

엔씨소프트 (036570)

신작 사전예약 시작 전이 매수 타이밍

2020.11.4

매수
(유지)

목표가: 1,260,000원
상승여력: 61.1%

김창권 changkwean.kim@miraearset.com

임희석 heeseok.lim@miraearset.com

리니지M, 리니지2M 합산
매출액은 4분기에도 유지 중

PC에 이어 확장되는 모바일 MMORPG 라이프 사이클

- 모바일 MMORPG 린M은 2017년 6월, 린2M은 2019년 11월에 각각 출시
- 7월 린M이 모바일게임 매출 순위 1위 탈환에 이어 10월 린2M이 다시 매출 1위 기록
- 이는 모바일 게임도 컨텐츠 업데이트와 이벤트로 장기 매출 유지가 가능함을 보여줌
- <그림 3~5>를 보면 린M과 린2M 합산 일매출액은 2분기 수준이 3분기에도 유지되고 있고, 4분기인 10월 이후에도 이어지고 있음

블소2, 리니지2M 대만은
2021년 1분기 상용화 예상

린M, 린2M 둘다 상용화보다 사전 예약이 더 중요한 주가 변수

- 연내 출시 예정이었던 블소2와 린2M 대만 출시가 2021년 1분기로 연기
- 게임의 오류나 컨텐츠 보강이 아닌 재택근무 연장에 따른 마무리 작업 지연으로 해석
- 이에 따라 2020년 매출액과 영업이익 전망치는 각각 12.0%, 4.5% 하향 조정
- 동사는 블소2와 린2M 대만 2021년 일매출액 수준을 각각 22억원과 15억원으로 가정
- 린M과 린2M 출시 때도 출시 기대감이 주가에 선반영<그림 1, 2 참조>**, 하지만 상용화 일정보다 사전 예약(마케팅) 시작 시점이 주가에 더욱 중요한 변수로 작용하였음

2021년 블소2, 린2M대만, TL의
트리플 신작 매출 인식 기대

3분기 실적 발표는 11월 16일, 신작 일정 구체화 기대

- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,430억원, 2,100억원 예상
- 2021년 실적 전망에는 큰 변화가 없으며, TL 신규 매출액은 아직 미반영
- 블소2와 린2M 대만은 2021년 초에 상용화 기대, 따라서 통상 상용화 2~3개월 이전에 시작하는 사전예약은 남아있는 2020년 4분기에 시작할 가능성이 높음
- 신작 사전 예약 전에 주가 반등을 기대, 매수 의견과 목표주가 126만원 유지

Key data



현재주가(20/11/3, 원)	782,000	시가총액(십억원)	17,168
영업이익(20F, 십억원)	865	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	893	유동주식비율(%)	81.9
EPS 성장률(20F, %)	91.4	외국인 보유비중(%)	48.4
P/E(20F, x)	25.0	베타(12M) 일간수익률	0.59
MKT P/E(20F, x)	15.8	52주 최저가(원)	485,000
KOSPI	2,343.31	52주 최고가(원)	995,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0	21.6	45.4
상대주가	-3.6	1.1	30.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	1,759	1,715	1,701	2,329	2,994	3,234
영업이익 (십억원)	585	615	479	865	1,309	1,502
영업이익률 (%)	33.3	35.9	28.2	37.1	43.7	46.4
순이익 (십억원)	441	418	358	686	935	1,139
EPS (원)	20,104	19,061	16,320	31,243	42,588	51,891
ROE (%)	19.1	16.4	14.7	24.6	26.9	26.0
P/E (배)	22.3	24.5	33.1	25.0	18.4	15.1
P/B (배)	3.4	3.7	4.1	4.9	4.0	3.2
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.0	0.8	0.9	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	(십억원, %) 2020F
매출액	359	411	398	534	731	539	543	516	1,759	1,715	1,701	2,329
리니지	21	50	52	51	45	34	40	42	154	150	174	161
리니지 II	22	21	23	28	26	26	22	23	66	64	94	97
아이온	12	12	13	8	10	8	9	9	47	63	46	37
블레이드앤소울	23	21	21	18	20	20	19	19	161	120	84	77
길드워2	16	16	15	11	13	16	13	13	83	80	59	54
모바일게임	199	224	213	363	553	357	369	339	995	913	999	1,618
기타	8	15	16	10	12	15	14	14	50	44	49	55
로열티	57	52	44	44	53	62	58	57	203	282	198	230
영업이익	80	129	129	141	241	209	210	204	585	615	479	865
영업이익률	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.8	38.7	39.6	33.3	35.9	28.2	37.1
순이익	75	117	114	54	195	158	165	169	444	422	359	688
순이익률	20.8	28.4	28.6	10.1	26.7	29.4	30.5	32.7	25.2	24.6	21.1	29.5
YoY 성장률												
매출액	-24.5	-5.9	-1.5	33.4	103.8	31.1	36.4	-3.3	78.8	-2.5	-0.8	36.9
리니지	-26.7	19.1	28.6	31.7	116.0	-31.6	-23.8	-18.0	-58.9	-3.0	16.3	-7.7
리니지 II	51.5	59.0	47.3	34.4	22.7	21.5	-4.0	-17.5	-14.7	-2.9	46.5	3.9
아이온	-34.3	-20.7	-19.2	-36.3	-17.7	-33.9	-30.7	14.0	-34.6	35.2	-27.5	-20.2
블레이드앤소울	-31.3	-31.1	-28.6	-28.0	-15.7	-6.2	-12.9	4.5	-11.6	-25.8	-29.9	-8.3
길드워2	-30.9	-20.0	-27.8	-27.8	-23.3	-1.5	-13.6	16.5	8.1	-3.2	-26.8	-7.2
모바일게임	-24.7	6.6	-1.5	62.9	178.3	59.6	73.0	-6.6	4935.0	-8.2	9.4	62.0
기타	4.6	16.9	25.2	-8.4	39.2	5.3	-12.8	43.7	-15.1	-11.3	10.7	13.3
로열티	-31.8	-44.2	-14.2	-17.0	-8.0	20.8	30.1	28.4	66.0	38.9	-29.9	16.2
영업이익	-61.0	-18.9	-7.3	24.7	203.6	61.5	62.9	44.8	77.8	5.1	-22.1	80.5
순이익	-37.3	-16.7	20.3	-19.9	161.6	35.5	45.5	211.5	63.6	-5.0	-14.8	91.4

