

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	1,300,000원	현재주가(02/05)	976,000원	Up/Downside	+33.2%
----------	------------	-------------	----------	-------------	--------

2021. 02. 08

약속은 지켰다

4Q20 Review

컨센서스 부합: 4Q20 실적은 매출액 5,613억원(-4%QoQ, +5%YoY), 영업이익 1,567억원(-28%QoQ, +11%YoY)으로 컨센서스(매출액 5,432억원, 영업이익 1,672억원)에 부합했다. 매출액은 리니지2M(일매출 18억원, +15%QoQ)이 1주년 업데이트 효과로 인한 매출 반등, 아이온 클래식 서버 흥행 등의 영향으로 높은 기저에 따른 리니지M(일 매출 23억원, -14%QoQ)의 매출 감소에도 불구하고 양호한 모습이었다. 이에 따라 특별 경력금/인센티브 회계 선반영에 따른 인건비 증가, 업데이트/사전예약 마케팅 확대 등의 영향에도 불구하고 전년동기대비 수익성은 개선됐다.

Comment

블소2 출시 임박: 기다리던 블레이드앤소울2 출시가 임박했다. 2월 9일부터 사전예약이 시작되고 근시일 내에 출시 일정이 확정되면서 출시 전까지 관련 마케팅 진행되면서 기대감이 고조될 것으로 보인다. 블소2는 팬덤이 확보된 PC 게임 IP의 모바일 확장이기 때문에 성과에 기시성이 높고 연내 해외 확장 계획도 있어 올해 동사 실적에 크게 기여할 것으로 전망된다. 이와 더불어 1분기 리니지 2M 대만/일본 서비스(3월 가정)와 사전예약자수 300만명을 넘은 트릭스터M 출시도 기대 요인이다.

Action

매수 추천: 투자의견 Buy와 목표주가 130만원을 유지한다. 리니지2M 아시아 확장, 블소2 국내 출시 등 1분기 주요 이벤트들이 집중되고 2분기부터 관련 성과가 온기 반영될 것으로 보인다. 이에 힘입어 21년 실적 개선에 대한 기시성이 뚜렷하다고 판단됨에 따라 현 시점에서도 여전히 상승 여력이 충분해 보인다. 게임 업종 Top Pick으로 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	530,000/1,008,000원
매출액	1,715	1,701	2,416	3,327	3,992	KOSDAQ /KOSPI	967/3,121pt
(증가율)	-2.5	-0.8	42.0	37.7	20.0	시가총액	214,271억원
영업이익	615	479	825	1,376	1,643	60일-평균거래량	111,969
(증가율)	5.1	-22.1	72.2	66.8	19.4	외국인지분율	50.2%
자배주주순이익	418	358	587	1,002	1,220	60일-외국인지분율변동추이	+1.9%
EPS	19,061	16,320	26,756	45,661	55,580	주요주주	김택진 외 9 인 12.0%
PER (H/L)	27.1/17.3	34.5/26.0	34.8	21.4	17.6	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	4.8/3.1	4.9/3.7	7.0	5.7	4.5	2,000	0
EV/EBITDA (H/L)	15.6/9.5	20.6/15.2	20.8	13.2	10.6	엔씨소프트(좌)	200
영업이익률	35.9	28.2	34.1	41.4	41.2	KOSPI지수대비(우)	0
ROE	16.4	14.7	21.6	29.9	28.4	0	0
					주가상승률	1M	3M
					절대기준	-0.9	15.8
					상대기준	-5.0	48.6
						-10.4	3.1

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020 P	2021E
매출액	7,311	5,386	5,852	5,613	6,517	9,797	8,703	8,249	17,012	24,162	33,266
YoY	103.8	31.1	47.1	5.2	-10.9	81.9	48.7	47.0	-0.8	42.0	37.7
PC	1,478	1,442	1,582	1,489	1,350	1,326	1,395	1,601	5,756	5,991	5,672
리니지	448	343	499	468	430	417	480	446	1,741	1,757	1,774
리니지2	264	258	263	260	248	243	247	244	936	1,045	982
아이온	101	82	85	188	132	112	118	112	460	456	473
블레이드앤소울	196	198	172	156	133	113	111	113	839	722	469
길드워2	125	156	188	142	146	147	149	150	587	612	591
기타	76	107	115	127	100	135	145	158	487	425	538
로열티	267	298	260	149	162	159	146	154	709	633	621
모바일	5,833	3,944	4,270	4,124	5,167	8,470	7,308	6,649	11,150	18,171	27,594
리니지M	2,120	1,599	2,452	2,117	2,009	2,001	2,306	2,029	8,383	8,287	8,344
리니지2M	3,411	1,973	1,445	1,667	2,621	3,597	3,024	2,881	1,439	8,496	12,123
블레이드앤소울2					185	2,556	1,656	1,400			5,797
아이온2											
기타	40	48	45	48	65	45	34	29	166	181	173
로열티	261	324	329	292	287	272	288	310	1,162	1,207	1,156
영업비용	4,897	3,308	3,680	4,046	4,527	5,271	4,769	4,941	12,222	15,914	19,509
YoY	75.4	17.6	36.9	3.0	-7.5	59.9	29.8	22.1	11.1	30.2	104.3
인건비	2,118	1,623	1,591	1,849	2,015	1,733	1,699	1,970	5,551	7,182	7,418
매출변동비 및 기타	2,235	1,399	1,627	1,582	1,881	0	0	0	5,079	6,826	1,881
마케팅비	396	129	297	448	461	468	331	428	1,073	1,270	1,688
상각비	148	156	165	167	170	173	175	177	520	637	695
영업이익	2,414	2,078	2,172	1,567	1,990	4,525	3,934	3,308	4,790	8,248	13,757
YoY	203.6	60.6	68.4	11.0	-17.6	116.5	80.7	111.1	-22.1	72.2	66.8
OPM	33.0	38.6	37.1	27.9	30.5	46.2	45.2	40.1	28.2	34.1	41.4
순이익	1,954	1,572	1,520	803	1,573	3,368	2,856	2,177	3,593	5,866	9,975
YoY	161.6	34.5	33.8	48.2	-19.5	112.7	87.3	171.2	-14.7	63.3	70.0
NPM	26.7	29.2	26.0	14.3	24.1	34.4	32.8	26.4	21.1	24.3	30.0

