기업브리프

키움증권

실적 Review

2020. 5. 13

엔씨소프트 (036570)

견고한 쌍두마차에 신작 모멘텀도 변동 없음

BUY(Maintain)

목표주가: 900,000원(상향)

주가(5/12): 747,000원

시가총액: 163,997억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 7,311억원(QoQ, +37.0%), 영업이익 2,414억원(QoQ, +71.0%)로 매출은 기대치를 달성하였지만 이익은 하회하는 실적을 기록하였습니다. 매출은 모바일이 기대수준을 기록하였고 PC와 로열티가 예상보다 증가하면서 호조를 보였지만 인센티브 지급이 예상을 크게 상회하면서 이익이 기대치보다 낮은 수준을 기록하였습니다. 신작일정에 큰 변화가 없고 2Q말 업데이트로 안정적인 실적을 유지할 것으로 전망됨에 따라 4Q까지 기대치가 확대될 것으로 전망됩니다.

>>> 1Q Review: 사상 최대 매출, 인센티브도 큰 지급

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 7,311억원(QoQ, +37.0%), 영업이익 2,414억원(QoQ, +71.0%)로 매출액은 기대치를 달성하였지만 이익은 하회하는 실적을 기록하였다. 회계기준 상 리니지2M과 리니지M의 1Q일평균 매출은 각각 37억원과 23억원을 기록하며 기대치를 충족하였다. 로열티 매출도 대만 업데이트 효과로 증가하고 PC도 매출이 확대되었다. 다만 1Q 인건비가 전사 인센티브 증가, 게임성과인센티브 등 YoY +47.9% 급증하면서 이익이 기대치를 크게 하회하였다.

>>> 하반기 출시일정 변화 없음, 점진적 기대치 확대 전망

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

실적적으로는 2Q말에 리니지2M과 리니지M의 대규모 업데이트가 예정되어 있어 2Q는 대기수요로 매출액이 감소하겠으나 3Q에는 다시 반등할 것으로 전망된다. 더불어 4Q시점에는 신작과 해외진출 상황에 따라 다시 한번 최대 실적을 기록할 가능성이 높다. 이익적으로는 1Q에 지급되었던 인센티브 효과가 제거됨에 따라 2천억원 중반대의 이익레벨이 유지될 것으로 기대된다. 2Q 실적은 매출액 6,483억원(QoQ -11.3%), 영업이익 2,539억원(QoQ +5.2%)을 기록할 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 900,000원 상향

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 900,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상EPS에 PER 24배(EA, Blizzard, Netease평균)를 적용하여 산출하였다. 리니지2M과 리니지M에 따른 연간 실적수준을 유지하되 게임 출시 일정에 변함이 없어 내년에 대한 기대치가 높아지는 시점이다. 하반기 게임 출시를 시작으로 내년 아이온2, 프로젝트TL 등 다수의 파이프라인이 존재하고 있어 탄탄한 실적 성장세는 당분간 이어질 것으로 전망된다.

Stock Data

KOSPI (5/12)		1,922.17pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	747,000원	457,000원
등락률	0.0%	63.5%
수익률	절대	상대
1M	14.9%	11.2%
6M	39.9%	55.8%
1Y	46.2%	58.1%

Company Data

발행주식수		21,954천주
일평균 거래량(3M)		136천주
외국인 지분율		51.2%
배당수익률(20E)		1.1%
BPS(20E)		139,780원
주요 주주	김택진 외 9인	12.0%
	국민연금공단	11.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,853.8	3,593.8
영업이익	614.9	479.0	1,080.2	1,426.4
EBITDA	642.8	531.5	1,164.0	1,488.3
세전이익	637.3	496.2	1,090.4	1,452.1
순이익	421.5	359.2	821.0	1,089.0
지배주주지분순이익	418.2	358.2	818.8	1,086.1
EPS(원)	19,061	16,320	37,296	49,470
증감률(%,YoY)	-5.2	-14.4	128.5	32.6
PER(배)	24.5	33.1	18.7	14.1
PBR(배)	4.32	4.75	5.00	3.93
EV/EBITDA(배)	14.0	19.7	11.6	8.5
영업이익률(%)	35.9	28.2	37.9	39.7
ROE(%)	16.4	14.7	29.4	31.1
순차입금비율(%)	-51.1	-56.3	-61.0	-67.4

