

8월 미워도 다시 한번

매수
(유지)목표가: 1,270,000원 ▼
상승여력: 57.0%

김창권 changkwon.kim@miraesasset.com

블소2 출시 연기로 2021년 실적 2분기 실적은 컨센서스 하회 예상
전망 하향

- 2분기 매출액과 영업이익은 전년보다 각각 5%, 36% 줄어든 5,110억원과 1,330억원 예상, 현재 시장 컨센서스 매출액과 영업이익 6,055억원과 1,822억원 하회 전망
- 2021년과 2022년 영업이익 전망치를 기존보다 각각 29%, 26% 하향 조정
- 이는 1) 블소2 출시 일정이 2분기에서 다시 한번 8월로 연기되었고 2) 리니지M과 리니지2M이 오딘에게 매출 순위가 역전되면서 동사 게임들의 장기 매출 전망에 보수적인 가정치를 대입했기 때문

8/26일 블소2 출시 확정,
길드워2 확장팩 사전 구매 시작

블소2는 시장 기대치를 상회하는 흥행 예상

- 블소2는 2/9일 시작된 사전예약을 7/19일 사상 최대 규모인 746만명으로 마감
- 블소2의 3분기와 4분기 일평균 매출은 각각 50억원과 30억원으로 가정
- 길드워2 확장팩 사전 구매가 7/27일 시작, 2022년 2월 북미와 유럽에서 출시 계획
- 동사의 여러 게임 개발 스튜디오에서 개발 중인 신규 IP 들의 하반기 공개도 기대

8월 게임업종 빅 이벤트 집중,
블소2 출시 전후의 강한 주가
반등 기대

목표주가는 127만원(기존 158만원)으로 하향, 매수의견 유지

- 목표주가는 2022년 예상 EPS에 엔씨 장기 PER 밴드 상단인 30배를 대입하여 구함
- 2021년 들어 1) 게이머들의 불매 운동, 2) 리니지2M 해외 진출 부진, 3) 트릭스터M 흥행 부진, 4) 블소2 출시 일정 연기 지속, 5) 리니지M, 2M 매출 순위 하락 등 악재들이 이어지면서 주가 약세 흐름 기록
- 그래픽 퀄리티 등에서 기존 모바일 MMORPG들과 확연하게 차별되는 블소2 출시를 계기로 2022년 이후에도 이어질 여러 모멘텀들이 주가에 반영될 것으로 기대
- 8/10일 크래프톤 상장, 8/25일 넷마블 마블퓨처레블루션 등 게임업종 모멘텀에도 주목

Key data



현재주가(21/7/28, 원)	809,000	시가총액(십억원)	17,761
영업이익(21F, 십억원)	695	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	828	유동주식비율(%)	81.9
EPS 성장률(21F, %)	-6.3	외국인 보유비중(%)	51.4
P/E(21F, x)	32.3	베타(12M) 일간수익률	0.86
MKT P/E(21F, x)	11.3	52주 최저가(원)	750,000
KOSPI	3,236.86	52주 최고가(원)	1,038,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	-16.4	1.9
상대주가	0.3	-20.8	-29.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	1,715	1,701	2,416	2,503	4,035	4,473
영업이익 (십억원)	615	479	825	695	1,298	1,521
영업이익률 (%)	35.9	28.2	34.1	27.8	32.2	34.0
순이익 (십억원)	418	358	587	550	934	1,162
EPS (원)	19,061	16,320	26,756	25,062	42,531	52,916
ROE (%)	16.4	14.7	20.8	16.5	24.1	24.8
P/E (배)	24.5	33.1	34.8	32.3	19.0	15.3
P/B (배)	3.7	4.1	5.7	4.5	3.8	3.2
배당수익률 (%)	1.3	1.0	0.9	1.3	1.6	1.6

