2017년 2월 8일 I Equity Research

엔씨소프트 (036570)

군계일학(群鷄一鶴)

회계이슈를 제외해도 서프라이즈!, 적정주가 상향조정

뛰어난 실적, 풍부한 모멘텀 등을 반영해 엔씨소프트의 적정주가를 430,000원으로 상향조정한다. 실적과 신규게임라인업에 대한 보수적인 반영을 통해 이익추정치는 29% 상향했다. 엔씨소프트는 4분기 시장 예상치를 상회하는 실적을 기록했다. "리니지1"의 매출증가 및 자체개발 모바일게임 "리니지 레드나이츠(RK)"의 흥행, "리니지2 레볼루션" 흥행에 따른 로열티가 실적을 견인했기 때문이다. 매출은 전분기대비 30.8% 증가했으며 영업이익은 56.2% 증가하며 1,000억원을 돌파했다. "리니지1"의 회계변경 이슈에 따른 매출 선반영 이슈에 대한 우려는 과도한 수준이라 판단된다. "리니지1" 오프라인 아이템의 도매매출 선반영을 제외하더라도 4분기 진행된 다양한 프로모션을 고려할 때 900억원 이상의 매출을 기록한 것으로 추정되며 2017년 1분기 매출도 견조할 것으로 판단되기 때문이다.

1분기에도 1,000억원 이상의 영업이익 가능

1분기에도 견조한 실적이 예상된다. 신규게임 런칭 부재 및 "리니지1" 매출 감소에도 불구하고 "리니지2 레볼루션" 로열티의 온기반영으로 전체 매출은 전분기 수준을 유지할 전망이며 영업이익도 전분기대비 소폭 증가한 1,061억원을 기록할 것으로 예상된다. "리니지2 레볼루션"의 로열티 매출이 최소 360억원이상 반영될 것으로 추정되며 이는 전분기대비 240억원 가량 증가된 규모이고 비용 없이 영업이익에 반영될 것이다. 비용부문에서도 매출변동비 및 마케팅비용은 감소할 전망이다.

산더미 같은 모멘텀이 쌓여있는 2분기가 멀지 않았다

2분기 국내외 다양한 신규게임 런칭이 이어지며 펀더멘털 re-rating이 시작될 전망이다. 기존게임의 견조한 매출이 이어지는 가운데 1) 모바일부문에서 "리니지M"의 국내 서비스, "리니지RK"의 중국 퍼블리싱, "리니지2 레볼루션"의 중국 퍼블리싱(추정) 등이 예정되어 있고, 2) 온라인부문에서도 "MxM"의 북미 런칭이 시작되며 본격적인 실적개선이 예상되기 때문이다. 특히, "리니지M"의 경우 막대한 온라인 유저기반(플레이어+경험자)과 온라인게임과의 크로스프로모션 등을 고려할 때 상당한 수준의 흥행이 가능할 것으로 기대하고 있다. "리니지2 레볼루션"의 중국진출도 기대 중이다. 제대로 구현된 완성도 높은 MMORPG라는 점과 로열티 조건이 국내와 같아 상대적으로 거대한 시장에서의 흥행효과를 누릴 수 있을 것으로 판단하기 때문이다. 3분기에도 다양한 신규게임 런칭이 예정되어 있는 만큼 2분기 런칭게임들의 실적 온기반영과 더불어 공격적인 실적개선이 이어질 전망이다.

Earnings Review

BUY

I TP(12M): 430,000원(상향) I CP(2월 7일): 301,000원

Key Data

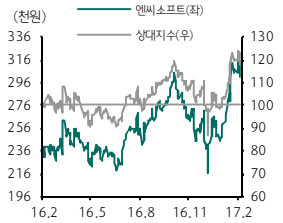
KOSPI 지수 (pt)	2,075.21
52주 최고/최저(원)	316,000/218,000
시가총액(십억원)	6,600.6
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	21,929.0
60일 평균 거래량(천주)	168.0
60일 평균 거래대금(십억원)	45.1
16년 배당금(예상,원)	2,747
16년 배당수익률(예상,%)	1.11
외국인지분율(%)	39.14
주요주주 지분율(%)	
국민연금	12.54
김택진 외 7 인	12.02

