

엔씨소프트 (036570)

게임

이창영



02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,200,000원 (M)
현재주가 (4/21)	857,000원
상승여력	40%

시가총액	188,146억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	1,017억원
60일 평균 거래량	108,500주
52주 고	1,038,000원
52주 저	624,000원
외인지분율	52.03%
주요주주	김택진 외 8 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.1)	(11.6)	33.5
상대	(12.0)	(12.0)	(20.9)
절대(달러환산)	(7.2)	(13.3)	46.7

1Q21 Preview, 리니지M, 블소2

1Q21 Preview

1Q21 영업이익 894억원(YoY -63.0%), 영업이익률 16.9%를 기록해 컨센서스(1,354억원)에 크게 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망됨

신작 부재로 인한 기존 게임 매출의 자연감소, 3/24 출시된 '리니지2M' 일본, 대만 매출의 기대 이하의 성과로 탐라인은 전분기 대비 6% 감소 예상. 비용면에서 상여금 지급, 연봉 인상 등 1분기 및 연간 인건비가 크게 늘어 (Q-Q 406억원 추정) 1분기 영업이익 컨센서스 하회의 가장 큰 원인이 될 것으로 전망

리니지2M 일본, 리니지M 국내, 블소2

'리니지2M' 4/20 일본 iOS 매출 순위는 96위로 흥행에 실패한것으로 추정되며, 대만은 6위로 2개 국가 모두 기대에 못미치고 있는 것으로 판단됨

최근 '리니지M' 업데이트 및 환불 과정에서 발생한 불매운동은 보상이 마무리되어, 실제 게임 트래픽 및 매출액에는 변화가 없는 것으로 예상됨

확률형 아이템에 대한 규제 움직임은 현재 동사 단일 아이템 확률은 공개되어 있고, 확률이 0.0001%의 낮은 확률에도 아이템 판매가 높게 나타나고 있어, 복합 확률(컴플리트 가차) 공개에도 동사 아이템 매출에는 크게 영향이 없을 것으로 예상되며, 실제로 현재의 게임사 자율규제를 법적규제로 바꾸는 식의 규제 강화가 현실화(법제화)될 가능성은 높지 않을 것으로 판단됨

4/7 '리니지M' '더 블레스:빛의 수호자' 업데이트, 4/21 '리니지2M' 마스터 콘텐츠 업데이트로 2분기는 매출 및 영업이익(률)을 회복할 수 있을 것으로 전망

특히, 4/22부터 사전 캐릭터 생성이 가능한 2021년 최대 기대작 '블소2'가 2분기 출시가 예상되는 바, 2분기 및 하반기 실적개선 및 주가 회복이 예상됨

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,278	-27.8	-6.0	5,522	-4.4
영업이익	894	-63.0	-43.0	1,354	-34.0
세전계속사업이익	863	-66.2	-27.5	1,296	-33.4
지배순이익	648	-66.8	-19.5	932	-30.4
영업이익률 (%)	16.9	-16.1 %pt	-11.0 %pt	24.5	-7.6 %pt
지배순이익률 (%)	12.3	-14.4 %pt	-2.1 %pt	16.9	-4.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	17,012	24,162	27,127	32,239
영업이익	4,790	8,248	9,212	12,690
지배순이익	3,582	5,874	6,799	9,542
PER	30.5	28.6	27.7	19.7
PBR	4.1	5.0	5.7	4.5
EV/EBITDA	17.9	16.9	17.4	12.2
ROE	14.7	20.8	21.8	27.3

