

2018. 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) 550,000 원

현재주가 (2.7) 409,000 원

상승여력 34.5%

KOSPI 2,396.56pt

시가총액 89,731억원

발행주식수 2,194만주

유동주식비율 84.72%

외국인비중 46.26%

52주 최고/최저가 488,000원/263,500원

평균거래대금 840.6억원

주요주주(%)

국민연금 12.14

김택진 외 7 인 12.01

넷마블게임즈 8.89

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.1 6.5 35.9

상대주가 1.0 6.6 17.7

주가그래프



엔씨소프트 036570

4Q17 Review: 바텀피싱의 기회

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 부합. 1Q18에도 실적모멘텀은 악화되나, 올해 '블레이드앤소울2', '아이온템페스트' 등 다양한 모바일IP게임에 근거한 리레이팅을 저가매수할 기회
- ✓ 높은 '리니지'IP 매출 비중으로 부여받았던 밸류에이션 디스카운트 요인도 해소될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 55만원 유지. 2월은 놓치지 말아야 할 바텀피싱의 기회

4Q17 실적, 기대치 부합

4Q17 매출액과 영업이익은 각각 5,333억원(+87.4% YoY), 1,892억원(+86.0% YoY) 기록. 당사 추정치(매출액 5,216억원, 영업이익 1,881억원)에 대체로 부합하였다. 게임별 매출액은 '리니지' 338억원(-71.5% YoY), '리니지2' 151억원(-26.0% YoY), '아이온' 127억원(-29.2% YoY), '블레이드앤소울' 395억원(0.3% YoY), '길드워2' 349억원(+134.7% YoY), 로열티 595억원(+43.2% YoY), 모바일게임 3,271억원을 기록하였다. 4Q17 '리니지M'의 일매출액은 35억원으로 추정되며, '길드워2' 매출액은 2번째 확장팩 매출액이 온기 반영되며 크게 증가하였다. 로열티 매출액은 '리니지2레볼루션'의 지역확장과 '리니지M'의 대만 매출 발생되며 증가하였다.

영업이익률은 35.5%로 9.6%p QoQ 하락하였는데 '리니지M' 성공에 따른 개발자 인센티브 지급에 주로 기인한다. 적절한 성과 보상은 개발자들의 동기부여로 작용한다는 측면에서 긍정적이며 1Q18을 기점으로 마무리된다.

1Q18 실적 모멘텀 약화 전망, 그러나 기회로 받아들여야

1Q18 매출액과 영업이익은 각각 4,354억원(+81.8% YoY), 1,537억원(+404.9% YoY)으로 예상된다. 1분기 '리니지M' 매출액은 2,300억원으로 일매출 25억원 수준으로 점진적 하향 안정화로 추정한다. '아이온' 매출액은 1월부터 Free to Play로 요금 체계 개편하며 29.9% QoQ 증가한 165억원으로 추정한다.

투자의견 Buy, 적정주가 55만원 유지

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 55만원을 유지한다. 참고로 적정주가의 2018E Target PER은 20.8배 수준으로 글로벌 평균 PER 27.6배 대비 33% 할인 받는 수준이다. 2분기에는 '블레이드앤소울2' 출시 일정이 가시화된다는 점 감안시 1분기 주가 조정은 비중확대 기회이며 높은 '리니지'IP 매출 비중으로 인한 밸류에이션 할인 요소 해소될 것으로 기대한다.

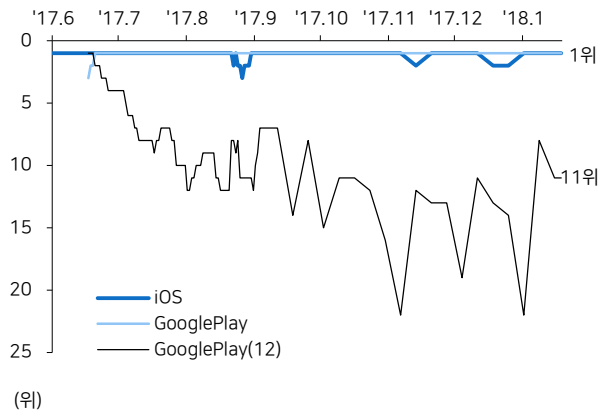
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	983.6	328.8	272.3	12,416	63.1	85,985	19.9	2.9	12.7	14.9	24.5
2017P	1,758.7	585.0	440.9	20,100	63.5	98,916	22.3	4.5	15.3	21.7	23.4
2018E	2,039.4	744.7	580.7	26,468	30.7	120,304	16.0	3.5	11.2	24.1	21.1
2019E	2,525.6	984.8	775.7	35,355	33.6	150,238	12.0	2.8	8.2	26.1	18.6
2020E	2,758.8	1,089.5	857.4	39,082	10.5	183,578	10.8	2.3	7.0	23.4	16.7

