



엔씨소프트 (036570)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,200,000원 (M)
현재주가 (5/10)	878,000원
상승여력	37%

시가총액	192,756억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	922억원
60일 평균 거래량	101,682주
52주 고	1,038,000원
52주 저	679,000원
외인지분율	52.47%
주요주주	김택진 외 8 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.1)	(14.5)	29.3
상대	(8.5)	(18.4)	(22.6)
절대(달러환산)	(4.5)	(15.0)	41.6

모두의 '블소 2'

1Q21 Review

매출액 5,125억원(YoY -30%, QoQ -9%), 영업이익 567억원(YoY -77%, QoQ -64%), 지배순이익 809억원(YoY -59%, QoQ +0.4%). 시장 기대치 하회

이벤트 효과 소멸에 따른 '리니지M' YoY -19%, QoQ -18% 1,726억원, 해외출시에도 불구하고 국내 매출 자연 감소로 인해 '리니지2M' YoY -55%, QoQ -9% 1,522억원으로 전체 매출 하락의 주요 원인이 됨.

반면, 인센티브 지급에 따른 인건비가 전분기 대비 476억원 증가하고 '리니지2M' 대만, 일본 진출에 따른 해외 마케팅비가 전분기 대비 101억원 증가하여, 영업이익 시장기대치 하회의 주요 요인이 되었음

2분기 및 하반기 전망

6/21 전후로 '리니지M' 4주년 기념 대규모 업데이트로 하향 추세인 '리니지M' 매출의 하반기 반등이 예상되고, '리니지2M' 대만(5/10 구글플레이 매출 2위), 일본(5/10 25위) 매출이 온기로 반영되어 2분기 큰 폭의 실적개선이 가능할 것으로 예상됨.

2분기 및 하반기 실적은 '블소2'의 출시 시기 및 흥행 크기에 따라 크게 좌우 될 것으로 예상되는 바, 당리서치팀은 '블소2' 매출이 온기반영되는 3분기 기준 '리니지2M' 출시 첫 3개월 평균 매출의 70%(일매출 26억원)를 가정하였음('리니지2M' 국내 매출액도 30% 감소 가정)

이밖에 일회성 상여금 지급 소멸, 해외 마케팅 비용 감소로, 2분기 및 하반기 영업이익(률)도 큰 폭의 개선이 가능할 것으로 전망됨

시장 여건은 '블소2'에게 유리

최근 몇 년간 (1) 국내 모바일게임시장에 대작 MMORPG 출시가 부재하였고, (2) 여전한 사회적 거리두기 유행으로 실내 활동 시간이 많으며 (3) 20~30대 유저층을 겨냥한 미드코어 라이트한 게임요소와 9년전 출시되었던 PC '블소'의 향수를 간직한 40~50대 모두가 현재 사전등록 및 사전 캐릭터 형성에 대거 참여한 것으로 추정되는 바, '블소2'의 흥행 가능성은 높다는 의견임. 투자의견 BUY, 목표주가 1,200,000원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,125	-29.9	-8.7	5,510	-7.0
영업이익	567	-76.5	-63.8	1,331	-57.4
세전계속사업이익	928	-63.7	-22.1	1,253	-25.9
지배순이익	809	-58.6	0.4	906	-10.7
영업이익률 (%)	11.1	-21.9 %pt	-16.8 %pt	24.2	-13.1 %pt
지배순이익률 (%)	15.8	-10.9 %pt	+1.4 %pt	16.4	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	17,012	24,162	24,748	32,459
영업이익	4,790	8,248	7,204	11,921
지배순이익	3,582	5,874	6,004	9,699
PER	30.5	28.6	32.1	19.9
PBR	4.1	5.0	5.9	4.7
EV/EBITDA	17.9	16.9	21.6	12.6
ROE	14.7	20.8	19.3	27.9

