

그럼에도 불구하고 매수의견을 유지하는 이유

매수
(유지)목표가: 850,000원 ▼
상승여력: 28.8%

김창권 changkwon.kim@miraeeasset.com

블소2 새로움이 없었던 게임

블소2 3분기와 4분기 일매출액 전망치를 각각 7억원과 5억원으로 하향

- 블소2 8/26일 출시 첫날 매출액이 8억원(모바일 인덱스 기준)으로 보도
- 블소2 4분기 예상 일매출액 전망치를 기존 30억원에서 5억원으로 하향, 3분기도 7억원으로 조정
- 흥행 실패 요인은 이미 포화된 국내 모바일 MMORPG 시장에서 신규 게이머를 유인할 만한 참신한 게임성이 없었기 때문

그럼에도 불구하고 매수 의견을 유지하는 이유들

리니지W의 기술적 진보에 주목 그리고 디지털 콘텐츠의 밝은 미래도

- 1.페이투윈(Pay to Win) 수익 모델의 건재: 여러 논란에도 불구하고 8/31일 기준 구글플레이 매출 순위 1~5위까지 게임은 오딘, 리니지M과 2M, 블소2, 제2의 나라 등 모두 페이투윈 수익모델 게임들
- 2. 리니지M, 리니지2M, 리니지2M 일본/대만 등이 안정적인 3분기 매출 흐름 유지 중: <그림 1~5>에서처럼 엔씨의 일정 수준의 현금 흐름 창출 능력 지속
- 3. 리니지W, 아이온2 등 대기 중인 신작 조기 출시 가능성: 예정된 기대작 출시 일정이 빨라지고 과금 모델 변화 가능성
- 4. 게임 그래픽/운영 능력, 우수한 개발 인력 풀 보유: 메타버스로 확장되고 있는 디지털 콘텐츠 시장에서의 경쟁력 보유, 글로벌 원빌드, AI 통역, 크로스 플랫폼 등

목표주가는 85만원으로 조정

다음 번 이벤트를 기다릴 수 있는 가격대로 해석

- 블소2의 부진한 흥행을 감안하여 2021년과 2022년 영업이익 전망치를 각각 29.9%, 32.8% 하향 조정
- 2022년 EPS 전망치에 20년간 PER 밴드 상단 30배를 대입한 목표주가 85만원(기존 127만원) 제시

Key data



현재주가(21/8/31, 원)	660,000	시가총액(십억원)	14,490
영업이익(21F, 십억원)	447	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	572	유동주식비율(%)	81.9
EPS 성장률(21F, %)	-37.3	외국인 보유비중(%)	48.4
P/E(21F, x)	39.3	베타(12M) 일간수익률	0.58
MKT P/E(21F, x)	11.1	52주 최저가(원)	649,000
KOSPI	3,199.27	52주 최고가(원)	1,038,000

Share performance

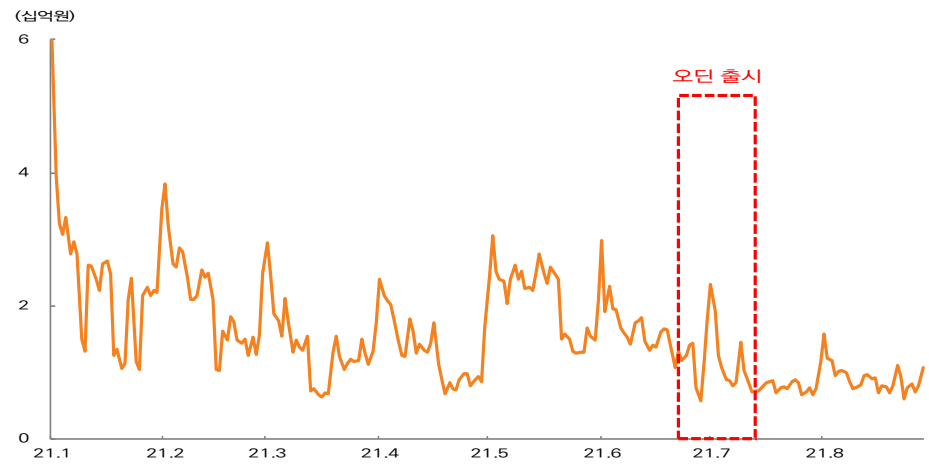
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.9	-29.5	-20.0
상대주가	-19.8	-33.6	-41.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	1,715	1,701	2,416	2,208	3,219	3,799
영업이익 (십억원)	615	479	825	447	867	1,044
영업이익률 (%)	35.9	28.2	34.1	20.2	26.9	27.5
순이익 (십억원)	418	358	587	368	644	809
EPS (원)	19,061	16,320	26,756	16,781	29,354	36,835
ROE (%)	16.4	14.7	20.8	11.4	18.2	20.0
P/E (배)	24.5	33.1	34.8	39.3	22.5	17.9
P/B (배)	3.7	4.1	5.7	3.8	3.5	3.1
배당수익률 (%)	1.3	1.0	0.9	1.6	1.9	1.9

