



BUY(Maintain)

목표주가: 820,000원

주가(2/12): 650,000원

시가총액: 172,701억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/12)	2,238.38pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	672,000원
등락률	-3.3%
수익률	절대
1M	6.9%
6M	24.0%
1Y	50.1%
	상대
	5.4%
	7.6%
	47.6%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	90천주
외국인 지분율	51.8%
배당수익률(19E)	1.0%
BPS(19E)	119,284원
주요 주주	김택진 외 9인
	국민연금공단
	12.0%
	11.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,769.8
영업이익	585.0	614.9	478.8	1,079.5
EBITDA	615.0	642.8	509.6	1,124.7
세전이익	610.2	637.3	498.6	1,119.1
순이익	444.0	421.5	360.5	839.3
지배주주지분순이익	441.0	418.2	359.8	837.6
EPS(원)	20.104	19.061	16.387	38.154
증감률(% YoY)	61.9	-5.2	-14.0	132.8
PER(배)	22.3	24.5	33.0	17.0
PBR(배)	3.61	4.32	4.54	4.32
EV/EBITDA(배)	13.7	14.0	20.5	11.0
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.1	39.0
ROE(%)	19.1	16.4	14.4	28.3
순차입금비율(%)	-51.1	-51.1	-54.3	-59.0

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엔씨소프트 (036570)

견인차 역할을 할 리니지2M



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,338억원(QoQ, +34.2%), 영업이익 1,412억원(QoQ, +9.5%)로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 다만, 이는 리니지2M의 회계적 매출인식 변경으로 매출이연이 발생했기 때문입니다. 이에 따라 1Q부터는 당초 예상 수준의 실적을 달성할 것으로 기대됩니다. 신작 출시 일정이 갑갑지는 않지만 리니지2M의 견조한 매출 수준이 예상됨에 따라 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 기대됩니다.

>>> 4Q Review: 회계기준 변경+인센티브 선반영

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,338억원(QoQ, +34.2%), 영업이익 1,412억원(QoQ, +9.5%)로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록하였다. 회계기준 변경으로 리니지2M의 매출이 판매가 기준 20%수준이 다음 분기로 이연되었다. 그러한 점을 감안하면 리니지2M의 4Q 일매출은 약 50.5억원을 기록한 것으로 추정된다. 비용에서는 높은 마케팅비용 등이 예상과 비슷하였으나 인건비 수준이 예상을 뛰어넘어 1,700억원을 기록하였다. 인건비의 경우 실제 4Q에 지급되는 것보다는 3월에 지급될 인센티브를 실적성과 전망에 따라 회계적으로 선반영하면서 높은 인건비를 기록하였다.

>>> 기대되는 리니지2M의 온기반영 실적

회계처리방식에 따른 매출이 이연이 발생했을 뿐 리니지2M과 리니지M의 성과는 기대를 충분히 충족시키는 성과를 달성하였다. 특히 실적발표에서 리니지2M의 DAU 및 동시접속자 수가 지속적으로 상승하고 있다고 언급한 점도 긍정적이었다. 출시 신규유저가 계속 늘어남에 따라 기존 MMORPG들의 매출추이와 다르게 첫 달 성과대비 완만한 하락세를 보이고 있다고 밝혔다. 이것은 1Q성과에 대한 기대를 확대시킬 수 있으며 향후 업데이트를 통한 매출 안정성 확보가 용이해진다는 것을 의미한다.

