

엔씨소프트 (036570)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,120,000원 (U)
현재주가 (6/19)	857,000원
상승여력	31%

시가총액	188,146억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	898억원
60일 평균 거래량	125,741주
52주 고	875,000원
52주 저	459,000원
외인지분율	51.88%
주요주주	김택진 외 9 인 12.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.1	61.7	83.7
상대	8.3	10.1	82.3
절대(달러환산)	18.8	72.1	78.9

아직도 싸다

흔들림 없는 편안함

하반기 최대 실적 모멘텀인 '리니지2M'의 해외(일본/대만)진출과 신작 '블소2'의 출시 일정은 연내 출시를 목표로 변함없이 진행되고 있음.

2분기는 '리니지2M' 자연 감소와 업데이트 직전 매출감소 효과로 1분기 대비 매출 감소 예상되지만, 인건비, 마케팅비 감소로 영업이익 감소폭은 제한적일 것으로 예상함

반면 '리니지2M' 6/24 '코로나클 3 풍요의시대' 대규모 업데이트, '리니지M' 3주년 기념 대규모 업데이트(6/24에 시기 내용 발표)로 하반기 실적 재 상승을 예고 하고 있음

새로운 성장을 위한 준비

'TL(The Lineage)'은 연내 CBT를 거쳐 내년 출시 가능성이 높은 상황이며, 콘솔 시장 진출을 위해 콘솔 버전을 동시에 개발 중에 있음.

콘솔 게임은 'TL' 이외에도 차세대 콘솔 게임기 출시를 앞두고 수 개의 프로젝트가 진행중이며 새로운 플랫폼 진출에 대한 준비가 진행중에 있음. 동사는 PC → 모바일 플랫폼 이동시에도 그러하였듯이 신규 플랫폼 진출 시 시간은 오래 걸렸지만 그만큼 완성도 높은 게임 퀄리티를 출시하여 크게 성공 했던 경험이 있었음

목표주가 112만원으로 상향

최근 동사의 글로벌 피어 기업들의 주가 상승에 따라 동사 적용 밸류에이션 상향하였고, 실적도 2021년 실적을 적용하였음.

동사는 아직까지 특히 국내의 경우에는 코로나로 인한 영향은 거의 없으나, 코로나에 따른 실내거주시간 증가로 게임주에 대한 밸류에이션도 상향되고 있다는 판단임. 최근 2개월간 동사 주가는 33% 상승하였으나, 실적 가시성이 높은 2020년 PER 기준으로 Blizzard 26.0배, EA 26.2배, NetEase 23.1배 대비 동사는 19.5배로 여전히 저평가 상황임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,243	52.0	-14.6	6,533	-4.4
영업이익	2,387	84.4	-1.1	2,602	-8.3
세전계속사업이익	2,465	67.5	-3.6	2,713	-9.2
지배순이익	1,848	58.7	-5.5	2,064	-10.5
영업이익률 (%)	38.2	+6.7 %pt	+5.2 %pt	39.8	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	29.6	+1.3 %pt	+2.9 %pt	31.6	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	17,151	17,012	29,590	33,332
영업이익	6,149	4,790	11,837	14,025
지배순이익	4,182	3,582	9,294	10,914
PER	21.4	30.5	20.2	17.2
PBR	3.5	4.1	5.3	4.1
EV/EBITDA	12.0	17.9	13.3	10.6
ROE	16.4	14.7	31.8	28.4

