



BUY(Maintain)

목표주가: 770,000원

주가(1/14): 610,000원

시가총액: 133,920억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/14)	2,238.88pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	614,000원
등락률	-0.7%
수익률	절대
1M	13.4%
6M	22.6%
1Y	28.3%
	상대
	9.9%
	14.3%
	20.2%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	83천주
외국인 지분율	50.9%
배당수익률(19E)	1.1%
BPS(19E)	121,653원
주요 주주	김택진 외 9인
	국민연금공단
	12.0%
	11.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,710.2	2,548.5
영업이익	585.0	614.9	508.2	997.5
EBITDA	615.0	642.8	536.5	1,022.1
세전이익	610.2	637.3	576.3	1,057.9
순이익	444.0	421.5	432.2	793.4
지배주주지분순이익	441.0	418.2	428.9	787.2
EPS(원)	20,104	19,061	19,535	35,858
증감률(% YoY)	61.9	-5.2	2.5	83.6
PER(배)	22.3	24.5	27.7	17.0
PBR(배)	3.61	4.32	4.45	4.05
EV/EBITDA(배)	13.7	14.0	19.3	11.2
영업이익률(%)	33.3	35.9	29.7	39.1
ROE(%)	19.1	16.4	17.0	26.2
순차입금비율(%)	-51.1	-51.1	-56.5	-62.4

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Preview

엔씨소프트 (036570)

성공 History는 이어진다



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,428억원(QoQ, +36.5%), 영업이익 1,703억원(QoQ, +32.1%)로 좋은 성과를 기록할 것으로 전망됩니다. 리니지2M의 매출이 높은 초기 일평균 매출을 기록하고 있고 리니지M도 안정적 성과를 유지하면서 높은 실적 개선이 나타날 것으로 기대됩니다. 리니지2M의 출시 후 성과도 안정적으로 이어지고 있어 쌍두마차를 통한 실적 드라이브가 이어질 것으로 보입니다.

>>> 4Q Preview: 형만한 아우 리니지2M, 유지되는 리니지M

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,428억원(QoQ, +36.5%), 영업이익 1,703억원(QoQ, +32.1%)로 2018년 1Q 이후 최고 실적을 기록할 것으로 전망된다. 리니지2M이 11/27일 출시 이후 일평균 40억원대의 매출을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 이는 리니지M의 뒤를 이은 역대 2위 수준의 매출이다. 긍정적인 것은 리니지2M 출시 이후 동시접속자 수가 지속적으로 증가하고 있어 매출의 급격한 변동은 낮을 가능성이 높다. 이는 매출의 하향 안정화 속도가 리니지M과 같이 매우 천천히 이루어진다는 것을 의미한다. 리니지M도 리니지2M의 출시에 거의 영향을 받지 않은 것으로 추정된다. 리니지M의 트래픽도 안정적인 흐름을 이어가고 있으며 연말 성수기 효과에 따른 소폭의 매출 상승도 기대해 볼만 하다. PC는 큰 변동이 없을 것으로 전망된다.

>>> 대표작 성공 History는 이어진다

이번 리니지2M의 성과는 엔씨소프트라는 브랜드의 힘을 여실히 보여준 결과이다. 역대급 사전예약자 수부터 시작해서 매출에 이르기까지 PC시절부터 모바일까지 대표작으로 출시되는 엔씨표 MMORPG의 성과는 이제 확실히 각인 되었다고 봐도 무방하다.

이제 관전 포인트는 리니지2M의 유지력과 신작 및 해외출시의 일정이다. 리니지2M은 조만간 1차 콘텐츠 업데이트를 준비하고 있다. 리니지M의 경우처럼 초기 분기단위의 콘텐츠 업데이트와 1주년 대규모 업데이트가 이어질 것으로 전망된다. 이를 통한 매출의 하향안정화 속도가 상반기의 주가를 좌우할 것으로 전망된다. 하반기는 리니지2M의 글로벌진출, 신작(블소2 or 아이온2)의 출시가 예상됨에 따라 기대치가 확대될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 770,000원 상향