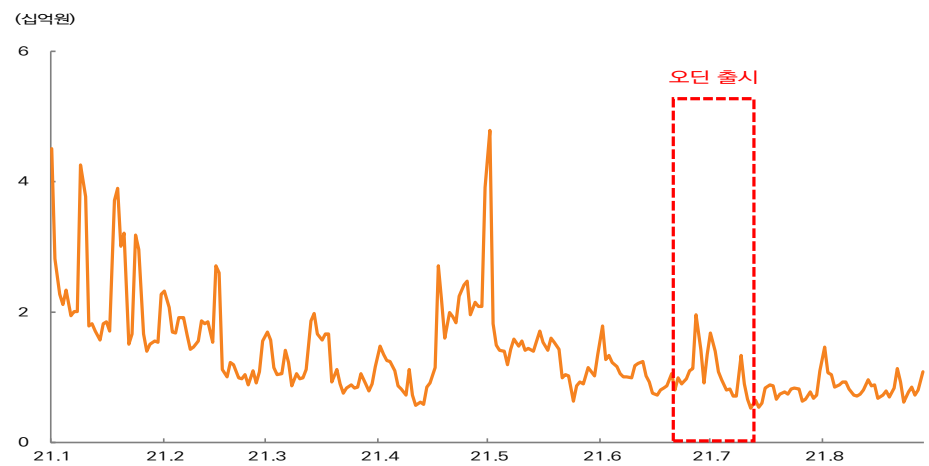
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 리니지M 일매출 추정치 추이



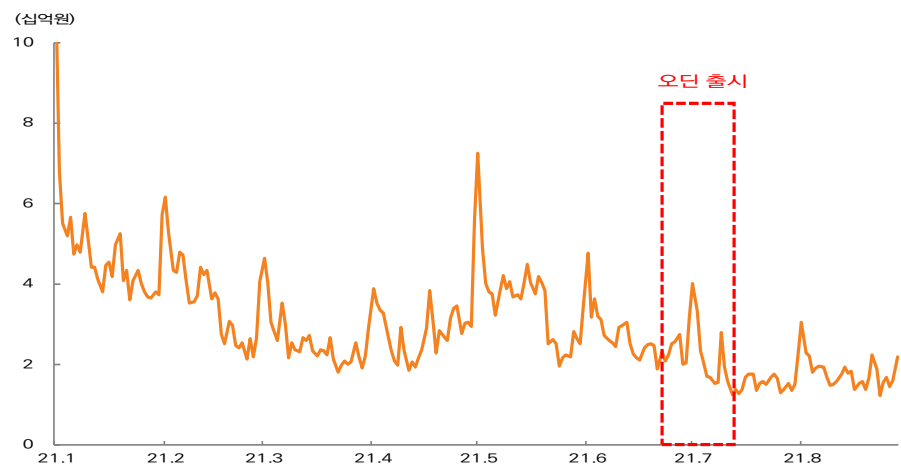
자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 리니지2M 일매출 추정치 추이



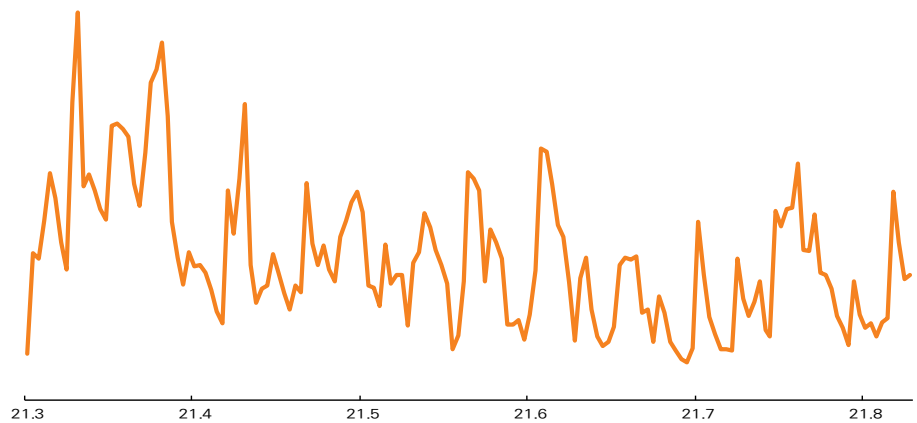
자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 리니지M, 2M 합산 일매출 추정치 추이