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	359	411	398	534	731	648	679	795	1,715	1,701	2,854
게임 매출액	301	359	354	490	678	602	640	758	1,434	1,504	2,678
리니지	21	50	52	51	45	43	45	48	150	174	181
리니지 2	22	21	23	28	26	23	25	27	64	94	102
아이온	12	12	13	8	10	11	11	8	63	46	39
블레이드앤소울	23	21	21	18	20	18	19	16	120	84	73
길드워 2(확장팩)	16	16	15	11	13	13	13	11	80	59	50
기타(모바일,신작)	207	239	229	373	565	494	527	647	957	1,047	2,233
로열티 매출액	57	52	44	44	53	46	39	38	282	198	176
영업비용	279	281	269	393	490	394	404	485	1,100	1,222	1,774
인건비	143	126	116	170	212	144	144	164	536	555	663
매출변동비	65	77	73	116	177	162	169	204	307	332	711
마케팅비	19	24	23	41	40	30	30	45	58	107	145
감가상각비	12	13	13	14	15	15	15	16	52	62	62
기타	40	41	44	51	47	44	46	56	147	166	192
영업이익	80	129	129	141	241	254	275	310	615	479	1,080
영업이익률	22%	32%	32%	26%	33%	39%	40%	39%	36%	28%	38%
YOY											
매출액	-24%	-6%	-1%	34%	104%	58%	71%	49%	-2%	-1%	68%
영업비용	3%	2%	2%	37%	75%	40%	50%	24%	-6%	11%	45%
영업이익	-61%	-19%	-7%	25%	204%	96%	113%	120%	5%	-22%	126%

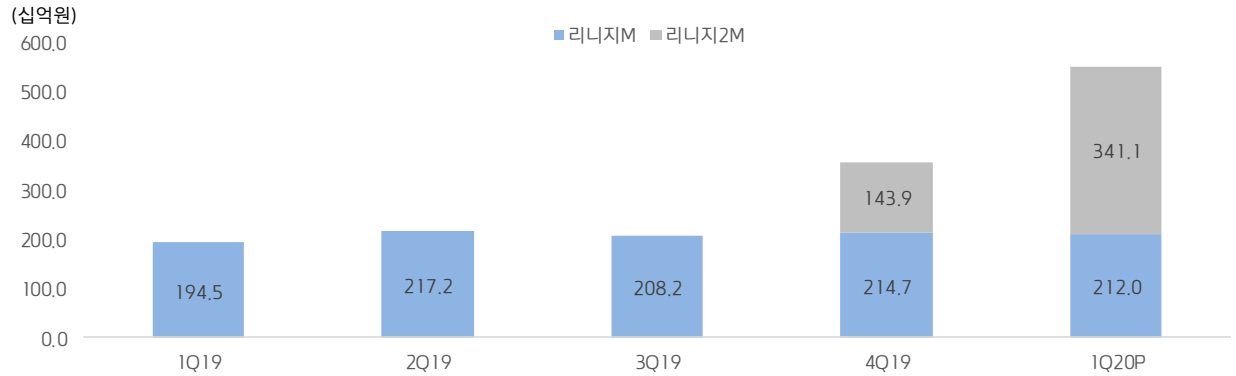
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2020 년 하반기, 글로벌 지역
프로젝트 TL	PC/Consol	MMORPG	2020 년 하반기 CBT, 내년 출시 기대
블소 2	Mobile	MMORPG	2020 년 하반기(4Q 추정)
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
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	2,853.8	3,593.8	3,374.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,853.8	3,593.8	3,374.7
판관비	1,100.2	1,222.2	1,773.6	2,167.4	2,054.7
영업이익	614.9	479.0	1,080.2	1,426.4	1,320.0
EBITDA	642.8	531.5	1,164.0	1,488.3	1,365.7
영업외손익	22.4	17.2	10.2	25.7	40.9
이자수익	29.3	33.6	42.4	56.9	72.2
이자비용	3.3	8.4	10.7	10.7	10.7
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	-19.3	-19.3	-19.3
기타	-17.2	-10.5	-24.0	-23.0	-23.1
법인세차감전이익	637.3	496.2	1,090.4	1,452.1	1,360.9
법인세비용	215.9	137.0	269.3	363.0	340.2
계속사업순손익	421.5	359.2	821.0	1,089.0	1,020.7
당기순이익	421.5	359.2	821.0	1,089.0	1,020.7
지배주주순이익	418.2	358.2	818.8	1,086.1	1,017.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.5	-0.8	67.8	25.9	-6.1
영업이익 증감율	5.1	-22.1	125.5	32.0	-7.5
EBITDA 증감율	4.5	-17.3	119.0	27.9	-8.2
지배주주순이익 증감율	-5.2	-14.3	128.6	32.6	-6.3
EPS 증감율	-5.2	-14.4	128.5	32.6	-6.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	35.9	28.2	37.9	39.7	39.1
EBITDA Margin(%)	37.5	31.2	40.8	41.4	40.5
지배주주순이익률(%)	24.4	21.1	28.7	30.2	30.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,766.7	3,695.1	4,541.6
현금 및 현금성자산	185.6	303.4	417.7	745.4	1,011.1
단기금융자산	1,184.6	1,468.8	1,821.0	2,257.7	2,799.2
매출채권 및 기타채권	179.0	270.6	453.9	571.6	536.7
재고자산	1.0	2.1	3.5	4.4	4.1
기타유동자산	26.2	43.0	70.6	116.0	190.5
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	3,950.6	4,826.3	5,636.3
유동부채	473.1	449.8	482.3	518.2	556.7
매입채무 및 기타채무	166.3	194.7	227.2	263.1	301.6
단기금융부채	155.1	42.7	42.7	42.7	42.7
기타유동부채	151.7	212.4	212.4	212.4	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	866.7	902.6	941.2
지배지분	2,367.7	2,499.2	3,068.7	3,905.5	4,674.2
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	3,046.3	3,977.8	4,841.2
비지배지분	11.3	13.0	15.2	18.2	21.0
자본총계	2,379.0	2,512.2	3,084.0	3,923.8	4,695.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	637.0	981.9	1,024.7
당기순이익	421.5	359.2	821.0	1,089.0	1,020.7
비현금항목의 가감	232.6	200.4	276.7	334.0	279.8
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	192.9	272.2	234.0
영업활동자산부채증감	-55.5	-70.8	-226.8	-128.0	-0.8
매출채권및기타채권의감소	45.3	-106.1	-183.3	-117.7	34.8
재고자산의감소	-0.5	-1.1	-1.4	-0.9	0.3
매입채무및기타채무의증가	-0.6	2.8	32.5	35.9	38.6
기타	-99.7	33.6	-74.6	-45.3	-74.5
기타현금흐름	-245.8	-96.6	-233.9	-313.1	-275.0
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	114.3	327.7	265.7
기초현금 및 현금성자산	187.3	185.6	303.4	417.7	745.4
기말현금 및 현금성자산	185.6	303.4	417.7	745.4	1,011.2