표1 엔씨소프트 4Q17 실적 Review – 기대치 부합

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	533.3	284.6	87.4%	727.3	-26.7%	543.9	-1.9%	521.6	2.2%
PC	136.0	211.0	-35.6%	119.4	13.9%	-	-	111.0	22.5%
리니지	33.8	118.4	-71.5%	35.4	-4.5%	-	-	36.3	-7.0%
리니지2	15.1	20.4	-26.0%	15.6	-3.4%	-	-	14.8	2.0%
아이온	12.7	17.9	-29.2%	10.2	24.9%	-	-	8.8	44.2%
블레이드앤소울	39.5	39.4	0.3%	38.0	3.8%	-	-	40.3	-2.0%
길드워2	34.9	14.9	134.7%	20.1	73.3%	-	-	10.8	223.2%
로열티	59.5	41.5	43.2%	43.6	36.5%	-	-	65.2	-8.7%
리니지2레볼루션	25.8	14.0	84.0%	26.2	-1.6%	-	-	25.8	-
모바일	327.1	19.1	1,613.7%	551.0	-40.6%	-	-	327.0	0.0%
리니지M	322.0	-	-	533.6	-39.7%	-	-	322.0	0.0%
기타	9.4	10.5	-10.1%	13.3	-29.2%	-	-	13.9	-32.4%
영업이익	189.2	101.7	86.0%	327.8	-42.3%	206.2	-8.2%	188.1	0.6%
세전이익	176.3	104.2	69.2%	365.5	-51.8%	211.1	-16.5%	195.4	-9.8%
지배순이익	118.0	67.2	75.6%	274.6	-57.0%	164.8	-28.4%	147.0	-19.7%
영업이익률(%)	35.5%	35.7%	-	45.1%	-	37.9%	-	36.1%	-
순이익률(%)	22.1%	23.6%	-	37.8%	-	30.3%	-	28.2%	-

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

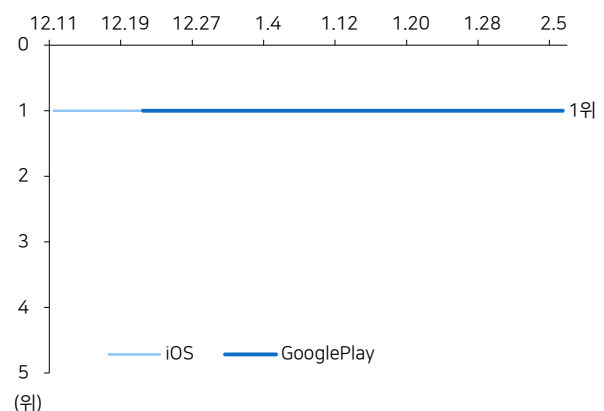
그림1 '리니지M' 국내 매출 순위 - 출시 이후 1위 고수



주: 2018.2.6. 국내 게임 매출 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '리니지M' 대만 매출 순위도 1위



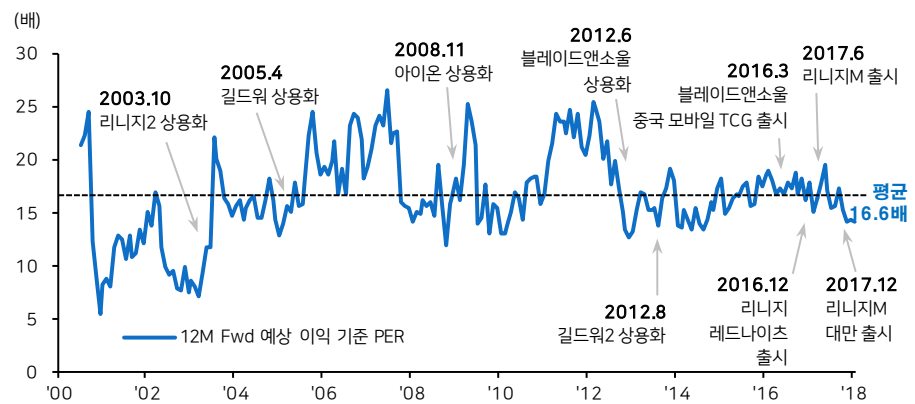
주: 2018.2.6. 대만 게임 매출 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표2 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망 - 18년 상반기보다는 하반기에 주목

