



엔씨소프트 (036570)

멀티플 확장 구간인 대장주

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 1,200,000원

현재 주가(6/29)	890,000원
상승여력	▲34.8%
시가총액	195,391억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	943,000 / 459,000원
90 일 일평균 거래대금	882.66억원
외국인 지분율	52.0%

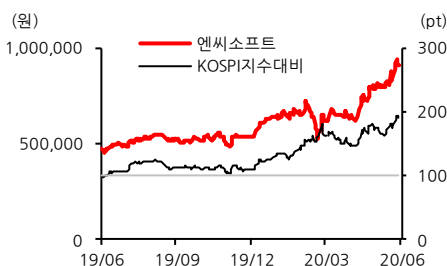
주주 구성	
김택진 (외 10 인)	12.0%
국민연금공단 (외 1 인)	11.5%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.7	43.1	64.5	86.6
상대수익률(KOSPI)	9.5	21.2	69.5	88.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,715	1,701	2,759	3,250
영업이익	615	479	1,076	1,335
EBITDA	643	531	1,122	1,377
지배주주순이익	418	358	872	1,067
EPS	19,061	16,315	39,715	48,587
순차입금	-1,215	-1,406	-2,363	-3,253
PER	24.5	33.2	22.4	18.3
PBR	4.3	4.8	5.8	4.6
EV/EBITDA	14.0	19.7	15.3	11.8
배당수익률	1.3	1.1	0.7	0.7
ROE	16.4	14.7	29.8	28.0

주가 추이



동사의 2분기 실적은 프로모션 강도 조절로 인해 전분기 대비 소폭 감소할 것으로 전망합니다. 하지만, 3분기 실적은 재차 성장할 것으로 예상하고 연내 해외 진출과 차기작 출시도 예정되어있습니다.

2분기 실적은 일시적인 숨고르기 전망

엔씨소프트의 2분기 실적은 매출액 6161억 원, 영업이익 2339억 원을 기록할 것으로 전망한다. 전분기 대비 소폭 역성장을 예상하는 이유는 PC와 모바일 모두 주력 게임들의 전략적인 비수기였기 때문이다. 리니지2M과 리니지M의 2분기 평균 일매출은 대규모 업데이트를 앞두고 프로모션 강도를 축소하면서 전분기 대비 감소한 28억 원, 20억 원을 기록할 것으로 추정한다. 한편, 인건비는 전분기 지급됐던 대규모 인센티브 비용 제거 효과로 인해 큰 폭 감소할 것으로 예상하며, 이를 통해 영업이익률은 매출 감소에도 불구하고 전분기 대비 5%p 개선된 38%를 기록했을 것으로 전망한다.

3분기 대규모 업데이트로 게임 수명 장기화와 신작에 주목

우리는 동사의 3분기 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 각각 70%, 115% 증가할 것으로 전망한다. 리니지M은 출시 3주년 기념 대규모 업데이트를 7월 8일부터 진행할 예정이고, 리니지2M도 6월 24일 크로니클3 업데이트를 시작으로 8월 공성전까지 순차적인 업데이트가 예정되어 있다. 이번 프로모션을 통해 두 모바일 게임의 3분기 매출 반등세는 재차 확인될 것으로 판단된다. 또한 연내 예정된 리니지2M의 해외 진출과 신작 블소2의 국내 출시는 추가적인 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 리니지2 IP의 높은 해외 시장 인지도를 감안하면 기대감은 주가에 선반영될 것으로 판단하며, 연말 경쟁사들의 대작 출시도 부재하다는 점에서 블소2의 흥행 기대감도 높아질 것으로 전망한다.

