



Analyst 이승훈
02)6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	1,250,000원
현재가 (3/15)	930,000원

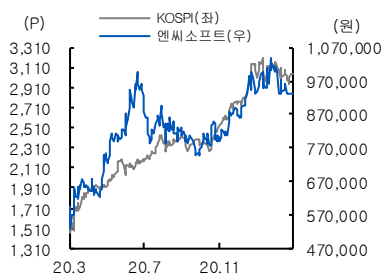
KOSPI (3/15)	3,045.71pt
시가총액	20,417십억원
발행주식수	21,954천주
액면가	500원
52주 최고가	1,038,000원
최저가	530,000원
60일 일평균거래대금	110십억원
외국인 지분율	50.4%
배당수익률 (2020F)	0.9%

주주구성	
김택진 외 8 인	11.99%
국민연금공단	11.37%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-9%	-16%
절대기준	-7%	13%	45%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,250,000	1,250,000	-
EPS(20)	26,756	28,587	▼
EPS(21)	41,955	46,436	▼

엔씨소프트 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

IBKS 디지털뉴딜 시리즈

엔씨소프트 (036570)

해외 진출 성공에 따른 기업가치 상승 전망

해외 및 신작 모멘텀 견고

엔씨소프트는 리니지2M의 해외 진출과 블레이드앤소울2 등 신작 게임 출시로 2분기부터 큰 폭의 실적 개선이 전망됨. 3월24일 일본과 대만에서 리니지2M이 출시되고 3월 26일 티렉스터M이 출시될 예정임. 리니지2 IP 인지도가 이미 일본과 대만에서 높고 1월부터 사전예약 및 프로모션을 진행했기 때문에 출시 초반부터 트래픽이 크게 증가할 것으로 예상됨. 리니지2M이 국내 출시 이후 대규모 업데이트를 통해 안정화되었기 때문에 해외 콘텐츠 공급이 원활할 것으로 판단됨. 한편 블레이드앤소울2는 2월 9일 쇼케이스를 진행한 이후 사전예약자수가 리니지2M보다 빠른 속도로 400만 명을 넘어섰기 때문에 흥행이 기대됨. 블레이드앤소울2는 게임 타겟층이 리니지보다 넓기 때문에 리니지2M에 비해 매출 등락폭이 크지 않을 것으로 추정됨. 리니지2M의 해외 진출 전략을 고려할 때 블레이드앤소울2는 2022년부터 해외 진출 모멘텀을 형성할 것으로 예상됨

규제 리스크로 인한 주가 하락은 매수 기회

확률형 아이템 관련 리스크는 제한적이기 때문에 최근 주가 조정은 매수 기회로 판단됨. 자율규제안에 따라 아이템 관련 확률을 대부분 공개 중이며 게이머들 역시 낮은 확률을 인지하고 있기 때문에 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상됨. 단지 결제액 상한제까지 논의가 앞서갈 경우 투자심리가 위축될 수 있으나 2019년 PC 온라인결제한도가 폐지된 상황에서 더 강한 규제가 나올 가능성은 낮음

새로운 성장 엔진을 기대하는 시점

동사의 외형이 급성장하면서 새로운 성장 전략이 필요한 시점임. 국내 MMORPG 시장 성장에 한계가 있기 때문에 해외 시장 공략이 절실함. 게임 측면에서 콘솔 디바이스나 캐주얼 장르로 신규 게임들의 영역을 확대하거나 중장기 관점으로 메타버스나 SNS 등의 플랫폼 구축 전략이 필요한 것으로 판단됨

(단위:십억원배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715	1,701	2,416	3,158	3,747
영업이익	615	479	825	1,206	1,478
세전이익	637	496	792	1,251	1,533
지배주주순이익	418	358	587	921	1,129
EPS(원)	19,061	16,320	26,756	41,955	51,424
증가율(%)	-5.2	-14.4	63.9	56.8	22.6
영업이익률(%)	35.9	28.2	34.1	38.2	39.4
순이익률(%)	24.5	21.1	23.8	29.1	30.1
ROE(%)	16.4	14.7	20.3	25.1	25.0
PER	24.5	33.1	34.8	22.3	18.2
PBR	4.3	4.8	6.2	5.1	4.1
EV/EBITDA	15.5	21.1	22.4	15.3	12.0