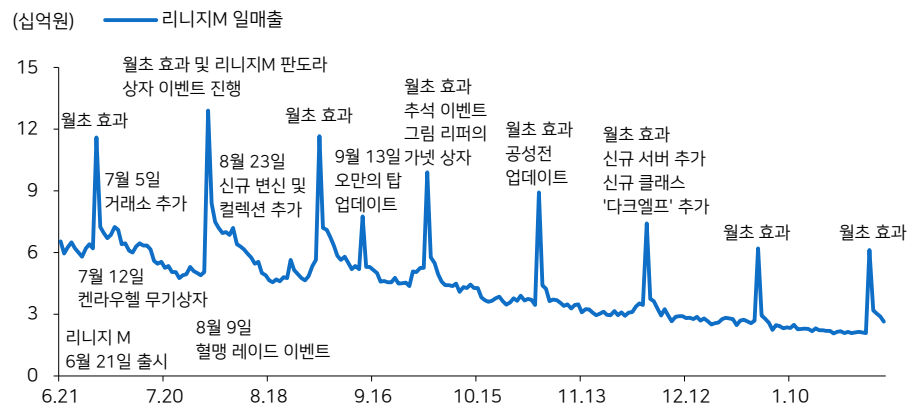
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	435.4	381.5	561.4	661.1	983.6	1,758.7	2,039.4
PC	141.9	113.9	119.4	136.0	115.8	106.6	114.9	111.3	789.3	511.1	448.6
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	31.2	33.9	37.4	36.4	375.5	154.4	139.0
리니지2	18.4	16.7	15.6	15.1	13.9	13.7	13.4	13.1	77.1	65.8	54.1
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	16.5	13.1	12.9	12.8	71.7	47.0	55.3
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	41.0	35.8	38.6	37.7	188.3	161.1	153.1
길드워2	14.2	13.6	20.1	34.9	13.2	10.1	12.6	11.3	76.6	82.8	47.2
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	73.5	81.2	70.9	64.6	118.4	202.8	290.1
리니지2레볼루션	36.8	18.4	26.2	25.8	19.3	25.8	22.0	20.7	14.0	109.7	146.0
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	233.0	179.2	361.1	470.9	19.1	995.3	1,244.2
리니지M	-	80.0	533.6	322.0	230.0	165.6	119.6	92.0		935.6	607.2
블레이드앤소울2	-	-	-	-			230.0	184.0			414.0
리니지2M	-	-	-	-				184.0			184.0
아이온템페스트	-	-	-	-				73.6			73.6
기타	10.6	14.9	13.3	13.9	10.2	10.7	11.3	11.8	52.2	48.2	44.0
매출원가	50.7	45.1	53.4	62.2	52.2	47.7	56.1	59.5	187.6	211.5	215.6
매출총이익	188.8	213.5	673.8	471.1	383.2	333.8	505.3	601.6	796.0	1,547.2	1,823.8
영업비용	158.3	176.0	346.0	281.9	229.5	204.3	305.4	340.1	467.2	962.2	1,079.2
인건비	64.9	61.2	81.9	87.8	66.2	67.8	85.1	92.7	213.6	295.8	311.7
경상연구개발비	50.7	39.8	52.3	46.7	53.2	42.1	45.0	50.2	119.6	189.5	190.5
지급수수료	19.0	39.6	176.5	107.5	81.1	65.0	130.2	152.5	53.4	342.5	428.7
광고선전비	12.1	23.7	21.1	23.4	12.1	12.1	27.4	26.5	32.4	80.3	78.1
기타	11.6	11.7	14.3	16.4	16.9	17.3	17.8	18.2	48.1	54.1	70.2
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	153.7	129.5	199.9	261.5	328.8	585.0	744.7
세전이익	24.1	47.2	365.5	176.3	155.9	131.8	202.3	264.0	346.1	609.4	754.0
지배순이익	17.5	30.7	275.1	118.0	120.1	101.5	155.8	203.3	271.4	440.9	580.7

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 엔씨소프트 밸류에이션, 어디쯤 왔을까? - 역사적 평균 수준 하회