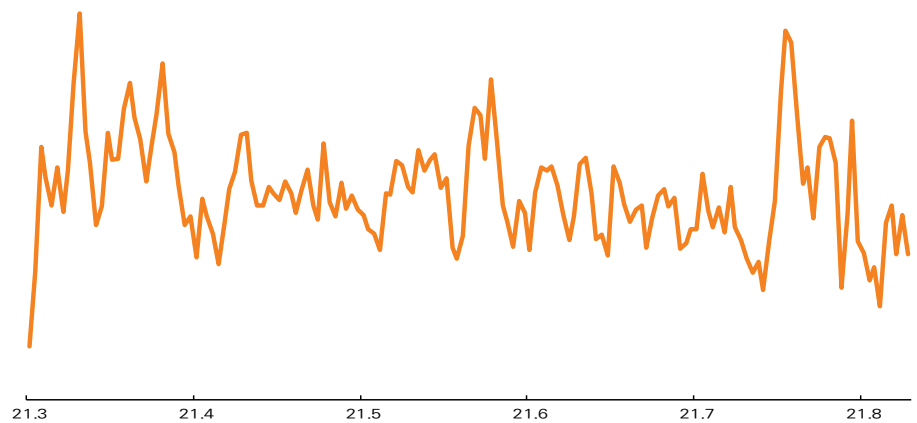
자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 리니지2M 일본 일매출 추이



자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 리니지2M 대만 일매출 추이



자료: Sensor Tower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	731	539	585	561	512	539	528	629	1,701	2,416	2,208	3,219
리니지	45	34	50	47	49	36	38	44	174	176	167	159
리니지 II	26	26	26	26	26	24	21	28	94	104	100	95
아이온	10	8	8	19	23	20	21	23	46	46	87	83
블레이드앤소울	20	20	17	16	14	10	12	16	84	72	52	50
길드워2	13	16	19	14	16	16	15	17	59	61	65	100
모바일게임	553	357	390	378	325	352	351	419	999	1,678	1,447	2,420
기타	12	15	16	18	13	38	25	31	49	61	108	117
로열티	53	62	59	44	45	43	44	50	198	218	182	194
영업이익	241	209	218	157	57	113	112	127	479	825	447	867
영업이익률	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	20.9	21.3	20.2	28.2	34.1	20.2	26.9
순이익	195	158	153	80	80	94	92	102	359	587	368	644
순이익률	26.7	29.4	26.1	14.3	15.6	17.5	17.4	16.1	21.1	24.3	16.7	20.0
YoY 성장률												
매출액	103.8	31.1	47.1	5.2	-29.9	0.0	-9.8	12.0	-0.8	42.0	-8.6	45.8
리니지	116.0	-31.6	-3.8	-9.0	9.3	6.3	-24.4	-5.3	16.3	0.9	-4.7	-4.7
리니지 II	22.7	21.5	14.3	-6.6	-0.9	-6.2	-19.5	8.3	46.5	11.7	-4.6	-4.6
아이온	-17.7	-33.9	-36.1	133.3	130.6	138.2	153.8	22.5	-27.5	-0.9	91.7	-5.0
블레이드앤소울	-15.7	-6.2	-19.9	-13.3	-28.1	-50.3	-30.5	0.4	-29.9	-13.8	-28.6	-2.3
길드워2	-23.3	-1.5	24.3	25.0	30.3	2.3	-19.4	22.4	-26.8	4.2	6.0	55.0
모바일게임	178.3	59.6	82.6	4.3	-41.3	-1.4	-9.9	10.8	9.4	68.0	-13.8	67.2
기타	39.2	5.3	2.9	74.1	12.9	142.9	58.6	79.7	10.7	24.6	77.5	8.9
로열티	-8.0	20.8	33.1	-0.5	-13.9	-31.2	-25.0	12.7	-29.9	10.4	-16.5	6.5
영업이익	203.6	61.5	68.9	11.0	-76.5	-46.0	-48.3	-19.0	-22.1	72.2	-45.8	93.9
순이익	161.6	35.5	34.3	48.2	-59.0	-40.4	-39.7	26.5	-14.8	63.3	-37.3	74.9

