

# 엔씨소프트 (036570)

## 기대감 가득한 4분기

### 부진한 실적에도 신작과 해외진출이라는 모멘텀 부여

시장의 예상을 하회하는 2분기 실적에도 불구하고 1분기 실적발표에서 언급했던 하반기 신규계약과 해외진출이라는 모멘텀을 재확인했다. 펀더멘털 Re-rating이 가능한 이슈들이며 시장이 기대하고 있는 시점에 가시화될 것이라는 점을 확인시켜 주었다는 점에서 우호적인 투자심리가 유지될 전망이다. 구체적으로 하반기 중(4분기 추정) “블레이드앤소울2” IP에 기반한 신규 모바일게임 “블레이드앤소울2”의 출시와 “리니지2M”의 대만 서비스 대만 건이다. “블레이드앤소울2”는 원작 IP의 대중성이 “리니지” 시리즈보다 우월하고 과거 e스포츠 이력까지 감안한다면 20대~30대를 아우르는 폭넓은 가입자 기반을 확보할 수 있을 것으로 기대하고 있다. “리니지2M”의 연내 대만 진출도 서비스 방식에 변화가 생기며 기존 예상치 대비 큰 폭의 성과가 예상된다. 기존 엔씨소프트의 온라인/모바일게임들이 퍼블리셔와의 제휴를 통해 서비스를 해왔던 반면 “리니지2M”의 경우 직접 서비스를 할 예정이다. 통상적인 퍼블리싱 수익배분을 적용했을 때와 비교해 4배 내외의 수익이 발생할 것으로 기대되는 만큼 매출액대비 이익기여도가 매우 클 전망이다. 이외에도 다수의 캐주얼 모바일게임과 콘솔게임 등이 출시될 예정인 만큼 4분기 이후의 실적개선폭은 드라마틱할 전망이다.

### 2분기 실적은 예상을 하회했으나 시장은 4분기에 관심이 크다

2분기 실적은 기존게임들의 부진으로 예상을 하회했다. 3분기 대규모 업데이트 및 프로모션에 대비한 소극적인 과금이 진행되었다고는 하나 이를 감안해도 기대치를 하회하는 실적이었다. 매출은 5,386억원으로 전분기대비 26.3% 감소했다. “리니지M”의 매출이 전분기대비 24.6% 감소했고, “리니지2M”의 경우 전분기대비 42.2% 감소했다. 다행스러운 부분은 “리니지M”의 경우 3주년 이벤트의 흥행성공으로 3분기 개선된 실적을 기록할 것이라는 점이다. “리니지2M”은 3분기에도 개선되기는 어려울 전망이다. 다만, 4분기 신규계약과 해외진출에 따른 실적개선폭이 드라마틱할 것이라는 점에서 3분기 실적이 주가에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

### IP + 플랫폼

엔씨소프트의 강점은 시장이 인정하는 즉, 제품화 되었을 때 흥행을 담보하는 IP를 다수 보유했다는 점이며, “리니지” 시리즈를 통해 이를 시장에 확인시켰다. 연내 출시되는 “블레이드앤소울2”가 이후 다른 장르의 모바일게임으로 출시될 것으로 예상되고 있고 “아이온”, “프로젝트 T” 등의 IP에 대한 기대치도 높다. 이외에도 콘솔 등 플랫폼 다변화에 나서면서 추가 수익창출이 가능할 전망이다. 2분기 실적을 반영해 이익추정치를 하향조정하였으나 신규계약과 해외진출의 흥행변동성을 고려할 때 기대이상의 성과도 가능한 만큼 기존의 적정주가 및 투자이견 BUY를 유지한다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 1,020,000원 | CP(8월 13일): 897,000원

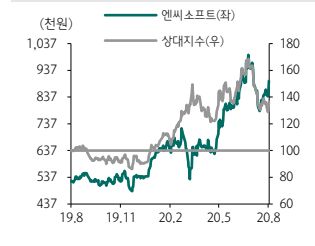
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,437.53		
52주 최고/최저(원)	995,000/485,000		
시가총액(십억원)	19,692.8		
시가총액비중(%)	1.64		
발행주식수(천주)	21,954.0		
60일 평균 거래량(천주)	124.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	107.5		
20년 배당금(예상, 원)	5,220		
20년 배당수익률(예상, %)	0.58		
외국인지분율(%)	50.15		
주요주주 지분율(%)			
김택진 외 9인	12.00		
국민연금공단	10.74		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(7.0)	42.6	71.8
상대	(16.6)	30.6	35.8

