



엔씨소프트 (036570)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,100,000원 (D)
현재주가 (8/11)	790,000원
상승여력	39%

시가총액	173,437억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	684억원
60일 평균 거래량	82,750주
52주 고	1,038,000원
52주 저	750,000원
외인지분율	51.47%
주요주주	김택진 외 8 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.3)	(7.1)	(6.0)
상대	(1.3)	(7.4)	(29.4)
절대(달러환산)	(1.9)	(10.0)	(3.6)

세대확장 해외진출

2Q21 Review

매출액 5,385억원(YoY Flat), 영업이익 1,128억원(YoY -46%), 순이익 943억원(YoY -40%), 시장 컨센서스 하회.

PC 리니지 364억원(YoY +6%), 리니지 M 1,342억원 4주년 업데이트에도 QoQ -22%, YoY -16%, 리니지2 M 2,180억원, '오딘' 흥행으로 국내 매출 감소했지만, 해외 온기 반영으로 QoQ +43%, YoY +11%. 신작 부재로 전체 매출은 전년 동기대비 유사하였으나, 인건비 1,860억원 YoY +15%, 마케팅비 556억원 YoY +331% 증가하며, 영업이익(률) 급감

하반기 전망

8월26일 론칭 예정인 최대 기대작 '블소2' 사전 예약자수가 '리니지2M' (2020년 매출액 8,496억원)보다 많고, 회사 목표 매출도 '리니지2M'을 타겟으로 하고 있어, 하반기 큰 폭의 실적 개선 예상됨. 당리서치팀 '블소2' 하반기 매출액은 '리니지2M'과 동일한 초기 매출액의 84%인 4,709억원을 예상하고 있음

동사는 연말 해외 성장을 위한 리니지 해외 버전 '리니지W' 출시 예정이며, '아이온2', 'TL' 등 약 10개의 신작 게임이 준비중이어서, 국내외 게임시장 성장을 지속적으로 이끌어 갈 것으로 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 1,100,000원으로 하향조정

동사의 최대 기대 신작 출시일이 확정되었으나, 기존 게임 매출 감소 추세, 높아진 인건비(매출액대비 인건비 2018~2020 평균 31%, 2021년 상반기 40%), 마케팅비(5.0% vs 10.5%)를 반영하여, 실적추정치를 하향 조정하고 이에 따른 목표주가를 하향조정함

동사의 기업가치가 한단계 레벨업하기 위해선 '블소2'의 사용자의 MZ 세대로의 확장과 '리니지W'의 해외흥행이 필요하단 의견임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,385	0.0	5.1	5,904	-8.8
영업이익	1,128	-46.0	98.8	1,730	-34.8
세전계속사업이익	1,230	-43.1	32.6	1,556	-21.0
지배순이익	944	-40.3	16.7	1,171	-19.4
영업이익률 (%)	20.9	-17.9 %pt	+9.8 %pt	29.3	-8.4 %pt
지배순이익률 (%)	17.5	-11.9 %pt	+1.7 %pt	19.8	-2.3 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	17,012	24,162	24,005	30,784
영업이익	4,790	8,248	5,525	10,370
지배순이익	3,582	5,874	5,057	8,922
PER	30.5	28.6	34.3	19.4
PBR	4.1	5.0	4.9	4.0
EV/EBITDA	17.9	16.9	24.4	13.1
ROE	14.7	20.8	15.7	24.2

