BUY(Maintain)
목표주가: 770,000원
주가(1/14): 610,000원
시가총액: 133,920억원

렌드조(036570)
성공 History는 이어진다

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,428억원(QoQ, +36.5%), 영업이익 1,703억원(QoQ, +32.1%)로 좋은 성과를 기록한 것으로 전망된다. 러니지2M의 매출이 높은 초기 일평균 매출을 기록하고 있고 러니지M도 안정적 성과를 유지하면서 높은 실적 개선이 나타날 것으로 기대된다. 러니지2M의 출시 후 성과도 안정적으로 이어지고 있어 두부차마를 통한 실적 드라이브가 이어질 것으로 보인다.

>>> 4Q Preview: 혼란한 아웃 러니지2M, 유지되는 러니지M
엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,428억원(QoQ, +36.5%), 영업이익 1,703억원(QoQ, +32.1%)로 2018년 1Q 이후 최고 실적을 기록할 것으로 전망된다. 러니지2M이 11/27 출시 이후 일평균 40억원대의 매출을 기록하고 있는 것으로 추정한다. 이는 러니지M의 뒤를 이은 역대 2위 수준의 매출이다. 긍정적인 것은 러니지2M 출시 이후 동시접속자 수가 지속적으로 증가하고 있으며 매출의 급격한 변동은 낮을 가능성은 높다. 이는 매출의 하향 안정화 속도가 러니지M과 같이 매우 전천히 이루어질 것을 의미한다. 러니지M의 새로운 출시에 거의 영향을 받지 않은 것으로 추정된다. 러니지M의 트래픽도 안정적인 흐름을 이어가고 있으며 연말 성수가 효과에 따른 소폭의 매출 상승도 기대해 볼만하다. PC는 큰 변동이 없을 것으로 전망된다.

>>> 대표작 성공 History는 이어진다
이번 러니지2M의 성과는 엔씨소프트라는 브랜드의 힘이 여실히 보여준 결과이다. 역대급 사전예약자 수부터 시작해서 매출에 이르기까지 PC사절부터 모바일까지 대표작으로 출시되는 엔씨 MMORPG의 성과는 이제 확실히 각인되었고 뜻밖무방하다. 이제 한편 포인트는 러니지2M의 유지력과 신작 및 해외출시의 일정이다. 러니지2M은 조만간 1차 콘텐츠 업데이트를 준비하고 있다. 러니지M의 경우처럼 초기 분기단위의 콘텐츠 업데이트와 1주년 대규모 업데이트가 이어질 것으로 전망된다. 이를 통한 매출의 하향 안정화 속도가 상반기의 잔차를 좌우할 것으로 전망된다. 하반기는 러니지2M의 글로벌진출, 신작(블로소2 or 아이온2)의 출시가 예상됨에 따라 기대치가 확대될 것으로 전망된다.

>>> 투자요건 BUY 유지, 목표주가 770,000원 상향
엔씨소프트의 투자요건 BUY 유지하고 목표주가는 770,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상EPS에 21.5배를 적용하여 산출하였다. 모멘텀이 하반기에 다수 물려있지만 상반기가 뒤어난 이익흐름으로 인하여 큰 부가치는 없을 것으로 전망된다. 작년과 같은 안정적인 주가 상승흐름을 기대한다.
## 엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

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

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 향후 일정

<table>
<thead>
<tr>
<th>게임명</th>
<th>디바이스</th>
<th>장르</th>
<th>출시사항 및 지역</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>블소 S</td>
<td>Mobile</td>
<td>MMORPG</td>
<td>해외 선프런처, 2020년</td>
</tr>
<tr>
<td>프로젝트 TL</td>
<td>PC/Consol</td>
<td>MMORPG</td>
<td>2020년 상반기 CBT</td>
</tr>
<tr>
<td>블소 2</td>
<td>Mobile</td>
<td>MMORPG</td>
<td>미정</td>
</tr>
<tr>
<td>아이온 2</td>
<td>Mobile</td>
<td>MMORPG</td>
<td>미정</td>
</tr>
<tr>
<td>블소 M</td>
<td>Mobile</td>
<td>MMORPG</td>
<td>미정</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터
<table>
<thead>
<tr>
<th>재무상태표</th>
<th>(단위: 백만원)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>12월 말, IFRS 연결</td>
<td>2017</td>
</tr>
<tr>
<td>영업활동 현금흐름</td>
<td>595.2</td>
</tr>
<tr>
<td>당기순이익</td>
<td>444.0</td>
</tr>
<tr>
<td>비용함포현금이익 included</td>
<td>185.3</td>
</tr>
<tr>
<td>유동성자산감가상각비</td>
<td>26.9</td>
</tr>
<tr>
<td>무기유동성자산감가상각비</td>
<td>3.1</td>
</tr>
<tr>
<td>잔존법인가계비</td>
<td>-8.7</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>164.0</td>
</tr>
<tr>
<td>영업활동마찰금부채증감</td>
<td>10.8</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채무및기타채권가계비</td>
<td>-41.6</td>
</tr>
<tr>
<td>재고자산유출</td>
<td>0.1</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채무및기타채무증감</td>
<td>-4.1</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>56.4</td>
</tr>
<tr>
<td>기타현금출금</td>
<td>-44.9</td>
</tr>
<tr>
<td>주가형달현금출금</td>
<td>-459.6</td>
</tr>
<tr>
<td>유동성자산의 취득</td>
<td>-28.8</td>
</tr>
<tr>
<td>유동성자산의 처분</td>
<td>0.6</td>
</tr>
<tr>
<td>유동성자산의 취득</td>
<td>-3.7</td>
</tr>
<tr>
<td>투자취득금증감(증가)</td>
<td>-713.9</td>
</tr>
<tr>
<td>당기손익계산표의 이익</td>
<td>-517.5</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>803.3</td>
</tr>
<tr>
<td>차용금 증감(감소)</td>
<td>-79.7</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금 증감(감소)</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금 증감(감소)</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>배당금支出</td>
<td>-81.1</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>1.4</td>
</tr>
<tr>
<td>기타현금흐름</td>
<td>-134.1</td>
</tr>
<tr>
<td>현금 및 현금성자산의 증가</td>
<td>42.4</td>
</tr>
<tr>
<td>현금 및 현금성자산의 증가</td>
<td>144.8</td>
</tr>
<tr>
<td>현금성자산 및 현금성자산의 증가</td>
<td>187.3</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: Gatorguide, 코움증권 리서치센터
Compliance Notice