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
Sales	7,311	5,386	5,852	5,613	5,278	6,487	7,859	7,503	17,012	24,162	27,127	32,239
YoY	104%	31%	47%	5%	-28%	20%	34%	34%	-1%	42%	12%	19%
Lineage 1	448	343	499	468	460	451	468	400	1,741	1,757	1,779	1,688
Lineage 2	264	258	263	260	249	233	229	230	936	1,045	940	893
Aion	101	82	85	188	196	173	163	175	460	456	707	671
Blade & Soul	196	198	172	156	163	171	185	178	839	722	697	677
Guild War 2	125	156	188	142	146	153	174	177	587	612	650	663
Royalty Sales	528	623	588	441	430	432	417	410	1,975	2,180	1,689	1,626
모바일게임	5,532	3,571	3,896	3,784	3,479	4,731	6,072	5,758	9,786	16,784	20,040	23,620
리니지 m	2,120	1,599	2,452	2,117	1,947	1,986	1,887	1,639	8,347	8,287	7,459	6,713
YoY	0	-0	0	-0	-0	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
리니지2m	3,411	1,973	1,445	1,667	1,532	1,882	1,590	1,442	1,439	8,496	6,446	4,858
블소2	-	-	-	-	-	863	2,095	1,676	-0	-	4,635	3,650
아이온2 등 모바일 신작	-0	-0	-0	-	-	-	500	1,000	-	-	1,500	8,400
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,757
Cost	4,897	3,296	3,675	4,046	4,384	4,351	4,512	4,668	12,222	15,914	17,915	19,549
인건비	2,118	1,623	1,591	1,849	2,255	1,791	1,694	2,070	5,551	7,182	7,810	8,447
마케팅비	396	129	297	448	495	579	461	321	1,073	1,270	1,857	1,531
D&A	148	156	165	167	174	179	186	196	520	637	735	749
매출변동비 및 기타	2,235	1,387	1,622	1,582	1,459	1,802	2,170	2,081	-	6,826	7,513	8,822
영업이익	2,414	2,090	2,177	1,567	894	2,136	3,348	2,835	4,790	8,248	9,212	12,690
YoY	204%	61%	69%	11%	-63%	2%	54%	81%	-22%	72%	12%	38%
영업이익률	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	16.9%	32.9%	42.6%	37.8%	28.2%	34.1%	34.0%	39.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 1분기 유안타 추정치 VS. 시장 컨센서스

(단위: 억원)

1Q21E	유안타증권	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	5,278	-6.00%	-27.80%	5,522	-4.40%
영업이익	894	-43.00%	-63.00%	1,354	-34.00%
순이익 (지배)	648	-19.50%	-66.80%	932	-30.40%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,012	24,162	27,127	32,239	32,554
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,012	24,162	27,127	32,239	32,554
판매비	12,222	15,914	17,915	19,549	19,611
영업이익	4,790	8,248	9,212	12,690	12,943
EBITDA	5,315	8,906	9,861	13,340	13,521
영업외손익	172	-215	-170	0	238
외환관련손익	218	-142	26	36	64
이자손익	252	238	204	449	719
관계기업관련손익	-193	-56	51	60	69
기타	-105	-256	-451	-545	-614
법인세비용차감전순이익	4,962	8,033	9,042	12,690	13,181
법인세비용	1,370	2,166	2,260	3,172	3,295
계속사업순이익	3,592	5,866	6,781	9,517	9,886
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,592	5,866	6,781	9,517	9,886
지배지분순이익	3,582	5,874	6,799	9,542	9,912
포괄순이익	2,645	7,517	6,748	9,566	9,942
지배지분포괄이익	2,627	7,521	6,732	9,543	9,919

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,922	7,076	8,136	9,728	10,389
당기순이익	3,592	5,866	6,781	9,517	9,886
감가상각비	512	648	638	640	568
외환손익	-56	33	-26	-36	-64
중속, 관계기업관련손익	46	-6	0	-60	-69
자산부채의 증감	-708	-458	136	-942	-542
기타현금흐름	537	993	607	608	610
투자활동 현금흐름	-2,342	-6,956	-1,045	-710	-710
투자자산	2,574	-6,668	-384	-384	-384
유형자산 증가 (CAPEX)	-510	-644	-280	-280	-280
유형자산 감소	8	22	0	0	0
기타현금흐름	-4,414	335	-381	-46	-46
재무활동 현금흐름	-457	-1,593	-2,262	-2,255	-2,255
단기차입금	60	-62	3	10	10
사채 및 장기차입금	992	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,246	-1,076	-1,762	-1,762	-1,762
기타현금흐름	-263	-455	-503	-503	-503
연결범위변동 등 기타	55	11	-3,797	1,192	1,302
현금의 증감	1,179	-1,462	1,033	7,955	8,726
기초 현금	1,856	3,034	1,573	2,606	10,561
기말 현금	3,034	1,573	2,606	10,561	19,287
NOPLAT	4,790	8,248	9,212	12,690	12,943
FCF	3,412	6,432	7,856	9,448	10,109

