



하나금융그룹

2020년 2월 13일 | Equity Research

# 엔씨소프트 (036570)

## 함포고복(含哺鼓腹)

### 드러난 숫자보다 좋았던 4분기 실적

엔씨소프트의 4분기 실적은 예상을 하회했으나, 이슈가 있었다는 점에서 질적인 성과는 양호했다고 판단된다. 매출은 “리니지2M”의 매출에 힘입어 5,338억원을 기록하며 전분기대비 34.2%, 전년동기대비 33.6% 증가했다. 예상치에 근접한 수준이다. 중요한 부분은 “리니지2M”의 매출이 회계인식 방법 변경(아이템별 기간인식)으로 약 20% 매출이 다음 분기로 이연되었다는 점이다. 과거 회계기준으로 고려하면 예상을 상회하는 수준의 매출을 기록했다는 것이다. 비용부문에서는 “리니지2M” 흥행에 따른 특별상여금 지급과 인센티브 선반영으로 인건비가 크게 증가하며 영업이익이 예상을 하회했다. 그러나, 과거 “리니지M”이 2017년 2분기 말 출시되고 흥행에 성공한 이후 3분기, 4분기 인건비가 2분기대비 각각 37%, 42% 증가했다는 점을 고려할 때 인건비는 1분기까지 증가된 수준으로 이어지고 2분기부터는 감소할 전망이라는 점에서 우려할 필요는 없어 보인다.

### “리니지” 브라더스 흥행 지속될 것

“리니지2M”的 흥행도 흥행이지만, 더욱 긍정적인 부분은 “리니지1”, “리니지2”, “리니지M”的 매출도 견조했다는 점이다. 특히, “리니지M”的 경우 시장이 우려했던 Cannibalization 없이 오히려 매출 증가를 기록했다는 점이 매우 고무적이다. “리니지2M”的 트래픽 지표가 2월에도 견조하게 이어지고 있다는 점에서 실적성장은 지속될 전망이다. 또한, “리니지M” 대비 “리니지2M”的 매출기울기가 상대적으로 더욱 길게 유지될 것으로 예상된다는 점도 긍정적이다. 상대적으로 해비유저들로 구성된 “리니지M”과는 달리 “리니지2M”的 경우 유저 친화적인 과금정책과 혜택을 바탕으로 라이트유저들까지 확보하고 있어 유저기반이 유지될 가능성이 높기 때문이다. 참고로, 1분기 “리니지2M”的 매출은 전분기 대비 150% 증가한 3,600억원을 기록할 수 있을 것으로 추정하고 있으며 일매출 기준으로는 약 40억원 수준으로 예상하고 있다.

### 2020년 해외도 있고 후속작도 있고

“리니지2M”的 흥행에 기반한 실적개선이 이어질 것이라는 점 외에도 2020년을 바라보는 우호적인 투자심리는 지속될 전망이다. 안정적인 국내매출흐름 외에도 “리니지2M”的 해외진출, “아이온2”, “블레이드앤소울” 모바일 시리즈 등의 후속작이 대기하고 있어 펀더멘털개선 흐름을 이어갈 수 있을 것으로 기대하기 때문이다. 해외진출의 경우 과거 “리니지2 레볼루션”的 소기의 성과를 거둔 바가 있고 일본, 대만 등의 “리니지2” 유저기반이 풍부하다는 점에서 가시적인 성과가 예상되고, 후속작 역시 개발 프로세스가 상당부분 진척되어 있어 출시시점에 구애받지 않을 정도라는 점도 긍정적이다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 740,000원 | CP(2월 12일): 650,000원

#### Key Data

		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,238.38		
52주 최고/최저(원)	672,000/430,500	1,701.0	2,535.4
시가총액(십억원)	14,270.1	519.3	1,031.0
시가총액비중(%)	1.18	443.4	810.3
발행주식수(천주)	21,954.0	EPS(원)	20,187 36,796
60일 평균 거래량(천주)	89.8	BPS(원)	129,066 161,153
60일 평균 거래대금(십억원)	50.8		
19년 배당금(예상,원)	6,050		
19년 배당수익률(예상,%)	1.12		
외국인지분율(%)	51.85		
주요주주 지분율(%)			
김택진 외 9 인	12.00		
국민연금공단	11.45		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.9 24.0 49.9		
상대	5.4 7.6 46.7		

