

엔씨소프트 (036570)

희소식

“리니지2M” 이후를 기대하다

엔씨소프트가 실적발표를 통해 모처럼 희소식을 전해왔다. “블레이드 앤소울” IP에 기반한 신규 모바일게임(“블레이드앤소울2”)의 출시와 “리니지2M”의 해외진출(아시아)에 대한 건이다. “리니지2M”과 “리니지M”의 매출이 견조한 수준을 유지하고 있다고는 하나, 고점이 지난 상황이라는 점은 분명한 만큼 시장은 주가상승을 위한 새로운 모멘텀을 기다려 왔다는 점에서 시의 적절한 발표임에 틀림없다. 단기적으로 신규게임 출시 전, 매출 부분의 상승 여지는 크지 않겠으나 엔씨소프트 온라인게임 IP에 기반한 모바일게임 제작 및 흥행이 검증되었다는 점에서 하반기 신규게임에 대한 기대는 주가를 견인하기에 모자람이 없어 보인다. “리니지2M”의 해외진출도 기대되는 부분이다. 연내 대만, 일본 등 아시아권에 출시될 것으로 예상되며 대만은 말할 것도 없고, 일본 역시 “리니지2” IP에 대한 접근성이 높은 국가라는 점에서 소기의 성과를 기대해도 좋을 것이다.

1분기 실적은 기대 이상

발표된 1분기 실적도 기대 이상이었다. 엔씨소프트는 1분기 예상을 상회하는 매출을 기록했으며 추정치를 초과했던 일회성 성과급 증가분을 제외하면 영업이익 역시 예상을 상회했다. 1분기 매출은 전분기대비 37% 증가한 7,311억원, 영업이익은 71% 증가한 2,414억원을 기록했다. 기대했던 “리니지2M”의 매출은 예상을 소폭 하회했으나, 3,411억원, 일매출 37.9억원으로 우려할 만한 수준은 아니었으며, “리니지M”은 2,120억원, 일매출 23.6억원으로 예상을 상회하는 견조한 매출을 기록했다. 특히, “리니지M”의 경우 안정적인 매출을 유지함으로써 “리니지2M”과의 Cannibalization에 대한 우려를 말끔히 씻었다는 점에 주목해야 할 것이다. PC 온라인게임 매출도 예상을 상회하는 수준을 기록하며 이익기반을 다졌다.

신규게임 전까지 실적은 안정적인 수준을 유지할 것, 적정주가 상향

“리니지M”과 “리니지2M”의 경우 2분기 후반 3주년 기념이벤트 및 대규모 업데이트 등을 남겨놓고 있다는 점에서 탑라인 기반은 안정적인 수준을 유지할 전망이다. 특히, “리니지M”은 최근 클래스캐어 업데이트 등으로 한 때 “리니지2M”의 매출 순위를 추월하기도 했을 정도로 견조한 모습을 유지하고 있으며 2분기 일매출도 1분기대비 유사한 수준을 기록할 수 있을 것으로 판단된다. “리니지2M”의 일매출 하락도 과거 “리니지M”대비 완만한 모습이라는 점에서 34억원 수준의 일매출을 기대하고 있다. 1분기 대규모 성과급효과가 제거되는 만큼 2분기 영업이익은 1분기대비 15.7% 증가한 2,793억원을 예상하고 있다. 1분기 실적과 예상보다 빠른 신규게임, 해외진출을 반영해 이익추정치를 상향조정했으며, 적정주가 역시 920,000원으로 상향조정한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 920,000원(상향) | CP(5월 12일): 747,000원

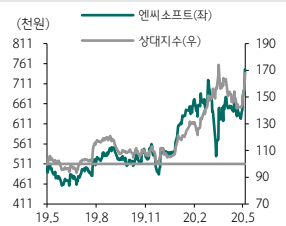
Key Data

| | |
|------------------|-----------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 1,922.17 |
| 52주 최고/최저(원) | 747,000/457,000 |
| 시가총액(십억원) | 16,399.7 |
| 시가총액비중(%) | 1.36 |
| 발행주식수(천주) | 21,954.0 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 138.4 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 88.9 |
| 20년 배당금(예상, 원) | 5,220 |
| 20년 배당수익률(예상, %) | 0.70 |
| 외국인지분율(%) | 51.21 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 김택진 외 9인 | 12.00 |
| 국민연금공단 | 11.82 |
| 추가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | 14.9 39.9 48.8 |
| 상대 | 11.2 55.8 63.2 |