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,784.0	3,435.3
영업이익(십억원)	1,050.9	1,448.5
순이익(십억원)	819.4	1,092.9
EPS(원)	37,380	50,725
BPS(원)	153,133	197,716

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,715.1	1,701.2	2,489.8	3,293.4	3,785.2
영업이익	십억원	614.9	479.0	863.1	1,336.8	1,490.1
세전이익	십억원	637.3	496.2	906.6	1,356.8	1,510.1
순이익	십억원	418.2	358.2	683.3	1,028.5	1,144.7
EPS	원	19,061	16,320	31,125	46,849	52,143
증감률	%	(5.2)	(14.4)	90.7	50.5	11.3
PER	배	24.47	33.15	28.82	19.15	17.20
PBR	배	3.66	4.05	5.78	4.55	3.67
EV/EBITDA	배	15.52	21.22	19.68	12.49	10.71
ROE	%	16.44	14.72	24.97	29.95	25.94
BPS	원	127,548	133,449	155,069	197,018	244,262
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 2분기 잠정실적

(단위:백만원)

온라인/모바일을 포함한 기존게임들의 부진으로 실적은 예상을 하회

	2Q19	1Q20	2Q20P	QoQ(%)	YoY(%)	추정치	차이
<b>총매출액</b>	<b>410,786</b>	<b>731,111</b>	<b>538,567</b>	<b>(26.3)</b>	<b>31.1</b>	<b>642,199</b>	<b>(16.1)</b>
<b>게임매출액</b>	<b>359,228</b>	<b>678,286</b>	<b>476,278</b>	<b>(29.8)</b>	<b>32.6</b>	<b>594,874</b>	<b>(19.9)</b>
PC온라인게임	120,702	113,486	103,659	(8.7)	(14.1)	110,734	(6.4)
모바일게임	217,244	553,160	357,145	(35.4)	64.4	472,500	(24.4)
리니지M	217,244	212,011	159,876	(24.6)	(26.4)	202,500	(21.0)
리니지2M	0	341,149	197,269	(42.2)	NA	270,000	(26.9)
기타	21,282	11,640	15,474	32.9	(27.3)	11,640	32.9
<b>로열티</b>	<b>51,558</b>	<b>52,825</b>	<b>62,289</b>	<b>17.9</b>	<b>20.8</b>	<b>47,325</b>	<b>31.6</b>
<b>영업비용</b>	<b>281,379</b>	<b>489,687</b>	<b>329,583</b>	<b>(32.7)</b>	<b>17.1</b>	<b>383,616</b>	<b>(14.1)</b>
인건비	125,822	211,796	162,342	(23.3)	29.0	141,154	15.0
감가상각비	12,974	14,825	15,624	5.4	20.4	14,694	6.3
매출변동비	77,189	176,548	114,642	(35.1)	48.5	150,435	(23.8)
마케팅비	24,230	39,573	12,898	(67.4)	(46.8)	29,744	(56.6)
기타	41,164	46,945	24,077	(48.7)	(41.5)	47,590	(49.4)
<b>영업이익</b>	<b>129,407</b>	<b>241,424</b>	<b>208,984</b>	<b>(13.4)</b>	<b>61.5</b>	<b>258,583</b>	<b>(19.2)</b>
이익률(%)	31.5	33.0	38.8			40.3	
<b>순이익</b>	<b>116,857</b>	<b>195,441</b>	<b>158,386</b>	<b>(19.0)</b>	<b>35.5</b>	<b>199,796</b>	<b>(20.7)</b>
이익률(%)	28.4	26.7	29.4			31.1	

