

SK COMPANY Analysis



Analyst

이진만

kid_a@skse.co.kr
02-3773-9957**Company Data**

자본금	110 억원
발행주식수	2,195 만주
자사주	135 만주
액면가	500 원
시가총액	214,271 억원
주요주주	
김택진(외9)	12.00%
국민연금공단	11.71%
외국인지분율	50.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(21/02/05)	976,000 원
KOSPI	3,120.63 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	1,008,000 원
52주 최저가	530,000 원
60일 평균 거래대금	1,016 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-5.0%
6개월	15.4%	-14.5%
12개월	48.6%	3.1%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 1,250,000 원(유지))**공격적인 시장 확대 의지 재확인**

- 4Q20 매출액 호조 보였으나 주요 비용 증가로 영업이익은 추정치 소폭 하회
- 리니지 2M 매출 출시 1년만에 처음 큰 폭으로 반등. 안정적인 수준으로 유지 기대
- 올해 주요 신작 3개 출시 및 리니지 2M 해외 출시 예정. 1Q21부터 성장 사이클 돌입
- 내년부터는 개발 중인 대형 콘솔 프로젝트들도 윤곽 드러낼 것. 시장 확대 행보 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 125 만원 유지. 커버리지 대형주 Top Pick 유지

4Q20 매출액 추정치 상회했으나 인건비, 마케팅비용 증가로 영업이익은 하회

4Q20 매출액 5,613 억원(+5.2% YoY, -4.1% QoQ), 영업이익 1,567 억원(+11.0% YoY, -28.0% QoQ) 기록. 리니지 2M 매출이 성공적인 1 주년 업데이트 효과로 출시 후 4 개 분기만에 큰 폭으로 반등했으며, 아이온이 출시 초기 버전의 클래식 서버를 출시하며 매출 반등에 성공해 매출액은 기대치 상회. 하지만 2020년 연간 최대 실적 달성을 이루면서 인한 인센티브와 연말 특별 상여금 지급 영향으로 크게 증가한 인건비와 주요 기존작 연말 대형 업데이트 및 트릭스터 M 사전예약 등으로 전 분기 대비 50% 이상 증가한 마케팅비용 영향으로 영업이익은 추정치 소폭 하회

올해 이후 공격적인 신작 출시 및 시장 확대 예고. 기대되는 향후 행보

동사는 올해 최소 3 개 이상의 주요 신작(트릭스터 M 2 월 말, 블소 2 3 월 말, 아이온 2 연말)을 출시할 예정이며 리니지 2M 의 일본, 대만 출시 또한 임박. 이외에도 자회사 엔트리브소프트의 스포츠 게임 2종 출시가 예정돼 있음. 이처럼 매우 촘촘해진 신작 출시 간격은 리니지 M, 2M 의 성공을 통해 채득한 모바일게임 시장의 문법과 개발, 운영 노하우를 신작에 적극 적용시키며 유저 기반을 빠르게 확대하려는 시도로 해석. 현재 개발 중으로 아직 추정치에는 반영되어 있지 않은 다수의 대형 콘솔 프로젝트들 또한 내년 이후에는 점차 윤곽을 드러내기 시작할 것으로 전망

투자의견 매수, 목표주가 125 만원 유지. 커버리지 대형주 Top Pick 유지

1) 2Q21부터 재개될 또 한번의 성장 사이클, 2) 독보적인 MMORPG 장르에서의 입지, 3) 우수한 개발력을 바탕으로 한 콘솔, 서구권으로의 시장 확대 여지 감안 시 올해 이후 동사의 리레이팅 가능성 높다고 판단. 투자의견 매수, 목표주가 125 만원 유지하며 대형 게임주 Top Pick 유지