Consensus Data

| | 2020 | 2021 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 2,701.0 | 3,098.4 |
| 영업이익(십억원) | 1,052.8 | 1,271.7 |
| 순이익(십억원) | 814.4 | 981.0 |
| EPS(원) | 37,245 | 44,634 |
| BPS(원) | 154,610 | 194,441 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 1,715.1 | 1,701.2 | 2,850.5 | 3,655.9 | 4,121.0 |
| 영업이익 | 십억원 | 614.9 | 479.0 | 1,048.1 | 1,466.8 | 1,683.7 |
| 세전이익 | 십억원 | 637.3 | 496.2 | 1,077.3 | 1,486.8 | 1,703.7 |
| 순이익 | 십억원 | 418.2 | 358.2 | 821.7 | 1,131.7 | 1,296.8 |
| EPS | 원 | 19,061 | 16,320 | 37,429 | 51,548 | 59,070 |
| 증감률 | % | (5.2) | (14.4) | 129.3 | 37.7 | 14.6 |
| PER | 배 | 24.47 | 33.15 | 19.96 | 14.49 | 12.65 |
| PBR | 배 | 3.66 | 4.05 | 4.50 | 3.51 | 2.80 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.52 | 21.22 | 13.37 | 9.17 | 7.43 |
| ROE | % | 16.44 | 14.72 | 28.77 | 30.38 | 26.84 |
| BPS | 원 | 127,548 | 133,449 | 165,978 | 212,626 | 266,797 |
| DPS | 원 | 6,050 | 5,220 | 5,220 | 5,220 | 5,220 |



Analyst **황승택**
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA **정우상**
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

표 1. 엔씨소프트의 1분기 잠정실적

(단위:백만원)

“리니지2M” 매출의 온기반영,
 “리니지M”의 견조한 일매출 유지로
 양호한 실적 기록

 800~900억원 내외의 성과급 지급을
 제외할 경우 영업이익도 양호한 수준

| | 1Q19 | 4Q19 | 1Q20P | QoQ(%) | YoY(%) | 추정치 | 차이 |
|--------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 총매출액 | 358,756 | 533,834 | 731,111 | 37.0 | 103.8 | 707,105 | 3.4 |
| 게임매출액 | 301,345 | 489,519 | 678,286 | 38.6 | 125.1 | 663,752 | 2.2 |
| PC 온라인게임 | 94,204 | 116,591 | 113,486 | (2.7) | 20.5 | 111,024 | 2.2 |
| 모바일게임 | 194,471 | 358,638 | 553,160 | 54.2 | 184.4 | 542,665 | 1.9 |
| 리니지M | 194,471 | 214,728 | 212,011 | (1.3) | 9.0 | 180,000 | 17.8 |
| 리니지2M | 0 | 143,910 | 341,149 | 137.1 | NA | 360,000 | (5.2) |
| 블소2 및 기타 | 0 | 0 | 0 | NA | NA | 2,665 | NA |
| 기타 | 12,670 | 14,290 | 11,640 | (18.5) | (8.1) | 10,063 | 15.7 |
| 로열티 | 57,411 | 44,315 | 52,825 | 19.2 | (8.0) | 43,353 | 21.8 |
| 영업비용 | 279,242 | 392,676 | 489,687 | 24.7 | 75.4 | 440,015 | 11.3 |
| 인건비 | 143,194 | 169,913 | 211,796 | 24.6 | 47.9 | 161,112 | 31.5 |
| 감가상각비 | 11,982 | 14,266 | 14,825 | 3.9 | 23.7 | 14,694 | 0.9 |
| 매출원동비 | 65,336 | 116,231 | 176,548 | 51.9 | 170.2 | 171,284 | 3.1 |
| 마케팅비 | 18,987 | 41,291 | 39,573 | (4.2) | 108.4 | 33,188 | 19.2 |
| 기타 | 39,743 | 50,975 | 46,945 | (7.9) | 18.1 | 59,738 | (21.4) |
| 영업이익 | 79,514 | 141,158 | 241,424 | 71.0 | 203.6 | 267,090 | (9.6) |
| 이익률(%) | 22.2 | 26.4 | 33.0 | | | 37.8 | |
| 순이익 | 74,697 | 54,156 | 195,441 | 260.9 | 161.6 | 206,244 | (5.2) |
| 이익률(%) | 20.8 | 10.1 | 26.7 | | | 29.2 | |