자료: 엔씨소프트, Wisedfn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 리니지M의 일매출 수준, 점진적 하향 안정화



자료: 엔씨소프트, 모바일인덱스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2018년 게임 라인업

	1H18		2H18	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	라인팡야모바일 (엔트리브소프트개발)	동남아	아이온 템페스트 (아이온)	국내
	아이온 레기온스오브워 (뉴질랜드, 멕시코 등 소프트론칭 상태)	북미 유럽	리니지2M (리니지2)	국내
	블레이드앤소울2	한국	리니지RK (리니지1, 알파게임즈 퍼블리싱)	중국
PC	MXM	한국 일본 중국	프로젝트TL (CBT 예정)	국내
	리니지2: 각성(37게임즈)	중국		

자료: 엔씨소프트, 모바일인덱스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 실적 추정치 조정 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율	
	2018 E	2019E	2018 E	2019E	2018 E	2019E
매출액	2,168.8	2,530.3	2,039.4	2,525.6	-6.0%	-0.2%
영업이익	812.5	981.1	744.7	984.8	-8.3%	0.4%
지배순이익	638.1	778.2	580.7	775.7	-9.0%	-0.3%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표5 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)
		(2/7)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E		2018E	2018E	2018E	2018E
한국	넷마블게임즈	11.0	2,846.3	3,223.6	757.9	940.0	21.5	17.2	27.0	0.8	12.9	2.5	10.4
	엔씨소프트	8.3	2,020.6	2,230.0	785.6	891.3	13.3	11.8	13.9	1.0	24.5	2.9	8.2
	컴투스	1.7	536.4	605.2	201.7	224.3	10.7	9.4	9.8	1.1	20.8	2.0	4.8
미국	Blizzard	52.7	7,392.0	8,035.3	2,693.2	3,109.8	26.2	22.4	16.1	1.6	15.9	4.5	17.2
	EA	37.8	5,159.4	5,620.8	1,666.3	1,961.0	28.8	24.8	13.4	2.1	30.6	8.8	18.7
중국	Tencent	503.9	52,940.8	69,552.5	16,373.6	21,164.6	36.8	28.5	29.0	1.3	30.2	9.9	25.4
	Netease	40.8	10,817.5	13,362.6	2,303.7	2,800.9	17.6	14.6	13.3	1.3	26.8	4.3	13.9
	Perfect World	5.9	1,617.1	1,926.3	328.6	405.7	19.7	16.5	14.6	1.3	19.1	3.7	16.2
일본	Nintendo	58.4	9,385.0	12,199.3	1,391.2	2,642.1	43.2	25.3	45.8	0.9	9.8	4.1	32.3
	Cyberagent	4.9	3,754.2	4,159.4	287.9	356.1	78.0	40.6	38.1	2.0	9.5	5.8	12.2
	Bandai Namco	6.8	5,938.5	6,187.0	612.2	679.2	15.5	14.1	9.4	1.6	12.7	1.9	6.0
	Square Enix	4.9	2,392.9	2,576.4	369.0	412.7	19.8	17.7	21.6	0.9	14.2	2.7	8.6
Global Average		61.4	8,733.4	10,806.5	2,314.2	2,965.6	27.6	20.2	21.0	1.3	18.9	4.4	14.5

주: 3yrs EPS CAGR은 2017~2020년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q 향후 준비중인 신작 특징과 출시 일정은? 기존과 달라진 것이 있다면?

- A**
- 크게 추가된 프로젝트는 없으며, 내부에서 약 13종 정도 개발 진행 중
 - 그 중 모바일 대작 게임으로 생각하는 것이 '블레이드앤소울2', '아이온템페스트', '리니지2M'
 - PC 쪽에서는 '프로젝트TL' 포함해 6개의 프로젝트 개발 중
 - '프로젝트TL'은 작년 팀에 큰 변화 겪은 후 현재는 기대 이상으로 개발 잘 진행 중. 올해 말 정도 테스트를 통해 선보일 수 있을 것으로 기대

Q 중국을 포함해 일본, 서구 지역 등 해외 시장에 대한 구체적인 진출 전략이나 준비중인 타이틀이 있다면?