자료: 유안타증권

엔씨소프트(036570) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
Sales	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	6,243	6,954	9,081	17,151	17,012	29,590	33,332
YoY	-24%	-6%	-1%	34%	104%	52%	75%	70%	-2%	-1%	73.9%	13%
Lineage 1	207	501	518	514	448	446	452	459	1,497	1,741	1,804	1,708
Lineage 2	216	212	230	278	264	270	277	283	639	936	1,094	1,040
Aion	123	124	132	81	101	106	110	115	634	460	432	410
Blade & Soul	233	211	215	180	196	209	224	239	1,196	839	868	641
Guild War 2	163	159	151	113	125	134	143	153	802	587	556	506
Royalty Sales	574	516	442	443	528	502	491	458	2,816	1,975	1,980	1,928
모바일게임	1,945	2,172	2,082	3,586	5,532	4,544	5,115	6,954	9,133	9,786	22,146	25,335
리니지 m	1,945	2,172	2,082	2,147	2,120	1,845	2,011	1,911	9,093	8,347	7,887	6,704
리니지2m	-	-	-	1,439	3,411	2,699	3,104	3,244	-	1,439	12,458	9,923
블소2 (아이온2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,800	5,475
모바일 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,200
TL 등 온라인 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,033
Cost	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,857	4,148	4,852	11,002	12,222	17,753	19,307
Salaries Expenses	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,451	1,519	1,519	5,364	5,551	6,608	7,284
Royalty	9	13	10	9	12	10	10	11	38	41	44	47
결제수수료	50	59	58	55	58	47	50	62	235	222	217	244
외주(Box)제작비	2	5	7	13	6	8	9	8	29	27	30	28
유통수수료	597	671	644	1,088	1,678	1,379	1,551	2,102	2,749	3,000	6,710	7,693
Advertising	190	242	228	413	396	345	385	450	582	1,073	1,576	1,413
Depreciation	120	130	127	143	148	153	158	163	277	520	622	653
기타	397	412	441	510	469	455	458	526	1,711	1,760	1,908	1,900
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,387	2,807	4,229	6,149	4,790	11,837	14,025
YoY	-61.0%	-18.9%	-7.3%	25.4%	203.6%	84.4%	117.7%	199.6%	4.9%	-22.1%	147.1%	18.5%
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	38.2%	40.4%	46.6%	35.9%	28.2%	40.0%	42.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 목표주가 산정내역

이전 목표주가 산정 내역		변경된 목표주가 산정내역	
2020년 예상 지배 순이익	9,478억원	2021년 예상 지배 순이익	10,914억원
Target P/E	20.9 X	Target P/E	22.53 X
Target 시가총액	197,616억원	Target 시가총액	245,892억원
발행주식수	21,954,022 주	발행주식수	21,954,022 주
목표주가	900,137 원	목표주가	1,120,034 원

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	17,151	17,012	29,590	33,332	30,731
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,151	17,012	29,590	33,332	30,731
판매비	11,002	12,222	17,753	19,307	19,004
영업이익	6,149	4,790	11,837	14,025	11,727
EBITDA	6,428	5,315	12,392	14,569	12,232
영업외손익	224	172	500	521	612
외환관련손익	159	218	144	165	165
이자손익	260	252	463	591	804
관계기업관련손익	-24	-193	-27	-40	-61
기타	-171	-105	-80	-195	-297
법인세비용차감전순손익	6,373	4,962	12,337	14,546	12,339
법인세비용	2,159	1,370	3,047	3,637	3,085
계속사업순손익	4,215	3,592	9,290	10,910	9,254
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,215	3,592	9,290	10,910	9,254
지배지분순이익	4,182	3,582	9,294	10,914	9,258
포괄순이익	801	2,645	9,563	11,183	9,527
지배지분포괄이익	768	2,627	9,539	11,154	9,503

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,528	3,922	11,273	12,076	10,935
당기순이익	4,215	3,592	9,290	10,910	9,254
감가상각비	255	512	544	533	495
외환손익	-115	-56	-96	-165	-165
중속, 관계기업관련손익	66	46	0	40	61
자산부채의 증감	-555	-708	713	121	653
기타현금흐름	-336	537	823	637	637
투자활동 현금흐름	683	-2,342	-2,306	-344	-344
투자자산	2,695	2,574	-1,304	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-267	-510	-309	-309	-309
유형자산 감소	10	8	4	4	4
기타현금흐름	-1,754	-4,414	-696	-39	-39
재무활동 현금흐름	-4,244	-457	-1,767	-1,467	-1,467
단기차입금	50	60	-118	-118	-118
사채 및 장기차입금	0	992	-300	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,547	-1,246	-1,076	-1,076	-1,076
기타현금흐름	-2,746	-263	-273	-273	-273
연결범위변동 등 기타	15	55	-811	-674	-710
현금의 증감	-17	1,179	6,390	9,591	8,414
기초 현금	1,873	1,856	3,034	9,425	19,016
기말 현금	1,856	3,034	9,425	19,016	27,429
NOPLAT	6,149	4,790	11,837	14,025	11,727
FCF	3,523	2,774	9,872	10,874	9,644