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 2. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

| | 2019 | 2020F | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20P | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F |
|-----------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 총매출액 | 1,701,185 | 2,850,535 | 358,756 | 410,786 | 397,809 | 533,834 | 731,111 | 679,233 | 668,049 | 772,142 |
| 성장률(%) | (0.8) | 67.6 | (10.2) | 14.5 | (3.2) | 34.2 | 37.0 | (7.1) | (1.6) | 15.6 |
| 게임매출액 | 1,503,677 | 2,657,768 | 301,345 | 359,228 | 353,585 | 489,519 | 678,286 | 631,908 | 621,123 | 726,451 |
| PC 온라인게임 | 456,207 | 435,214 | 94,204 | 120,702 | 124,710 | 116,591 | 113,486 | 110,734 | 105,483 | 105,511 |
| 모바일게임 | 978,584 | 2,175,994 | 194,471 | 217,244 | 208,231 | 358,638 | 553,160 | 509,534 | 504,000 | 609,300 |
| 리니지M | 834,674 | 801,511 | 194,471 | 217,244 | 208,231 | 214,728 | 212,011 | 202,500 | 207,000 | 180,000 |
| 리니지2M | 143,910 | 1,239,483 | 0 | 0 | 0 | 143,910 | 341,149 | 307,034 | 297,000 | 294,300 |
| 블소2 및 기타 | 0 | 135,000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 135,000 |
| 기타 | 68,886 | 46,560 | 12,670 | 21,282 | 20,644 | 14,290 | 11,640 | 11,640 | 11,640 | 11,640 |
| 로열티 및 기타 | 197,508 | 192,767 | 57,411 | 51,558 | 44,224 | 44,315 | 52,825 | 47,325 | 46,926 | 45,691 |
| 영업비용 | 1,222,193 | 1,802,408 | 279,242 | 281,379 | 268,896 | 392,676 | 489,687 | 399,911 | 398,593 | 514,217 |
| 인건비 | 555,075 | 692,385 | 143,194 | 125,822 | 116,146 | 169,913 | 211,796 | 141,154 | 142,565 | 196,871 |
| 감가상각비 | 51,969 | 60,243 | 11,982 | 12,974 | 12,747 | 14,266 | 14,825 | 14,694 | 15,135 | 15,589 |
| 매출원동비 | 331,850 | 691,401 | 65,336 | 77,189 | 73,094 | 116,231 | 176,548 | 161,915 | 160,147 | 192,791 |
| 마케팅비 | 107,274 | 153,076 | 18,987 | 24,230 | 22,766 | 41,291 | 39,573 | 31,595 | 31,056 | 50,852 |
| 기타 | 176,025 | 205,303 | 39,743 | 41,164 | 44,143 | 50,975 | 46,945 | 50,553 | 49,690 | 58,116 |
| 영업이익 | 478,992 | 1,048,127 | 79,514 | 129,407 | 128,913 | 141,158 | 241,424 | 279,322 | 269,456 | 257,924 |
| 성장률(%) | (22.1) | 118.8 | (29.4) | 62.7 | (0.4) | 9.5 | 71.0 | 15.7 | (3.5) | (4.3) |
| 이익률(%) | 28.2 | 36.8 | 22.2 | 31.5 | 32.4 | 26.4 | 33.0 | 41.1 | 40.3 | 33.4 |
| 순이익 | 359,314 | 818,291 | 74,697 | 116,857 | 113,604 | 54,156 | 195,441 | 215,516 | 208,038 | 199,297 |
| 이익률(%) | 21.1 | 28.7 | 20.8 | 28.4 | 28.6 | 10.1 | 26.7 | 31.7 | 31.1 | 25.8 |

