



### BUY(Maintain)

목표주가: 1,300,000원

주가(8/11): 790,000원

시가총액: 173,437억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준

02) 3787-5155  
dillog10@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (8/11)		3,220.62pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	1,038,000 원	750,000원
등락률	-23.9%	5.3%
수익률	절대	상대
	1M	-1.3%
	6M	-23.1%
	1Y	-9.4%
		-32.3%

#### Company Data

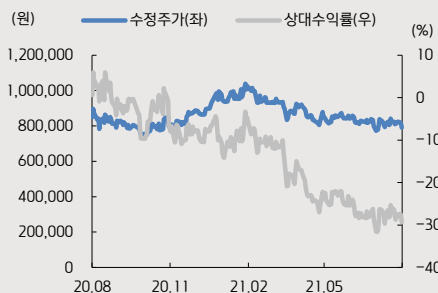
발행주식수	21,954 천주
일평균 거래량(3M)	83천주
외국인 자본율	51.5%
배당수익률(21E)	1.1%
BPS(21E)	160,077원
주요 주주	김택진 외 8인 12.0%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,404.8	3,791.4
영업이익	479.0	824.8	539.3	1,373.4
EBITDA	531.5	890.6	608.5	1,428.4
세전이익	496.2	803.3	514.6	1,362.5
순이익	359.2	586.6	383.4	1,015.1
지배주주지분순이익	358.2	587.4	383.9	1,016.4
EPS(원)	16,320	26,756	17,485	46,298
증감률(% YoY)	-14.4	63.9	-34.7	164.8
PER(배)	33.1	34.8	45.2	17.1
PBR(배)	4.75	6.51	4.94	3.84
EV/EBITDA(배)	19.7	21.0	24.9	9.9
영업이익률(%)	28.2	34.1	22.4	36.2
ROE(%)	14.7	20.8	11.5	25.3
순차입금비율(%)	-56.3	-56.7	-62.0	-70.0

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

#### Price Trend



## 엔씨소프트 (036570)

### 리니지W를 통해 새로운 글로벌BM 공개 예정



엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 5,385억원(QoQ, +5.1%), 영업이익 1,128억원(QoQ, 98.8%)로 시장기대치를 하회하는 실적을 기록하였습니다. 매출은 리니지2M의 해외매출이 온기 반영되었지만 리니지M과 PC의 감소폭이 컸습니다. 리니지W가 올해 글로벌 동시출시를 목표로 새롭게 라인업에 추가되었습니다. 기존 리니지형 콘텐츠 및 BM이 아닌 글로벌 타겟형으로 바뀐 새로운 모델이라는 점에서 8/19일 쇼케이스에 대한 관심이 집중되고 있습니다.

#### >>> 2Q Review: 업데이트 전 고요함+PC의 부진

엔씨소프트의 2Q실적은 매출액 5,385억원(QoQ, +5.1%), 영업이익 1,128억원(QoQ, 98.8%)로 시장기대치를 하회하였다. 리니지2M의 대만,일본 성과가 온기 반영되었지만 리니지M의 일평균 매출이 15억원으로 예상보다 더 감소하였고 PC매출이 1Q대비 감소 폭이 크게 나타났다. 비용적인 측면에서는 1Q에 지급되었던 인센티브 효과가 제거됨에 따라 인건비가 감소하였지만 신작 마케팅, 4주년 사전 프로모션 등으로 마케팅비용이 증가함에 따라 영업이익이 기대치를 하회하였다. 로열티 매출은 기존 모바일게임향 로열티 감소가 있었다.

다만, 3Q는 리니지M의 4주년 업데이트로 2Q대비 크게 반등할 것으로 전망된다. 리니지2M의 매출이 하락하겠지만 블소2의 효과 등으로 실적 개선세가 이어질 것으로 전망된다.

#### >>> 블소2의 8/26일 출시, 리니지W의 연내 출시로 반등 기대

블소2는 사전예약자 746만명을 바탕으로 8/26일에 국내 출시가 진행된다. 경쟁작 오딘의 성과가 굳건한 가운데 블소2에 대한 기대치가 예전보다 높지 않을 수 있지만 무협MMORPG라는 점에서의 특수성도 분명 존재한다. 당사는 초기 한달 간 일매출을 30억원으로 추정하고 있다.

