

SK COMPANY Analysis



Analyst
이진만

kid_a@sksec.co.kr
02-3773-9957

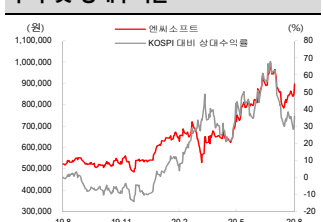
Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,195 만주
자사주	135 만주
액면가	500 원
시가총액	196,928 억원
주요주주	
김택진(외8)	12.00%
국민연금공단	11.95%
외국인지분률	50.10%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(20/08/13)	897,000 원
KOSPI	2437.53 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	995,000 원
52주 최저가	485,000 원
60일 평균 거래대금	1,075 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.1%	-16.6%
6개월	42.6%	30.6%
12개월	71.8%	35.8%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 1,200,000 원(유지))

2Q 과금 완급조절로 부진. 3Q 실적 반등. 4Q 신작 모멘텀

- 대형 업데이트 전 리M 전략적 BM 축소, 리2M 매출 감소로 2Q20 실적 기대치 하회
- 리니지M, 2M 일매출 17.6 억원, 21.7 억원. 전 분기 대비 25%, 42% 감소
- 리니지M 3분기 큰 폭의 매출 반등 기대. 2M은 11월까지 하향 안정화 후 반등
- 주요 신작 스케줄 큰 지연 없음. 내년까지 대형 신작 및 해외 출시 모멘텀 풍부
- 3분기 이익 반등 후 4분기 신작 모멘텀 기대. 투자의견 매수. 목표주가 120만원 유지

2Q20 실적 기대치 하회. 리M 전략적 과금 조절과 리2M 매출 감소 영향

2Q20 매출액 5,386 억원(+31.1% YoY, -26.3% QoQ), 영업이익 2,090 억원(+61.5% YoY, -13.3% QoQ) 기록하며 높게 형성된 컨센서스 하회. 리니지M, 2M 분기 일평균 매출 각각 17.6 억원, 21.7 억원 기록하며 QoQ 25%, 42% 감소. 리니지M 7월 진행된 출시 3주년 기념 대형 업데이트와 프로모션 전 전략적으로 패키지 판매 조절하며 매출 감소했으며. 리니지 2M은 4/29 실시한 '코로나클 II: 베오라의 유적' 업데이트 효과가 기대에 미치지 못하며 매출 하락폭 예상보다 컸음. 신작, 해외 출시 부재로 마케팅비용 크게 감소했으며 인건비도 대규모 일회성 인센티브 지급한 전 분기 대비 크게 감소

3Q 리M 매출 큰 반등 예상. 블소2, 리2M 대만, TL, 아이온2 모두 On Track

3Q20: 7/26 실시한 마스터 서버 콘텐츠 '기르타스 레이드' 업데이트를 포함한 3주년 업데이트, 프로모션 효과로 2분기 부진했던 리니지M 매출 3분기 큰 폭의 반등 기대 / 4Q20: 주요 대형 모멘텀인 블레이드앤소울2 국내 출시와 리니지2M 해외(대만) 출시 계획대로 진행 예정. 리니지2M 매출은 하반기 국내 매출이 일평균 15~16 억원 수준까지 하향 안정화된 이후 11월 출시 1주년 기념 업데이트와 연말 대만 출시로 4분기 이후 반등 전망 / 2021: 모바일 신작 아이온2 내년 출시 예정. 차기 대형 MMORPG 신작 프로젝트 TL도 내년 출시 가능 전망. 리니지2M 일본 출시는 내년 하반기 예상