자료: 유안타증권

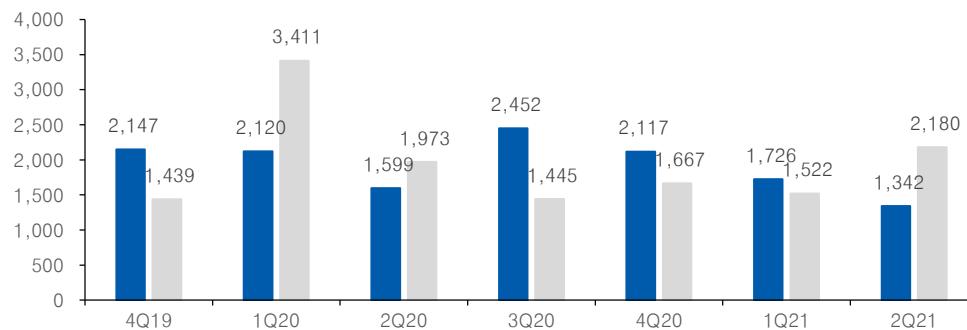
자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망										(단위: 억원)			
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E	
Sales	7,311	5,386	5,852	5,613	5,125	5,385	6,089	7,405	17,012	24,162	24,005	30,784	
YoY	104%	31%	47%	5%	-30%	0%	4%	32%	-1%	42.0%	-1%	28%	
Lineage 1	448	343	499	468	489	364	403	636	1,741	1,757	1,893	2,156	
Lineage 2	264	258	263	260	262	242	246	274	936	1,045	1,024	973	
Aion	101	82	85	188	234	195	209	206	460	456	844	801	
Blade & Soul	196	198	172	156	141	98	108	112	839	722	460	446	
Guild War 2	125	156	188	142	163	160	159	167	587	612	650	663	
Royalty Sales	528	623	588	441	455	428	428	442	1,975	2,180	1,766	1,721	
모바일게임	5,532	3,571	3,896	3,784	3,249	3,521	4,384	5,602	9,786	16,784	16,756	21,624	
리니지 m	2,120	1,599	2,452	2,117	1,726	1,342	1,353	1,421	8,347	8,287	5,842	5,258	
리니지2m	3,411	1,973	1,445	1,667	1,522	2,180	1,681	1,451	1,439	8,496	6,835	4,445	
블소2	-	-	-	-	-	-	1,350	2,729	-	-	4,079	8,271	
아이온2 등 모바일	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,650	
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,757	
Cost	4,897	3,296	3,675	4,046	4,558	4,258	4,354	5,310	12,222	15,914	18,479	20,414	
Salaries Expenses	2,118	1,623	1,591	1,849	2,325	1,860	1,939	2,326	5,551	7,182	8,450	9,584	
Advertising Expenses	396	129	297	448	550	556	518	703	1,073	1,270	2,326	1,744	
Depreciation &	148	156	165	167	209	235	234	246	520	637	925	942	
매출변동비 및 기타	2,235	1,387	1,622	1,582	1,473	1,607	1,663	2,035	-	6,826	6,778	8,145	
영업이익	2,414	2,090	2,177	1,567	567	1,128	1,735	2,096	4,790	8,248	5,525	10,370	
YoY	203.6%	61.5%	68.9%	11.0%	-76.5%	-46.0%	-20.3%	33.7%	-22.1%	72.2%	-32.9%	87.3%	
영업이익률	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	20.9%	28.5%	28.3%	28.2%	34.1%	23.1%	33.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

4Q19~2Q21 리니지 M, 리니지 2M 매출액

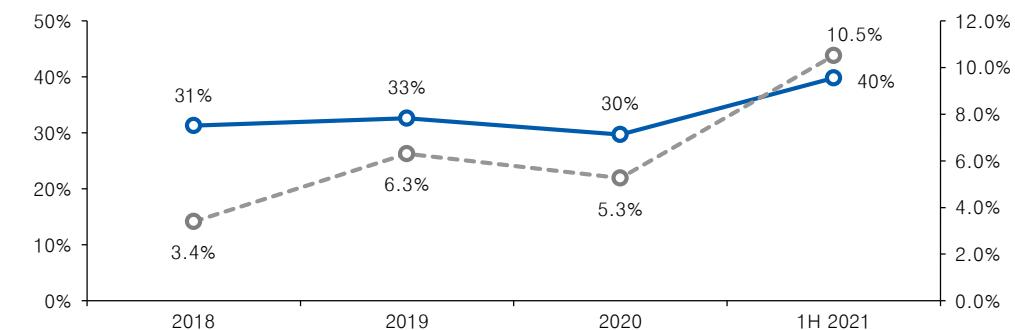
■리니지M ■리니지2M



자료: 유안타증권 리서치센터

매출액 대비 인건비 및 마케팅 비율 변화 추이 (2018~1H21)

