



BUY(Maintain)

목표주가: 650,000원

주가(4/8): 458,000원

시가총액: 100,549억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/8)		2,700.39pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	925,000원	424,500원
등락률	-50.5%	7.9%
수익률	절대	상대
1M	6.4%	3.3%
6M	-20.8%	-13.3%
1Y	-49.4%	-41.3%

Company Data

발행주식수		21,954천주
일평균 거래량(3M)		186천주
외국인 지분율		42.1%
배당수익률(22E)		1.3%
BPS(22E)		162,576원
주요 주주	김택진 외 6인	12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,997.9	2,710.4
영업이익	824.8	375.2	667.4	344.8
EBITDA	890.6	468.9	813.6	478.2
세전이익	803.3	491.3	786.7	471.8
순이익	586.6	395.7	570.3	342.1
지배주주지분순이익	587.4	396.9	570.3	342.1
EPS(원)	26,756	18,078	25,978	15,582
증감률(% YoY)	63.9	-32.4	43.7	-40.0
PER(배)	34.8	35.6	17.6	29.4
PBR(배)	6.51	4.48	2.82	2.66
EV/EBITDA(배)	21.0	27.4	10.4	17.3
영업이익률(%)	34.1	16.3	22.3	12.7
ROE(%)	20.8	12.6	17.0	9.3
순차입금비율(%)	-56.7	-40.9	-44.8	-47.0

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

새로운 가능성을 보여준다



동사는 CACCIA(사냥)라는 시네마틱 영상과 해당 영상의 제작 과정을 공개하였다. 해당 영상은 디지털 휴먼, VFX 및 모션 캡처 등 주요 기술이 접목된 높은 수준을 보여주었다. 해당 기술력이 향후 게임 및 유니버스 기반 팬 플랫폼에 적용된다면 기업가치 증가와 메타버스 사업 경쟁력 확보에 긍정적으로 작용할 것이다. 동사에 대한 투자 비중을 순차적으로 증가시킬 초기 시점으로 판단한다.

>>> CACCIA(사냥) 영상, 생동감 있는 퀄리티 시현

CACCIA 영상에서 등장한 주인공은 실제 모델을 3D 스캐닝해 작업한 디지털 휴먼으로, 캐릭터의 다양한 얼굴 표정을 반영하고 모션 캡처 기반의 실제감을 끌어올린 결과물로 평가된다. 감정선이 잘 드러난 주인공 얼굴 표정과 사자와 대치, 전투 및 추격되는 영상에서 몰입감과 긴장감이 넘치는 요소를 잘 반영해 한 편의 시네마틱 영상을 보는 것과 같은 효과를 부여했다.

>>> 언리얼 엔진 및 외부 솔루션 기술이 제작에 활용

CACCIA 영상 제작에 언리얼 엔진 및 다양한 외부 솔루션 기술이 활용되었다. 해당 솔루션과 동사 Visual Tech 실 산하 아티스트 역량이 맞물리면서 영상의 퀄리티가 확보된 것으로 평가한다. 다만 동사가 향후 핵심 사업인 트리플 A급 게임 개발 및 메타버스 사업 경쟁력을 확보하기 위해서는 외부 솔루션 기술을 내재화하거나 관련 부문에 적극적 투자를 할 필요는 명확하며, 향후 동 성과를 지속적으로 축적해 나가야 할 것이다.

>>> 게임 및 메타버스 사업 기대감 순차적 증가 가능

CACCIA 영상에서 보여진 주인공의 생동감과 스토리가 실제 게임에 접목되면 매우 긍정적일 수 있다. 게임사는 스토리를 세계관과 연관시켜 이를 유저들이 관심을 가지게 유도한다. 하지만 많은 유저들이 게임을 플레이할 때 스토리를 스킵하는 이유 중에 하나는 콘텐츠의 몰입감과 실제감이 부족한 것이 한 몫을 한다. 유저가 스토리를 보게 하려면 그에 상응하는 가치를 부여하는 것, 바로 이것이 중요하며 이번 동사의 영상은 그런 가능성을 보여준 의미있는 결과물로 판단한다. 아직은 설부른 판단일 수 있지만 동사 메타버스 사업 경쟁력에 대한 기대감도 순차적으로 가져볼 수 있다고 보여진다. 동사 아티스트 팬 플랫폼인 유니버스에 CACCIA 영상에 적용된 기술 솔루션이 탑재될 수 있으면 메타버스 서비스 경쟁력 관점에서 좋은 반향을 이끌어 낼 것으로 기대한다.