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

엔씨소프트 Conference Call 내용

■ 연결기준 실적

1. 실적요약

- 매출액 : 7,311억원(+37%QoQ, +104%YoY)
- 영업이익 : 2,414억원(+71%QoQ, +204%YoY, OPM 33%)
- 세전이익 : 2,556억원(+161%QoQ, +160%YoY)
- 순이익 : 1,954억원(+261%QoQ, +162%YoY, NPM 27%)

2-1. 매출구성(게임별)

* 모바일 게임: 5,532억원(+54%QoQ, +184%YoY)

→ 리니지M 2,120억원(-1%QoQ, +9%YoY) / 리니지2M 3,411억원(+137%QoQ)

: 리니지2M 효과 온기 반영

: 리니지M은 2Q18 매출 안정화 이후 2년간 분기 매출 2,000억원 초반 대 견조한 유지. 최근 클래스 리뉴얼 반응 좋고, 2분기 말에 3주년 기념 다채로운 콘텐츠로 견조한 모습 보일 수 있을 것

: 리니지2M 출시 초반 유저 트래픽 증가로 안정된 매출 유지했음. 연말까지 안정적 매출 곡선 이어갈 것으로 기대

: 리니지M 및 PC 온라인 게임 매출은 안정적인 운영을 바탕으로 전분기와 유사한 수준 기록

* PC온라인 게임 5종 매출: 1,135억원(-3%QoQ, +20%YoY)

- 리니지 : 448억원(-13%QoQ, +116%YoY)

: 작년 3월 리마스터 효과 이후 자연스레 매출이 안정화 중

: 2020년에도 충성도 높은 고객군 기반 안정적 모습 보일 것이나, 리마스터 효과가 있었던 전년대비 감소할 것

- 리니지2 : 264억원(-5%QoQ, +23%YoY)

2-2 매출구성(지역별)

- 1분기 로열티 매출: 528억원(+19%QoQ), 리니지M 대만 업데이트 효과

- 한국 6,346억원 / 북미유럽 190억원 / 일본 154억원 / 대만 85억원

3. 비용구성

- 영업비용 : 4,897억원(+25%QoQ, +75%YoY)

4. 마무리 발언

- 블소2(연내 국내 출시 목표), 아이온2 개발을 진행 중
- 연내 L2M 글로벌 출시 목표

■ Q&A

1. 블소2 연내 출시 대략적 시점

- 블소2는 개발 중이기 때문에 정확한 시점 공유 어려움
- 확정되는 대로 이벤트로 알릴 것
- 확률적으로는 3분기보다 4분기에 가까울 것

2. L2M Booking 기준으로 1분기 완만 했는지. 2분기에도 완만한 추세 이어갈지

- L2M의 내부적으로 코로나19 영향 등 다양한 분석 중
- 유저 및 매출 지표에 가장 큰 영향을 주는 것은 게임 콘텐츠와 업데이트로 판단
- 작년 및 올해 1분기까지 L2M은 출시 이후 강한 모습 보였음
- 2분기 말 대규모 업데이트 예정되어 있어 업데이트 전까지 2분기에는 소프트한 모습 보일 것

3. 블소2은 L2M와 유저 층이 다른 타겟 층인지. 블소2 출시시점에 L2M 매출의 하향 안정화 여부

- 블소2는 IP가 PC 블소 기반
- 같은 3D 게임이지만 블소의 지향하는 바가 리니지 IP와는 다르기 때문에 다른 유저 층을 어필 할 것으로 판단
- 블소2의 출시 시기는 L2M 매출 안정화와는 무관하게 개발 및 시장 상황을 볼 것
- 하지만 예상하건데 하반기에 L2M는 탄탄한 수요층을 가지고 서비스를 하는 시기일 것으로 생각.
- 리니지M에서 봤듯이 출시로 영향을 받을 것으로 판단하고 있지는 않음

