

엔씨소프트 (036570)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,100,000원 (M)
현재주가 (11/11)	786,000원
상승여력	40%

시가총액	172,559억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	2,308억원
60일 평균 거래량	352,112주
52주 고	1,038,000원
52주 저	558,000원
외인지분율	44.52%
주요주주	김택진 외 8 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	36.0	(0.5)	(1.9)
상대	37.4	9.6	(16.6)
절대(달러환산)	37.6	(2.6)	(7.8)

NFT, P2E의 원조가 나섰다

3Q21 Review

매출액 5,006억원 YoY -14%, 영업이익 963억원 YoY -56%, 순이익 995억원 YoY -35%

'블소2' 예상 밖 부진, 기존 게임 자연 감소로 시장기대치 하회

신작 '리니지W' 기대 이상 선전

11/4 출시된 신작 '리니지W' 출시 후 일주일 일평균 매출액 120억원으로 동사 역대 게임 매출 중 최고 기록 경신. 11/11 현재 매출 순위 한국 1위, 대만 1위, 홍콩 1위, 필리핀 16위로 출시 후 매출 하락 속도는 과거 게임 대비 매우 완만한 상황. 트래픽은 국내외 모두 꾸준히 증가하고 있는 상황

NFT, Play to Earn(P2E) 는 리니지가 원조

동사는 350만장 판매된 해외 게임 '길드워2' IP와 수십 수백만 명이 경험한 리니지 IP 등 해외에서 이미 흥행하고 있는 IP를 보유하고 있음. NFT 사업, Play to Earn의 성공여부는 얼마나 많은 사용자가 게임을 즐기고 있는지와 비례한다고 할때, 동사는 타사 대비 상대적으로 유리한 위치에 있다는 의견 임.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,006	-14.4	-7.0	5,606	-10.7
영업이익	963	-55.8	-14.6	1,271	-24.3
세전계속사업이익	1,269	-40.2	3.2	1,275	-0.5
지배순이익	1,000	-34.7	5.9	936	6.8
영업이익률 (%)	19.2	-18.0 %pt	-1.7 %pt	22.7	-3.5 %pt
지배순이익률 (%)	20.0	-6.2 %pt	+2.5 %pt	16.7	+3.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	17,012	24,162	24,448	32,261
영업이익	4,790	8,248	5,789	10,568
지배순이익	3,582	5,874	5,299	9,128
PER	30.5	28.6	32.6	18.9
PBR	4.1	5.0	4.7	3.8
EV/EBITDA	17.9	16.9	23.1	12.5
ROE	14.7	20.8	16.2	24.1

자료: 유안타증권

3Q21 Review

매출액 5,006억원 YoY -14%, 영업이익 963억원 YoY -56%, 순이익 995억원 YoY -35%
 ‘블소2’ 예상 밖 부진, 기존 게임 자연 감소로 시장기대치 하회

신작 ‘리니지W’ 기대 이상 선전

11/4 출시된 신작 ‘리니지W’ 출시 후 일주일 일평균 매출액 120억원으로 동사 역대 게임 매출 중 최고 기록 경신. 11/11 현재 매출 순위 한국 1위, 대만 1위, 홍콩 1위, 필리핀 16위로 출시 후 매출 하락 속도는 과거 게임 대비 매우 완만한 상황. 트래픽은 국내외 모두 꾸준히 증가하고 있는 상황

‘리니지W’가 기존 게임과 달리 의도했던 글로벌 장기 성장 게임이 되기 위한 국가간 대항전이 현재 펼쳐지고 있어, 해외 및 장기 성장 조짐이 나타나고 있으며, 2022년 상반기 중 북미/유럽 등 제2권역 출시로 사용자 지역 확장 시 해외 성장은 가속화 될 가능성이 있을 것으로 판단함

당리서치팀은 2021년 4분기 ‘리니지W’에 대한 예상 평균 일매출액을 국내 50억원, 해외 20억원으로 가정하였으며, 2022년은 국내의 경우 일단 보수적으로 ‘리니지2’ 2020년 평균 일매출액인 23억원, 해외는 10억원을 가정하였음.

