엔씨소프트 (036570)

게임

이창영
02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	850,000원 (D)
현재주가 (2/15)	513,000원
상승여력	66%

시가총액	112,624억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	1,342억원
60일 평균 거래량	207,715주
52주 고	1,015,000원
52주 저	510,000원
외인지분율	43.73%
주요주주	김택진 외 8 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.0)	(22.3)	(48.6)
상대	(3.9)	(12.9)	(39.6)
절대(달러환산)	(12.9)	(23.7)	(52.9)

변해야 산다

4Q21 Review

매출액 7,572억원 YoY +35%, QoQ +51%, 영업이익 1,095억원 YoY -30%, QoQ +14%, 순이익 1,217억원 YoY +52%, QoQ +22%. 시장 기대치 하회

2022년 전망

기존 게임들의 자연감소가 지속되고 있으나, 리니지W의 국내외 매출이 견조하고, 3분기중 북미/유럽 등 제2권역 출시가 예정되어 있어, 매출 및 영업이익(률)상승 예상. 특히, 제2권역 출시되는 리니지W는 NFT 방식의 게임으로 출시 예정이어서, 그동안 부진했던 북미유럽 지역의 흥행가능성이 한층 높아졌다는 판단임. '로스트아크'가 최근 글로벌 동접 130만명을 기록하며 MMORPG에 대한 해외시장 수요증가도 긍정적인 요인으로 판단됨

동사는 2/14 다양한 장르의 다수 게임의 티저 영상을 공개, 향후 유저와 소통하며 개발하는 오픈 R&D를 발표. 국내 중심, MMORPG 중심에서 탈피하려는 의지를 천명함.

투자의견 BUY, 목표주가 85만원으로 하향조정

최근 국내외 게임사 벨류에이션 하락과 기존 게임 매출 하락에 따른 2022년 실적 추정치를 하향조정하여, 목표주가를 85만원으로 하향조정함

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,572	34.9	51.2	7,785	-2.7
영업이익	1,095	-30.2	13.7	2,062	-46.9
세전계속사업이익	1,492	25.3	17.8	2,075	-28.1
지배순이익	1,219	51.3	22.2	1,717	-29.0
영업이익률 (%)	14.5	-13.4 %pt	-4.7 %pt	26.5	-12.0 %pt
지배순이익률 (%)	16.1	+1.7 %pt	-3.8 %pt	22.1	-6.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	24,162	23,088	32,045	34,453
영업이익	8,248	3,752	8,693	10,801
지배순이익	5,874	3,969	7,946	9,944
PER	28.6	35.6	14.2	11.3
PBR	5.0	4.0	2.7	2.2
EV/EBITDA	16.9	26.7	9.2	6.7
ROE	20.8	12.4	22.1	22.9

자료: 유안타증권

4Q21 Review

매출액 7,572억원 YoY +35%, QoQ +51%, 영업이익 1,095억원 YoY -30%, QoQ +14%, 순이익 1,217억원 YoY +52%, QoQ +22%. 시장 기대치 하회

리니지M 888억원 YoY -58%, 리니지2M 1,245억원 YoY -25%, PC온라인 게임 895억원 YoY -26%로 기존 게임 매출 감소가 크게 나타남. 반면 지난해 11/4 출시된 리니지 W가 3,576억원, 일매출 61.7억원을 기록, 동사 게임 역대 최고 매출을 경신함

비용면에서 인센티브 지급 등으로 인건비가 전분기 대비 815억원, 마케팅비가 642억원 증가하며 매출 상승에도 영업이익(률) 감소하며 시장기대치 하회의 주 원인이 됨

2022년 전망

기존 게임들의 자연감소가 지속되고 있으나, 리니지W의 국내외 매출이 견조하고, 3분기중 북미/유럽 등 제2권역 출시가 예정되어 있어, 매출 및 영업이익(률)상승 예상. 특히, 제2권역 출시되는 리니지W는 NFT 방식의 게임으로 출시 예정이어서, 그동안 부진했던 북미유럽 지역의 흥행가능성이 한층 높아졌다는 판단임. '로스트아크'가 최근 글로벌 동접 130만명을 기록하는등 MMORPG에 대한 해외시장 수요 증가도 긍정적인 요인으로 판단됨

동사는 2/14 다양한 장르의 다수 게임의 티저 영상을 공개, 향후 유저와 소통하며 개발하는 오픈 R&D를 발표. 국내 중심, MMORPG 중심에서 탈피하려는 의지를 천명함.

