



**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	197,147 억원
주요주주	
김태진(외8)	11.99%
국민연금공단	11.37%
외국인지분률	51.00%
배당수익률	0.60%

Stock Data	
주가(21/03/29)	898,000 원
KOSPI	3041.01 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	1,038,000 원
52주 최저가	618,000 원
60일 평균 거래대금	1,119 억원



## 엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 1,050,000 원(하향))

### 동시다발적 악재로 블소 2 성과 부담 증가

- 리 2M 해외 매출 부진과 신작 지연, 인건비 증가로 1Q21 실적 기대치 하회 전망
- 리니지 M 문양 룰백 사태로 투자심리 악화, IP 가치의 핵심인 유저 충성도 저하 우려
- 올해 매출액, 영업이익 전망치 2.75 조원, 9,516 억원으로 각각 15%, 30% 하향 조정
- 12MF EPS(41,062 원)에 Target PER 25.5 배 적용해 목표주가 105 만원으로 하향
- 주가 상승 여력 감소로 커버리지 Top Pick 제외. 블소 2, 트릭스터 M 성과 주목 필요

### 해외 매출 부진과 신작 지연, 인건비 증가로 1Q21 실적 컨센서스 미달 전망

1 분기 매출액 5,246 억원(-28.2% YoY, -6.5% QoQ), 영업이익 1,106 억원(-54.2% YoY, -29.4% QoQ) 기록하며 컨센서스 크게 하회 전망. 분기 매출액, 영업이익 추정치 각각 13.1%, 42.0% 하향 조정. 매출 감소의 가장 큰 원인은 1) 3/24 대만, 일본에 동시 출시된 리니지 2M 의 기대 이하 초기 성과와, 2) 3/26 출시 예정이던 트릭스터 M 의 출시가 연기됐기 때문. 비용 측면에서는 1) 1 분기 본사 인원 전원에게 지급된 특별 인센티브 800 만원 영향과, 2) 연내 반영될 임금 인상(개별직군 1,300 만원, 비개별직군 1,000 만원) 영향으로 연간 인건비 기준 대비 총 700 여억원 추가 반영 전망. 위 요소들 반영해 올해 매출액, 영업이익 전망치 2.75 조원, 9,516 억원으로 각각 15%, 30% 하향 조정

### 리니지 M 미흡한 고객 대처로 단기 유저 충성도 및 투자심리 영향 전망

동사는 1/27 리니지 M 의 주요 과금 요소 중 하나인 문양 시스템에 중간 저장 기능을 추가한 업데이트를 실시하였으나, 업데이트 전 고액 과금을 통해 문양을 최종 완성한 유저들의 반발로 2/1 업데이트 이전으로 클라이언트를 업데이트 이전으로 되돌리는 룰백을 실시함. 이후 이 기간에 문양 시스템에 과금한 유저들에 대한 대처가 미흡했던 것으로 알려져 현재 불매 운동, 트럭 시위 등 일부 유저들이 행동에 나서고 있는 상황. 최근 넥슨, 넷마블 등 대형사의 게임 운영에 대한 유저 여론이 악화되며 규제 우려가 증가하고 있는 상황에서 유저 충성도와 단기 투자 심리에 영향 미칠 수 있는 요인이라 판단

### 블소 2 출시 앞두고 악재 발생하며 부담 증가. 목표주가 105 만원으로 하향

올해 동사의 가장 중요한 신작인 블소 2 출시를 앞두고 실적, 게임 운영 측면에서 악재가 동시다발적으로 발생해 실적 전망치 하향 조정. 메인 IP 의 유저 충성도 하락 우려 등 고려해 적용 멀티플 또한 25.5 배로 소폭 하향. 목표주가 105 만원으로 하향하며 커버리지 Top Pick 제외. 블소 2, 트릭스터 M 성과에 따라 주가 회복 여부 결정 전망