- A**
- 중국 쪽은 좋은 파트너사를 통해 출시하는 전략인데, 신작에 대해서는 언제 출시 가능할지 언급하기 어려운 상황
 - 상황의 변화를 대비해 퍼블리셔들과는 여러 방면으로 논의 진행 중
 - 중국을 제외한 일본, 서구 시장의 경우 각 지역에 맞는 콘텐츠 개발이 좀 더 효과적이라고 생각. 각 시장에 맞는 콘텐츠로 승부할 것
 - 일본과 미국 모두 내부 개발 팀을 꾸려서 개발 진행 중, 올해에는 결과물을 출시할 수 있을 것으로 기대

Q '리니지 M' 11 월 업데이트 이후에 트래픽이나 매출 트렌드가 어떤지? 2018 년 매출 전망은?

- A**
- 11월 업데이트 이후 트래픽 및 매출액 반등하는 것 확인했으며 매출 트렌드가 연초에도 이어지고 있음
 - 4Q17 일평균 매출과 1Q18 일평균 매출 대동소이한 수준으로 보여짐
 - 주요한 콘텐츠 업데이트 및 이벤트가 있을 시 여전히 좋은 매출 반응을 보여주고 있으며 평상시 매출 low point도 안정적으로 유지되고 있음
 - 연말로 갈수록 하락은 있겠지만 현 상황에서 큰 하락 없이 게임 서비스를 유지해 나가는 것이 목표

Q '블레이드앤소울 2' 향후 출시 일정은? 해외 진출 전략은?

- A**
- 일정 지장 없이 진행 중, 이전에 발표했던 스케줄대로 진행할 수 있을 것
 - 작년 '리니지M' 출시 이후로 여러 게임들이 출시되었지만 시장에서 큰 반향을 일으키지 못했음. 플레이 패턴, BM 패턴 등이 식상하게 여겨지기 때문으로 판단
 - '블레이드앤소울2'는 차별화에 대한 고민을 많이 하고 있음. 논의 내용에 따라 출시 일정 변동될 수 있으나 이전 일정과 큰 변화 없을 것으로 예상

Q 전체적인 인건비 및 인력 규모 대비 출시 작품 수가 적은 편. 경쟁사의 경우 올해 18개 라인업 공개, 인건비는 엔씨소프트가 더 많음에도 핵심 작품을 포함한 모든 일정이 불확실한 상황. R&D 투자를 조정하거나 해서 더 많은 게임을 출시할 계획은 없는지? 블레이드앤소울 2 등 핵심 신작들의 예상 출시 일정은?

- A**
- 경쟁사의 경우 올해 라인업 18종 발표, 작년에도 비슷한 수의 게임 출시했으나 현재 의미있는 매출을 내고 있는 작품 수는 많지 않을 것
 - 많은 수의 게임을 출시하고 짧은 라이프 사이클을 가져가는 양산형 게임 출시 방식보다는 더 적은 수의 게임을 출시하더라도 더 큰 반향을 일으키고 더 오래 성과가 유지되는 게임을 출시하는 것이 낫다고 생각
 - 이전 게임의 메카닉을 그대로 따고 일부분만 변형해서 나오는 것보다는 게임 하나하나가 새로운 임팩트를 주고 시장 자체를 장악하는 것이 중요
 - '아이온템페스트'와 '리니지2M'의 경우 초반부터 새로운 경험 주기 위한 측면을 고려하여 개발 중
 - '블레이드앤소울2'의 경우 현재 나왔던 게임들 대비 차별화 요소에 대한 고민이 있음. 어느 정도 개발해 10위권 이내 순위를 목표로 한다면 상반기에 출시 가능. 그러나 그렇게 출시하는 것이 맞는지에 대한 고민이 있음
 - 인건비 대비 출시 게임 숫자가 적다는 부분에 대해서는 공감. 인건비 증가는 지난해 특별 보너스 영향이 클 것
 - 지난 2년간 순 고용자 1,000명 정도, 상당히 많은 프로젝트 진행하며 시장에서 좋은 인력 유입
 - 이제는 좋은 인력의 유입이라는 가능성도 줄어들고 있기 때문에 유입 숫자보다는 내부 인원을 효과적으로 순환시켜 인력 효율적으로 배치할 예정

Q '리니지 M' 하락에 대해 올해 점진적인 하향세를 관리하겠다는 것으로 이해하는데, 하락이 명확하게 예상되는지? 유저 수가 줄어들고 있는지, 혹은 어떤 면에서 하향 안정화가 이루어지고 있는지?