하반기 리니지2M의 글로벌 지역 진출과 더불어 신작(블소2 or 아이온2)의 출시가 가능하다는 점에서 하반기에 다가갈수록 관련된 기대감은 더 확대될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 820,000원 상향

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 820,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상EPS에 21.5배를 적용하여 산출하였다. 리니지2M의 매출 하락세가 매우 완만하다는 점을 반영하여 기존 대비 실적 추정치를 상향조정하였다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	359	411	398	534	717	701	646	706	1,715	1,701	2,770
게임 매출액	301	359	354	490	673	658	609	666	1,434	1,504	2,606
리니지	21	50	52	51	41	43	45	52	150	174	181
리니지 2	22	21	23	28	22	23	25	31	64	94	102
아이온	12	12	13	8	9	11	11	9	63	46	39
블레이드앤소울	23	21	21	18	19	18	19	17	120	84	73
길드워 2(확장팩)	16	16	15	11	12	13	13	11	80	59	50
기타(모바일, 신작)	207	239	229	373	569	549	497	546	957	1,047	2,161
로열티 매출액	57	52	44	44	44	43	37	41	282	198	164
영업비용	279	281	269	393	416	423	380	471	1,100	1,222	1,690
인건비	143	126	116	170	145	157	133	201	536	555	636
매출변동비	65	77	73	116	178	174	161	176	307	332	689
마케팅비	19	24	23	41	29	29	26	29	58	107	113
감가상각비	12	13	13	14	14	15	15	17	52	62	62
기타	40	41	44	51	49	48	45	49	147	166	191
영업이익	80	129	129	141	301	277	266	235	615	479	1,080
영업이익률	22%	32%	32%	26%	42%	40%	41%	33%	36%	28%	39%
YOY											
매출액	-24%	-6%	-1%	34%	100%	71%	62%	32%	-2%	-1%	63%
영업비용	3%	2%	2%	37%	49%	50%	41%	20%	-6%	11%	38%
영업이익	-61%	-19%	-7%	25%	278%	114%	107%	67%	5%	-22%	125%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2020년 하반기, 글로벌 지역
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	1,701.2	2,769.8	3,085.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,769.8	3,085.9
판관비	1,173.7	1,100.2	1,222.4	1,690.3	1,807.8
영업이익	585.0	614.9	478.8	1,079.5	1,278.1
EBITDA	615.0	642.8	509.6	1,124.7	1,317.0
영업외손익	25.2	22.4	19.8	39.6	57.7
이자수익	19.0	29.3	40.9	52.2	69.3
이자비용	3.3	3.3	24.0	14.4	14.4
외환관련이익	8.6	28.0	38.0	38.0	38.0
외환관련손실	26.0	12.0	16.0	16.0	16.0
증속 및 관계기업손익	-1.6	-2.4	-19.3	-19.3	-19.3
기타	28.5	-17.2	0.2	-0.9	0.1
법인세차감전이익	610.2	637.3	498.6	1,119.1	1,335.8
법인세비용	166.2	215.9	138.1	279.8	334.0
계속사업순손익	444.0	421.5	360.5	839.3	1,001.9
당기순이익	444.0	421.5	360.5	839.3	1,001.9
지배주주순이익	441.0	418.2	359.8	837.6	999.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	78.8	-2.5	-0.8	62.8	11.4
영업이익 증감율	77.9	5.1	-22.1	125.5	18.4
EBITDA 증감율	70.3	4.5	-20.7	120.7	17.1
지배주주순이익 증감율	62.0	-5.2	-14.0	132.8	19.4
EPS 증감율	61.9	-5.2	-14.0	132.8	19.4
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.1	39.0	41.4
EBITDA Margin(%)	35.0	37.5	30.0	40.6	42.7
지배주주순이익률(%)	25.1	24.4	21.1	30.2	32.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	252.0	637.2	956.0
당기순이익	444.0	421.5	360.5	839.3	1,001.9
비현금항목의 가감	185.3	232.6	117.3	252.4	283.2
유형자산감가상각비	26.9	25.5	25.7	41.1	35.6
무형자산감가상각비	3.1	2.4	5.2	4.1	3.2
지분법평가손익	-8.7	-13.5	0.0	0.0	0.0
기타	164.0	218.2	86.4	207.2	244.4
영업활동자산부채증감	10.8	-55.5	-116.6	-224.6	-62.1
매출채권및기타채권의감소	-41.6	45.3	-79.6	-162.4	-48.0
재고자산의감소	0.1	-0.5	0.0	-0.6	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-4.1	-0.6	-16.5	-13.8	-13.0
기타	56.4	-99.7	-20.5	-47.8	-0.9
기타현금흐름	-44.9	-245.8	-109.2	-229.9	-267.0
투자활동 현금흐름	-459.6	68.3	-78.0	-182.6	-201.7
유형자산의 취득	-28.8	-26.7	-142.0	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	206.2	-23.4	-23.4
단기금융자산의감소(증가)	-517.5	172.3	-142.2	-159.2	-178.3
기타	803.7	-459.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	125.4	-107.6	-154.6
차입금의 증가(감소)	0.0	5.0	250.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-274.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-81.1	-154.7	-124.6	-107.6	-154.6
기타	1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-13.4	1.5	96.5	21.5	21.5
현금 및 현금성자산의 순증가	42.4	-1.7	396.0	368.5	621.2
기초현금 및 현금성자산	144.8	187.3	185.6	581.6	950.1
기말현금 및 현금성자산	187.3	185.6	581.6	950.1	1,571.3