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	37,296	49,470	46,366
BPS	107,923	113,836	139,780	177,896	212,909
CFPS	29,813	25,497	50,001	64,817	59,236
DPS	6,050	5,220	7,500	7,500	7,500
주가배수(배)					
PER	24.5	33.1	18.7	14.1	15.1
PER(최고)	27.1	34.5	19.4		
PER(최저)	17.3	26.0	13.5		
PBR	4.32	4.75	5.00	3.93	3.28
PBR(최고)	4.79	4.95	5.19		
PBR(최저)	3.06	3.73	3.61		
PSR	5.97	6.98	5.38	4.27	4.55
PCFR	15.6	21.2	14.0	10.8	11.8
EV/EBITDA	14.0	19.7	11.6	8.5	8.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	29.6	30.0	18.8	14.2	15.1
배당수익률(%,보통주,현금)	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1
ROA	13.0	11.4	22.5	24.8	19.5
ROE	16.4	14.7	29.4	31.1	23.7
ROIC	200.5	115.1	216.1	233.8	211.4
매출채권회전율	9.0	7.6	7.9	7.0	6.1
재고자산회전율	2,260.8	1,105.6	1,028.2	914.7	794.7
부채비율	23.6	33.2	28.1	23.0	20.0
순차입금비율	-51.1	-56.3	-61.0	-67.4	-73.5
이자보상배율	184.7	56.9	100.6	132.9	123.0
총차입금	155.1	357.8	357.8	357.8	357.8
순차입금	-1,215.2	-1,414.4	-1,880.9	-2,645.3	-3,452.5
NOPLAT	642.8	531.5	1,164.0	1,488.3	1,365.7
FCF	237.9	234.6	670.3	1,003.6	1,034.9

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 5월 12일 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

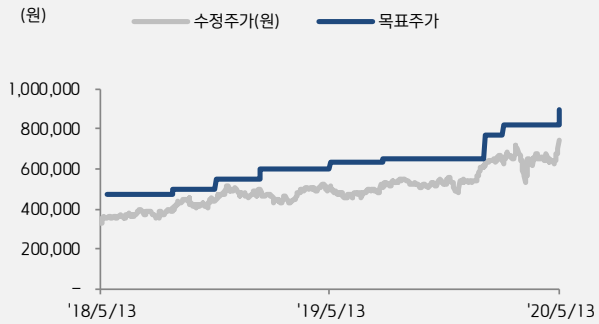
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율	
					평균주가대비	최고주가대비
엔씨소프트 (036570)	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-22.45	-17.55
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.27	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-20.68	-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		

*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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%