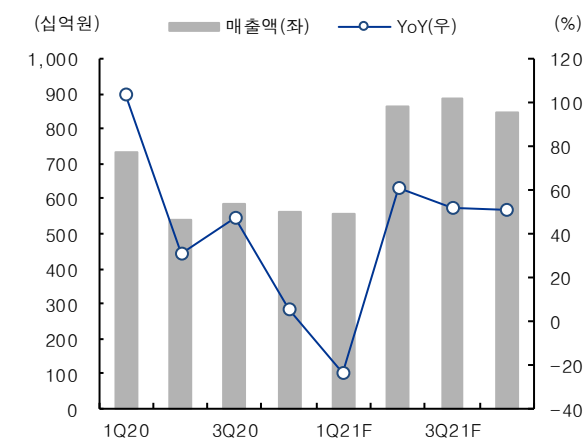
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	731	539	585	561	557	866	888	847	2,416	3,158	3,747
QoQ	37.0%	-26.3%	8.7%	-4.1%	-0.7%	55.4%	2.6%	-4.7%			
YoY	103.8%	31.1%	47.1%	5.2%	-23.8%	60.7%	51.8%	50.8%	42.0%	30.7%	18.7%
리니지	45	34	50	47	46	44	47	49	176	186	189
리니지 II	26	26	26	26	26	26	26	27	104	105	107
아이온	10	8	8	19	15	14	13	15	46	57	66
블레이드앤소울	20	20	17	16	19	20	21	22	72	82	86
길드워2	13	16	19	14	14	13	13	15	61	55	48
리니지M	212	160	245	212	209	210	209	218	829	847	813
리니지2M	341	197	144	167	168	300	272	282	850	1,023	1,002
기타	12	15	16	18	15	14	15	17	61	61	64
로열티	53	62	59	44	45	44	45	47	218	181	172
신작						180	228	155		562	1,200
영업이익	241	209	218	157	125	358	391	332	825	1,206	1,478
OPM	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	22.5%	41.4%	44.0%	39.2%	34.1%	38.2%	39.4%
QoQ	71.0%	-13.4%	4.2%	-28.0%	-20.0%	185.6%	9.1%	-15.0%			
YoY	203.6%	61.5%	68.9%	11.0%	-48.1%	71.3%	79.5%	111.9%	72.2%	46.2%	22.5%
세전이익	256	216	212	119	136	369	402	344	792	1,251	1,533
QoQ	161.9%	-15.4%	-1.9%	-43.9%	14.1%	171.5%	9.0%	-14.4%			
YoY	160.2%	47.1%	38.5%	22.0%	-46.8%	70.5%	89.4%	188.9%	59.5%	58.0%	22.6%
순이익(지배)	195	158	153	81	100	271	297	254	587	921	1,129
NIM	26.7%	29.4%	26.2%	14.4%	17.9%	31.3%	33.4%	30.0%	24.3%	29.2%	30.1%
QoQ	260.5%	-19.1%	-3.2%	-47.4%	23.9%	171.2%	9.5%	-14.4%			
YoY	163.5%	35.9%	35.1%	48.6%	-48.9%	71.2%	93.7%	215.0%	64.0%	56.8%	22.6%