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	17,587	17,151	17,012	24,162	32,519	37,493
yoY	%	78.8	-2.5	-0.8	42.0	34.6	15.3
영업이익	억원	5,850	6,149	4,790	8,248	13,533	16,416
yoY	%	78.0	5.1	-22.1	72.2	64.1	21.3
EBITDA	억원	6,150	6,428	5,315	8,895	14,237	17,178
세전이익	억원	6,102	6,374	4,962	8,033	13,814	16,697
순이익(지배주주)	억원	4,410	4,182	3,582	5,874	10,082	12,186
영업이익률%	%	33.3	35.9	28.2	34.1	41.6	43.8
EBITDA%	%	35.0	37.5	31.2	36.8	43.8	45.8
순이익률%	%	25.3	24.6	21.1	24.3	31.0	32.5
EPS(계속사업)	원	20,104	19,061	16,320	26,756	45,924	55,507
PER	배	22.3	24.5	33.2	34.8	21.3	17.6
PBR	배	3.6	4.3	4.8	6.2	4.9	3.7
EV/EBITDA	배	13.7	14.1	19.8	20.9	13.1	10.2
ROE	%	19.1	16.4	14.7	20.4	26.3	24.0
순차입금	억원	-13,944	-12,152	-14,059	-18,747	-28,898	-40,925
부채비율	%	29.2	23.6	33.2	30.9	29.4	24.8

엔씨소프트 4Q20 실적 리뷰

(억원, %, %p)	4Q20P	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	4Q20E	vs. SK추정	4Q20C	vs. 컨센
매출액	5,613	5,338	5.2	5,852	-4.1	5,391	4.1	5,432	3.3
영업이익	1,567	1,412	11.0	2,177	-28.0	1,619	-3.2	1,672	-6.3
OPM	27.9	26.4	1.5	37.2	-9.3	30.0	-2.1	30.8	-2.9
세전이익	1,191	976	22.0	2,122	-43.9	1,564	-23.9	1,649	-27.8
Margin	21.2	18.3	2.9	36.3	-15.1	29.0	-7.8	30.4	-9.1
지배주주순이익	806	542	48.6	1,532	-47.4	1,141	-29.4	1,254	-35.7
Margin	14.4	10.2	4.2	26.2	-11.8	21.2	-6.8	23.1	-8.7

자료: 엔씨소프트, Quantwise, SK증권

엔씨소프트 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2021E					2022E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	32,457	32,519	0.2	31,962	1.7	35,700	37,493	5.0	36,847	1.8
PC 게임	4,366	4,640	6.3			6,393	6,623	3.6		
모바일게임	25,607	25,309	-1.2			26,574	27,347	2.9		
리니지M	8,428	7,881	-6.5			7,971	7,454	-6.5		
리니지2M	10,238	10,965	7.1			9,116	10,407	14.2		
블소 2	5,545	5,067	-8.6			4,930	4,930	0.0		
아이온 2	620	620	0.0			4,088	4,088	0.0		
기타게임	648	751	15.9			596	1,876	214.7		
로열티	1,835	1,820	-0.8			2,137	2,116	-1.0		
영업비용	18,693	18,986	1.6	18,726	1.4	20,325	21,078	3.7	20,971	0.5
인건비	7,423	7,387	-0.5			7,953	7,915	-0.5		
매출변동비 및 기타	8,996	9,013	0.2			10,073	10,579	5.0		
마케팅비	1,557	1,882	20.9			1,507	1,822	20.9		
D&A	718	704	-2.0			793	762	-3.9		
기타	1,967	1,967	0.0			2,114	2,114	0.0		
영업이익	13,763	13,533	-1.7	13,235	2.2	15,375	16,416	6.8	15,875	3.4
영업이익률	42.4%	41.6%	-0.8%	41.4%	0.2%	43.1%	43.8%	0.7%	43.1%	0.7%
지배주주순이익	10,259	10,083	-1.7	9,892	1.9	11,434	12,187	6.6	12,131	0.5
지배주주순이익률	31.6%	31.0%	-0.6%	30.9%	0.1%	32.0%	32.5%	0.5%	32.9%	-0.4%