자료: 유안타증권

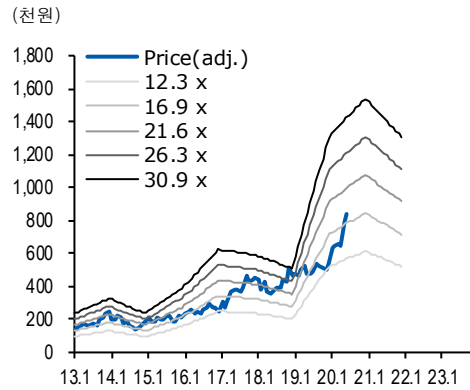
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,764	20,879	30,204	40,490	49,238
현금및현금성자산	1,856	3,034	9,425	19,016	27,429
매출채권 및 기타채권	1,790	2,706	2,626	2,954	2,726
재고자산	10	21	23	26	24
비유동자산	13,649	12,585	13,440	13,203	13,003
유형자산	2,339	3,504	3,283	3,056	2,866
관계기업등 지분관련자산	564	436	441	441	441
기타투자자산	8,951	7,033	7,997	7,997	7,997
자산총계	29,413	33,464	43,644	53,693	62,241
유동부채	4,731	4,498	5,620	5,519	5,390
매입채무 및 기타채무	1,663	1,947	3,554	3,570	3,559
단기차입금	51	113	2	-116	-234
유동성장기부채	1,500	0	-300	-300	-300
비유동부채	892	3,844	4,370	4,630	5,083
장기차입금	0	2,494	0	0	0
사채	0	0	2,494	2,494	2,494
부채총계	5,623	8,342	9,991	10,149	10,472
지배지분	23,677	24,992	33,479	43,318	51,500
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,355	4,355	4,355	4,355
이익잉여금	21,638	23,821	32,048	41,886	50,069
비지배지분	113	130	174	226	268
자본총계	23,790	25,122	33,654	43,543	51,768
순차입금	-12,152	-14,373	-24,069	-33,777	-42,309
총차입금	1,551	3,349	2,821	2,703	2,585

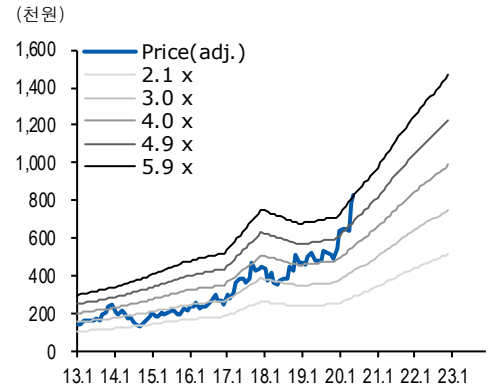
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	19,061	16,320	42,333	49,713	42,170
BPS	114,980	121,275	162,462	210,204	249,910
EBITDAPS	29,301	24,216	56,446	66,361	55,717
SPS	78,176	77,514	134,781	151,827	139,980
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
PER	21.4	30.5	20.2	17.2	20.3
PBR	3.5	4.1	5.3	4.1	3.4
EV/EBITDA	12.0	17.9	13.3	10.6	11.9
PSR	5.2	6.4	6.4	5.6	6.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-2.5	-0.8	73.9	12.6	-7.8
영업이익 증가율 (%)	5.1	-22.1	147.1	18.5	-16.4
지배순이익 증가율 (%)	-5.2	-14.4	159.5	17.4	-15.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	35.9	28.2	40.0	42.1	38.2
지배순이익률 (%)	24.4	21.1	31.4	32.7	30.1
EBITDA 마진 (%)	37.5	31.2	41.9	43.7	39.8
ROIC	352.8	143.0	381.5	582.0	418.7
ROA	12.9	11.4	24.1	22.4	16.0
ROE	16.4	14.7	31.8	28.4	19.5
부채비율 (%)	23.6	33.2	29.7	23.3	20.2
순차입금/자기자본 (%)	-51.3	-57.5	-71.9	-78.0	-82.2
영업이익/금융비용 (배)	184.7	56.9	156.9	194.0	169.6

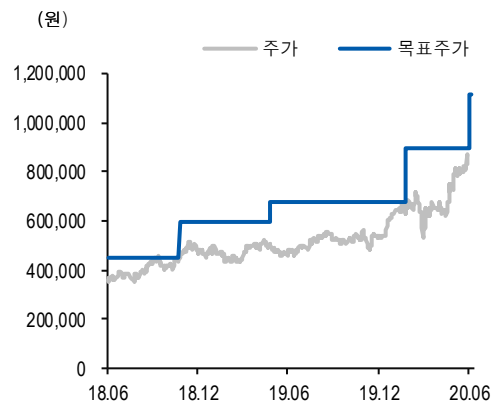
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-22	BUY	1,120,000	1년		
2020-02-13	BUY	900,000	1년	-22.44	-2.78
2019-05-13	BUY	680,000	1년	-22.22	-1.18
2018-11-12	BUY	600,000	1년	-20.53	-12.33
2018-05-10	BUY	450,000	1년	-13.20	1.11

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.4
Hold(중립)	10.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-06-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.