동사의 NFT, 다양한 장르, 플랫폼으로의 확장 노력은 리니지IP 게임들의 안정적인 현금흐름을 바탕으로 떨어진 동사 벨류에이션을 회복할 수 있는 좋은 기회가 될 것으로 기대함

투자의견 BUY, 목표주가 85만원으로 하향조정

최근 국내외 게임사 벨류에이션 하락과 기존 게임 매출 하락에 따른 2022년 실적 추정치를 하향조정하여, 목표주가를 85만원으로 하향조정함

엔씨소프트 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
Sales	5,125	5,385	5,006	8,386	8,198	7,631	7,853	8,363	24,162	23,088	32,045	34,453
YoY	*-30%*	*0%*	*-14%*	*49%*	*60%*	*42%*	*57%*	*0%*	*42%*	*-4%*	*39%*	*8%*
Lineage 1	489	364	291	196	219	207	213	210	1,757	1,341	850	1,695
Lineage 2	262	242	250	243	247	245	246	245	1,045	997	983	934
Aion	234	195	179	141	187	176	171	169	456	749	702	667
Blade & Soul	141	98	104	93	109	101	102	101	722	436	413	463
Guild War 2	163	160	192	222	221	298	280	255	612	737	1,055	638
Royalty Sales	455	428	408	432	433	431	425	426	2,180	1,724	1,715	1,447
모바일게임	3,249	3,521	3,311	6,024	6,547	5,926	6,146	6,155	16,784	16,105	24,774	23,717
리니지 m	1,726	1,342	1,503	888	877	895	939	986	8,287	5,459	3,698	4,176
리니지2m	1,522	2,180	1,579	1,245	1,174	1,116	1,060	1,007	8,496	6,526	4,357	2,873
블소2	-	-	229	315	252	227	204	184	-	544	867	883
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,450
리니지 W	-	-	-	3,576	4,243	3,689	3,942	3,978	-	3,576	15,852	13,336
TL	-	-	-		-	-	-	552	-	-	552	1,341
Cost	4,558	4,258	4,044	6,477	5,750	5,629	5,887	6,087	15,914	19,336	23,352	23,653
인건비	2,325	1,860	1,748	2,562	2,217	2,284	2,352	2,448	7,182	8,495	9,300	11,022
마케팅비	550	556	539	1,181	656	687	864	920	1,270	2,826	3,126	2,640
감가상각비	209	235	235	256	258	270	277	287	637	936	1,092	1,112
매출변동비 및 기타	1,473	1,607	1,522	2,477	2,620	2,388	2,393	2,432	6,826	7,079	9,834	8,878
영업이익	567	1,128	963	1,909	2,448	2,003	1,966	2,277	8,248	3,752	8,693	10,801
YoY	*-77%*	*-46%*	*-56%*	*22%*	*331%*	*78%*	*104%*	*19%*	*72%*	*-55%*	*132%*	*24%*
영업이익률	11.1%	20.9%	19.2%	22.8%	29.9%	26.2%	25.0%	27.2%	34.1%	16.3%	27.1%	31.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

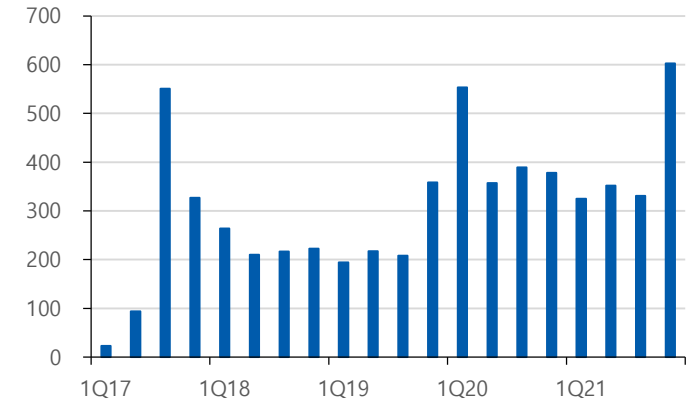
목표주가 산정내역 (단위: 배)

	22E PER	22E ROE
ACTIVISION BLIZZ	21.1	15.0
TENCENT	26.0	15.6
PEARL ABYSS	25.5	33.0
NETEASE	22.8	17.8
KRAFTON	19.5	16.5
NETMARBLE	26.0	6.4
평균	23.5 (A)	17.4
2022년 추정 EPS (B)	36,194	
목표주가 (A) X (B)	850,167	

자료: 유안타증권 리서치센터

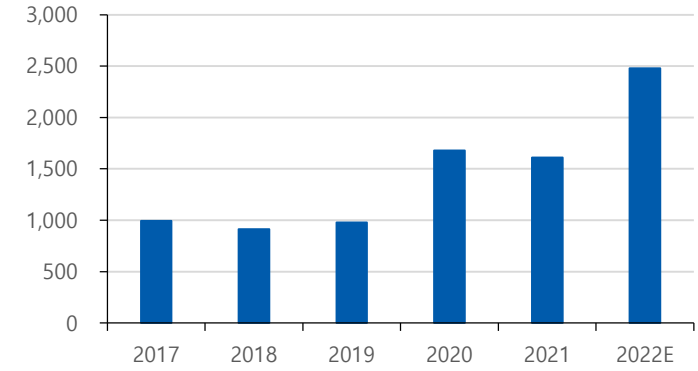
Key Chart

분기별 모바일 게임 매출액
(단위 : 십억원)



