

엔씨소프트 (036570)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,120,000원 (M)
현재주가 (11/30)	810,000원
상승여력	38%

시가총액	177,828억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	780억원
60일 평균 거래량	97,446주
52주 고	995,000원
52주 저	485,000원
외인지분율	48.19%
주요주주	김택진 외 9인 12.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.4	(5.4)	64.3
상대	(8.7)	(14.0)	32.4
절대(달러환산)	7.1	1.3	75.4

2020년 보다 최소 4개 게임매출이 더 있다

2021년 눈높이를 낮추어도 높은 이익성장률

동사는 3Q20 누적 기준 영업이익이 YoY 97.8% 증가, 신작 출시에 따른 실적 추가가 거의 없었음에도 불구하고 기존 게임의 업데이트만으로도 높은 이익(률) 성장을 시현. 반면 주가는 이익성장률에 크게 못미치는 53%에 그침(연초대비)

2021년은 전례없이 1분기 '블소2', '리니지2M' 해외(대만, 하반기 일본)출시, 'TL' PC버전, '아이온2' 연내 출시 등 2020년 출시되지 못한 신작 게임들이 대거 출시 예정임. '리니지2M'의 대만 진출은 대만에서 동사 MMORPG가 흥행에 실패 한 적이 없었다는 면에서 기대가 높은 상황이며 매출총액 인식되어서 실적 기여가 클 것으로 전망. '블소2' 역시 동사게임의 유저확대 차원에서 쉬운 조작과 자유로운 지역이동으로 2~30대를 타겟 예정이며, '아이온2'는 높은 IP인지도, 'TL'은 동사의 전세계 최고의 집단 전투 개발 능력이 구현되어 있어 국내외 흥행 가능성이 높다는 의견 임. 그럼에도 불구하고 당사 리서치팀은 게임의 흥행 불확실성을 감안하여, '블소2'의 경우 '리니지2M' 일매출의 67%, '리니지2M' 국내 매출은 2020년대비 45% 감소, 해외 일매출은 2020년 국내 매출액 대비 56% 수준, '아이온2' (4분기 출시)는 '리니지2M'대비 40%, 'TL'의 경우 흥행 실패한 PC '블소'의 6개월 매출을 반영, 보수적으로 가정하여도, 2020년 대비 55%의 높은 영업이익 성장이 기대됨

해외에서 레벨업 기대

동사의 가장 큰 경쟁력인 MMORPG 개발력은 그동안 한국과 중국(대만 포함)의 전유물이었으나, 최근 중국 게임사 'miHoYo'가 개발한 MMORPG '원신'이 미국/일본에서 게임 매출순위 각각 1위를 기록하며, 향후 동사 MMORPG 해외 흥행가능성을 높여주고 있음. MMORPG는 수백/수천 명이 동시에 접속하는 집단 전투를 구현해낼 수 있는 기술이 중요한 데, 이를 원활히 구현해 줄 수 있는 통신환경, 폰 사양이 해외에도 계속 진화되고 있어, 동사의 앞선 MMORPG가 해외에서도 큰 흥행이 될 가능성이 높아진 것으로 전망. 독보적인 IP와 개발력을 기반으로 국내 모바일 게임 저변확대와 전세계 모바일 MMORPG 확대에 가장 큰 수혜가 기대되는 동사를 2021년 게임주 Top Pick으로 추천

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,464	2.4	-6.6	5,598	-2.4
영업이익	1,837	30.1	-15.6	1,891	-2.9
세전계속사업이익	1,847	89.3	-13.0	1,872	-1.3
지배순이익	1,388	156.0	-9.4	1,432	-3.1
영업이익률 (%)	33.6	+7.2 %pt	-3.6 %pt	33.8	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	25.4	+15.2 %pt	-0.8 %pt	25.6	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	17,151	17,012	24,013	32,080
영업이익	6,149	4,790	8,518	13,168
지배순이익	4,182	3,582	6,456	10,156
PER	21.4	30.5	27.5	17.5
PBR	3.5	4.1	5.4	4.1
EV/EBITDA	12.0	17.9	17.6	10.9
ROE	16.4	14.7	23.0	28.4

