

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(상향)	1,300,000원	현재주가(01/07)	947,000원	Up/Downside	+37.3%
----------	------------	-------------	----------	-------------	--------

2021. 01. 08

신작 출시 및 지역 확장 모멘텀 고조

4Q20 Preview

기대치 하회 예상: 20년 4분기 실적은 매출액 5,355억원(-8%QoQ, +0%YoY), 영업이익 1,469억원(-32%QoQ, +4%YoY)으로 컨센서스(매출액 5,475억원, 영업이익 1,772억원)을 하회할 것으로 예상된다. 리니지2M(일매출 16억원 가정 -1%QoQ)은 1주년 업데이트 효과로 양호했으나 리니지M(일매출 21억원, -16%QoQ)이 3Q20 3주년 대규모 업데이트에 따른 높은 기저로 매출이 감소한 것이 외형 축소의 주원인으로 보인다. 이와 더불어 비용단에서 연말 특별 격려금, 업데이트/사전예약 마케팅, 야구단 우승에 따른 일회성 비용 등의 반영으로 수익성이 전분기대비 저하될 전망이다.

Comment

신작 출시 및 지역 확장 모멘텀 고조: 1분기에는 리니지2M의 대만/일본 서비스가 시작(3월 가정)되고, 블레이드앤소울2 분기 내 출시(3월 가정) 기대감은 여전히 유효하며, 사전예약자수 300만명을 넘는 트릭스터M도 출시 예정이다. 리니지2M 대만/일본은 모두 직접 서비스로 운영되며 기존에 인씨 IP가 유의미한 성과를 거둔 지역이기 때문에 실적 기여 가능성이 높다고 판단된다. 그리고 블소2 출시 관련 행사/마케팅이 근시일 내에 진행되면서 기대감이 부각될 것으로 예상된다.

Action

매수 추천: 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 일본 확장 일정 조정 등으로 21년 이익 추정치를 9% 상향하면서 130만원으로 높인다. 동사 주가는 최근 한달 간 약 17% 상승했다. 하지만 1분기 주요 이벤트들이 집중되는 가운데 2분기부터는 관련 성과가 온기 반영되면서 21년에 뚜렷한 실적 개선세를 시현할 것으로 판단됨에 따라 현시점에서 여전히 상승 여력이 충분하다고 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,715	1,701	2,390	3,318	3,981
(증가율)	-2.5	-0.8	40.5	38.8	20.0
영업이익	615	479	813	1,350	1,634
(증가율)	5.1	-22.1	69.8	66.0	21.1
지배주주순이익	418	358	611	999	1,206
EPS	19,061	16,320	27,843	45,514	54,954
PER (H/L)	27.1/17.3	34.5/26.0	33.4	20.9	17.3
PBR (H/L)	4.8/3.1	4.9/3.7	6.9	5.5	4.3
EV/EBITDA (H/L)	15.6/9.5	20.6/15.2	21.0	13.1	10.3
영업이익률	35.9	28.2	34.0	40.7	41.1
ROE	16.4	14.7	22.4	29.6	28.0

Stock Data

52주 최저/최고	530,000/995,000원
KOSDAQ /KOSPI	981/2,968pt
시가총액	209,222억원
60일-평균거래량	102,192
외국인지분율	48.8%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	김택진 외 9인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.9	20.9	64.6
상대기준	1.2	-3.6	19.5

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	7,311	5,386	5,852	5,355	6,968	9,621	8,575	8,014	17,012	23,904	33,178
YoY	103.8	31.1	47.1	0.3	-4.7	78.6	46.5	49.7	-0.8	40.5	38.8
PC	1,478	1,442	1,582	1,422	1,329	1,318	1,373	1,552	5,756	5,923	5,572
리니지	448	343	499	444	408	396	455	424	1,741	1,733	1,683
리니지2	264	258	263	261	249	244	248	246	936	1,046	988
아이온	101	82	85	97	92	93	89	93	460	365	367
블레이드앤소울	196	198	172	181	154	131	128	131	839	747	543
길드워2	125	156	188	183	185	188	195	195	587	653	764
기타	76	107	115	100	78	106	111	98	487	398	394
로열티	267	298	260	157	162	159	146	154	709	633	621
모바일	5,833	3,944	4,270	3,933	5,638	8,304	7,202	6,462	11,150	17,980	27,606
리니지M	2,120	1,599	2,452	2,082	1,986	1,968	2,288	2,013	8,383	8,253	8,255
리니지2M	3,411	1,973	1,445	1,435	2,502	3,532	2,952	2,751	1,439	8,264	11,737
블레이드앤소울2					699	2,396	1,533	1,291			5,919
아이온2											
기타	40	48	45	113	158	110	83	70	166	246	421
로열티	261	324	329	303	294	297	346	337	1,162	1,218	1,274
영업비용	4,897	3,308	3,680	3,886	4,722	5,384	4,796	4,779	12,222	15,770	19,681
YoY	75.4	17.6	36.9	-1.0	-3.6	62.8	30.3	23.0	11.1	29.0	112.5
인건비	2,118	1,623	1,591	1,701	1,956	1,937	1,743	1,830	5,551	7,034	7,466
매출변동비 및 기타	2,235	1,399	1,627	1,641	2,113	0	0	0	5,079	6,902	2,113
마케팅비	396	129	297	377	482	458	364	414	1,073	1,199	1,718
상각비	148	156	165	167	170	174	177	179	520	636	701
영업이익	2,414	2,078	2,172	1,469	2,246	4,237	3,779	3,235	4,790	8,133	13,497
YoY	203.6	60.6	68.4	4.1	-7.0	103.9	74.0	120.2	-22.1	69.8	66.0
OPM	33.0	38.6	37.1	27.4	32.2	44.0	44.1	40.4	28.2	34.0	40.7
순이익	1,954	1,572	1,520	1,048	1,723	3,151	2,735	2,349	3,593	6,094	9,958
YoY	161.6	34.5	33.8	93.4	-11.8	100.5	79.9	124.2	-14.7	69.6	63.4
NPM	26.7	29.2	26.0	19.6	24.7	32.8	31.9	29.3	21.1	25.5	30.0