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	억원	17,587	17,151	17,012	24,162	27,544	35,097
yoY	%	78.8	-2.5	-0.8	42.0	14.0	27.4
영업이익	억원	5,850	6,149	4,790	8,248	9,516	14,140
yoY	%	78.0	5.1	-22.1	72.2	15.4	48.6
EBITDA	억원	6,150	6,428	5,315	8,906	10,220	14,902
세전이익	억원	6,102	6,374	4,962	8,033	9,724	14,348
순이익(자배주주)	억원	4,410	4,182	3,582	5,874	7,097	10,472
영업이익률%	%	33.3	35.9	28.2	34.1	34.6	40.3
EBITDA%	%	35.0	37.5	31.2	36.9	37.1	42.5
순이익률	%	25.3	24.6	21.1	24.3	25.8	29.8
EPS(계속사업)	원	20,104	19,061	16,320	26,756	32,328	47,700
PER	배	22.3	24.5	33.2	34.8	27.8	18.8
PBR	배	3.6	4.3	4.8	6.5	5.1	4.0
EV/EBITDA	배	13.7	14.1	19.8	21.0	16.9	11.0
ROE	%	19.1	16.4	14.7	20.8	20.3	24.0
순차입금	억원	-13,944	-12,152	-14,059	-17,757	-24,253	-33,955
부채비율	%	29.2	23.6	33.2	29.8	30.1	26.1

## 엔씨소프트 1Q21 실적 전망

(억원 % %p)	1Q21E	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	1Q21C	vs.컨센
매출액	5,246	7,311	-28.2	5,613	-6.5	5,874	-10.7
영업이익	1,106	2,414	-54.2	1,567	-29.4	1,755	-37.0
OPM	21.1	33.0	-11.9	27.9	-6.8	29.9	-8.8
세전이익	1,225	2,556	-52.1	1,191	2.9	1,695	-27.7
Margin	23.3	35.0	-11.6	21.2	2.1	28.9	-5.5
지배주주순이익	894	1,955	-54.3	806	10.9	1,344	-33.5
Margin	17.0	26.7	-9.7	14.4	2.7	22.9	-5.8

자료: 엔씨소프트, Quantiwise, SK증권

## 엔씨소프트 실적 추정치 변경

(억원 % %p)	1Q21E					2021E				
	기준	변경 후	차이	컨센서스	차이	기준	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	6,034	5,246	-13.1	5,613	-6.5	32,519	27,544	-15.3	31,954	-13.8
PC 게임	1,193	1,193	0.0			4,640	4,640	0.0		
모바일게임	4,197	3,409	-18.8			25,309	20,334	-19.7		
리니지 M	1,966	1,865	-5.2			7,881	7,255	-7.9		
리니지 2M	1,982	1,544	-22.1			10,965	7,533	-31.3		
블소 2						5,067	4,616	-8.9		
아이온 2						620	300	-51.6		
기타게임	179	179	0.0			751	751	0.0		
로열티	466	466	0.0			1,820	1,820	0.0		
영업비용	4,128	4,140	0.3	4,046	2.3	18,986	18,028	-5.0	19,176	-6.0
인건비	1,747	2,065	18.2			7,387	7,793	5.5		
매출변동비 및 기타	1,672	1,478	-11.6			9,013	7,761	-13.9		
마케팅비	538	426	-20.8			1,882	1,770	-6.0		
D&A	171	171	0.0			704	704	0.0		
기타	493	493	0.0			1,967	1,967	0.0		
영업이익	1,906	1,106	-42.0	1,567	-29.4	13,533	9,516	-29.7	12,778	-25.5
영업이익률	31.6%	21.1%	-10.5%	27.9%	-6.8%	41.6%	34.5%	-7.1%	40.0%	-5.4%
지배주주순이익	1,478	894	-39.5	806	10.9	10,083	7,097	-29.6	9,510	-25.4
지배주주순이익률	24.5%	17.0%	-7.5%	14.4%	2.7%	31.0%	25.8%	-5.2%	29.8%	-4.0%