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,194.9	2,886.5	3,735.1
현금 및 현금성자산	187.3	185.6	581.6	950.1	1,571.3
단기금융자산	1,357.0	1,184.6	1,326.8	1,486.0	1,664.3
매출채권 및 기타채권	203.5	179.0	258.6	421.0	469.1
재고자산	0.5	1.0	1.0	1.6	1.8
기타유동자산	24.4	26.2	26.9	27.8	28.6
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,269.9	1,248.1	1,232.6
투자자산	1,335.4	949.9	743.8	767.2	790.6
유형자산	229.1	233.9	350.2	309.1	273.5
무형자산	52.4	54.4	49.2	45.1	41.9
기타비유동자산	136.9	126.7	126.7	126.7	126.6
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,464.8	4,134.6	4,967.8
유동부채	455.8	473.1	449.8	436.1	423.0
매입채무 및 기타채무	219.7	166.3	149.8	136.0	123.0
단기금융부채	0.0	155.1	155.1	155.1	155.1
기타유동부채	236.1	151.7	144.9	145.0	144.9
비유동부채	341.5	89.2	384.2	384.2	384.2
장기금융부채	149.8	0.0	325.0	325.0	325.0
기타비유동부채	191.7	89.2	59.2	59.2	59.2
부채총계	797.3	562.3	834.1	820.3	807.2
자자지분	2,721.2	2,367.7	2,618.8	3,300.7	4,144.9
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	2,416.0	3,099.1	3,944.4
비지배지분	8.0	11.3	12.0	13.7	15.7
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,630.7	3,314.4	4,160.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

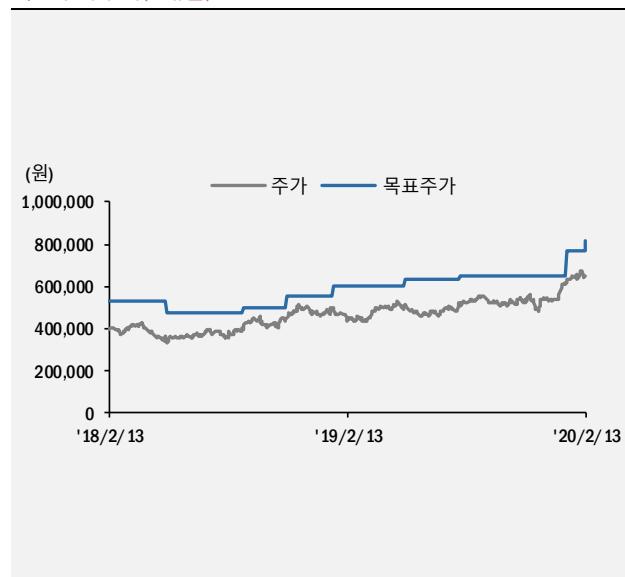
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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			과리율
				평균	최고	주가대비	
엔씨소프트 (036570)	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-24.45	-19.43	
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-26.78	-19.43	
	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	-16.18	-12.73	
	2020/02/13	BUY(Maintain)	820,000	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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%