자료: 유안타증권

엔씨소프트(036570) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	5,386	5,852	5,464	17,151	17,012	24,013	32,080	36,820
YoY (%)	-24%	-6%	-1%	34%	104%	31%			-2%	-1%	41.2%	34%	15%
Lineage 1	207	501	518	514	448	343	499	460	1,497	1,741	1,749	1,648	1,564
Lineage 2	216	212	230	278	264	258	263	273	639	936	1,059	1,006	956
Aion	123	124	132	81	101	82	85	99	634	460	366	348	331
Blade & Soul	233	211	215	180	196	198	172	186	1,196	839	752	828	771
Guild War 2	163	159	151	113	125	156	188	192	802	587	662	759	752
Royalty Sales	574	516	442	443	528	623	588	605	2,816	1,975	2,344	2,129	1,967
모바일게임	1,945	2,172	2,082	3,586	5,532	3,571	3,896	3,461	9,133	9,786	16,461	24,036	28,100
리니지 m	1,945	2,172	2,082	2,147	2,120	1,599	2,452	2,061	9,093	8,347	8,232	7,409	6,668
리니지2m	-	-	-	1,439	3,411	1,973	1,445	1,400	-	1,439	8,229	9,399	7,662
블소2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,040	3,650
아이온2 등 모바일신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,500	8,400
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	688	1,721
Cost	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,296	3,675	3,628	11,002	12,222	15,495	18,912	20,834
Salaries Expenses	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,591	1,656	5,364	5,551	6,989	7,705	8,333
Advertising Expenses	190	242	228	413	396	129	297	329	582	1,073	1,151	1,498	1,394
D&A	120	130	127	143	148	156	165	168	277	520	638	669	682
매출변동비 및 기타	1,051	1,184	1,172	1,672	2,235	1,387	1,622	1,474	-	-	6,718	9,040	10,425
플랫폼 수수료 외	467	532	548	596	575	316	385	436	-	-	1,712	1,830	1,995
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,090	2,177	1,837	6,149	4,790	8,518	13,168	15,985
YoY (%)	-61.0%	-18.9%	-7.3%	25.4%	203.6%	61.5%	68.9%	30.1%	4.9%	-22.1%	77.8%	54.6%	21.4%
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	38.8%	37.2%	33.6%	35.9%	28.2%	35.5%	41.0%	43.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	17,151	17,012	24,013	32,080	36,820
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,151	17,012	24,013	32,080	36,820
판매비	11,002	12,222	15,495	18,912	20,834
영업이익	6,149	4,790	8,518	13,168	15,985
EBITDA	6,428	5,315	9,117	13,805	16,610
영업외손익	224	172	172	358	665
외환관련손익	159	218	182	242	242
이자손익	260	252	265	488	851
관계기업관련손익	-24	-193	10	15	22
기타	-171	-105	-285	-386	-450
법인세비용차감전순손익	6,373	4,962	8,689	13,526	16,651
법인세비용	2,159	1,370	2,240	3,382	4,163
계속사업순손익	4,215	3,592	6,449	10,145	12,488
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,215	3,592	6,449	10,145	12,488
지배지분순이익	4,182	3,582	6,456	10,156	12,502
포괄순이익	801	2,645	7,247	10,943	13,286
지배지분포괄이익	768	2,627	7,237	10,927	13,267

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	8,541	10,009	12,555
당기순이익	4,215	3,592	6,449	10,145	12,488
감가상각비	255	512	590	628	615
외환손익	-115	-56	-58	-242	-242
중속, 관계기업관련손익	66	46	0	-15	-22
자산부채의 증감	-555	-708	800	-1,149	-927
기타현금흐름	-336	537	760	643	643
투자활동 현금흐름	683	-2,342	-5,062	-601	-601
투자자산	2,695	2,574	-1,844	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-267	-510	-574	-574	-574
유형자산 감소	10	8	6	6	6
기타현금흐름	-1,754	-4,414	-2,650	-33	-33
재무활동 현금흐름	-4,244	-457	-1,416	-1,416	-1,416
단기차입금	50	60	-7	-7	-7
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	-333	-333	-333
연결범위변동 등 기타	15	55	-1,354	1,650	3,984
현금의 증감	-17	1,179	709	9,643	14,522
기초 현금	1,873	1,856	3,034	3,743	13,386
기말 현금	1,856	3,034	3,743	13,386	27,909
NOPLAT	6,149	4,790	8,518	13,168	15,985
FCF	3,523	2,774	7,147	8,789	11,112

