COMPANY ANALYSIS

엔씨소프트 (036570)

2분기 실적 발표, 신작 모멘텀의 시작

2020.7.10

매수
(유지)
▲ 1,310,000원
(38.3%)

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

2분기 숨고르기 실적 예상

3분기 실적 개선 폭 확대 전망

- 2분기 매출과 영업이익은 YoY로 45.3%, 64.9% 증가한 5,970억원, 2,130억원 예상
- 이는 시장 컨센서스 전망치 매출액 6,405억원과 영업이익 2,499억원을 하회하는 수치
- 2분기 대규모 업데이트 공백기 영향과 일시적이었지만 4월에 있었던 리니지2M 업데이트의 부정적인 영향〈그림7 참조〉으로 리니지M 평균 일매출액은 22억원(2019년 4분기 23.9억원, 1분기 23.6억원), 리니지2M 평균 일매출액은 28억원(2019년 4분기 42억원, 1분기 38억원)으로 추정
- 리니지M의 경우 7월 8일부터 출시 이후 최대 콘텐츠 업데이트인 3주년 기념 업데이트가 시작되었고, 리니지2M의 경우도 8월에 출시 때부터 기다려오던 공성전 콘텐츠 업데이트가 예정된 만큼 3분기 실적 기대감은 높아질 전망

하반기 1개 신작, 1개 베타테스트, 1개 해외 진출

2분기 실적 발표 때 하반기 신작 출시 구체화 전망

- 1) 리니지2M 일본, 대만 등 해외진출, 2) 모바일 MMORPG 신작 B&S2 출시
- 3) PC & 콘솔 버전으로 출시될 예정인 MMORPG TL의 베타테스트 일정은 2분기 실적 발표에서 확인될 것으로 기대

Again 2019, 신작 기대감의 주가 반영 본격화 전망

'매수' 투자의견 유지, 목표주가 115만원에서 131만원으로 상향

- 동사는 〈그림1~3〉과 같이 글로벌 게임주 랠리에 동참하면서 주도하는 모습
- 미국에 상장된 대표적인 게임 ETF인 ESPO의 예〈표1 참조〉에서도 편입 비중이 9번째 4.8%(6월초 13번째 4.2%에서)로 높아지는 모습
- 목표주가는 기존 115만원에서 131만원으로 상향. 동사 주가는 2019년 리니지2M 출시 모멘텀을 반영할 때의 PER인 33.8배〈그림11 참조〉까지 상승할 것으로 예상

Key data

영업이익(20F,십억원)	1,065	시가총액(십억원)	20,790
Consensus 영업이익(20F,십억원)	1,046	발행주식수(백만주)	22
EPS 성장률(20F,%)	138.2	유동주식비율(%)	81.9
MKT EPS 성장률(20F,%)	-	외국인 보유비중(%)	51.4
P/E(20F,x)	24.4	베타(12M) 일간수익률	0.54
MKT P/E(20F,x)	-	52주 최저가(원)	481,500
KOSPI	2,167.90	52주 최고가(원)	995,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.4	55.8	95.5
상대주가	19.5	57.1	85.0

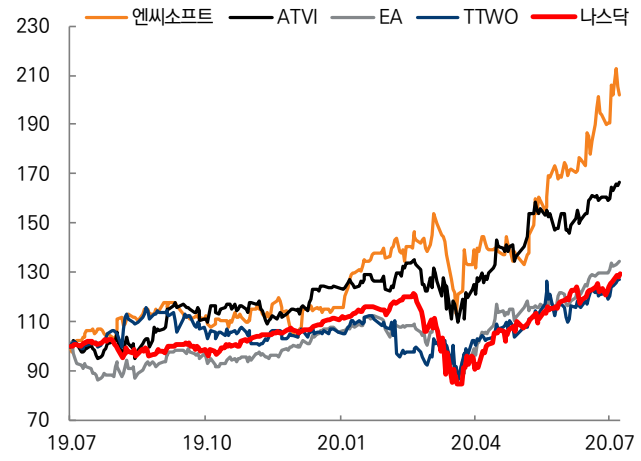
Earnings and valuation metrics

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	1,065	1,309	1,502
영업이익률 (%)	33.3	35.9	28.2	37.7	43.7	46.4
순이익 (십억원)	441	418	358	853	948	1,159
EPS (원)	20,104	19,061	16,320	38,875	43,183	52,788
ROE (%)	19.1	16.4	14.7	29.7	25.9	25.1
P/E (배)	22.3	24.5	33.1	24.4	21.9	17.9
P/B (배)	3.4	3.7	4.1	5.7	4.6	3.7
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.0	0.6	0.6	0.6