NFT, Play to Earn(P2E) 는 리니지가 원조

동사는 2022년부터 기존 게임 및 신작 게임에 대해 NFT 및 P2E 모델을 접목시키겠다는 발표를 하였음. NFT 및 P2E 모델은 블록체인 기술 확대로 소비 위주의 게임에서 생산적인 게임으로 게임 시장의 패러다임을 바꿀 수 있는 핵심 모델로 부각되고 있음

동사는 350만장 판매된 해외 게임 ‘길드워2’ IP와 수십 수백만명이 경험한 리니지 IP 등 해외에서 이미 흥행하고 있는 IP를 보유하고 있음. NFT 사업, Play to Earn의 성공여부는 얼마나 많은 사용자가 게임을 즐기고 있는지와 비례할 수 밖에 없기 때문에 동사는 타사 대비 상대적으로 유리한 위치에 있다는 의견 임.

특히, 게임 아이템 조합, 게임 캐릭터 육성 등의 동사의 MMORPG장르는 NFT 모델과 가장 잘어울릴 수 있고, 지난 20여년 동안 리니지내 게임 화폐 ‘아덴’ 등 게임 내 경제시스템 운영경험은 국내에서 Play to Earn 모델의 원조 회사라 할 수 있어, 향후 이를 접목 시 K(한국) P2E 모델을 세계화하는데 동사가 주역이 될 수 있을 것으로 예상함

엔씨소프트 실적 전망

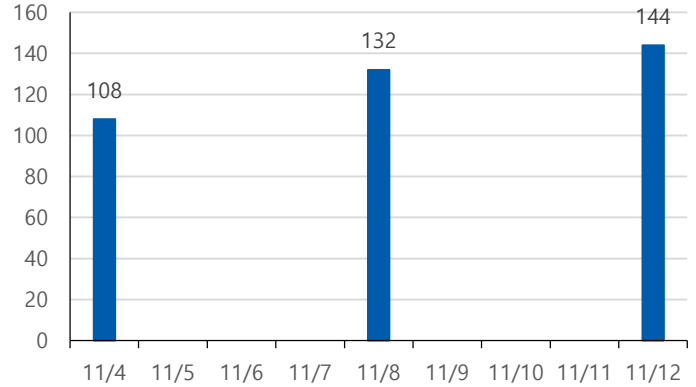
(단위: 억원)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales	5,852	5,613	5,125	5,385	5,006	8,931	17,151	17,012	24,162	24,448	32,261
YoY	47%	5%	-30%	0%	-14%	59%	-2%	-1%	42%	1%	32%
Lineage 1	499	468	489	364	291	313	1,497	1,741	1,757	1,458	1,791
Lineage 2	263	260	262	242	250	270	639	936	1,045	1,024	973
Aion	85	188	234	195	179	190	634	460	456	798	718
Blade & Soul	172	156	141	98	104	117	1,196	839	722	460	418
Guild War 2	188	142	163	160	192	162	802	587	612	678	668
Royalty Sales	588	441	455	428	408	366	2,816	1,975	2,180	1,657	1,586
길드워2	21	19	20	20	20	22	90	85	81	82	120
기타	160	175	132	376	272	282	435	689	606	1,061	1,093
모바일게임	3,896	3,784	3,249	3,521	3,311	7,231	9,133	9,786	16,784	17,312	23,256
리니지 m	2,452	2,117	1,726	1,342	1,503	1,337	9,093	8,347	8,287	5,908	5,022
YoY	18%	-3%	-19%	-16%	-39%	-36%	-9%	-8%	-1%	-29%	-15%
리니지2m	1,445	1,667	1,522	2,180	1,579	1,400	-	1,439	8,496	6,681	3,993
블소2	-	-	-	-	229	434	-	-	-	663	1,344
아이온2 등 모바일 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	750
리니지 W	-	-	-	-	-	4,060	-	-	-	4,060	12,146
국내	-	-	-	-	-	2,900	-	-	-	2,900	8,496
해외	-	-	-	-	-	1,160	-	-	-	1,160	3,650
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,757
Cost	3,675	4,046	4,558	4,258	4,044	5,800	11,002	12,222	15,914	18,659	21,692
Salaries Expenses	1,591	1,849	2,325	1,860	1,748	2,207	5,364	5,551	7,182	8,140	9,581
Advertising Expenses	297	448	550	556	539	822	582	1,073	1,270	2,467	2,454
D & A	165	167	209	235	235	247	277	520	637	926	944
매출변동비 및 기타	1,622	1,582	1,473	1,607	1,522	2,523	-	-	6,826	7,126	8,714
영업이익	2,177	1,567	567	1,128	963	3,131	6,149	4,790	8,248	5,789	10,568
YoY	69%	11%	-77%	-46%	-56%	100%	5%	-22%	72%	-30%	83%
영업이익률	37.2%	27.9%	11.1%	20.9%	19.2%	35.1%	35.9%	28.2%	34.1%	23.7%	32.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