탄탄한 신작 라인업에 가는 시선. 투자의견 매수, 목표주가 1,200,000 원 유지

기대 이하의 2분기 실적으로 인한 이익 전망치 하향 조정은 아쉬우나 주요 대형 신작들의 개발이 순조롭게 진행되며 출시 시점이 늦춰지지 않았다는 점 매우 긍정적. 하반기 실적 개선과 더불어 내년까지 신작 기대감으로 인한 추가 모멘텀 유지될 수 있을 것으로 전망. 목표주가 2021년 EPS에 Target PER 26.1배 적용한 120만원으로 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	17,587	17,151	17,012	24,954	31,077	34,665
yoy	%	78.8	-2.5	-0.8	46.7	24.5	11.6
영업이익	억원	5,850	6,149	4,790	9,421	13,334	15,152
yoy	%	78.0	5.1	-22.1	96.7	41.5	13.6
EBITDA	억원	6,150	6,428	5,315	10,009	14,194	16,104
세전이익	억원	6,102	6,374	4,962	9,838	13,845	15,722
순이익(지배주주)	억원	4,410	4,182	3,582	7,251	10,047	11,410
영업이익률%	%	33.3	35.9	28.2	37.8	42.9	43.7
EBITDA%	%	35.0	37.5	31.2	40.1	45.7	46.5
순이익률	%	25.3	24.6	21.1	29.2	32.5	33.1
EPS(계속사업)	원	20,104	19,061	16,320	33,030	45,766	51,970
PER	배	22.3	24.5	33.2	27.2	19.6	17.3
PBR	배	3.6	4.3	4.8	6.9	5.5	4.5
EV/EBITDA	배	13.7	14.1	19.8	17.8	12.0	10.0
ROE	%	19.1	16.4	14.7	27.1	31.2	28.5
순차입금	억원	-13,944	-12,152	-14,059	-18,885	-27,705	-37,353
부채비율	%	29.2	23.6	33.2	35.9	36.6	28.7

엔씨소프트 2Q20 실적 리뷰

(억원 % %p)	2Q20P	2Q19	YoY	1Q20	QoQ	2Q20E	vs. 추정치	2Q20C	vs. 컨센
매출액	5,386	4,108	31.1	7,311	-26.3	6,416	-16.1	6,278	-14.2
영업이익	2,090	1,294	61.5	2,414	-13.4	2,508	-16.7	2,390	-12.6
OPM	38.8	31.5	7.3	33.0	5.8	39.1	-0.3	38.1	0.7
세전이익	2,164	1,471	47.1	2,556	-15.4	2,613	-17.2	2,514	-13.9
Margin	40.2	35.8	4.4	35.0	5.2	40.7	-0.6	40.0	0.1
지배주주순이익	1,582	1,164	35.9	1,955	-19.1	1,947	-18.8	1,908	-17.1
Margin	29.4	28.3	1.0	26.7	2.6	30.4	-1.0	30.4	-1.0

자료: 엔씨소프트, Quantwise, SK증권

엔씨소프트 실적 추정치 변경

(억원 % %p)	2020E					2021E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	28,116.1	24,954.2	-11.2	27,890.9	-10.5	33,222.3	31,076.5	-6.5	34,792.1	-10.7
PC 게임	4,437.5	4,251.4	-4.2			6,433.0	4,692.3	-27.1		
모바일게임	21,265.9	17,850.9	-16.1			23,941.1	23,594.2	-1.4		
리니지 M	8,474.7	7,915.5	-6.6			8,028.7	7,686.0	-4.3		
리니지 2M	11,417.8	8,945.4	-21.7			10,735.6	9,617.2	-10.4		
블소2	990.0	990.0	0.0			4,009.7	4,296.1	7.1		
아이온2						675.0	1,995.0	195.6		
기타게임	468.6	679.7	45.0			481.3	769.7	59.9		
로열티	1,944.1	2,172.2	11.7			2,367.0	2,020.3	-14.6		
영업비용	17,262.9	15,532.9	-10.0	17,399.6	-10.7	19,120.4	17,742.5	-7.2	20,082.1	-11.7
인건비	6,346.0	7,120.3	12.2			6,768.4	7,655.8	13.1		
매출변동비 및 기타	6,884.3	6,346.6	-7.8			7,817.2	8,097.7	3.6		
마케팅비	1,591.3	1,008.4	-36.6			1,971.5	1,128.8	-42.7		
D&A	568.1	588.1	3.5			596.5	860.2	44.2		
기타	1,873.2	1,873.2	0.0			1,966.8	1,966.8	0.0		
영업이익	10,853.2	9,421.3	-13.2	10,491.2	-10.2	14,101.8	13,334.0	-5.4	14,710.0	-9.4
영업이익률	38.6%	37.8%	-0.8%	37.6%	0.1%	42.4%	42.9%	0.5%	42.3%	0.6%
지배주주순이익	8,499.0	7,251.4	-14.7	8,174.1	-11.3	10,917.1	10,047.4	-8.0	11,275.4	-10.9
지배주주순이익률	30.2%	29.1%	-1.2%	29.3%	-0.2%	32.9%	32.3%	-0.5%	32.4%	-0.1%

