



엔씨소프트 (036570)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,120,000원 (M)
현재주가 (8/13)	897,000원
상승여력	25%

시가총액	196,928억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	1,075억원
60일 평균 거래량	124,958주
52주 고	995,000원
52주 저	485,000원
외인지분율	50.46%
주요주주	김택진 외 9 인 12.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.0)	24.4	71.8
상대	(16.6)	(1.0)	35.8
절대(달러환산)	(5.7)	28.7	77.5

이용자 확대

2Q20 실적 Review

매출액 5,386억원(YoY +31%, QoQ -26%), 영업이익 2,090억원(YoY +61%, QoQ -13%), 순이익 1,584억원(YoY +36%, QoQ -19%). 시장기대치 하회.

대규모 업데이트 전 이용 감소로 리니지M 1,599억원(일매출 17.6억원), YoY -27%, QoQ -25%, 리니지2M 1,973억원 (일매출 21.7억원) QoQ -42% 실적 감소의 주요인이 됨. PC게임 전체는 1,037억원으로 YoY -14.1%, QoQ -8.7%

하반기 전망

리니지M 7/8 업데이트 이후 휴면 유저 복귀 등 큰 폭의 매출 상승으로 3분기 매출액은, 2분기는 물론 1분기 매출도 상회할 수 있을 것으로 예상. 리니지2M도 6/24 업데이트 이후 매출 상승하여, 2분기 대비 개선된 3분기 실적 전망. 4분기에 기대하는 리니지2M의 대만 출시, 블소2 국내 출시로 3분기 보다 개선된 실적 기대. 리니지2M이 예상했던 것 보다 2분기 매출 감소폭이 커으나, 리니지2M 대만 매출이 총매출로 인식되어 국내 매출 감소분을 상쇄할 것으로 예상되며, 블소2가 리니지M, 리니지2M에서 볼 수 없었던 모든 지역으로의 자유로운 이동과 새로운 2~30대 유저층 타겟의 쉬운 조작으로 유저층 확대에 의한 매출 상승이 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 112만원 유지

대만 리니지M의 현지 총 매출액이 연간 4~5,000억원(로열티 기준 2020년 연간 1,000억원 추정)일 것으로 추정되는 바, 총매출로 인식될 리니지2M의 대만 및 해외 매출액은 예상보다 낮아진 국내 매출액을 충분히 상쇄할 것으로 예상됨. 또한, 최근 게임 시장의 New-tro 열풍으로 2~30대 MMORPG 사용자가 증가하고 있어, 블소2를 통해 동사의 게임 유저층이 확대될 것으로 예상됨. 또한, 2021년에는 PC게임 TL(더리니지)과 콘솔게임 출시도 기대되는 상황 이어서 동사의 또 한번의 플랫폼 확장에 의한 성장이 기대됨.

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 112만원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,386	31.1	-26.3	6,234	-13.6
영업이익	2,090	61.5	-13.4	2,375	-12.0
세전계속사업이익	2,163	47.1	-15.4	2,511	-13.8
지배순이익	1,582	35.9	-19.1	1,898	-16.6
영업이익률 (%)	38.8	+7.3 %pt	+5.8 %pt	38.1	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	29.4	+1.1 %pt	+2.7 %pt	30.4	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	17,151	17,012	25,390	34,629
영업이익	6,149	4,790	9,431	14,412
지배순이익	4,182	3,582	7,425	11,240
PER	21.4	30.5	26.5	17.5
PBR	3.5	4.1	5.8	4.4
EV/EBITDA	12.0	17.9	17.7	11.2
ROE	16.4	14.7	26.2	30.6