주가상승률	1M	6M	12M
절대	15.5	24.1	25.4
상대	14.1	20.7	15.9

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	949.1	1,233.8
영업이익(십억원)	305.6	466.5
순이익(십억원)	266.4	375.3
EPS(원)	12,143	17,182
BPS(원)	88,880	103,328

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	십억원	838.7	838.3	983.6	1,401.3	1,930.3
영업이익	십억원	278.2	237.5	328.8	584.0	975.7
세전이익	십억원	289.0	239.5	346.1	622.6	1,015.0
순이익	십억원	230.0	165.4	271.9	475.0	774.4
EPS	원	10,487	7,542	12,398	21,661	35,312
증감률	%	44.7	(28.1)	64.4	74.7	63.0
PER	배	17.35	28.24	19.96	13.90	8.52
PBR	배	2.73	2.62	2.75	2.76	2.12
EV/EBITDA	배	9.87	13.72	12.57	8.54	3.83
ROE	%	18.38	10.57	15.15	23.44	29.86
BPS	원	66,702	81,257	90,040	109,040	141,692
DPS	원	3,430	2,747	2,747	2,747	2,747

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

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

하나금융투자

"리니지1"의 매출증가 및 자체개발 모바일게임 "리니지RK"의 흥행, "리니지2레볼루션" 로열티가 호실적을 견인

표 1. 엔씨소프트의 4분기 잠정실적

(단위:백만원)

	4Q15	3Q16	4Q16P	QoQ(%)	YoY(%)	추정치	차이
총매출액	236,975	217,559	284,624	30.8	20.1	246,846	15.3
게임매출액	207,809	193,361	243,081	25.7	17.0	213,548	13.8
리니지1	83,163	83,767	118,414	41.4	42.4	95,000	24.6
리니지2	20,050	20,591	20,395	(1.0)	1.7	20,591	(1.0)
길드워1/2	37,331	15,315	14,870	(2.9)	(60.2)	15,315	(2.9)
아이온	18,591	16,067	17,924	11.6	(3.6)	17,673	1.4
블레이드앤소울	32,414	40,065	39,382	(1.7)	21.5	36,058	9.2
모바일 & 기타	16,260	17,557	32,096	82.8	97.4	28,911	11.0
로열티	29,166	24,198	41,543	71.7	42.4	33,298	24.8
영업비용	162,060	152,445	182,908	20.0	12.9	165,266	10.7
인건비	76,658	93,459	99,184	6.1	29.4	95,328	4.0
감가상각비	7,850	7,584	7,751	2.2	(1.3)	7,811	(0.8)
매출변동비	14,473	13,163	24,638	87.2	70.2	18,427	33.7
마케팅비	13,526	6,820	14,261	109.1	5.4	9,000	58.5
기타	49,553	31,420	37,074	18.0	(25.2)	34,700	6.8
영업이익	74,915	65,113	101,716	56.2	35.8	81,579	24.7
이익률(%)	*31.6*	*29.9*	*35.7*			*33.0*	
순이익	42,245	47,897	66,804	39.5	58.1	69,016	(3.2)
이익률(%)	*17.8*	*22.0*	*23.5*			*28.0*	

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

그림 1. 엔씨소프트 게임 출시 라인업

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
온라인게임		"MxM" 북미	"MxM" 중국	
			"리니지2웹게임"중국(37Games)	
			길드워3확장팩	
				"리니지이터널" 글로벌
모바일게임		"리니지 RK" 중국		
		"리니지M"		
		"리니지2 레볼루션" 중국		
			"아이온 레기온스" 북미	
			"블레이드앤소울" 모바일RPG	
			Iron Tiger, ThisGame Studio Mobile Game	
			"블레이드앤소울" 국내 넷마블 모바일게임 출시 예정	
				"리니지2레전드"
				"리니지이터널" 모바일