자료: 엔씨소프트, Quantwise, SK증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	5,386	5,416	6,842	7,548	6,827	7,246	9,455	17,012	24,954	31,077
PC게임	942	1,207	1,247	1,166	1,135	1,037	1,017	1,063	996	981	968	1,747	4,562	4,251	4,692
리니지	207	501	518	514	448	343	333	339	322	316	310	316	1,741	1,462	1,263
리니지2	216	212	230	278	264	258	253	258	247	245	243	247	936	1,032	982
아이온	123	124	132	81	101	82	81	82	78	77	77	88	460	347	320
블소	233	211	215	180	196	198	196	226	199	197	195	199	839	816	789
길드워2	163	159	151	113	125	156	155	158	150	147	144	147	587	595	588
프로젝트TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	750	0	0	750
모바일게임	1,988	2,238	2,133	3,629	5,532	3,571	3,722	5,026	5,880	5,204	5,655	6,855	9,988	17,851	23,594
리니지M	1,945	2,172	2,082	2,147	2,120	1,599	2,126	2,070	1,923	1,981	1,864	1,918	8,347	7,916	7,686
리니지2M	0	0	0	1,439	3,411	1,973	1,595	1,966	2,472	2,097	2,093	2,955	1,439	8,945	9,617
기타게임	84	147	156	101	116	155	170	238	191	172	163	244	487	680	770
로열티	574	516	442	443	528	623	506	515	482	470	460	609	1,975	2,172	2,020
영업비용	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,296	3,216	4,124	4,340	4,016	4,154	5,232	12,222	15,533	17,742
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,510	1,869	1,959	1,867	1,736	2,093	5,551	7,120	7,656
매출변동비 및 기타	653	772	731	1,162	1,765	1,387	1,411	1,783	1,967	1,779	1,888	2,464	3,319	6,347	8,098
마케팅비	190	242	228	413	396	129	161	322	258	206	289	376	1,073	1,008	1,129
D&A	120	130	127	143	148	156	134	150	156	164	241	300	520	588	860
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,090	2,200	2,718	3,209	2,811	3,092	4,223	4,790	9,421	13,334
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	38.8%	40.6%	39.7%	42.5%	41.2%	42.7%	44.7%	28.2%	37.8%	42.9%
EBITDA	915	1,424	1,417	1,554	2,562	2,246	2,333	2,867	3,364	2,975	3,332	4,523	5,310	10,009	14,194
Margin	25.5%	34.7%	35.6%	29.1%	35.0%	41.7%	43.1%	41.9%	44.6%	43.6%	46.0%	47.8%	31.2%	40.1%	45.7%
지배주주순이익	742	1,164	1,133	544	1,955	1,582	1,661	2,054	2,419	2,121	2,330	3,177	3,583	7,251	10,047
Margin	20.7%	28.3%	28.5%	10.2%	26.7%	29.4%	30.7%	30.0%	32.0%	31.1%	32.2%	33.6%	21.1%	29.1%	32.3%

