

2020. 3. 5



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 820,000 원

현재주가 (3.4) 720,000 원

상승여력 13.9%

KOSPI 2,059.33pt

시가총액 158,069억원

발행주식수 2,195만주

유동주식비율 81.87%

외국인비중 52.21%

52주 최고/최저가 720,000원/430,500원

평균거래대금 520.1억원

주요주주(%)

김택진 외 9 인 12.00

국민연금공단 11.45

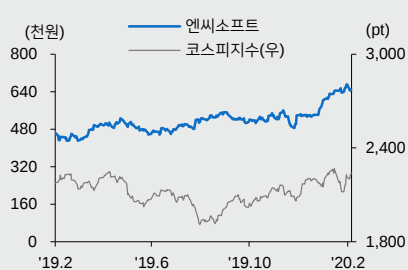
넷마블 8.88

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 9.8 30.7 60.7

상대주가 15.0 26.2 71.0

주가그래프



엔씨소프트 036570

위기에 돋보이는 안전자산

- ✓ 코로나 장기화로 리니지IP의 수익창출 능력이 더욱 돋보이는 시기
- ✓ 1~2월에도 '리니지2M'과 '리니지M'의 일매출 수준은 견조한 것으로 추정
- ✓ 1Q20 매출액과 영업이익은 각각 7,238억원(+101.8% YoY), 3,014억원(+279.0% YoY) 예상. '리니지2M'의 성과 온기반영되는 첫분기이며 1~2월에도 견조한 매출 수준 유지. 하향안정화의 속도가 예상보다 매우 느린 것으로 파악됨
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 82만원으로 상향. 이익추정치 조정에 근거

위기에 돋보이는 안전자산

코로나 장기화로 리니지IP의 수익창출 능력이 더욱 돋보이는 시기이다. '리니지2M'은 2월말 '100일 전야제' 이벤트 공개하며 3월초 매출액과 트래픽이 급등한 것으로 추정된다. 1Q20 일평균 매출액은 40억원 안팎으로 견조하며 마케팅비는 20% QoQ 감소하며 이익 레버리지 극대화된다. 그 밖에도 2월 26일 '블레이드앤소울 프론티어월드'를 오픈하며 리마스터된 그래픽과 전투/시스템 공개, 2월 28일 미국 게임쇼 '팍스 이스트 2020'에서는 '퓨저(콘솔/PC 기반의 음악리듬게임)'의 시연 버전을 공개하는 등 기존 캐쉬카우와 신규게임의 안정적인 포트폴리오를 구축하고 있다.

1Q20 실적, 예상치 상회 전망

1Q20 매출액과 영업이익은 각각 7,238억원(+101.8% YoY), 3,014억원(+279.0% YoY)으로 추정하며 컨센서스(매출액 6,996억원, 영업이익 2,843억원) 대비 상회한다. 모바일게임 매출액은 5,564억원으로 179.9% YoY 증가하며 '리니지2M' 매출이 온기반영되는 첫 분기이다. 1Q20 '리니지2M' 매출액은 3,496억원(+146.6% QoQ), 일평균 38억원으로 예상한다. 영업이익률은 41.6%로 18년 이후 최고 수준의 수익성 시현하는데 인건비는 '리니지2M' 인센티브 지급 등으로 전분기와 유사한 1,860억원, 마케팅비는 20% QoQ 감소한 329억원 수준이다.

투자의견 Buy, 적정주가 82만원으로 소폭 상향

투자의견 Buy 유지하며, 적정주가는 이익추정치 상향에 근거하여 82만원으로 소폭 상향 조정한다. 적정주가의 2020E Target PER은 22.2배로 글로벌 대표 게임사(Biizzard와 Ea)와 유사한 밸류에이션 수준이다.