자료: 엔씨소프트, Quantwise, SK증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	5,386	5,852	5,613	6,034	9,564	8,325	8,596	17,012	24,162	32,519
PC게임	942	1,207	1,247	1,166	1,135	1,037	1,207	1,213	1,193	1,173	1,135	1,138	4,562	4,592	4,640
리니지	207	501	518	514	448	343	499	468	446	440	434	442	1,741	1,757	1,762
리니지2	216	212	230	278	264	258	263	260	249	247	244	252	936	1,045	991
아이온	123	124	132	81	101	82	85	188	221	190	173	164	460	456	747
블소	233	211	215	180	196	198	172	156	145	144	142	145	839	722	577
길드워2	163	159	151	113	125	156	188	142	132	153	142	135	587	612	562
프로젝트TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모바일게임	1,988	2,238	2,133	3,629	5,532	3,571	3,896	3,784	4,197	7,723	6,570	6,819	9,988	16,784	25,309
리니지M	1,945	2,172	2,082	2,147	2,120	1,599	2,452	2,117	1,966	1,928	2,044	1,943	8,347	8,287	7,881
블소2	0	0	0	1,439	3,411	1,973	1,445	1,667	1,982	3,457	2,870	2,656	1,439	8,496	10,965
아이온2	0	0	0	0	0	0	0	0	125	2,048	1,449	1,445	0	0	5,067
리니지2M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	620	0	0	620
기타게임	84	147	156	101	116	155	160	175	179	205	175	192	487	606	751
로열티	574	516	442	443	528	623	588	441	466	462	445	446	1,975	2,180	1,820
영업비용	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,296	3,675	4,046	4,128	5,203	4,601	5,054	12,222	15,914	18,986
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,591	1,849	1,747	1,948	1,750	1,941	5,551	7,182	7,387
매출변동비 및 기타	653	772	731	1,162	1,765	1,387	1,622	1,582	1,672	2,651	2,307	2,383	3,319	6,356	9,013
마케팅비	190	242	228	413	396	129	297	448	538	430	366	549	1,073	1,270	1,882
D&A	120	130	127	143	148	156	165	167	171	174	178	181	520	637	704
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,090	2,177	1,567	1,906	4,360	3,724	3,543	4,790	8,248	13,533
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	31.6%	45.6%	44.7%	41.2%	28.2%	34.1%	41.6%
EBITDA	915	1,424	1,417	1,554	2,562	2,246	2,341	1,735	2,077	4,535	3,902	3,724	5,310	8,885	14,237
Margin	25.5%	34.7%	35.6%	29.1%	35.0%	41.7%	40.0%	30.9%	34.4%	47.4%	46.9%	43.3%	31.2%	36.8%	43.8%
지배주주순이익	742	1,164	1,133	544	1,955	1,582	1,532	806	1,478	3,269	2,805	2,531	3,583	5,874	10,083
Margin	20.7%	28.3%	28.5%	10.2%	26.7%	29.4%	26.2%	14.4%	24.5%	34.2%	33.7%	29.4%	21.1%	24.3%	31.0%

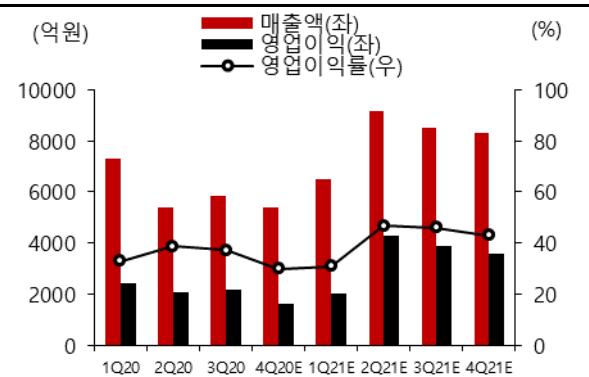
자료: 엔씨소프트, SK증권

엔씨소프트 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역	비고	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21~
리니지	아시아	1998년 출시된 인기 PC MMORPG 게임				연말 대규모 업데이트				
리니지2	아시아, 글로벌	2003년 출시된 리니지2 IP 기반 PC MMORPG				연말 대규모 업데이트				
리니지M	한국, 대만, 일본	인기 PC MMORPG 게임인 리니지의 모바일 버전 ('17년 6월 출시)		4/21 대마법사 조우의각성 업데이트	7/26 출시 3주년 대형 업데이트					
리니지2M	글로벌	리니지2 IP 기반 대형 모바일 MMORPG ('19년 11월 출시)	1/22 상아탑 업데이트	4/29 베오라 업데이트	8/12 공성전 업데이트	11/25~ 1주년 대규모 업데이트	3월 중순 일본, 대만 출시 예상			글로벌 출시 예상
퓨저	북미	북미 법인 통해 음악 게임 개발사 '하모닉스' 가 개발한 Fuser 퍼블리싱				11/10 북미/유럽 출시				
블레이드 엔 소울 2	글로벌	액션 대전 요소 중심 무협풍 PC MMORPG 블레이드 앤 소울의 모바일 차기작					3월 말 국내 출시 예상			
엔트리비소프트 신작 3종	한국	자회사 엔트리비소프트 개발 모바일게임 3 종. 트릭스터M MMORPG, 평야M 골프, H3 야구					2월 말 트릭스터M 출시 예상	모바일 야구 게임 H3 국내 출시 예상	골프 게임 평야M 출시 예상	
아이온2	글로벌	서양풍 PC MMORPG 아이온의 모바일 후속작								12월 말 출시 예상
Project TL	글로벌	리니지를 잇는 차기 MMORPG IP 콘솔+PC 지원 예정 & 국내 및 글로벌 시장 공략			사내 CBT 진행					'22년 초 출 시 예상