이외 하반기에는 리니지2M의 북미/유럽 출시가 예정되어 있으며 리니지W가 새롭게 라인업에 들어오면서 신작에 대한 기대치가 높아질 것으로 예상된다.

#### >>> 엔씨표 글로벌향 BM/콘텐츠가 공개되는 8/19일

리니지W는 기존 리니지M형 BM/콘텐츠와는 다른 모델이라는 점을 강조하였다. 동아시아 지역에서만 효과가 있었던 기존 모델에서 북미/유럽을 아우르는 모델로 변형한다는 의미로 초고액과금/치열한 경쟁 중심에서 범용성이 높은 콘텐츠/BM으로 변화되는 것으로 추정된다. 글로벌 동시출시라는 점에서 북미/유럽지역에 대한 엔씨표 MMORPG의 공략 방식을 엿볼 수 있을 것이다.

#### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 1,300,000원 유지

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	731	539	585.2	561	512	539	616	738	2,416	2,405	3,791
게임 매출액	678	476	526	517	467	496	574	697	2,198	2,233	3,656
리니지	45	34	50	47	49	36	49	39	176	173	169
리니지 2	26	26	26	26	26	24	28	32	104	110	112
아이온	10	8	8	19	23	20	13	12	46	68	68
블레이드앤소울	20	20	17	16	14	10	10	8	72	42	42
길드워 2(확장팩)	13	16	19	14	16	16	19	10	61	61	69
기타(모바일, 신작)	565	373	406	396	338	390	455	597	1,739	1,780	3,195
로열티 매출액	53	62	59	44	45	43	42	41	218	171	135
영업비용	490	330	367	405	456	426	453	531	1,591	1,866	2,418
매출변동비 및 기타	223	139	162	158	147	161	167	177	683	652	1,059
인건비	212	162	159	185	233	186	206	257	718	882	993
마케팅비	40	13	30	45	55	56	56	70	127	236	248
감가상각비	15	16	16	17	21	24	25	26	64	95	118
영업이익	241	209	218	157	57	113	162	207	825	539	1,373
영업이익률	33%	39%	37%	28%	11%	21%	26%	28%	34%	22%	36%
YOY											
매출액	104%	31%	47%	5%	-30%	0%	5%	31%	42%	0%	58%
영업비용	75%	17%	37%	3%	-7%	29%	23%	31%	30%	17%	30%
영업이익	204%	61%	69%	11%	-77%	-46%	-25%	32%	72%	-35%	155%

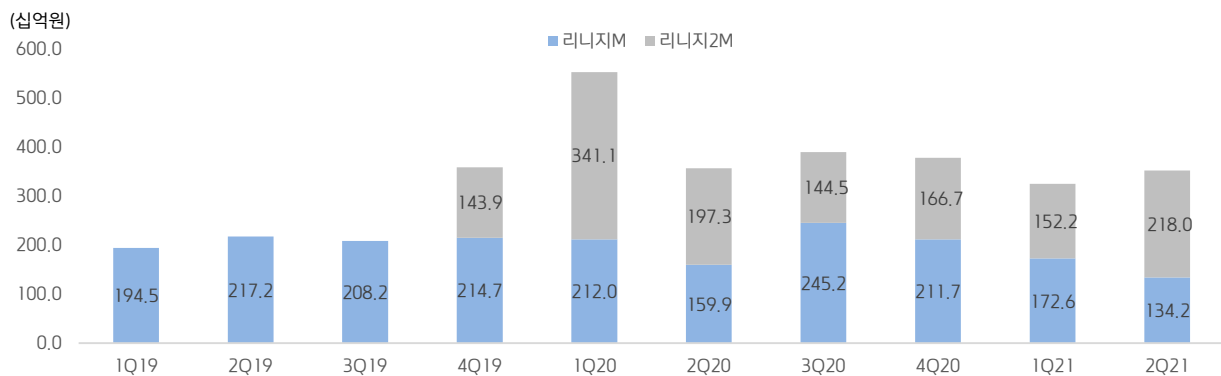
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
블소 2	Mobile	MMORPG	8/26 일
리니지 W	Mobile	MMORPG	연내 글로벌 동시 출시
리니지 2M	Mobile	MMORPG	하반기 북미/유럽
프로젝트 TL	PC/Consol	MMORPG	2022년 출시
아이온 2	Mobile	MMORPG	2022년 출시