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,824.1	3,139.6
영업이익	십억원	585.0	614.9	479.0	1,139.9	1,262.9
세전이익	십억원	610.2	637.3	496.3	1,159.9	1,262.9
순이익	십억원	441.0	418.2	358.0	877.2	955.1
EPS	원	20,104	19,061	16,311	39,955	43,502
증감률	%	61.9	(5.2)	(14.4)	145.0	8.9
PER	배	22.26	24.47	33.17	16.27	14.94
PBR	배	3.41	3.66	4.03	3.86	3.15
EV/EBITDA	배	13.71	15.52	20.80	11.09	9.45
ROE	%	19.14	16.44	14.66	30.32	25.92
BPS	원	131,144	127,548	134,248	168,524	206,348
DPS	원	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

하나금융투자

20% 매출이연에도 불구하고  
“리니지2M”을 포함한 모바일게임매출  
견조한 수준 기록

표 1. 엔씨소프트의 4분기 잠정실적

(단위:백만원)

	4Q18	3Q19	4Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	추정치	차이
<b>총매출액</b>	<b>399,655</b>	<b>397,809</b>	<b>533,834</b>	<b>34.2</b>	<b>33.6</b>	<b>540,536</b>	<b>(1.2)</b>
게임매출액	346,253	353,585	489,519	38.4	41.4	497,965	(1.7)
리니지1	39,045	51,829	51,413	(0.8)	31.7	49,238	4.4
리니지2	20,678	23,033	27,785	20.6	34.4	26,488	4.9
길드워2	15,699	15,138	11,331	(25.1)	(27.8)	14,532	(22.0)
아이온	12,667	13,224	8,064	(39.0)	(36.3)	12,563	(35.8)
블레이드앤소울	24,993	21,486	17,998	(16.2)	(28.0)	22,560	(20.2)
모바일	222,793	213,323	362,865	70.1	62.9	357,032	1.6
기타	10,378	15,552	10,063	(35.3)	(3.0)	15,552	(35.3)
로열티	<b>53,402</b>	<b>44,224</b>	<b>44,315</b>	<b>0.2</b>	<b>(17.0)</b>	<b>42,571</b>	<b>4.1</b>
영업비용	<b>287,083</b>	<b>268,896</b>	<b>392,676</b>	<b>46.0</b>	<b>36.8</b>	<b>347,929</b>	<b>12.9</b>
인건비	135,651	116,146	169,913	46.3	25.3	127,307	33.5
감가상각비	6,863	12,747	14,266	11.9	107.9	13,129	8.7
매출변동비	76,851	73,094	116,231	59.0	51.2	117,818	(1.3)
마케팅비	15,894	22,766	41,291	81.4	159.8	44,858	(8.0)
기타	51,823	44,143	50,975	15.5	(1.6)	44,817	13.7
영업이익	<b>112,573</b>	<b>128,913</b>	<b>141,158</b>	<b>9.5</b>	<b>25.4</b>	<b>192,607</b>	<b>(26.7)</b>
이익률(%)	28.2	32.4	26.4			35.6	
순이익	<b>67,633</b>	<b>113,604</b>	<b>54,156</b>	<b>(52.3)</b>	<b>(19.9)</b>	<b>156,053</b>	<b>(65.3)</b>
이익률(%)	16.9	28.6	10.1			28.9	