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 2. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2015	2016P	2017F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
총매출액	838,298	983,557	1,401,333	240,848	240,526	217,559	284,624	280,897	305,653	369,178	445,605
성장률(%)	*4.5*	*17.3*	*42.5*	*1.6*	*(0.1)*	*(9.5)*	*30.8*	*(1.3)*	*8.8*	*20.8*	*20.7*
게임매출액	739,589	861,484	1,112,794	211,492	213,550	193,361	243,081	215,354	235,375	295,102	366,962
리니지1	312,877	375,488	378,737	78,877	94,430	83,767	118,414	88,811	96,803	91,963	101,160
리니지2	62,952	77,114	80,407	17,076	19,052	20,591	20,395	19,375	20,344	20,344	20,344
길드워1/2	100,526	76,636	78,068	30,557	15,894	15,315	14,870	14,870	14,870	19,331	28,997
아이온	73,713	71,709	72,368	20,125	17,593	16,067	17,924	18,820	17,879	16,985	18,684
블소	113,867	182,321	157,528	54,018	48,856	40,065	39,382	39,382	39,382	39,382	39,382
모바일&기타	75,654	78,217	345,686	10,839	17,725	17,557	32,096	34,096	46,096	107,096	158,396
로열티	98,709	122,073	288,539	29,356	26,976	24,198	41,543	65,543	70,278	74,076	78,642
영업비용	600,831	654,795	817,366	165,063	154,378	152,445	182,908	174,748	185,329	215,485	241,804
인건비	324,852	383,320	438,245	99,291	91,386	93,459	99,184	106,329	108,455	110,624	112,837
감가상각비	34,222	31,417	33,136	8,202	7,880	7,584	7,751	7,920	8,158	8,403	8,655
매출변동비	54,662	64,892	131,805	13,683	13,408	13,163	24,638	18,151	22,834	39,866	50,953
마케팅비	34,218	35,032	49,047	8,815	5,136	6,820	14,261	9,831	10,698	12,921	15,596
기타	152,877	140,134	165,134	35,072	36,568	31,420	37,074	32,517	35,184	43,671	53,762
영업이익	237,466	328,762	583,967	75,785	86,148	65,113	101,716	106,149	120,323	153,693	203,801
성장률(%)	*(1.9)*	*38.4*	*77.6*	*1.2*	*13.7*	*(24.4)*	*56.2*	*4.4*	*13.4*	*27.7*	*32.6*
이익률(%)	*28.3*	*33.4*	*41.7*	*31.5*	*35.8*	*29.9*	*35.7*	*37.8*	*39.4*	*41.6*	*45.7*
순이익	166,350	271,382	471,931	66,243	90,437	47,897	66,804	87,781	98,526	123,821	161,803
이익률(%)	*19.8*	*27.6*	*33.7*	*27.5*	*37.6*	*22.0*	*23.5*	*31.3*	*32.2*	*33.5*	*36.3*

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

엔씨소프트 4Q16 실적발표 컨퍼런스콜 내용

- **4분기 실적요약:**
  - 매출액 리니지 매출 증가와 신규 모바일게임 흥행 효과로 QoQ 31%, YoY 20% 증가. 리니지 견고함 확인, 성공적인 모바일 게임 출시를 의미. 영업이익도 매출호조 반영으로 QoQ 64%, YoY 67%

  - 게임별:
    - 리니지: 대규모 업데이트 및 1분기 드래곤보물상자 프로모션 매출이 회계상 4분기 인식
    - 블소: 북미유럽 안정화 추세, 12월 과금체계 전환 이후 긍정적 효과 확인
    - 아이온: 아이템 프로모션 효과 QoQ 12% 증가
    - 리니지2&길드워2: 특이사항 없음. 확장팩 출시 시점 이후 매출 확대 기대
    - 기타: 대부분 리니지레드나이츠 출시효과에 기인. 출시 이후 빠르게 국내 양대 앱스토어 매출 1위 기록했으며, 현재까지 안정적인 매출 기록. 공성전을 포함해 다양한 신규 이벤트 준비