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

리니지M, 리니지2M 분기별 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,404.8	3,791.4	4,481.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,404.8	3,791.4	4,481.5
판매비	1,222.2	1,591.4	1,865.5	2,418.0	2,750.0
영업이익	479.0	824.8	539.3	1,373.4	1,731.5
EBITDA	531.5	890.6	608.5	1,428.4	1,775.2
영업외손익	17.2	-21.5	-24.7	-10.9	7.5
이자수익	33.6	32.8	37.1	50.9	69.3
이자비용	8.4	9.0	12.4	12.4	12.4
외환관련이익	38.3	23.9	23.9	23.9	23.9
외환관련손실	16.5	38.1	38.1	38.1	38.1
종속 및 관계기업손익	-19.3	-5.6	-5.6	-5.6	-5.6
기타	-10.5	-25.5	-29.6	-29.6	-29.6
법인세차감전이익	496.2	803.3	514.6	1,362.5	1,739.0
법인세비용	137.0	216.6	131.2	347.4	443.4
계속사업순이익	359.2	586.6	383.4	1,015.1	1,295.5
당기순이익	359.2	586.6	383.4	1,015.1	1,295.5
지배주주순이익	358.2	587.4	383.9	1,016.4	1,297.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.8	42.0	-0.5	57.7	18.2
영업이익 증감율	-22.1	72.2	-34.6	154.7	26.1
EBITDA 증감율	-17.3	67.6	-31.7	134.7	24.3
지배주주순이익 증감율	-14.3	64.0	-34.6	164.8	27.6
EPS 증감율	-14.4	63.9	-34.7	164.8	27.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	28.2	34.1	22.4	36.2	38.6
EBITDA Margin(%)	31.2	36.9	25.3	37.7	39.6
지배주주순이익률(%)	21.1	24.3	16.0	26.8	28.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,942.3	4,037.7	5,417.6
현금 및 현금성자산	303.4	157.3	390.2	1,039.2	1,964.3
단기금융자산	1,468.8	1,962.0	2,256.3	2,594.7	2,983.9
매출채권 및 기타채권	270.6	281.6	252.5	360.2	425.7
재고자산	2.1	0.7	0.7	1.1	1.3
기타유동자산	43.0	42.8	42.6	42.5	42.4
비유동자산	1,258.5	1,636.8	1,847.7	1,822.7	1,809.0
투자자산	744.2	1,093.8	1,123.8	1,153.8	1,183.8
유형자산	350.4	368.4	550.3	496.4	453.6
무형자산	49.6	49.7	48.6	47.6	46.7
기타비유동자산	114.3	124.9	125.0	124.9	124.9
자산총계	3,346.4	4,081.2	4,790.0	5,860.4	7,226.6
유동부채	449.8	509.3	785.1	851.5	933.3
매입채무 및 기타채무	194.7	233.9	287.9	354.4	436.1
단기금융부채	42.7	42.2	142.2	142.2	142.2
기타유동부채	212.4	233.2	355.0	354.9	355.0
비유동부채	384.4	427.2	488.0	488.0	488.0
장기금융부채	315.1	295.4	325.4	325.4	325.4
기타비유동부채	69.3	131.8	162.6	162.6	162.6
부채총계	834.2	936.5	1,273.1	1,339.5	1,421.3
지배지분	2,499.2	3,141.6	3,514.3	4,519.6	5,805.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	435.5	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8
기타포괄손익누계액	108.4	278.2	443.3	608.3	773.4
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,064.4	3,904.7	5,025.8
비지배지분	13.0	3.1	2.6	1.2	-0.5
자본총계	2,512.2	3,144.7	3,516.9	4,520.9	5,805.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	392.2	707.6	674.3	1,014.5	1,341.4
당기순이익	359.2	586.6	383.4	1,015.1	1,295.5
비현금항목의 가감	200.4	317.0	159.7	347.8	414.2
유형자산감가상각비	51.2	64.8	68.1	54.0	42.7
무형자산감가상각비	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
지분법평가손익	-19.3	-6.8	0.0	0.0	0.0
기타	167.3	258.0	90.6	292.8	370.5
영업활동자산부채증감	-70.8	-45.8	235.8	-41.5	16.2
매출채권및기타채권의감소	-106.1	10.9	29.1	-107.7	-65.6
재고자산의감소	-1.1	0.5	0.0	-0.4	-0.2
매입채무및기타채무의증가	2.8	3.1	54.0	66.4	81.8
기타	33.6	-60.3	152.7	0.2	0.2
기타현금흐름	-96.6	-150.2	-104.6	-306.9	-384.5
투자활동 현금흐름	-234.2	-695.6	-364.3	-158.5	-209.2
유형자산의 취득	-51.0	-64.4	-250.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.8	2.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.8	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	205.8	-349.6	-30.0	-30.0	-30.0
단기금융자산의감소(증가)	-284.1	-493.2	-294.3	-338.4	-389.2
기타	-102.9	209.8	210.0	209.9	210.0
재무활동 현금흐름	-45.7	-159.3	-91.7	-221.7	-221.7
차입금의 증가(감소)	105.2	-6.2	130.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-124.6	-107.6	-176.2	-176.2	-176.2
기타	-26.3	-45.5	-45.5	-45.5	-45.5
기타현금흐름	5.5	1.1	14.7	14.7	14.7
현금 및 현금성자산의 순증가	117.9	-146.2	232.9	649.0	925.1
기초현금 및 현금성자산	185.6	303.4	157.3	390.2	1,039.2
기말현금 및 현금성자산	303.4	157.3	390.2	1,039.2	1,964.3