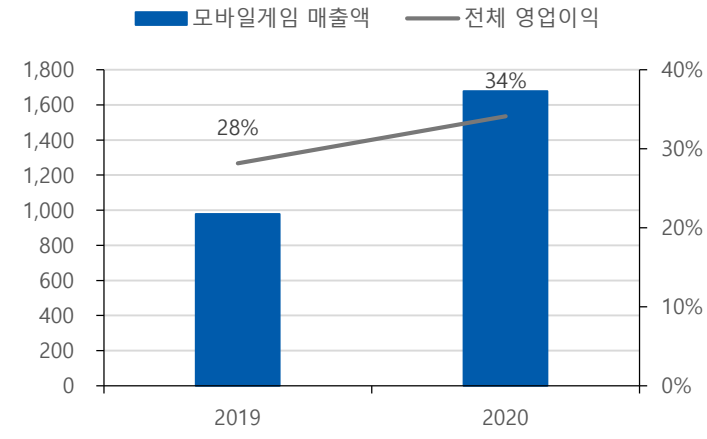
자료: 엔씨소프트

연도별 모바일 게임 매출액& 전망
(단위 : 십억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

2019 vs 2020 모바일게임 매출액 & 영업이익률
(단위 : 십억원)



자료: 엔씨소프트

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	**24,162**	**23,088**	**32,045**	**34,453**	**36,659**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,162	23,088	32,045	34,453	36,659
판관비	15,914	19,336	23,352	23,653	24,890
영업이익	**8,248**	**3,752**	**8,693**	**10,801**	**11,769**
EBITDA	8,906	4,688	9,921	12,268	13,440
영업외손익	-215	1,164	1,472	1,920	2,511
외환관련손익	-142	333	626	756	913
이자손익	238	125	301	563	936
관계기업관련손익	-56	158	187	221	260
기타	-256	547	358	380	401
법인세비용차감전순손익	8,033	4,916	10,165	12,720	14,280
법인세비용	2,166	956	2,236	2,798	3,142
계속사업순손익	5,866	3,960	7,928	9,922	11,138
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,866	3,960	7,928	9,922	11,138
지배지분순이익	**5,874**	**3,969**	**7,946**	**9,944**	**11,163**
포괄순이익	7,517	2,622	6,477	8,449	9,640
지배지분포괄이익	7,521	2,631	6,500	8,479	9,675

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	**7,076**	**6,014**	**7,229**	**9,308**	**10,542**
당기순이익	5,866	3,960	7,928	9,922	11,138
감가상각비	648	925	1,220	1,459	1,663
외환손익	33	-385	-626	-756	-913
종속,관계기업관련손익	-6	11	-187	-221	-260
자산부채의 증감	-458	2,700	-716	-713	-713
기타현금흐름	993	-1,197	-390	-382	-373
투자활동 현금흐름	**-6,956**	**-3,705**	**-3,091**	**-3,091**	**-3,091**
투자자산	-6,668	-2,932	-48	-48	-48
유형자산 증가 (CAPEX)	-644	-2,913	-2,913	-2,913	-2,913
유형자산 감소	22	3	3	3	3
기타현금흐름	335	2,137	-133	-133	-133
재무활동 현금흐름	**-1,593**	**1,731**	**829**	**829**	**829**
단기차입금	-62	1,398	10	10	10
사채 및 장기차입금	0	2,992	2,992	2,992	2,992
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,076	-1,762	-1,736	-1,736	-1,736
기타현금흐름	-455	-897	-436	-436	-436
연결범위변동 등 기타	11	162	3,614	4,907	8,022
현금의 증감	**-1,462**	**4,201**	**8,582**	**11,953**	**16,302**
기초 현금	3,034	1,573	5,774	14,356	26,309
기말 현금	1,573	5,774	14,356	26,309	42,611
NOPLAT	**8,248**	**3,752**	**8,693**	**10,801**	**11,769**
FCF	**6,432**	**3,101**	**4,316**	**6,395**	**7,629**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	**24,444**	**25,780**	**34,689**	**47,110**	**64,090**
현금및현금성자산	1,573	5,774	14,356	26,309	42,611
매출채권 및 기타채권	2,816	254	279	307	338
재고자산	7	10	14	15	16
비유동자산	16,368	21,293	23,022	24,513	25,800
유형자산	3,684	7,478	9,168	10,620	11,867
관계기업등 지분관련자산	673	692	740	788	836
기타투자자산	10,265	11,288	11,288	11,288	11,288
자산총계	**40,812**	**47,073**	**57,712**	**71,624**	**89,890**
유동부채	5,093	6,634	6,874	7,138	7,429
매입채무 및 기타채무	2,339	2,365	2,459	2,558	2,660
단기차입금	53	1,451	1,461	1,471	1,481
유동성장기부채	0	1,399	1,399	1,399	1,399
비유동부채	4,272	7,673	11,654	16,869	25,174
장기차입금	0	600	1,200	1,800	2,400
사채	2,496	3,490	5,882	8,273	10,665
부채총계	**9,365**	**14,307**	**18,528**	**24,007**	**32,603**
지배지분	31,416	32,738	39,150	47,575	57,237
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	28,568	30,606	36,816	45,023	54,450
비지배지분	31	28	34	41	50
자본총계	**31,447**	**32,767**	**39,184**	**47,616**	**57,287**
순차입금	**-18,126**	**-15,991**	**-21,481**	**-30,342**	**-43,553**
총차입금	3,067	8,895	11,986	15,078	18,169