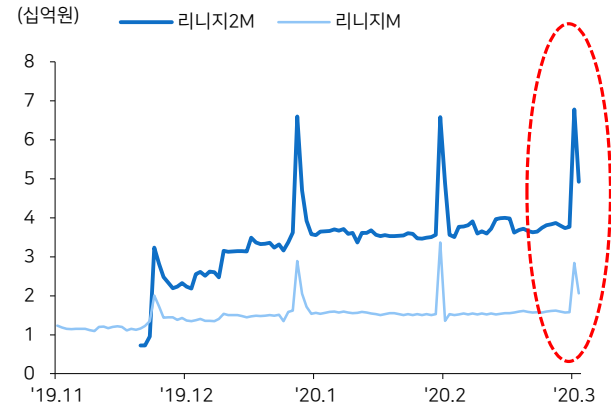
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018	1,715.1	614.9	418.2	19,061	-5.1	107,923	24.5	4.3	14.0	16.4	23.6
2019	1,701.2	479.0	358.3	16,330	-14.8	137,106	32.0	3.8	19.8	13.3	30.5
2020E	2,629.7	1,081.9	810.5	36,932	125.5	168,392	19.5	4.3	12.7	24.2	26.1
2021E	3,057.3	1,363.5	1,017.7	46,374	25.6	208,606	15.5	3.5	9.8	24.6	22.2

그림1 리니지2M 100일 전야제 이벤트 개시



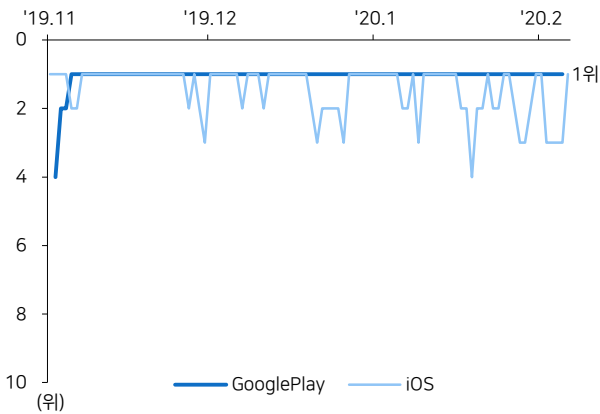
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 2월말 '100일 이벤트' 개시되며 매출/트래픽 점프



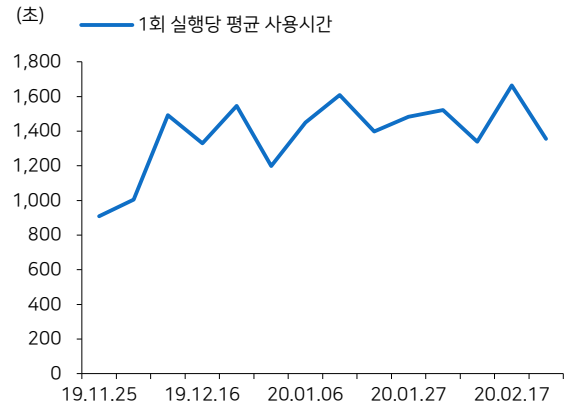
주: 2020.3.2 기준/ 자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '리니지2M' 매출 순위(한국) - 구글과 애플 모두 1위



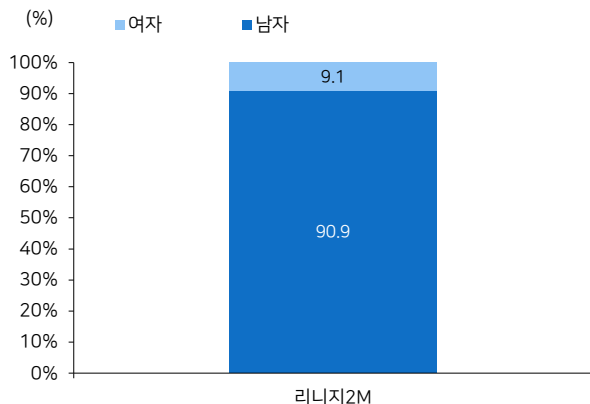
주: 2020.3.3 게임 매출순위 기준/ 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 '리니지2M' 1회 실행당 평균 사용시간 - 상승세