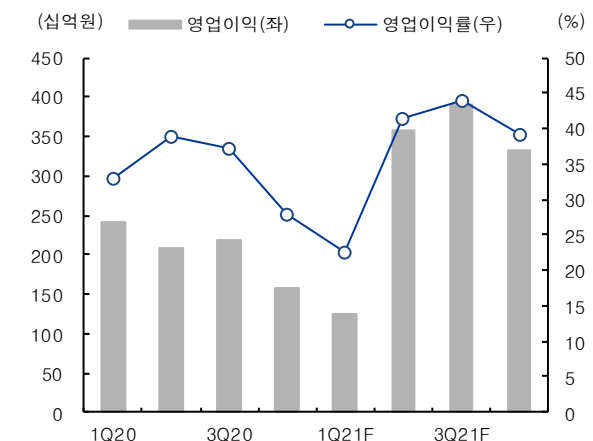
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 3. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이

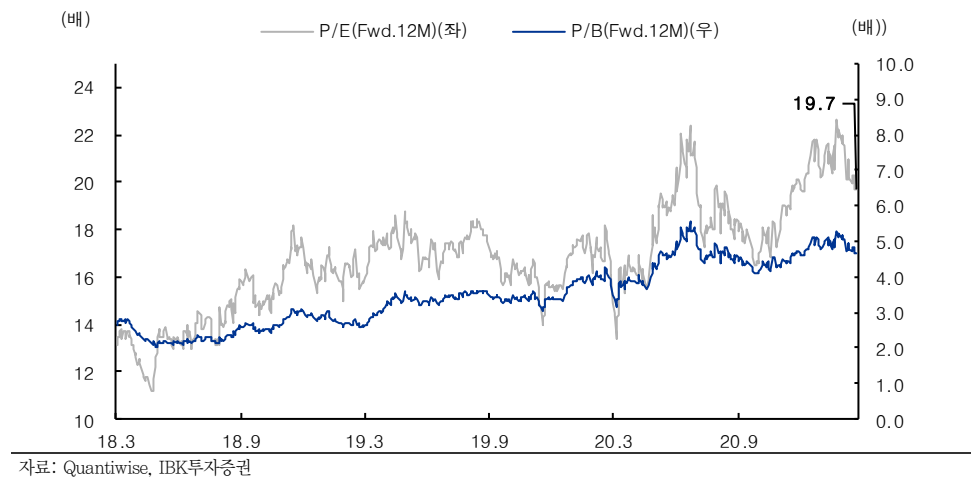


그림 4. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이

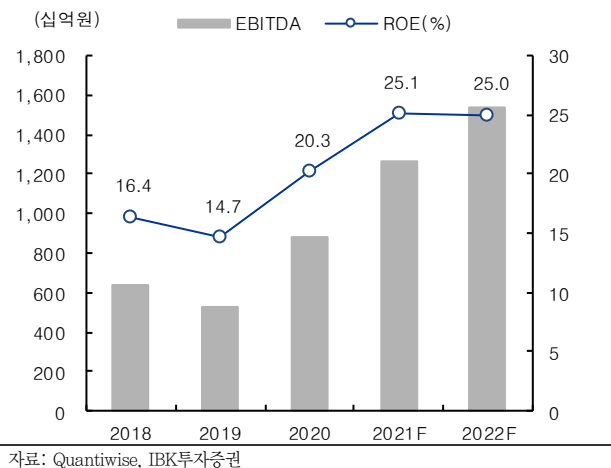


그림 5. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이

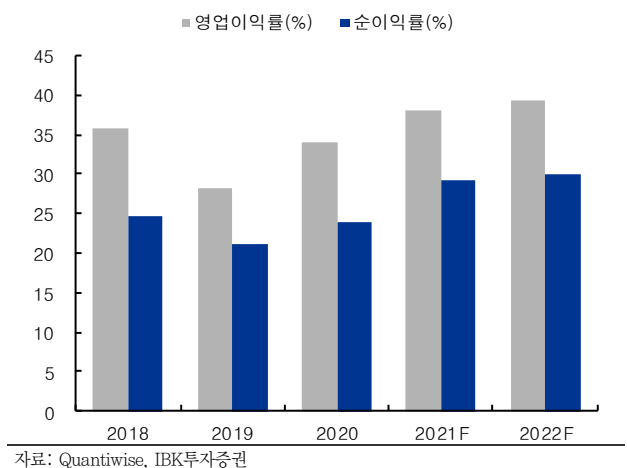


그림 6. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이

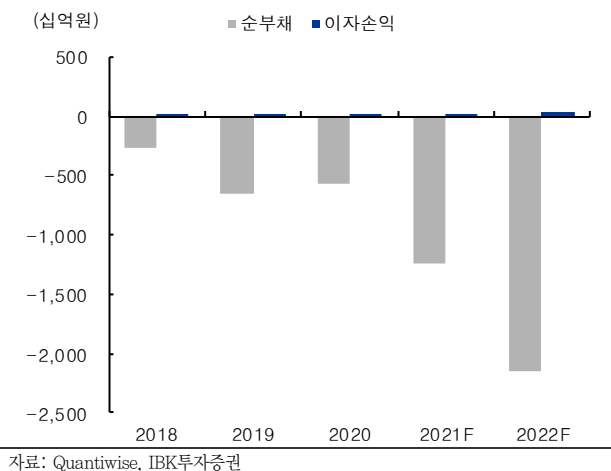
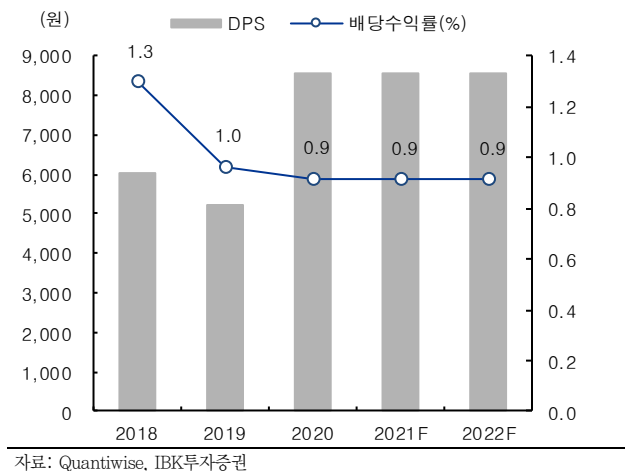


그림 7. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



엔씨소프트 (036570)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715	1,701	2,416	3,158	3,747
증가율(%)	-2.5	-0.8	42.0	30.7	18.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,715	1,701	2,416	3,158	3,747
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,100	1,222	1,591	1,952	2,269
판매비율(%)	64.1	71.8	65.9	61.8	60.6
영업이익	615	479	825	1,206	1,478
증가율(%)	5.1	-22.1	72.2	46.2	22.5
영업이익률(%)	35.9	28.2	34.1	38.2	39.4
순금융손익	26	38	23	24	35
이자손익	26	25	24	24	35
기타	0	13	-1	0	0
기타영업외손익	-1	-2	-2	0	0
중속/관계기업손익	-2	-19	-55	20	20
세전이익	637	496	792	1,251	1,533
법인세	216	137	217	331	406
법인세율	33.9	27.6	27.4	26.5	26.5
계속사업이익	421	359	575	919	1,127
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	421	359	575	919	1,127
증가율(%)	-5.1	-14.8	60.1	59.9	22.6
당기순이익률 (%)	24.5	21.1	23.8	29.1	30.1
지배주주당기순이익	418	358	587	921	1,129
기타포괄이익	-341	-95	315	0	0
총포괄이익	80	264	890	919	1,127
EBITDA	643	531	886	1,262	1,536
증가율(%)	4.5	-17.3	66.7	42.5	21.6
EBITDA마진율(%)	37.5	31.2	36.7	40.0	41.0