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,576	2,088	2,556	3,418	4,438
현금및현금성자산	186	303	295	1,042	1,977
매출채권및기타채권	179	271	256	319	350
재고자산	1	2	2	3	4
비유동자산	1,365	1,259	1,207	1,184	1,200
유형자산	234	350	300	278	295
무형자산	54	50	48	47	46
투자자산	951	747	747	747	747
자산총계	2,941	3,346	3,806	4,645	5,681
유동부채	473	450	455	463	471
매입채무및기타채무	166	195	200	207	216
단기차입금및단기차대	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	839	847	855
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	436	436	436	436
이익잉여금	2,164	2,382	2,839	3,673	4,704
비지배주주지분	11	13	11	8	4
자본총계	2,379	2,512	2,967	3,798	4,826

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,715	1,701	2,390	3,318	3,981
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,715	1,701	2,390	3,318	3,981
판매비	1,100	1,222	1,577	1,968	2,347
영업이익	615	479	813	1,350	1,634
EBITDA	643	531	906	1,430	1,716
영업외손익	23	17	13	14	13
금융손익	26	38	17	18	18
투자손익	-2	-19	-3	-3	-3
기타영업외손익	-1	-2	-1	-1	-2
세전이익	637	496	826	1,364	1,648
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	421	359	609	996	1,203
지배주주지분순이익	418	358	611	999	1,206
비지배주주지분순이익	3	1	-2	-3	-4
총포괄이익	80	264	609	996	1,203
총감률(%YoY)					
매출액	-2.5	-0.8	40.5	38.8	20.0
영업이익	5.1	-22.1	69.8	66.0	21.1
EPS	-5.2	-14.4	70.6	63.5	20.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	353	392	1,032	1,020	1,263
당기순이익	421	359	609	996	1,203
현금유출이없는비용및수익	233	200	332	475	554
유형및무형자산상각비	28	52	92	80	81
영업관련자산부채변동	-56	-71	307	-82	-49
매출채권및기타채권의감소	45	-106	15	-63	-31
재고자산의감소	0	-1	0	-1	-1
매입채무및기타채무의증가	-1	3	5	8	8
투자활동현금흐름	68	-234	-75	-93	-134
CAPEX	-27	-51	-41	-57	-97
투자자산의순증	386	205	0	0	0
재무활동현금흐름	-424	-46	-131	-180	-193
사채및차입금의 증가	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	-8	747	935
기초현금	187	186	303	295	1,042
기말현금	186	303	295	1,042	1,977

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자료(원)					
EPS	19,061	16,320	27,843	45,514	54,954
BPS	107,923	113,836	134,640	172,645	219,620
DPS	6,050	5,220	7,500	8,000	8,500
Multiple(배)					
P/E	24.5	33.1	33.4	20.9	17.3
P/B	4.3	4.8	6.9	5.5	4.3
EV/EBITDA	14.0	19.7	21.0	13.1	10.3
수익성(%)					
영업이익률	35.9	28.2	34.0	40.7	41.1
EBITDA마진	37.5	31.2	37.9	43.1	43.1
순이익률	24.6	21.1	25.5	30.0	30.2
ROE	16.4	14.7	22.4	29.6	28.0
ROA	13.0	11.4	17.0	23.6	23.3
ROC	65.6	30.6	65.6	133.8	151.4
안정성및기타					
부채비율(%)	23.6	33.2	28.3	22.3	17.7
이자보상배율(배)	184.7	56.9	34.6	52.2	57.4
배당성향(배)	29.6	30.0	25.4	16.6	14.6

자료: 엔씨소프트 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	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	-30.6	-17.9					
21/01/08	Buy	1,300,000	-	-					