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 2. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F
<b>총매출액</b>	<b>1,701,185</b>	<b>2,489,782</b>	<b>358,756</b>	<b>410,786</b>	<b>397,809</b>	<b>533,834</b>	<b>731,111</b>	<b>538,567</b>	<b>512,180</b>	<b>707,924</b>
성장률(%)	(0.8)	46.4	(10.2)	14.5	(3.2)	34.2	37.0	(26.3)	(4.9)	38.2
<b>게임매출액</b>	<b>1,503,677</b>	<b>2,255,840</b>	<b>301,345</b>	<b>359,228</b>	<b>353,585</b>	<b>489,519</b>	<b>678,286</b>	<b>476,278</b>	<b>452,065</b>	<b>649,211</b>
PC 온라인게임	456,207	414,952	94,204	120,702	124,710	116,591	113,486	103,659	98,775	99,031
모바일게임	978,584	1,782,826	194,471	217,244	208,231	358,638	553,160	357,145	337,815	534,706
리니지M	834,674	695,887	194,471	217,244	208,231	214,728	212,011	159,876	180,000	144,000
리니지2M	143,910	951,939	0	0	0	143,910	341,149	197,269	157,815	255,706
블소2 및 기타	0	135,000	0	0	0	0	0	0	0	135,000
기타	68,886	58,062	12,670	21,282	20,644	14,290	11,640	15,474	15,474	15,474
<b>로열티 및 기타</b>	<b>197,508</b>	<b>233,942</b>	<b>57,411</b>	<b>51,558</b>	<b>44,224</b>	<b>44,315</b>	<b>52,825</b>	<b>62,289</b>	<b>60,115</b>	<b>58,713</b>
<b>영업비용</b>	<b>1,222,193</b>	<b>1,626,678</b>	<b>279,242</b>	<b>281,379</b>	<b>268,896</b>	<b>392,676</b>	<b>489,687</b>	<b>329,583</b>	<b>338,386</b>	<b>469,022</b>
인건비	555,075	757,021	143,194	125,822	116,146	169,913	211,796	162,342	163,965	218,917
감가상각비	51,969	63,117	11,982	12,974	12,747	14,266	14,825	15,624	16,093	16,576
매출변동비	331,850	542,431	65,336	77,189	73,094	116,231	176,548	114,642	108,601	142,640
마케팅비	107,274	120,519	18,987	24,230	22,766	41,291	39,573	12,898	22,603	45,445
기타	176,025	143,590	39,743	41,164	44,143	50,975	46,945	24,077	27,124	45,445
<b>영업이익</b>	<b>478,992</b>	<b>863,103</b>	<b>79,514</b>	<b>129,407</b>	<b>128,913</b>	<b>141,158</b>	<b>241,424</b>	<b>208,984</b>	<b>173,793</b>	<b>238,902</b>
성장률(%)	(22.1)	80.2	(29.4)	62.7	(0.4)	9.5	71.0	(13.4)	(16.8)	37.5
이익률(%)	28.2	34.7	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.8	33.9	33.7
<b>순이익</b>	<b>359,314</b>	<b>683,246</b>	<b>74,697</b>	<b>116,857</b>	<b>113,604</b>	<b>54,156</b>	<b>195,441</b>	<b>158,386</b>	<b>140,033</b>	<b>189,386</b>
이익률(%)	21.1	27.4	20.8	28.4	28.6	10.1	26.7	29.4	27.3	26.8

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

## 엔씨소프트 Conference Call 내용

## ■ 연결기준 실적

## 1. 실적요약

- 매출액 : 5,386억원(-26%QoQ, +31%YoY)
- 영업이익 : 2,089.8억원(-13%QoQ, +61%YoY, OPM 39%)
- 세전이익 : 2,164억원(-15%QoQ, +47%YoY)
- 순이익 : 1,584억원(-19%QoQ, +36%YoY, NPM 29%)

## 2-1. 매출구성(게임별)

- 모바일 게임: 3,571억원(-35%QoQ)
- 리니지M 1,599억원(-25%QoQ)
- 리니지2M 1,973억원(-42%QoQ)
- PC온라인 게임 5종 매출 1,037억원(-8.7%QoQ)

## 2-2 매출구성(지역별)

- 2분기 로열티 매출: 623억원(+18%QoQ, 21%YoY)
- : 리니지M 대만 업데이트 효과 및 블레이드앤소울 IP 기반 모바일 게임의 아시아 지역 출시 효과
- 한국 4,276억원 / 북미유럽 241억원 / 일본 151억원 / 대만 95억원
- : 코로나 수혜로 GW2 매출이 증가하면서 북미 유럽 매출이 QoQ +27% 증가