Key Chart

‘리니지W’ 서버수 추이 (단위: 개)



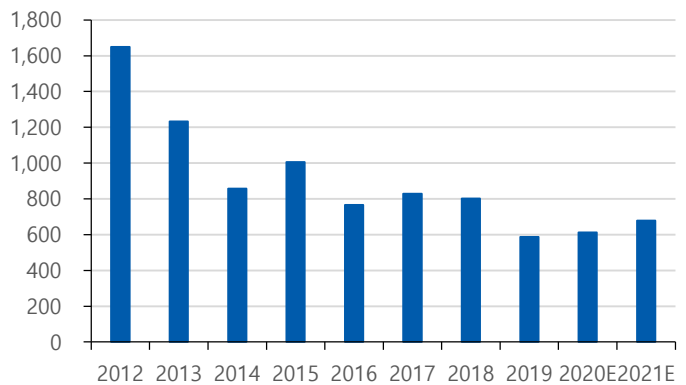
자료: 엔씨소프트

‘리니지W’ 국가별 매출순위 (11/11, 구글플레이 기준)

국가	순위
한국	1
대만	1
홍콩	1
필리핀	16

자료: 애플

‘길드워2’ 해외 매출액 추이 (단위 : 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터, 엔씨소프트

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,012	24,162	24,448	32,261	27,651
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,012	24,162	24,448	32,261	27,651
판매비	12,222	15,914	18,659	21,692	20,423
영업이익	4,790	8,248	5,789	10,568	7,228
EBITDA	5,315	8,906	6,675	11,662	8,419
영업외손익	172	-215	1,020	1,161	1,425
외환관련손익	218	-142	27	238	291
이자손익	252	238	157	329	467
관계기업관련손익	-193	-56	182	211	245
기타	-105	-256	653	381	422
법인세비용차감전순손익	4,962	8,033	6,809	11,729	8,654
법인세비용	1,370	2,166	1,530	2,636	1,945
계속사업순손익	3,592	5,866	5,278	9,093	6,709
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,592	5,866	5,278	9,093	6,709
지배지분순이익	3,582	5,874	5,299	9,128	6,735
포괄순이익	2,645	7,517	5,263	8,964	6,503
지배지분포괄이익	2,627	7,521	5,272	8,980	6,515

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	6,397	8,416	6,056
당기순이익	3,592	5,866	5,278	9,093	6,709
감가상각비	512	648	876	1,086	1,182
외환손익	-56	33	-177	-238	-291
중속, 관계기업관련손익	46	-6	-4	-211	-245
자산부채의 증감	-708	-458	1,670	-911	-905
기타현금흐름	537	993	-1,246	-402	-395
투자활동 현금흐름	-2,342	-6,956	661	-1,857	-1,857
투자자산	2,574	-6,668	452	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-510	-644	-1,669	-1,669	-1,669
유형자산 감소	8	22	3	3	3
기타현금흐름	-4,414	335	1,875	-191	-191
재무활동 현금흐름	-457	-1,593	1,140	781	781
단기차입금	60	-62	1,401	10	10
사채 및 장기차입금	992	0	1,983	2,992	2,992
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,246	-1,076	-1,762	-1,739	-1,739
기타현금흐름	-263	-455	-482	-482	-482
연결범위변동 등 기타	55	11	647	3,447	4,233
현금의 증감	1,179	-1,462	8,845	10,787	9,212
기초 현금	1,856	3,034	1,573	10,418	21,205
기말 현금	3,034	1,573	10,418	21,205	30,417
NOPLAT	4,790	8,248	5,789	10,568	7,228
FCF	3,412	6,432	4,727	6,747	4,386

