

엔씨소프트

BUY(유지)

036570 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	840,000원	현재주가(03/20)	572,000원	Up/Downside	+46.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 03. 24

엔씨소프트는 이상 무!

1Q20 Preview

1Q20 실적 컨센서스 부합 예상: 1Q20 실적은 매출액 7,042억원(32%QoQ, 96%YoY), 영업이익 2,815억원(99%QoQ, 254%YoY)으로 컨센서스 영업이익 2,858억원에 부합할 것으로 보인다. 실적 호조는 리니지2M에 기인한다. 19년 11월 출시된 리니지2M 트래픽은 1분기에도 견조하게 유지되어 매출 하향 폭은 완만할 것으로 예상되며 일매출은 QoQ 31% 낮아진 약 35억원으로 추정하였다. 이와 더불어 리니지M 등 다른 게임들도 양호한 흐름을 이어짐에 따라 인센티브 반영, 매출 변동비 증가 등으로 영업비용이 QoQ/YoY 확대되었음에도 불구하고 수익성은 크게 개선될 전망이다.

Comment

엔씨소프트는 이상 무!: 코로나19의 영향으로 여러 섹터 및 기업들의 펀더멘털 훼손에 대한 우려가 있지만 엔씨소프트는 영향이 제한적이라고 판단된다. 코로나 영향권인 1분기에도 리니지2M 흥행으로 실적은 견조하고 기존 게임들이 잠식되지 않고 안정적인 모습을 보이고 있어 동사 연간 실적 개선에 대한 가시성은 높아졌다. 이와 더불어 연내 리니지2M 글로벌 확장에 따른 성과 및 연내 신작 출시 가능성도 여전히 유효하다.

Action

매수 추천: 현 시점에서 엔씨소프트에 대한 매수 전략이 유효할 것으로 판단된다. 이는 1) 코로나19 여파가 펀더멘털에 미치는 영향이 제한적이고, 2) 최근 주가 하락으로 올해 예상 실적 PER이 15배로 낮아져 밸류에이션 매력이 높아졌으며, 3) 연내 지역 확장 및 신작 출시 등 모멘텀이 여전히 유효하기 때문이다. 업종 최선호주 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019	2020E	2021E	52주 최저/최고	454,500/720,000원
매출액	1,759	1,715	1,699	2,701	4,105	KOSDAQ /KOSPI	468/1,566pt
(증가율)	78.8	-2.5	-0.9	58.9	52.0	시가총액	124,479억원
영업이익	585	615	477	1,088	2,004	60일-평균거래량	104,466
(증가율)	77.9	5.1	-22.4	127.9	84.2	외국인지분율	50.8%
자배주주순이익	441	418	360	806	1,465	60일-외국인지분율변동추이	+0.9%p
EPS	20,104	19,061	16,403	36,704	66,734	주요주주	김택진 외 9 인 12.0%
PER (H/L)	24.6/12.0	27.1/17.3	33.0	15.4	8.5	(천원)	
PBR (H/L)	4.0/1.9	4.8/3.1	4.6	3.8	2.7	1,000	
EV/EBITDA (H/L)	15.2/6.6	15.6/9.5	20.6	9.4	4.6	엔씨소프트(좌)	(pt)
영업이익률	33.3	35.9	28.1	40.3	48.8	KOSPI지수대비(우)	
ROE	19.1	16.4	14.5	27.7	37.7	0	0
					주가상승률	1M	3M
					절대기준	-16.1	5.2
					상대기준	17.6	24.8
						48.0	73.4