## 3. 비용구성

- 영업비용 : 3,296억원(-33%QoQ, +17% YoY)

## 4. 향후 계획

- 블소2 준비 차질 없이 진행 중, 트릭스터M, 팡야M, H3 등 다채로운 게임 출시전 마무리 단계
- 지역확장도 준비 중. 리니지2M은 하반기 대만 출시를 시작으로 내년까지 서비스 권역 확대를 목표로 하고 있음
- 엔씨 웨스트 '퓨저' 콘솔 게임 사전예약 모집 중
- 차세대 콘솔 및 PC 출시할 프로젝트 TL은 대규모 사내 테스트 예정 중

## ■ Q&A

### 1. 블소2 스타일, 리니지2M과의 차별점. 내부 기대 정도 및 출시 일정 또는 예약가입 일정

- 블소2는 블소 IP 기반이기 때문에 동양 판타지를 배경으로 하고 있음
- 기존 모바일과 다르게 모든 지형을 이동, 탐험할 수 있을 것
- 블소 액션스타일을 모바일에 맞게 쉬운 조작으로 해석했음
- 리니지보다 젊은 20, 30대 확보하려 하고 있음
- 라이트~미드 유저 타겟하고 이에 따른 BM 고려 중
- 블소2 연내 출시는 기존 공유했던 대로 진행 중. 출시 일정은 내부적, 전략적으로 논의 진행 중
- 사업부 쪽에서 조만간 공식행사를 통해서 발표할 것

### 2. 리니지M의 3주년 업데이트로 1등까지 올라갔음. 3분기 이후 매출 전망

- 리니지M은 유저 지표와 매출 모두 2분기보다 눈에 띄게 상승했음
- 3주년 업데이트로 신규 서버 등도 했는데 다 좋은 반응 얻고 있음
- 3분기 현재까지는 2분기보다는 반등된 매출을 보여줄 것으로 예상
- 반등 모습 유지하기 위해 지속적 업데이트 해나갈 것

### 3. 매출변동비와 기타를 합친 이유가 있는지, 또한 지급수수료 회계기준 변경이 있는지

- 매출변동비를 세분화되어 있었는데 유통 수수료 외 기타는 미미해서 합쳤음.
- 지급수수료는 유통수수료 외 다른 지급 수수료가 포함. 당분기 유통수수료의 다른 지급수수료가 감소했음
- 향후에도 매출과 지급수수료의 차이가 있을 수 있을 것

### 4. 리니지2M이 리니지M보다 하락속도가 완만하다고 설명했는데 이러한 시각에 대한 변화가 있는지, 하반기 전망

- 리니지2M은 11월 출시 1분기까지 리니지M대비 높은 실적을 보였음
- 이러한 실적 유지될 수 있도록 노력했음
- 2분기는 3분기 대규모 업데이트를 앞두고 사업 강도 낮췄음.
- 매출 감소하여 초기 좋았던 실적 대비 낮아 보이지만, 리니지M과 출시 이후 기간 비교할 때 감소폭 비슷
- 향후 공성전 및 4분기 1주년 업데이트 계획 중이기 때문에 현재는 매출 안정화 후 4분기 매출 반등 기대

### 5. 블소2 흥행 시 아이온2, 프로젝트 TL 등 내년 신작 출시에 영향 줄 수 있는지

- 블소2 흥행 여부에 따라 출시 영향이 있진 않을 것
- 다만, 회사 차원에서 동시에 2개 출시할 수 없기 때문에 자연스러운 출시 간격이 있을 것.
- 하지만 흥행여부와는 관계없을 것
- 또한 다른 플랫폼, 다른 장르는 특히 올해 흥행과는 관계없이 계획대로 추진될 것

### 6. 하반기 마케팅비 예산 가이드

- 상반기 마케팅 비중은 작년 연간 비중 대비 감소했음. 이러한 점에서 하반기 늘어난다는 것
- 연간으로 봤을 때는 작년 마케팅비 안에서 컨트롤할 수 있을 것