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 엔씨소프트의 2021~2022년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
매출액	2,525	4,052	2,208	3,219	-12.6	-20.6	
영업이익	638	1,291	447	867	-29.9	-32.8	
순이익	514	966	368	644	-28.4	-33.3	
영업이익률	25.3	31.9	20.2	26.9	-20.2	-15.7	
순이익률	20.3	23.8	16.7	20.0	-17.7	-16.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,416	2,208	3,219	3,799
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,416	2,208	3,219	3,799
판매비와관리비	1,591	1,761	2,352	2,755
조정영업이익	825	447	867	1,044
영업이익	825	447	867	1,044
비영업손익	-22	21	-20	19
금융손익	24	27	27	29
관계기업등 투자손익	-6	0	0	0
세전계속사업손익	803	468	847	1,063
계속사업법인세비용	217	100	203	255
계속사업이익	587	368	644	808
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	587	368	644	808
지배주주	587	368	644	809
비지배주주	-1	0	-1	-1
총포괄이익	752	368	644	808
지배주주	752	368	644	808
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	891	520	961	1,123
FCF	643	307	749	967
EBITDA 마진율 (%)	36.9	23.6	29.9	29.6
영업이익률 (%)	34.1	20.2	26.9	27.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.3	16.7	20.0	21.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,444	2,442	2,495	2,756
현금 및 현금성자산	157	209	169	249
매출채권 및 기타채권	275	257	275	325
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	2,011	1,975	2,050	2,181
비유동자산	1,637	1,677	1,914	1,853
관계기업투자등	67	62	90	106
유형자산	368	406	513	436
무형자산	50	49	48	47
자산총계	4,081	4,219	4,908	5,608
유동부채	509	466	677	798
매입채무 및 기타채무	80	73	106	126
단기금융부채	42	39	54	63
기타유동부채	387	354	517	609
비유동부채	427	416	469	499
장기금융부채	301	301	301	301
기타비유동부채	126	115	168	198
부채총계	937	882	1,146	1,297
지배주주지분	3,142	3,333	3,761	4,311
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,049	3,476	4,026
비지배주주지분	3	3	2	1
자본총계	3,145	3,336	3,763	4,312

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	708	417	949	968
당기순이익	587	368	644	808
비현금수익비용가감	317	144	268	303
유형자산감가상각비	65	72	93	78
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	251	71	174	224
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-24	211	82
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	11	2	-11	-45
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	0	0	0
법인세납부	-174	-100	-203	-255
투자활동으로 인한 현금흐름	-696	-191	-759	-622
유형자산처분(취득)	-62	-110	-200	-1
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	41	29	-59	-121
기타투자활동	-675	-110	-500	-500
재무활동으로 인한 현금흐름	-159	-179	-202	-250
장단기금융부채의 증가(감소)	-23	-3	15	9
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	-108	-176	-217	-259
기타재무활동	-26	0	0	0
현금의 증가	-146	52	-40	80
기초현금	303	157	209	169
기말현금	157	209	169	249

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

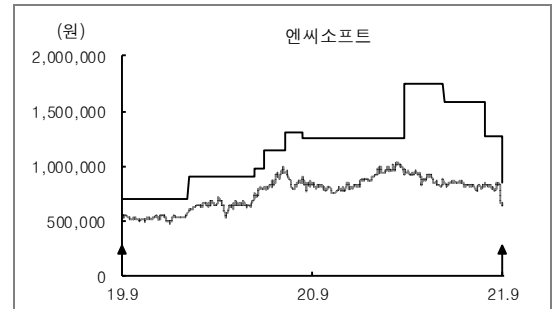
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	34.8	39.3	22.5	17.9
P/CF (x)	22.6	28.3	15.9	13.0
P/B (x)	5.7	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA (x)	22.4	24.4	13.2	11.1
EPS (원)	26,756	16,781	29,354	36,835
CFPS (원)	41,161	23,331	41,521	50,586
BPS (원)	162,711	171,466	190,918	215,973
DPS (원)	8,550	10,550	12,550	12,550
배당성향 (%)	30.0	59.1	40.2	32.0
배당수익률 (%)	0.9	1.6	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	42.0	-8.6	45.8	18.0
EBITDA증가율 (%)	67.8	-41.6	84.8	16.9
조정영업이익증가율 (%)	72.2	-45.8	94.0	20.4
EPS증가율 (%)	63.9	-37.3	74.9	25.5
매출채권 회전을 (회)	9.7	9.1	13.1	13.8
재고자산 회전을 (회)				
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	15.8	8.9	14.1	15.4
ROE (%)	20.8	11.4	18.2	20.0
ROIC (%)	190.1	102.4	174.7	230.4
부채비율 (%)	29.8	26.4	30.5	30.1
유동비율 (%)	479.9	524.2	368.6	345.4
순차입금/자기자본 (%)	-14.4	-54.1	-47.9	-46.3
조정영업이익/금융비용 (x)	91.9	51.7	98.4	114.5

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2021.09.01	매수	850,000	-	-
2021.07.29	매수	1,270,000	-37.90	-32.83
2021.05.11	매수	1,580,000	-47.47	-44.81
2021.02.25	매수	1,750,000	-48.88	-45.03
2020.08.14	매수	1,260,000	-31.33	-17.62
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

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



투자 의견 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 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 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 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.