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 2. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2018	2019P	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
<b>총매출액</b>	<b>1,715,116</b>	<b>1,701,185</b>	<b>2,824,078</b>	<b>358,756</b>	<b>410,786</b>	<b>397,809</b>	<b>533,834</b>	<b>707,105</b>	<b>659,757</b>	<b>685,104</b>	<b>772,113</b>
성장률(%)	(2.5)	(0.8)	66.0	(10.2)	14.5	(3.2)	34.2	32.5	(6.7)	3.8	12.7
게임매출액	<b>1,433,563</b>	<b>1,503,677</b>	<b>2,656,682</b>	<b>301,345</b>	<b>359,228</b>	<b>353,585</b>	<b>489,519</b>	<b>663,752</b>	<b>618,137</b>	<b>643,470</b>	<b>731,322</b>
리니지1	149,705	174,070	188,165	20,719	50,109	51,829	51,413	48,842	48,842	46,400	44,080
리니지2	63,886	93,589	106,705	21,558	21,213	23,033	27,785	26,396	26,396	25,076	28,837
길드워2	80,163	58,688	41,470	16,337	15,882	15,138	11,331	10,764	10,764	10,226	9,715
아이온	63,413	46,002	29,513	12,323	12,391	13,224	8,064	7,661	7,661	7,278	6,914
블레이드앤소울	119,632	83,858	65,875	23,267	21,107	21,486	17,998	17,361	16,746	16,162	15,607
모바일	913,298	998,791	2,184,700	198,775	223,828	213,323	362,865	542,665	497,665	528,265	616,105
기타	43,466	48,679	40,253	8,366	14,698	15,552	10,063	10,063	10,063	10,063	10,063
로열티	<b>281,553</b>	<b>197,508</b>	<b>167,397</b>	<b>57,411</b>	<b>51,558</b>	<b>44,224</b>	<b>44,315</b>	<b>43,353</b>	<b>41,620</b>	<b>41,633</b>	<b>40,791</b>
영업비용	<b>1,100,186</b>	<b>1,222,193</b>	<b>1,684,153</b>	<b>279,242</b>	<b>281,379</b>	<b>268,896</b>	<b>392,676</b>	<b>440,015</b>	<b>385,673</b>	<b>400,396</b>	<b>458,068</b>
인건비	536,429	555,075	562,740	143,194	125,822	116,146	169,913	161,112	127,168	128,439	146,021
감가상각비	27,651	51,969	60,112	11,982	12,974	12,747	14,266	14,694	14,694	15,135	15,589
매출변동비	306,850	331,850	689,366	65,336	77,189	73,094	116,231	171,284	157,272	166,736	194,073
마케팅비	58,151	107,274	132,834	18,987	24,230	22,766	41,291	33,188	30,907	32,174	36,566
기타	171,105	176,025	239,101	39,743	41,164	44,143	50,975	59,738	55,632	57,912	65,819
영업이익	<b>614,929</b>	<b>478,992</b>	<b>1,139,925</b>	<b>79,514</b>	<b>129,407</b>	<b>128,913</b>	<b>141,158</b>	<b>267,090</b>	<b>274,084</b>	<b>284,707</b>	<b>314,045</b>
성장률(%)	5.1	(22.1)	138.0	(29.4)	62.7	(0.4)	9.5	89.2	94.2	3.9	10.3
이익률(%)	35.9	28.2	40.4	22.2	31.5	32.4	26.4	37.8	41.5	41.6	40.7
순이익	<b>421,468</b>	<b>359,314</b>	<b>879,223</b>	<b>74,697</b>	<b>116,857</b>	<b>113,604</b>	<b>54,156</b>	<b>206,244</b>	<b>211,545</b>	<b>219,598</b>	<b>241,836</b>
이익률(%)	24.6	21.1	31.1	20.8	28.4	28.6	10.1	29.2	32.7	32.1	31.3

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

**엔씨소프트 Conference Call 내용****■ 연결기준 실적****1. 실적요약**

- 매출액 : 5,338억원(+34%QoQ, +34%YoY)
- 영업이익 : 1,412억원(+9%QoQ, +25%YoY)
- 세전이익 : 978억원(-36%QoQ, -8%YoY)
- 순이익 : 542억원(-52%QoQ, -20%YoY)