## 7. 리니지2M 대만 외 해외 진출은 내년 상반기로 기대해야 하는지. 아이온 모바일, 프로젝트TL 같은 게임은 해외를 염두해두고 개발하고 있는지

- 리니지2M의 경우 현재 대만 지역만 확정. 하반기 대규모 업데이트 준비와 대만 출시 준비에 집중
- 나머지 지역 출시 준비는 시간을 두고 구체화되면 공유할 것
- 프로젝트TL과 다른 프로젝트 등 대작 게임은 현재 한국 지역만 국한해서 개발하지 않음.
- 한국은 모바일 제외시 PC가 가장 큰 시장, 하지만 서양권은 콘솔이 더 큰 시장.
- 콘솔은 개발부터 UI 등 다양 면에서 고려 할게 많음.
- 진행 중인 프로젝트는 이러한 플랫폼 측면에서 해외 쉽게 접근할 수 있게 고려 중.
- 해외시장에서는 국내와는 달리 알려진 IP라는 장점이 사라지기 때문에 기술, 비주얼 면에서 해외사 대비해서 경쟁력 있고 충분히 플레이 할만한 느낌을 가질 수 있도록 개발 중

## 8. 디렉터스 컷 이벤트가 11월에 있을지, 신작 정보가 있을지

- 현재 특정 행사가 기획되고 있지 않음.
- 3분기말부터 4분기까지 알릴 내용이 많음. 하지만, 작년처럼 할지, 게임별로 할지 등 방식은 정해지지 않음
- 다만, 알려 할 사실은 준비되어 있음.

## 9. 서드 파티 데이터에 따르면 리니지M 7월 매출이 2분기 평균 월매출 대비 30% 이상이라고 나왔는데 이런 트렌드가 맞는지, 8월과 9월의 방향성

- 리니지M의 매출은 상당히 큰폭으로 증가했음. 외부 예측 내용 이상의 상승
- 회사의 관리 능력 및 유저 충성도 고려시 하반기에도 이어나갈 수 있을 것

## 10. 리니지2M 대만 이후 국가 출시 시 대략적인 시차

- 현재 특정 국가 및 시점이 정해진 바가 없음
- 리니지2M 개발 및 사업 팀의 capa가 있음. 내년 상반기에 바로 출시는 어렵지 않을까 생각
- 해외를 우선적으로 보는 게임도 있기 때문에 여러가지 상황을 고려해야 함
- 리니지2M은 대만 출시 시 대만 지사를 통한 직접 서비스로 기존 서드 파티를 통한 출시보다 재무 기여 클 것

## 11. 프로젝트 TL 개발 상황 및 테스트 일정과 플랫폼별 출시 계획

- 프로젝트TL은 코로나19 사태로 외부 대규모 CBT를 하기 어려움.
- 회사 인원 많아져 몇주 이내 대규모 사내 테스트 계획 중. 기존 CBT를 내부에서 하는 것
- 내년 중에 출시될 것으로 확신
- PC버전 내년 먼저 출시 예상. 콘솔은 차세대를 타겟해서 개발하고 있기 때문에 PC와 출시 시점이 차이 날 것

## 12. 아이온2 개발 및 지역별 출시 계획과 기존 PC게임과 차별점

- 블소2를 먼저 출시하기로 결정했기 때문에 아이온2는 폴리싱 작업 중
- 현재 정해지지 않았지만 내년 중으로는 출시 가능할 것
- PC아이온과는 느낌, 테마가 공유되는 정도. 아이온 테마의 거의 새로운 게임으로 생각할 수 있음

**13. 해외진출 전략 관련 대작 외에 증장기 성장 전략. 엔씨 웨스트 신규 게임 및 해외지사 확대, IP 확보 계획 등**

- 내부적으로 외부 공유하지 않은 대작 포함 모바일, PC, 콘솔 플랫폼 다양한 장르 개발 중
- 캐시플로우 기반 해외 부분 인수 및 기회도 주시 중
- 국내에서 모든 것을 하기엔 한계가 있기 때문에 연초부터 지사에 투자 및 인큐베이션 조직을 만들고 이를 통해서 적극적으로 미국, 유럽의 투자 기회나 M&A 기회 볼 준비하고 있음
- 즉, 내부적으로 다양한 파이프라인 개발하면서, 본격적으로 해외 M&A 딜 모색 중