자료: 엔씨소프트, SK증권

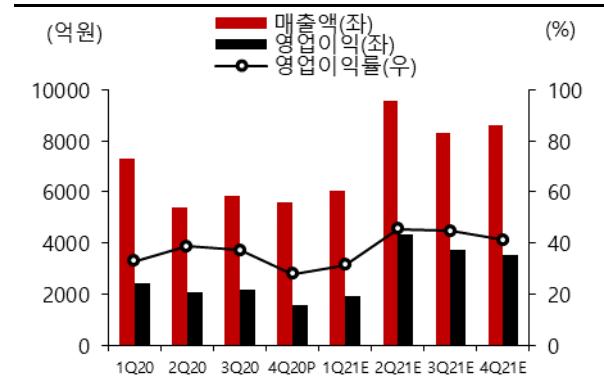
엔씨소프트 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망 (기준)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

주. 기준 - 2021.01.13 / 신규 - 2021.02.08

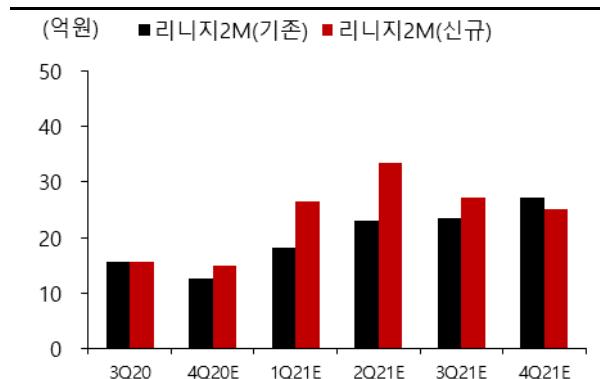
엔씨소프트 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망 (신규)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

주. 기준 - 2021.01.13 / 신규 - 2021.02.08

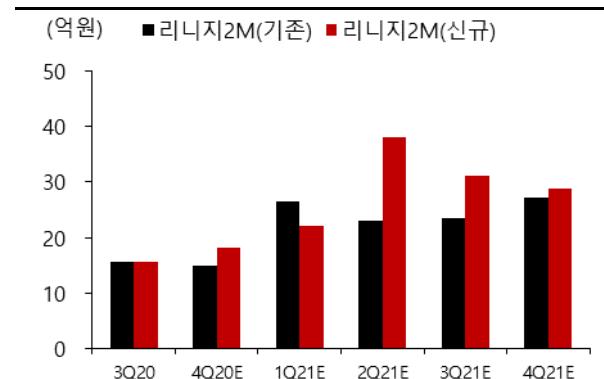
리니지 2M 일매출 추정치 (기준)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

주. 기준 - 2021.01.13 / 신규 - 2021.02.08

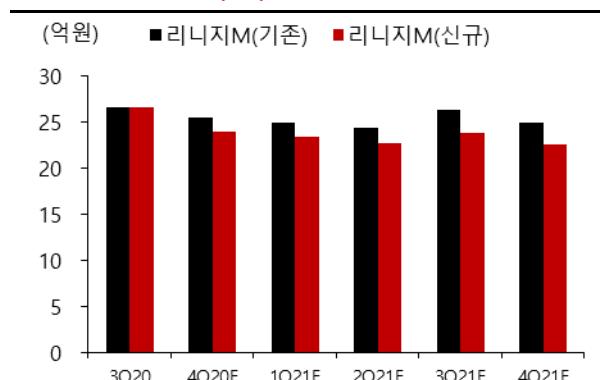
리니지 2M 일매출 추정치 (신규)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