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 2. 엔씨소프트의 2020~2021년 실적 예상 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
매출액	2,647	2,994	2,329	2,994	-12.0	0.0	
영업이익	905	1,309	865	1,309	-4.5	0.0	
순이익	825	937	688	938	-16.7	0.1	
영업이익률	34.2	43.7	37.1	43.7	-	-	
순이익률	31.2	31.3	29.5	31.3	-	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 3. 모바일게임 매출액 전망

(억원)

	2017	2018	2019	2020	2021F
모바일 게임	9,953	9,133	9,786	16,182	22,407
리니지M	9,953	9,133	8,347	8,165	6,845
일매출액	52	25	23	22	19
리니지2M			1,439	8,017	4,361
일매출액			41	22	12
블소2					6,589
일매출액					22
리니지2M 대만					4,612
일매출액					15

주: 리니지M은 2017년 6월, 리니지2M은 2019년 11월 상용화. 블소2와 리니지2M 대만은 각각 2021년 3월 상용화 예상.

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 1. 리니지M 사전예약 및 정식 출시 일정과 엔씨소프트 주가 추이



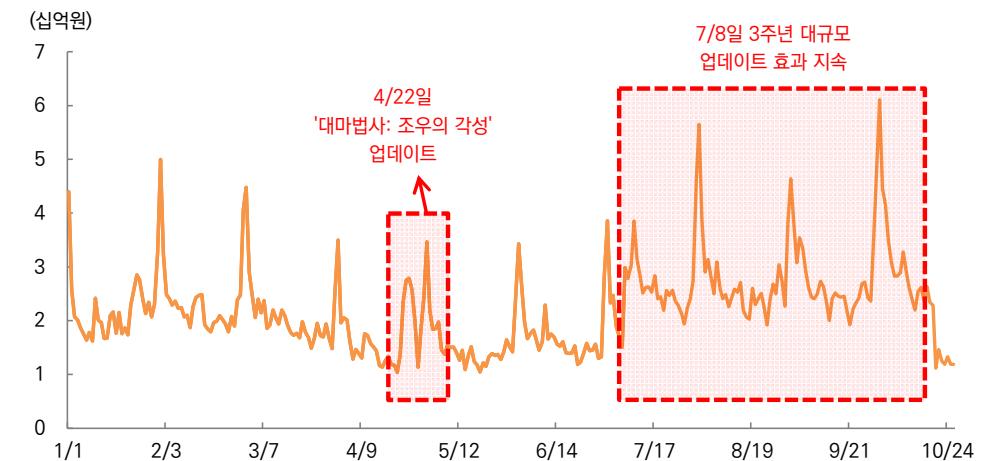
자료: Quantivwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 리니지2M 사전예약 및 정식 출시 일정과 엔씨소프트 주가 추이