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	731	539	585	561	512	511	682	797	2,416	2,503	4,035
리니지	45	34	50	47	49	43	41	35	176	167	159
리니지 II	26	26	26	26	26	22	20	31	104	100	95
아이온	10	8	8	19	23	15	19	11	46	68	65
블레이드앤소울	20	20	17	16	14	13	13	11	72	52	50
길드워2	13	16	19	14	16	14	14	35	61	80	62
모바일게임	553	357	390	378	325	346	516	610	1,678	1,796	3,350
기타	12	15	16	18	13	15	14	15	61	58	58
로열티	53	62	59	44	45	43	44	50	218	182	194
영업이익	241	209	218	157	57	133	235	261	825	695	1,298
영업이익률	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	26.0	34.4	32.8	34.1	27.8	32.2
순이익	195	158	153	80	80	95	180	195	587	549	933
순이익률	26.7	29.4	26.1	14.3	15.6	18.5	26.3	24.5	24.3	22.0	23.1
YoY 성장률											
매출액	103.8	31.1	47.1	5.2	-29.9	-5.1	16.6	41.9	42.0	3.6	61.2
리니지	116.0	-31.6	-3.8	-9.0	9.3	25.1	-18.0	-25.9	0.9	-4.7	-4.7
리니지 II	22.7	21.5	14.3	-6.6	-0.9	-14.3	-23.5	20.4	11.7	-4.6	-4.6
아이온	-17.7	-33.9	-36.1	133.3	130.6	84.3	127.6	-43.3	-0.9	50.0	-5.0
블레이드앤소울	-15.7	-6.2	-19.9	-13.3	-28.1	-35.1	-21.7	-28.6	-13.8	-28.6	-2.3
길드워2	-23.3	-1.5	24.3	25.0	30.3	-8.9	-24.1	146.9	4.2	30.6	-22.2
모바일게임	178.3	59.6	82.6	4.3	-41.3	-3.1	32.4	61.1	68.0	7.0	86.5
기타	39.2	5.3	2.9	74.1	12.9	-0.9	-11.0	-15.6	24.6	-5.1	1.5
로열티	-8.0	20.8	33.1	-0.5	-13.9	-31.3	-25.0	12.8	10.4	-16.5	6.5
영업이익	203.6	61.5	68.9	11.0	-76.5	-36.4	7.9	66.8	72.2	-15.7	86.8
순이익	161.6	35.5	34.3	48.2	-59.0	-40.2	17.8	142.8	63.3	-6.3	69.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 엔씨소프트의 2021~2022년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
매출액	2,932	4,686	2,503	4,035	-14.6	-13.9	
영업이익	978	1,759	695	1,298	-29.0	-26.2	
순이익	772	1,159	549	933	-28.8	-19.5	
영업이익률	33.3	37.5	27.8	32.2	-16.6	-14.2	
순이익률	26.3	24.7	22.0	23.1	-16.5	-6.4	

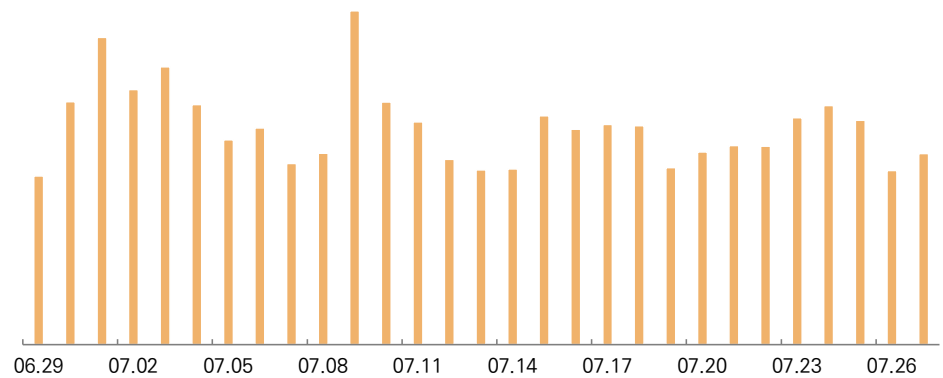
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 모바일 게임 매출 순위 (2021.7.29 기준)

