

2020. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 770,000 원

현재주가 (2.12) 650,000 원

상승여력 18.5%

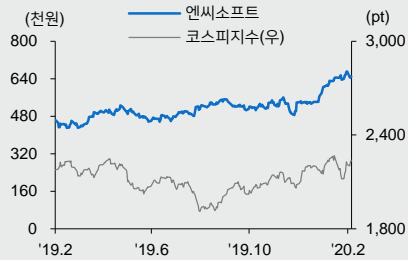
KOSPI	2,238.38pt
시가총액	142,701억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	51.73%
52주 최고/최저가	672,000원/430,500원
평균거래대금	507.9억원

주요주주(%)

김택진 외 9 인	12.00
국민연금공단	11.45
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	24.0	49.9
상대주가	5.4	7.6	46.7

주가그래프



엔씨소프트 036570

탄탄한 수익창출 능력

- ✓ 4분기 실적, '리니지2M' 성과급 선반영으로 예상치 하회
- ✓ '리니지2M', 상상이상의 성과. 4Q19 일평균 판매액은 51억원 수준이었으며 올해 1분기 성과도 견조. DAU(Daily Active Users)와 최고동접자수는 계속 상승세
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 77만원 유지. '리니지'IP에 근거한 탄탄한 수익창출 능력 또 다시 입증. 밸류에이션은 해외 성과와 추가 IP의 성공으로 재평가될 것

4Q19 실적, 'L2M' 성과급 반영하며 예상치 하회

4분기 매출액과 영업이익은 각각 5,338억원(+33.6% YoY), 1,412억원(+25.4% YoY) 기록하며 컨센서스(매출액 5,339억원, 영업이익 1,824억원) 대비 매출은 부합, 영업이익은 하회하였다. 모바일게임 매출액은 3,629억원으로 70.1% QoQ 증가하였는데 '리니지M'과 '리니지2M' 매출액은 각각 2,208억원(일평균 23억원), 1,418억원(일평균 40.5억원)으로 추정된다. '리니지2M'의 판매액의 20%가 다음 분기로 지연되었다는 점 감안시 4Q 'L2M'의 실제 일평균 매출액은 51억원 수준으로 추정된다.

영업비용은 3,927억원(+37% YoY)으로, 인건비+연구개발비 1,928억원(+18% YoY), 매출변동비 1,162억원(+51% YoY), 마케팅비 413억원(+160% YoY), D&A 143억원(+108% YoY) 기록하였다. 인건비가 41% QoQ 크게 증가하였는데 크리스마스 인센티브 150억원, '리니지2M' 특별상여 선반영(약 400억원 추정) 반영되었기 때문이다.

상상 이상의 성과

2020년 모바일게임 매출액은 1,8조원(+85.1% YoY), '리니지M'과 '리니지2M'의 매출액은 각각 7,314억원(-14.1% YoY, 일평균 20억원), 8,924억원(+529.6%, 일평균 24억원)으로 예상된다. '리니지2M'의 트래픽 지표 매우 견조하여 하락감소세의 폭은 완만하다. 1Q20 매출액과 영업이익은 6,710억원(+25.7% QoQ), 2,584억원(+83.0% QoQ)으로 '리니지2M'의 온기반영 효과 극대화된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 77만원 유지

적정주가의 2020E Target PER은 22.6배 수준으로 글로벌 게임업종(블리자드와 EA) 2020E 평균 PER과 유사한 수준이다. '리니지2M'의 해외 출시 일정 가시화와 신규 게임들의 추가 성공 이루어질 경우 기업가치와 밸류에이션 모두 재평가된다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018	1,715.1	614.9	418.2	19,061	-5.1	107,923	24.5	4.3	14.0	16.4	23.6
2019P	1,701.2	479.0	358.3	16,330	-14.8	113,743	32.0	4.6	20.4	14.7	33.2
2020E	2,487.8	960.9	747.1	34,040	107.9	165,500	19.1	3.9	12.6	24.4	27.9
2021E	2,875.8	1,205.3	933.0	42,512	24.9	201,852	15.3	3.2	9.8	23.1	24.2