4. 프로젝트TL의 베타 테스트 및 게임 공개, 실제 출시 시점 등 업데이트

- TL은 최근 외부에 공개 소식 없음
- 연내에는 TL 관련 테스트 진행 예상
- 테스트 결과에 따라 내년부터는 TL의 Contribution이 있을 것으로 예상

5. 코로나19로 인한 트래픽과 ARPU 영향

(국내)

- 아직까지는 포괄적으로 답변주기 어려운 상황. 기간 등 불확실성 있기 때문
- 하지만, 트래픽 및 ARPU 관점에서는 플러스 마이너스 요인이 모두 있어 전반적으로 뉴트럴하다고 판단
- 회사 게임들 인게이지먼트 높고, L2M은 출시 얼마 안됐기 때문에 게임내 코로나19 직접적 영향은 뉴트럴
- 오히려 트래픽 및 ARPU에 가장 큰 영향을 주는 변수는 콘텐츠라고 판단

(해외)

- 미국, 유럽, 일본의 자회사들은 상당히 큰 폭의 매출 증가를 보고 있음
- 지역적 및 플랫폼 차이는 내부적으로 분석 중

6. 코로나19로 인해 기존 게임의 해외진출 지연이 있을지

- 준비 과정의 어려움이 증가된 것은 사실. 해외출장이 어렵고, supply chain 문제로 서버 수급이 어렵긴 함
- 그러나, 예상하고 있는 진출시기와는 상관없이 잘 준비되고 있음

7. 블소2의 내부 피드백을 기준으로 L2M과의 차별점

- 기본적으로 액션을 베이스로 하고 있으며, 무협 백그라운드, 동양적 그래픽을 가지고 있음
- 보다 젊은층에 어필을 하고 있음
- PC 처럼 리니지M, 리니지2M과는 다른 층을 공략할 수 있을 것으로 판단

8. 블소2는 해외 유저에 포커스 되어 있는지. L2M도 해외시장을 위한 현지화 등 업데이트 여부

- L2M의 해외진출은 시장에 맞는 현지화 들어갈 것
- 다만, L2M은 해외시장에 맞게 개발한 것은 아니기 때문에 국내 서비스에 로컬 콘텐츠를 추가할 것
- 블소2의 경우 블소 PC에서도 해외 매출이 컸기 때문에 개발부터 해외를 염두하고 개발 중

9. 인건비 및 마케팅비 향후 수준

- 인건비는 1분기 및 4분기 발생했던 것보다는 큰 폭의 감소 예상
- YoY로는 인건비 인상 및 인원증가에 따른 인건비 상승은 있을 것
- 마케팅비는 4Q19 및 1Q20처럼 론칭 수준의 마케팅비 없을 것. 올해 1분기보다는 낮을 것.
- 하지만, 리니지M, 리니지2M 서비스 중이고 2분기 말 큰 업데이트 있기 때문에 작년수준보다는 높을 것

10. L2M의 2분기말 대규모 업데이트 전후 매출 추이

- 자연스러운 감소 추세 가운데 이전 대규모 업데이트에서 확인했듯이 업데이트 직전에 BM 강도를 낮추는 부분 등을 고려해 할 것

11. 회사의 플랫폼별 파이프라인 우선 순위 및 개발 진행

- 내부적으로 플랫폼별 우선순위를 두고 개발하고 있지 않음
- 콘솔의 경우 미국에서는 퓨저라는 외부 개발 게임을 퍼블리싱하는 것을 목표로 하고 있음
- 내부적으로 모바일게임은 IP를 활용해서 개발하고 완성하며 출시할 것
- TL 등 AAA급 콘솔 및 PC 플랫폼 게임도 순차적으로 할 것
- 출시때 플랫폼별로 우선순위보다는 개발 및 퀄리티의 시장에 충분히 내놓을 준비 여부가 우선순위 일 것

12. 프로젝트 TL 출시 시점이 내년으로 봐도 되는지, 플랫폼 출시 우선순위

- TL는 하반기 테스트 예정. 내년 출시가 확률적으로 높음
- 물론 테스트 결과와 조건이 있지만, 지금 개발 고려할 때 내년 출시 확률이 높을 것으로 예상
- 플랫폼 우선순위는 개발 자체는 양쪽을 다 커버할 수 있게 개발 중.
- 내부적 전략 및 콘솔의 플랫폼 사업자와의 계약도 고려해야 때문에 결정되면 공유할 것