주. 기준 - 2021.01.13 / 신규 - 2021.02.08

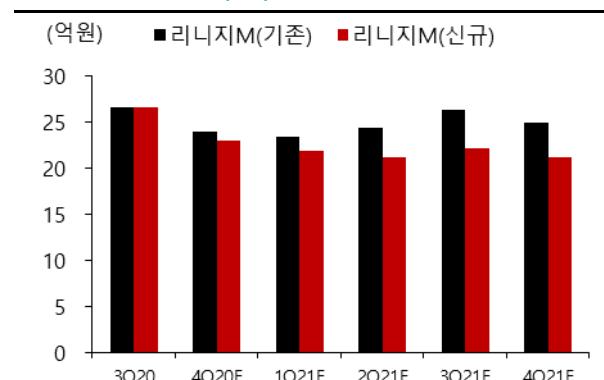
리니지 M 일매출 추정치 (기준)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

주. 기준 - 2021.01.13 / 신규 - 2021.02.08

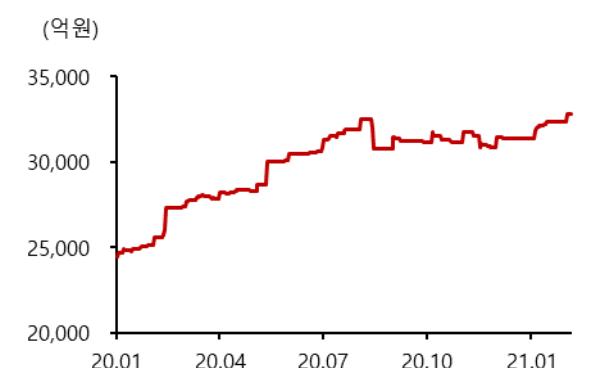
리니지 M 일매출 추정치 (신규)