**2-1. 매출구성(게임별)**

- 모바일 게임: 3,629억원(+70%QoQ, +63%YoY),
  - : 리니지2M 매출 인식 방법 변경으로 판매 금액 20% 다음분기로 이연, 리니지2M 다른 게임에 영향 주지 않았음
  - : DAU, PCU 등 기대이상 고객지표 보이고 있어, 20년에도 좋은 모습 보일 수 있을 것
  - : 리니지M은 4번째 업데이트 이후 매출 및 트래픽 증가, 20년에도 꾸준한 실적 유지할 것을 목적으로 하고 있음

**□ PC온라인 게임 5종 1,166억원(-7%QoQ, +3%YoY)**

- 리니지 : 514억원(-0.8%QoQ, +32%YY)
- 리니지2 : 278억원(+21%QoQ, +34%YoY)

**2-2 매출구성(지역별)**

- 4분기 로열티 매출: 443억원(+0.2%QoQ)
- 한국 4,480억원 / 북미유럽 177억원 / 일본 154억원 / 대만 85억원

**3. 비용구성**

- 영업비용 : 3,927억원(+46%QoQ, +37%YoY)
  - : 인건비 1,699억원(+46%QoQ, +25%YoY), L2M 특별 상여금 지급 및 인센티브 회계 선반영
  - : 마케팅비 413억원(+81%QoQ, +160%YoY), 신규게임 출시 및 각 게임별 대규모 광고 집행 영향

**4. 마무리 발언**

- 아이온2, 블소2와 같은 신작 개발 통해 지속 성장하는 모습 보여줄 것
- 올해 L2M을 해외진출 시작할 것. 국내 성공을 해외에서 이를 수 있도록 노력할 것
- 향후 3년간 당기순이익의 30%를 배당으로 지급할 것
- 2020년 국내 흥행, 해외 진출, 신작출시로 더 좋은 모습 보일 것

## ■ Q&A

### 1. 판매액 기준으로 L2M과 리니지M 비교,

- 매출 인식 변경은 L2M 출시로 모바일 게임 비중 증가에 따른 아이템 사용 매출을 더 잘 반영하기 위함
- L2M이 회계변경 효과가 가장 큼(20% 수준), 다른 게임 영향 미미, 1분기부터는 상쇄되며 효과 적어질 것

### 2. L2M 트래픽 추이 및 4분기 판매액 대비 1분기 추이

- L2M 트래픽은 리니지M과 차이가 있어 내부 공부 중
- 리니지M은 트래픽이 초기에 매우 높고 급격하게 빠진 후 안정화
- L2M은 DAU, 최고 동시 접속자 수 등이 출시 이후 지속적으로 상승하는 모습
- 매출은 리니지M은 초기 높은 매출 대비 빠르게 빠진 후 안정화, L2M은 매출 안정화 매우 완만한 모습, 신규 유저 유입과 과금이 영향 주는 것으로 판단

### 3. 신작 출시 스케줄

- 신작 출시 관련해서는 개발 일정에 따른 것보다는 시장 및 내부 상황 판단해서 전략적으로 결정할 것
- 아직 결정하지 않아서 공유하기 어려움, 적당한 상황만 주어지면 언제든 내보낼 수 있는 준비단계

### 4. L2M 이용자 유입 배경

- 모바일, 퍼플 플랫폼 구분 어려우나, 내부적 회사의 PC, 모바일 게임 볼 때 내부적 카니발 없는 상황
- 기존 총이나 아니면 새로운 젊은 층 유입있었던 것으로 보이며, MMO 안했던 사람이 많이 유입된 것으로 판단
- 비슷한 장르의 중소형 게임에서도 유입된 것으로 판단되나, PC, 모바일 어느쪽에서 유입됐는지 판단 어려움