자료: 유안타증권

엔씨소프트(036570) 실적 추이 및 전망

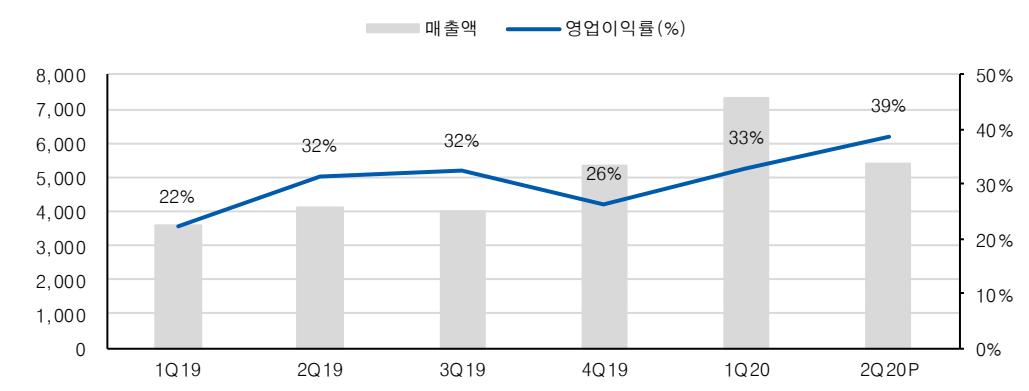
(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	5,386	5,883	6,810	17,151	17,012	25,390	34,629	33,355
YoY (%)	-24%	-6%	-1%	34%	104%	31%	48%	28%	-2%	-1%	49.2%	36%	-4%
Lineage 1	207	501	518	514	448	343	393	399	1,497	1,741	1,582	1,501	1,420
Lineage 2	216	212	230	278	264	258	247	297	639	936	1,067	1,013	963
Aion	123	124	132	81	101	82	73	108	634	460	364	346	329
Blade & Soul	233	211	215	180	196	198	181	225	1,196	839	801	721	621
Guild War 2	163	159	151	113	125	156	167	179	802	587	628	727	722
Royalty Sales	574	516	442	443	528	623	587	545	2,816	1,975	2,283	1,883	1,772
모바일게임	1,945	2,172	2,082	3,586	5,532	3,571	4,067	4,786	9,133	9,786	17,956	26,675	25,228
리니지 m	1,945	2,172	2,082	2,147	2,120	1,599	2,214	2,103	9,093	8,347	8,036	7,232	6,509
리니지2m	-	-	-	1,439	3,411	1,973	1,853	1,933	-	1,439	9,170	11,436	8,121
블소2	-	-	-	-	-	-	-	750	-	-	750	5,475	3,650
아이온2 등	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,500	5,400
TL 등 온라인 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,033	1,549
Cost	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,296	3,622	4,145	11,002	12,222	15,960	20,217	20,311
Salaries Expenses	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,572	1,579	5,364	5,551	6,893	7,599	8,219
Advertising Expenses	190	242	228	413	396	129	156	454	582	1,073	1,135	1,474	1,579
D&A	120	130	127	143	148	156	160	166	277	520	630	662	674
매출변동비 및 기타	1,051	1,184	1,172	1,672	2,235	1,387	1,734	1,945	-	-	7,301	10,483	9,838
플랫폼 수수료 외	467	532	548	596	575	316	513	510	-	-	1,914	2,480	2,270
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,090	2,261	2,665	6,149	4,790	9,431	14,412	13,045
YoY (%)	-61.0%	-18.9%	-7.3%	25.4%	203.6%	61.5%	75.4%	88.8%	4.9%	-22.1%	96.9%	52.8%	-9.5%
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	38.8%	38.4%	39.1%	35.9%	28.2%	37.1%	41.6%	39.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 1Q19~2Q20 매출액 & 영업이익률

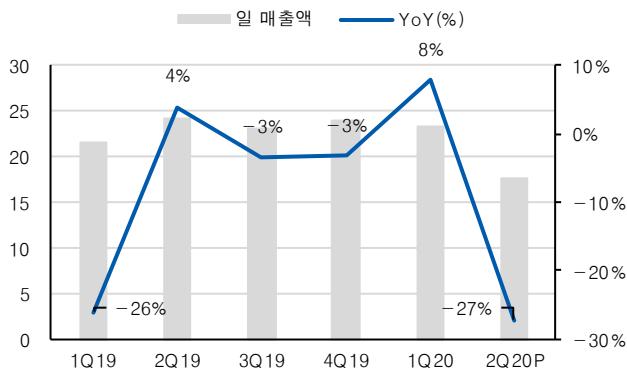
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 M 일매출액 & YoY 성장률

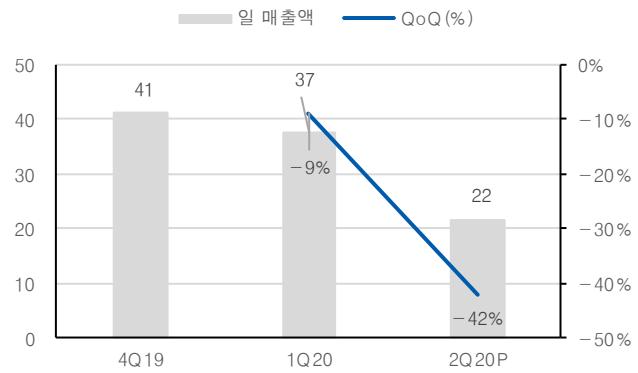
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

리니지 2M 일매출액 QoQ 성장률

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 글로벌 Peer 기업 베이스

(단위: 배)

