

## 엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	1,200,000원	현재주가(11/16)	800,000원	Up/Downside	+50.0%
----------	------------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 11. 17

## 블소2 출시까지 얼마 남지 않았다

## 3Q20 Review

**컨센서스 상회:** 엔씨소프트의 3분기 실적은 매출액 5,852억원(+9%QoQ, +47%YoY), 영업이익 2,177억원(+4%QoQ, +69%YoY)으로 시장 기대치(매출액 5,590억원, 영업이익 2,033억원)를 소폭 상회했다. 리니지2M(일매출 16억원, -28%QoQ)이 예상보다 부진했지만 리니지M(일매출 27억원, +53%QoQ)은 3주년 업데이트 효과로 매출 반등이 크게 반등했다. PC게임은 리니지 업데이트 및 길드워2 확장팩 출시 기대감으로 매출이 전분기 대비 16% 증가하며 3분기 외형 성장에 기여했다. 비용단에서 업데이트, 프로모션 등으로 인한 마케팅비 증가 외에는 특이사항은 없었다.

## Comment

**블소2 21년 1분기 출시 예정:** 4분기에는 리니지2M는 1주년 업데이트 효과에 따른 매출 반등이 기대되지만 리니지/리니지M의 업데이트 효과가 잊어들면서 실적은 3분기 대비 소폭 감소할 것으로 보인다. 하지만 블레이드앤소울2/ 코로나19 재확산 등 대외 변수 영향이 없다면 내년 1분기 중 출시될 것으로 보이고 근시일 내에 출시 관련 행사/마케팅 시작으로 기대감이 부각될 것으로 예상된다. 그리고 리니지2M 대만 확장, 프로젝트TL 가시화 등 21년 동사 레벨업 스토리에 지속 주목할 필요가 있다고 판단된다.

## Action

**매수 추천:** 실적 추정치 변경이 미미함에 따라 투자의견 Buy와 목표주가 120만원을 유지한다. 신작 출시, 해외 확장 등 주가 및 실적에 긍정적으로 작용할 이벤트들이 가까워지고 있고 이들이 본격 반영되는 21년 예상 실적 기준 현재 주가는 PER 18배 수준으로 매수 기회라고 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	485,000/995,000원
<b>매출액</b>	1,715	1,701	2,426	3,165	3,798	KOSDAQ /KOSPI	847/2,543pt
(증가율)	-2.5	-0.8	42.6	30.4	20.0	시가총액	175,632억원
영업이익	615	479	862	1,237	1,480	60일-평균거래량	106,542
(증가율)	5.1	-22.1	80.0	43.5	19.6	외국인지분율	48.1%
자배주주순이익	418	358	647	916	1,093	60일-외국인지분율변동추이	-2.0%p
EPS	19,061	16,320	29,473	41,719	49,764	주요주주	김택진 외 9 인 12.0%
PER (H/L)	27.1/17.3	34.5/26.0	27.1	19.2	16.1	(천원)	
PBR (H/L)	4.8/3.1	4.9/3.7	5.9	4.7	3.8	2,000	
EV/EBITDA (H/L)	15.6/9.5	20.6/15.2	16.9	11.7	9.3	엔씨소프트(좌)	(pt)
영업이익률	35.9	28.2	35.5	39.1	39.0	KOSPI지수대비(우)	
ROE	16.4	14.7	23.6	27.2	26.0	0	0
					주가상승률	1M	3M
					절대기준	4.3	-8.3
					상대기준	-4.0	45.7
						-13.1	23.9