자료: 엔씨소프트, Quantiwise, SK증권

## 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,588</b>	<b>4,108</b>	<b>3,978</b>	<b>5,338</b>	<b>7,311</b>	<b>5,386</b>	<b>5,852</b>	<b>5,613</b>	<b>5,246</b>	<b>7,197</b>	<b>7,514</b>	<b>7,587</b>	<b>17,012</b>	<b>24,162</b>	<b>27,544</b>
PC 게임	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
프로젝트 TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>모바일게임</b>	<b>1,988</b>	<b>2,238</b>	<b>2,133</b>	<b>3,629</b>	<b>5,532</b>	<b>3,571</b>	<b>3,896</b>	<b>3,784</b>	<b>3,409</b>	<b>5,357</b>	<b>5,758</b>	<b>5,810</b>	<b>9,988</b>	<b>16,784</b>	<b>20,334</b>
리니지M	1,945	2,172	2,082	2,147	2,120	1,599	2,452	2,117	1,865	1,791	1,846	1,754	8,347	8,287	7,255
리니지2M	0	0	0	1,439	3,411	1,973	1,445	1,667	1,544	2,166	1,935	1,889	1,439	8,496	7,533
블소2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,400	1,610	1,606	0	0	4,616
아이온2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0	0	300
<b>기타게임</b>	<b>84</b>	<b>147</b>	<b>156</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>155</b>	<b>160</b>	<b>175</b>	<b>179</b>	<b>205</b>	<b>175</b>	<b>192</b>	<b>487</b>	<b>606</b>	<b>751</b>
<b>로열티</b>	<b>574</b>	<b>516</b>	<b>442</b>	<b>443</b>	<b>528</b>	<b>623</b>	<b>588</b>	<b>441</b>	<b>466</b>	<b>462</b>	<b>445</b>	<b>446</b>	<b>1,975</b>	<b>2,180</b>	<b>1,820</b>
<b>영업비용</b>	<b>2,792</b>	<b>2,814</b>	<b>2,689</b>	<b>3,927</b>	<b>4,897</b>	<b>3,296</b>	<b>3,675</b>	<b>4,046</b>	<b>4,140</b>	<b>4,547</b>	<b>4,535</b>	<b>4,806</b>	<b>12,222</b>	<b>15,914</b>	<b>18,028</b>
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,591	1,849	2,065	1,877	1,842	2,009	5,551	7,182	7,793
매출변동비 및 기타	653	772	731	1,162	1,765	1,387	1,622	1,582	1,478	2,028	2,117	2,138	3,319	6,356	7,761
마케팅비	190	242	228	413	396	129	297	448	426	468	398	478	1,073	1,270	1,770
D&A	120	130	127	143	148	156	165	167	171	174	178	181	520	637	704
<b>영업이익</b>	<b>795</b>	<b>1,294</b>	<b>1,289</b>	<b>1,412</b>	<b>2,414</b>	<b>2,090</b>	<b>2,177</b>	<b>1,567</b>	<b>1,106</b>	<b>2,650</b>	<b>2,979</b>	<b>2,781</b>	<b>4,790</b>	<b>8,248</b>	<b>9,516</b>
영업이익률	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	21.1%	36.8%	39.6%	36.7%	28.2%	34.1%	34.5%
<b>EBITDA</b>	<b>915</b>	<b>1,424</b>	<b>1,417</b>	<b>1,554</b>	<b>2,562</b>	<b>2,246</b>	<b>2,341</b>	<b>1,735</b>	<b>1,277</b>	<b>2,824</b>	<b>3,157</b>	<b>2,963</b>	<b>5,310</b>	<b>8,885</b>	<b>10,220</b>
EBITDA 마진	25.5%	34.7%	35.6%	29.1%	35.0%	41.7%	40.0%	30.9%	24.3%	39.2%	42.0%	39.0%	31.2%	36.8%	37.1%
<b>지배주주순이익</b>	<b>742</b>	<b>1,164</b>	<b>1,133</b>	<b>544</b>	<b>1,955</b>	<b>1,582</b>	<b>1,532</b>	<b>806</b>	<b>894</b>	<b>2,021</b>	<b>2,261</b>	<b>1,921</b>	<b>3,583</b>	<b>5,874</b>	<b>7,097</b>
지배주주순이익률	20.7%	28.3%	28.5%	10.2%	26.7%	29.4%	26.2%	14.4%	17.0%	28.1%	30.1%	25.3%	21.1%	24.3%	25.8%

자료 엔씨소프트, SK 증권

## 엔씨소프트 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
12 개월 Forward 지배주주순이익	9,015	억원	(a): 2Q21~1Q22 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	2,195.4	만주	(b)
12 개월 Forward EPS	41,062	원	(c): (a)/(b)*10,000
목표 PER	25.5	배	(d): Peer 게임 개발사 4 개사* 2021 년 PER 평균 대비 10% 할인
적정 시가총액	229,611	억원	(e): (a)*(d)
적정 주가	1,045,874	원	(f): (c)*(d)
<b>목표 주가</b>	<b>1,050,000</b>	<b>원</b>	
현재 주가(2021.03.29)	834,000	원	
상승 여력	25.9	%	