자료: Quantivwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 리니지M 일매출 추이



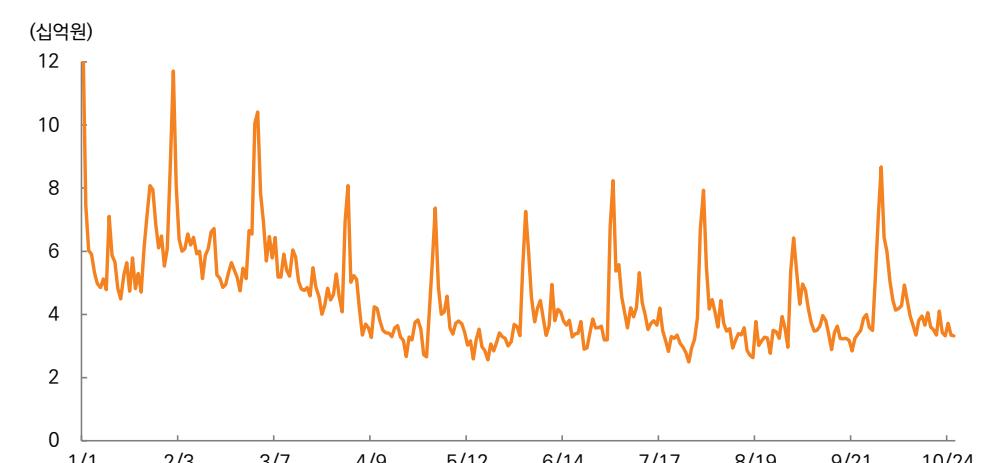
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 4. 리니지2M 일매출 추이



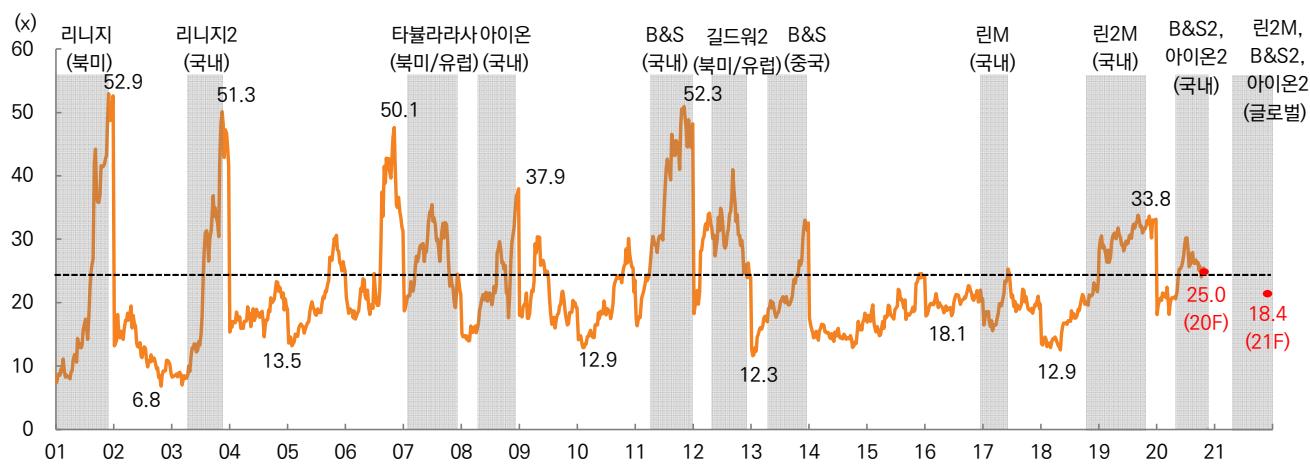
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 존재함
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 5. 리니지M, 2M 합산 일매출 추이