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

고지사항

- 본 조사분석자는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임에 달려야 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, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 자작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 만, 형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

<table>
<thead>
<tr>
<th>종목명</th>
<th>일자</th>
<th>투자유형</th>
<th>목표주가</th>
<th>과지유형</th>
<th>주가대비</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>036570</td>
<td>2018/01/19</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>530,000원</td>
<td>1월</td>
<td>-17.99% -15.19%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/02/08</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>530,000원</td>
<td>2월</td>
<td>-20.99% -15.19%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/02/22</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>530,000원</td>
<td>3월</td>
<td>-23.13% -15.19%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/04/18</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>530,000원</td>
<td>4월</td>
<td>-25.02% -15.19%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/05/11</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>470,000원</td>
<td>5월</td>
<td>-25.98% -23.19%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/05/23</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>470,000원</td>
<td>6월</td>
<td>-23.14% -17.55%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/07/12</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>470,000원</td>
<td>7월</td>
<td>-21.85% -15.96%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/08/16</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>470,000원</td>
<td>8월</td>
<td>-21.23% -13.62%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/09/05</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>500,000원</td>
<td>9월</td>
<td>-14.30% -9.00%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2018/11/12</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>550,000원</td>
<td>10월</td>
<td>-12.49% -6.91%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/01/22</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>600,000원</td>
<td>11월</td>
<td>-21.95% -17.33%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/02/13</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>600,000원</td>
<td>12월</td>
<td>-23.83% -17.33%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/03/06</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>600,000원</td>
<td>1월</td>
<td>-20.81% -12.33%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/05/13</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>630,000원</td>
<td>2월</td>
<td>-23.98% -18.89%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/06/12</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>630,000원</td>
<td>3월</td>
<td>-23.31% -17.46%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/08/05</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>650,000원</td>
<td>4월</td>
<td>-18.03% -15.08%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/09/23</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>650,000원</td>
<td>5월</td>
<td>-18.86% -15.08%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2019/11/15</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>650,000원</td>
<td>6월</td>
<td>-17.89% -5.54%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2020/01/15</td>
<td>BUY(Maintain)</td>
<td>770,000원</td>
<td>7월</td>
<td>-</td>
</tr>
</tbody>
</table>

*주자는 수상주가 기준으로 과지율을 산출하였습니다.

투자의견 및 적용기준

<table>
<thead>
<tr>
<th>기업</th>
<th>적용기준(6개월)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Buy(매수)</td>
<td>시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상</td>
</tr>
<tr>
<td>Outperform(시장수익률 상회)</td>
<td>시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상</td>
</tr>
<tr>
<td>Marketperform(시장수익률)</td>
<td>시장대비 +10~+10% 주가 변동 예상</td>
</tr>
<tr>
<td>Underperform(시장수익률 하회)</td>
<td>시장대비 -10~+20% 주가 하락 예상</td>
</tr>
<tr>
<td>Sell(매도)</td>
<td>시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상</td>
</tr>
</tbody>
</table>

영중

<table>
<thead>
<tr>
<th>기업</th>
<th>적용기준(6개월)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Overweight(비중확대)</td>
<td>시장대비 +10% 이상 초과수익 예상</td>
</tr>
<tr>
<td>Neutral(중립)</td>
<td>시장대비 +10~+10% 변동 예상</td>
</tr>
<tr>
<td>Underweight(비중축소)</td>
<td>시장대비 -10% 이상 초과하락 예상</td>
</tr>
</tbody>
</table>

투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

<table>
<thead>
<tr>
<th>대수</th>
<th>중립</th>
<th>매도</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>97.53%</td>
<td>2.00%</td>
<td>0.67%</td>
</tr>
</tbody>
</table>