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

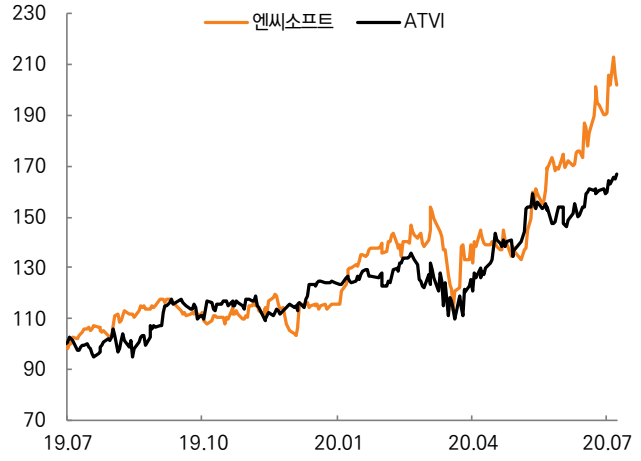
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

그림 1. 엔씨소프트, 나스닥 대표 게임주 상대주가 추이(19.07=100)



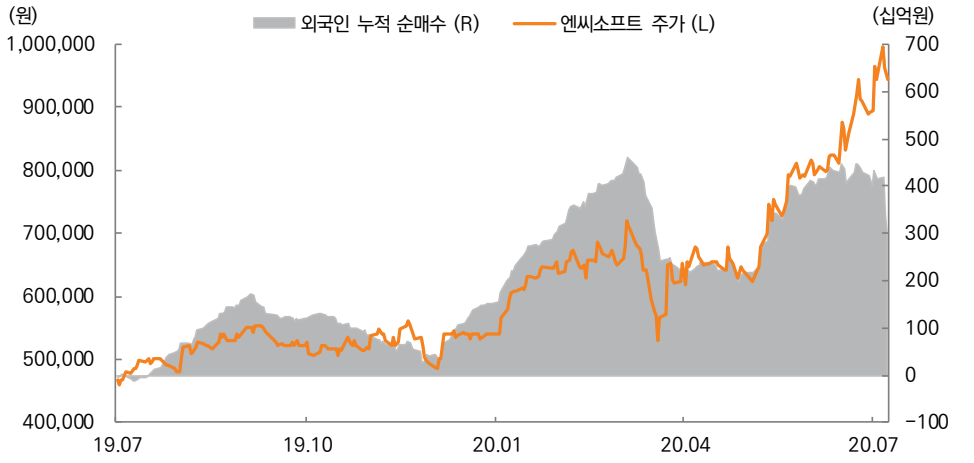
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 엔씨소프트, 액티비전 블리자드 상대주가 추이(19.07=100)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 엔씨소프트 주가와 외국인 누적 순매수 대금 추이



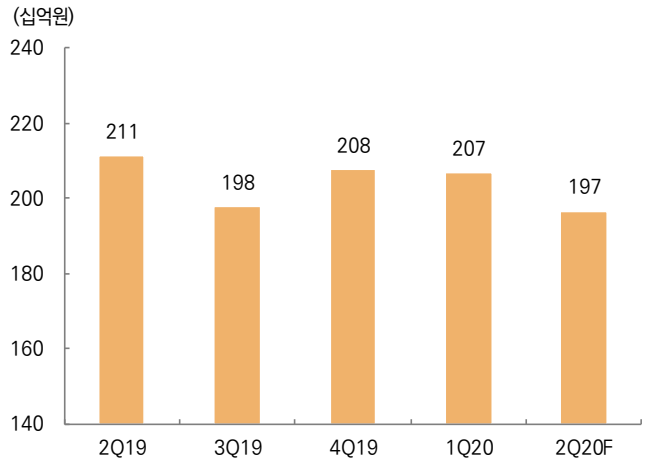
자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. ESPO 게임 ETF 포트폴리오 구성

