

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(상향)	800,000원	현재주가(01/23)	646,000원	Up/Downside	+23.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 01. 28

목표주가 상향

4Q19News

4Q19 실적 컨센서스 상회 예상: 4Q19 실적은 매출액 5,698억원(43%QoQ, 43%YoY), 영업이익 1,878억원(46%QoQ, 69%YoY)으로 시장 기대치를(매출액 5,298억원, 영업이익 1,810억원)을 상회할 것으로 예상된다. 실적 호조는 리니지2M의 흥행에 기인한다. 리니지2M은 출시 후 매출 순위 1위를 유지하고 있으며 4분기 일평균 매출 30억원 후반 수준으로 추정하고 있다. 리니지2M 출시에도 불구하고 리니지M의 매출이 잠식되지 않고 있는 것으로 파악되며 PC게임의 매출도 안정적인 흐름을 보이고 있다는 점이 고무적이다. 비용단에서는 리니지2M 마케팅비용 및 런칭 인센티브 등의 반영으로 영업비용이 급증하지만 매출 호조로 수익성은 전분기 대비 개선될 것으로 보인다.

Comment

리니지2M으로 올해 실적 호조: 리니지2M 국내 흥행에 따른 올해 동사 실적 개선 스토리의 가시성은 더 명확해졌다고 판단된다. 리니지2M의 국내 매출이 기존 예상보다 견조하게 나오고 있는 상황에서 연내 대만, 일본 등 글로벌 지역 확장에 따른 성과도 기대되는 상황이다. 이와 더불어 불소2/아이온2 등 연내 신작 출시 가능성도 있어 엔씨소프트는 연내 실적/지역확장/신작 모멘텀이 이어질 것으로 보인다.

Action

목표주가 상향: 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 80만원으로 상향한다. 목표주가는 올해 예상 실적에 동사 과거 5개년 평균인 PER 22배를 적용하여 산정하였다. 리니지2M에 기반한 올해 실적 개선 및 보유 IP 확장 전략에 주목할 필요가 있다고 판단되며 게임 업종 최선호주 의견을 유지한다.

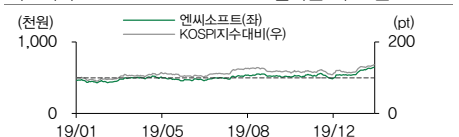
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,759	1,715	1,737	2,588	3,105
(증가율)	78.8	-2.5	1.3	49.0	20.0
영업이익	585	615	526	1,015	1,199
(증가율)	77.9	5.1	-14.5	93.1	18.1
지배주주순이익	441	418	422	782	920
EPS	20,104	19,061	19,208	35,646	41,928
PER (H/L)	24.6/12.0	27.1/17.3	28.2	18.1	15.4
PBR (H/L)	4.0/1.9	4.8/3.1	4.5	4.3	3.5
EV/EBITDA (H/L)	15.2/6.6	15.6/9.5	18.7	11.7	9.3
영업이익률	33.3	35.9	30.3	39.2	38.6
ROE	19.1	16.4	16.8	26.4	25.2

Stock Data

52주 최저/최고	430,500/646,000원
KOSDAQ /KOSPI	686/2,246pt
시가총액	141,823억원
60일-평균거래량	83,615
외국인지분율	51.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.9%p
주요주주	김택진 외 9인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	19.6	23.5	33.5
상대기준	17.4	14.4	26.4