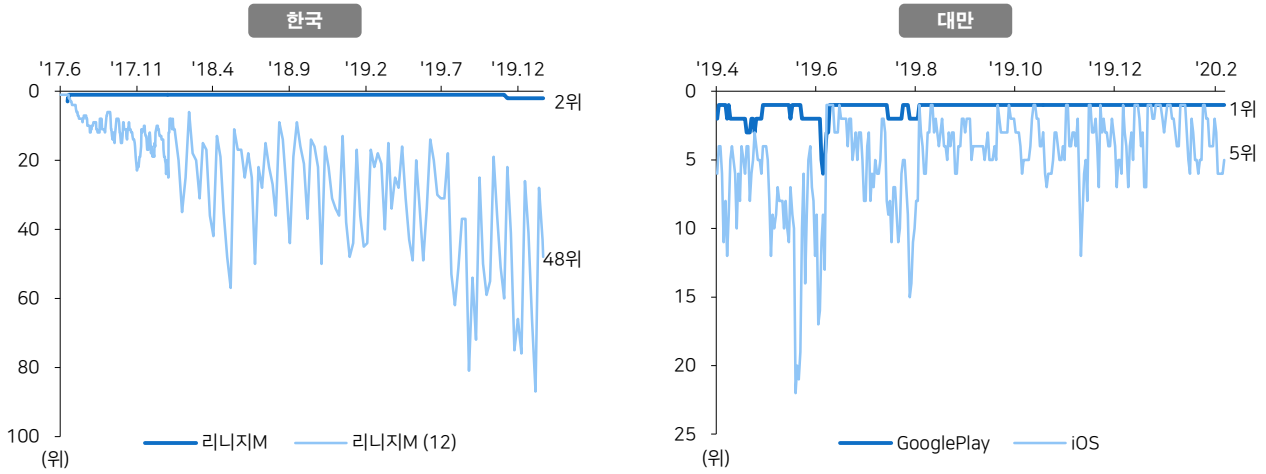
(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	533.8	399.7	33.6%	397.8	34.2%	567.6	-6.0%	533.9	0.0%
PC	117.7	114.5	2.8%	126.4	-6.9%	107.7	9.3%	-	-
리니지	51.4	39.0	31.7%	51.8	-0.8%	40.7	26.3%	-	-
리니지2	27.8	20.7	34.4%	23.0	20.6%	15.2	82.9%	-	-
아이온	8.1	12.7	-36.3%	13.2	-39.0%	12.3	-34.6%	-	-
블레이드앤소울	18.0	25.0	-28.0%	21.5	-16.2%	22.9	-21.4%	-	-
길드워2	11.3	15.7	-27.8%	15.1	-25.2%	15.3	-25.7%	-	-
로열티	44.2	53.4	-17.2%	44.2	0.0%	44.2	0.0%	-	-
모바일	362.9	222.8	62.9%	213.3	70.1%	403.0	-10.0%	-	-
리니지M	193.2	220.8	-12.5%	211.6	-8.7%	193.2	0.0%	-	-
리니지2M	157.5	-	-	-	-	157.5	-	-	-
기타	8.9	9.0	-0.6%	13.8	-35.3%	12.6	-29.2%	-	-
영업이익	141.2	112.6	25.4%	128.9	9.5%	215.6	-34.5%	182.4	-22.6%
세전이익	97.8	105.4	-7.2%	153.2	-36.2%	243.3	-59.8%	-	-
지배순이익	55.4	66.5	-16.7%	113.3	-51.2%	175.2	-68.4%	143.2	-61.3%
영업이익률(%)	26.4%	28.2%	-1.7%p	32.4%	-6.0%p	38.0%	-11.5%	34.2%	-7.7%p
순이익률(%)	10.4%	16.6%	-6.3%p	28.5%	-18.1%p	30.9%	-20.5%	26.8%	-16.5%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	358.8	410.8	397.8	533.8	671.0	613.2	536.2	667.4	1,715.1	1,701.2	2,487.8
PC	95.5	122.9	126.4	122.1	111.7	113.4	113.7	109.6	476.8	467.0	448.4
리니지	20.7	50.1	51.8	51.4	39.1	37.6	36.2	34.8	149.7	174.1	147.8
리니지2	21.6	21.2	23.0	27.8	21.3	20.8	20.4	20.0	63.9	93.6	82.5
아이온	12.3	12.4	13.2	12.5	12.6	12.5	12.4	12.2	63.4	50.4	49.7
블레이드앤소울	23.3	21.1	21.5	18.0	23.8	24.9	27.7	25.9	119.6	83.9	55.2
길드워2	16.3	15.9	15.1	11.3	14.0	15.3	15.3	15.3	80.2	58.7	48.8
로열티	57.4	51.6	44.2	44.3	44.5	44.6	40.9	41.1	281.6	197.5	171.0
모바일	198.8	223.8	213.3	362.9	510.4	450.4	376.6	511.6	913.3	998.8	1,849.0
리니지M	197.8	221.3	211.6	220.8	202.4	188.6	170.2	170.2	887.8	851.5	731.4
리니지2M	-	-	-	141.8	303.6	230.0	184.0	174.8	-	141.8	892.4
아이온2	-	-	-	-	-	-	0.0	37.4	-	-	37.4
B&S2	-	-	-	-	-	-	-	117.0	-	-	117.0
기타	7.1	12.5	13.8	4.5	4.5	4.8	5.0	5.2	37.3	37.9	19.5
영업비용	279.2	281.4	268.9	392.7	412.6	394.4	343.4	376.4	1,100.2	1,222.2	1,526.9
인건비	89.2	71.3	64.7	102.1	96.5	98.8	74.1	74.4	341.0	327.3	343.9
경상연구개발비	73.5	73.7	71.8	90.7	89.5	80.2	71.2	73.2	274.7	309.7	314.1
지급수수료	69.1	77.4	77.6	122.8	154.3	141.0	123.3	153.5	320.4	346.9	572.2
광고선전비	18.9	23.7	22.5	41.2	35.2	36.3	35.5	34.8	56.9	106.2	141.8
기타	28.5	35.4	32.4	36.0	37.0	38.1	39.2	40.4	107.2	132.2	154.8
영업이익	79.5	129.4	128.9	141.2	258.4	218.8	192.7	291.0	614.9	479.0	960.9
세전이익	98.2	147.1	153.2	97.8	263.5	224.1	198.3	296.8	636.2	496.3	982.8
지배순이익	74.2	116.4	113.3	54.4	200.3	170.4	150.7	225.6	418.2	358.3	747.1

