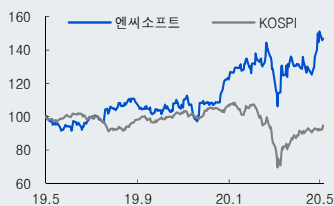


| 투자 의견(유지)      | 매수       |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M, 유지)  | 970,000원 |
| 현재주가(20/05/19) | 732,000원 |
| 상승여력           | 33%      |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(20F, 십억원)           | 1,058    |
| Consensus 영업이익(20F, 십억원) | 1,052    |
| EPS 성장률(20F, %)          | 136.5    |
| MKT EPS 성장률(20F, %)      | 27.2     |
| P/E(20F, x)              | 19.0     |
| MKT P/E(20F, x)          | 13.0     |
| KOSPI                    | 1,980.61 |

|               |         |
|---------------|---------|
| 시가총액(십억원)     | 16,070  |
| 발행주식수(백만주)    | 22      |
| 유동주식비율(%)     | 81.9    |
| 외국인 보유비중(%)   | 51.4    |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.55    |
| 52주 최저가(원)    | 457,000 |
| 52주 최고가(원)    | 753,000 |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | 12.8 | 30.5 | 48.3 |
| 상대주가     | 9.0  | 41.9 | 54.0 |



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권  
02-3774-1614  
changkwon.kim@miraasset.com

임희석  
02-3774-1362  
heeseok.lim@miraasset.com

## 엔씨소프트 (036570)

### 5월과 6월은 좋은 진입 타이밍

#### 린M, 린2M 준비 라이프 사이클 5월 재확인, 2분기 실적 이상 무

5월 중순까지의 상황으로 판단하면 엔씨는 2분기에 기대치를 상회하는 실적을 기록할 전망이다. <그림 1, 2>는 당사가 시장 조사기업 센서타워 자료를 중심으로 추정한 리니지M과 리니지2M의 일매출액 추이이다.

4월 다소 부진했던 리니지2M 일매출액 흐름은 5월 들어 회복한 것으로 분석된다. 참고로 지난 실적 발표에서 확인된 회계적으로 인식된 리니지2M의 일매출액은 2019년 4분기 42억원, 2020년 1분기는 38억원 수준이었다.

<그림 2>에서처럼 리니지M은 5월에 2020년 들어 가장 양호한 일매출액을 기록 중이다. 리니지M의 경우 지난 4분기 일매출액으로 23.9억원을 그리고 2020년 1분기 일매출액은 23.6억원을 기록하는 등 큰 변화가 없었다.

#### 나스닥 게임주와 주가 동조화 현상 관찰

<그림 4, 5>에서처럼 2019년 4분기 이후의 동사 주가 흐름에서 나스닥 게임주 특히 액티비전 블리자드와의 주가 동조화 현상이 관찰되고 있다. 그리고 <그림 3>에서와 같이 엔씨에 대한 외국인 매수세가 주가의 중요한 결정 변수임을 알 수 있다.

액티비전 블리자드는 엔씨소프트와 비슷하게 2020년 하반기에 ‘콜 오브 듀티’ 신작, ‘월드 오브 워크래프트’ 확장팩, ‘디아블로 이모탈’ 출시가 예정되어 있어 신작 모멘텀이 기대되는데다 디아블로4, 오버워치2 등의 대작 출시 가능성도 회자되고 있다.

#### 2020년 하반기는 게임시장 변혁기, 대형 멀티플랫폼 RPG 게임 개발사에 관심

최근의 글로벌 게임주 랠리는 엔씨, 액티비전 블리자드와 같은 초대형 게임 콘텐츠 IP(지적재산권)를 보유한 대형 게임 기업에 대한 투자자들의 관심으로 해석된다.