비중 순위	기업	Ticker	비중
1	Tencent Holdings Ltd	700	8.38%
2	NVIDIA Corp	NVDA	7.72%
3	Nintendo Co Ltd	7974	7.10%
4	Advanced Micro Devices Inc	AMD	5.91%
5	Activision Blizzard Inc	ATVI	5.84%
6	Electronic Arts Inc	EA	5.44%
7	Bilibili Inc	BILI	5.37%
8	Sea Ltd	SE	5.05%
9	NCSOFT Corp	36570	4.79%
10	NetEase Inc	NTES	4.79%
11	Nexon Co Ltd	3659	4.64%
12	Take-Two Interactive Software Inc	TTWO	4.42%
13	Zynga Inc	ZNGA	4.37%
14	CD Projekt SA	CDR	4.20%
15	Bandai Namco Holdings Inc	7832	3.82%
16	Ubisoft Entertainment SA	UBI	3.70%
17	Micro-Star International Co Ltd	2377	2.22%
18	Square Enix Holdings Co Ltd	9684	2.11%
19	Kingsoft Corp Ltd	3888	2.02%
20	Netmarble Corp	251270	1.86%

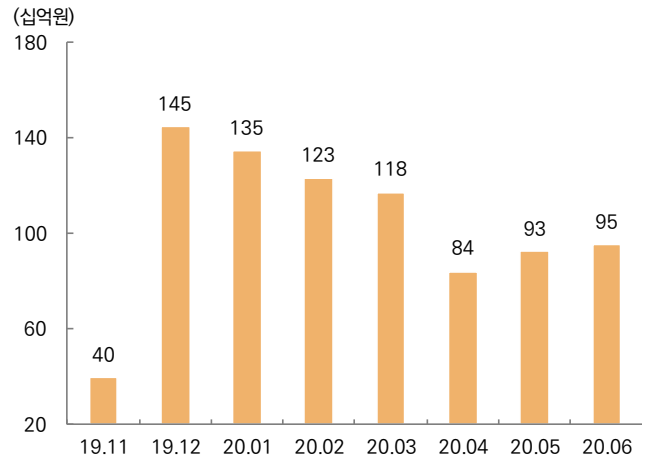
자료: ETF Database, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 리니지M 국내 분기 매출 추이



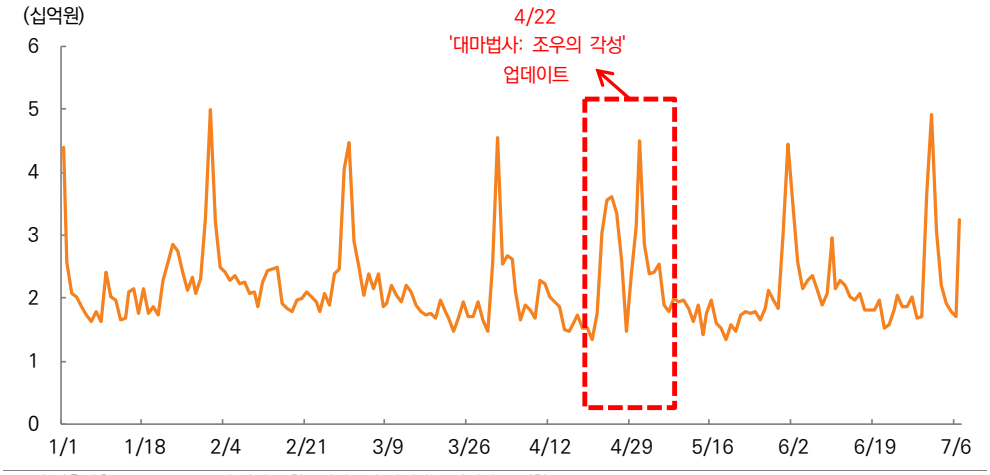
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 5. 리니지2M 월매출 추이



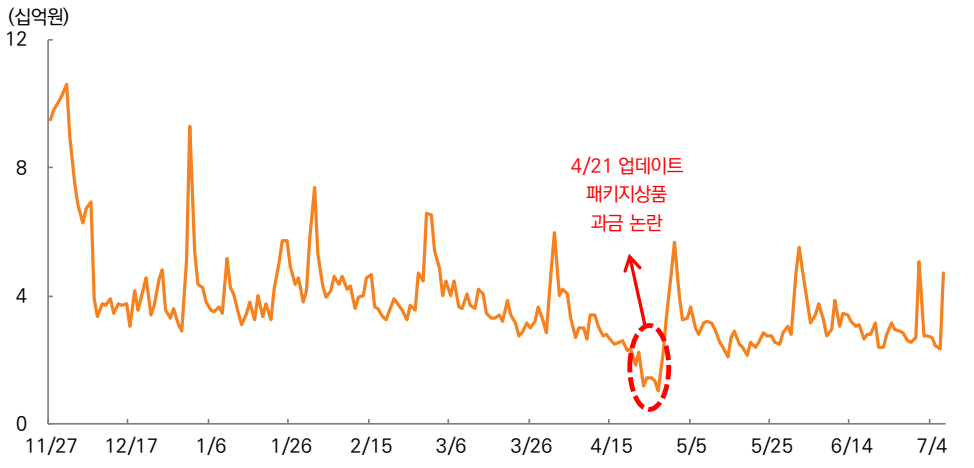
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 6. 리니지M 일매출 추이