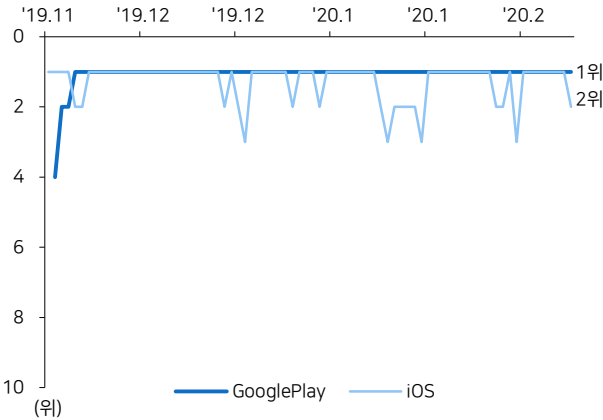
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림1 '리니지M' 매출 순위



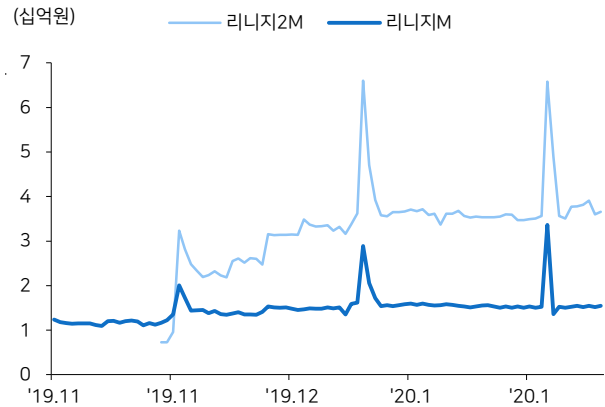
주: 2020.2.11 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 '리니지2M' 매출 순위(한국)



주: 2020.2.11 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '리니지2M' 과 '리니지M' 일매출 추이(한국)



주: 2020.2.10 구글플레이 매출 기준
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2019년~2020년 게임 라인업

	1H20		2H20	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	블레이드앤소울S	국내	리니지2M	해외(일본 혹은 대만)
			블레이드앤소울2	국내
			아이온2	국내
PC	프로젝트TL (CBT 예정)	국내		

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

엔씨소프트 컨퍼런스콜 Q&A

Q 모바일게임 매출관련, 판매액 기준으로 '리니지M'과 '리니지2M' 어떻게 나눠지나?

- A**
- 모바일게임 비중이 많이 증가하면서 사용자 아이템 사용에 대한 매출 인식 시물레이션 결과로 4분기에 매출인식 기준 변경
 - '리니지2M'의 매출 20%가 다음 분기로 이연되었으며 다른 게임들은 한자릿수 비중 정도로 큰 영향 없음. 1분기부터는 영향 상쇄되며 적어질 것으로 예상

Q '리니지2M'의 이상향 트렌드라고 언급, 1분기 추이 어떠한가?