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 770,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상EPS에 21.5배를 적용하여 산출하였다. 모멘텀이 하반기에 다수 몰려있지만 상반기는 뛰어난 이익흐름으로 인하여 큰 부침은 없을 것으로 전망된다. 작년과 같은 안정적인 주가 상승흐름을 기대한다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	359	411	398	543	666	651	602	630	1,715	1,710	2,548
게임 매출액	301	359	354	500	619	607	565	594	1,434	1,514	2,385
리니지	21	50	52	51	42	55	57	37	150	174	190
리니지 2	22	21	23	24	15	18	20	24	64	89	76
아이온	12	12	13	12	12	12	13	12	63	50	49
블레이드앤소울	23	21	21	23	21	19	19	20	120	88	78
길드워 2(확장팩)	16	16	15	17	16	15	15	17	80	65	63
기타(모바일, 신작)	207	239	229	374	514	488	442	485	957	1,048	1,928
로열티 매출액	57	52	44	43	48	43	37	36	282	196	164
영업비용	279	281	269	372	409	384	356	402	1,100	1,202	1,551
인건비	143	126	116	149	162	142	131	168	536	534	603
매출변동비	65	77	73	126	160	156	145	151	307	341	612
마케팅비	19	24	23	42	30	29	27	28	58	108	113
감가상각비	12	13	13	12	12	13	13	12	49	51	51
기타	40	41	44	45	45	44	41	42	149	168	172
영업이익	80	129	129	170	258	266	246	228	615	508	998
영업이익률	22%	32%	32%	31%	39%	41%	41%	36%	36%	30%	39%
YOY											
매출액	-24%	-6%	-1%	36%	86%	58.4%	51%	16%	-2.5%	-0.3%	49%
영업비용	3%	2%	2%	30%	46%	36.6%	32%	8%	-6.3%	9.3%	29%
영업이익	-61%	-19%	-7%	51%	224%	105.6%	91%	34%	5.1%	-17.4%	96%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
블소 S	Mobile	MMORPG	해외 선출시, 2020년
프로젝트 TL	PC/Consol	MMORPG	2020년 상반기 CBT
블소 2	Mobile	MMORPG	2020년 하반기~
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 M	Mobile	MMORPG	미정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,710.2	2,548.5	2,754.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,710.2	2,548.5	2,754.0
판관비	1,173.7	1,100.2	1,202.0	1,551.0	1,670.7
영업이익	585.0	614.9	508.2	997.5	1,083.3
EBITDA	615.0	642.8	536.5	1,022.1	1,104.7
영업외손익	25.2	22.4	68.1	60.4	76.6
이자수익	19.0	29.3	35.8	48.1	63.4
이자비용	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
외환관련이익	8.6	28.0	28.0	28.0	28.0
외환관련손실	26.0	12.0	12.0	12.0	12.0
증속 및 관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	28.5	-17.2	22.0	2.0	2.9
법인세차감전이익	610.2	637.3	576.3	1,057.9	1,159.9
법인세비용	166.2	215.9	144.1	264.5	290.0
계속사업순손익	444.0	421.5	432.2	793.4	870.0
당기순이익	444.0	421.5	432.2	793.4	870.0
지배주주순이익	441.0	418.2	428.9	787.2	863.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	78.8	-2.5	-0.3	49.0	8.1
영업이익 증감율	77.9	5.1	-17.4	96.3	8.6
EBITDA 증감율	70.3	4.5	-16.5	90.5	8.1
지배주주순이익 증감율	62.0	-5.2	2.6	83.5	9.7
EPS 증감율	61.9	-5.2	2.5	83.6	9.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	33.3	35.9	29.7	39.1	39.3
EBITDA Margin(%)	35.0	37.5	31.4	40.1	40.1
지배주주순이익률(%)	25.1	24.4	25.1	30.9	31.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	429.2	699.6	839.1
당기순이익	444.0	421.5	432.2	793.4	870.0
비현금항목의 가감	185.3	232.6	105.1	209.5	216.6
유형자산감가상각비	26.9	25.5	25.7	22.2	19.3
무형자산감가상각비	3.1	2.4	2.6	2.3	2.1
지분법평가손익	-8.7	-13.5	0.0	0.0	0.0
기타	164.0	218.2	76.8	185.0	195.2
영업활동자산부채증감	10.8	-55.5	-8.6	-95.8	-29.6
매출채권및기타채권의감소	-41.6	45.3	0.5	-87.5	-21.4
재고자산의감소	0.1	-0.5	0.0	-0.5	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-4.1	-0.6	-8.2	-7.0	-7.2
기타	56.4	-99.7	-0.9	-0.8	-0.9
기타현금흐름	-44.9	-245.8	-99.5	-207.5	-217.9
투자활동 현금흐름	-459.6	68.3	-47.1	-47.6	-48.0
유형자산의 취득	-28.8	-26.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.7	-4.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-713.9	385.5	-23.4	-23.4	-23.4
단기금융자산의감소(증가)	-517.5	172.3	-23.7	-24.2	-24.7
기타	803.7	-459.7	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	-13.4	1.5	21.5	21.5	21.5
현금 및 현금성자산의 순증가	42.4	-1.7	279.1	548.8	687.8
기초현금 및 현금성자산	144.8	187.3	185.6	464.7	1,013.5
기말현금 및 현금성자산	187.3	185.6	464.7	1,013.5	1,701.4