**14. 2분기 경쟁심화와 프로모션 축소 중 어떤 부분이 매출 감소에 영향이 컸는지**

- 자연스러운 감소와 경쟁작 출시에 따른 감소 등 영향 내부적으로 테스트했음.
- 출시 초기로 명확하지는 않지만 바람의나라를 제외한 다른 게임은 의미 있는 영향 없었음
- 바람의 나라도 출시된 한주 동안에만 매출 감소 영향 컸음
- 리니지2M만 어느정도 영향 받았으나 현재 반등 보여주고 있음
- 리니지M은 영향 없었음. 업데이트 이후 반등 있었음

**15. 현재까지 리니지M와 리니지2M 유저지표 추이**

- 2분기 전반적으로 둘다 안정적 하향 추세였음
- 2분기 말 3분기 현재 리니지M은 상승을 많이 보였음.
- 리니지2M은 하락추세는 없어지고 안정적인 수준. 월초 효과도 있기 때문에 지속적으로 모니터링 해야겠지만 안정적으로 유저 지표 가져가려 하고 있음.



추정 재무제표

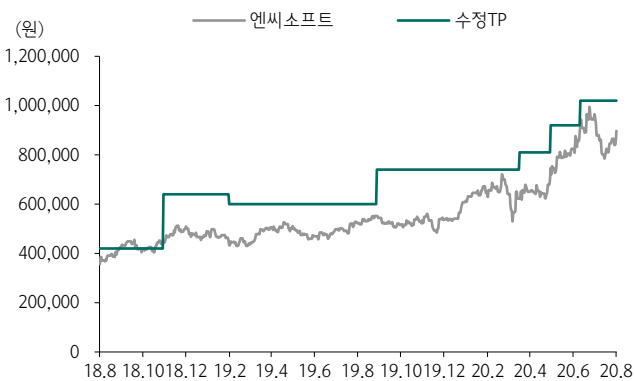
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715.1	1,701.2	2,489.8	3,293.4	3,785.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,489.8	3,293.4	3,785.2
판관비	1,100.2	1,222.2	1,626.7	1,956.7	2,295.1
영업이익	614.9	479.0	863.1	1,336.8	1,490.1
금융손익	25.6	38.2	23.1	20.0	20.0
중속/관계기업손익	(2.4)	(19.3)	(0.5)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.7)	(1.7)	20.9	0.0	0.0
세전이익	637.3	496.2	906.6	1,356.8	1,510.1
법인세	215.9	137.0	223.3	328.3	365.4
계속사업이익	421.5	359.2	683.2	1,028.4	1,144.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	421.5	359.2	683.2	1,028.4	1,144.6
비지배주주지분 순이익	3.3	1.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	418.2	358.2	683.3	1,028.5	1,144.7
지배주주지분포괄이익	76.8	262.7	689.0	1,026.9	1,142.9
NOPAT	406.6	346.7	650.5	1,013.3	1,129.5
EBITDA	642.8	531.5	918.5	1,383.0	1,528.7
성장성(%)					
매출액증가율	(2.5)	(0.8)	46.4	32.3	14.9
NOPAT증가율	(4.5)	(14.7)	87.6	55.8	11.5
EBITDA증가율	4.5	(17.3)	72.8	50.6	10.5
영업이익증가율	5.1	(22.1)	80.2	54.9	11.5
(지배주주)순이익증가율	(5.2)	(14.3)	90.8	50.5	11.3
EPS증가율	(5.2)	(14.4)	90.7	50.5	11.3
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	37.5	31.2	36.9	42.0	40.4
영업이익률	35.9	28.2	34.7	40.6	39.4
계속사업이익률	24.6	21.1	27.4	31.2	30.2
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	31,125	46,849	52,143
BPS	127,548	133,449	155,069	197,018	244,262
CFPS	29,813	25,497	42,750	62,995	69,631
EBITDAPS	29,301	24,216	41,839	62,995	69,631
SPS	78,176	77,514	113,409	150,015	172,414
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
주가지표(배)					
PER	24.5	33.1	28.8	19.1	17.2
PBR	3.7	4.1	5.8	4.6	3.7
PCFR	15.6	21.2	21.0	14.2	12.9
EV/EBITDA	15.5	21.2	19.7	12.5	10.7
PSR	6.0	7.0	7.9	6.0	5.2
재무비율(%)					
ROE	16.4	14.7	25.0	29.9	25.9
ROA	12.9	11.4	18.6	22.8	20.5
ROIC	56.0	28.7	50.8	71.5	73.3
부채비율	23.6	33.2	33.8	28.3	24.4
순부채비율	(11.2)	(24.4)	(54.4)	(62.2)	(67.4)
이자보상배율(배)	184.7	56.9	51.5	66.8	74.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,576.4	2,087.9	3,467.0	4,518.9	5,684.8