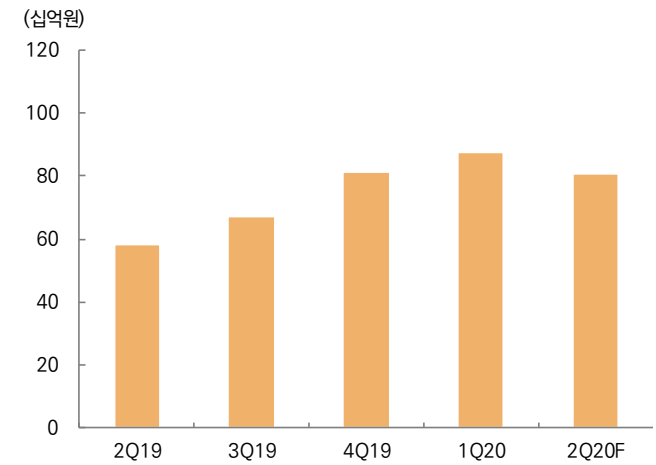
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 7. 리니지2M 일매출 추이



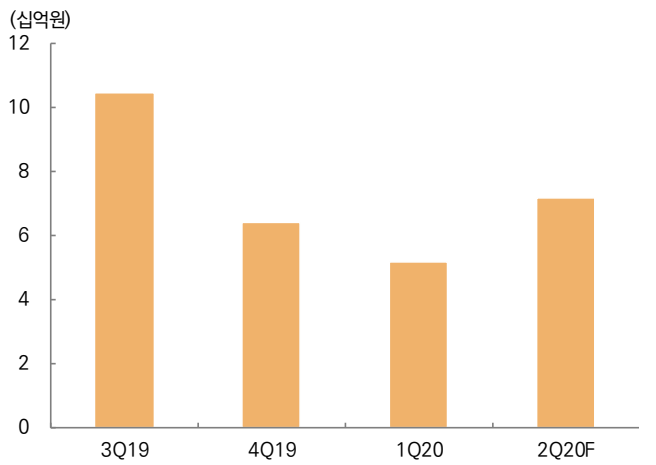
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 8. 리니지M 대만(감마니아) 분기 매출



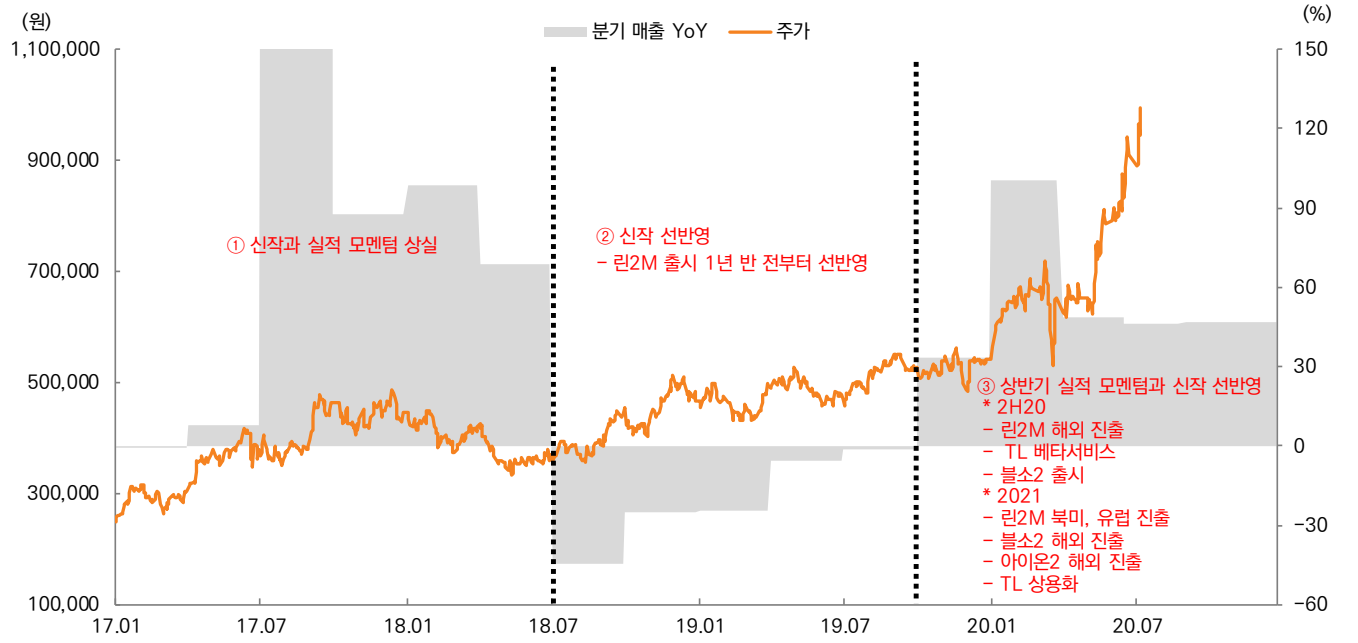
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 9. 리니지M 일본 분기 매출