목표주가 120만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 120만 원으로 상향한다. 리니지2M의 해외 출시와 신작 매출을 가정해 21년 영업이익 추정치를 기존 대비 9.7% 상향하고 목표배수 25배를 적용했다. 연내 해외 진출과 차기작 출시를 통한 내년 실적 성장 가능성을 감안하면 국내외 경쟁사 중 투자 매력도가 여전히 가장 높다고 판단한다. 글로벌 탑티어 게임 회사에 대한 멀티플 재평가가 나타나는 구간이다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	358.8	410.8	397.8	533.8	731.1	616.1	676.5	735.3	1,759	1,715	1,701	2,759
YoY (%)	(24.5)	(5.9)	(1.5)	33.6	103.8	50.0	70.0	37.7	78.8	(2.5)	(0.8)	62.2
리니지 1	20.7	50.1	51.8	51.4	44.8	41.0	41.0	39.8	155	150	174	167
리니지 2	22	21	23	28	26	24	27	31	66	64	94	109
아이온	12	12	13	8	10	9	9	9	47	63	46	37
블레이드앤소울	23	21	21	18	20	18	19	19	161	120	84	75
길드워 2	16	16	15	11	13	11	12	12	83	80	59	46
모바일&기타	210	239	229	375	576	459	515	484	1,003	949	1,056	2,034
Lineage M	194	217	208	215	212	185	207	153	931	887	835	757
Lineage2M				144	341	252	288	315			144	1,196
로열티	57	52	44	44	53	50	50	47	203	282	198	200
영업비용	279	281	269	393	490	382	399	412	1,174	1,100	1,222	1,683
YoY (%)	2.9	1.6	1.5	36.8	75.4	35.8	48.5	5.0	79.2	(6.3)	11.1	37.7
인건비	143	126	116	170	212	144	145	151	562	536	555	653
지급수수료	65	77	73	116	177	144	162	154	342	307	332	636
마케팅비	19.0	24.2	22.8	41.3	39.6	32.8	33.2	43.1	83	58	107	149
기타	40	41	44	51	47	49	47	51	158	171	176	195
영업이익	79.5	129.4	128.9	141.2	241.4	233.9	277.0	323.2	585	615	479	1,076
YoY (%)	(61.0)	(18.9)	(7.3)	25.4	203.6	80.8	114.9	128.9	77.9	5.1	(22.1)	124.5
영업이익률 (%)	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.0	41.0	43.9	33.3	35.9	28.2	39.0
당기순이익	75	117	114	54	195	191	225	260	444	420	359	871
순이익률 (%)	20.8	28.4	28.6	10.1	26.6	31.1	33.2	35.4	25.2	24.5	21.1	31.6

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,701	2,759	3,250
매출총이익	1,759	1,715	1,701	2,759	3,250
영업이익	585	615	479	1,076	1,335
EBITDA	615	643	531	1,122	1,377
순이자손익	18	38	29	37	40
외화관련손익	-17	16	22	14	0
지분법손익	-3	-2	-19	1	1
세전계속사업손익	610	637	496	1,134	1,385
당기순이익	444	421	359	872	1,067
지배주주순이익	441	418	358	872	1,067
증가율(%)					
매출액	78.8	-2.5	-0.8	62.2	17.8
영업이익	77.9	5.1	-22.1	124.5	24.1
EBITDA	70.3	4.5	-17.3	111.0	22.8
순이익	63.6	-5.1	-14.8	142.8	22.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	33.3	35.9	28.2	39.0	41.1
EBITDA 이익률	35.0	37.5	31.2	40.7	42.4
세전이익률	34.7	37.2	29.2	41.1	42.6
순이익률	25.2	24.6	21.1	31.6	32.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	595	353	392	1,163	1,109
당기순이익	444	421	359	872	1,067
자산상각비	30	28	52	46	42
운전자본증감	11	-56	-71	-27	-2
매출채권 감소(증가)	-42	45	-106	15	-25
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	-4	-1	3	-24	7
투자현금흐름	-460	68	-234	-395	-159
유형자산처분(취득)	-28	-26	-50	-41	-51
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-3	0	0
투자자산 감소(증가)	-613	125	-177	-323	-73
재무현금흐름	-80	-424	-46	-139	-133
차입금의 증가(감소)	0	5	105	-6	0
자본의 증가(감소)	-81	-155	-125	-133	-133
배당금의 지급	81	155	125	133	133
총현금흐름	629	654	560	1,190	1,111
(-)운전자본증감(감소)	-150	115	20	-118	2
(-)설비투자	29	27	51	42	51
(+)자산매각	-3	-3	-2	0	0
Free Cash Flow	748	509	486	1,266	1,059
(-)기타투자	-45	-33	55	175	35
잉여현금	793	542	432	1,092	1,023
NOPLAT	426	407	347	827	1,028
(+) Dep	30	28	52	46	42
(-)운전자본투자	-150	115	20	-118	2
(-)Capex	29	27	51	42	51
OpFCF	577	292	328	949	1,017