### 5. L2M 인센티브 지급 진행 상황

- 4분기 실제 지급이 아닌 회계적 선반영, 성과연도가 3월말에 끝나며, 성과에 따라 성과금 반영 중
- L2M 런칭 후 성과가 좋아 일시적 크게 반영됨. 1Q에도 성과 연동된 인건비 증가 있겠지만, 4Q 수준 아님
- 연간 L2M 성과지급은 리니지M과 같은 정책 유지 중. 하지만, 성과 나와야 확정치 알 수 있음

### 6. 퍼플 이용하는 L2M 이용자 비율, 기존 플레이어보다 높은 지불 의사가 있는지

- 순수 모바일 및 퍼플을 구분해서 공유하기 어려움, 플랫폼간 유의미한 차이는 없는 것으로 보임
- 이동 중이 아닌 상황에서는 퍼플을 더 많이 사용하는 것으로 나타남

### 7. 매출이연 관련해서 변동비(수수료)도 같이 이연되는지

- 해당하는 매출연동비도 같이 이연됨

## 8. L2M 올해 전체 매출 가이던스와 해외 진출

- 현재까지 매출, 트래픽 추이와 준비하고 있는 향후 업데이트 내용 봤을 때 시장 예상 수치는 충분히 충족할 것
- 해외 진출의 경우 리니지2는 일본, 대만에서 과거 성공했기에 준비 중. 해외 현지화가 상당히 중요
- 제한된 개발팀으로 국내 상황도 대응 중이기 때문에 현지화에 100% 집중 못하는 중
- 하지만 올해 해외 진출은 중요한 과제. 상황 유동적이어서 진출 시기, 국가는 현재 공유하기 어려움

## 9. 국내 트래픽 상승 중인데, 이게 진성 유저 중심인지

- 트래픽을 내부적으로 작업장 등을 탐지해서 걸러내고 있지만, 매출을 진성유저와 매크로 구분해서 판단하고 있지 않음

## 10. L2M의 매출 국내 견조한데 신작 매출은 2021년으로 기대 해야 하는지

- 출시는 개발상황뿐만 시장상황 등을 고려해서 전략적으로 선택할 것
- 2021년으로 다 밀리지는 않을 것

## 11. 블소와 아이온 모바일 출시에도 국내 시장 여유가 충분한지. 타겟 사용자 등 염두하고 있는 유저풀

- 아이온, 블소 IP는 상당히 해외에서도 스토리나 캐릭터 인정 받음. 한국시장뿐만 아니라 해외도 봐야 할 것
- 현재 중국을 현재는 기대하기 어렵지만, 블소는 특히 중국에서 인정받았었음
- 유럽, 미국, 중국, 러시아 이런 부분에 더 많은 기대 중