기업명	P/E			P/B			ROE			P/S		
	2019	2020E	2021E									
ACTIVISION BLIZZ	37.3	26.5	25.6	5.0	4.3	3.8	12.0	17.1	15.1	10.0	8.3	8.0
TENCENT	45.7	36.2	29.0	10.2	7.8	6.2	24.5	22.3	22.3	11.5	9.1	7.4
NEXON	22.9	21.3	18.9	3.9	3.3	2.8	17.7	16.5	15.8	10.0	8.5	7.6
NETEASE	28.8	25.8	22.5	6.6	5.1	4.4	33.1	20.4	19.9	7.1	6.4	5.6
NCSOFT	41.4	22.7	16.7	6.7	5.7	4.4	17.6	28.6	30.2	10.9	6.7	5.4
NHN CORP	23.1	20.7	15.7	0.9	0.9	0.9	4.3	4.6	5.8	1.1	1.0	0.9
DOUBLEUGAMES	12.4	9.5	8.7	2.2	1.7	1.4	19.5	20.3	18.3	2.7	2.2	2.1
NETMARBLE	63.7	50.4	41.7	2.9	2.7	2.5	4.7	5.6	6.3	6.0	5.5	5.0
GAMEVIL	13.8	11.8	8.7	1.0	0.9	0.8	7.4	8.0	9.8	2.0	1.6	1.4
COM2US CORP	12.3	12.3	9.8	1.7	1.5	1.3	14.6	13.3	14.6	3.4	3.2	2.5
WEBZEN	31.2	23.7	17.7	3.7	3.2	2.8	12.7	15.0	17.1	7.8	5.7	5.0
SUNDAYTOZ	36.6	9.5	6.7	1.7	1.6	1.3	4.9	17.9	20.6	3.1	1.9	1.5
ELECTRONIC ARTS	36.7	30.8	26.6	8.2	6.2	5.1	22.8	28.2	19.0	8.7	8.0	6.9
UBISOFT	23.4	452.9	23.7	6.6	7.4	5.2	30.3	0.1	18.9	4.1	5.8	3.3
ZYNGA	37.4	37.6	27.9	4.6	5.4	4.7	9.5	7.1	17.3	6.8	4.9	4.0
KONAMI	14.8	22.6	22.1	1.9	1.8	1.8	13.3	7.9	8.3	2.1	2.1	2.3
SQUARE ENIX	43.5	38.8	26.5	4.0	3.7	3.3	9.2	9.8	13.3	3.2	3.2	2.8

자료: Bloomberg

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	17,151	17,012	25,390	34,629	33,355	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	17,151	17,012	25,390	34,629	33,355	
판관비	11,002	12,222	15,960	20,217	20,311	
영업이익	6,149	4,790	9,431	14,412	13,045	
EBITDA	6,428	5,315	9,986	14,955	13,550	
영업외손익	224	172	470	574	780	
외환관련손익	159	218	144	165	165	
이자손익	260	252	291	441	679	
관계기업관련손익	-24	-193	-56	-85	-127	
기타	-171	-105	92	53	63	
법인세비용차감전순손익	6,373	4,962	9,901	14,986	13,825	
법인세비용	2,159	1,370	2,477	3,746	3,456	
계속사업순손익	4,215	3,592	7,424	11,239	10,369	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	4,215	3,592	7,424	11,239	10,369	
지배지분순이익	4,182	3,582	7,425	11,240	10,370	
포괄순이익	801	2,645	7,697	11,512	10,642	
지배지분포괄이익	768	2,627	7,580	11,338	10,481	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,528	3,922	8,528	12,088	11,990	
당기순이익	4,215	3,592	7,424	11,239	10,369	
감가상각비	255	512	544	533	495	
외환손익	-115	-56	-96	-165	-165	
증속, 관계기업관련손익	66	46	0	85	127	
자산부채의 증감	-555	-708	-167	-240	528	
기타현금흐름	-336	537	823	637	637	
투자활동 현금흐름	683	-2,342	-72	-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	1,537	-39	-39	
재무활동 현금흐름	4,244	-457	-1,467	-1,467	-1,467	
단기차입금	50	60	-118	-118	-118	
사채 및 장기차입금	0	992	0	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	-4,175	-720	-774	
현금의 증감	-17	1,179	2,815	9,557	9,406	
기초 현금	1,873	1,856	3,034	5,849	15,406	
기말 현금	1,856	3,034	5,849	15,406	24,812	
NOPLAT	6,149	4,790	9,431	14,412	13,045	
FCF	3,523	2,774	7,151	10,802	10,507	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,764	20,879	26,733	37,379	47,249
현금및현금성자산	1,856	3,034	5,849	15,406	24,812
매출채권 및 기타채권	1,790	2,706	2,003	2,720	2,622
재고자산	10	21	17	23	22
비유동자산	13,649	12,585	14,140	13,902	13,703
유형자산	2,339	3,504	3,283	3,056	2,866
관계기업등 지분관련자산	564	436	441	441	441
기타투자자산	8,951	7,033	8,656	8,656	8,656
자산총계	29,413	33,464	40,874	51,281	60,952
유동부채	4,731	4,498	4,413	4,343	4,218
매입채무 및 기타채무	1,663	1,947	2,046	2,094	2,088
단기차입금	51	113	2	-116	-234
유동성장기부채	1,500	0	0	0	0
비유동부채	892	3,844	4,686	4,946	5,399
장기차입금	0	2,494	0	0	0
사채	0	0	2,494	2,494	2,494
부채총계	5,623	8,342	9,099	9,289	9,617
지배지분	23,677	24,992	31,610	41,775	51,069
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,355	4,355	4,355	4,355
이익잉여금	21,638	23,821	30,179	40,343	49,637
비지배지분	113	130	165	217	266
자본총계	23,790	25,122	31,775	41,992	51,334
순차입금	-12,152	-14,373	-20,647	-30,322	-39,845
총차입금	1,551	3,349	3,401	3,283	3,165