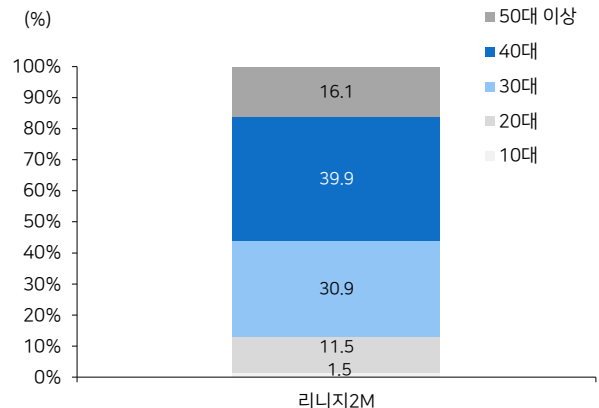
자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 리니지2M의 성별 - 남성이 91%로 압도적 다수



자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 리니지2M의 연령- 30대 이상이 87%



자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 엔씨소프트 1Q20 실적 - 예상치 상회 전망

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	723.8	358.8	101.8%	533.8	35.6%	699.6	3.5%
PC	118.6	95.5	24.2%	122.1	-2.9%		
리니지	48.7	20.7	134.9%	51.4	-5.3%	-	-
리니지2	21.3	21.6	-1.4%	27.8	-23.5%	-	-
아이온	12.6	12.3	2.3%	12.5	0.9%	-	-
블레이드앤소울	23.2	23.3	-0.3%	18.0	28.9%	-	-
길드워2	11.9	16.3	-27.0%	11.3	5.2%	-	-
로열티	44.5	57.4	-22.6%	44.3	0.3%	-	-
모바일	556.4	198.8	179.9%	362.9	53.3%	-	-
리니지M	202.4	197.8	2.3%	220.8	-8.3%	-	-
리니지2M	349.6	-	-	141.8	146.6%	-	-
기타	4.5	9.0	-50.5%	4.5	-1.1%	-	-
영업이익	301.4	79.5	279.0%	141.2	113.5%	284.3	6.0%
세전이익	306.5	98.2	212.1%	97.8	213.5%	-	-
지배순이익	223.8	74.2	201.6%	54.4	311.5%	228.8	-2.2%
영업이익률(%)	41.6%	22.2%	19.5%p	26.4%	15.2%p	40.6%	1.0%p
순이익률(%)	30.9%	20.7%	10.2%p	10.2%	20.7%p	32.7%	-1.8%p