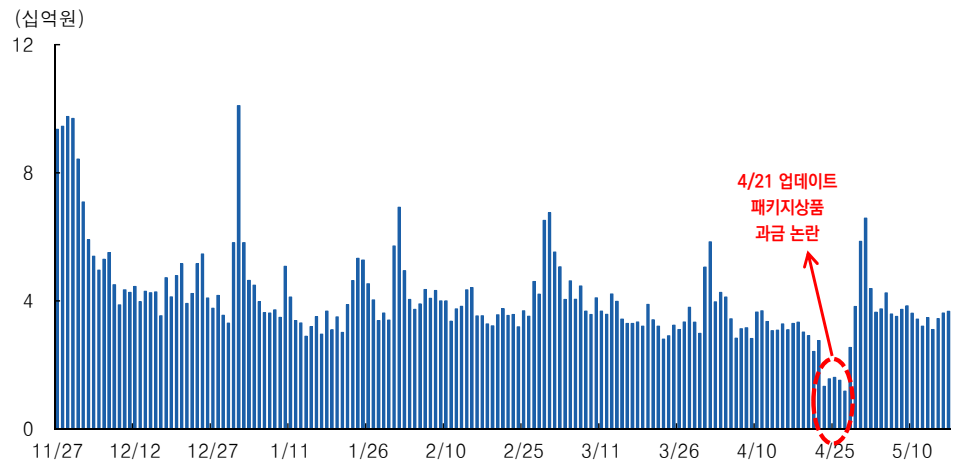
1) 2019년 구글, 아마존 등 글로벌 빅테크들이 클라우드 게임 서비스를 시작하고, 2) 2020년 하반기 온라인 연결과 멀티플랫폼 기능이 강화된 소니의 플레이스테이션5, 마이크로소프트의 엑스박스 X 등이 출시되고, 동사와 액티비전 블리자드는 2020년 하반기부터 2021년까지 수년 만에 신작 모멘텀이 이어질 것으로 기대되기 때문이다.

린M, 린2M 등 주력 게임 매출 흐름이 안정되고 인건비 등 비용지출이 2분기에는 1분기보다 급감(표 1 참조)할 것으로 예상되면서 2분기 실적 기대감이 높아지고 있다. 하반기 1) 리니지2M 일본, 대만 등 해외 진출, 2) TL 베타테스트, 3) 블레이드앤소울2 국내 출시 등 신작 일정이 구체화되면서 주가 모멘텀이 이어질 것으로 기대된다. 5월과 6월이 하반기 주가 레벨업 구간을 염두에 둔 좋은 진입 시점으로 판단된다.

| 결산기 (12월)  | 12/17  | 12/18  | 12/19  | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 1,759  | 1,715  | 1,701  | 2,826  | 2,994  | 3,234  |
| 영업이익 (십억원) | 585    | 615    | 479    | 1,058  | 1,309  | 1,502  |
| 영업이익률 (%)  | 33.3   | 35.9   | 28.2   | 37.4   | 43.7   | 46.4   |
| 순이익 (십억원)  | 441    | 418    | 358    | 847    | 948    | 1,159  |
| EPS (원)    | 20,104 | 19,061 | 16,320 | 38,591 | 43,171 | 52,771 |
| ROE (%)    | 19.1   | 16.4   | 14.7   | 29.5   | 25.9   | 25.2   |
| P/E (배)    | 22.3   | 24.5   | 33.1   | 19.0   | 17.0   | 13.9   |
| P/B (배)    | 3.4    | 3.7    | 4.1    | 4.4    | 3.6    | 2.9    |
| 배당수익률 (%)  | 1.6    | 1.3    | 1.0    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |

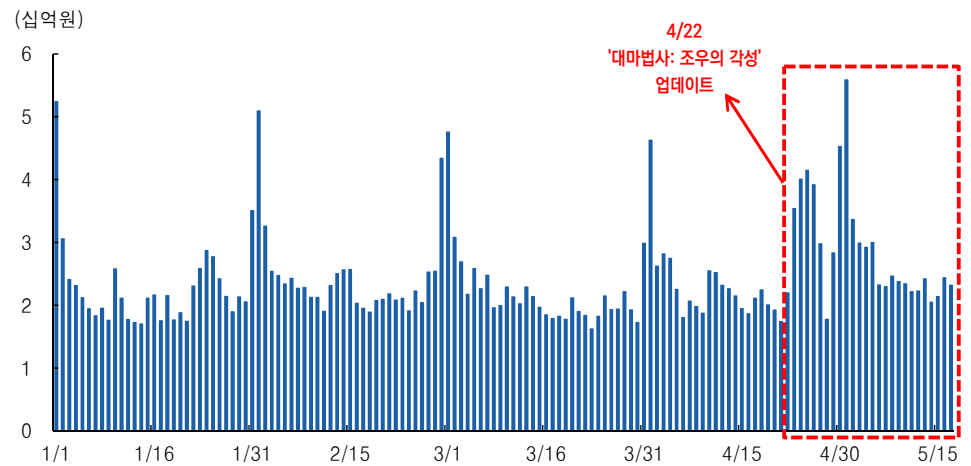
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 리니지2M 일매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 2. 리니지M 일매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함  
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 1. 분기 비용 전망