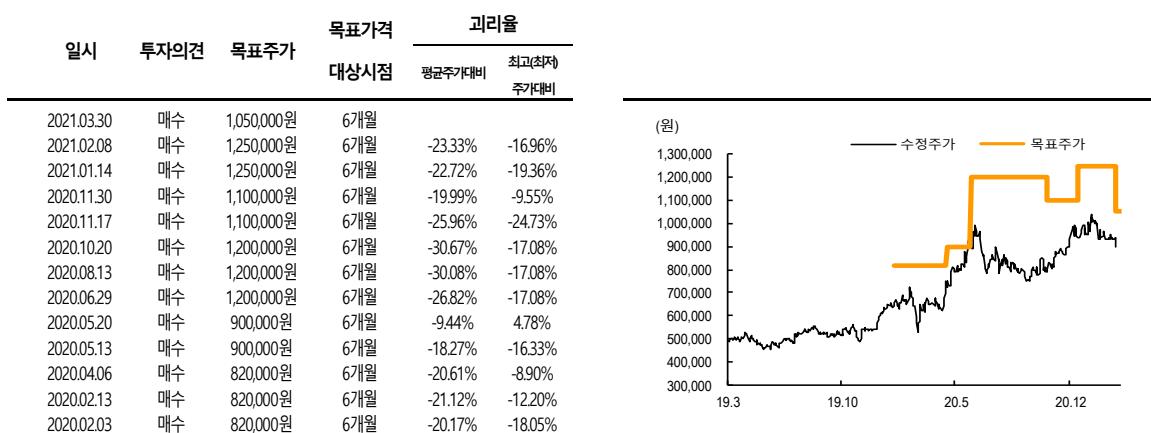
자료: Bloomberg, SK 증권

\*주: Activision Blizzard(25.4 배), Nexon(25.0 배), Tencent(32.8 배), Take-two Interactive(30.0 배)

## 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	3/24 일본, 대만 출시	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					5/6 국내 출시			해외 출시 예상
엔트리브소프트 신작 3종	한국	자회사 엔트리브소프트 개발 모바일게임 3종. 트릭스터 M MMORPG, 팡야 M 골프, H3 야구					4/6 H3 출시 예정	트릭스터M 출시 예상 (지연)	팡야M 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 출시 예상

자료: 엔씨소프트, SK증권



### 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 3월 30일 기준)

매수	90.15%	중립	9.85%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	15,764	20,879	24,444	32,083	42,257
현금및현금성자산	1,856	3,034	1,573	8,069	17,771
매출채권및기타채권	1,522	2,572	2,753	3,722	4,121
재고자산	10	21	7	10	11
<b>비유동자산</b>	13,649	12,585	16,368	17,932	19,260
장기금융자산	8,993	7,036	10,372	10,372	10,372
유형자산	2,339	3,504	3,684	3,613	3,484
무형자산	544	496	497	491	485
<b>자산총계</b>	29,413	33,464	40,812	50,016	61,517
<b>유동부채</b>	4,731	4,498	5,093	6,736	7,415
단기금융부채	1,551	427	422	422	422
매입채무 및 기타채무	268	497	798	1,079	1,195
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	892	3,844	4,272	4,845	5,305
장기금융부채	0	3,236	3,014	3,014	3,014
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	95	104	175	231	257
<b>부채총계</b>	5,623	8,342	9,365	11,581	12,720
<b>자본주주지분</b>	23,677	24,992	31,416	38,398	48,755
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	28,568	33,903	42,613
비지배주주지분	113	130	31	36	43
<b>자본총계</b>	23,790	25,122	31,447	38,434	48,798
<b>부채와자본총계</b>	29,413	33,464	40,812	50,016	61,517