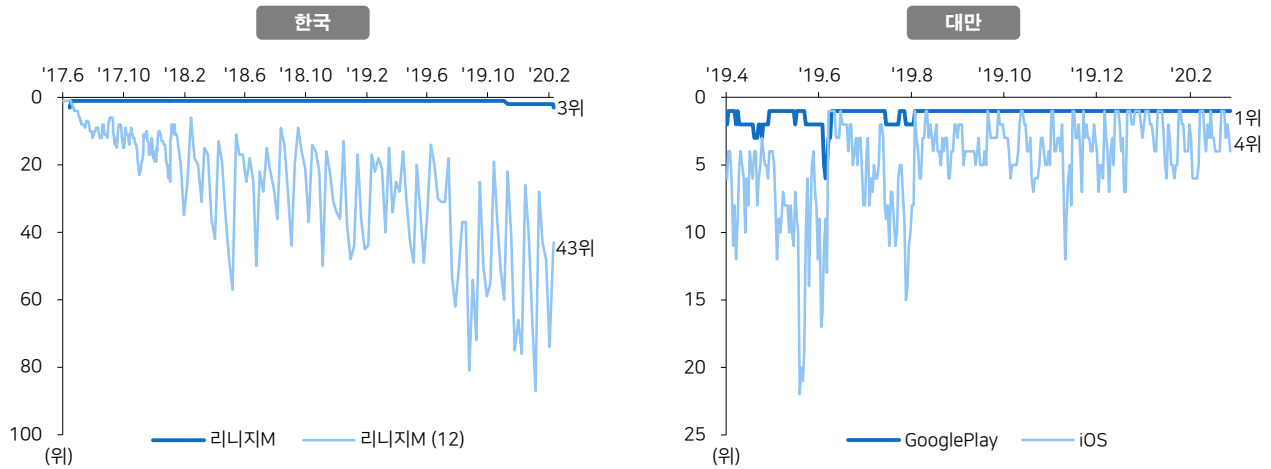
자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	358.8	410.8	397.8	533.8	723.8	671.6	600.4	633.9	1,715.1	1,701.2	2,629.7
PC	95.5	122.9	126.4	122.1	118.6	116.5	115.3	110.5	476.8	467.0	460.9
리니지	20.7	50.1	51.8	51.4	48.7	46.8	45.0	43.3	149.7	174.1	183.7
리니지2	21.6	21.2	23.0	27.8	21.3	20.8	20.4	20.0	63.9	93.6	82.5
아이온	12.3	12.4	13.2	12.5	12.6	12.5	12.4	12.2	63.4	50.4	49.7
블레이드앤소울	23.3	21.1	21.5	18.0	23.2	22.7	24.8	23.0	119.6	83.9	93.7
길드워2	16.3	15.9	15.1	11.3	11.9	11.5	11.0	10.6	80.2	58.7	45.0
로열티	57.4	51.6	44.2	44.3	44.5	44.6	40.9	41.1	281.6	197.5	171.0
모바일	198.8	223.8	213.3	362.9	556.4	505.6	439.2	477.2	913.3	998.8	1,978.3
리니지M	197.8	221.3	211.6	220.8	202.4	188.6	170.2	170.2	887.8	851.5	731.4
리니지2M	-	-	-	141.8	349.6	303.6	257.6	227.2	-	141.8	1,138.0
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	22.5	-	-	22.5
B&S2	-	-	-	-	-	-	-	45.0	-	-	45.0
기타	7.1	12.5	13.8	4.5	4.5	4.8	5.0	5.2	43.5	37.9	19.5
영업비용	279.2	281.4	268.9	392.7	422.5	401.2	355.2	368.9	1,100.2	1,222.2	1,547.8
인건비	89.2	71.3	64.7	102.1	96.5	98.8	74.1	74.4	341.0	327.3	343.9
경상연구개발비	73.5	73.7	71.8	90.7	89.5	80.2	71.2	73.2	274.7	309.7	314.1
지급수수료	69.1	77.4	77.6	122.8	166.5	154.5	138.1	145.8	320.4	346.9	604.9
광고선전비	18.9	23.7	22.5	41.2	32.9	29.6	32.5	35.0	56.9	106.2	130.1
기타	28.5	35.4	32.4	36.0	37.0	38.1	39.2	40.4	107.2	132.2	154.8
영업이익	79.5	129.4	128.9	141.2	301.4	270.3	245.2	265.0	614.9	479.0	1,081.9
세전이익	98.2	147.1	153.2	97.8	306.5	282.3	250.6	270.7	637.3	496.3	1,110.2
지배순이익	74.2	116.4	113.3	54.4	223.8	206.1	183.0	197.6	418.2	358.3	810.5

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

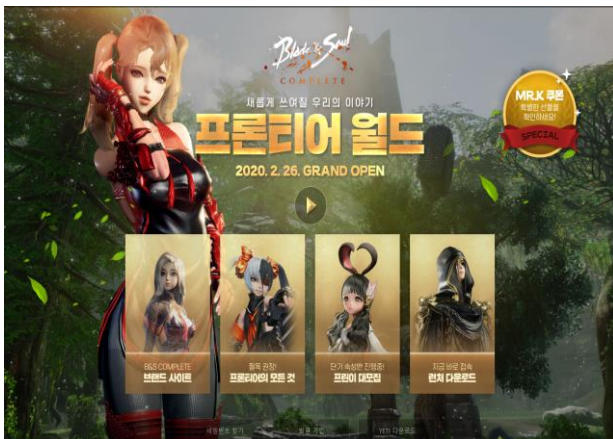
그림7 '리니지M' 매출 순위



주: 2020.3.3 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 2월 26일 '블레이드앤소울 리마스터' 이벤트



