



BUY(Maintain)

목표주가: 1,100,000원(상향)

주가(8/13): 897,000원

시가총액: 196,928억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/13)		2,437.53pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	995,000원	485,000원
등락률	-9.8%	84.9%
수익률	절대	상대
1M	-7.0%	-16.6%
6M	42.6%	30.6%
1Y	71.5%	36.4%

Company Data

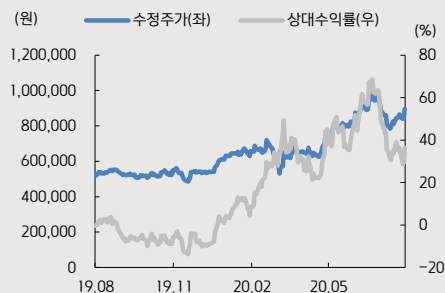
발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	125천주
외국인 지분율	50.5%
배당수익률(20E)	0.8%
BPS(20E)	133,198원
주요 주주	김택진 외 9인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,508.6	3,307.8
영업이익	614.9	479.0	851.5	1,322.6
EBITDA	642.8	531.5	935.3	1,384.5
세전이익	637.3	496.2	898.0	1,377.0
순이익	421.5	359.2	676.2	1,039.6
지배주주지분순이익	418.2	358.2	674.3	1,036.8
EPS(원)	19,061	16,320	30,715	47,225
증감률(% YoY)	-5.2	-14.4	88.2	53.8
PER(배)	24.5	33.1	29.2	19.0
PBR(배)	4.32	4.75	6.73	5.31
EV/EBITDA(배)	14.0	19.7	19.1	12.4
영업이익률(%)	35.9	28.2	33.9	40.0
ROE(%)	16.4	14.7	24.9	31.2
순차입금비율(%)	-51.1	-56.3	-61.4	-68.1

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엔씨소프트 (036570)

부진한 2Q였지만 연말 촉포를 기대



엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 5,386억원(QoQ, -26.3%), 영업이익 2,090억원(QoQ, -13.4%)로 시장기대치를 크게 하회하는 실적을 기록하였습니다. 매출은 모바일과 PC, 모두 부진하였습니다. 다만, 인센티브효과 제거에 따른 인건비 감소와 지급수수료 감소, 마케팅비용 감소 등 비용효율화를 통해 이익 감소 폭을 최소화하였습니다. 하반기 대규모 업데이트에 따른 기존 게임들의 반등이 예상되며 신작일정도 변화가 없기에 실적 개선세가 이어질 것으로 전망됩니다.

>>> 2Q Review: 부진했던 2Q, 업데이트 전 고요함

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 5,386억원(QoQ, -26.3%), 영업이익 2,090억원(QoQ, -13.4%)로 시장기대치를 크게 하회하였다. 2Q 리니지2M과 리니지M의 1Q일평균 매출은 각각 21억원과 17억원을 기록하며 예상보다 더 부진하였다. 이는 업데이트를 앞두고 이벤트 등을 최소화 했기 때문이다. 로열티 매출은 다만 업데이트 효과로 증가하고 PC는 매출이 감소하였다. 다만 비용에서는 인센티브 효과 제거에 따른 인건비 감소와 지급수수료항목에서의 최소화, 마케팅 감소 등 비용효율화 작업으로 이익은 매출액 감소 폭 보다 적게 감소하였다.

>>> 하반기 출시일정 변화 없음, 4Q에 기존 게임들도 대반격

긍정적인 것은 하반기 출시 일정에 큰 변화가 없다는 것이다. 리니지2M의 대만지역진출(직접퍼블리싱)과 블소2의 하반기 출시는 예정대로 이루어질 것으로 전망된다. 4Q시점으로 추정되며 이에 따라 점진적으로 기대치가 주가에 반영될 가능성이 높다.