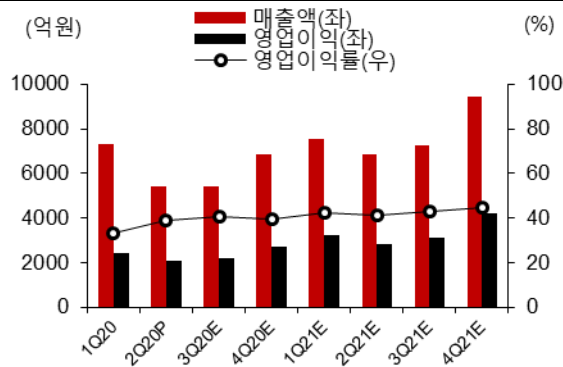
자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역	비고	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20~
리니지	아시아	1998년 출시된 인기 PC MMORPG 게임	3/27 리마스터 버전 출시	5/2 부분유료화						
리니지2	아시아, 글로벌	2003년 출시된 리니지2 IP 기반 PC MMORPG			8/14 부분유료화					
리니지M	아시아	인기 PC MMORPG 게임인 리니지의 모바일 버전	3/6 클래스 서버 추가	5/29 일본 출시				4/21 대마법사 조우의각성 업데이트	7/26 기르타스 레이드 업데이트	
리니지2M	글로벌	리니지2 IP 기반 대형 모바일 MMORPG				11/27 한국 출시	1/22 상아탑 업데이트	4/29 베오라 업뎃	8/12 공성전 업데이트	대만 출시
블소2	글로벌	주요 IP 중 하나인 블레이드 앤 소울의 모바일 차기작								국내 출시
아이온2	글로벌	PC MMORPG 아이온의 모바일 후속작								(21년 출시)
Project TL	글로벌	리니지를 잇는 차기 PC MMORPG. 콘솔+PC 지원 예정					CBT 목표			(21년 출시)
리니지W	글로벌	글로벌 시장 공략 위한 리니지M 글로벌 버전								미정
퓨저	북미	북미 법인 통해 음악 게임 개발사 '하모닉스'가 개발한 Fuser 퍼블리싱								가을 출시
트릭스터M, 팡야M, H3	한국	자회사 엔트리브소프트 개발 모바일게임 3종								출시 예상

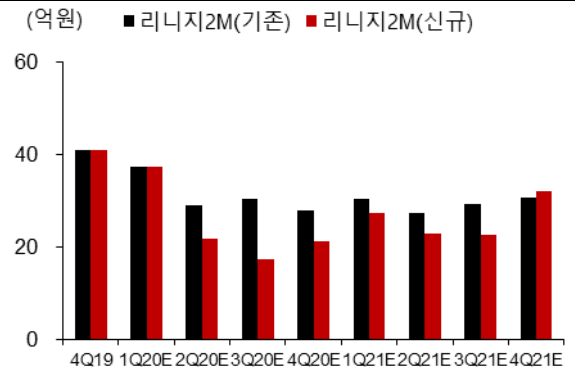
자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