>>> 리니지 틀에서 완전히 벗어난 모습 보여줄 필요

다만 이번 CACCIA 영상은 리니지 검사를 모티브로 하여 제작되었다. 최근에 공개된 TL 및 프로젝트 E 영상에 대한 유저 피드백을 종합해보면 아직 동사가 리니지에서 탈피했다고 평가하기는 어렵다. 이에 동사가 완벽하게 새로운 IP, 게임 및 메타버스 등 차세대 사업에 대한 성과를 지속 보여줄 필요가 있다.

CACCIA 주인공: 베아트릭스



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 주인공: 베아트릭스



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA: 대치 장면



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA: 추격 장면



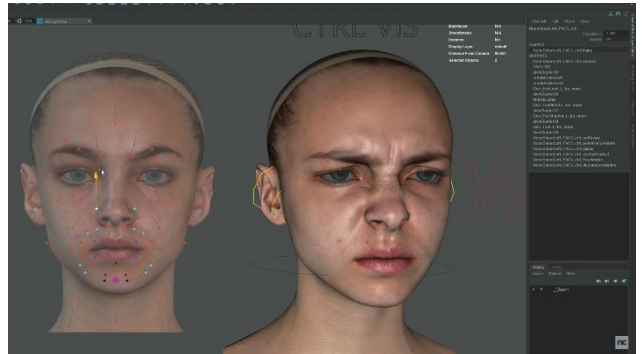
자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 제작 과정: 다양한 캐릭터 표정



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 제작 과정: 캐릭터 표정 변화



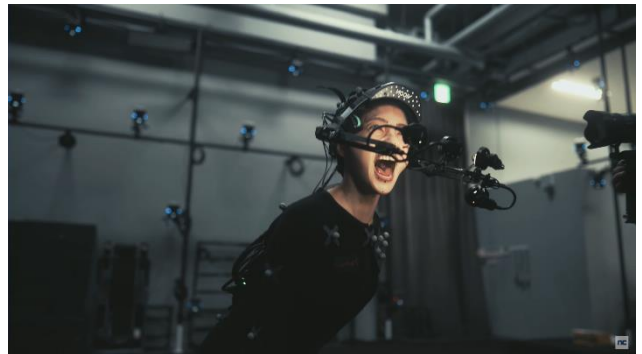
자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA: 베아트릭스 표정



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 제작 과정: 베아트릭스 모션 캡처



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA: 사자 표정



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 제작 과정: 사자 모션 캡처



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 주인공 모션 캡처



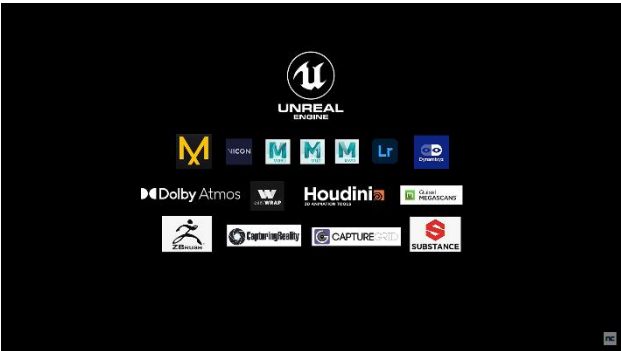
자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 화가 모션 캡처



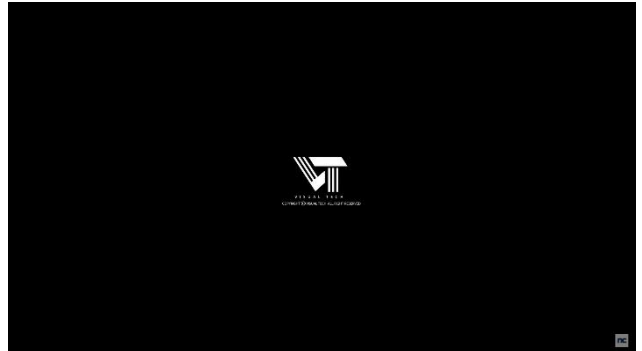
자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 제작에 활용된 외부 솔루션