- A**
- 하락한다고 예상한 것은 아님. 지난 4분기와 이번 1분기 비교하면 큰 차이 없음
 - 지금의 유저 베이스와 매출 베이스를 유지하고 업데이트와 이벤트 등을 통해 지표 상승시키는 것이 목표
 - 2018년, 2019년 연간으로 보았을 때 지속적으로 숫자가 유지될 것이라고 단언하기 어렵기 때문에 보수적으로 언급한 것
 - 게임 지표는 안정적으로 유지되고 있는 상황

Q 양산형 게임을 많이 출시하는 것보다 출시 게임의 퀄리티를 중시하는 것은 공감. 그러나 양산형 MMORPG에 대한 불만이 높아지고 있는 상황에서 모바일 MMORPG가 어떤 발전을 기대할 수 있을지?

A

- 과거에 만들었던 PC 게임 IP의 스토리와 게임성은 통시적으로 통하는 콘텐츠
- 같은 콘텐츠를 재료로 하더라도 과거의 기술을 가지고 만들었을 때와 현재 만들었을 때를 비교하면 현재의 결과물이 훨씬 더 재미있음
- 어떤 발전을 이루어낼 수 있는지는 출시 게임을 통해 확인할 수 있을 것
- MMORPG에만 집중하고 있는 것은 아님. VR, AR 기술을 활용한 게임들도 개발하고 있음. PC로 개발되는 타이틀은 무조건 콘솔 플랫폼에도 함께 진출할 계획
- 그 외 AI 베이스 게임 등 새로운 게임 개발 중, 올해 출시될 수도 있겠지만 아직 유저 베이스가 적어 매출에 큰 기여를 기대하지는 않음
- 해외에서 통할 수 있는 새로운 장르와 플랫폼에 대해서 내부적으로 연구개발 지속하고 있음

Q 현금 배당 공시했는데 어떤 로직으로 산정된 것인지? 향후 주주환원 정책에 변화가 있을지 아니면 지금의 추세가 이어질지?

A

- 2015년 배당부터 3년째 같은 로직으로 배당 결정
- 기본적으로 한 해 동안 회사로 유입되는 Free Cash 중에서 투자부분과 유보부분 제외한 나머지 부분을 주주에게 환원, 대략 3분의 1 정도 비중
- 앞으로도 투자 수요 등 큰 변화가 있지 않는다면 현재의 로직 유지할 것

Q 배당 외에 자사주 매입 등 다른 주주환원계획이 있는지?

A

- 자사주 매입은 경영진, 이사회 등에서 종종 논의되는 내용, 주주환원계획의 일환으로 늘 검토하고 있음
- 1) 현금배당을 줄이면서 일정 수의 주식을 매년 매입할 것인지, 2) 수년 전의 사례처럼 큰 숫자로 한번에 사들일 것인지, 3) 보유 현금을 투자 대신 자사주 매입을 통해 소진할 것인지 등 크게 세 가지 방향으로 고민 중
- 당장 자사주 매입 계획이 있는 것은 아니지만 지속적으로 고려하고 있음

Q 고려 중인 M&A가 있는지? 어떤 장르를 고려 중이며 어떤 시너지를 기대하는지?

A

- 소규모의 인수합병은 지속적으로 하고 있음. 그동안은 소극적이었다고 생각하며 올해부터는 좀 더 공격적으로 투자 대상을 탐색할 계획
- 올해에는 예년보다 국내외를 막론하고 해외 개발사 중심으로 더 적극적으로 인수합병 추진할 것