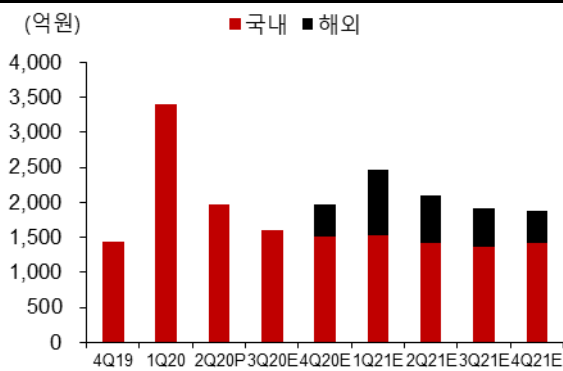
자료: 엔씨소프트, SK 증권

리니지2M 일매출 추정치 하향 조정



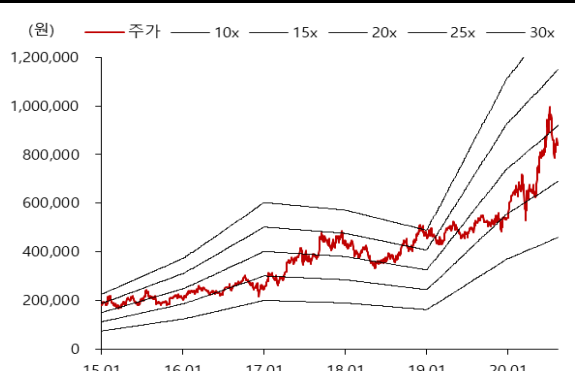
자료: 엔씨소프트, SK 증권

리니지2M 국내, 해외 매출 추이 전망



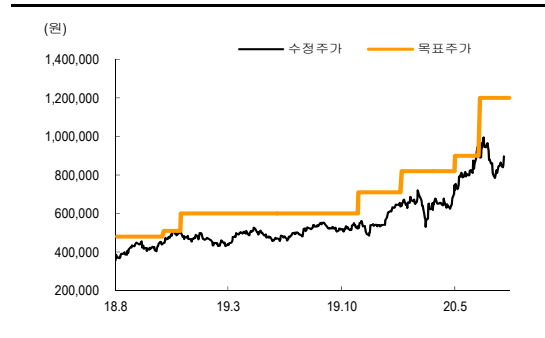
자료: 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 12MF PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.08.13	매수	1,200,000원	6개월		
2020.06.29	매수	1,200,000원	6개월	-26.82%	-17.08%
2020.05.20	매수	900,000원	6개월	-9.44%	4.78%
2020.05.13	매수	900,000원	6개월	-18.27%	-16.33%
2020.04.06	매수	820,000원	6개월	-20.61%	-8.90%
2020.02.13	매수	820,000원	6개월	-21.12%	-12.20%
2020.02.03	매수	820,000원	6개월	-20.17%	-18.05%
2019.11.15	매수	710,000원	6개월	-20.72%	-7.75%
2019.11.13	매수	710,000원	6개월	-26.13%	-25.92%
2019.05.13	매수	600,000원	6개월	-17.90%	-8.00%
2018.12.14	매수	600,000원	6개월	-20.90%	-12.33%
2018.11.12	매수	510,000원	6개월	-4.95%	0.39%
2018.08.16	매수	480,000원	6개월	-13.17%	-5.21%



Compliance Notice

- 작성자(이진만)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 8월 13일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	15,764	20,879	26,569	36,934	45,680
현금및현금성자산	1,856	3,034	5,116	13,935	23,584
매출채권및기타채권	1,522	2,572	3,296	4,555	3,820
재고자산	10	21	27	37	31
비유동자산	13,649	12,585	12,545	12,199	11,631
장기금융자산	8,993	7,036	7,083	7,083	7,083
유형자산	2,339	3,504	3,430	3,067	2,612
무형자산	544	496	510	522	535
자산총계	29,413	33,464	39,114	49,133	57,311
유동부채	4,731	4,498	5,646	7,639	6,475
단기금융부채	1,551	427	429	429	429
매입채무 및 기타채무	268	497	637	881	738
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	892	3,844	4,691	5,522	6,298
장기금융부채	0	3,236	3,209	3,209	3,209
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	95	104	126	165	143
부채총계	5,623	8,342	10,338	13,161	12,773
지배주주지분	23,677	24,992	28,614	35,742	44,231
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,355	4,355	4,355	4,355
기타자본구성요소	-4,282	-4,378	-4,378	-4,378	-4,378
자기주식	-4,306	-4,306	-4,306	-4,306	-4,306
이익잉여금	21,638	23,821	28,930	37,535	47,502
비지배주주지분	113	130	162	230	306
자본총계	23,790	25,122	28,776	35,972	44,538
부채외자본총계	29,413	33,464	39,114	49,133	57,311