Valuation 지표

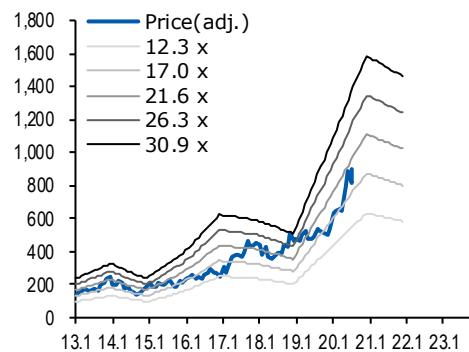
(단위: 원, 배, %)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	19,061	16,320	33,819	51,198	47,234
BPS	114,980	121,275	153,392	202,716	247,816
EBITDAPS	29,301	24,216	45,486	68,120	61,719
SPS	78,176	77,514	115,651	157,734	151,933
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
PER	21.4	30.5	26.5	17.5	19.0
PBR	3.5	4.1	5.8	4.4	3.6
EV/EBITDA	12.0	17.9	17.7	11.2	11.6
PSR	5.2	6.4	7.8	5.7	5.9

재무비율

(단위: 배, %)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-2.5	-0.8	49.2	36.4	-3.7
영업이익 증가율 (%)	5.1	-22.1	96.9	52.8	-9.5
지배순이익 증가율 (%)	-5.2	-14.4	107.3	51.4	-7.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	35.9	28.2	37.1	41.6	39.1
지배순이익률 (%)	24.4	21.1	29.2	32.5	31.1
EBITDA 마진 (%)	37.5	31.2	39.3	43.2	40.6
ROIC	352.8	143.0	254.7	377.0	287.4
ROA	12.9	11.4	20.0	24.4	18.5
ROE	16.4	14.7	26.2	30.6	22.3
부채비율 (%)	23.6	33.2	28.6	22.1	18.7
순차입금/자기자본 (%)	-51.3	-57.5	-65.3	-72.6	-78.0
영업이익/금융비용 (배)	184.7	56.9	119.3	189.4	178.5

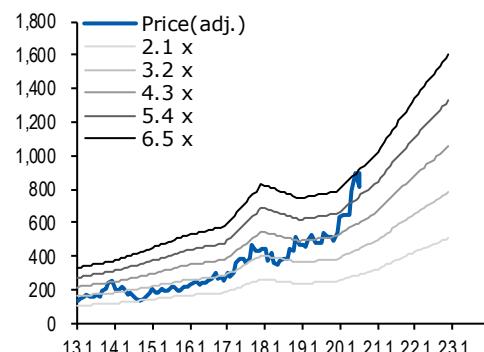
P/E band chart

(천원)



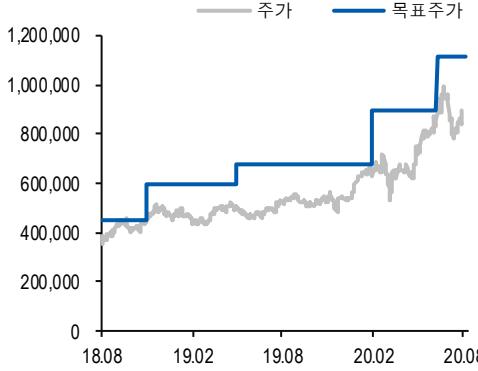
P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-14	BUY	1,120,000	1년		
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: 괴리를 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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 투자 의사결정은 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.