실적적으로는 2Q에 리니지M과 업데이트 효과가 긍정적으로 1Q의 부진을 만회하고도 남는 성장세를 보일 것으로 전망된다. 반면 리니지2M은 업데이트 성과가 기대치에 미치지 못함에 따라 하향안정화 추세를 이어가다 1주년 업데이트가 있을 4Q시점에 반등할 수 있을 것이다. 리니지를 비롯한 PC게임들도 대부분 4Q에 대규모 업데이트를 앞두고 있어 연말 매출이 크게 확대될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,100,000원 상향

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 1,100,000원으로 상향한다. 목표주가는 2021년 예상EPS에 Target PER 23.7배(EA, Blizzard, Netease의 21년 평균 PER)를 적용하여 산출하였다. 리니지2M과 리니지M이 부진에서 회복할 것으로 전망되며 하반기 게임 출시를 시작으로 내년 리니지2M 타지역 진출, 아이온2, 프로젝트TL 등 다수의 파이프라인이 존재하고 있어 해외진출을 통한 급격한 성장세가 내년에 나타날 것으로 기대된다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	359	411	398	534	731	539	549	690	1,701	2,509	3,308
게임 매출액	301	359	354	490	678	476	502	645	1,504	2,301	3,111
리니지	21	50	52	51	45	34	36	44	174	160	155
리니지 2	22	21	23	28	26	26	25	30	94	108	119
아이온	12	12	13	8	10	8	8	10	46	37	28
블레이드앤소울	23	21	21	18	20	20	17	20	84	76	75
길드워 2(확장팩)	16	16	15	11	13	16	15	15	59	58	52
기타(모바일,신작)	207	239	229	373	565	373	400	526	1,047	1,863	2,682
로열티 매출액	57	52	44	44	53	62	46	46	198	207	197
영업비용	279	281	269	393	490	330	360	478	1,222	1,657	1,985
매출변동비 및 기타	105	118	117	167	223	139	169	241	508	772	972
인건비	143	126	116	170	212	162	154	182	555	711	814
마케팅비	19	24	23	41	40	13	21	39	107	113	125
감가상각비	12	13	13	14	15	16	15	16	52	62	74
영업이익	80	129	129	141	241	209	189	212	479	851	1,323
영업이익률	22%	32%	32%	26%	33%	39%	34%	31%	28%	34%	40%
YOY											
매출액	-24%	-6%	-1%	34%	104%	31%	38%	29%	-1%	47%	32%
영업비용	3%	2%	2%	37%	75%	17%	34%	22%	11%	36%	20%
영업이익	-61%	-19%	-7%	25%	204%	61%	47%	50%	-22%	78%	55%

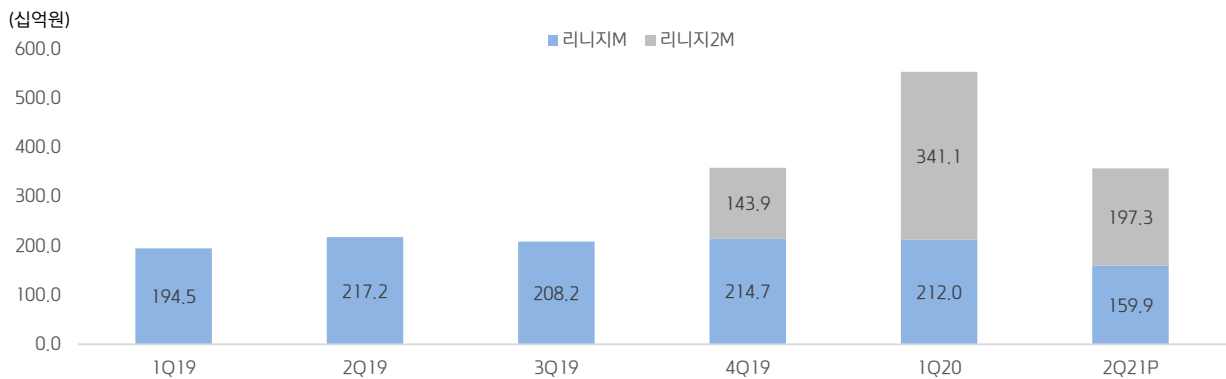
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	하반기, 대만 지역
블소 2	Mobile	MMORPG	하반기(4Q 추정)
트릭스터 M	Mobile	Light MMORPG	하반기(4Q 추정)
팡야 M	Mobile	Sports	하반기(4Q 추정)
H3	Mobile	Sports	하반기(4Q 추정)
프로젝트 TL	PC/Console	MMORPG	내년 출시(PC)
아이온 2	Mobile	MMORPG	내년 출시
블소 M	Mobile	MMORPG	미정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