자료: 유안타증권

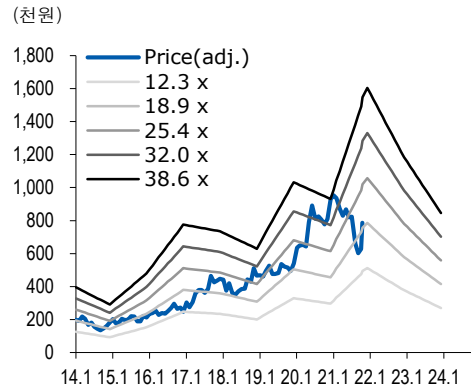
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	20,879	24,444	27,477	38,636	48,398
현금및현금성자산	3,034	1,573	10,418	21,205	30,417
매출채권 및 기타채권	2,706	2,816	216	238	262
재고자산	21	7	13	17	14
비유동자산	12,585	16,368	20,258	20,831	21,307
유형자산	3,504	3,684	6,160	6,741	7,224
관계기업 등 지분관련 자산	436	673	642	642	642
기타투자자산	7,033	10,265	11,620	11,620	11,620
자산총계	33,464	40,812	47,736	59,467	69,706
유동부채	4,498	5,093	5,420	5,655	5,913
매입채무 및 기타채무	1,947	2,339	1,822	1,895	1,971
단기차입금	113	53	1,452	1,462	1,472
유동성장기부채	0	0	390	390	390
비유동부채	3,844	4,272	8,164	12,021	16,739
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	2,494	2,496	4,090	7,083	10,075
부채총계	8,342	9,365	13,583	17,675	22,652
지배지분	24,992	31,416	34,121	41,754	47,011
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,355	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	23,821	28,568	30,931	38,320	43,316
비지배지분	130	31	31	38	43
자본총계	25,122	31,447	34,152	41,791	47,054
순차입금	-14,373	-18,126	-18,657	-26,352	-32,472
총차입금	3,349	3,067	7,937	11,029	14,121

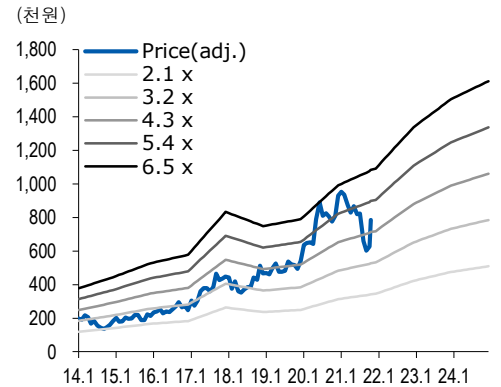
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	16,320	26,756	24,136	41,578	30,676
BPS	121,275	152,449	167,775	205,304	231,156
EBITDAPS	24,216	40,566	30,403	53,121	38,346
SPS	77,514	110,057	111,358	146,946	125,949
DPS	5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
PER	30.5	28.6	32.6	18.9	25.6
PBR	4.1	5.0	4.7	3.8	3.4
EV/EBITDA	17.9	16.9	23.1	12.5	16.6
PSR	6.4	7.0	7.1	5.3	6.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-0.8	42.0	1.2	32.0	-14.3
영업이익 증가율 (%)	-22.1	72.2	-29.8	82.6	-31.6
지배순이익 증가율 (%)	-14.4	64.0	-9.8	72.3	-26.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	28.2	34.1	23.7	32.8	26.1
지배순이익률 (%)	21.1	24.3	21.7	28.3	24.4
EBITDA 마진 (%)	31.2	36.9	27.3	36.1	30.4
ROIC	143.0	206.1	126.5	173.1	100.5
ROA	11.4	15.8	12.0	17.0	10.4
ROE	14.7	20.8	16.2	24.1	15.2
부채비율 (%)	33.2	29.8	39.8	42.3	48.1
순차입금/자기자본 (%)	-57.5	-57.7	-54.7	-63.1	-69.1
영업이익/금융비용 (배)	56.9	91.9	34.7	45.9	24.6

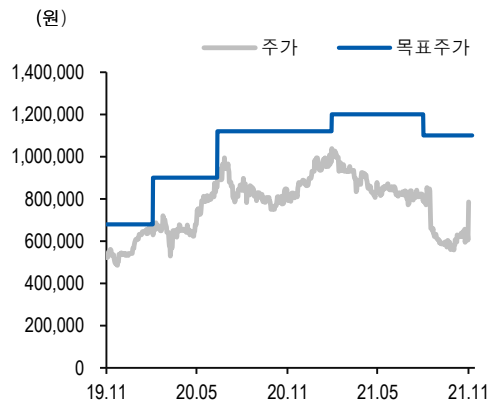
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-12	BUY	1,100,000	1년		
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: 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)	91.6
Hold(중립)	8.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



