

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(상향)	1,200,000원	현재주가(07/10)	944,000원	Up/Downside	+27.1%
----------	------------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 07. 13

하반기도 엔씨소프트!

2Q20 Preview

2Q20 실적 컨센서스 부합 예상: 동사 2분기 실적은 매출액 6,390억원(−13%QoQ, +56%YoY), 영업이익 2,485억원(+3%QoQ, +92%YoY)으로 컨센서스(매출액 6,405억원, 영업이익 2,499억원)에 부합할 것으로 예상된다. 실적은 전년대비 크게 개선되지만 전분기대비 매출은 리니지2M의 일매출(30억원, −21%QoQ 가정) 감소 및 기존 PC/모바일 게임 매출의 자연적 둔화 등의 영향으로 감소할 것으로 보인다. 외형 축소에도 불구하고 수익성은 QoQ 개선세가 이어질 것으로 보이는데 이는 성과급 제거에 따른 인건비 감소, 프로모션 축소에 따른 마케팅비 감소에 기인한다.

Comment

3Q 업데이트, 4Q 해외확장/신작출시: 2분기 주춤했지만 3분기에는 리니지M/2M 업데이트 효과가 기대된다. 특히 리니지2M은 6월말부터 순차적인 콘텐츠 업데이트 중이고 8월에는 공성전을 선보일 예정이다. 관련 프로모션도 진행되면서 3분기 일매출(32억원, +6%QoQ 가정) 반등이 예상되고 이는 동사 실적 호조를 견인할 것으로 예상된다. 4분기에는 리니지2M 글로벌 확장 및 블레이드앤소울2 출시가 예정되어 있어 하반기 동사 주가/실적 측면에서 긍정적인 모멘텀이 이어질 것으로 보인다.

Action

Top Pick 유지: 하반기에도 동사에 대한 매수 전략이 계속 유효할 것으로 판단된다. 목표주가는 실적 기준을 향후 주요 모멘텀이 반영될 12개월 Forward로 변경하여 120만원으로 기존대비 24% 상향하였다. 코로나19 영향으로 게임 업종 전반적으로 밸류에이션이 높아지고 있는 가운데 Target PER은 동사 과거 5개년 평균인 26배 수준으로 무리가 없다고 판단된다. Top Pick 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고		481,500/995,000원		
매출액	1,715	1,701	2,898	3,623	4,456	KOSDAQ /KOSPI		773/2,150pt		
(증가률)	−2.5	−0.8	70.3	25.0	23.0	시가총액		207,246억원		
영업이익	615	479	1,109	1,517	1,943	60일-평균거래량		121,868		
(증가□)	5.1	−22.1	131.5	36.8	28.1	외국인지분율		51.3%		
자배주주순이익	418	358	841	1,109	1,421	60일-외국인지분율변동추이		+0.6%		
EPS	19,061	16,320	38,320	50,502	64,741	주요주주		김택진 외 9 인 12.0%		
PER (H/L)	27.1/17.3	34.5/26.0	24.7	18.8	14.6	(천원)				
PBR (H/L)	4.8/3.1	4.9/3.7	6.5	5.0	3.9	2,000				
EV/EBITDA (H/L)	15.6/9.5	20.6/15.2	16.3	11.7	8.6	엔씨소프트(주)		(pt)		
영업이익률	35.9	28.2	38.3	41.9	43.6	KOSPI지수대비(우)		500		
ROE	16.4	14.7	29.6	30.3	29.9	주가상승률		0		
						1M		0		
						3M				
						12M				
						절대기준				
						상대기준				
						14.8		45.2		94.0
						17.3		25.7		85.8