|                             | (십억원) |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|-----------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                             | 1Q18  | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F |
| Total OP cost = CoGS + SG&A | 271   | 277  | 265  | 287  | 279  | 281  | 269  | 393  | 490  | 397   | 381   | 501   |
| Labor                       | 125   | 147  | 129  | 136  | 143  | 126  | 116  | 170  | 212  | 151   | 151   | 181   |
| Variable cost               | 87    | 71   | 73   | 77   | 66   | 77   | 73   | 116  | 177  | 152   | 142   | 209   |
| Commission paid             | 6     | 6    | 6    | 6    | 5    | 6    | 6    | 5    | 6    | 6     | 6     | 6     |
| Distribution costs          | 79    | 63   | 65   | 67   | 60   | 67   | 64   | 109  | 168  | 144   | 133   | 201   |
| Royalty                     | 1     | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| Box/Goods production        | 0     | 0    | 0    | 2    | 0    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| Others                      | 0     | 1    | 0    | 1    | 0    | 2    | 1    | 0    | 1    | 0     | 1     | 1     |
| Marketing costs             | 11    | 15   | 17   | 16   | 19   | 24   | 23   | 41   | 40   | 30    | 25    | 48    |
| D&A                         | 7     | 7    | 8    | 7    | 12   | 13   | 13   | 14   | 15   | 15    | 15    | 15    |
| Others                      | 42    | 38   | 39   | 52   | 40   | 41   | 44   | 51   | 47   | 49    | 48    | 48    |

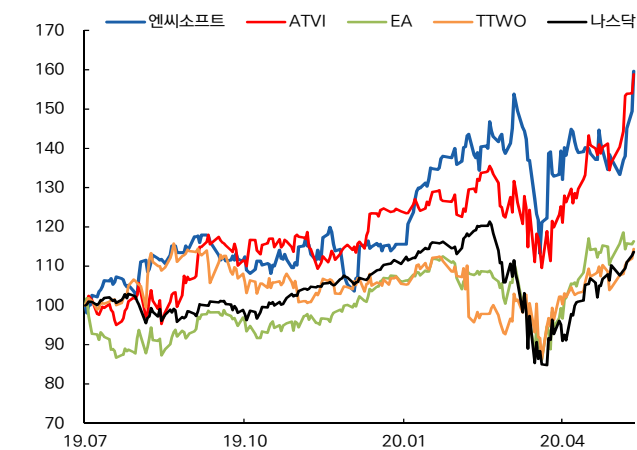
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 3. 엔씨소프트 분기 매출액 성장률과 주가



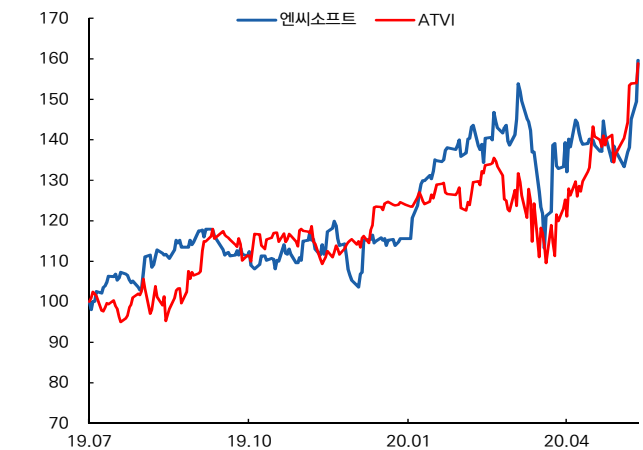
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 4. 엔씨소프트, 나스닥 대표 게임주 상대주가 추이(19.07=100)