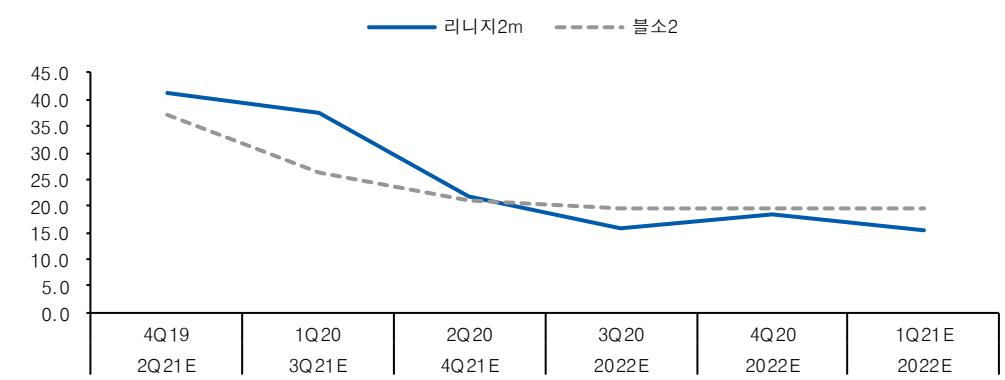
자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망											(단위: 억원)		
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	
Sales	7,311	5,386	5,852	5,613	5,125	5,875	7,114	6,634	17,012	24,162	24,748	32,459	
YoY(%)	104%	31%	47%	5%	-30%	9%	22%	18%	-1%	42.0%	2%	31%	
Lineage 1	448	343	499	468	489	451	468	484	1,741	1,757	1,893	1,797	
Lineage 2	264	258	263	260	262	252	246	264	936	1,045	1,024	973	
Aion	101	82	85	188	234	224	209	223	460	456	889	845	
Blade & Soul	196	198	172	156	141	144	161	170	839	722	616	597	
Guild War 2	125	156	188	142	163	153	159	174	587	612	650	663	
Royalty Sales	528	623	588	441	455	440	428	366	1,975	2,180	1,689	1,626	
모바일게임	5,532	3,571	3,896	3,784	3,249	4,067	5,291	4,756	9,786	16,784	17,362	23,559	
리니지 m	2,120	1,599	2,452	2,117	1,726	1,690	1,555	1,633	8,347	8,287	6,605	5,944	
리니지2m	3,411	1,973	1,445	1,667	1,522	1,822	1,348	1,212	1,439	8,496	5,904	4,420	
국내	3,411	1,973	1,445	1,667	1,417	1,276	893	848	-	-	4,434	3,325	
해외	-	-	-	-	105	546	455	364	-	0	1,470	1,095	
블소2	-	-	-	-	-	555	2,388	1,910	-	23	12	9	
아이온2 등 모바일 신	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,000	
TL	-	-	-	-	476	-	-	-	-	-	-	1,757	
Cost	4,897	3,296	3,675	4,046	4,558	4,031	4,413	4,542	12,222	15,914	17,544	20,537	
Salaries Expenses	2,118	1,623	1,591	1,849	2,325	1,871	1,940	2,327	5,551	7,182	8,463	9,329	
Advertising Expenses	396	129	297	448	550	360	323	220	1,073	1,270	1,453	1,542	
Dep& Amort	148	156	165	167	209	198	214	214	520	637	836	851	
매출변동비 및 기타	2,235	1,387	1,622	1,582	1,473	1,603	1,936	1,781	-	6,826	6,793	8,815	
영업이익	2,414	2,090	2,177	1,567	567	1,844	2,701	2,092	4,790	8,248	7,204	11,921	
YoY(%)	203.6%	61.5%	68.9%	11.0%	-76.5%	-11.8%	24.1%	33.5%	-22.1%	72.2%	-12.7%	65.5%	
영업이익률	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	31.4%	38.0%	31.5%	28.2%	34.1%	29.1%	36.7%	

자료: 유안티증권 리서치센터

리니지2M VS 블소2 4Q19~4Q21E 일매출액 비교차트

(단위 : 억원)