13. 최근 성남 판교 구청 부지 매입 일정 및 향후 CapEx 일정

- 현재 본사 건물 Capa는 2, 3년전 초과했고, 1/4의 직원이 본사 외 건물에 근무 중.
- 직원 복지 등 효율이 떨어져 공간이 필요. 대규모 임차하고 싶으나 판교지역 대규모 임차 가능 건물이 없음.
- 따라서 다양한 기회를 explore하고 있는 상황. 주차장 부지도 이러한 요소 중 하나.
- 현재 구체적인 진행 방향 결정X. 참여 조건 충족 가능 여부, 재무적 부담 여부 등 고려해야함.
- 결정된 것 없고, 성남시와 계약 성사여부도 알 수 없기 때문에 CapEx 스케줄은 현재 알 수 없음

14. 게임산업 진흥 계획의 확률형 아이템 규제 등으로 회사의 영향

- 이미 2017년부터 업계에서 자율규제 방안 마련해서 진행 중
- 회사는 확률 공개 등 자율규제를 충실히 이행하고 있음.
- 진행 내용은 회사 및 협회 차원에서 소통 경로를 통해 정부 관련자와 논의를 진행 중

15. L2M 해외출시 시 우선시하는 시장 및 글로벌 출시 시점

- L2M은 아시아 시장을 먼저 할 것으로 예상
- 출시 시점은 내부적 계획은 있지만, 다양한 변수가 있기 때문에 정확히 말하기 어려움

16. 블소2는 국내출시 후 해외출시가 리니지IP 기반 게임보다는 빠른 호흡으로 진행될지

- 지금은 공식적으로 답변하기 이른 시기
- 블소2는 현재 국내 출시를 위해 총력을 기울이는 중.
- 국내 성과를 보고 해외 출시할 것이기 때문에 빠를지, 느릴지 답변하기 어려움