리니지M, 리니지2M 분기별 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,508.6	3,307.8	3,846.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,508.6	3,307.8	3,846.4
판매비	1,100.2	1,222.2	1,657.1	1,985.2	2,295.5
영업이익	614.9	479.0	851.5	1,322.6	1,550.9
EBITDA	642.8	531.5	935.3	1,384.5	1,596.6
영업외손익	22.4	17.2	46.5	54.4	72.3
이자수익	29.3	33.6	41.0	54.9	72.8
이자비용	3.3	8.4	8.9	8.9	8.9
외환관련이익	28.0	38.3	38.3	38.3	38.3
외환관련손실	12.0	16.5	16.5	16.5	16.5
종속 및 관계기업손익	-2.4	-19.3	-5.0	-5.0	-5.0
기타	-17.2	-10.5	-2.4	-8.4	-8.4
법인세차감전이익	637.3	496.2	898.0	1,377.0	1,623.2
법인세비용	215.9	137.0	221.8	337.4	397.7
계속사업순이익	421.5	359.2	676.2	1,039.6	1,225.5
당기순이익	421.5	359.2	676.2	1,039.6	1,225.5
지배주주순이익	418.2	358.2	674.3	1,036.8	1,222.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.5	-0.8	47.5	31.9	16.3
영업이익 증감율	5.1	-22.1	77.8	55.3	17.3
EBITDA 증감율	4.5	-17.3	76.0	48.0	15.3
지배주주순이익 증감율	-5.2	-14.3	88.2	53.8	17.9
EPS 증감율	-5.2	-14.4	88.2	53.8	17.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	35.9	28.2	33.9	40.0	40.3
EBITDA Margin(%)	37.5	31.2	37.3	41.9	41.5
지배주주순이익률(%)	24.4	21.1	26.9	31.3	31.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,613.3	3,482.9	4,524.4
현금 및 현금성자산	185.6	303.4	340.8	638.1	1,043.4
단기금융자산	1,184.6	1,468.8	1,821.0	2,257.7	2,799.2
매출채권 및 기타채권	179.0	270.6	399.0	526.1	611.7
재고자산	1.0	2.1	3.1	4.0	4.7
기타유동자산	26.2	43.0	49.4	57.0	65.4
비유동자산	1,364.9	1,258.5	1,183.9	1,131.3	1,094.7
투자자산	949.9	744.2	753.4	762.6	771.8
유형자산	233.9	350.4	267.9	207.3	162.7
무형자산	54.4	49.6	48.3	47.1	45.9
기타비유동자산	126.7	114.3	114.3	114.3	114.3
자산총계	2,941.3	3,346.4	3,797.3	4,614.1	5,619.1
유동부채	473.1	449.8	473.8	500.3	529.0
매입채무 및 기타채무	166.3	194.7	218.7	245.3	273.9
단기금융부채	155.1	42.7	42.7	42.7	42.7
기타유동부채	151.7	212.4	212.4	212.3	212.4
비유동부채	89.2	384.4	384.4	384.4	384.4
장기금융부채	0.0	315.1	315.1	315.1	315.1
기타비유동부채	89.2	69.3	69.3	69.3	69.3
부채총계	562.3	834.2	858.3	884.8	913.4
지배지분	2,367.7	2,499.2	2,924.2	3,711.8	4,684.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	435.5	435.5	435.5	435.5
기타자본	-428.2	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8
기타포괄손익누계액	188.5	108.4	13.7	-81.0	-175.7
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	2,901.8	3,784.1	4,851.7
비지배지분	11.3	13.0	14.8	17.7	21.0
자본총계	2,379.0	2,512.2	2,939.1	3,729.4	4,705.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	560.2	951.5	1,164.1
당기순이익	421.5	359.2	676.2	1,039.6	1,225.5
비현금항목의 가감	232.6	200.4	228.8	308.5	334.8
유형자산감가상각비	25.5	51.2	82.5	60.6	44.6
무형자산감가상각비	2.4	1.2	1.3	1.2	1.2
지분법평가손익	-12.3	-19.3	0.0	0.0	0.0
기타	217.0	167.3	145.0	246.7	289.0
영업활동자산부채증감	-55.5	-70.8	-158.8	-109.0	-66.2
매출채권및기타채권의감소	45.3	-106.1	-128.4	-127.1	-85.7
재고자산의감소	-0.5	-1.1	-1.0	-1.0	-0.7
매입채무및기타채무의증가	-0.6	2.8	24.0	26.5	28.6
기타	-99.7	33.6	-53.4	-7.4	-8.4
기타현금흐름	-245.8	-96.6	-186.0	-287.6	-330.0
투자활동 현금흐름	68.3	-234.2	-464.4	-548.9	-653.6
유형자산의 취득	-26.7	-51.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.1	-2.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	385.5	205.8	-9.2	-9.2	-9.2
단기금융자산의감소(증가)	172.3	-284.1	-352.2	-436.7	-541.4
기타	-459.7	-102.9	-103.0	-103.0	-103.0
재무활동 현금흐름	-424.4	-45.7	-133.9	-180.9	-180.9
차입금의 증가(감소)	5.0	105.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-274.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-154.7	-124.6	-107.6	-154.6	-154.6
기타	-0.1	-26.3	-26.3	-26.3	-26.3
기타현금흐름	1.5	5.5	75.6	75.6	75.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-1.7	117.9	37.5	297.3	405.1
기초현금 및 현금성자산	187.3	185.6	303.4	340.9	638.2
기말현금 및 현금성자산	185.6	303.4	340.9	638.2	1,043.4