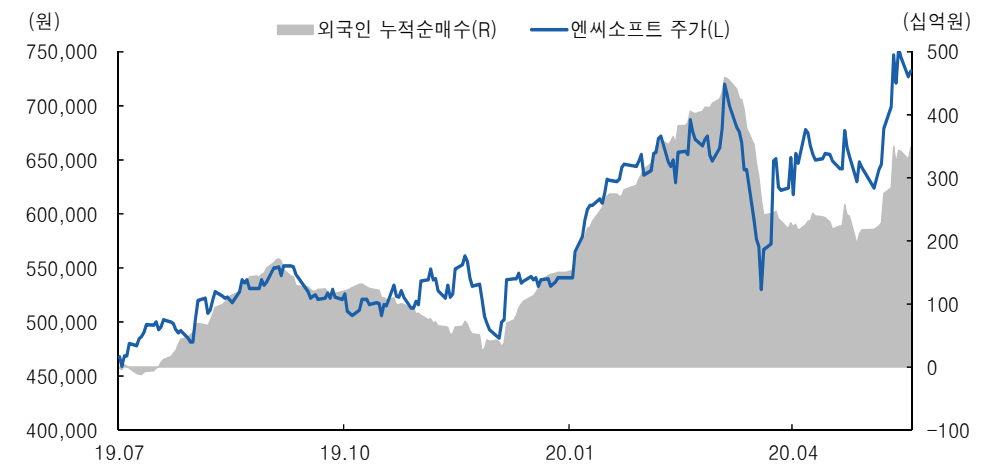
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 엔씨소프트, 액티비전 블리자드 상대주가 추이(19.07=100)



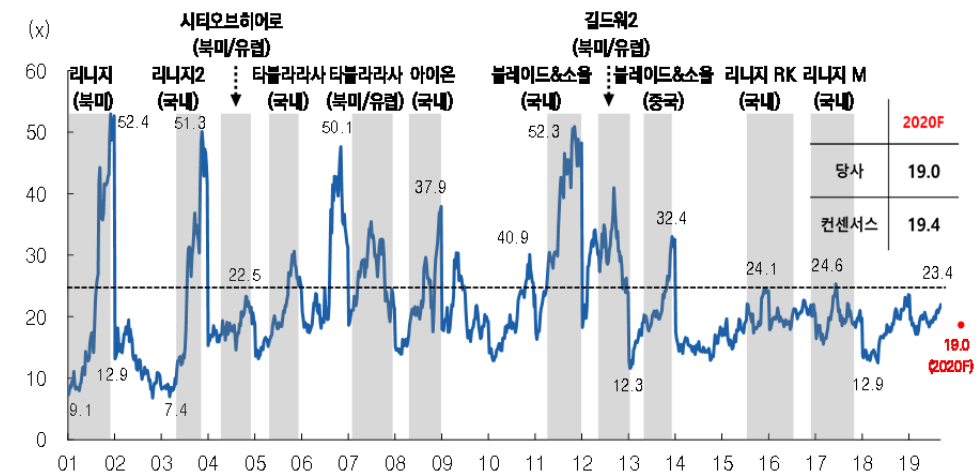
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 엔씨소프트 주가와 외국인 누적순매수 대금 추이



자료: Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 엔씨소프트 P/E 추이: 기대감은 신작 출시 직전에 최고조



