



BUY(Maintain)

목표주가: 650,000원

주가(3/23): 469,000원

시가총액: 102,964억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/23)		2,735.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	936,000원	424,500원
등락률	-49.9%	10.5%
수익률	절대	상대
1M	1.2%	0.6%
6M	-19.7%	-8.2%
1Y	-47.8%	-41.9%

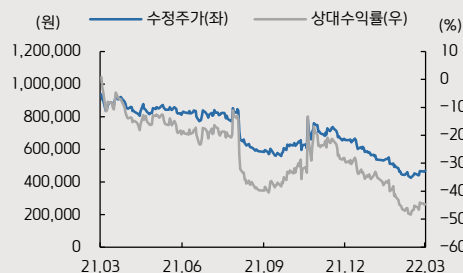
Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	194천주
외국인 지분율	42.5%
배당수익률(21E)	0.9%
BPS(21E)	143,538원
주요 주주	김택진 외 8인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,701.2	2,416.2	2,308.8	2,997.9
영업이익	479.0	824.8	375.2	667.4
EBITDA	531.5	890.6	451.1	761.8
세전이익	496.2	803.3	491.3	786.7
순이익	359.2	586.6	395.7	570.3
지배주주지분순이익	358.2	587.4	396.9	570.3
EPS(원)	16,320	26,756	18,078	25,978
증감률(% YoY)	-14.4	63.9	-32.4	43.7
PER(배)	33.1	34.8	35.6	17.8
PBR(배)	4.75	6.51	4.48	2.70
EV/EBITDA(배)	19.7	21.0	28.3	11.0
영업이익률(%)	28.2	34.1	16.3	22.3
ROE(%)	14.7	20.8	12.6	16.5
순차입금비율(%)	-56.3	-56.7	-42.8	-47.8

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

아직은 넘어야 할 산이 많은 상황



최근 동사는 신규 IP 기반 영상 공개를 통해 브랜드 이미지를 제고하고 신작 성공 가능성을 높이려고 노력 중이다. TL 인게임 영상과 프로젝트 E 시네마틱 영상에 대한 긍정적 유저 반응이 확인된다. 다만 유저 참여율이 경쟁사 주력 게임 대비 낮기에, 대중적인 행사를 통한 진성 유저 추가가 필요하다. 신작 기대감으로 주가 바닥은 확인했지만, 23E 출시 라인업 확보를 통한 실적 보강이 필요하다.

>>> 신규 IP 영상에 대한 긍정적 피드백, 과제도 존재

TL 인게임 영상에서 다양한 공성 병기를 활용한 공성전과 변신을 포함한 전투 시스템 등을 중심으로 긍정적 유저 피드백을 확보했으며, 프로젝트 E 시네마틱 영상에서는 한국식 소울라이크 게임 등장을 기대하는 유저들의 반응도 보였다. 다만 과제도 명확했는데, TL 전투시스템이 리니지의 틀에서 벗어나지 못했다는 비판과 프로젝트 E 영상 마지막에 등장하는 서구식 캐릭터 등장은 동 장르가 MMORPG에 국한될 수 있다는 일부 유저들의 실망으로 이어졌다. 이에 향후 기존 틀에서 벗어난 게임 시스템과 장르의 확장성을 보여주는게 중요할 것으로 판단된다.

>>> 영상별 유저 참여 지표, 경쟁사 대비 낮은 수준

동사가 올해 2월 이후 공개한 3개 영상 유튜브 평균 조회수는 3.2백만뷰로서, 절대적 트래픽은 긍정적인 수준이다. 다만 전체 조회수 대비 좋아요와 댓글수 평균 비율은 각각 0.05%와 0.01%로, 경쟁사인 펠어비스 주요 신작 영상 평균 대비 각각 5% 수준에 불과하다. 엔씨소프트의 이러한 현상은 2가지 관점으로 해석될 수 있는데, 첫째 상대적으로 낮은 브랜드 호감도와 둘째로 대중적이지 못한 영상 공개 방식을 들 수 있다. 동사가 다양한 글로벌 유저들을 대상으로 접점을 늘리고 이를 통해 진성 유저들을 확보하기 위해서는 글로벌 게임쇼를 포함한 주요 이벤트를 적극 활용할 필요가 있다.

>>> 신작 기대감으로 주가 바닥 확인, 23E 라인업 보강 필요

최근 신규 IP 영상 공개를 통한 기대감 확보로 동사 주가의 바닥은 확인했다고 판단된다. 다만 23E 출시 라인업 확보를 통한 지속 성장에 대한 확신은 아직 부족하다. 동사 주요 캐시카우 역할을 담당하는 리니지W 일평균 매출은 22E 38억원에서 23E 29억원으로 하향 안정화를 가정하고 있으며, 23E 주요 신작 파이프라인이 특정되지 않아 해당 시기의 신작 추정치를 거의 배제하고 있다. 이에 23E 실적은 표면적으로 전년대비 역성장이 전망되며, 지속 성장을 위해 무게감 있는 신작 중심으로 출시 타임라인 공개가 선행되어야 할 것이다. TL 초기 패키지 판매량은 올해 4분기 180만장과 5년간 누적 판매 600만장으로 기존 추정치 대비 20% 상향했다. 다만 리니지 분기별 매출에 대한 보수적인 가정을 추가한 결과 22E 지배주주지분은 기존 대비 0.6% 하향 조정했다.