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

그림 6. 엔씨소프트 P/E 추이: 기대감은 신작 출시 직전에 최고조



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,701	2,329	2,994	3,234
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,701	2,329	2,994	3,234
판매비와관리비	1,222	1,464	1,685	1,732
조정영업이익	479	865	1,309	1,502
영업이익	479	865	1,309	1,502
비영업순익	17	56	10	69
금융순익	25	32	46	65
관계기업등 투자손익	-19	0	0	0
세전계속사업순익	496	921	1,319	1,571
계속사업법인세비용	137	233	382	429
계속사업이익	359	688	938	1,142
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	359	688	938	1,142
지배주주	358	686	935	1,139
비지배주주	1	2	3	3
총포괄이익	264	688	938	1,142
지배주주	263	683	931	1,135
비지배주주	2	5	6	7
EBITDA	531	927	1,378	1,580
FCF	341	687	956	1,111
EBITDA 마진율 (%)	31.2	39.8	46.0	48.9
영업이익률 (%)	28.2	37.1	43.7	46.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.0	29.5	31.2	35.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	392	805	1,066	1,241
당기순이익	359	688	938	1,142
비현금수익비용가감	200	259	400	437
유형자산감가상각비	51	61	68	76
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	148	197	331	360
영업활동으로인한자산및부채의변동	-71	56	59	21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-106	-94	-99	-36
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	2	2	1
법인세납부	-130	-233	-382	-429
투자활동으로 인한 현금흐름	-234	-370	-378	-227
유형자산처분(취득)	-50	-118	-110	-130
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-446	-252	-268	-97
기타투자활동	265	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-46	-96	-116	-144
장단기금융부채의 증가(감소)	211	12	12	4
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-125	-108	-128	-149
기타재무활동	-135	0	0	1
현금의 증가	118	323	555	864
기초현금	186	303	626	1,181
기말현금	303	626	1,181	2,045

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,088	2,777	3,721	4,725
현금 및 현금성자산	303	626	1,181	2,045
매출채권 및 기타채권	257	353	453	490
재고자산	2	3	4	4
기타유동자산	1,526	1,795	2,083	2,186
비유동자산	1,259	1,333	1,395	1,454
관계기업투자등	44	60	77	83
유형자산	350	408	450	504
무형자산	50	48	47	46
자산총계	3,346	4,111	5,115	6,179
유동부채	450	612	783	845
매입채무 및 기타채무	50	68	87	95
단기금융부채	43	54	67	71
기타유동부채	357	490	629	679
비유동부채	384	407	431	439
장기금융부채	324	324	324	324
기타비유동부채	60	83	107	115
부채총계	834	1,018	1,214	1,284
지배주주자분	2,499	3,077	3,885	4,874
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	436	436	436	436
이익잉여금	2,382	2,960	3,767	4,758
비지배주주자분	13	15	17	21
자본총계	2,512	3,092	3,902	4,895

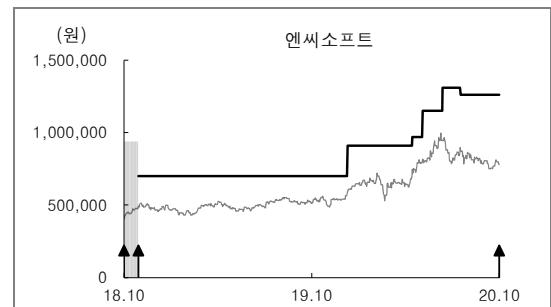
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	33.1	25.0	18.4	15.1
P/CF (x)	21.2	18.1	12.8	10.9
P/B (x)	4.1	4.9	4.0	3.2
EV/EBITDA (x)	21.2	16.4	10.5	8.5
EPS (원)	16,320	31,243	42,588	51,891
CFPS (원)	25,497	43,128	60,930	71,942
BPS (원)	133,449	159,792	196,541	241,655
DPS (원)	5,220	6,220	7,220	8,220
배당성향 (%)	30.0	18.6	15.9	14.8
배당수익률 (%)	1.0	0.8	0.9	1.1
매출액증가율 (%)	-0.8	36.9	28.6	8.0
EBITDA증가율 (%)	-17.4	74.6	48.7	14.7
조정영업이익증가율 (%)	-22.1	80.6	51.3	14.7
EPS증가율 (%)	-14.4	91.4	36.3	21.8
매출채권 회전율 (회)	8.4	7.7	7.5	6.9
재고자산 회전율 (회)	1,105.6	948.3	923.1	852.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	11.4	18.4	20.3	20.2
ROE (%)	14.7	24.6	26.9	26.0
ROIC (%)	131.5	193.6	266.6	292.5
부채비율 (%)	33.2	32.9	31.1	26.2
유동비율 (%)	464.2	454.2	475.2	559.3
순차입금/자기자본 (%)	-24.4	-63.6	-71.1	-76.2
조정영업이익/금융비용 (x)	56.9	72.0	105.5	118.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2020.08.14	매수	1,260,000	-	-
2020.07.10	매수	1,310,000	-34.80	-26.34
2020.06.01	매수	1,150,000	-23.86	-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	700,000	-24.29	-17.29
2018.11.26	매수	700,000	-29.31	-19.86
2018.08.27	분석 대상 제외	-	-	-

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

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

산업

비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 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 지적자산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.