자료: 엔씨소프트, SK 증권

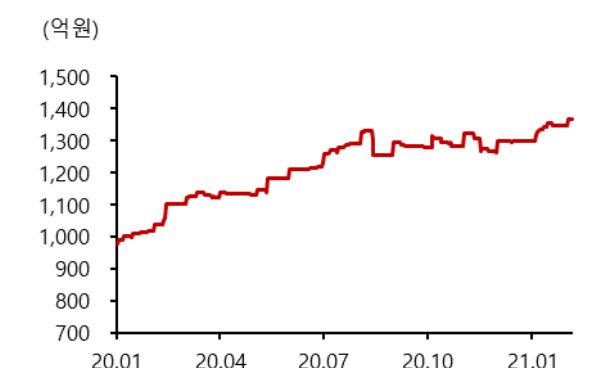
주. 기준 - 2021.01.13 / 신규 - 2021.02.08

엔씨소프트 12 개월 Forward 매출액 컨센서스 변화 추이



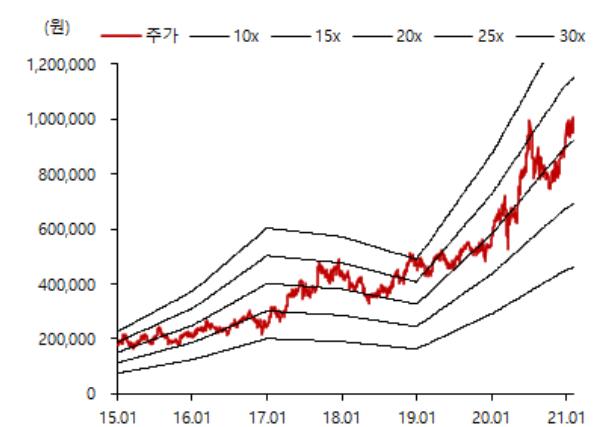
자료: Quantwise, SK 증권

엔씨소프트 12 개월 Forward 영업이익 컨센서스 변화 추이



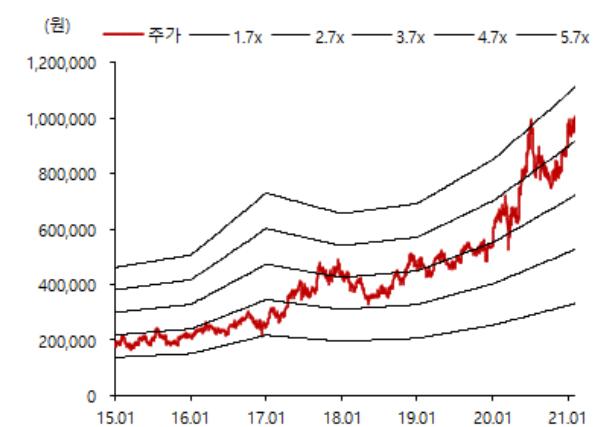
자료: Quantwise, SK 증권

엔씨소프트 12MF PER Band Chart

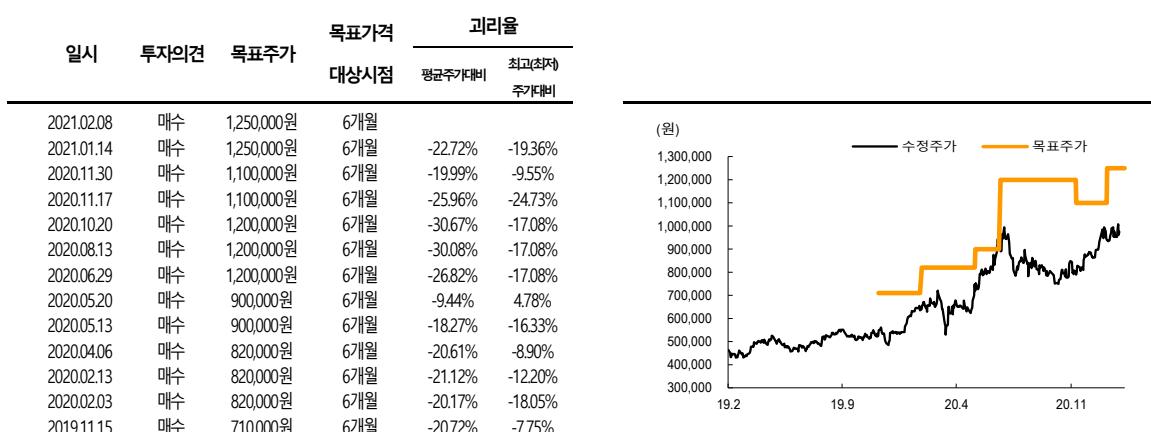


자료: Quantwise, SK 증권

엔씨소프트 12MF PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 2월 8일 기준)

매수	89.34%	중립	10.66%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	15,764	20,879	25,635	37,551	49,813
현금및현금성자산	1,856	3,034	1,985	12,137	24,164
매출채권및기타채권	1,522	2,572	2,704	4,142	4,333
재고자산	10	21	22	33	35
비유동자산	13,649	12,585	17,270	19,441	21,915
장기금융자산	8,993	7,036	11,477	11,477	11,477
유형자산	2,339	3,504	3,608	3,539	3,413
무형자산	544	496	511	526	540
자산총계	29,413	33,464	42,905	56,992	71,727
유동부채	4,731	4,498	4,674	6,949	7,251
단기금융부채	1,551	427	394	394	394
매입채무 및 기타채무	268	497	523	801	838
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	892	3,844	5,464	5,982	7,017
장기금융부채	0	3,236	3,176	3,176	3,176
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	95	104	114	163	174
부채총계	5,623	8,342	10,138	12,931	14,269
지배주주지분	23,677	24,992	32,737	44,025	57,417
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,355	4,334	4,334	4,334
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	28,554	36,874	47,298
비지배주주지분	113	130	30	36	42
자본총계	23,790	25,122	32,767	44,061	57,459
부채와자본총계	29,413	33,464	42,905	56,992	71,727