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	3,177	3,584	5,968	10,307	10,916
당기순이익(손실)	4,215	3,592	7,275	10,107	11,477
비현금성항목등	2,326	2,004	2,820	4,088	4,627
유형자산감가상각비	255	512	575	847	938
무형자산감가상각비	24	12	13	13	14
기타	360	261	170	154	315
운전자본감소(증가)	-555	-708	-1,009	554	-240
매출채권및기타채권의 감소(증가)	453	-1,061	-707	-1,259	736
재고자산감소(증가)	-5	-11	-12	-10	6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	28	-324	243	-142
기타	-997	336	34	1,580	-839
법인세납부	-2,808	-1,304	-3,118	-4,442	-4,948
투자활동현금흐름	1,081	-1,932	-2,766	44	264
금융자산감소(증가)	1,248	-1,815	-2,704	0	0
유형자산감소(증가)	-257	-502	-484	-484	-484
무형자산감소(증가)	-41	-28	-26	-26	-26
기타	130	413	448	554	774
재무활동현금흐름	-4,290	-529	-1,225	-1,532	-1,532
단기금융부채증가(감소)	50	60	-9	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	992	-52	0	0
자본의증가(감소)	-2,746	21	0	0	0
배당금의 지급	-1,547	-1,246	-1,076	-1,443	-1,443
기타	-46	-356	-89	-89	-89
현금의 증가(감소)	-17	1,179	2,081	8,820	9,649
기초현금	1,873	1,856	3,034	5,116	13,935
기말현금	1,856	3,034	5,116	13,935	23,584
FCF	2,981	3,382	7,332	10,585	11,210

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	17,151	17,012	24,954	31,077	34,665
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,151	17,012	24,954	31,077	34,665
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	11,002	12,222	15,533	17,742	19,513
영업이익	6,149	4,790	9,421	13,334	15,152
영업이익률 (%)	35.9	28.2	37.8	42.9	43.7
비영업손익	224	172	417	511	570
순금융비용	-260	-252	-333	-452	-672
외환관련손익	159	218	221	223	223
관계기업투자등 관련손익	-24	-193	-7	-10	-10
세전계속사업이익	6,374	4,962	9,838	13,845	15,722
세전계속사업이익률 (%)	37.2	29.2	39.4	44.6	45.4
계속사업법인세	2,159	1,370	2,563	3,738	4,245
계속사업이익	4,215	3,592	7,275	10,107	11,477
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,215	3,592	7,275	10,107	11,477
순이익률 (%)	24.6	21.1	29.2	32.5	33.1
지배주주	4,182	3,582	7,251	10,047	11,410
지배주주귀속 순이익률(%)	24.38	21.05	29.06	32.33	32.91
비지배주주	33	10	24	59	67
총포괄이익	801	2,645	5,806	8,638	10,008
지배주주	768	2,627	5,774	8,570	9,932
비지배주주	32	17	32	68	76
EBITDA	6,428	5,315	10,009	14,194	16,104

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-2.5	-0.8	46.7	24.5	11.6
영업이익	5.1	-22.1	96.7	41.5	13.6
세전계속사업이익	4.4	-22.2	98.3	40.7	13.6
EBITDA	4.5	-17.3	88.3	41.8	13.5
EPS(계속사업)	-5.2	-14.4	102.4	38.6	13.6
수익성 (%)					
ROE	16.4	14.7	27.1	31.2	28.5
ROA	13.0	11.4	20.1	22.9	21.6
EBITDA마진	37.5	31.2	40.1	45.7	46.5
안정성 (%)					
유동비율	333.2	464.2	470.5	483.5	705.5
부채비율	23.6	33.2	35.9	36.6	28.7
순차입금/자기자본	-51.1	-56.0	-65.6	-77.0	-83.9
EBITDA/이자비용(배)	193.0	63.1	112.4	159.5	181.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,061	16,320	33,030	45,766	51,970
BPS	107,923	113,836	130,337	162,803	201,472
CFPS	20,333	18,711	35,708	49,684	56,306
주당 현금배당금	6,050	5,220	7,000	7,000	7,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	34.4	30.1	21.7	19.2
PER(최저)	17.4	26.4	16.1	11.6	10.2
PBR(최고)	4.7	4.9	7.6	6.1	4.9
PBR(최저)	3.1	3.8	4.1	3.3	2.6
PCR	22.9	28.9	25.1	18.1	15.9
EV/EBITDA(최고)	15.6	20.6	20.0	13.5	11.3
EV/EBITDA(최저)	9.5	15.2	9.8	6.3	4.9