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576	2,088	2,534	3,396	4,427
현금및현금성자산	186	303	270	1,019	1,965
매출채권및기타채권	179	271	259	320	351
재고자산	1	2	2	3	4
비유동자산	1,365	1,259	1,207	1,184	1,201
유형자산	234	350	300	279	297
무형자산	54	50	48	47	46
투자자산	951	747	747	747	747
자산총계	2,941	3,346	3,783	4,624	5,671
유동부채	473	450	455	463	471
매입채무및기타채무	166	195	200	207	216
단기应付 및 당기차지	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	2,815	3,653	4,698
비자본주자분	11	13	12	7	—
자본총계	2,379	2,512	2,944	3,777	4,816

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	353	392	1,004	1,020	1,271
당기순이익	421	359	587	997	1,214
현금유동이 없는 비용 및 수익	233	200	330	472	555
유형 및 무형자산상각비	28	52	92	81	82
영업관련자산부채변동	-56	-71	304	-80	-50
매출채권및기타채권의감소	45	-106	12	-62	-31
재고자산의감소	0	-1	0	-1	-1
마이너스 및 기타채무의증가	-1	3	5	8	8
투자활동현금흐름	68	-234	-75	-94	-136
CAPEX	-27	-51	-41	-58	-99
투자자산의순증	386	205	0	0	0
재무활동현금흐름	-424	-46	-128	-177	-190
사채 및 임금의 증가	5	211	0	0	0
자본금 및 자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-155	-125	-108	-155	-165
기타현금흐름	2	6	-835	0	0
현금의증가	-2	118	-34	750	945
기초현금	187	186	303	270	1,019
기말현금	186	303	270	1,019	1,965

자료: 엔씨소프트, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715	1,701	2,416	3,327	3,992
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,715	1,701	2,416	3,327	3,992
판관비	1,100	1,222	1,591	1,951	2,349
영업이익	615	479	825	1,376	1,643
EBITDA	643	531	917	1,456	1,725
영업외손익	23	17	-22	-9	20
금융순익	26	38	17	24	25
투자순익	-2	-19	-6	-5	-5
기타영업외손익	-1	-2	-33	-28	0
세전이익	637	496	803	1,366	1,663
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	421	359	587	997	1,214
자비주주지분순이익	418	358	587	1,002	1,220
비자본주주지분순이익	3	1	-1	-5	-6
총포괄이익	80	264	587	997	1,214
증감률(%YoY)					
매출액	-2.5	-0.8	42.0	37.7	20.0
영업이익	5.1	-22.1	72.2	66.8	19.4
EPS	-5.2	-14.4	63.9	70.7	21.7

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

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	26,756	45,661	55,580
BPS	107,923	113,836	133,553	171,705	219,306
DPS	6,050	5,220	7,500	8,000	8,500
Multiple(배)					
P/E	24.5	33.1	34.8	21.4	17.6
P/B	4.3	4.8	7.0	5.7	4.5
EV/EBITDA	14.0	19.7	20.8	13.2	10.6
수익성(%)					
영업이익률	35.9	28.2	34.1	41.4	41.2
EBITDA마진	37.5	31.2	38.0	43.8	43.2
순이익률	24.6	21.1	24.3	30.0	30.4
ROE	16.4	14.7	21.6	29.9	28.4
ROA	13.0	11.4	16.5	23.7	23.6
ROI	65.6	30.6	65.8	136.0	151.8
안정성 및 기타					
부채비율(%)	23.6	33.2	28.5	22.4	17.8
이자보상배율(배)	184.7	56.9	40.1	60.8	66.0
배당성향(배)	29.6	30.0	26.3	16.5	14.4

기준: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 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 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 괴리율은 수정주기를 기준으로 신출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(93.6%), 중립(10.4%), 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	-30.6	-17.9			
21/01/08	Buy	1,300,000	-	-			

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트