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 12/19 | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 1,701 | 2,826  | 2,994  | 3,234  |
| 매출원가            | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익           | 1,701 | 2,826  | 2,994  | 3,234  |
| 판매비와관리비         | 1,222 | 1,768  | 1,685  | 1,732  |
| 조정영업이익          | 479   | 1,058  | 1,309  | 1,502  |
| 영업이익            | 479   | 1,058  | 1,309  | 1,502  |
| 비영업손익           | 17    | 53     | 17     | 78     |
| 금융손익            | 25    | 35     | 54     | 75     |
| 관계기업등 투자손익      | -19   | 0      | 0      | 0      |
| 세전계속사업손익        | 496   | 1,111  | 1,326  | 1,580  |
| 계속사업법인세비용       | 137   | 262    | 376    | 419    |
| 계속사업이익          | 359   | 850    | 950    | 1,162  |
| 중단사업이익          | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 359   | 850    | 950    | 1,162  |
| 지배주주            | 358   | 847    | 948    | 1,159  |
| 비지배주주           | 1     | 2      | 3      | 3      |
| 총포괄이익           | 264   | 850    | 950    | 1,162  |
| 지배주주            | 263   | 844    | 944    | 1,154  |
| 비지배주주           | 2     | 6      | 6      | 8      |
| EBITDA          | 531   | 1,103  | 1,348  | 1,536  |
| FCF             | 341   | 995    | 1,004  | 1,217  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 31.2  | 39.0   | 45.0   | 47.5   |
| 영업이익률 (%)       | 28.2  | 37.4   | 43.7   | 46.4   |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 21.0  | 30.0   | 31.7   | 35.8   |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 12/19 | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 2,088 | 3,171  | 4,097  | 5,248  |
| 현금 및 현금성자산  | 303   | 730    | 1,558  | 2,569  |
| 매출채권 및 기타채권 | 257   | 428    | 453    | 490    |
| 재고자산        | 2     | 3      | 4      | 4      |
| 기타유동자산      | 1,526 | 2,010  | 2,082  | 2,185  |
| 비유동자산       | 1,259 | 1,247  | 1,213  | 1,187  |
| 관계기업투자등     | 44    | 72     | 77     | 83     |
| 유형자산        | 350   | 306    | 269    | 236    |
| 무형자산        | 50    | 48     | 47     | 46     |
| 자산총계        | 3,346 | 4,418  | 5,311  | 6,435  |
| 유동부채        | 450   | 740    | 783    | 845    |
| 매입채무 및 기타채무 | 50    | 83     | 87     | 95     |
| 단기금융부채      | 43    | 63     | 67     | 71     |
| 기타유동부채      | 357   | 594    | 629    | 679    |
| 비유동부채       | 384   | 425    | 431    | 439    |
| 장기금융부채      | 324   | 324    | 324    | 324    |
| 기타비유동부채     | 60    | 101    | 107    | 115    |
| 부채총계        | 834   | 1,164  | 1,214  | 1,284  |
| 지배주주지분      | 2,499 | 3,239  | 4,079  | 5,130  |
| 자본금         | 11    | 11     | 11     | 11     |
| 자본잉여금       | 436   | 436    | 436    | 436    |
| 이익잉여금       | 2,382 | 3,122  | 3,962  | 5,013  |
| 비지배주주지분     | 13    | 15     | 18     | 21     |
| 자본총계        | 2,512 | 3,254  | 4,097  | 5,151  |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 12/19 | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|---------------------|-------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 392   | 995    | 1,004  | 1,217  |
| 당기순이익               | 359   | 850    | 950    | 1,162  |
| 비현금수익비용가감           | 200   | 268    | 357    | 374    |
| 유형자산감가상각비           | 51    | 44     | 38     | 32     |
| 무형자산상각비             | 1     | 1      | 1      | 1      |
| 기타                  | 148   | 223    | 318    | 341    |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -71   | 100    | 15     | 21     |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -106  | -168   | -25    | -36    |
| 재고자산 감소(증가)         | -1    | -1     | 0      | 0      |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 3     | 3      | 0      | 1      |
| 법인세납부               | -130  | -262   | -376   | -419   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -234  | -452   | -68    | -97    |
| 유형자산처분(취득)          | -50   | 0      | 0      | 0      |
| 무형자산감소(증가)          | -3    | 0      | 0      | 0      |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -446  | -452   | -68    | -97    |
| 기타투자활동              | 265   | 0      | 0      | 0      |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -46   | -87    | -104   | -103   |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 211   | 21     | 3      | 4      |
| 자본의 증가(감소)          | 3     | 0      | 0      | 0      |
| 배당금의 지급             | -125  | -108   | -108   | -108   |
| 기타재무활동              | -135  | 0      | 1      | 1      |
| 현금의 증가              | 118   | 427    | 828    | 1,011  |
| 기초현금                | 186   | 303    | 730    | 1,558  |
| 기말현금                | 303   | 730    | 1,558  | 2,569  |