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	4,108	3,978	5,698	17,151	17,371	25,879
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-24.5	-5.9	-1.5	42.6	-2.5	1.3	49.0
PC	1,493	1,527	1,553	1,469	1,239	1,543	1,540	1,495	6,041	5,818	6,030
리니지	283	421	403	390	207	501	518	492	1,497	1,719	1,802
리니지2	142	133	156	207	216	212	230	210	639	868	835
아이온	188	156	164	127	123	124	132	106	634	486	379
블레이드앤소울	339	306	301	250	233	211	215	219	1,196	878	785
길드워2	236	199	210	157	163	159	151	176	802	649	565
Project TL					0	0	0	0	0	0	437
기타	81	126	124	104	84	147	155	132	435	518	592
로열티	224	185	196	234	213	189	138	160	839	709	634
모바일	3,259	2,838	2,485	2,528	2,348	2,564	2,438	4,203	11,133	11,553	19,849
리니지M	2,616	2,075	2,135	2,195	1,944	2,202	2,092	2,114	9,021	8,353	7,972
리니지2M					0	0	0	1,772	0	1,772	8,918
블레이드앤소울2					0	0	0	0	0	0	755
블레이드앤소울s								0	0	0	276
로열티	618	739	320	300	361	326	305	277	2,000	1,250	1,239
리니지M	0	0	0	113	190	185	150	141	1,370	665	533
리니지2:레볼루션	178	136	118	105	80	75	87	73	537	314	327
블레이드앤소울:레볼루션	0	0	0	30	76	53	55	51	30	216	332
기타	440	603	202	52	15	14	13	12	63	55	49
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,814	2,689	3,819	11,002	12,114	15,728
YoY	29.8	25.3	-33.7	-16.6	2.9	1.6	1.5	33.0	-6.3	10.1	29.8
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,258	1,161	1,405	5,364	5,257	5,918
매출변동비	869	706	726	769	653	772	731	1,297	3,069	3,453	6,116
결제수수료	57	59	60	60	50	59	58	87	235	254	396
유통수수료	795	632	652	671	597	671	644	1,182	2,749	3,094	5,591
로열티	12	8	10	8	9	13	10	11	38	43	50
BOX 및 상품 제작비	2	1	2	24	2	5	7	6	29	20	28
기타	4	5	3	5	-4	23	12	12	17	42	50
마케팅비	108	150	165	159	190	242	228	421	582	1,081	1,327
상각비	65	66	76	69	120	130	127	126	277	503	492
기타	421	380	392	518	397	412	441	570	1,711	1,821	1,875
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,294	1,289	1,878	6,149	5,257	10,151
YoY	569.7	324.6	-57.6	-40.5	-61.0	-18.9	-7.3	66.8	5.1	-14.5	93.1
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	31.5	32.4	33.0	35.9	30.3	39.2
순이익	1,192	1,402	1,036	778	747	1,169	1,136	1,366	4,215	4,417	7,807
YoY	585.1	354.9	-62.3	-35.5	-37.3	-16.6	9.7	75.5	-5.1	4.8	76.7
NPM	25.1	32.1	25.7	19.5	20.8	28.4	28.6	24.0	24.6	25.4	30.2

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,773	1,576	1,829	2,460	3,204
현금및현금성자산	187	186	390	925	1,608
매출채권및기타채권	203	179	206	280	318
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	1,374	1,379	1,402
유형자산	229	234	245	252	277
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	951	951	951
자산총계	3,527	2,941	3,229	3,865	4,632
유동부채	456	473	482	486	493
매입채무및기타채무	220	166	175	179	186
단기차입금및단기차입금	0	5	5	5	5
유동상장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	342	89	89	89	89
사채및장기차입금	150	0	0	0	0
부채총계	797	562	571	575	582
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,164	2,441	3,069	3,824
비지배주주지분	8	11	13	17	22
자본총계	2,729	2,379	2,658	3,290	4,050

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	595	353	1,307	677	854
당기순이익	444	421	424	786	925
현금유출이없는비용및수익	185	233	109	234	280
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	35
영업관련자산부채변동	11	-56	907	-81	-42
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-27	-74	-38
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	-1	8	4	7
투자활동현금흐름	-460	68	-2	4	-15
CAPEX	-29	-27	-41	-37	-58
투자자산의순증	-708	386	0	0	0
재무활동현금흐름	-80	-424	-127	-146	-157
사채및장기차입금의 증가	0	5	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	0	0	0	0
배당금지급	-81	-155	-125	-144	-155
가타현금흐름	-13	2	-974	0	0
현금의증가	42	-2	204	535	683
기초현금	145	187	186	390	925
기말현금	187	186	390	925	1,608

자료: 엔씨소프트 DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,737	2,588	3,105
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,737	2,588	3,105
판관비	1,174	1,100	1,211	1,573	1,907
영업이익	585	615	526	1,015	1,199
EBITDA	615	643	558	1,047	1,234
영업외손익	24	23	31	33	35
금융손익	11	26	31	33	34
투자손익	-2	-2	-8	-8	-7
기타영업외손익	15	-1	8	8	8
세전이익	610	637	557	1,048	1,233
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	444	421	424	786	925
지배주주지분순이익	441	418	422	782	920
비지배주주지분순이익	3	3	2	4	5
총포괄이익	919	80	424	786	925
증감률(%YoY)					
매출액	78.8	-2.5	1.3	49.0	20.0
영업이익	77.9	5.1	-14.5	93.1	18.1
EPS	61.9	-5.2	0.8	85.6	17.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	20,104	19,061	19,208	35,646	41,928
BPS	124,037	107,923	120,481	149,075	183,480
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	28.2	18.1	15.4
P/B	3.6	4.3	4.5	4.3	3.5
EV/EBITDA	13.7	14.0	18.7	11.7	9.3
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	30.3	39.2	38.6
EBITDA마진	35.0	37.5	32.1	40.5	39.7
순이익률	25.2	24.6	24.4	30.4	29.8
ROE	19.1	16.4	16.8	26.4	25.2
ROA	15.1	13.0	13.7	22.2	21.8
ROIC	271.5	65.6	57.9	282.5	268.1
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	21.5	17.5	14.4
이자보상배율(배)	179.6	184.7	260.4	502.5	593.1
배당성향(배)	34.8	29.6	34.0	19.7	17.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엔씨소프트 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
19/03/06	Buy	690,000	-25.6 -6.4				
20/01/28	Buy	800,000	- -				