—●— 인건비/매출액 (L) —○— 마케팅비/매출액 (R)



자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,012	24,162	24,005	30,784	30,614	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	17,012	24,162	24,005	30,784	30,614	
판관비	12,222	15,914	18,479	20,414	20,268	
영업이익	4,790	8,248	5,525	10,370	10,346	
EBITDA	5,315	8,906	6,322	11,177	11,133	
영업외손익	172	-215	1,019	1,175	1,493	
외환관련손익	218	-142	9	238	291	
이자손익	252	238	159	351	547	
관계기업관련손익	-193	-56	174	202	234	
기타	-105	-256	677	384	421	
법인세비용차감전순손익	4,962	8,033	6,544	11,545	11,839	
법인세비용	1,370	2,166	1,510	2,663	2,731	
계속사업순손익	3,592	5,866	5,035	8,882	9,108	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,592	5,866	5,035	8,882	9,108	
지배지분순이익	3,582	5,874	5,057	8,922	9,149	
포괄순이익	2,645	7,517	4,710	8,549	8,788	
지배지분포괄이익	2,627	7,521	4,719	8,565	8,805	

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	6,344	8,951	9,083	
당기순이익	3,592	5,866	5,035	8,882	9,108	
감가상각비	512	648	786	799	779	
외환손익	-56	33	-149	-238	-291	
증속, 관계기업관련손익	46	-6	-7	-202	-234	
자산부채의 증감	-708	-458	1,393	102	105	
기타현금흐름	537	993	-714	-392	-384	
투자활동 현금흐름	-2,342	-6,956	-242	-881	-881	
투자자산	2,574	-6,668	-725	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-510	-644	-662	-662	-662	
유형자산 감소	8	22	2	2	2	
기타현금흐름	-4,414	335	1,143	-221	-221	
재무활동 현금흐름	-457	-1,593	-3,585	-2,176	-2,176	
단기차입금	60	-62	0	10	10	
사채 및 장기차입금	992	0	-1,399	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-1,246	-1,076	-1,762	-1,762	-1,762	
기타현금흐름	-263	-455	-424	-424	-424	
연결범위변동 등 기타	55	11	1,539	2,047	2,090	
현금의 증감	1,179	-1,462	4,056	7,941	8,115	
기초 현금	1,856	3,034	1,573	5,628	13,569	
기말 현금	3,034	1,573	5,628	13,569	21,684	
NOPLAT	4,790	8,248	5,525	10,370	10,346	
FCF	3,412	6,432	5,682	8,289	8,420	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