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	26,756	41,955	51,424
BPS	107,923	113,836	149,924	183,853	227,251
DPS	6,050	5,220	8,550	8,550	8,550
밸류에이션(배)					
PER	24.5	33.1	34.8	22.3	18.2
PBR	4.3	4.8	6.2	5.1	4.1
EV/EBITDA	15.5	21.1	22.4	15.3	12.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.5	-0.8	42.0	30.7	18.7
EPS증가율	-5.2	-14.4	63.9	56.8	22.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	16.4	14.7	20.3	25.1	25.0
ROA	13.0	11.4	15.1	19.6	20.2
ROIC	365.6	158.4	241.8	376.8	344.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	23.6	33.2	30.1	25.7	21.8
순차입금 비율(%)	-11.1	-26.0	-17.4	-30.9	-43.0
이자보상배율(배)	184.7	56.9	91.5	134.2	164.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.0	8.4	11.6	15.7	13.8
재고자산회전율	2,260.8	1,105.6	1,574.2	2,527.0	2,226.8
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,576	2,088	2,544	3,319	4,301
현금및현금성자산	186	303	260	910	1,784
유가증권	233	677	627	653	679
매출채권	148	254	160	242	300
재고자산	1	2	1	2	2
비유동자산	1,365	1,259	1,741	1,755	1,775
유형자산	234	350	363	365	371
무형자산	54	50	52	60	68
투자자산	951	747	1,204	1,204	1,205
자산총계	2,941	3,346	4,285	5,074	6,076
유동부채	473	450	468	487	508
매입채무및기타채무	2	5	0	0	0
단기차입금	5	11	6	6	7
유동성장기부채	150	0	0	0	0
비유동부채	89	384	523	550	580
사채	0	0	250	250	250
장기차입금	0	249	0	0	0
부채총계	562	834	991	1,037	1,087
지배주주지분	2,368	2,499	3,291	4,036	4,989
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	436	433	433	433
자본조정등	-428	-438	-438	-438	-438
기타포괄이익누계액	188	108	429	429	429
이익잉여금	2,164	2,382	2,855	3,600	4,553
비지배주주지분	11	13	3	1	-1
자본총계	2,379	2,512	3,295	4,038	4,988
비이자부채	407	508	676	722	771
총차입금	155	326	315	315	316
순차입금	-263	-654	-572	-1,247	-2,147

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	353	392	783	879	1,113
당기순이익	421	359	575	919	1,127
비현금성 비용 및 수익	233	200	289	12	2
유형자산감가상각비	26	51	60	55	56
무형자산상각비	2	1	1	1	1
운전자본변동	-56	-71	38	-76	-51
매출채권등의 감소	45	-106	95	-82	-58
재고자산의 감소	0	-1	0	-1	0
매입채무등의 증가	-1	3	3	0	0
기타 영업현금흐름	-245	-96	-119	24	35
투자활동 현금흐름	68	-234	-662	-114	-126
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-51	-62	-57	-63
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-3	-3	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	-23	-14	-21	0	0
기타	121	-167	-577	-48	-53
재무활동 현금흐름	-424	-46	-184	-116	-112
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-424	-46	-184	-115	-111
기타 및 조정	1	6	19	1	0
현금의 증가	-2	118	-44	650	875
기초현금	187	186	303	260	910
기말현금	186	303	260	910	1,784

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

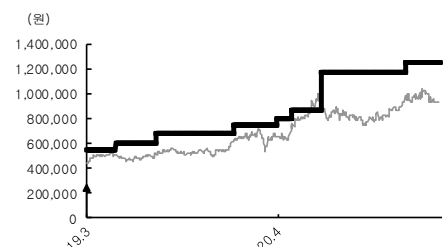
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	138	91.4
중립	13	8.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

엔씨소프트	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.11.12	매수	550,000	-13.30	-4.36					
	2019.05.13	매수	600,000	-19.66	-13.33					
	2019.08.05	매수	680,000	-21.62	-9.71					
	2020.01.14	매수	750,000	-13.79	-4.00					
	2020.04.13	매수	800,000	-18.40	-12.63					
	2020.05.12	매수	860,000	-1.92	15.70					
	2020.07.13	매수	1,170,000	-29.06	-16.41					
	2021.01.05	매수	1,250,000	-22.81	-16.96					
	2021.03.15	매수	1,250,000							