자료: 유안티증권 리서치센터

국내외 게임기업 벨류에이션 비교

기업명	P/E			P/B			ROE			P/S		
	2020	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
ACTIVISION BLIZZ	28.2	26.2	22.3	4.9	4.4	3.8	17.5	17.0	16.7	9.1	8.7	7.7
TENCENT	42.6	34.3	28.0	9.3	6.5	5.4	23.6	19.7	19.5	11.0	8.9	7.4
NEXON CO LTD	31.3	25.4	22.0	N/A	3.9	3.4	15.7	17.1	16.7	11.1	9.5	8.4
NETEASE	31.2	26.2	22.2	5.5	4.7	4.1	17.3	17.9	18.2	6.6	5.4	4.7
NETMARBLE	38.0	30.9	26.6	2.2	2.1	1.8	6.2	7.0	7.6	4.3	3.8	3.6
COM2US	20.2	14.5	11.7	2.1	1.9	1.6	10.9	13.7	14.9	4.1	3.2	2.7
WEBZEN	15.9	12.2	11.1	3.1	2.4	2.0	22.5	23.5	20.6	4.7	4.1	4.0
ELECTRONIC ARTS	29.5	25.5	22.8	5.9	5.0	4.8	28.2	16.7	18.6	7.6	6.5	6.1
UBISOFT	427.2	26.2	24.3	6.9	4.9	4.2	0.1	17.4	16.8	5.5	3.6	3.3
ZYNGA	28.2	29.0	22.2	3.8	3.5	3.1	6.7	15.3	20.6	5.0	4.0	3.7
KONAMI	39.2	30.0	21.8	3.2	3.1	2.8	7.9	10.7	13.4	3.7	3.6	3.4
SQUARE ENIX	36.0	29.4	21.1	3.5	3.2	2.9	9.8	11.5	14.4	3.0	2.4	2.3
BANDAI NAMCO	29.2	33.6	22.9	3.8	3.7	3.4	13.3	10.7	15.5	2.4	2.5	2.3
SEGA SAMMY	20.6	#N/A	18.8	1.3	1.4	1.4	6.5	-2.5	7.6	1.2	1.6	1.4
CAPCOM	50.0	35.6	29.0	7.8	6.7	5.7	16.1	20.3	22.3	12.1	10.3	8.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,012	24,162	24,748	32,459	33,983	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	17,012	24,162	24,748	32,459	33,983	
판관비	12,222	15,914	17,544	20,537	21,333	
영업이익	4,790	8,248	7,204	11,921	12,650	
EBITDA	5,315	8,906	8,148	13,393	14,325	
영업외손익	172	-215	616	712	992	
외환관련손익	218	-142	-54	78	98	
이자손익	252	238	168	349	576	
관계기업관련손익	-193	-56	259	296	340	
기타	-105	-256	243	-11	-22	
법인세비용차감전순손익	4,962	8,033	7,820	12,634	13,642	
법인세비용	1,370	2,166	1,849	2,988	3,226	
계속사업순손익	3,592	5,866	5,971	9,646	10,416	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,592	5,866	5,971	9,646	10,416	
지배지분순이익	3,582	5,874	6,004	9,699	10,474	
포괄순이익	2,645	7,517	5,937	9,694	10,472	
지배지분포괄이익	2,627	7,521	5,923	9,672	10,448	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,922	7,076	9,659	10,293	11,676	
당기순이익	3,592	5,866	5,971	9,646	10,416	
감가상각비	512	648	933	1,461	1,664	
외환손익	-56	33	54	-78	-98	
증속, 관계기업관련손익	46	-6	-26	-296	-340	
자산부채의 증감	-708	-458	1,958	-1,097	-631	
기타현금흐름	537	993	770	657	664	
투자활동 현금흐름	-2,342	-6,956	-1,646	-2,910	-2,910	
투자자산	2,574	-6,668	-384	-384	-384	
유형자산 증가 (CAPEX)	-510	-644	-2,480	-2,480	-2,480	
유형자산 감소	8	22	0	0	0	
기타현금흐름	-4,414	335	1,218	-46	-46	
재무활동 현금흐름	-457	-1,593	-865	-2,255	-2,255	
단기차입금	60	-62	1,400	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	-3,297	1,662	1,995	
현금의 증감	1,179	-1,462	3,852	6,789	8,506	
기초 현금	1,856	3,034	1,573	5,424	12,213	
기말 현금	3,034	1,573	5,424	12,213	20,720	
NOPLAT	4,790	8,248	7,204	11,921	12,650	
FCF	3,412	6,432	7,179	7,813	9,196	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