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	1,879.6	2,541.2	3,276.1
현금 및 현금성자산	187.3	185.6	464.8	1,013.5	1,701.4
단기금융자산	1,357.0	1,184.6	1,208.3	1,232.5	1,257.2
매출채권 및 기타채권	203.5	179.0	178.4	265.9	287.3
재고자산	0.5	1.0	1.0	1.5	1.6
기타유동자산	24.4	26.2	27.1	27.8	28.6
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,360.0	1,358.8	1,360.8
투자자산	1,335.4	949.9	973.3	996.7	1,020.1
유형자산	229.1	233.9	208.2	186.0	166.7
무형자산	52.4	54.4	51.8	49.4	47.3
기타비유동자산	136.9	126.7	126.7	126.7	126.7
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,239.6	3,900.0	4,636.9
유동부채	455.8	473.1	464.8	457.8	450.6
매입채무 및 기타채무	219.7	166.3	158.0	151.0	143.8
단기금융부채	0.0	155.1	155.1	155.1	155.1
기타유동부채	236.1	151.7	151.7	151.7	151.7
비유동부채	341.5	89.2	89.2	89.2	89.2
장기금융부채	149.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	191.7	89.2	89.2	89.2	89.2
부채총계	797.3	562.3	554.1	547.1	539.8
자자지분	2,721.2	2,367.7	2,670.8	3,332.2	4,069.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타자본	-153.6	-428.2	-428.2	-428.2	-428.2
기타포괄손익누계액	525.3	188.5	187.3	186.2	185.0
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,468.0	3,130.6	3,869.1
비지배지분	8.0	11.3	14.6	20.8	27.6
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,685.4	3,353.0	4,097.1

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	19,535	35,858	39,318
BPS	124,037	107,923	121,653	151,780	185,366
CFPS	28,692	29,813	24,474	45,683	49,491
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
주가배수(배)					
PER	22.3	24.5	27.7	17.1	15.6
PER(최고)	24.6	27.1	28.8		
PER(최저)	12.0	17.3	21.7		
PBR	3.61	4.32	4.45	4.05	3.31
PBR(최고)	3.99	4.79	4.63		
PBR(최저)	1.94	3.06	3.49		
PSR	5.58	5.97	6.94	5.29	4.89
PCFR	15.6	15.6	22.1	13.4	12.4
EV/EBITDA	13.7	14.0	19.3	11.2	9.7
주요비율(%)					
배당성향%,보통주,현금	34.8	29.6	28.8	15.7	14.3
배당수익률%,보통주,현금	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0
ROA	15.1	13.0	14.0	22.2	20.4
ROE	19.1	16.4	17.0	26.2	23.3
ROIC	369.4	200.5	197.3	341.8	314.2
매출채권회전율	9.5	9.0	9.6	11.5	10.0
재고자산회전율	2,983.9	2,260.8	1,705.7	2,044.4	1,774.3
부채비율	29.2	23.6	20.6	16.3	13.2
순차입금비율	-51.1	-51.1	-56.5	-62.4	-68.4
이자보상배율	179.6	184.7	152.6	299.5	325.3
총차입금	149.8	155.1	155.1	155.1	155.1
순차입금	-1,394.4	-1,215.2	-1,518.1	-2,091.0	-2,803.5
NOPLAT	615.0	642.8	536.5	1,022.1	1,104.7
FCF	604.7	237.9	400.8	676.9	804.2

Compliance Notice

- 당사는 1월 14일 현재 '엔씨소프트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

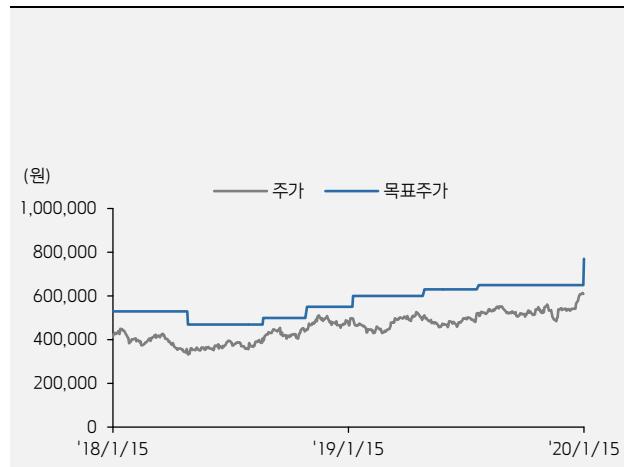
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-17.99	-15.19	
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.99	-15.19	
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-23.13	-15.19	
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-25.02	-15.19	
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-25.98	-23.19	
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-23.14	-17.55	
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.85	-15.96	
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.23	-13.62	
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.30	-9.00	
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-12.49	-6.91	
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-21.95	-17.33	
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-23.83	-17.33	
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-20.81	-12.33	
	2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.98	-18.89	
	2019/06/12	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.31	-17.46	
	2019/08/05	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-18.03	-15.08	
	2019/09/23	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-18.86	-15.08	
	2019/11/15	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-17.89	-5.54	
	2020/01/15	BUY(Maintain)	770,000	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%