추정 재무제표

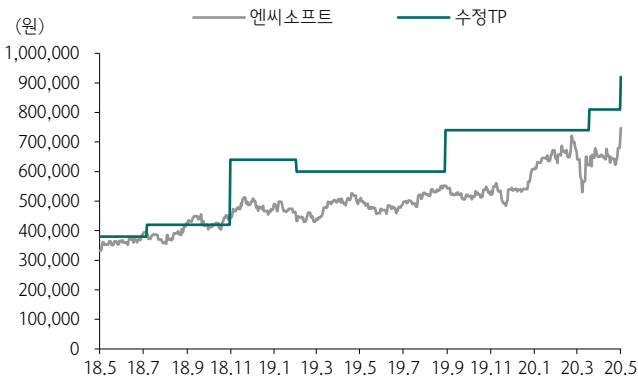
| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액 | 1,715.1 | 1,701.2 | 2,850.5 | 3,655.9 | 4,121.0 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 1,715.1 | 1,701.2 | 2,850.5 | 3,655.9 | 4,121.0 |
| 판매비 | 1,100.2 | 1,222.2 | 1,802.4 | 2,189.2 | 2,437.3 |
| 영업이익 | 614.9 | 479.0 | 1,048.1 | 1,466.8 | 1,683.7 |
| 금융손익 | 25.6 | 38.2 | 20.3 | 20.0 | 20.0 |
| 중속/관계기업손익 | (2.4) | (19.3) | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (0.7) | (1.7) | 8.6 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 637.3 | 496.2 | 1,077.3 | 1,486.8 | 1,703.7 |
| 법인세 | 215.9 | 137.0 | 259.0 | 359.8 | 412.3 |
| 계속사업이익 | 421.5 | 359.2 | 818.3 | 1,127.0 | 1,291.4 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 421.5 | 359.2 | 818.3 | 1,127.0 | 1,291.4 |
| 비지배주주지분 순이익 | 3.3 | 1.0 | (3.4) | (4.7) | (5.4) |
| 지배주주순이익 | 418.2 | 358.2 | 821.7 | 1,131.7 | 1,296.8 |
| 지배주주지분포괄이익 | 76.8 | 262.7 | 826.8 | 1,138.7 | 1,304.9 |
| NOPAT | 406.6 | 346.7 | 796.1 | 1,111.8 | 1,276.3 |
| EBITDA | 642.8 | 531.5 | 1,099.7 | 1,510.1 | 1,720.2 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (2.5) | (0.8) | 67.6 | 28.3 | 12.7 |
| NOPAT증가율 | (4.5) | (14.7) | 129.6 | 39.7 | 14.8 |
| EBITDA증가율 | 4.5 | (17.3) | 106.9 | 37.3 | 13.9 |
| 영업이익증가율 | 5.1 | (22.1) | 118.8 | 39.9 | 14.8 |
| (지배주주)순이익증가율 | (5.2) | (14.3) | 129.4 | 37.7 | 14.6 |
| EPS증가율 | (5.2) | (14.4) | 129.3 | 37.7 | 14.6 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| EBITDA이익률 | 37.5 | 31.2 | 38.6 | 41.3 | 41.7 |
| 영업이익률 | 35.9 | 28.2 | 36.8 | 40.1 | 40.9 |
| 계속사업이익률 | 24.6 | 21.1 | 28.7 | 30.8 | 31.3 |
| 투자지표 | | | | | |
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 19,061 | 16,320 | 37,429 | 51,548 | 59,070 |
| BPS | 127,548 | 133,449 | 165,978 | 212,626 | 266,797 |
| CFPS | 29,813 | 25,497 | 50,493 | 68,784 | 78,354 |
| EBITDAPS | 29,301 | 24,216 | 50,089 | 68,784 | 78,354 |
| SPS | 78,176 | 77,514 | 129,841 | 166,527 | 187,709 |
| DPS | 6,050 | 5,220 | 5,220 | 5,220 | 5,220 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 24.5 | 33.1 | 20.0 | 14.5 | 12.6 |
| PBR | 3.7 | 4.1 | 4.5 | 3.5 | 2.8 |
| PCFR | 15.6 | 21.2 | 14.8 | 10.9 | 9.5 |
| EV/EBITDA | 15.5 | 21.2 | 13.4 | 9.2 | 7.4 |
| PSR | 6.0 | 7.0 | 5.8 | 4.5 | 4.0 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 16.4 | 14.7 | 28.8 | 30.4 | 26.8 |
| ROA | 12.9 | 11.4 | 21.7 | 23.7 | 21.7 |
| ROIC | 56.0 | 28.7 | 59.1 | 70.5 | 73.9 |
| 부채비율 | 23.6 | 33.2 | 30.7 | 25.8 | 21.8 |
| 순부채비율 | (11.2) | (24.4) | (53.0) | (60.4) | (66.6) |
| 이자보상배율(배) | 184.7 | 56.9 | 35.3 | 73.3 | 84.2 |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 유동자산 | 1,576.4 | 2,087.9 | 3,690.5 | 4,846.8 | 6,143.8 |
| 금융자산 | 422.1 | 980.4 | 2,089.1 | 2,951.4 | 4,007.5 |
| 현금성자산 | 185.6 | 303.4 | 2,089.1 | 2,951.4 | 4,007.5 |
| 매출채권 등 | 179.0 | 270.6 | 391.3 | 463.2 | 522.1 |
| 재고자산 | 1.0 | 2.1 | 3.0 | 3.5 | 4.0 |
| 기타유동자산 | 974.3 | 834.8 | 1,207.1 | 1,428.7 | 1,610.2 |
| 비유동자산 | 1,364.9 | 1,258.5 | 523.1 | 491.4 | 464.4 |
| 투자자산 | 951.5 | 746.9 | 63.1 | 74.7 | 84.2 |