	안드로이드	IOS
1	오딘: 발할라 라이징	오딘: 발할라 라이징
2	리니지M	리니지M
3	리니지2M	제2의 나라
4	원신	쿠키런: 킹덤
5	제2의 나라	리니지2M

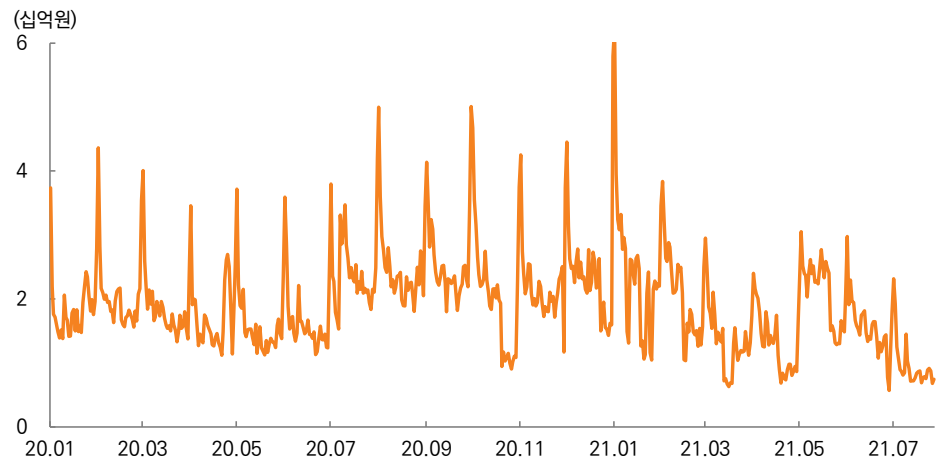
자료: 애플, 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 카카오페이 오딘: 발할라 라이징 일매출 추이

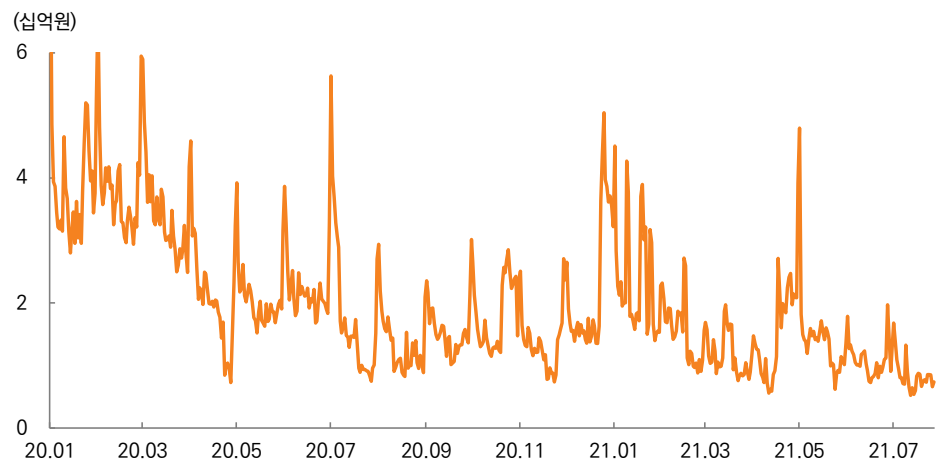


주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음

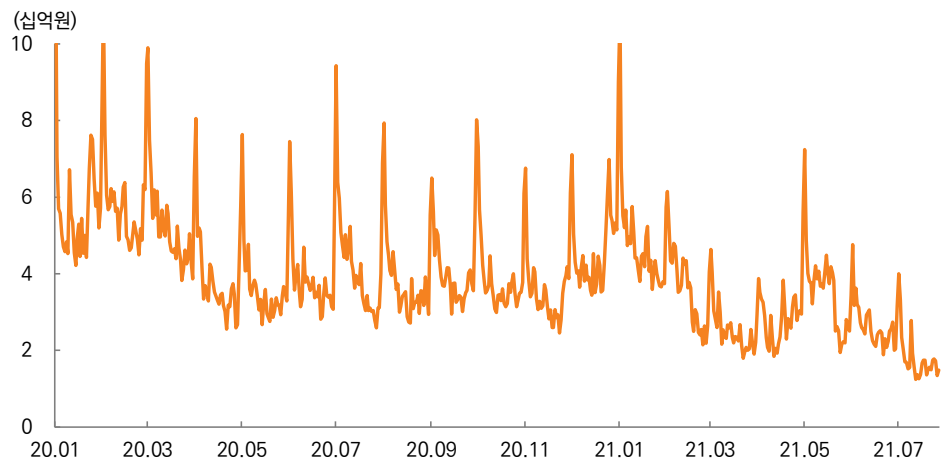
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 리니지M 일매출 추이