## 12. L2M 공성전 도입 업데이트 시점 LM와 비슷할지

- 리니지2M 자체의 내부 생태계 즉 사용자의 성장속도, 상황에 따라 업데이트 할 것
- 머지 않은 시기에 업데이트할 것으로 예상하고 있음

## 13. 영업외 비용 중 손상차손 인식할 것 얼마나 남았는지

- 손상차손은 투자회사에서 발생한 것으로 이는 외부평가의 보수적인 수치 반영한 것
- 따라서 향후에는 이처럼 크지 않을 것

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,758.7</b>	<b>1,715.1</b>	<b>1,701.2</b>	<b>2,824.1</b>	<b>3,139.6</b>
매출원가	0.0	0.0	1.5	(0.0)	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,699.7	2,824.1	3,139.6
판관비	1,173.7	1,100.2	1,220.7	1,684.2	1,876.6
<b>영업이익</b>	<b>585.0</b>	<b>614.9</b>	<b>479.0</b>	<b>1,139.9</b>	<b>1,262.9</b>
금융순익	11.4	25.6	38.2	40.0	20.0
종속/관계기업손익	(1.6)	(2.4)	(19.3)	0.0	0.0
기타영업외손익	15.3	(0.7)	(1.6)	(20.0)	(20.0)
<b>세전이익</b>	<b>610.2</b>	<b>637.3</b>	<b>496.3</b>	<b>1,159.9</b>	<b>1,262.9</b>
법인세	166.2	215.9	137.0	280.7	305.6
계속사업이익	444.0	421.5	359.3	879.2	957.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>444.0</b>	<b>421.5</b>	<b>359.3</b>	<b>879.2</b>	<b>957.3</b>
비지배주주지분					
순이익	3.1	3.3	1.3	2.1	2.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>441.0</b>	<b>418.2</b>	<b>358.0</b>	<b>877.2</b>	<b>955.1</b>
지배주주지분포괄이익	916.4	76.8	279.3	861.9	938.5
NOPAT	425.7	406.6	346.8	864.1	957.3
EBITDA	615.0	642.8	529.8	1,185.8	1,301.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	78.8	(2.5)	(0.8)	66.0	11.2
NOPAT증가율	65.1	(4.5)	(14.7)	149.2	10.8
EBITDA증가율	70.3	4.5	(17.6)	123.8	9.8
영업이익증가율	77.9	5.1	(22.1)	138.0	10.8
(지배주주)순이익증가율	62.0	(5.2)	(14.4)	145.0	8.9
EPS증가율	61.9	(5.2)	(14.4)	145.0	8.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	99.9	100.0	100.0
EBITDA이익률	35.0	37.5	31.1	42.0	41.5
영업이익률	33.3	35.9	28.2	40.4	40.2
계속사업이익률	25.2	24.6	21.1	31.1	30.5

## 투자지표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	20,104	19,061	16,311	39,955	43,502
BPS	131,144	127,548	134,248	168,524	206,348
CFPS	28,692	29,813	23,596	53,102	58,388
EBITDAPS	28,039	29,301	24,141	54,013	59,299
SPS	80,181	78,176	77,514	128,636	143,006
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
<b>주가지표(배)</b>					
PER	22.3	24.5	33.2	16.3	14.9
PBR	3.4	3.7	4.0	3.9	3.2
PCFR	15.6	15.6	22.9	12.2	11.1
EV/EBITDA	13.7	15.5	20.8	11.1	9.5
PSR	5.6	6.0	7.0	5.1	4.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	19.1	16.4	14.7	30.3	25.9
ROA	15.0	12.9	11.4	23.1	20.4
ROIC	171.9	56.0	24.5	46.3	45.3
부채비율	29.2	23.6	31.2	29.8	24.0
순부채비율	(51.1)	(11.2)	(34.5)	(34.7)	(48.2)
이자보상배율(배)	179.6	184.7	22.1	57.0	63.1