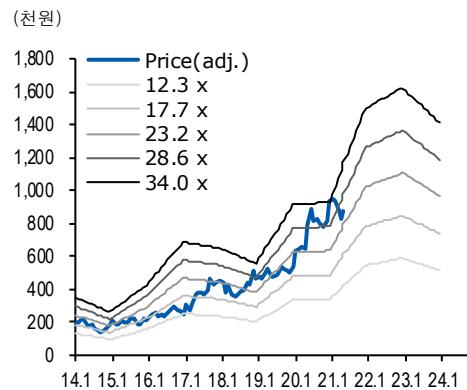
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		20,879	24,444	24,317	31,925	40,857
현금및현금성자산		3,034	1,573	5,424	12,213	20,720
매출채권 및 기타채권		2,706	2,816	2,220	2,835	2,990
재고자산		21	7	10	13	14
비유동자산		12,585	16,368	20,064	21,456	22,646
유형자산		3,504	3,684	5,232	6,251	7,067
관계기업등 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	44,381	53,382	63,503
유동부채		4,498	5,093	8,533	8,916	9,329
매입채무 및 기타채무		1,947	2,339	4,242	4,412	4,588
단기차입금		113	53	1,453	1,463	1,473
유동성장기부채		0	0	0	0	0
비유동부채		3,844	4,272	4,983	5,533	6,390
장기차입금		0	0	0	0	0
사채		2,494	2,496	2,496	2,496	2,496
부채총계		8,342	9,365	13,516	14,449	15,719
지배지분		24,992	31,416	30,800	38,851	47,684
자본금		110	110	110	110	110
자본잉여금		4,355	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금		23,821	28,568	29,310	37,247	45,959
비지배지분		130	31	65	82	100
자본총계		25,122	31,447	30,865	38,932	47,785
순차입금		-14,373	-18,126	-16,922	-23,611	-32,017
총차입금		3,349	3,067	4,587	4,687	4,787

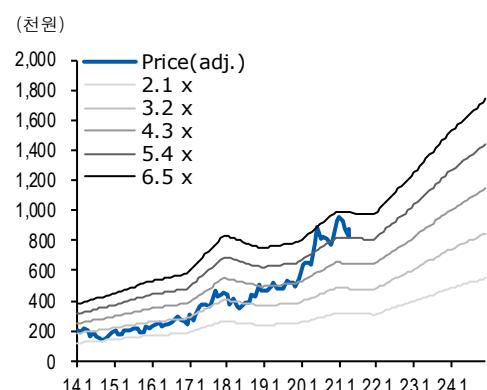
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		16,320	26,756	27,346	44,181	47,707
BPS		121,275	152,449	149,462	188,528	231,393
EBITDAPS		24,216	40,566	37,115	61,003	65,248
SPS		77,514	110,057	112,726	147,849	154,791
DPS		5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
PER		30.5	28.6	32.1	19.9	18.4
PBR		4.1	5.0	5.9	4.7	3.8
EV/EBITDA		17.9	16.9	21.6	12.6	11.2
PSR		6.4	7.0	7.8	5.9	5.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		-0.8	42.0	2.4	31.2	4.7
영업이익 증가율 (%)		-22.1	72.2	-12.7	65.5	6.1
지배순이익 증가율 (%)		-14.4	64.0	2.2	61.6	8.0
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		28.2	34.1	29.1	36.7	37.2
지배순이익률 (%)		21.1	24.3	24.3	29.9	30.8
EBITDA 마진 (%)		31.2	36.9	32.9	41.3	42.2
ROIC		143.0	206.1	238.3	346.8	250.4
ROA		11.4	15.8	14.1	19.8	17.9
ROE		14.7	20.8	19.3	27.9	24.2
부채비율 (%)		33.2	29.8	43.8	37.1	32.9
순차입금/자기자본 (%)		-57.5	-57.7	-54.9	-60.8	-67.1
영업이익/금융비용 (배)		56.9	91.9	62.7	103.6	109.6

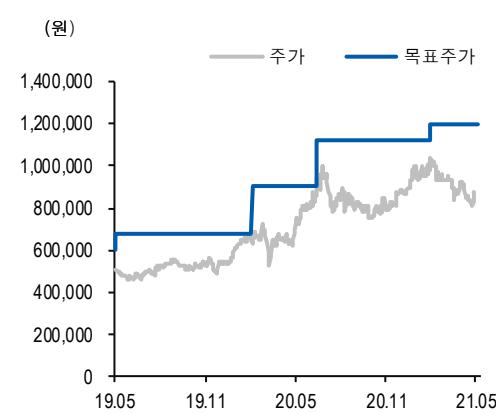
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-11	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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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 투자 의사결정은 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.