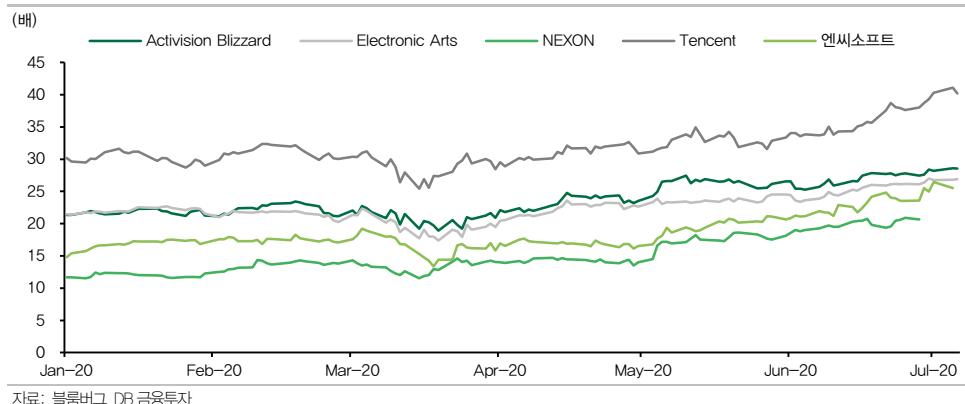
도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	6,390	6,699	8,578	16,994	28,978	36,231
YoY	-24.5	-5.9	-1.5	33.6	103.8	55.5	68.4	60.7	-0.9	70.5	25.0
PC	1,239	1,543	1,540	1,433	1,390	1,303	1,344	1,293	5,756	5,329	5,454
리니지	207	501	518	514	448	421	446	459	1,741	1,773	1,837
리니지2	216	212	230	278	264	251	264	256	936	1,035	960
아이온	123	124	132	81	101	96	101	81	460	380	372
블레이드앤소울	233	211	215	180	196	177	185	158	839	716	692
길드워2	163	159	151	113	125	101	101	101	587	427	435
기타	84	147	156	101	76	95	99	82	487	352	291
로열티	213	189	138	166	178	163	148	157	709	633	867
모바일	2,348	2,564	2,438	3,906	5,922	5,087	5,355	7,285	11,238	23,648	30,778
리니지M	1,944	2,202	2,092	2,145	2,120	1,994	2,136	2,030	8,383	8,280	7,661
리니지2M				1,428	3,411	2,794	2,901	3,393	1,439	12,499	12,962
블레이드앤소울2								1,388		1,388	6,037
아이온2											
기타	44	36	41	56	40	43	47	45	166	175	247
로열티	361	326	305	277	350	257	271	430	1,250	1,307	1,274
영업비용	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,905	4,088	5,000	12,222	17,889	21,059
YoY	2.9	1.6	1.5	36.8	75.4	38.8	52.0	27.3	11.1	46.4	17.7
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,440	1,498	1,722	5,551	6,778	7,694
매출변동비	653	772	731	1,162	1,765	1,538	1,614	2,148	3,319	7,065	9,215
결제수수료	50	59	58	55	58	55	56	53	222	222	216
유통수수료	597	671	644	1,088	1,678	1,455	1,531	2,065	3,000	6,728	8,885
로열티	9	13	10	9	12	9	6	7	41	34	29
BOX 및 상품 제작비	2	5	7	13	6	8	8	10	27	31	33
기타	-4	23	12	-2	12	12	12	12	29	48	52
마케팅비	190	242	228	413	396	293	333	456	1,073	1,477	1,372
상각비	120	130	127	143	148	153	157	162	520	620	699
기타	397	412	441	510	469	482	486	512	1,760	1,949	2,079
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,485	2,611	3,578	4,772	11,088	15,172
YoY	-61.0	-18.9	-7.2	25.4	203.6	92.0	102.5	153.5	-22.4	132.4	36.8
OPM	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.9	39.0	41.7	28.1	38.3	41.9
순이익	747	1,169	1,136	690	1,954	1,924	2,021	2,550	3,593	8,450	11,118
YoY	-37.3	-16.6	9.7	-11.3	161.6	64.6	77.9	370.9	-14.7	135.2	31.6
NPM	20.8	28.4	28.6	12.9	26.7	30.1	30.2	29.7	21.1	29.2	30.7