주요 게임 영상별 유저 참여 지표 (엔씨소프트 vs. 펠어비스)

(천개)	엔씨소프트			펠어비스		
	신규 IP 5 종 티징	TL 인게임	프로젝트 E 시네마틱	붉은사막 인게임	도깨비 인게임	도깨비 뮤직비디오
공개일	2022. 2. 14.	2022. 3. 17.	2022. 3. 17.	2020. 12. 11.	2021. 8. 26.	2021. 12. 10.
조회수	3,001	4,173	2,545	1,181	8,322	3,674
좋아요	1	3	1	11	69	35
댓글수	0	0	0	2	10	6
좋아요 비율	0.03%	0.08%	0.04%	0.93%	0.83%	0.95%
댓글수 비율	0.01%	0.01%	0.01%	0.16%	0.12%	0.15%

주: 게임별 유튜브 공식 채널 영상, 3/23일 17시 기준

자료: YouTube, 엔씨소프트, Crimson Desert, DokeV, 키움증권

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	512.5	538.5	500.6	757.2	754.9	679.1	728.5	835.6	2,308.8	2,997.9	2,710.4
PC 게임	129.0	106.0	101.6	89.5	94.0	98.5	97.7	170.5	426.1	460.7	442.3
모바일 게임	328.3	380.0	348.5	614.6	613.3	531.4	582.2	561.5	1,671.5	2,288.4	2,021.9
콘솔 게임								54.6		54.6	61.7
기타	9.7	9.7	9.7	9.7	9.0	9.0	9.0	9.0	38.9	36.0	34.2
로열티	45.5	42.8	40.8	43.2	38.5	40.1	39.6	40.0	172.4	158.2	150.3
영업비용	455.8	425.8	404.4	647.7	576.3	529.8	566.4	658.0	1,933.6	2,330.5	2,365.6
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	178.5	149.2	162.0	177.6	375.2	667.4	344.8
영업이익률(%)	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	23.7%	22.0%	22.2%	21.3%	16.3%	22.3%	12.7%
영업외손익	36.1	10.2	30.4	39.4	31.5	31.5	31.5	24.7	116.1	119.2	127.0
법인세차감전순이익	92.8	123.0	126.6	148.9	210.0	180.7	193.5	202.4	491.3	786.7	471.8
법인세차감전순이익률(%)	18.1%	22.8%	25.3%	19.7%	27.8%	26.6%	26.6%	24.2%	21.3%	26.2%	17.4%
법인세비용	12.6	28.7	27.2	27.2	57.8	49.7	53.2	55.6	95.6	216.3	129.8
법인세율(%)	13.6%	23.3%	21.4%	18.2%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	19.5%	27.5%	27.5%
당기순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	152.3	131.0	140.3	146.7	395.7	570.3	342.1
당기순이익률(%)	15.6%	17.5%	19.9%	16.1%	20.2%	19.3%	19.3%	17.6%	17.1%	19.0%	12.6%
지배주주지분	80.9	94.4	99.7	121.9	152.3	131.0	140.3	146.7	396.9	570.3	342.1
비지배주주지분	-0.7	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	3,000.5	2,714.9	2,880.3	2,997.9	2,710.4	2,874.0	-0.1%	-0.2%	-0.2%
영업이익	672.5	350.3	353.3	667.4	344.8	346.2	-0.7%	-1.6%	-2.0%
영업이익률	22.4%	12.9%	12.3%	22.3%	12.7%	12.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
법인세차감전순이익	791.7	477.3	487.2	786.7	471.8	480.1	-0.6%	-1.1%	-1.5%
당기순이익	574.0	346.1	353.2	570.3	342.1	348.1	-0.6%	-1.1%	-1.5%
지배주주지분	574.0	346.1	353.2	570.3	342.1	348.1	-0.6%	-1.1%	-1.5%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	768.8	678.9	732.6	820.2	754.9	679.1	728.5	835.6	-1.8%	0.0%	-0.6%	1.9%
영업이익	194.6	151.9	176.5	149.4	178.5	149.2	162.0	177.6	-8.3%	-1.7%	-8.2%	18.9%
영업이익률	25.3%	22.4%	24.1%	18.2%	23.7%	22.0%	22.2%	21.3%	-1.7%	-0.4%	-1.9%	3.0%
법인세차감전순이익	226.1	183.4	208.0	174.2	210.0	180.7	193.5	202.4	-7.1%	-1.4%	-7.0%	16.2%
당기순이익	163.9	132.9	150.8	126.3	152.3	131.0	140.3	146.7	-7.1%	-1.4%	-7.0%	16.2%