자료: 유안타증권

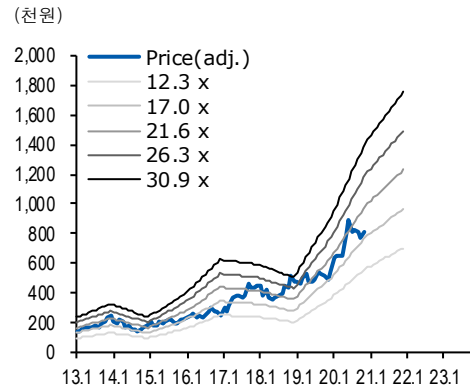
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,764	20,879	23,473	33,860	48,976
현금및현금성자산	1,856	3,034	3,743	13,386	27,909
매출채권 및 기타채권	1,790	2,706	1,945	2,480	2,794
재고자산	10	21	12	16	18
비유동자산	13,649	12,585	18,128	18,059	18,003
유형자산	2,339	3,504	3,627	3,568	3,520
관계기업등 지분관련자산	564	436	431	431	431
기타투자자산	8,951	7,033	12,386	12,386	12,386
자산총계	29,413	33,464	41,601	51,919	66,979
유동부채	4,731	4,498	5,148	5,141	5,135
매입채무 및 기타채무	1,663	1,947	1,986	1,986	1,986
단기차입금	51	113	112	105	98
유동성장기부채	1,500	0	0	0	0
비유동부채	892	3,844	5,128	6,326	9,908
장기차입금	0	2,494	0	0	0
사채	0	0	2,495	2,495	2,495
부채총계	5,623	8,342	10,276	11,467	15,043
지배지분	23,677	24,992	31,166	40,246	51,672
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,355	4,358	4,358	4,358
이익잉여금	21,638	23,821	29,134	38,215	49,641
비지배지분	113	130	159	205	264
자본총계	23,790	25,122	31,325	40,451	51,936
순차입금	-12,152	-14,373	-17,627	-27,277	-41,806
총차입금	1,551	3,349	3,307	3,300	3,294

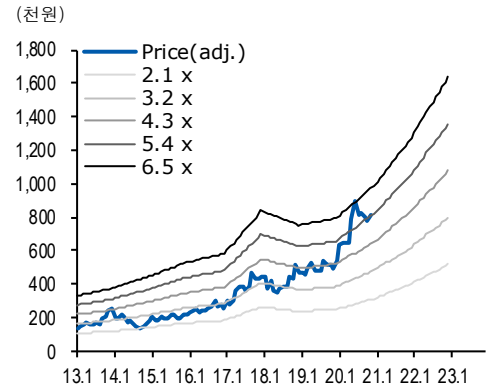
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	19,061	16,320	29,409	46,261	56,947
BPS	114,980	121,275	151,235	195,298	250,747
EBITDAPS	29,301	24,216	41,528	62,880	75,657
SPS	78,176	77,514	109,378	146,123	167,713
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
PER	21.4	30.5	27.5	17.5	14.2
PBR	3.5	4.1	5.4	4.1	3.2
EV/EBITDA	12.0	17.9	17.6	10.9	8.2
PSR	5.2	6.4	7.4	5.5	4.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-2.5	-0.8	41.2	33.6	14.8
영업이익 증가율 (%)	5.1	-22.1	77.8	54.6	21.4
지배순이익 증가율 (%)	-5.2	-14.4	80.3	57.3	23.1
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	35.9	28.2	35.5	41.0	43.4
지배순이익률 (%)	24.4	21.1	26.9	31.7	34.0
EBITDA 마진 (%)	37.5	31.2	38.0	43.0	45.1
ROIC	352.8	143.0	248.3	421.3	406.3
ROA	12.9	11.4	17.2	21.7	21.0
ROE	16.4	14.7	23.0	28.4	27.2
부채비율 (%)	23.6	33.2	32.8	28.3	29.0
순차입금/자기자본 (%)	-51.3	-57.5	-56.6	-67.8	-80.9
영업이익/금융비용 (배)	184.7	56.9	102.4	158.7	193.0

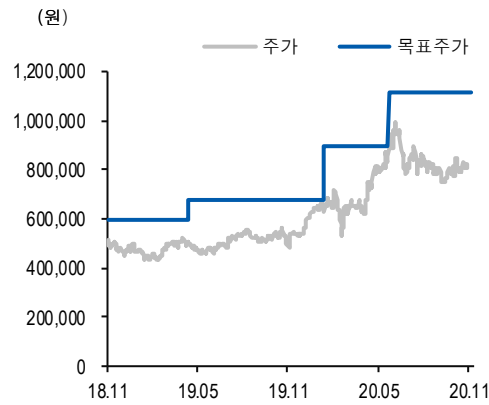
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-12-01	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

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)	1.2
Buy(매수)	90.4
Hold(중립)	8.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-28

※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.