주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

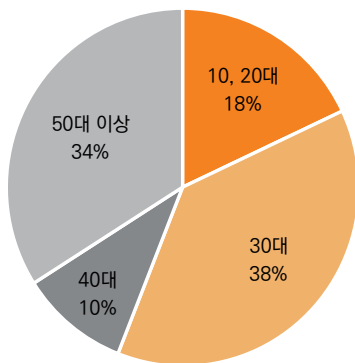
그림 4. 리니지2M 일매출 추이

주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 리니지M, 2M 합산 일매출 추이

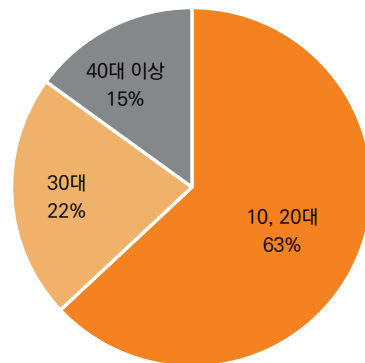
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
 자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 리니지 연령별 이용자 비중 (2015.12 기준)



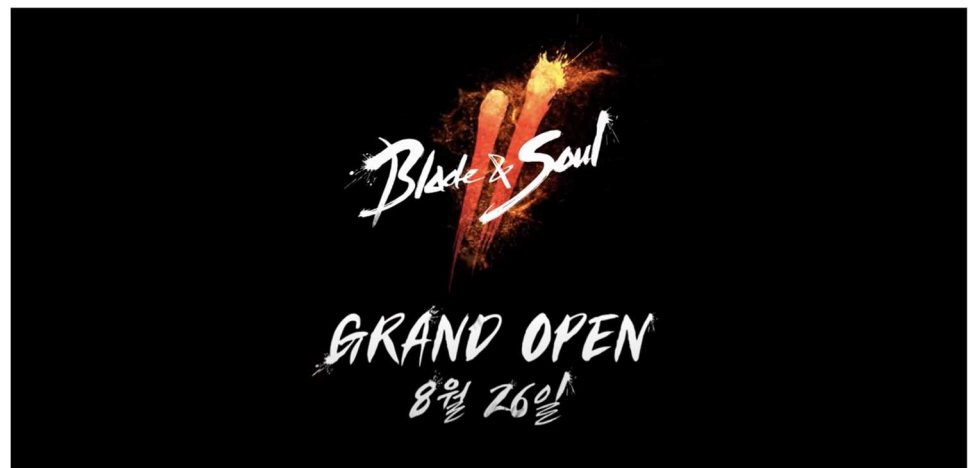
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 블레이드&소울 연령별 이용자 비중 (2015.12 기준)



