19. 가상현실 게임 관련, 오쿨러스, 플레이스테이션VR 타이틀 제공 여부. 가상현실 게임내 엔씨소프트의 강점과 전략 계획**

A: 액티브하게 모니터링 중. 내부적으로도 여러가지 테스트 중. 미국에 투자하는 회사 중하나인 '히든패스'도 오쿨러스와 긴밀하게 협력하고 있는 상황. 다만 아직까지 플랫폼을 이용해서 주요 게임 개발하기에는 기술적으로 진보가 이뤄줘야한다는 생각.

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>756.7</b>	<b>838.7</b>	<b>840.1</b>	<b>1,177.6</b>	<b>1,319.4</b>
매출원가	220.5	220.3	409.9	717.3	671.5
매출총이익	536.2	618.4	430.2	460.3	647.9
판매비	331.0	340.3	195.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>205.2</b>	<b>278.2</b>	<b>235.2</b>	<b>460.3</b>	<b>647.9</b>
금융손익	16.4	17.7	18.6	20.8	21.4
종속/관계기업손익	4.3	(1.8)	0.1	2.0	2.0
기타영업외손익	(9.7)	(5.1)	1.6	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>216.2</b>	<b>289.0</b>	<b>255.5</b>	<b>483.1</b>	<b>671.3</b>
법인세	57.5	61.5	72.1	116.8	162.3
계속사업이익	158.7	227.5	183.4	366.4	509.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>158.7</b>	<b>227.5</b>	<b>183.4</b>	<b>366.4</b>	<b>509.0</b>
포괄이익	(0.1)	(2.4)	0.8	0.0	0.0
<b>(지분법제외)순이익</b>	<b>158.8</b>	<b>230.0</b>	<b>182.5</b>	<b>366.4</b>	<b>509.0</b>
지배주주포괄이익	150.9	227.6	179.9	359.8	499.9
NOPAT	150.6	219.0	168.8	349.1	491.3
EBITDA	240.6	314.9	268.1	488.7	672.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	0.4	10.8	0.2	40.2	12.0
NOPAT증가율	18.5	45.4	(22.9)	106.8	40.7
EBITDA증가율	26.9	30.9	(14.9)	82.3	37.6
(조정)영업이익증가율	35.6	35.6	(15.5)	95.7	40.8
(지분법제외)순이익증가율	1.9	44.8	(20.7)	100.8	38.9
(지분법제외)EPS증가율	1.8	44.7	(20.6)	100.7	38.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	70.9	73.7	51.2	39.1	49.1
EBITDA이익률	31.8	37.5	31.9	41.5	51.0
(조정)영업이익률	27.1	33.2	28.0	39.1	49.1
계속사업이익률	21.0	27.1	21.8	31.1	38.6

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,245	10,487	8,324	16,707	23,212
BPS	56,765	66,702	81,841	95,119	114,903
CFPS	11,778	15,336	12,402	22,407	30,786
EBITDAPS	10,983	14,362	12,227	22,285	30,664
SPS	34,533	38,249	38,310	53,700	60,165
DPS	600	3,430	3,430	3,430	3,430
<b>주기지표(배)</b>					
PER	34.3	17.4	25.2	12.6	9.0
PBR	4.4	2.7	2.6	2.2	1.8
PCFR	21.1	11.9	16.9	9.4	6.8
EV/EBITDA	19.9	9.9	13.6	6.7	4.2
PSR	7.2	4.8	5.5	3.9	3.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.8	18.4	11.6	18.9	22.1
ROA	11.4	14.5	9.4	15.4	18.3
ROIC	40.3	80.8	66.1	157.2	274.0
부채비율	27.7	23.5	21.0	21.3	19.4
순부채비율	(57.8)	(65.2)	(54.6)	(63.7)	(71.6)
이자보상배율(배)	636.0	9,729.2	10,914.4	15,578.3	21,926.7