  - 지역별:
    - 국내: 리니지1, 리니지RK 호조
    - 북미유럽: 블소 안정화 반영
    - 로열티: 리니지2레볼루션 추가되며 QoQ 72% 증가

  - 비용:
    - 인건비: 모바일게임 개발인력 충원으로 QoQ 6%
    - 매출변동비: 박스 및 상품제작비는 리니지 마법인형 및 드래곤보물상자 플레잉카드 제작으로 크게 증가. 기타 매출 변동비는 리니지RK 플랫폼 수수료 반영으로 크게 증가
    - 마케팅비: 신규게임 출시에 따른 광고 집행과 게임별 이벤트 영향으로 증가

- **2016년 실적요약:**
  - 16년 매출액 YoY 17% 성장하며 역대 최대 실적 기록. 해외 매출 다각화로 고른 수익성 제고. 블소 북미 출시, IP 라이센싱을 통한 지역 확장
  - 게임별:
    - 리니지, 리니지2, 블소 주요 IP 꾸준한 성장세
    - 리니지 YoY 20%, 블소 북미유럽 성공적 출시로 YoY 60% 증가하며 당사 온라인PC 게임 중 가장 높은 성장세 기록. 리니지2 3년 연속 매출 증가. 아이온&길드워2 전년대비 YoY 3%, 24% 하락

  - 지역별:
    - 북미유럽: 블소 흥행효과로 다른 지역의 성장세를 아웃퍼폼하는 성장세 기록

  - 비용:
    - 인건비: 모바일프로젝트 확대로 크게 증가
    - 매출변동비: 매출성장에 따른 결제수수료 증가, 리니지 마법인형 등의 오프라인 상품 제작비에 기인

- 2016년은 지역적 확장, 신규비즈니스 모델 발굴로 역대 최대 매출과 안정적인 수익 실현 한 해로, 모바일게임의 성공적인 흥행으로 당사 IP 경쟁력 입증. 2017년은 기존의 견고한 실적을 기반, 온라인과 모바일 게임을 글로벌 시장에 진출하면서 보다 큰 도약을 이루는 해가 될 것. 더 나아가 중장기성장동력 확보를 위해 신규비즈니스 모색과 함께 원천기술에 투자

- Q&A

1.리니지2레볼루션 일평균 매출 추이

A: 넷마블게임즈 내부 정보로 관련 답변 불가

2. 리니지1 '드래곤보물상자' 선매출 인식 부분. 드래곤보물상자 외 매출기여 부분

A: 판매시점에서 Whole sale 매출 인식으로 변경. 정확한 숫자 제공 어려우나, 드래곤 보물상자 인식 부분을 제외하면 다른 분기와 비슷한 수준 기록. 그 외 신규 서버 확장 영향, 아이템 프로모션 등이 있었음

3. 게임 런칭 일정 (리니지M, 블소모바일, 리니지2레전드, 아이온레기언스북미/유럽, 이터널, MxM 등)

A:

- 리니지M: 작년 말 자체게임/넷마블게임 출시 이후 시장 상황 파악, 그에 맞는 타깃 목표 매출 상향함에 따라 그에 맞는 보강을 위해 2~3개월 지연 결정. 상반기 내 런칭 예정
- 블소모바일: 2가지 버전. 기존 중국 서비스 버전과 MMO기반으로 만들고 있는 버전이 있음. MMO기반 게임은 연내 런칭 가능할 전망이나, 기존 중국 서비스 버전은 전반적인 재구성이 필요하다는 판단 하에 대대적인 수정을 가하고 있어 정확한 런칭 시점 예측이 어려움
- 아이온: 소프트런칭 2분기 내 예정, 북미/유럽 3분기 내 출시 목표
- 리니지이터널: CBT 결과를 바탕으로 2차 테스트 진행 예정으로 연내 출시 목표
- MxM: 국내의 경우 1분기 내 테스트 예정, 미국은 2분기 내 런칭, 중국은 하반기 출시 계획
- 리니지이터널모바일: 북미모바일스튜디오로 병렬로 개발 중. PC런칭 일정과 비슷하게 맞춰서 진행
- 리니지RK 중국: 중국 파트너사를 통해 상반기 중 런칭 목표