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 8/26 블레이드&소울2 출시 예정



자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,416	2,503	4,035	4,473
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,416	2,503	4,035	4,473
판매비와관리비	1,591	1,808	2,737	2,951
조정영업이익	825	695	1,298	1,521
영업이익	825	695	1,298	1,521
비영업손익	-22	39	-60	19
금융손익	24	27	28	30
관계기업등 투자손익	-6	0	0	0
세전계속사업손익	803	734	1,238	1,540
계속사업법인세비용	217	184	305	380
계속사업이익	587	549	932	1,160
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	587	549	932	1,160
지배주주	587	550	934	1,162
비지배주주	-1	-1	-1	-2
총포괄이익	752	549	932	1,160
지배주주	752	550	933	1,161
비지배주주	0	0	0	-1
EBITDA	891	818	1,488	1,779
FCF	643	293	910	885
EBITDA 마진율 (%)	36.9	32.7	36.9	39.8
영업이익률 (%)	34.1	27.8	32.2	34.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.3	22.0	23.1	26.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,444	2,440	2,666	2,826
현금 및 현금성자산	157	151	239	279
매출채권 및 기타채권	275	262	288	319
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	2,011	2,026	2,138	2,227
비유동자산	1,637	1,937	2,426	2,781
관계기업투자등	67	70	112	125
유형자산	368	657	998	1,341
무형자산	50	49	48	47
자산총계	4,081	4,477	5,591	6,607
유동부채	509	527	847	938
매입채무 및 기타채무	80	83	133	148
단기금융부채	42	44	67	74
기타유동부채	387	400	647	716
비유동부채	427	432	511	534
장기금융부채	301	301	301	301
기타비유동부채	126	131	210	233
부채총계	937	959	1,358	1,473
지배주주지분	3,142	3,516	4,232	5,135
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,231	3,947	4,850
비지배주주지분	3	2	1	0
자본총계	3,145	3,518	4,233	5,135

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	708	703	1,440	1,485
당기순이익	587	549	932	1,160
비현금수익비용가감	317	278	465	606
유형자산감가상각비	65	122	189	257
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	251	155	275	348
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	31	317	67
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	11	-1	-15	-28
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	0	0	0
법인세납부	-174	-184	-305	-380
투자활동으로 인한 현금흐름	-696	-532	-1,116	-1,180
유형자산처분(취득)	-62	-410	-530	-600
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	41	-12	-86	-80
기타투자활동	-675	-110	-500	-500
재무활동으로 인한 현금흐름	-159	-175	-194	-252
장단기금융부채의 증가(감소)	-23	1	23	7
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	-108	-176	-217	-259
기타재무활동	-26	0	0	0
현금의 증가	-146	-6	87	40
기초현금	303	157	151	239
기말현금	157	151	239	279

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

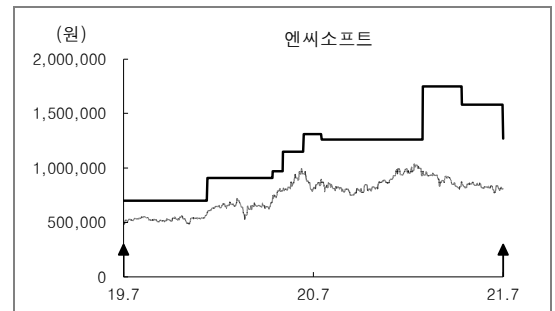
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	34.8	32.3	19.0	15.3
P/CF (x)	22.6	21.5	12.7	10.1
P/B (x)	5.7	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA (x)	22.4	19.6	10.6	8.8
EPS (원)	26,756	25,062	42,531	52,916
CFPS (원)	41,161	37,689	63,664	80,425
BPS (원)	162,711	179,747	212,376	253,511
DPS (원)	8,550	10,550	12,550	12,550
배당성향 (%)	30.0	39.6	27.7	22.3
배당수익률 (%)	0.9	1.3	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	42.0	3.6	61.2	10.9
EBITDA증가율 (%)	67.8	-8.2	81.9	19.6
조정영업이익증가율 (%)	72.2	-15.8	86.8	17.2
EPS증가율 (%)	63.9	-6.3	69.7	24.4
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	15.8	12.8	18.5	19.0
ROE (%)	20.8	16.5	24.1	24.8
ROIC (%)	190.1	117.9	149.5	124.4
부채비율 (%)	29.8	27.3	32.1	28.7
유동비율 (%)	479.9	462.7	314.7	301.1
순차입금/자기자본 (%)	-14.4	-50.6	-45.4	-39.7
조정영업이익/금융비용 (x)	91.9	79.8	143.9	161.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2021.07.29	매수	1,270,000	-	-
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



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 추가하락이 예상	

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

투자의견 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.