인터넷/통신/게임/엔터/레저 산업내 순위	6위(46개 기업 중)	ESG 평가 기업	엔씨소프트
Total ESG	+7점	ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
E (Environment)	+3점	Bloomberg Ticker	036570 KS
S (Social)	+3점	Industry	게임
G (Governance)	-1점	Analyst	이창영
Qualitative	+2점	Analyst Contact	changyoung.lee@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
엔씨소프트	3	3	-1	5
크래프톤	0	1	1	2
데브시스터즈	0	1	-2	-1
평균	0	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 엔씨소프트 포함 46개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

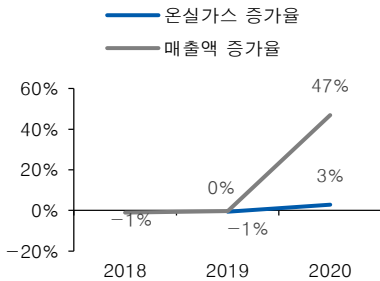
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	Sustainalytics: 2020년도 ESG 위험 등급 Low
+1	서스틴베스트: 2021 상반기 ESG 전체 등급 A
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	ESG 경영위원회 운영, 지속가능경영보고서 발간 해양보호 비영리 단체 ProtectedSeas와 해양보호구역지도 플랫폼 개발, 무료 공개 확률형 아이템 사행성 문제, 고과금 문제, 최근 직장내 성희롱 문제

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



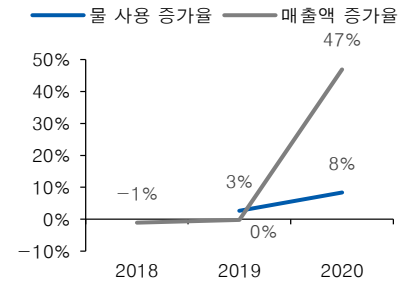
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준

▶ 2년연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

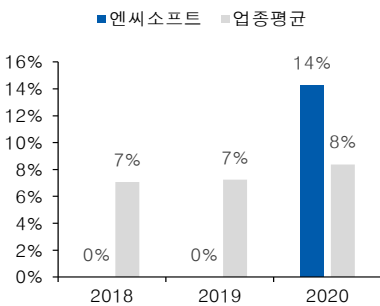


주: 국내 취수량 기준

▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

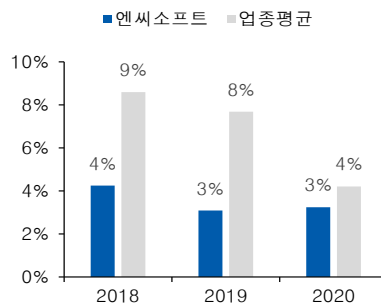
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

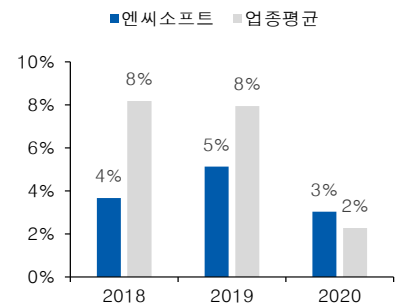
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

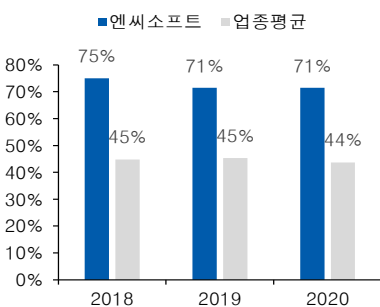


주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

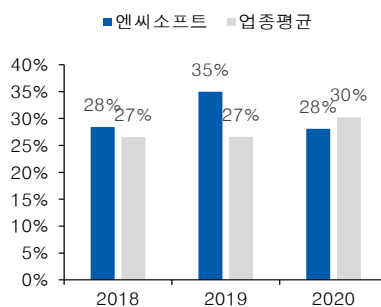
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

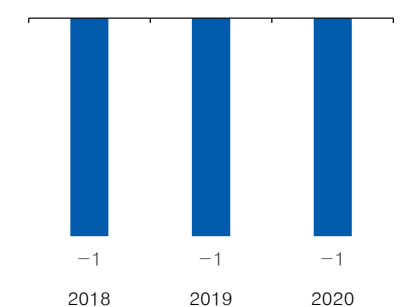
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 투자의사결정은 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.