



BUY(Maintain)

목표주가: 1,300,000원

주가(2/5): 976,000원

시가총액: 214,271억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/5)		3,120.63pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	1,008,000 원	530,000원
등락률	-3.2%	84.2%
수익률	절대	상대
	1M	-0.9%
	6M	15.4%
	1Y	45.7%
		4.0%

Company Data

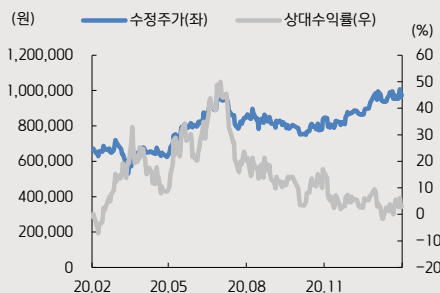
발행주식수	21,954 천주
일평균 거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	50.2%
배당수익률(20E)	0.9%
BPS(20E)	129,166원
주요 주주	김택진 외 9인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,416.8	3,072.9
영업이익	614.9	479.0	825.4	1,252.9
EBITDA	642.8	531.5	909.2	1,341.4
세전이익	637.3	496.2	795.4	1,236.2
순이익	421.5	359.2	581.4	920.9
지배주주지분순이익	418.2	358.2	580.8	920.0
EPS(원)	19,061	16,320	26,457	41,907
증감률(% YoY)	-5.2	-14.4	62.1	58.4
PER(배)	24.5	33.1	35.2	23.3
PBR(배)	4.32	4.75	7.21	6.10
EV/EBITDA(배)	14.0	19.7	21.0	14.3
영업이익률(%)	35.9	28.2	34.2	40.8
ROE(%)	16.4	14.7	21.8	29.0
순차입금비율(%)	-51.1	-56.3	-46.2	-64.4

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

예열이 시작된 엔씨표 IP게임들



엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,613억원(QoQ, -4.1%), 영업이익 1,567억원(QoQ, -28.0%)로 시장기대치를 소폭 하회하는 실적을 기록하였습니다. 매출은 리니지2M의 1주년 프로모션에 힘입어 소폭 감소에 그쳤습니다. 다만, 인센티브 선반영과 일시급 지급으로 비용이 증가하였습니다. 올해 상반기부터 시작되는 출시일정이 크게 변화 되지 않을 것으로 전망되며 장기 성장에 대한 준비도 이루어지고 있어 업종 내 Top Pick을 유지합니다.

>>> 4Q Review: 부진했던 2Q, 업데이트 전 고요함

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,613억원(QoQ, -4.1%), 영업이익 1,567억원(QoQ, -28.0%)로 시장기대치를 소폭 하회하였다. 4Q 리니지2M과 리니지M의 일평균 매출은 각각 23억원과 18억원을 기록하였다. 리니지M의 업데이트 효과가 감소하였지만 안정적으로 유지하였으며 리니지2M은 1주년 프로모션 효과를 나타내면서 QoQ +15.4%증가하였다. 1Q에 지급되는 인센티브의 선반영과 더불어 일시 성과급 지급으로 인건비가 급증하였고 사전예약, 1주년 프로모션 등으로 마케팅비용이 증가함에 따라 3Q대비 영업이익이 크게 감소하였다. 로열티 매출은 기존 모바일게임향 로열티 감소가 있었다.

>>> 큰 변화 없는 출시 일정, 상반기 다채로운 게임출시 이어져
 긍정적인 것은 올해 출시 일정에 큰 변화가 없다는 것이다. 리니지2M의 대만 일본 지역 사전예약이 1월초부터 시작됨에 따라 1Q말에는 출시될 것으로 전망되며 2/9일에 쇼케이스를 진행하는 블소2는 2Q에 출시가 될 것으로 전망된다. 이외 트릭스터M(1Q추정), 프로젝트TL와 아이온2 역시 일정상에 큰 변화가 없다는 점에서 그 동안 기대해왔던 다채로운 신작 출시는 이어질 것으로 기대된다.

더불어 긍정적인 점은 리니지M과 동아시아 지역 외의 진출 시점도 올해 내 이루어질 수 있어 지역확장에 따른 매출 수준 유지가 가능할 것으로 기대된다. 라인업들의 확장 출시시점을 예전보다 빠르게 가져갈 것으로 전망된다.