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	3,177	3,584	6,609	12,168	13,835
당기순이익(손실)	4,215	3,592	5,866	10,084	12,189
비현금성항목등	2,326	2,004	3,321	4,153	4,989
유형자산감가상각비	255	512	636	693	750
무형자산상각비	24	12	11	11	12
기타	360	261	925	324	532
운전자본감소(증가)	-555	-708	-564	868	372
매출채권및여래채권의 감소증가)	453	-1,061	194	-1,437	-191
재고자산감소(증가)	-5	-11	-9	-12	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	28	139	278	37
기타	-997	336	-888	2,039	528
법인세납부	-2,808	-1,304	-2,013	-2,937	-3,715
투자활동현금흐름	1,081	-1,932	-6,161	-167	42
금융자산감소(증가)	1,248	-1,815	-5,690	0	0
유형자산감소(증가)	-257	-502	-624	-624	-624
무형자산감소(증가)	-41	-28	-26	-26	-26
기타	130	413	178	483	691
재무활동현금흐름	-4,290	-529	-1,455	-1,850	-1,850
단기금융부채증가(감소)	50	60	-63	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	992	-221	0	0
자본의증가(감소)	-2,746	21	0	0	0
배당금의 지급	-1,547	-1,246	-1,076	-1,762	-1,762
기타	-46	-356	-96	-88	-88
현금의 증가(감소)	-17	1,179	-1,049	10,152	12,027
기초현금	1,873	1,856	3,034	1,985	12,137
기말현금	1,856	3,034	1,985	12,137	24,164
FCF	2,981	3,382	6,047	10,506	12,172

자료 : 앤씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	17,151	17,012	24,162	32,519	37,493
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,151	17,012	24,162	32,519	37,493
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	11,002	12,222	15,914	18,986	21,078
영업이익	6,149	4,790	8,248	13,533	16,416
영업이익률 (%)	35.9	28.2	34.1	41.6	43.8
비영업손익	224	172	-215	281	281
순금융비용	-260	-252	-284	-382	-590
외환관련손익	159	218	221	223	223
관계기업투자등 관련손익	-24	-193	0	0	0
세전계속사업이익	6,374	4,962	8,033	13,814	16,697
세전계속사업이익률 (%)	37.2	29.2	33.2	42.5	44.5
계속사업법인세	2,159	1,370	2,166	3,730	4,508
계속사업이익	4,215	3,592	5,866	10,084	12,189
증당사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,215	3,592	5,866	10,084	12,189
순이익률 (%)	24.6	21.1	24.3	31.0	32.5
지배주주	4,182	3,582	5,874	10,082	12,186
지배주주귀속 순이익률(%)	24.38	21.05	24.31	31	32.5
비지배주주	33	10	-8	2	3
총포괄이익	801	2,645	8,837	13,055	15,160
지배주주	768	2,627	8,842	13,050	15,154
비지배주주	32	17	-5	6	6
EBITDA	6,428	5,315	8,895	14,237	17,178

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-2.5	-0.8	42.0	34.6	15.3
영업이익	5.1	-22.1	72.2	64.1	21.3
세전계속사업이익	4.4	-22.2	61.9	72.0	20.9
EBITDA	4.5	-17.3	67.4	60.1	20.7
EPS(계속사업)	-5.2	-14.4	64.0	71.6	20.9
수익성 (%)					
ROE	16.4	14.7	20.4	26.3	24.0
ROA	13.0	11.4	15.4	20.2	18.9
EBITDA마진	37.5	31.2	36.8	43.8	45.8
안정성 (%)					
유동비율	333.2	464.2	548.5	540.4	687.0
부채비율	23.6	33.2	30.9	29.4	24.8
순자본금/자기자본	-51.1	-56.0	-57.2	-65.6	-71.2
EBITDA/이자비용(배)	193.0	63.1	100.2	162.2	195.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,061	16,320	26,756	45,924	55,507
BPS	107,923	113,836	149,115	200,532	261,532
CFPS	20,333	18,711	29,702	49,130	58,978
주당 현금배당금	6,050	5,220	8,550	8,550	8,550
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	34.4	37.2	22.0	18.2
PER(최저)	17.4	26.4	19.8	20.4	16.8
PBR(최고)	4.7	4.9	6.7	5.0	3.9
PBR(최저)	3.1	3.8	3.6	4.7	3.6
PCR	22.9	28.9	31.3	19.9	16.6
EV/EBITDA(최고)	15.6	20.6	22.5	13.6	10.6
EV/EBITDA(최저)	9.5	15.2	11.0	12.4	9.6