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	3,588	4,108	3,978	5,338	7,042	6,335	5,958	7,673	17,151	16,994	27,008
YoY	-24.5	-5.9	-1.5	33.6	96.3	54.2	49.8	43.7	-2.5	-0.9	58.9
PC	1,239	1,543	1,540	1,433	1,359	1,412	1,448	1,381	6,041	5,756	5,601
리니지	207	501	518	514	488	474	488	473	1,497	1,741	1,924
리니지2	216	212	230	278	256	248	255	248	639	936	1,007
아이온	123	124	132	81	81	98	108	97	634	460	383
블레이드앤소울	233	211	215	180	171	205	220	200	1,196	839	795
길드워2	163	159	151	113	102	101	101	101	802	587	404
기타	84	147	156	101	95	123	129	106	435	487	454
로열티	213	189	138	166	166	163	148	157	839	709	633
모바일	2,348	2,564	2,438	3,906	5,682	4,923	4,510	6,292	11,133	11,238	21,407
리니지M	1,944	2,202	2,092	2,145	2,130	2,110	2,080	2,111	9,021	8,383	8,431
리니지2M				1,428	3,228	2,512	2,110	2,633		1,428	10,482
블레이드앤소울2								1,071			1,071
아이온2											
기타	44	36	41	56	42	45	49	47	112	177	183
로열티	361	326	305	277	282	257	271	430	2,000	1,250	1,239
영업비용	2,792	2,814	2,689	3,927	4,226	3,753	3,568	4,585	11,002	12,222	16,132
YoY	2.9	1.6	1.5	36.8	51.3	33.4	32.7	16.8	-6.3	11.1	32.0
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	1,648	1,450	1,378	1,557	5,364	5,551	6,033
매출변동비	653	772	731	1,162	1,698	1,479	1,348	1,836	3,069	3,319	6,361
결제수수료	50	59	58	55	56	55	55	53	235	222	218
유통수수료	597	671	644	1,088	1,620	1,400	1,272	1,759	2,749	3,000	6,050
로열티	9	13	10	9	11	11	8	9	38	41	40
BOX 및 상품 제작비	2	5	7	13	6	8	8	10	29	27	32
기타	-4	23	12	-2	5	5	5	5	17	29	21
마케팅비	190	242	228	413	330	254	249	503	582	1,073	1,336
상각비	120	130	127	143	141	140	138	153	277	520	573
기타	397	412	441	510	409	429	455	535	1,711	1,760	1,829
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,815	2,582	2,390	3,089	6,149	4,772	10,876
YoY	-61.0	-18.9	-7.2	25.4	254.1	99.5	85.3	118.8	5.1	-22.4	127.9
OPM	22.2	31.5	32.4	26.4	40.0	40.8	40.1	40.3	35.9	28.1	40.3
순이익	747	1,169	1,136	690	2,114	1,940	1,814	2,225	4,215	3,742	8,092
YoY	-37.3	-16.6	9.7	-11.3	183.0	66.0	59.7	222.4	-5.1	-11.2	116.3
NPM	20.8	28.4	28.6	12.9	30.0	30.6	30.4	29.0	24.6	22.0	30.0

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,773	1,576	1,782	2,438	3,726
현금및현금성자산	187	186	346	892	2,038
매출채권및기타채권	203	179	202	291	408
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	1,374	1,376	1,403
유형자산	229	234	245	250	279
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	951	951	951
자산총계	3,527	2,941	3,181	3,841	5,155
유동부채	456	473	481	486	494
매입채무및기타채무	220	166	175	179	188
단기应付 및 단기차입	0	5	5	5	5
유동성장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	342	89	89	89	89
사례및장기차입금	150	0	0	0	0
부채총계	797	562	571	575	584
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,164	2,380	3,031	4,330
비자매주자분	8	11	27	31	37
자본총계	2,729	2,379	2,611	3,265	4,572

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	595	353	1,294	714	1,351
당기순이익	444	421	376	809	1,471
현금유동이없는비용및수익	185	233	145	315	573
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	35
영업관련자산부채변동	11	-56	911	-96	-121
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-23	-89	-118
재고자산의감소	0	0	0	0	-1
마인베어및기타처무의증가	-4	-1	8	5	8
투자활동현금흐름	-460	68	-26	-15	-40
CAPEX	-29	-27	-41	-35	-62
투자자산의순증	-708	386	0	0	0
재무활동현금흐름	-80	-424	-133	-154	-165
사례자원인의증가	0	5	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	0	0	0	0
배당금지급	-81	-155	-125	-144	-155
기타현금흐름	-13	2	-974	0	0
현금의증가	42	-2	160	546	1,146
기초현금	145	187	186	346	892
기말현금	187	186	346	892	2,038

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,699	2,701	4,105
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,699	2,701	4,105
판관비	1,174	1,100	1,222	1,613	2,102
영업이익	585	615	477	1,088	2,004
EBITDA	615	643	510	1,120	2,039
영업외손익	24	23	36	36	40
금융순익	11	26	38	30	34
투자순익	-2	-2	-19	-8	-7
기타영업외손익	15	-1	17	14	13
세전이익	610	637	514	1,124	2,043
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	444	421	376	809	1,471
자비주주지분순이익	441	418	360	806	1,465
비자매주주지분순이익	3	3	16	4	6
총포괄이익	919	80	376	809	1,471
증감률(%YoY)					
매출액	78.8	-2.5	-0.9	58.9	52.0
영업이익	77.9	5.1	-22.4	127.9	84.2
EPS	61.9	-5.2	-13.9	123.8	81.8

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

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	16,403	36,704	66,734
BPS	124,037	107,923	117,676	147,329	206,532
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	33.0	15.4	8.5
P/B	3.6	4.3	4.6	3.8	2.7
EV/EBITDA	13.7	14.0	20.6	9.4	4.6
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	28.1	40.3	48.8
EBITDA마진	35.0	37.5	30.0	41.5	49.7
순이익률	25.2	24.6	22.1	30.0	35.8
ROE	19.1	16.4	14.5	27.7	37.7
ROA	15.1	13.0	12.3	23.0	32.7
ROI	271.5	65.6	50.7	288.0	374.8
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	21.9	17.6	12.8
이자보상배율(배)	179.6	184.7	56.7	117.3	198.1
배당성향(배)	34.8	29.6	38.4	19.1	11.2

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 자분을 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 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 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 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	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			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	- -				

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트