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

도표 2. 주요 글로벌 게임사 20E 실적 기준 PER 추이



대차대조표

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576	2,088	2,791	3,756	4,993
현금및현금성자산	186	303	114	939	2,026
매출채권및기타채권	179	271	293	347	406
재고자산	1	2	2	3	4
비유동자산	1,365	1,259	1,207	1,197	1,219
유형자산	234	350	300	291	314
무형자산	54	50	48	47	46
투자자산	951	747	747	747	747
자산총계	2,941	3,346	4,041	4,996	6,255
유동부채	473	450	456	463	472
매입채무및기타채무	166	195	200	208	217
단기应付 및 단기차입	5	11	11	11	11
유동성장기부채	150	0	0	0	0
비유동부채	89	384	384	384	384
사채및장기차입금	0	249	249	249	249
부채총계	562	834	840	848	856
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	436	436	436	436
이익잉여금	2,164	2,382	3,069	4,013	5,259
비자본주자분	11	13	15	19	23
자본총계	2,379	2,512	3,201	4,148	5,399

현금흐름표

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	353	392	814	1,077	1,389
당기순이익	421	359	844	1,112	1,425
현금유동이없는비용및수익	233	200	349	482	607
유형및무형자산상각비	28	52	92	84	86
영업관련자산부채변동	-56	-71	-89	-84	-88
매출채권및기타채권의감소	45	-106	-22	-54	-59
재고자산의감소	0	-1	0	-1	-1
매입채권및기타채무의증가	-1	3	6	8	9
투자활동현금흐름	68	-234	-52	-88	-127
CAPEX	-27	-51	-41	-74	-108
투자자산의순증	386	205	0	0	0
재무활동현금흐름	-424	-46	-117	-165	-176
사채및차입금의증가	5	211	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-155	-125	-108	-155	-165
기타현금흐름	2	6	-835	0	0
현금의증가	-2	118	-190	825	1,087
기초현금	187	186	303	114	939
기말현금	186	303	114	939	2,026

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715	1,701	2,898	3,623	4,456
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,715	1,701	2,898	3,623	4,456
판관비	1,100	1,222	1,789	2,106	2,513
영업이익	615	479	1,109	1,517	1,943
EBITDA	643	531	1,201	1,601	2,029
영업외손익	23	17	26	27	36
금융순익	26	38	28	29	28
투자순익	-2	-19	-3	-3	-3
기타영업외손익	-1	-2	1	1	11
세전이익	637	496	1,134	1,544	1,980
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	421	359	844	1,112	1,425
자비주주지분순이익	418	358	841	1,109	1,421
비자본주주지분순이익	3	1	2	3	4
총포괄이익	80	264	844	1,112	1,425
증감률(%YoY)					
매출액	-2.5	-0.8	70.3	25.0	23.0
영업이익	5.1	-22.1	131.5	36.8	28.1
EPS	-5.2	-14.4	134.8	31.8	28.2

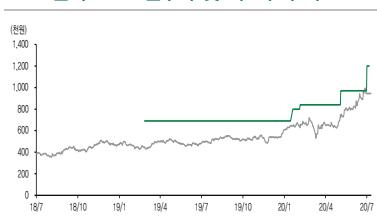
주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	38,320	50,502	64,741
BPS	107,923	113,836	145,117	188,110	244,872
DPS	6,050	5,220	7,500	8,000	8,500
Multiple(배)					
P/E	24.5	33.1	24.7	18.8	14.6
P/B	4.3	4.8	6.5	5.0	3.9
EV/EBITDA	14.0	19.7	16.3	11.7	8.6
수익성(%)					
영업이익률	35.9	28.2	38.3	41.9	43.6
EBITDA마진	37.5	31.2	41.5	44.2	45.5
순이익률	24.6	21.1	29.1	30.7	32.0
ROE	16.4	14.7	29.6	30.3	29.9
ROA	13.0	11.4	22.8	24.6	25.3
ROIC	65.6	30.6	74.2	95.9	114.6
안정성및기타					
부채비율(%)	23.6	33.2	26.2	20.4	15.9
이자보상배율(배)	184.7	56.9	120.5	152.2	181.2
배당성향(배)	29.6	30.0	18.3	14.8	12.3

1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)	업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임	Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
Buy: 초과 상승률 10%p 이상	Neutral: 초과 상승률 -10~10%
Hold: 초과 상승률 -10~10%	Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만
Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
19/03/06	Buy	690,000	-25.6	19/01/28	Buy	800,000	-18.4
20/02/13	Buy	840,000	-22.5	20/05/13	Buy	970,000	-13.0
20/07/13	Buy	1,200,000	-				-