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

그림 10. 엔씨소프트 분기 매출액 성장률과 주가



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 2. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
매출액	**359**	**411**	**398**	**534**	**731**	**597**	**604**	**894**	**1,759**	**1,715**	**1,701**	**2,826**
리니지	21	50	52	51	45	43	39	54	154	150	174	181
리니지 II	22	21	23	28	26	21	20	20	66	64	94	87
아이온	12	12	13	8	10	9	10	11	47	63	46	40
블레이드앤소울	23	21	21	18	20	17	17	19	161	120	84	73
길드워2	16	16	15	11	13	12	12	15	83	80	59	51
모바일게임	199	224	213	363	553	435	444	713	995	913	999	2,146
기타	8	15	16	10	12	11	11	14	50	44	49	48
로열티	57	52	44	44	53	49	51	47	203	282	198	200
영업이익	**80**	**129**	**129**	**141**	**241**	**213**	**228**	**382**	**585**	**615**	**479**	**1,065**
영업이익률	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	35.7	37.8	42.8	33.3	35.9	28.2	37.7
순이익	**75**	**117**	**114**	**54**	**195**	**167**	**183**	**310**	**444**	**422**	**359**	**856**
순이익률	20.8	28.4	28.6	10.1	26.7	28.0	30.3	34.7	25.2	24.6	21.1	30.3
YoY 성장률												
매출액	-24.5	-5.9	-1.5	33.4	103.8	45.3	51.8	67.5	78.8	-2.5	-0.8	66.1
리니지	-26.7	19.1	28.6	31.7	116.0	-14.0	-24.9	4.9	-58.9	-3.0	16.3	3.8
리니지 II	51.5	59.0	47.3	34.4	22.7	-0.5	-14.1	-28.4	-14.7	-2.9	46.5	-6.8
아이온	-34.3	-20.7	-19.2	-36.3	-17.7	-26.5	-27.2	34.3	-34.6	35.2	-27.5	-13.7
블레이드앤소울	-31.3	-31.1	-28.6	-28.0	-15.7	-20.4	-19.9	7.2	-11.6	-25.8	-29.9	-13.0
길드워2	-30.9	-20.0	-27.8	-27.8	-23.3	-24.9	-19.2	30.3	8.1	-3.2	-26.8	-12.3
모바일게임	-24.7	6.6	-1.5	62.9	178.3	94.5	108.1	96.6	4935.0	-8.2	9.4	114.9
기타	4.6	16.9	25.2	-8.4	39.2	-26.2	-27.7	43.7	-15.1	-11.3	10.7	-1.0
로열티	-31.8	-44.2	-14.2	-17.0	-8.0	-5.8	14.6	7.1	66.0	38.9	-29.9	1.0
영업이익	-61.0	-18.9	-7.3	24.7	203.6	64.9	76.9	170.9	77.8	5.1	-22.1	122.4
순이익	-37.3	-16.7	20.3	-19.9	161.6	43.0	60.8	473.0	63.6	-5.0	-14.8	138.1