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,588</b>	<b>4,108</b>	<b>3,978</b>	<b>5,338</b>	<b>7,311</b>	<b>5,386</b>	<b>5,852</b>	<b>5,714</b>	<b>17,012</b>	<b>24,262</b>	<b>31,648</b>
YoY	-24.5	-5.9	-1.5	33.6	103.8	31.1	47.1	7.0	-0.8	42.6	30.4
<b>PC</b>	<b>1,239</b>	<b>1,543</b>	<b>1,540</b>	<b>1,433</b>	<b>1,390</b>	<b>1,360</b>	<b>1,531</b>	<b>1,404</b>	<b>5,756</b>	<b>5,738</b>	<b>5,800</b>
리니지	207	501	518	514	448	343	499	439	1,741	1,728	1,665
리니지2	216	212	230	278	264	258	263	259	936	1,045	981
아이온	123	124	132	81	101	82	85	82	460	350	399
블레이드앤소울	233	211	215	180	196	198	172	181	839	747	543
길드워2	163	159	151	113	125	101	188	186	587	656	779
기타	84	147	156	101	76	107	115	100	487	398	394
로열티	213	189	138	166	178	273	210	157	709	633	621
<b>모바일</b>	<b>2,348</b>	<b>2,564</b>	<b>2,438</b>	<b>3,906</b>	<b>5,922</b>	<b>3,926</b>	<b>4,320</b>	<b>4,310</b>	<b>11,424</b>	<b>18,524</b>	<b>25,848</b>
리니지M	1,944	2,202	2,092	2,145	2,120	1,599	2,452	2,206	8,383	8,377	8,333
리니지2M				1,439	3,411	1,973	1,445	1,640	1,439	8,468	9,135
블레이드앤소울2											6,618
아이온2											
기타	44	36	41	45	40	43	45	113	166	246	421
로열티	361	326	305	277	350	312	379	352	1,436	1,433	1,340
<b>영업비용</b>	<b>2,792</b>	<b>2,814</b>	<b>2,689</b>	<b>3,927</b>	<b>4,897</b>	<b>3,296</b>	<b>3,680</b>	<b>3,755</b>	<b>12,222</b>	<b>15,639</b>	<b>19,278</b>
YoY	2.9	1.6	1.5	36.8	75.4	17.1	36.9	-4.4	11.1	28.0	103.5
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,591	1,639	5,551	6,972	7,863
매출변동비 및 기타	1,051	1,184	1,172	1,672	2,235	1,387	1,627	1,646	5,079	6,907	0
마케팅비	190	242	228	413	396	129	297	302	1,073	1,124	1,608
상각비	120	130	127	143	148	156	165	168	520	637	705
<b>영업이익</b>	<b>795</b>	<b>1,294</b>	<b>1,289</b>	<b>1,412</b>	<b>2,414</b>	<b>2,090</b>	<b>2,172</b>	<b>1,959</b>	<b>4,790</b>	<b>8,623</b>	<b>12,370</b>
YoY	-61.0	-18.9	-7.2	25.4	203.6	61.5	68.4	38.8	-22.1	80.0	43.5
OPM	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.8	37.1	34.3	28.2	35.5	39.1
순이익	747	1,169	1,136	542	1,954	1,584	1,520	1,406	3,593	6,453	9,129
YoY	-37.3	-16.6	9.7	-30.4	161.6	35.5	33.8	159.7	-14.7	79.6	41.5
NPM	20.8	28.4	28.6	10.1	26.7	29.4	26.0	24.6	21.1	26.6	28.8