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
EPS	26,756	18,078	36,194	45,295	50,847
BPS	152,449	161,213	192,784	234,274	281,854
EBITDAPS	40,566	21,355	45,192	55,879	61,219
SPS	110,057	105,166	145,963	156,934	166,981
DPS	8,550	8,550	8,550	8,550	8,550
PER	**28.6**	**35.6**	**14.2**	**11.3**	**10.1**
PBR	**5.0**	**4.0**	**2.7**	**2.2**	**1.8**
EV/EBITDA	**16.9**	**26.7**	**9.2**	**6.7**	**5.1**
PSR	**7.0**	**6.1**	**3.5**	**3.3**	**3.1**

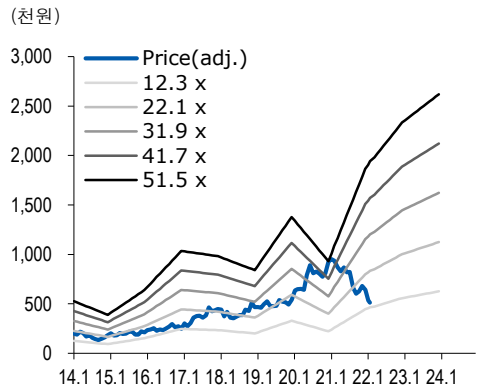
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	**42.0**	**-4.4**	**38.8**	**7.5**	**6.4**
영업이익 증가율 (%)	**72.2**	**-54.5**	**131.7**	**24.3**	**9.0**
지배순이익 증가율 (%)	**64.0**	**-32.4**	**100.2**	**25.1**	**12.3**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**34.1**	**16.3**	**27.1**	**31.3**	**32.1**
지배순이익률 (%)	24.3	17.2	24.8	28.9	30.5
EBITDA 마진 (%)	36.9	20.3	31.0	35.6	36.7
ROIC	206.1	73.4	105.9	102.5	92.0
ROA	15.8	9.0	15.2	15.4	13.8
ROE	**20.8**	**12.4**	**22.1**	**22.9**	**21.3**
부채비율 (%)	29.8	43.7	47.3	50.4	56.9
순차입금/자기자본 (%)	-57.7	-48.8	-54.9	-63.8	-76.1
영업이익/금융비용 (배)	91.9	29.0	50.1	49.7	45.0

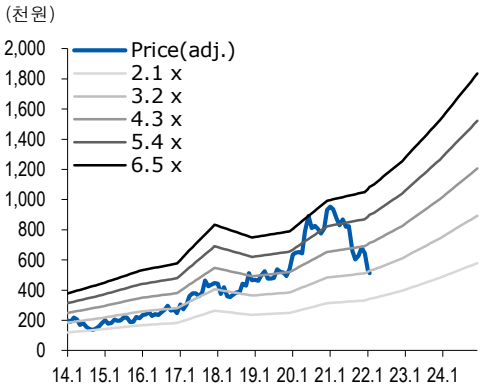
자료: 유안타증권

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

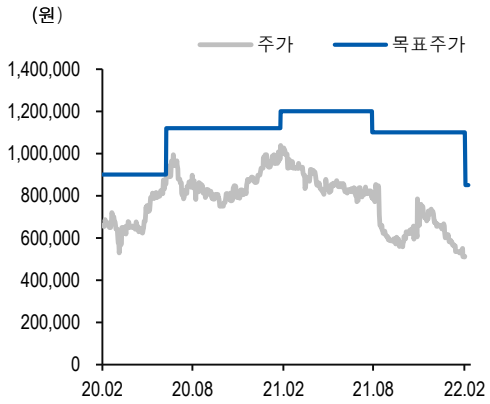
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-16	BUY	850,000	1년		
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년	-41.75	-22.45
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

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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 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.