>>> 21년보다 22년 기대치가 더 크다

본격적인 콘솔기반 게임출시는 2022년이 될 것으로 전망된다. 현재 준비되는 프로젝트들의 콘솔게임 출시를 최신 콘솔 디바이스의 보급에 따라 변동될 것으로 보여 2022년 하반기가 주 시점이 될 것으로 추정된다. 이전까지는 160주 PC방 점유율 1위를 기록했었던 아이온 IP의 모바일버전 아이온2가 큰 성과를 낼 수 있다는 점에서 장기적 성장 기대치도 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 1,300,000원 유지

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	731	539	585.2	561	547	858	817	851	1,701	2,417	3,073
게임 매출액	678	476	526	517	496	798	760	808	1,504	2,198	2,863
리니지	45	34	50	47	43	33	48	45	174	176	169
리니지 2	26	26	26	26	30	29	30	29	94	104	117
아이온	10	8	8	19	7	6	6	13	46	46	32
블레이드앤소울	20	20	17	16	20	20	17	16	84	72	72
길드워 2(확장팩)	13	16	19	14	12	16	19	14	59	61	61
기타(모바일, 신작)	565	373	406	396	385	695	641	692	1,047	1,739	2,412
로열티 매출액	53	62	59	44	51	60	57	42	198	218	210
영업비용	490	330	367	405	397	495	425	503	1,222	1,591	1,820
매출변동비 및 기타	223	139	162	158	154	241	230	239	508	683	865
인건비	212	162	159	185	180	197	159	200	555	718	736
마케팅비	40	13	30	45	46	37	17	44	107	127	144
감가상각비	15	16	16	17	17	18	19	20	52	64	75
영업이익	241	209	218	157	150	363	392	348	479	825	1,253
영업이익률	33%	39%	37%	28%	27%	42%	48%	41%	28%	34%	41%
YOY											
매출액	104%	31%	47%	5%	-25%	59%	40%	52%	-1%	42%	27%
영업비용	75%	17%	37%	3%	-19%	50%	16%	24%	11%	30%	14%
영업이익	204%	61%	69%	11%	-38%	74%	80%	122%	-22%	72%	52%

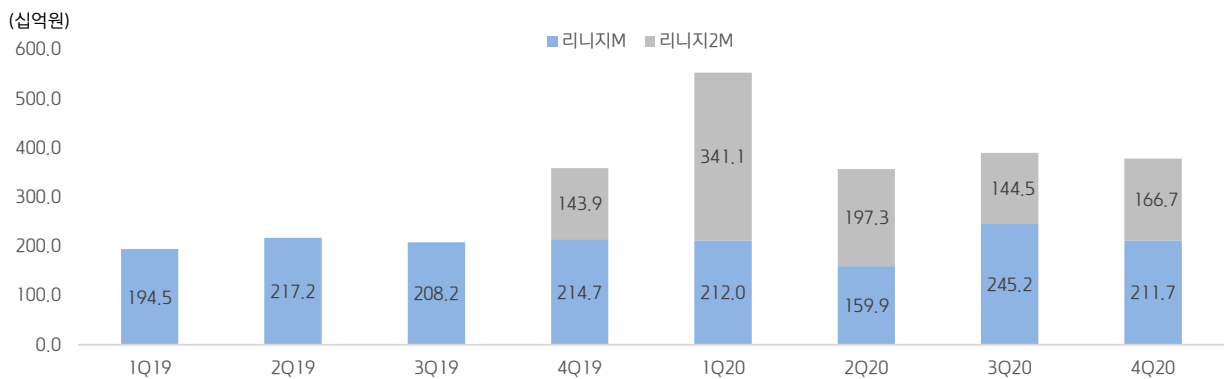
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	1Q, 일본, 대만 지역
블소 2	Mobile	MMORPG	상반기
트릭스터 M	Mobile	Light MMORPG	1Q
프로젝트 TL	PC/Consol	MMORPG	2021년 출시
아이온 2	Mobile	MMORPG	2021년 출시