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,177	3,584	6,847	8,594	11,665
당기순이익(순실)	4,215	3,592	5,866	7,099	10,474
비현금성항목등	2,326	2,004	3,170	3,122	4,428
유형자산감가상각비	255	512	648	694	752
무형자산상각비	24	12	10	10	10
기타	360	261	516	74	61
운전자본감소(증가)	-555	-708	-453	568	205
매출채권및기타채권의 감소증가)	453	-1,061	109	-968	-400
재고자산감소증가)	-5	-11	5	-3	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	28	31	281	116
기타	-997	336	-599	1,258	490
법인세납부	-2,808	-1,304	-1,736	-2,194	-3,443
<b>투자활동현금흐름</b>	1,081	-1,932	-6,622	-250	-115
금융자산증가(증가)	1,248	-1,815	-5,996	0	0
유형자산증가(증가)	-257	-502	-622	-622	-622
무형자산증가(증가)	-41	-28	-4	-4	-4
기타	130	413	1	377	511
<b>재무활동현금흐름</b>	-4,290	-529	-1,578	-1,848	-1,848
단기금융부채증가(감소)	50	60	-62	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	796	-339	0	0
자본의증가(감소)	-2,746	21	0	0	0
배당금의 지급	-1,547	-1,246	-1,076	-1,762	-1,762
기타	-46	-160	-101	-86	-86
현금의 증가(감소)	-17	1,179	-1,462	6,496	9,702
기초현금	1,873	1,856	3,034	1,573	8,069
기밀현금	1,856	3,034	1,573	8,069	17,771
FCF	2,981	3,382	6,787	7,642	10,713

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	17,151	17,012	24,162	27,544	35,097
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	17,151	17,012	24,162	27,544	35,097
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	11,002	12,222	15,914	18,028	20,957
<b>영업이익</b>	6,149	4,790	8,248	9,516	14,140
영업이익률 (%)	35.9	28.2	34.1	34.6	40.3
<b>비영업손익</b>	224	172	-215	208	208
순금융비용	-260	-252	-238	-278	-412
외환관련손익	159	218	-142	-144	-144
관계기업투자등 관련손익	-24	-193	-56	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	6,374	4,962	8,033	9,724	14,348
세전계속사업이익률 (%)	37.2	39.2	33.2	35.3	40.9
<b>계속사업법인세</b>	2,159	1,370	2,166	2,626	3,874
<b>계속사업이익</b>	4,215	3,592	5,866	7,099	10,474
증당사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	4,215	3,592	5,866	7,099	10,474
순이익률 (%)	24.6	21.1	24.3	25.8	29.8
지배주주	4,182	3,582	5,874	7,097	10,472
지배주주귀속 순이익률(%)	24.38	21.05	24.31	25.77	29.84
비지배주주	33	10	-8	2	2
총포괄이익	801	2,645	7,517	8,750	12,125
지배주주	768	2,627	7,521	8,744	12,119
비지배주주	32	17	-4	5	6
<b>EBITDA</b>	6,428	5,315	8,906	10,220	14,902

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-2.5	-0.8	42.0	14.0	27.4
영업이익	5.1	-22.1	72.2	15.4	48.6
세전계속사업이익	4.4	-22.2	61.9	21.1	47.6
EBITDA	4.5	-17.3	67.6	14.8	45.8
EPS(계속사업)	-5.2	-14.4	64.0	20.8	47.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.4	14.7	20.8	20.3	24.0
ROA	13.0	11.4	15.8	15.6	18.8
EBITDA마진	37.5	31.2	36.9	37.1	42.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	333.2	464.2	479.9	476.3	569.9
부채비율	23.6	33.2	29.8	30.1	26.1
순자본금/자기자본	-51.1	-56.0	-56.5	-63.1	-69.6
EBITDA/이자비용(배)	193.0	63.1	99.2	119.0	173.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	19,061	16,320	26,756	32,328	47,700
BPS	107,923	113,836	143,098	174,902	222,078
CFPS	20,333	18,711	29,753	35,534	51,171
주당 현금배당금	6,050	5,220	8,550	8,550	8,550
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	26.9	34.4	37.2	32.1	21.8
PER(최저)	17.4	26.4	19.8	27.8	18.8
PBR(최고)	4.7	4.9	7.0	5.9	4.7
PBR(최저)	3.1	3.8	3.7	5.1	4.0
PCR	22.9	28.9	31.3	25.3	17.6
EV/EBITDA(최고)	15.6	20.6	22.6	19.9	13.0
EV/EBITDA(최저)	9.5	15.2	11.1	16.9	11.0