4. 리니지1 매출과 관련된 회계 인식 방식 변경 부분, 2017년 유지 여부 및 매출 전망

A: 4분기를 시작으로 변경, 이후 적용 계획. 2017년 매출은 유지하거나 상승될 것으로 전망

5. 추가적인 인력 충원 전망

A: 올해 훌륭한 개발인력이 있다면 추가적인 충원 가능. 반면 작년 많은 인원 보강으로, 인원의 재배치 등을 통해 작년만큼 증가할 것으로 예상하지 않음

6. 리니지아이템 선매출 효과 제외시 전체 매출과 이익 규모. 선매출 관련 효과가 1분기, 2분기 지속 여부

A: 정확한 숫자 제공 어려움. 영향 제외시 분기평균실적과 비슷한 수준. 효과는 1분기에만 영향 줄 것으로 예상

7. 4분기 레볼루션 로열티 매출 인식 규모. R/S 10% 여부

A: 정확한 숫자 제공 어려움. 분기 로열티 증가분 참고시, 기존 파트너사와의 로열티 매출 증가했고, 거기에 레볼루션 로열티 추가

8. 2017년 매출, 영업이익 가이던스

A: 15년 대비 16년 성장 이상의 성장세 예상

9. 리니지M의 리니지RK 이후 출시 이유

A: 게임의 지향하는 방향, 성격이 다르다고 생각.

RK는 턴베이스 수집형 게임이고, 리니지M의 경우 MMORPG 기반 게임.

리니지M이 추구하는 고객층, 고객의 행태가 RK와 많이 다르고, 레볼루션의 경우 MMORPG를 갈구하는 유저 규모 및 포텐셜을 보여주는 사례였다고 이해

10. MMORPG 수정 전략

A: 모바일 MMORPG 등장하기 시작한 것이 작년. 시장의 변화를 작년부터 읽고 그에 맞춘 프로젝트 시작

11. 리니지M 출시에 따른 기존 리니지 PC게임 매출 영향

A: 리니지M 출시를 통해 휴먼 유저 회귀하는 부분과 리니지1 기존 유저의 유입 효과 모두 존재. 관련 영향 연구 중. 리니지M의 경우, 모바일 출시도 있지만 리니지의 새로운 서버가 증가하는 측면으로 이해 가능. 이전 새로운 서버 추가 사례를 고려할 때, 새로운 유저 층을 끌어들이는 효과가 더 클 것으로 생각

12. 2017년 마케팅비 가이던스

A: 신규 제품 출시 예정으로 전년대비 증가 예상

13. 리니지M 내부 매출 타깃 상향 이유, 리니지 M 예상 유저 수 및 국내 모바일 MMORPG 전체 유저 규모 예상

A: 당사 리니지 게임을 지금까지 한번이라도 플레이 해봤던 유저 규모는 누적 약 1000만명 예상. 리니지레볼루션이 약 200만 유저를 보유할 수 있었던 기반이 됐을 것으로 예상. 리니지M의 경우, 기존 게임의 향수뿐만이 아니라 새로운 플랫폼인 모바일을 통해 더 쉽게 플레이 가능하기 때문에 기존 유저 규모보다 포텐셜이 더 크다고 생각. 얼마나 더 많이 끌어올 수 있을 것이냐의 문제라고 생각

14. 넷마블 다양한 MMORPG 라인업에 따른 출시 시점 변경 가능성

A: RK와 레볼루션과의 관계는 타깃하는 유저, 장르도 다르기 때문에 양사가 비슷한 시기에 출시. 반면 현재 양사 개발하고 있는 MMO의 경우에는, 경영진에서 개발되는 과정에서 조율하기로 결정