- A**
- '리니지M'의 경우 초기 며칠동안 가장 큰 DAU가 있었고 그 이후로 급격히 줄고 안정화. '리니지2M'의 경우 DAU가 계속해서 상승하고 있으며 최고동접자수 역시 많이 상승하는 모습
 - 매출 역시 '리니지M'은 초기대비 빠르게 하락, 안정화되었는데 '리니지2M'은 출시 이후 굉장히 견조하게 매출 나오고 있음

Q 신작출시 일정, 3,4분기 중에서 어느쪽에 가까울지?

- A**
- 신작출시 일정은 전체 시장과 내부상황 판단해서 전략적으로 결정할 것임. 어떤 게임도 준비상황이 되면 내보낼 수 있는 상황임

Q '리니지2M'의 이용자층 유입배경?

- A**
- 기존 엔씨소프트의 PC와 모바일게임과의 카니발라이제이션은 거의 없으며 PC와 모바일 특정 플랫폼에서 이용자 유입되었다고 보기 어려움
 - '리니지2M'의 이용자들은 과거 엔씨소프트 게임 해본 유저라든가 젊은 이용자들이 많이 유입되고 있음. 또한 MMO 많이 해본 유저들도 들어오고 있으며 비슷한 장르의 중소형 게임에서 많이 이탈되어서 오고 있지 않나 판단됨.

Q 4분기 '리니지2M' 인센티브 지급여부와 2020년 상여 지급계획?

- A**
- 4분기 회계적으로 선반영된 것으로 실제 지급된 것은 아님. 성과에 대해서 연동된 부분들이 있어서 '리니지2M' 론칭 이후에 성과가 좋아지면서 반영된 부분 있음. 1분기에도 성과 인센티브가 있을 건데 4분기만큼 많지는 않을 것임
 - '리니지M'과 같은 포물라로 보너스 체계를 가져가고 있어서 금액은 성과에 연동하기 때문에 확정되어 있지는 않음

Q '리니지2M'에서 퍼플 이용자 비중과 지불금액이나 특이점은?

- A**
- 순수하게 모바일과 PC/퍼플에서 들어오는 부분 구분하기 어려움. 기존 유저보다 많이 지불하나의 차이는 없으며 회사나 이동중이 아닌 집에서 퍼플을 많이 사용하고 있으며 다른 특이점은 없음

Q '리니지2M' 매출 인식이연과 맞물려 지급수수료(구글마켓수수료) 이연도 있었는가?

A ▪ 매출 이연된 부분에 대해서는 매출연동비도 당연히 이연됨

Q '리니지2M'의 해외 출시 일정과 올해 예상 매출?

A ▪ 트래픽을 진성유저 등으로 구분해서 보고 있지 않음. 말씀드리기 어려움

▪ '리니지2M'의 매출 전망은 아직 출시한지 두 달 남짓 지나고 있어서 확정적으로 말씀드릴 수는 없지만 지금까지 트래픽과 매출 트렌드, 준비하는 업데이트 봤을 때 시장에서 예상하는 숫자는 충분히 충족하지 않을까 생각

▪ 해외 진출에 대해서는 준비하고 있는데 해외현지화가 매우 중요함. 국내에서 성황리에 진행되고 있으며 개발팀이 국내 대응에 바빠서 해외 진출에 대해서 준비하기 타이트한 상황. 해외진출을 중요하게 생각하고 있으며 언제, 어디로 나갈다 고 현재 말씀드리기는 어려움

Q 국내 게이미용자층에서 휴면/잠재 수요 얼마나 될까?

A ▪ 얼마나 된다고 말하기 어렵지만 더 많은 이용자 유입 위해 노력할 것. 특히 해외의 경우 블소가 중국에서 큰 인기 끌었기 때문에 향후에 '블소'나 '아이온2'가 나왔을때 유럽이나 미국, 중국 시장에 어떤 영향 미칠지 많은 기대가지고 있음

Q 'L2M'의 공성전 도입 시점?

A ▪ '리니지2M' 공성전 업데이트는 내부 생태계와 업데이트 상황에 따라 결정되는데 현재로선 멀지 않은 시기에 진행되지 않을까 생각하고 있음

Q 영업외비용에서 무형자산손상차손 발생되었는데 향후 남은 잔액은?