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

리니지M, 리니지2M 분기별 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,416.8	3,072.9	3,880.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,416.8	3,072.9	3,880.4
판매비	1,100.2	1,222.2	1,591.4	1,820.0	2,161.3
영업이익	614.9	479.0	825.4	1,252.9	1,719.1
EBITDA	642.8	531.5	909.2	1,341.4	1,784.4
영업외손익	22.4	17.2	-30.0	-16.7	-1.0
이자수익	29.3	33.6	27.4	42.7	58.4
이자비용	3.3	8.4	9.9	9.9	9.9
외환관련이익	28.0	38.3	23.9	23.9	23.9
외환관련손실	12.0	16.5	38.1	38.1	38.1
종속 및 관계기업손익	-2.4	-19.3	-5.5	-5.5	-5.5
기타	-17.2	-10.5	-27.8	-29.8	-29.8
법인세차감전이익	637.3	496.2	795.4	1,236.2	1,718.1
법인세비용	215.9	137.0	214.0	315.2	438.1
계속사업순이익	421.5	359.2	581.4	920.9	1,280.0
당기순이익	421.5	359.2	581.4	920.9	1,280.0
지배주주순이익	418.2	358.2	580.8	920.0	1,278.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.5	-0.8	42.1	27.1	26.3
영업이익 증감율	5.1	-22.1	72.3	51.8	37.2
EBITDA 증감율	4.5	-17.3	71.1	47.5	33.0
지배주주순이익 증감율	-5.2	-14.3	62.1	58.4	39.0
EPS 증감율	-5.2	-14.4	62.1	58.4	39.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	35.9	28.2	34.2	40.8	44.3
EBITDA Margin(%)	37.5	31.2	37.6	43.7	46.0
지배주주순이익률(%)	24.4	21.1	24.0	29.9	33.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,148.6	3,215.6	4,336.7
현금 및 현금성자산	185.6	303.4	22.7	723.8	1,415.6
단기금융자산	1,184.6	1,468.8	1,689.1	1,942.4	2,233.8
매출채권 및 기타채권	179.0	270.6	384.4	488.7	617.1
재고자산	1.0	2.1	2.9	3.7	4.7
기타유동자산	26.2	43.0	49.5	57.0	65.5
비유동자산	1,364.9	1,258.5	1,637.4	1,273.1	1,217.0
투자자산	949.9	744.2	1,038.4	762.6	771.8
유형자산	233.9	350.4	367.9	280.8	216.7
무형자산	54.4	49.6	50.3	48.9	47.7
기타비유동자산	126.7	114.3	180.8	180.8	180.8
자산총계	2,941.3	3,346.4	3,785.9	4,488.7	5,553.7
유동부채	473.1	449.8	509.2	535.3	564.7
매입채무 및 기타채무	166.3	194.7	218.5	244.6	274.0
단기금융부채	155.1	42.7	36.7	36.7	36.7
기타유동부채	151.7	212.4	254.0	254.0	254.0
비유동부채	89.2	384.4	427.4	427.4	427.4
장기금융부채	0.0	315.1	358.1	358.1	358.1
기타비유동부채	89.2	69.3	69.3	69.3	69.3
부채총계	562.3	834.2	936.6	962.8	992.1
지배지분	2,367.7	2,499.2	2,835.7	3,511.4	4,545.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	435.5	435.5	435.5	435.5
기타자본	-428.2	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8
기타포괄손익누계액	188.5	108.4	40.2	-27.9	-96.0
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	2,786.7	3,530.6	4,633.1
비지배지분	11.3	13.0	13.6	14.5	15.8
자본총계	2,379.0	2,512.2	2,849.3	3,525.9	4,561.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	499.9	882.0	1,195.7
당기순이익	421.5	359.2	581.4	920.9	1,280.0
비현금항목의 가감	232.6	200.4	235.5	326.1	410.1
유형자산감가상각비	25.5	51.2	82.5	87.1	64.0
무형자산감가상각비	2.4	1.2	1.3	1.3	1.3
지분법평가손익	-12.3	-19.3	0.0	0.0	0.0
기타	217.0	167.3	151.7	237.7	344.8
영업활동자산부채증감	-55.5	-70.8	-124.4	-86.4	-108.6
매출채권및기타채권의감소	45.3	-106.1	-113.8	-104.3	-128.4
재고자산의감소	-0.5	-1.1	-0.9	-0.8	-1.0
매입채무및기타채무의증가	-0.6	2.8	23.8	26.1	29.4
기타	-99.7	33.6	-33.5	-7.4	-8.6
기타현금흐름	-245.8	-96.6	-192.6	-278.6	-385.8
투자활동 현금흐름	68.3	-234.2	-719.5	-80.5	-403.5
유형자산의 취득	-26.7	-51.0	-100.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.1	-2.8	-2.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	385.5	205.8	-294.2	275.8	-9.2
단기금융자산의감소(증가)	172.3	-284.1	-220.3	-253.4	-291.4
기타	-459.7	-102.9	-103.0	-102.9	-102.9
재무활동 현금흐름	-424.4	-45.7	-96.9	-202.5	-202.5
차입금의 증가(감소)	5.0	105.2	37.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-274.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-154.7	-124.6	-107.6	-176.2	-176.2
기타	-0.1	-26.3	-26.3	-26.3	-26.3
기타현금흐름	1.5	5.5	35.7	102.1	102.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-1.7	117.9	-280.8	701.1	691.8
기초현금 및 현금성자산	187.3	185.6	303.4	22.7	723.8
기말현금 및 현금성자산	185.6	303.4	22.7	723.8	1,415.6