금융자산	422.1	980.4	1,998.4	2,811.0	3,722.1
현금성자산	185.6	303.4	1,998.4	2,811.0	3,722.1
매출채권 등	179.0	270.6	358.8	417.3	479.6
재고자산	1.0	2.1	2.7	3.2	3.7
기타유동자산	974.3	834.8	1,107.1	1,287.4	1,479.4
비유동자산	1,364.9	1,258.5	530.0	493.1	464.6
투자자산	951.5	746.9	57.8	67.3	77.3
금융자산	1.6	7.4	0.0	0.0	0.0
유형자산	233.9	350.4	307.4	262.2	224.7
무형자산	54.4	49.6	48.5	47.4	46.3
기타비유동자산	125.1	111.6	116.3	116.2	116.3
자산총계	2,941.3	3,346.4	3,997.0	5,012.0	6,149.4
유동부채	473.1	449.8	635.0	720.4	811.3
금융부채	155.1	42.7	52.7	59.5	66.7
매입채무 등	166.3	194.7	311.0	361.7	415.7
기타유동부채	151.7	212.4	271.3	299.2	328.9
비유동부채	89.2	384.4	374.9	383.7	393.0
금융부채	0.0	323.6	320.9	320.9	320.9
기타비유동부채	89.2	60.8	54.0	62.8	72.1
부채총계	562.3	834.2	1,009.9	1,104.1	1,204.4
지배주주지분	2,367.7	2,499.2	2,973.8	3,894.7	4,931.9
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	113.9	113.9	113.9
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	2,851.2	3,772.1	4,809.3
비지배주주지분	11.3	13.0	13.3	13.2	13.1
자본총계	2,379.0	2,512.2	2,987.1	3,907.9	4,945.0
손금유부채	(267.1)	(614.1)	(1,624.8)	(2,430.6)	(3,334.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	557.0	922.8	1,021.5
당기순이익	421.5	359.2	683.2	1,028.4	1,144.6
조정	(13.2)	103.8	76.9	46.2	38.6
감가상각비	27.9	52.5	55.4	46.2	38.6
외환거래손익	(11.5)	(5.6)	(9.6)	0.0	0.0
지분법손익	2.4	19.3	(0.3)	0.0	0.0
기타	(32.0)	37.6	31.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(55.5)	(70.8)	(203.1)	(151.8)	(161.7)
투자활동 현금흐름	68.3	(234.2)	1,231.4	(9.4)	(10.0)
투자자산감소(증가)	385.6	204.5	689.1	(9.4)	(10.0)
유형자산감소(증가)	(25.7)	(50.2)	(9.5)	0.0	0.0
기타	(291.6)	(388.5)	551.8	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(424.4)	(45.7)	(103.8)	(100.8)	(100.3)
금융부채증가(감소)	5.2	211.3	7.3	6.8	7.2
자본증가(감소)	0.0	2.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(274.9)	(135.3)	(3.5)	0.0	0.1
배당지급	(154.7)	(124.6)	(107.6)	(107.6)	(107.6)
현금의 증감	(1.7)	117.9	1,695.0	812.6	911.1
Unlevered CFO	654.1	559.6	938.5	1,383.0	1,528.7
Free Cash Flow	326.1	341.2	547.0	922.8	1,021.5

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.24	BUY	1,020,000		
20.5.13	BUY	920,000	-13.00%	-3.48%
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%
18.8.14	Neutral	420,000	-0.89%	8.33%
18.7.2	Neutral	380,000	-0.73%	3.95%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 8월 12일

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 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 08월 14일 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.