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,576</b>	<b>2,088</b>	<b>2,592</b>	<b>3,369</b>	<b>4,281</b>
현금및현금성자산	186	303	327	1,007	1,835
매출채권및기타채권	179	271	260	305	335
재고자산	1	2	2	3	3
<b>비유동자산</b>	<b>1,365</b>	<b>1,259</b>	<b>1,207</b>	<b>1,186</b>	<b>1,196</b>
유형자산	234	350	300	280	291
무형자산	54	50	48	47	46
투자자산	951	747	747	747	747
<b>자산총계</b>	<b>2,941</b>	<b>3,346</b>	<b>3,842</b>	<b>4,598</b>	<b>5,520</b>
<b>유동부채</b>	<b>473</b>	<b>450</b>	<b>455</b>	<b>462</b>	<b>470</b>
매입채무및기타채무	166	195	200	207	215
단기应付및단기차채	5	11	11	11	11
유동성장기부채	150	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>89</b>	<b>384</b>	<b>384</b>	<b>384</b>	<b>384</b>
사채및장기차입금	0	249	249	249	249
<b>부채총계</b>	<b>562</b>	<b>834</b>	<b>839</b>	<b>847</b>	<b>855</b>
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	436	436	436	436
이익잉여금	2,164	2,382	2,875	3,626	4,543
비자본주자분	11	13	11	8	5
<b>자본총계</b>	<b>2,379</b>	<b>2,512</b>	<b>3,003</b>	<b>3,751</b>	<b>4,665</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>353</b>	<b>392</b>	<b>1,041</b>	<b>929</b>	<b>1,121</b>
당기순이익	421	359	645	913	1,089
현금유동이없는비용및수익	233	200	322	419	483
유형및무형자산상각비	28	52	92	81	80
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-56</b>	<b>-71</b>	<b>303</b>	<b>-65</b>	<b>-48</b>
매출채권및기타채권의감소	45	-106	11	-46	-30
재고자산의감소	0	-1	0	-1	-1
마이너스부채증가	-1	3	5	8	8
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>68</b>	<b>-234</b>	<b>-75</b>	<b>-95</b>	<b>-128</b>
CAPEX	-27	-51	-41	-60	-90
투자자산의순증	386	205	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-424</b>	<b>-46</b>	<b>-108</b>	<b>-155</b>	<b>-165</b>
사채및원금의증가	5	211	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-155	-125	-108	-155	-165
기타현금흐름	2	6	-835	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-2</b>	<b>118</b>	<b>24</b>	<b>679</b>	<b>829</b>
기초현금	187	186	303	327	1,007
기말현금	186	303	327	1,007	1,835

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,715</b>	<b>1,701</b>	<b>2,426</b>	<b>3,165</b>	<b>3,798</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,715</b>	<b>1,701</b>	<b>2,426</b>	<b>3,165</b>	<b>3,798</b>
판관비	1,100	1,222	1,564	1,928	2,318
영업이익	615	479	862	1,237	1,480
EBITDA	643	531	955	1,318	1,560
<b>영업외손익</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>
금융순익	26	38	17	17	17
투자순익	-2	-19	-3	-3	-3
기타영업외손익	-1	-2	-1	-1	-2
<b>세전이익</b>	<b>637</b>	<b>496</b>	<b>875</b>	<b>1,251</b>	<b>1,492</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>421</b>	<b>359</b>	<b>645</b>	<b>913</b>	<b>1,089</b>
자비주주지분순이익	418	358	647	916	1,093
비자본주주지분순이익	3	1	-2	-3	-3
<b>총포괄이익</b>	<b>80</b>	<b>264</b>	<b>645</b>	<b>913</b>	<b>1,089</b>
증감률(%YoY)					
매출액	-2.5	-0.8	42.6	30.4	20.0
영업이익	5.1	-22.1	80.0	43.5	19.6
EPS	-5.2	-14.4	80.6	41.5	19.3

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	19,061	16,320	29,473	41,719	49,764
BPS	107,923	113,836	136,270	170,479	212,265
DPS	6,050	5,220	7,500	8,000	8,500
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	24.5	33.1	27.1	19.2	16.1
P/B	4.3	4.8	5.9	4.7	3.8
EV/EBITDA	14.0	19.7	16.9	11.7	9.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	35.9	28.2	35.5	39.1	39.0
EBITDA마진	37.5	31.2	39.3	41.6	41.1
순이익률	24.6	21.1	26.6	28.8	28.7
ROE	16.4	14.7	23.6	27.2	26.0
ROA	13.0	11.4	18.0	21.6	21.5
ROIC	65.6	30.6	69.4	123.3	139.8
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	23.6	33.2	27.9	22.6	18.3
이자보상배율(배)	184.7	56.9	0.0	0.0	24,668.7
배당성향(배)	29.6	30.0	24.0	18.1	16.1

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 별간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
19/03/06	Buy	690,000	-25.6	-6.4			
20/01/28	Buy	800,000	-18.4	-16.0			
20/02/13	Buy	840,000	-22.5	-11.1			
20/05/13	Buy	970,000	-12.7	2.6			
20/07/13	Buy	1,200,000	-	-			

## 엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트