A ▪ 환차손과 손상차손 많이 반영되었음. 보수적으로 외부평가 받아서 반영. 이후에는 발생해도 크지 않을 것임

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,487.8	2,875.8
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	-0.8	46.2	15.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,487.8	2,875.8
판매관리비	1,173.7	1,100.2	1,222.2	1,526.9	1,670.5
영업이익	585.0	614.9	479.0	960.9	1,205.3
영업이익률	33.3	35.9	28.2	38.6	41.9
금융손익	11.4	25.6	26.4	27.1	28.0
중속/관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7
기타영업외손익	15.4	-0.7	-1.6	-19.4	-20.4
세전계속사업이익	610.2	637.4	496.3	982.8	1,227.5
법인세비용	166.2	215.9	137.0	235.9	294.6
당기순이익	444.0	421.5	359.3	747.0	932.9
지배주주지분 손이익	441.0	418.2	358.3	747.1	933.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	283.2	739.6	929.3
당기순이익(손실)	444.0	421.5	359.3	747.0	932.9
유형자산상각비	26.9	25.5	26.3	27.1	27.9
무형자산상각비	3.1	2.4	2.5	2.6	2.6
운전자본의 증감	10.8	-55.5	-151.8	-86.2	-64.6
투자활동 현금흐름	-459.6	68.4	-581.1	-444.5	-447.1
유형자산의증가(CAPEX)	-28.8	-26.7	-27.5	-28.4	-29.2
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	-95.2	-209.3	-125.6
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	-113.0	-380.4	-399.5
차입금의 증감	0.1	5.2	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	-1.7	117.9	609.3	363.0
기초현금	144.8	187.3	185.6	303.4	912.7
기말현금	187.3	185.6	303.4	912.7	1,275.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,076.7	2,864.3	3,465.5
현금및현금성자산	187.3	185.6	303.4	912.7	1,275.7
매출채권	193.0	148.5	254.4	279.9	307.9
재고자산	0.5	1.0	1.7	1.3	1.0
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,269.9	1,806.1	2,062.3
유형자산	229.1	233.9	257.3	334.4	434.8
무형자산	52.4	54.4	59.8	77.8	101.1
투자자산	1,337.0	951.5	1,046.6	1,255.9	1,381.5
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,346.5	4,670.5	5,527.8
유동부채	455.8	473.1	449.8	558.9	601.2
매입채무	2.1	1.7	2.8	2.1	1.6
단기차입금	0.0	5.1	5.1	5.1	5.1
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
비유동부채	341.5	89.2	384.5	460.4	474.3
사채	149.8	0.0	249.2	249.2	249.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	797.3	562.3	834.2	1,019.3	1,075.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	247.4	247.4	247.4
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,382.3	3,008.6	3,810.0
비지배주주지분	8.0	11.3	16.1	19.0	22.3
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,512.3	3,651.2	4,452.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,181	78,177	77,525	113,357	131,034
EPS(지배주주)	20,104	19,061	16,330	34,040	42,512
CFPS	28,692	29,813	30,507	42,967	51,451
EBITDAPS	28,039	29,301	23,138	45,134	56,308
BPS	124,037	107,923	113,743	165,500	201,852
DPS	7,280	6,050	5,220	5,500	6,000
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.0	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	22.3	24.5	32.0	19.1	15.3
PCR	15.6	15.6	17.1	15.1	12.6
PSR	5.6	6.0	6.7	5.7	5.0
PBR	3.6	4.3	4.6	3.9	3.2
EBITDA	615.0	642.8	507.7	990.5	1,235.8
EV/EBITDA	13.7	14.0	20.4	12.6	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.1	16.4	14.7	24.4	23.1
EBITDA 이익률	35.0	37.5	29.8	39.8	43.0
부채비율	29.2	23.6	33.2	27.9	24.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	179.6	184.7	139.6	272.0	331.2
매출채권회전율(x)	10.0	10.0	8.4	9.3	9.8
재고자산회전율(x)	2,983.9	2,260.8	1,250.1	1,656.0	2,554.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.11	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-20.3	-5.2	
2018.10.10	산업브리프	Buy	500,000	김동희	-14.8	-9.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-12.7	-6.9	
2019.01.11	산업브리프	Buy	630,000	김동희	-24.9	-21.0	
2019.02.13	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-13.6	-4.4	
2019.05.13	기업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-9.8	0.2	
2019.09.06	기업분석	Buy	700,000	김동희	-23.7	-12.3	
2020.01.15	산업브리프	Buy	770,000	김동희	-	-	