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 신작게임 '퓨저' - 6월 미국 게임쇼 E3 공개 예정



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2019년~2020년 게임 라인업

	1H20		2H20	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	블레이드앤소울S	국내	리니지2M	해외(일본 혹은 대만)
			블레이드앤소울2	국내
PC			아이온2	국내
			프로젝트TL (CBT 예정)	국내

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표4 실적추정치 조정 내역

(단위:십억원, 원)		2019	2020E	2021E
매출액	수정후	1,701.2	2,629.7	3,057.3
	수정전		2,487.8	2,875.8
	% diff		5.7%	6.3%
영업이익	수정후	479.0	1,081.9	1,363.5
	수정전		960.9	1,205.3
	% diff		12.6%	13.1%
지배순이익	수정후	358.3	810.5	1,017.7
	수정전		747.1	933.0
	% diff		8.5%	9.1%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 적정주가 산출내역

	단위	2020E
매출액	십억원	2,629.7
순이익률	%	30.8
순이익	십억원	810.5
EPS(a)	원	36,961
3yrs EPS CAGR ('19~'22)	%	46.9
적정 PER(b)	배	22.2
12개월 적정주가 (a*b)	원	820,000
적정시가총액	조원	18.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 글로벌 게임업종 밸류에이션 비교

구분	회사	주가(3/4)	PER (x)		3yrs EPS	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	
		(달러)	2020E	2021E	CAGR (%)	2020E	2020E	2020E	2020E	2021E
한국	엔씨소프트	608.2	19.2	15.2	27.8	0.7	28.0	4.7	13.1	10.4
	넷마블	78.8	28.6	25.5	13.8	2.1	5.9	1.6	13.0	11.3
	펄어비스	150.5	14.7	10.3	21.4	0.7	24.5	3.1	10.4	7.2
	더블유게임즈	35.5	6.4	5.8	10.1	0.6	16.2	1.0	5.0	4.8
	컴투스	83.7	9.5	8.0	7.9	1.2	13.5	1.2	3.8	3.2
중국	Tencent	50.6	35.5	28.7	22.2	1.6	24.6	7.9	25.3	20.8
	Netease	319.5	18.5	16.3	11.4	1.6	21.1	3.9	12.9	11.3
	Perfect World	6.9	34.4	25.7	18.4	1.9	17.9	6.3	27.3	20.7
미국	Activision Blizzard	58.8	24.0	20.9	13.0	1.8	11.4	3.2	16.8	14.3
	Electronic Arts	106.7	22.7	21.6	12.5	1.8	30.2	4.6	14.9	13.9
일본	Nexon	16.1	16.8	15.7	-	-	13.4	2.1	9.3	8.5
	Nintendo	346.5	19.7	16.6	13.2	1.5	15.5	2.9	11.8	9.9
Global Average		155.1	20.8	17.5	15.3	1.4	18.5	3.5	13.6	11.4