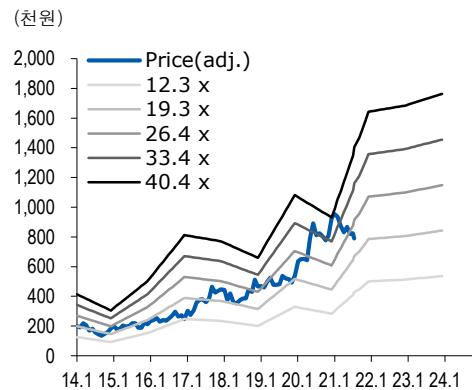
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		20,879	24,444	23,161	31,454	40,094
현금및현금성자산		3,034	1,573	5,628	13,569	21,684
매출채권 및 기타채권		2,706	2,816	117	128	141
재고자산		21	7	11	14	14
비유동자산		12,585	16,368	20,446	20,299	20,172
유형자산		3,504	3,684	5,335	5,196	5,077
관계기업등 지분관련자산		436	673	653	653	653
기타투자자산		7,033	10,265	12,256	12,256	12,256
자산총계		33,464	40,812	43,607	51,753	60,266
유동부채		4,498	5,093	5,398	5,719	6,069
매입채무 및 기타채무		1,947	2,339	2,834	2,947	3,065
단기차입금		113	53	51	61	71
유동성장기부채		0	0	0	0	0
비유동부채		3,844	4,272	4,967	5,329	5,778
장기차입금		0	0	0	0	0
사채		2,494	2,496	1,098	1,098	1,098
부채총계		8,342	9,365	10,365	11,048	11,847
지배지분		24,992	31,416	33,201	40,654	48,358
자본금		110	110	110	110	110
자본잉여금		4,355	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금		23,821	28,568	29,477	36,637	44,025
비지배지분		130	31	42	51	61
자본총계		25,122	31,447	33,242	40,705	48,419
순차입금		-14,373	-18,126	-19,108	-26,949	-34,964
총차입금		3,349	3,067	3,275	3,375	3,475

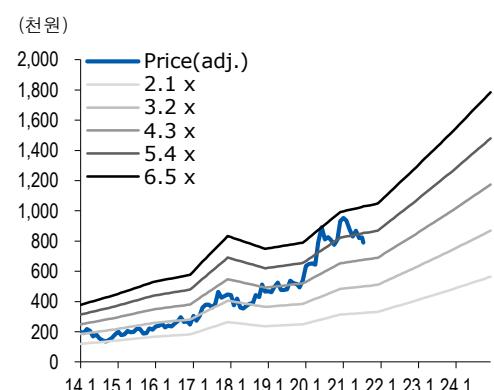
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		16,320	26,756	23,036	40,639	41,673
BPS		121,275	152,449	161,110	197,279	234,664
EBITDAPS		24,216	40,566	28,797	50,913	50,711
SPS		77,514	110,057	109,340	140,222	139,448
DPS		5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
PER		30.5	28.6	34.3	19.4	19.0
PBR		4.1	5.0	4.9	4.0	3.4
EV/EBITDA		17.9	16.9	24.4	13.1	12.4
PSR		6.4	7.0	7.2	5.6	5.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		-0.8	42.0	-0.7	28.2	-0.6
영업이익 증가율 (%)		-22.1	72.2	-33.0	87.7	-0.2
지배순이익 증가율 (%)		-14.4	64.0	-13.9	76.4	2.5
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		28.2	34.1	23.0	33.7	33.8
지배순이익률 (%)		21.1	24.3	21.1	29.0	29.9
EBITDA 마진 (%)		31.2	36.9	26.3	36.3	36.4
ROIC		143.0	206.1	191.3	475.6	452.4
ROA		11.4	15.8	12.0	18.7	16.3
ROE		14.7	20.8	15.7	24.2	20.6
부채비율 (%)		33.2	29.8	31.2	27.1	24.5
순차입금/자기자본 (%)		-57.5	-57.6	-66.3	-72.3	
영업이익/금융비용 (배)		56.9	91.9	54.1	101.3	100.7

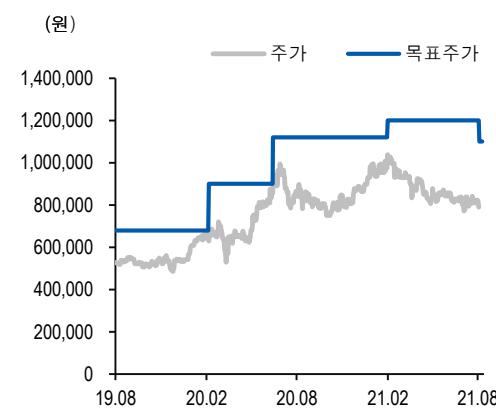
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년		
2021-02-08	BUY	1,200,000	1년	-27.68	-14.42
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

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-09

※ 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.