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	30,715	47,225	55,670
BPS	107,923	113,836	133,198	169,070	213,386
CFPS	29,813	25,497	41,221	61,408	71,073
DPS	6,050	5,220	7,500	7,500	7,500
주가배수(배)					
PER	24.5	33.1	29.2	19.0	16.1
PER(최고)	27.1	34.5	32.5		
PER(최저)	17.3	26.0	16.4		
PBR	4.32	4.75	6.73	5.31	4.20
PBR(최고)	4.79	4.95	7.49		
PBR(최저)	3.06	3.73	3.78		
PSR	5.97	6.98	7.85	5.95	5.12
PCFR	15.6	21.2	21.8	14.6	12.6
EV/EBITDA	14.0	19.7	19.1	12.4	10.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.6	30.0	22.9	14.9	12.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8
ROA	13.0	11.4	18.9	24.7	24.0
ROE	16.4	14.7	24.9	31.2	29.1
ROIC	200.5	115.1	187.2	262.8	283.0
매출채권회전율	9.0	7.6	7.5	7.2	6.8
재고자산회전율	2,260.8	1,105.6	977.9	933.3	882.3
부채비율	23.6	33.2	29.2	23.7	19.4
순차입금비율	-51.1	-56.3	-61.4	-68.1	-74.1
이자보상배율	184.7	56.9	95.2	147.9	173.4
총차입금	155.1	357.8	357.8	357.8	357.8
순차입금	-1,215.2	-1,414.4	-1,804.0	-2,538.1	-3,484.8
NOPLAT	642.8	531.5	935.3	1,384.5	1,596.6
FCF	237.9	234.6	566.2	951.5	1,150.5

Compliance Notice

- 당사는 8월 13일 현재 '엔씨소프트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

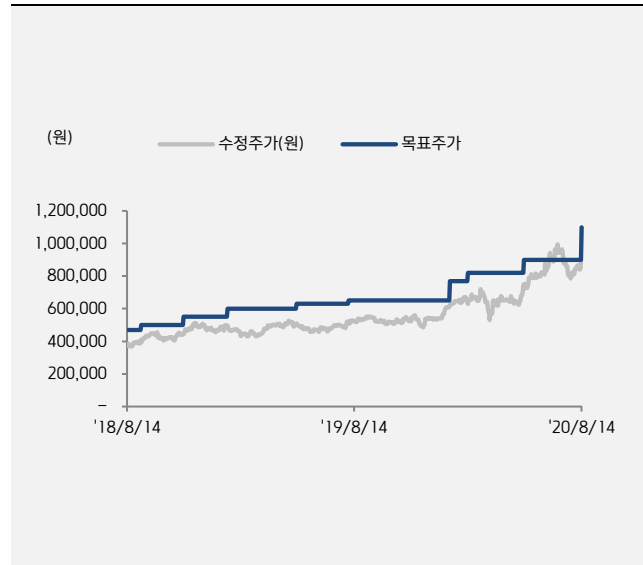
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 사점	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-18.21	-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	-21.30	-12.20
	2020/04/07	BUY(Maintain)	820,000	6개월	-20.80	-8.90
	2020/05/13	BUY(Maintain)	900,000	6개월	-5.97	10.56
2020/08/14	BUY(Maintain)	1,100,000	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%