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	26,457	41,907	58,244
BPS	107,923	113,836	129,166	159,945	207,062
CFPS	29,813	25,497	37,210	56,804	76,985
DPS	6,050	5,220	8,550	8,550	8,550
주가배수(배)					
PER	24.5	33.1	35.2	23.3	16.8
PER(최고)	27.1	34.5	37.7		
PER(최저)	17.3	26.0	19.0		
PBR	4.32	4.75	7.21	6.10	4.71
PBR(최고)	4.79	4.95	7.72		
PBR(최저)	3.06	3.73	3.90		
PSR	5.97	6.98	8.46	6.97	5.52
PCFR	15.6	21.2	25.0	17.2	12.7
EV/EBITDA	14.0	19.7	21.0	14.3	10.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.6	30.0	30.3	19.1	13.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
ROA	13.0	11.4	16.3	22.3	25.5
ROE	16.4	14.7	21.8	29.0	31.7
ROIC	200.5	115.1	151.4	199.5	262.2
매출채권회전율	9.0	7.6	7.4	7.0	7.0
재고자산회전율	2,260.8	1,105.6	963.1	918.6	915.8
부채비율	23.6	33.2	32.9	27.3	21.7
순차입금비용	-51.1	-56.3	-46.2	-64.4	-71.3
이자보상배율	184.7	56.9	83.6	126.9	174.2
총차입금	155.1	357.8	394.8	394.8	394.8
순차입금	-1,215.2	-1,414.4	-1,317.0	-2,271.4	-3,254.6
NOPLAT	642.8	531.5	909.2	1,341.4	1,784.4
FCF	237.9	234.6	460.8	935.4	1,237.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 현재 '엔씨소프트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

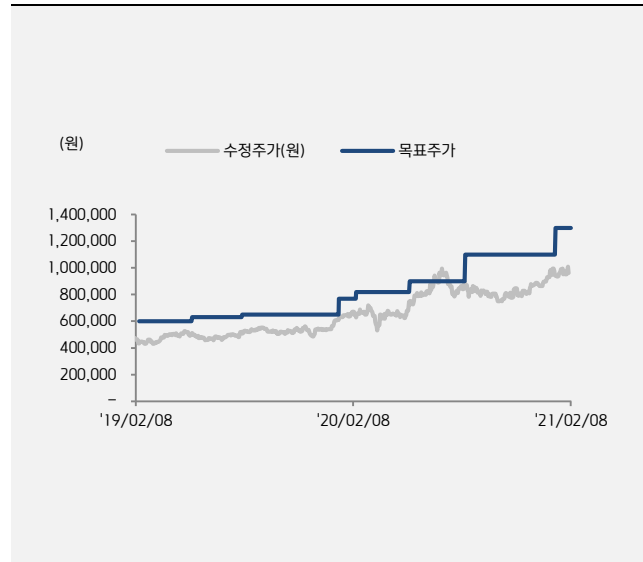
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-25.79	-23.17
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-20.53	-12.33
	2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.98	-18.89
	2019/06/12	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.31	-17.46
	2019/08/05	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-18.03	-15.08
	2019/09/23	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-18.86	-15.08
	2019/11/15	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-17.89	-5.54
	2020/01/15	BUY(Maintain)	770,000	6개월	-16.18	-12.73
	2020/02/13	BUY(Maintain)	820,000	6개월	-21.30	-12.20
	2020/04/07	BUY(Maintain)	820,000	6개월	-20.80	-8.90
	2020/05/13	BUY(Maintain)	900,000	6개월	-5.97	10.56
	2020/08/14	BUY(Maintain)	1,100,000	6개월	-23.52	-20.73
	2020/09/02	BUY(Maintain)	1,100,000	6개월	-26.61	-20.73
	2020/11/08	BUY(Maintain)	1,100,000	6개월	-24.02	-9.55
	2021/01/13	BUY(Maintain)	1,300,000	6개월	-25.91	-22.46
	2021/02/08	BUY(Maintain)	1,300,000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%