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 3. 엔씨소프트의 2020~2021년 실적 예상 변경 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
매출액	2,826	2,994	2,826	2,994	0.0	0.0	
영업이익	1,058	1,309	1,065	1,309	0.7	0.0	
순이익	850	950	856	951	0.7	0.1	
영업이익률	37.4	43.7	37.7	43.7	-	-	
순이익률	30.1	31.7	30.3	31.8	-	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 4. 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 11. 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**	**1,760**	**1,685**	**1,732**
조정영업이익	**479**	**1,065**	**1,309**	**1,502**
영업이익	**479**	**1,065**	**1,309**	**1,502**
비영업손익	**17**	**54**	**17**	**79**
금융손익	25	35	54	75
관계기업등 투자손익	-19	0	0	0
세전계속사업손익	496	1,119	1,326	1,581
계속사업법인세비용	137	263	376	419
계속사업이익	359	856	951	1,162
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**359**	**856**	**951**	**1,162**
지배주주	358	853	948	1,159
비지배주주	1	2	3	3
총포괄이익	**264**	**856**	**951**	**1,162**
지배주주	263	850	944	1,154
비지배주주	2	6	6	8
EBITDA	531	1,110	1,348	1,536
FCF	341	1,001	1,005	1,217
EBITDA 마진율 (%)	31.2	39.3	45.0	47.5
영업이익률 (%)	28.2	37.7	43.7	46.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.0	30.2	31.7	35.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	**2,088**	**3,178**	**4,104**	**5,255**
현금 및 현금성자산	303	736	1,564	2,576
매출채권 및 기타채권	257	428	453	490
재고자산	2	3	4	4
기타유동자산	1,526	2,011	2,083	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**	**4,425**	**5,317**	**6,442**
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**	**3,245**	**4,085**	**5,137**
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	436	436	436	436
이익잉여금	2,382	3,128	3,968	5,020
비지배주주지분	**13**	**15**	**18**	**21**
자본총계	**2,512**	**3,260**	**4,103**	**5,158**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	**392**	**1,001**	**1,005**	**1,217**
당기순이익	359	856	951	1,162
비현금수익비용가감	200	269	357	373
유형자산감가상각비	51	44	38	32
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	148	224	318	340
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	-263	-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**	**433**	**828**	**1,011**
기초현금	186	303	736	1,564
기말현금	303	736	1,564	2,576

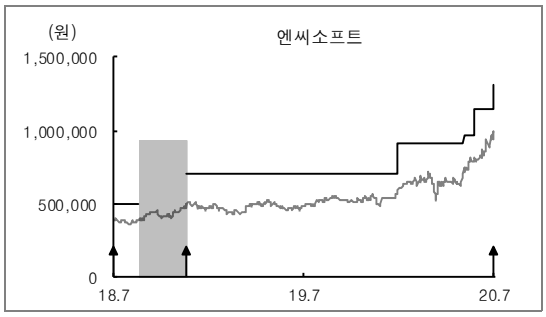
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	33.1	24.4	21.9	17.9
P/CF (x)	21.2	18.5	15.9	13.5
P/B (x)	4.1	5.7	4.6	3.7
EV/EBITDA (x)	21.2	16.7	13.1	10.8
EPS (원)	16,320	38,875	43,183	52,788
CFPS (원)	25,497	51,243	59,570	69,938
BPS (원)	133,449	167,424	205,707	253,595
DPS (원)	5,220	5,220	5,220	5,220
배당성향 (%)	30.0	12.6	11.3	9.3
배당수익률 (%)	1.0	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-0.8	66.1	5.9	8.0
EBITDA증가율 (%)	-17.4	109.0	21.4	13.9
조정영업이익증가율 (%)	-22.1	122.3	22.9	14.7
EPS증가율 (%)	-14.4	138.2	11.1	22.2
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.3	6.9	6.9
재고자산 회전율 (회)	1,105.6	1,024.4	844.3	852.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	11.4	22.0	19.5	19.8
ROE (%)	14.7	29.7	25.9	25.1
ROIC (%)	131.5	302.6	477.4	739.0
부채비율 (%)	33.2	35.7	29.6	24.9
유동비율 (%)	464.2	429.6	524.2	622.0
순차입금/자기자본 (%)	-24.4	-69.5	-76.9	-82.6
조정영업이익/금융비용 (x)	56.9	87.6	104.3	118.5

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트(036570)				
2020.07.09	매수	1,310,000	-	-
2020.06.01	매수	1,150,000	-24.09	-13.48
2020.05.12	매수	970,000	-20.76	-16.29
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



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

투자의견 분류 및 적용기준

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
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트을(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.