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	**838.7**	**838.3**	**983.6**	**1,401.3**	**1,930.3**
매출원가	220.3	202.7	138.4	817.4	954.6
매출총이익	618.4	635.6	845.2	583.9	975.7
판관비	340.3	398.1	516.4	0.0	0.0
영업이익	**278.2**	**237.5**	**328.8**	**584.0**	**975.7**
금융손익	17.7	19.9	21.9	18.6	19.3
종속/관계기업손익	(1.8)	(2.0)	7.6	12.0	12.0
기타영업외손익	(5.1)	(15.9)	(12.1)	8.0	8.0
세전이익	**289.0**	**239.5**	**346.1**	**622.6**	**1,015.0**
법인세	61.5	73.2	74.7	150.7	245.6
계속사업이익	227.5	166.4	271.4	471.9	769.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**227.5**	**166.4**	**271.4**	**471.9**	**769.4**
비지배주주지분 순이익	(2.4)	1.0	(0.5)	(3.1)	(5.0)
지배주주순이익	**230.0**	**165.4**	**271.9**	**475.0**	**774.4**
지배주주지분포괄이익	227.6	169.2	263.5	482.1	785.9
NOPAT	219.0	164.9	257.8	442.6	739.6
EBITDA	314.9	272.4	360.9	611.5	999.3
성장성(%)					
매출액증가율	10.8	(0.0)	17.3	42.5	37.8
NOPAT증가율	45.4	(24.7)	56.3	71.7	67.1
EBITDA증가율	30.9	(13.5)	32.5	69.4	63.4
영업이익증가율	35.6	(14.6)	38.4	77.6	67.1
(지배주주)순익증가율	44.8	(28.1)	64.4	74.7	63.0
EPS증가율	44.7	(28.1)	64.4	74.7	63.0
수익성(%)					
매출총이익률	73.7	75.8	85.9	41.7	50.5
EBITDA이익률	37.5	32.5	36.7	43.6	51.8
영업이익률	33.2	28.3	33.4	41.7	50.5
계속사업이익률	27.1	19.8	27.6	33.7	39.9

대차대조표

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F	2018F
유동자산	**1,019.5**	**1,082.8**	**1,205.4**	**1,726.3**	**3,191.0**
금융자산	897.9	953.2	1,049.5	1,534.6	2,927.0
현금성자산	202.8	248.1	202.7	492.3	1,491.2
매출채권 등	98.0	98.7	118.6	145.9	201.0
재고자산	0.7	0.7	0.8	1.0	1.4
기타유동자산	22.9	30.2	36.5	44.8	61.6
비유동자산	**679.3**	**1,136.4**	**1,178.1**	**1,160.4**	**587.1**
투자자산	56.7	557.3	611.8	621.7	72.1
금융자산	27.4	521.9	569.4	569.4	0.1
유형자산	240.8	233.8	219.8	197.3	177.6
무형자산	94.6	64.2	60.3	55.2	51.3
기타비유동자산	287.2	281.1	286.2	286.2	286.1
자산총계	**1,698.8**	**2,219.2**	**2,383.5**	**2,886.7**	**3,778.1**
유동부채	**245.4**	**337.5**	**295.8**	**360.0**	**489.3**
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	96.7	94.9	113.9	140.2	193.1
기타유동부채	148.7	242.6	181.9	219.8	296.2
비유동부채	**77.8**	**92.7**	**259.8**	**285.2**	**336.4**
금융부채	1.0	1.1	149.7	149.7	149.7
기타비유동부채	76.8	91.6	110.1	135.5	186.7
부채총계	**323.2**	**430.3**	**555.6**	**645.3**	**825.7**
지배주주지분	**1,360.6**	**1,769.5**	**1,818.6**	**2,235.2**	**2,951.2**
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	222.4	441.2	431.7	431.7	431.7
자본조정	(99.1)	(9.7)	(153.1)	(153.1)	(153.1)
기타포괄이익누계액	(7.9)	(3.3)	(9.5)	(9.5)	(9.5)
이익잉여금	1,234.3	1,330.4	1,538.5	1,955.1	2,671.2
비지배주주지분	**15.0**	**19.4**	**9.3**	**6.2**	**1.2**
자본총계	**1,375.6**	**1,788.9**	**1,827.9**	**2,241.4**	**2,952.4**
순금융부채	(896.9)	(952.1)	(899.8)	(1,384.9)	(2,777.3)