| 금융자산 | 1.6 | 7.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산 | 233.9 | 350.4 | 300.1 | 257.9 | 222.6 |
| 무형자산 | 54.4 | 49.6 | 48.4 | 47.2 | 46.1 |
| 기타비유동자산 | 125.1 | 111.6 | 111.5 | 111.6 | 111.5 |
| 자산총계 | 2,941.3 | 3,346.4 | 4,213.6 | 5,338.2 | 6,608.2 |
| 유동부채 | 473.1 | 449.8 | 608.3 | 702.6 | 779.9 |
| 금융부채 | 155.1 | 42.7 | 56.7 | 65.0 | 71.9 |
| 매입채무 등 | 166.3 | 194.7 | 281.6 | 333.3 | 375.7 |
| 기타유동부채 | 151.7 | 212.4 | 270.0 | 304.3 | 332.3 |
| 비유동부채 | 89.2 | 384.4 | 382.5 | 393.3 | 402.2 |
| 금융부채 | 0.0 | 323.6 | 323.6 | 323.6 | 323.6 |
| 기타비유동부채 | 89.2 | 60.8 | 58.9 | 69.7 | 78.6 |
| 부채총계 | 562.3 | 834.2 | 990.7 | 1,095.9 | 1,182.1 |
| 지배주주지분 | 2,367.7 | 2,499.2 | 3,213.3 | 4,237.5 | 5,426.7 |
| 자본금 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 |
| 자본잉여금 | 432.6 | 435.5 | 435.5 | 435.5 | 435.5 |
| 자본조정 | (428.2) | (437.8) | (437.8) | (437.8) | (437.8) |
| 기타포괄이익누계액 | 188.5 | 108.4 | 108.4 | 108.4 | 108.4 |
| 이익잉여금 | 2,163.8 | 2,382.1 | 3,096.2 | 4,120.4 | 5,309.6 |
| 비지배주주지분 | 11.3 | 13.0 | 9.6 | 4.8 | (0.6) |
| 자본총계 | 2,379.0 | 2,512.2 | 3,222.9 | 4,242.3 | 5,426.1 |
| 순금융부채 | (267.1) | (614.1) | (1,708.8) | (2,562.7) | (3,612.0) |
| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
| 영업활동 현금흐름 | 352.8 | 392.2 | 518.4 | 973.1 | 1,166.3 |
| 당기순이익 | 421.5 | 359.2 | 818.3 | 1,127.0 | 1,291.4 |
| 조정 | (13.2) | 103.8 | 51.5 | 43.3 | 36.5 |
| 감가상각비 | 27.9 | 52.5 | 51.5 | 43.3 | 36.5 |
| 외환거래손익 | (11.5) | (5.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 2.4 | 19.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (32.0) | 37.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (55.5) | (70.8) | (351.4) | (197.2) | (161.6) |
| 투자활동 현금흐름 | 68.3 | (234.2) | 1,360.8 | (11.6) | (9.5) |
| 투자자산감소(증가) | 385.6 | 204.5 | 683.8 | (11.6) | (9.5) |
| 유형자산감소(증가) | (25.7) | (50.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (291.6) | (388.5) | 677.0 | 0.0 | 0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | (424.4) | (45.7) | (93.6) | (99.2) | (100.7) |
| 금융부채증가(감소) | 5.2 | 211.3 | 14.0 | 8.3 | 6.8 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 2.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (274.9) | (135.3) | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| 배당지급 | (154.7) | (124.6) | (107.6) | (107.6) | (107.6) |
| 현금의 증감 | (1.7) | 117.9 | 1,785.7 | 862.3 | 1,056.0 |
| Unlevered CFO | 654.1 | 559.6 | 1,108.5 | 1,510.1 | 1,720.2 |
| Free Cash Flow | 326.1 | 341.2 | 518.4 | 973.1 | 1,166.3 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.5.13 | BUY | 920,000 | | |
| 20.3.30 | BUY | 810,000 | -19.46% | -13.70% |
| 19.9.10 | BUY | 740,000 | -22.15% | -2.70% |
| 19.2.13 | BUY | 600,000 | -18.71% | -8.00% |
| 18.11.12 | BUY | 640,000 | -25.20% | -20.00% |
| 18.7.18 | Neutral | 420,000 | -3.33% | 8.33% |
| 18.7.2 | Neutral | 380,000 | -0.39% | 3.95% |
| 18.5.7 | BUY | 650,000 | -44.94% | -41.77% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 90.9% | 9.1% | 0.0% | 100.0% |

* 기준일: 2020년 5월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 05월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.