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

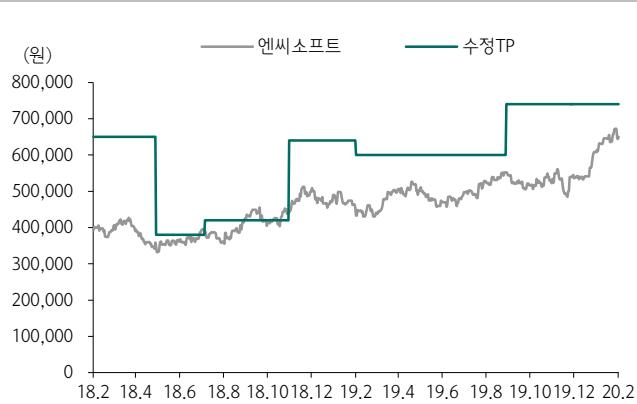
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>1,772.7</b>	<b>1,576.4</b>	<b>2,748.0</b>	<b>3,702.7</b>	<b>4,582.5</b>
금융자산	1,544.3	422.1	1,206.7	1,473.8	2,316.8
현금성자산	187.3	185.6	1,206.7	1,473.8	2,316.8
매출채권 등	203.5	179.0	239.0	345.7	351.4
재고자산	0.5	1.0	1.3	1.9	2.0
기타유동자산	24.4	974.3	1,301.0	1,881.3	1,912.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,753.8</b>	<b>1,364.9</b>	<b>572.7</b>	<b>560.4</b>	<b>523.3</b>
투자자산	1,337.0	951.5	75.3	108.9	110.7
금융자산	1,303.2	1.6	0.0	0.0	0.0
유형자산	229.1	233.9	330.2	285.6	247.8
무형자산	52.4	54.4	54.3	53.1	51.9
기타비유동자산	135.3	125.1	112.9	112.8	112.9
<b>자산총계</b>	<b>3,526.6</b>	<b>2,941.3</b>	<b>3,320.7</b>	<b>4,263.1</b>	<b>5,105.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>455.8</b>	<b>473.1</b>	<b>366.1</b>	<b>507.4</b>	<b>515.0</b>
금융부채	0.0	155.1	13.9	13.9	13.9
매입채무 등	219.7	166.3	209.0	302.3	307.3
기타유동부채	236.1	151.7	143.2	191.2	193.8
<b>비유동부채</b>	<b>341.5</b>	<b>89.2</b>	<b>424.4</b>	<b>470.9</b>	<b>473.4</b>
금융부채	149.8	0.0	320.2	320.2	320.2
기타비유동부채	191.7	89.2	104.2	150.7	153.2
<b>부채총계</b>	<b>797.3</b>	<b>562.3</b>	<b>790.4</b>	<b>978.3</b>	<b>988.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,721.2</b>	<b>2,367.7</b>	<b>2,516.7</b>	<b>3,269.2</b>	<b>4,099.6</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	435.5	435.5	435.5
자본조정	(153.6)	(428.2)	(437.8)	(437.8)	(437.8)
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	116.0	116.0	116.0
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,392.0	3,144.5	3,974.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>8.0</b>	<b>11.3</b>	<b>13.5</b>	<b>15.6</b>	<b>17.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,729.2</b>	<b>2,379.0</b>	<b>2,530.2</b>	<b>3,284.8</b>	<b>4,117.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(1,394.4)</b>	<b>(267.1)</b>	<b>(872.7)</b>	<b>(1,139.8)</b>	<b>(1,982.8)</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>595.2</b>	<b>352.8</b>	<b>348.0</b>	<b>425.4</b>	<b>969.4</b>
당기순이익	444.0	421.5	359.3	879.2	957.3
조정	140.4	(13.2)	41.9	45.9	38.9
감가상각비	30.0	27.9	50.8	45.9	38.9
외환거래손익	6.3	(11.5)	(15.9)	0.0	0.0
지분법손익	3.4	2.4	4.8	0.0	0.0
기타	100.7	(32.0)	2.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	10.8	(55.5)	(53.2)	(499.7)	(26.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(459.6)</b>	<b>68.3</b>	<b>725.3</b>	<b>(33.6)</b>	<b>(1.8)</b>
투자자산감소(증가)	(708.0)	385.6	876.1	(33.6)	(1.8)
유형자산감소(증가)	(28.2)	(25.7)	(35.7)	0.0	0.0
기타	276.6	(291.6)	(115.1)	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(79.7)</b>	<b>(424.4)</b>	<b>(62.9)</b>	<b>(124.7)</b>	<b>(124.7)</b>
금융부채증가(감소)	0.1	5.2	179.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.9	0.0	2.9	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(274.9)	(120.2)	0.0	0.0
배당지급	(81.1)	(154.7)	(124.6)	(124.7)	(124.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>42.4</b>	<b>(1.7)</b>	<b>1,021.1</b>	<b>267.1</b>	<b>843.0</b>
Unlevered CFO	629.3	654.1	517.9	1,165.8	1,281.9
Free Cash Flow	566.4	326.1	311.9	425.4	969.4

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.9.10	BUY	740,000		
19.2.13	BUY	600,000	-18.71%	-8.00%
18.11.12	BUY	640,000	-25.20%	-20.00%
18.7.18	Neutral	420,000	-3.33%	8.33%
18.5.11	Neutral	380,000	-4.31%	3.95%
18.2.12	BUY	650,000	-39.82%	-34.31%
18.2.9	BUY	580,000	-33.88%	-33.88%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 02월 13일 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.