자료: 엔씨소프트, YouTube

CACCIA 제작: 엔씨소프트 Visual Tech 실



자료: 엔씨소프트, YouTube

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,997.9	2,710.4	2,874.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,997.9	2,710.4	2,874.0
판매비	1,591.4	1,933.6	2,330.5	2,365.6	2,527.8
영업이익	824.8	375.2	667.4	344.8	346.2
EBITDA	890.6	468.9	813.6	478.2	470.4
영업외손익	-21.5	116.1	119.2	127.0	133.9
이자수익	32.8	28.4	32.7	35.2	36.8
이자비용	9.0	13.2	13.2	13.2	13.2
외환관련이익	23.9	35.0	35.0	35.0	35.0
외환관련손실	38.1	23.7	23.7	23.7	23.7
종속 및 관계기업손익	-5.6	15.8	3.5	5.5	7.5
기타	-25.5	73.8	84.9	88.2	91.5
법인세차감전이익	803.3	491.3	786.7	471.8	480.1
법인세비용	216.6	95.6	216.3	129.8	132.0
계속사업손익	586.6	395.7	570.3	342.1	348.1
당기순이익	586.6	395.7	570.3	342.1	348.1
지배주주순이익	587.4	396.9	570.3	342.1	348.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	42.0	-4.4	29.8	-9.6	6.0
영업이익 증감율	72.2	-54.5	77.9	-48.3	0.4
EBITDA 증감율	67.6	-47.4	73.5	-41.2	-1.6
지배주주순이익 증감율	64.0	-32.4	43.7	-40.0	1.8
EPS 증감율	63.9	-32.4	43.7	-40.0	1.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	34.1	16.3	22.3	12.7	12.0
EBITDA Margin(%)	36.9	20.3	27.1	17.6	16.4
지배주주순이익률(%)	24.3	17.2	19.0	12.6	12.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	707.6	391.1	643.8	516.1	439.2
당기순이익	586.6	395.7	570.3	342.1	348.1
비현금항목의 가감	317.0	115.1	247.8	143.9	133.4
유형자산감가상각비	64.8	92.5	145.1	132.4	123.2
무형자산감가상각비	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
지분법평가손익	-6.8	-30.0	-3.5	-5.5	-7.5
기타	258.0	51.3	105.1	16.0	16.8
영업활동자산부채증감	-45.8	35.2	2.3	117.6	45.9
매출채권및기타채권의감소	10.9	-30.4	-47.9	35.9	-20.5
재고자산의감소	0.5	0.0	-1.9	0.8	-0.5
매입채무및기타채무의증가	3.1	0.0	39.5	44.5	50.0
기타	-60.3	65.6	12.6	36.4	16.9
기타현금흐름	-150.2	-154.9	-176.6	-87.5	-88.2
투자활동 현금흐름	-695.6	-188.1	-293.9	-301.3	-309.0
유형자산의 취득	-64.4	-286.6	-200.0	-200.0	-200.0
유형자산의 처분	2.2	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	0.2	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-349.6	-107.6	-48.3	-51.2	-54.2
단기금융자산의감소(증가)	-493.2	155.7	-90.3	-94.8	-99.6
기타	209.8	49.7	49.7	49.7	49.8
재무활동 현금흐름	-159.3	-112.4	-169.3	-172.1	-151.8
차입금의 증가(감소)	-6.2	299.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-185.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-107.6	-176.2	-119.0	-121.8	-101.5
기타	-45.5	-50.3	-50.3	-50.3	-50.3
기타현금흐름	1.1	8.0	41.1	41.0	41.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-146.2	98.7	221.7	83.7	19.3
기초현금 및 현금성자산	303.4	157.3	255.9	477.7	561.4
기말현금 및 현금성자산	157.3	255.9	477.7	561.4	580.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,817.3	2,962.2	3,105.1
현금 및 현금성자산	157.3	255.9	477.7	561.4	580.7
단기금융자산	1,962.0	1,806.2	1,896.6	1,991.4	2,090.9
매출채권 및 기타채권	281.6	326.8	374.7	338.8	359.3
재고자산	0.7	6.4	8.3	7.5	7.9
기타유동자산	42.8	57.3	60.0	63.1	66.3
비유동자산	1,636.8	2,129.3	2,242.7	2,373.8	2,519.2
투자자산	1,093.8	1,201.4	1,253.2	1,309.9	1,371.5
유형자산	368.4	747.3	802.2	869.8	946.6
무형자산	49.7	42.3	46.3	50.3	54.3
기타비유동자산	124.9	138.3	141.0	143.8	146.8
자산총계	4,081.2	4,581.9	5,060.0	5,336.0	5,624.3
유동부채	509.3	663.4	711.2	764.4	823.5
매입채무 및 기타채무	233.9	316.2	355.8	400.2	450.2
단기금융부채	42.2	181.2	181.2	181.2	181.2
기타유동부채	233.2	166.0	174.2	183.0	192.1
비유동부채	427.2	767.3	777.3	787.6	798.4
장기금융부채	295.4	591.6	591.6	591.6	591.6
기타비유동부채	131.8	175.7	185.7	196.0	206.8
부채총계	936.5	1,430.7	1,488.5	1,552.0	1,621.9
지배지분	3,144.7	3,148.8	3,569.2	3,781.6	4,002.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-437.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	278.2	255.8	227.7	199.6	171.5
이익잉여금	2,856.8	3,071.5	3,519.9	3,760.5	4,007.0
비지배지분	3.1	2.4	2.4	2.4	2.4
자본총계	3,144.7	3,151.2	3,571.6	3,784.0	4,002.4
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	25,978	15,582	15,855
BPS	143,098	143,429	162,576	172,252	182,201
CFPS	41,161	23,268	37,263	22,138	21,931
DPS	8,550	5,860	6,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	34.8	35.6	17.6	29.4	28.9
PER(최고)	37.3	58.0	26.5		
PER(최저)	18.8	30.7	16.1		
PBR	6.51	4.48	2.82	2.66	2.51
PBR(최고)	6.97	7.31	4.24		
PBR(최저)	3.52	3.87	2.56		
PSR	8.46	6.11	3.35	3.71	3.50
PCFR	22.6	27.6	12.3	20.7	20.9
EV/EBITDA	21.0	27.4	10.4	17.3	17.3
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.0	30.1	21.4	29.7	29.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.9	1.3	1.1	1.1
ROA	15.8	9.1	11.8	6.6	6.4
ROE	20.8	12.6	17.0	9.3	8.9
ROIC	202.9	52.4	62.7	31.5	31.0
매출채권회전율	8.8	7.6	8.5	7.6	8.2
재고자산회전율	1,733.4	651.1	409.0	343.8	372.6
부채비율	29.8	45.4	41.7	41.0	40.5
순차입금비율	-56.7	-40.9	-44.8	-47.0	-47.4
이자보상배율	91.9	28.5	50.7	26.2	26.3
총차입금	337.5	772.8	772.8	772.8	772.8
순차입금	-1,781.7	-1,289.4	-1,601.4	-1,780.0	-1,898.9
NOPLAT	890.6	468.9	813.6	478.2	470.4
FCF	602.8	118.0	429.0	297.8	218.0