엔씨소프트(036570)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	983.6	1,758.7	2,039.4	2,525.6	2,758.8
매출액증가율 (%)	17.3	78.8	16.0	23.8	9.2
매출원가	187.6	211.5	215.6	303.1	331.1
매출총이익	796.0	1,547.2	1,823.8	2,222.5	2,427.7
판매비와관리비	467.2	962.2	1,079.2	1,237.7	1,338.2
영업이익	328.8	585.0	744.7	984.8	1,089.5
영업이익률 (%)	33.4	33.3	36.5	39.0	39.5
금융수익	10.7	7.8	17.7	18.2	18.8
종속/관계기업관련손익	7.4	0.6	1.0	0.9	1.0
기타영업외손익	-0.7	25.7	-2.2	-2.5	-3.5
세전계속사업이익	346.1	609.4	754.0	994.3	1,099.1
법인세비용	74.7	165.5	173.4	218.7	241.8
당기순이익	271.4	444.0	580.6	775.5	857.3
지배주주지분 순이익	272.3	440.9	580.7	775.7	857.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112.0	505.2	618.8	803.2	872.1
당기순이익(손실)	271.4	444.0	580.6	775.5	857.3
유형자산감가상각비	26.5	27.5	26.0	22.4	41.7
무형자산상각비	5.9	2.8	1.1	1.0	0.6
운전자본의 증감	-154.4	-229.4	26.1	31.4	11.5
투자활동 현금흐름	-138.7	-95.5	-168.6	-83.0	-85.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.6	-23.9	-25.1	-26.4	-27.7
투자자산의 감소(증가)	-63.0	-31.5	-33.0	-34.7	-36.4
재무활동 현금흐름	-73.8	-21.7	-22.8	-23.9	-25.1
차입금증감	148.7	-15.3	-15.3	-15.3	-15.3
자본의증가	-9.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-103.3	252.6	228.6	370.0	384.8
기초현금	248.1	144.8	397.4	626.1	996.0
기말현금	144.8	397.4	626.1	996.0	1,380.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,191.6	1,515.8	1,977.5	2,631.8	3,363.6
현금및현금성자산	144.8	397.4	626.1	996.0	1,380.8
매출채권	158.5	190.3	228.6	274.6	299.9
재고자산	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
비유동자산	1,169.2	1,176.3	1,235.1	1,296.8	1,361.7
유형자산	224.7	184.5	193.7	203.4	161.8
무형자산	53.4	56.0	58.8	61.8	61.2
투자자산	629.1	755.6	907.5	1,090.0	1,190.6
자산총계	2,360.8	2,692.0	3,212.5	3,928.6	4,725.3
유동부채	284.4	312.8	344.1	378.5	416.3
매입채무	6.7	8.0	9.6	11.5	12.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	180.9	187.3	194.9	203.9	208.9
사채	149.7	149.8	149.8	149.8	149.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	465.3	510.5	560.2	614.9	674.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	431.7	431.7	431.7	431.7	431.7
기타포괄이익누계액	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
이익잉여금	1,543.8	1,830.0	2,301.0	2,962.6	3,699.5
비지배주주지분	10.0	11.4	13.0	17.7	22.9
자본총계	1,895.5	2,181.5	2,652.3	3,313.7	4,050.4

Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	44,852	80,181	92,957	115,118	125,748
EPS(지배주주)	12,416	20,100	26,468	35,355	39,082
CFPS	17,610	26,819	43,469	85,469	50,787
EBITDAPS	16,470	28,052	35,178	45,958	51,585
BPS	85,985	98,916	120,304	150,238	183,578
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	22.3	16.0	12.0	10.8
PCR	14.1	16.7	9.7	5.0	8.3
PSR	5.5	5.6	4.6	3.7	3.4
PBR	2.9	4.5	3.5	2.8	2.3
EBITDA	361.2	615.3	771.8	1,008.3	1,131.7
EV/EBITDA	12.7	15.3	11.2	8.2	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	21.7	24.1	26.1	23.4
EBITDA 이익률	36.7	35.0	37.8	39.9	41.0
부채비율	24.5	23.4	21.1	18.6	16.7
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	110.4	181.6	228.7	302.5	280.5
매출채권회전율(x)	8.0	10.1	9.7	10.0	9.6
재고자산회전율(x)	1,455.7	2,400.9	2,318.0	2,390.0	2,286.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 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, 윤율정)

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-20.9	-17.7	
2016.03.08	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-12.2	
2016.03.18	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.5	-12.2	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-12.2	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.7	-12.2	
2016.05.26	산업분석	Buy	300,000	김동희	-20.4	-12.2	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.5	-10.3	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.8	-8.8	
2016.08.31	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-18.9	-12.9	
2016.10.12	산업브리프	Buy	350,000	김동희	-20.2	-12.9	
2016.11.11	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-21.2	-12.9	
2016.11.23	산업분석	Buy	350,000	김동희	-22.3	-12.9	
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-23.6	-12.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	380,000	김동희	-21.9	-16.8	
2017.02.08	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-25.7	-10.4	
2017.04.14	산업브리프	Buy	450,000	김동희	-19.5	-15.9	
2017.05.12	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-18.7	-15.0	
2017.05.31	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.5	-7.6	
2017.06.22	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-16.4	-7.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.8	-7.6	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-14.5	6.3	
2017.09.20	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.1	-15.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.6	-15.1	
2017.11.10	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.2	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-19.5	-11.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-19.9	-11.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-	-	