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/19   | 12/20F  | 12/21F  | 12/22F  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 33.1    | 19.0    | 17.0    | 13.9    |
| P/CF (x)        | 21.2    | 14.4    | 12.3    | 10.5    |
| P/B (x)         | 4.1     | 4.4     | 3.6     | 2.9     |
| EV/EBITDA (x)   | 21.2    | 12.5    | 9.6     | 7.7     |
| EPS (원)         | 16,320  | 38,591  | 43,171  | 52,771  |
| CFPS (원)        | 25,497  | 50,901  | 59,570  | 69,938  |
| BPS (원)         | 133,449 | 167,140 | 205,411 | 253,282 |
| DPS (원)         | 5,220   | 5,220   | 5,220   | 5,220   |
| 배당성향 (%)        | 30.0    | 12.7    | 11.3    | 9.3     |
| 배당수익률 (%)       | 1.0     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| 매출액증가율 (%)      | -0.8    | 66.1    | 5.9     | 8.0     |
| EBITDA증가율 (%)   | -17.4   | 107.7   | 22.2    | 13.9    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -22.1   | 120.9   | 23.7    | 14.7    |
| EPS증가율 (%)      | -14.4   | 136.5   | 11.9    | 22.2    |
| 매출채권 회전을 (회)    | 8.4     | 8.3     | 6.9     | 6.9     |
| 재고자산 회전을 (회)    | -       | -       | -       | -       |
| 매입채무 회전을 (회)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 11.4    | 21.9    | 19.5    | 19.8    |
| ROE (%)         | 14.7    | 29.5    | 25.9    | 25.2    |
| ROIC (%)        | 131.5   | 300.4   | 477.3   | 738.8   |
| 부채비율 (%)        | 33.2    | 35.8    | 29.6    | 24.9    |
| 유동비율 (%)        | 464.2   | 428.8   | 523.3   | 621.2   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -24.4   | -69.4   | -76.9   | -82.6   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 56.9    | 87.0    | 104.3   | 118.5   |

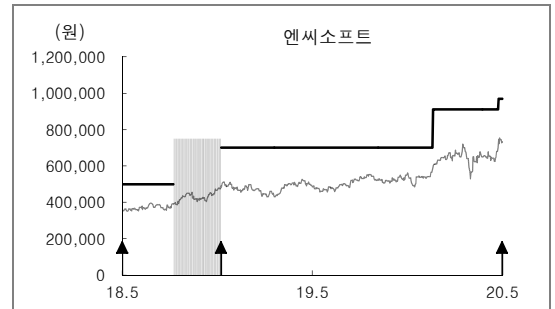
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

## 엔씨소프트

5월과 6월은 좋은 진입 타이밍

### 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 제시일자          | 투자의견     | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|---------------|----------|---------|--------|------------|
|               |          |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 엔씨소프트(036570) |          |         |        |            |
| 2020.05.12    | 매수       | 970,000 | -      | -          |
| 2020.01.07    | 매수       | 910,000 | -29.06 | -20.88     |
| 2019.11.26    | 1년 경과 이후 |         | -      | -          |
| 2018.11.26    | 매수       | 700,000 | -29.31 | -19.86     |
| 2018.08.27    | 분석 대상 제외 |         | -      | -          |
| 2018.05.10    | 매수       | 500,000 | -26.32 | -21.00     |



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

### 투자 의견 분류 및 적용 기준

| 기업                                             | 산업                                         |
|------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상          | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상       | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |
| 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상      |                                            |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

### 투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 비중축소(매도) |
|--------|-----------------|--------|----------|
| 82.04% | 12.57%          | 5.39%  | 0.00%    |

\* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.