Compliance Notice

- 당사는 4월 8일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

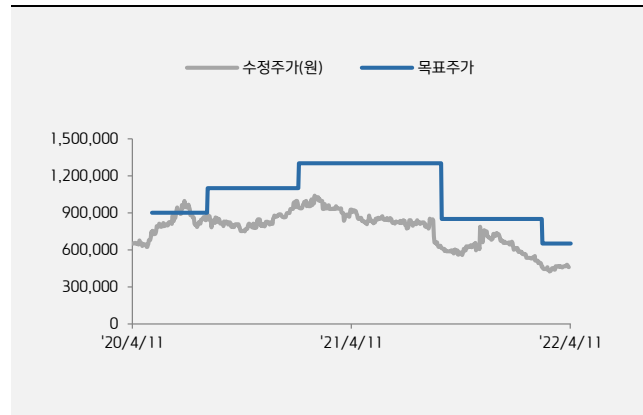
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2020-05-13	Buy(Maintain)	900,000원	6개월	-5.97	10.56
	2020-08-14	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-23.52	-20.73
	2020-09-02	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-26.61	-20.73
	2020-11-18	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-24.02	-9.55
	2021-01-13	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-25.83	-22.46
	2021-02-08	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-29.12	-20.15
	2021-05-17	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-31.23	-20.15
	2021-08-12	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-43.79	-34.38
	2021-09-08	Buy(Maintain)	850,000원	6개월	-27.31	-7.53
	담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	650,000원	6개월	-30.89
	2022-03-24	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-29.98	-26.15
	2022-04-11	Buy(Maintain)	650,000원	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 (2021/04/01~2022/03/31)

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%