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

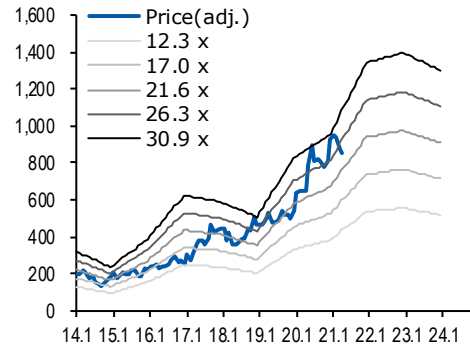
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	20,879	24,444	23,394	31,937	40,886
현금및현금성자산	3,034	1,573	2,606	10,561	19,287
매출채권 및 기타채권	2,706	2,816	2,614	3,075	3,141
재고자산	21	7	12	14	14
비유동자산	12,585	16,368	18,159	18,172	18,258
유형자산	3,504	3,684	3,327	2,967	2,680
관계기업 등 지분관련자산	436	673	1,057	1,441	1,825
기타투자자산	7,033	10,265	11,931	11,931	11,931
자산총계	33,464	40,812	41,552	50,110	59,145
유동부채	4,498	5,093	5,696	6,005	6,337
매입채무 및 기타채무	1,947	2,339	2,816	2,928	3,045
단기차입금	113	53	55	65	75
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,844	4,272	4,736	5,075	5,489
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,494	2,496	2,496	2,496	2,496
부채총계	8,342	9,365	10,432	11,080	11,826
지배지분	24,992	31,416	31,055	38,948	47,219
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,355	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	23,821	28,568	29,564	37,345	45,494
비지배지분	130	31	65	82	99
자본총계	25,122	31,447	31,120	39,030	47,319
순차입금	-14,373	-18,126	-17,048	-24,903	-33,529
총차입금	3,349	3,067	3,189	3,289	3,389

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	16,320	26,756	30,970	43,465	45,147
BPS	121,275	152,449	150,697	189,000	229,138
EBITDAPS	24,216	40,566	44,918	60,764	61,589
SPS	77,514	110,057	123,562	146,847	148,283
DPS	5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
PER	30.5	28.6	27.7	19.7	19.0
PBR	4.1	5.0	5.7	4.5	3.7
EV/EBITDA	17.9	16.9	17.4	12.2	11.4
PSR	6.4	7.0	6.9	5.8	5.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-0.8	42.0	12.3	18.8	1.0
영업이익 증가율 (%)	-22.1	72.2	11.7	37.8	2.0
지배순이익 증가율 (%)	-14.4	64.0	15.7	40.3	3.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	28.2	34.1	34.0	39.4	39.8
지배순이익률 (%)	21.1	24.3	25.1	29.6	30.4
EBITDA 마진 (%)	31.2	36.9	36.4	41.4	41.5
ROIC	143.0	206.1	314.9	588.4	671.8
ROA	11.4	15.8	16.5	20.8	18.1
ROE	14.7	20.8	21.8	27.3	23.0
부채비율 (%)	33.2	29.8	33.5	28.4	25.0
순차입금/자기자본 (%)	-57.5	-57.7	-54.9	-63.9	-71.0
영업이익/금융비용 (배)	56.9	91.9	107.4	147.4	149.9

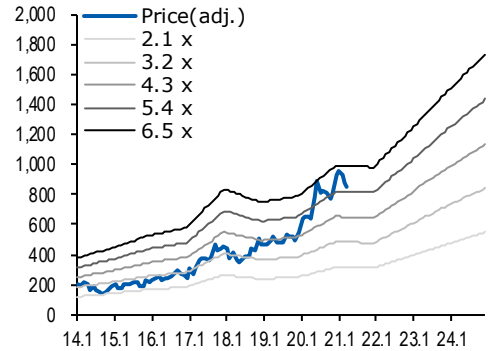
P/E band chart

(천원)

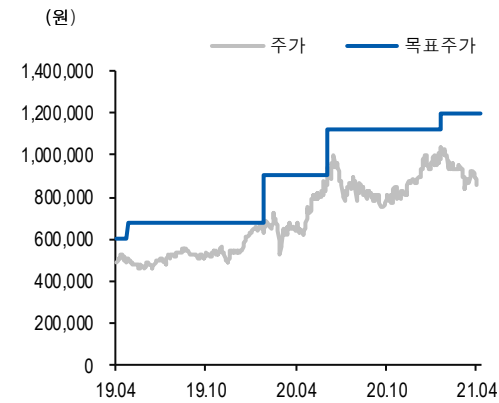


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-22	BUY	1,200,000	1년		
2021-02-08	BUY	1,200,000	1년		
2020-06-22	BUY	1,120,000	1년	-23.13	-10.00
2020-02-13	BUY	900,000	1년	-22.44	-2.78
2019-05-13	BUY	680,000	1년	-22.22	-1.18
2018-11-12	BUY	600,000	1년	-20.53	-12.33

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.