투자지표

	2014	2015	2016P	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	12,398	21,661	35,312
BPS	66,702	81,257	90,040	109,040	141,692
CFPS	15,336	13,226	17,085	28,798	46,484
EBITDAPS	14,362	12,424	16,456	27,885	45,572
SPS	38,249	38,228	44,852	63,903	88,025
DPS	3,430	2,747	2,747	2,747	2,747
주가지표(배)					
PER	17.4	28.2	20.0	13.9	8.5
PBR	2.7	2.6	2.7	2.8	2.1
PCFR	11.9	16.1	14.5	10.5	6.5
EV/EBITDA	9.9	13.7	12.6	8.5	3.8
PSR	4.8	5.6	5.5	4.7	3.4
재무비율(%)					
ROE	18.4	10.6	15.2	23.4	29.9
ROA	14.5	8.4	11.8	18.0	23.2
ROIC	80.8	69.0	132.8	301.3	939.8
부채비율	23.5	24.1	30.4	28.8	28.0
순부채비율	(65.2)	(53.2)	(49.2)	(61.8)	(94.1)
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	112.3	191.9	320.7

현금흐름표

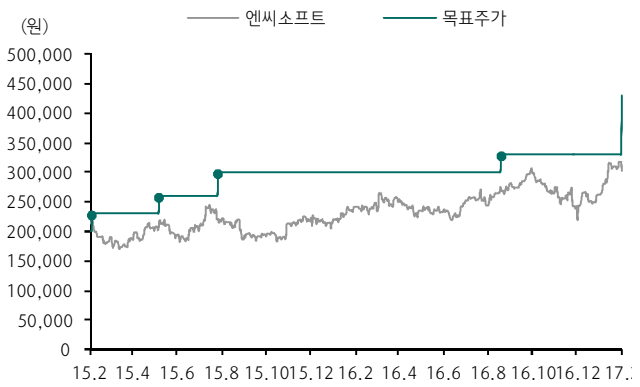
(단위: 십억원)

	2014	2015	2016P	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	**263.6**	**241.3**	**241.5**	**553.2**	**901.2**
당기순이익	227.5	166.4	271.4	471.9	769.4
조정	57.2	68.7	(47.8)	27.5	23.6
감가상각비	36.7	35.0	32.1	27.5	23.6
외환거래손익	(5.2)	(9.0)	8.9	0.0	0.0
지분법손익	1.6	2.0	(7.6)	0.0	0.0
기타	24.1	40.7	(81.2)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(21.1)	6.2	17.9	53.8	108.2
투자활동 현금흐름	**(175.5)**	**(516.9)**	**(196.2)**	**(205.3)**	**156.1**
투자자산감소(증가)	(12.2)	(500.5)	(54.6)	(9.8)	549.6
유형자산감소(증가)	(18.8)	(16.2)	(10.8)	0.0	0.0
기타	(144.5)	(0.2)	(130.8)	(195.5)	(393.5)
재무활동 현금흐름	**(12.3)**	**310.2**	**(81.0)**	**(58.3)**	**(58.3)**
금융부채증가(감소)	(7.6)	0.0	148.7	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.5	218.8	(9.5)	0.0	0.0
기타재무활동	5.8	160.0	(160.1)	0.0	0.0
배당지급	(12.0)	(68.6)	(60.1)	(58.3)	(58.3)
현금의 증감	**79.4**	**45.3**	**(45.4)**	**289.6**	**999.0**
Unlevered CFO	336.3	290.0	374.7	631.5	1,019.4
Free Cash Flow	244.1	223.7	228.2	553.2	901.2

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가
17.2.8	BUY	430,000
16.8.26	BUY	330,000
15.8.3	BUY	300,000
15.5.14	BUY	260,000
15.2.11	BUY	230,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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(매도)_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	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 2월 6일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 2월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2017년 2월 8일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.