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,773	1,576	2,088	3,024	3,941
현금성자산	1,544	1,370	1,772	2,726	3,617
매출채권	198	152	257	244	269
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	1,754	1,365	1,259	1,292	1,336
투자자산	1,472	1,077	859	895	931
유형자산	229	234	350	349	360
무형자산	52	54	50	48	46
자산총계	3,527	2,941	3,346	4,315	5,278
유동부채	456	473	450	549	574
매입채무	43	27	50	72	80
유동성이자부채	0	155	43	43	43
비유동부채	342	89	384	408	412
비유동이자부채	150	0	324	321	321
부채총계	797	562	834	958	986
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	436	436	436
이익잉여금	1,906	2,164	2,382	3,147	4,081
자본조정	372	-240	-329	-249	-249
자기주식	-156	-431	-431	-431	-431
자본총계	2,729	2,379	2,512	3,358	4,292

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	20,105	19,061	16,315	39,715	48,587
BPS	124,037	107,923	113,836	152,342	194,880
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
CFPS	28,692	29,813	25,489	54,200	50,626
ROA(%)	15.0	12.9	11.4	22.8	22.2
ROE(%)	19.1	16.4	14.7	29.8	28.0
ROIC(%)	N/A	N/A	71.4	182.4	259.7
Multiples(x, %)					
PER	22.3	24.5	33.2	22.4	18.3
PBR	3.6	4.3	4.8	5.8	4.6
PSR	5.6	6.0	7.0	7.1	6.0
PCR	15.6	15.6	21.2	16.4	17.6
EV/EBITDA	13.7	14.0	19.7	15.3	11.8
배당수익률	1.6	1.3	1.1	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	29.2	23.6	33.2	28.5	23.0
Net debt/Equity	-51.1	-51.1	-56.0	-70.4	-75.8
Net debt/EBITDA	-226.7	-189.0	-264.5	-210.7	-236.3
유동비율	388.9	333.2	464.2	550.6	686.4
이자보상배율(배)	179.6	184.7	56.9	123.1	152.9
자산구조(%)					
투자자본	0.0	15.5	16.5	9.6	8.2
현금+투자자산	100.0	84.5	83.5	90.4	91.8
자본구조(%)					
차입금	5.2	6.1	12.7	9.8	7.8
자기자본	94.8	93.9	87.3	90.2	92.2

[Compliance Notice]

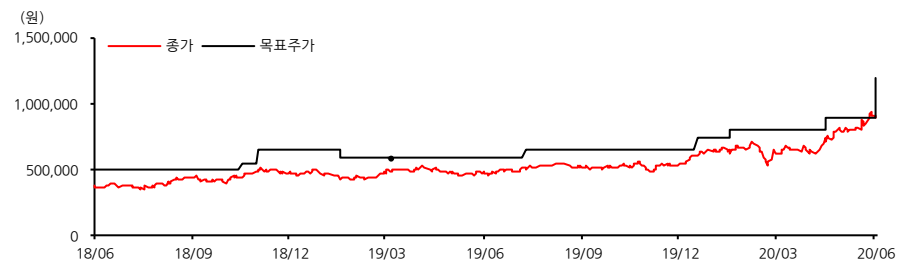
(공표일: 2020년 06월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.08.16	2018.11.12	2018.11.27	2019.01.21	2019.02.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		500,000	550,000	650,000	650,000	600,000
일 시	2019.03.21	2019.04.10	2019.05.13	2019.05.17	2019.06.11	2019.08.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	660,000
일 시	2019.11.15	2019.11.25	2020.01.13	2020.02.13	2020.03.10	2020.04.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	660,000	660,000	750,000	800,000	800,000	800,000
일 시	2020.05.13	2020.06.30				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	900,000	1,200,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.12	Buy	550,000	-14.76	-10.36
2018.11.27	Buy	650,000	-26.16	-21.23
2019.02.13	Buy	600,000	-20.19	-12.33
2019.08.05	Buy	660,000	-19.37	-7.88
2020.01.13	Buy	750,000	-14.43	-10.40
2020.02.13	Buy	800,000	-18.69	-6.63
2020.05.13	Buy	900,000	-9.44	4.78
2020.06.30	Buy	1,200,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%