주: 3yrs EPS CAGR은 '19~'22 추정치

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,629.7	3,057.3
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	-0.8	54.6	16.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,629.7	3,057.3
판매관리비	1,173.7	1,100.2	1,222.2	1,547.8	1,693.8
영업이익	585.0	614.9	479.0	1,081.9	1,363.5
영업이익률	33.3	35.9	28.2	41.1	44.6
금융손익	11.4	25.6	26.4	27.1	28.0
종속/관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7
기타영업외손익	15.4	-0.7	-1.6	-19.4	-20.4
세전계속사업이익	610.2	637.4	496.3	1,110.2	1,394.0
법인세비용	166.2	215.9	137.0	299.8	376.4
당기순이익	444.0	421.5	359.3	810.4	1,017.6
지배주주지분 순이익	441.0	418.2	358.3	810.5	1,017.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	283.2	803.1	1,014.0
당기순이익(손실)	444.0	421.5	359.3	810.4	1,017.6
유형자산상각비	26.9	25.5	26.3	27.1	27.9
무형자산상각비	3.1	2.4	2.5	2.6	2.6
운전자본의 증감	10.8	-55.5	-151.8	-86.2	-64.6
투자활동 현금흐름	-459.6	68.4	-480.0	-439.2	-436.4
유형자산의증가(CAPEX)	-28.8	-26.7	-27.5	-28.4	-29.2
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	-142.7	-218.8	-131.3
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	-113.0	-380.4	-399.5
차입금의 증감	0.1	5.2	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	-1.7	445.5	241.5	438.0
기초현금	144.8	187.3	185.6	631.1	872.5
기말현금	187.3	185.6	631.1	872.5	1,310.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,351.0	2,764.4	3,436.8
현금및현금성자산	187.3	185.6	631.1	872.5	1,310.5
매출채권	193.0	148.5	254.4	279.9	307.9
재고자산	0.5	1.0	1.7	1.3	1.0
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,596.3	1,919.5	2,184.1
유형자산	229.1	233.9	257.3	334.4	434.8
무형자산	52.4	54.4	59.8	77.8	101.1
투자자산	1,337.0	951.5	1,094.2	1,313.0	1,444.3
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,947.3	4,683.8	5,621.0
유동부채	455.8	473.1	520.0	558.9	601.2
매입채무	2.1	1.7	2.8	2.1	1.6
단기차입금	0.0	5.1	5.1	5.1	5.1
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
비유동부채	341.5	89.2	402.2	410.3	419.3
사채	149.8	0.0	249.2	249.2	249.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	797.3	562.3	922.2	969.2	1,020.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	247.4	247.4	247.4
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,382.3	3,072.1	3,958.2
비지배주주지분	8.0	11.3	16.1	19.0	22.3
자본총계	2,729.2	2,379.0	3,025.1	3,714.7	4,600.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,181	78,177	77,525	119,822	139,306
EPS(지배주주)	20,104	19,061	16,330	36,932	46,374
CFPS	28,692	29,813	30,507	45,859	55,313
EBITDAPS	28,039	29,301	23,138	50,647	63,516
BPS	124,037	107,923	137,106	168,392	208,606
DPS	7,280	6,050	5,220	5,500	6,000
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.0	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	22.3	24.5	32.0	19.5	15.5
PCR	15.6	15.6	17.1	15.7	13.0
PSR	5.6	6.0	6.7	6.0	5.2
PBR	3.6	4.3	3.8	4.3	3.5
EBITDA	615.0	642.8	507.7	1,111.5	1,394.0
EV/EBITDA	13.7	14.0	19.8	12.7	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.1	16.4	13.3	24.2	24.6
EBITDA 이익률	35.0	37.5	29.8	42.3	45.6
부채비율	29.2	23.6	30.5	26.1	22.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	179.6	184.7	139.6	306.2	374.7
매출채권회전율(x)	10.0	10.0	8.4	9.8	10.4
재고자산회전율(x)	2,983.9	2,260.8	1,250.1	1,750.4	2,715.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.11	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-20.3	-5.2	
2018.10.10	산업브리프	Buy	500,000	김동희	-14.8	-9.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-12.7	-6.9	
2019.01.11	산업브리프	Buy	630,000	김동희	-24.9	-21.0	
2019.02.13	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-13.6	-4.4	
2019.05.13	기업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-9.8	0.2	
2019.09.06	기업분석	Buy	700,000	김동희	-23.7	-12.3	
2020.01.15	산업브리프	Buy	770,000	김동희	-15.3	-10.8	
2020.03.05	기업브리프	Buy	820,000	김동희	-	-	