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	<b>785.5</b>	<b>1,019.5</b>	<b>1,113.9</b>	<b>1,492.3</b>	<b>1,988.0</b>
금융자산	678.1	897.9	990.4	1,340.1	1,817.4
현금성자산	123.3	202.8	284.5	469.7	842.3
매출채권 등	89.9	98.0	99.5	122.7	137.5
재고자산	0.9	0.7	0.7	0.9	1.0
기타유동자산	16.6	22.9	23.3	28.6	32.1
<b>비유동자산</b>	<b>694.0</b>	<b>679.3</b>	<b>1,079.4</b>	<b>1,058.6</b>	<b>1,039.0</b>
투자자산	44.6	56.7	477.5	485.2	490.1
금융자산	21.9	27.4	447.7	448.5	448.9
유형자산	248.3	240.8	223.6	199.8	179.0
무형자산	112.1	94.6	92.6	88.1	84.3
기타비유동자산	289.0	287.2	285.7	285.5	285.6
<b>자산총계</b>	<b>1,479.5</b>	<b>1,698.8</b>	<b>2,193.3</b>	<b>2,551.0</b>	<b>3,027.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>251.8</b>	<b>245.4</b>	<b>301.8</b>	<b>350.7</b>	<b>381.9</b>
금융부채	3.4	0.0	0.3	0.3	0.3
매입채무 등	97.7	96.7	94.5	116.6	130.6
기타유동부채	150.7	148.7	207.0	233.8	251.0
<b>비유동부채</b>	<b>68.9</b>	<b>77.8</b>	<b>79.3</b>	<b>97.5</b>	<b>109.1</b>
금융부채	5.2	1.0	1.4	1.4	1.4
기타비유동부채	63.7	76.8	77.9	96.1	107.7
<b>부채총계</b>	<b>320.8</b>	<b>323.2</b>	<b>381.1</b>	<b>448.3</b>	<b>491.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,141.3</b>	<b>1,360.6</b>	<b>1,794.2</b>	<b>2,085.4</b>	<b>2,519.3</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	220.9	222.4	441.7	441.7	441.7
자본조정	(101.3)	(99.1)	2.3	2.3	2.3
기타포괄이익누계	(6.1)	(7.9)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
이익잉여금	1,016.8	1,234.3	1,345.8	1,636.9	2,070.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>17.5</b>	<b>15.0</b>	<b>17.9</b>	<b>17.3</b>	<b>16.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,158.8</b>	<b>1,375.6</b>	<b>1,812.1</b>	<b>2,102.7</b>	<b>2,536.0</b>
순금융부채	(669.4)	(896.9)	(988.7)	(1,338.4)	(1,815.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>236.2</b>	<b>263.6</b>	<b>189.3</b>	<b>433.1</b>	<b>558.0</b>
당기순이익	158.7	227.5	183.4	366.4	509.0
조정	93.4	57.2	23.7	28.3	24.5
감가상각비	35.4	36.7	32.9	28.4	24.5
외환거래손익	0.1	(5.2)	(2.9)	0.0	0.0
지분법손익	(4.3)	1.6	0.7	0.0	0.0
기타	62.2	24.1	(7.0)	(0.1)	0.0
자산/부채의 변동	(15.9)	(21.1)	(17.8)	38.4	24.5
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(213.6)</b>	<b>(175.5)</b>	<b>(434.7)</b>	<b>(172.6)</b>	<b>(110.3)</b>
투자자산감소(증가)	1.0	(12.2)	(420.8)	(7.7)	(4.9)
유형자산감소(증가)	(101.2)	(18.8)	(4.6)	0.0	0.0
기타투자활동	(113.4)	(144.5)	(9.3)	(164.9)	(105.4)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(17.4)</b>	<b>(12.3)</b>	<b>322.7</b>	<b>(75.2)</b>	<b>(75.2)</b>
금융부채증가(감소)	(15.1)	(7.6)	0.6	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.9	1.5	219.3	0.0	0.0
기타재무활동	8.8	5.8	171.4	0.0	0.0
배당지급	(12.0)	(12.0)	(68.6)	(75.2)	(75.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>0.3</b>	<b>79.4</b>	<b>81.7</b>	<b>185.3</b>	<b>372.6</b>
Unlevered CFO	258.1	336.3	272.0	491.4	675.1
Free Cash Flow	134.6	244.1	181.2	433.1	558.0

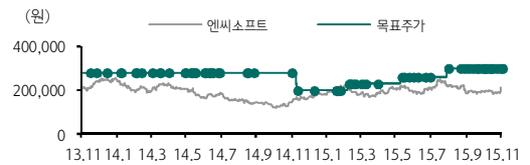
Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

엔씨소프트

날짜	투자이견	목표주가
15.11.5	BUY	300,000
15.11.2	BUY	300,000
15.10.26	BUY	300,000
15.10.19	BUY	300,000
15.10.16	BUY	300,000
15.10.12	BUY	300,000
15.10.6	BUY	300,000
15.10.5	BUY	300,000
15.10.1	BUY	300,000
15.9.24	BUY	300,000
15.9.21	BUY	300,000
15.9.14	BUY	300,000
15.9.7	BUY	300,000
15.8.31	BUY	300,000
15.8.24	BUY	300,000
15.8.3	BUY	300,000
15.7.2	BUY	260,000
15.6.24	BUY	260,000
15.6.11	BUY	260,000
15.6.3	BUY	260,000
15.5.26	BUY	260,000
15.5.18	BUY	260,000
15.5.14	BUY	260,000
15.4.2	BUY	230,000
15.3.12	BUY	230,000
15.3.5	BUY	230,000
15.2.22	BUY	230,000
15.2.17	BUY	230,000
15.2.12	BUY	230,000
15.2.11	BUY	230,000
15.1.27	BUY	200,000
15.1.22	BUY	200,000
15.1.19	BUY	200,000
14.12.12	BUY	200,000
14.11.13	BUY	200,000
14.11.3	BUY	280,000
14.8.29	BUY	280,000
14.8.18	BUY	280,000
14.8.17	BUY	280,000
14.6.30	BUY	280,000
14.6.29	BUY	280,000
14.6.27	BUY	280,000
14.6.18	BUY	280,000
14.6.17	BUY	280,000
14.6.13	BUY	280,000
14.6.12	BUY	280,000
14.6.5	BUY	280,000
14.6.4	BUY	280,000
14.5.19	BUY	280,000
14.5.18	BUY	280,000
14.5.13	BUY	280,000
14.5.11	BUY	280,000
14.5.2	BUY	280,000
14.5.1	BUY	280,000
14.4.3	BUY	280,000
14.3.19	BUY	280,000
14.3.18	BUY	280,000
14.3.5	BUY	280,000
14.2.14	BUY	280,000
14.2.5	BUY	280,000
14.2.4	BUY	280,000
14.1.10	BUY	280,000



**투자의견 분류 및 적용**

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

**투자등급 비율**

투자등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	83.9%	12.2%	3.9%	100.0%

\* 기준일: 2015년 11월 3일

**Compliance Notice**

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 11월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2015년 11월 5일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.