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	16,320	26,756	17,485	46,298	59,091
BPS	113,836	143,098	160,077	205,869	264,454
CFPS	25,497	41,161	24,734	62,079	77,878
DPS	5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
주가배수(배)					
PER	33.1	34.8	45.2	17.1	13.4
PER(최고)	34.5	37.3	59.9		
PER(최저)	26.0	18.8	43.8		
PBR	4.75	6.51	4.94	3.84	2.99
PBR(최고)	4.95	6.97	6.55		
PBR(최저)	3.73	3.52	4.78		
PSR	6.98	8.46	7.21	4.57	3.87
PCFR	21.2	22.6	31.9	12.7	10.1
EV/EBITDA	19.7	21.0	24.9	9.9	7.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	30.0	30.0	46.0	17.4	13.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1
ROA	11.4	15.8	8.6	19.1	19.8
ROE	14.7	20.8	11.5	25.3	25.1
ROIC	115.1	202.9	135.8	369.4	536.9
매출채권회전율	7.6	8.8	9.0	12.4	11.4
재고자산회전율	1,105.6	1,733.4	3,373.3	4,137.9	3,663.3
부채비율	33.2	29.8	36.2	29.6	24.5
순차입금비용	-56.3	-56.7	-62.0	-70.0	-77.2
이자보상배율	56.9	91.9	43.4	110.4	139.2
총차입금	357.8	337.5	467.5	467.5	467.5
순차입금	-1,414.4	-1,781.7	-2,178.9	-3,166.4	-4,480.7
NOPLAT	531.5	890.6	608.5	1,428.4	1,775.2
FCF	234.6	602.8	456.8	1,036.7	1,349.9

Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 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

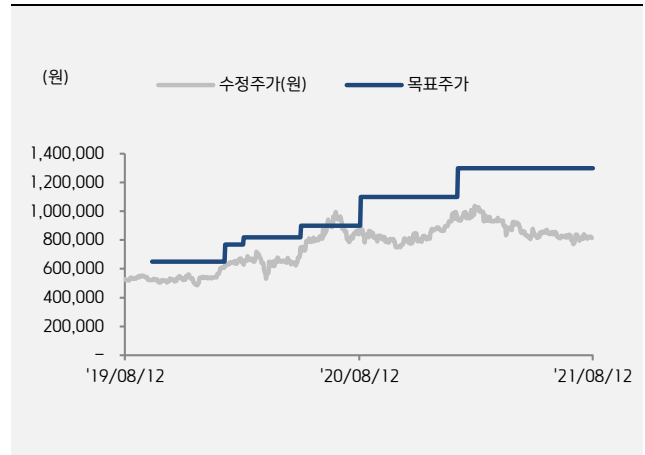
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 사원	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2019/09/23	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-19.62	-15.54
	2019/11/15	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-17.84	-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	-26.63	-20.73
	2020/11/08	BUY(Maintain)	1,100,000	6개월	-24.02	-9.55
	2021/01/13	BUY(Maintain)	1,300,000	6개월	-25.83	-22.46
	2021/02/08	BUY(Maintain)	1,300,000	6개월	-29.12	-20.15
	2021/05/17	BUY(Maintain)	1,300,000	6개월	-31.23	-20.15
	2021/08/12	BUY(Maintain)	1,300,000	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%