지배주주지분	163.9	132.9	150.8	126.3	152.3	131.0	140.3	146.7	-7.1%	-1.4%	-7.0%	16.2%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,701.2	2,416.2	2,308.8	2,997.9	2,710.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,308.8	2,997.9	2,710.4
판매비	1,222.2	1,591.4	1,933.6	2,330.5	2,365.6
영업이익	479.0	824.8	375.2	667.4	344.8
EBITDA	531.5	890.6	451.1	761.8	459.2
영업외손익	17.2	-21.5	116.1	119.2	127.0
이자수익	33.6	32.8	30.3	36.7	41.3
이자비용	8.4	9.0	21.7	21.7	21.7
외환관련이익	38.3	23.9	23.9	23.9	23.9
외환관련손실	16.5	38.1	38.1	38.1	38.1
종속 및 관계기업손익	-19.3	-5.6	15.8	3.5	5.5
기타	-10.5	-25.5	105.9	114.9	116.1
법인세차감전이익	496.2	803.3	491.3	786.7	471.8
법인세비용	137.0	216.6	95.6	216.3	129.8
계속사업손익	359.2	586.6	395.7	570.3	342.1
당기순이익	359.2	586.6	395.7	570.3	342.1
지배주주순이익	358.2	587.4	396.9	570.3	342.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.8	42.0	-4.4	29.8	-9.6
영업이익 증감율	-22.1	72.2	-54.5	77.9	-48.3
EBITDA 증감율	-17.3	67.6	-49.3	68.9	-39.7
지배주주순이익 증감율	-14.3	64.0	-32.4	43.7	-40.0
EPS 증감율	-14.4	63.9	-32.4	43.7	-40.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	28.2	34.1	16.3	22.3	12.7
EBITDA Margin(%)	31.2	36.9	19.5	25.4	16.9
지배주주순이익률(%)	21.1	24.3	17.2	19.0	12.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	392.2	707.6	552.6	616.7	500.3
당기순이익	359.2	586.6	395.7	570.3	342.1
비현금항목의 가감	200.4	317.0	131.0	276.2	203.0
유형자산감가상각비	51.2	64.8	68.1	93.5	113.5
무형자산감가상각비	1.2	1.0	7.8	0.9	0.9
지분법평가손익	-19.3	-6.8	-15.8	-3.5	-5.5
기타	167.3	258.0	70.9	185.3	94.1
영업활동자산부채증감	-70.8	-45.8	110.8	-30.5	63.4
매출채권및기타채권의감소	-106.1	10.9	39.1	-42.4	27.3
재고자산의감소	-1.1	0.5	0.0	-0.2	0.1
매입채무및기타채무의증가	2.8	3.1	11.7	12.3	12.9
기타	33.6	-60.3	60.0	-0.2	23.1
기타현금흐름	-96.6	-150.2	-84.9	-199.3	-108.2
투자활동 현금흐름	-234.2	-695.6	1,260.5	327.1	61.9
유형자산의 취득	-51.0	-64.4	-440.0	-190.0	-190.0
유형자산의 처분	0.8	2.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.8	-0.4	0.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	205.8	-349.6	-30.0	-30.0	-30.0
단기금융자산의감소(증가)	-284.1	-493.2	1,520.5	342.1	77.0
기타	-102.9	209.8	210.0	210.0	209.9
재무활동 현금흐름	-45.7	-159.3	78.3	-164.5	-167.4
차입금의 증가(감소)	105.2	-6.2	300.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-124.6	-107.6	-176.2	-119.0	-121.8
기타	-26.3	-45.5	-45.5	-45.5	-45.6
기타현금흐름	5.5	1.1	-322.3	14.7	14.7
현금 및 현금성자산의 순증가	117.9	-146.2	1,569.0	793.9	409.6
기초현금 및 현금성자산	185.6	303.4	157.3	1,726.3	2,520.2
기말현금 및 현금성자산	303.4	157.3	1,726.3	2,520.2	2,929.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,453.5	2,947.7	3,252.8
현금 및 현금성자산	303.4	157.3	1,726.3	2,520.2	2,929.8
단기금융자산	1,468.8	1,962.0	441.4	99.3	22.3
매출채권 및 기타채권	270.6	281.6	242.4	284.8	257.5
재고자산	2.1	0.7	0.7	0.9	0.8
기타유동자산	43.0	42.8	42.7	42.5	42.4
비유동자산	1,258.5	1,636.8	2,130.5	2,264.6	2,380.7
투자자산	744.2	1,093.8	1,139.6	1,173.1	1,208.6
유형자산	350.4	368.4	740.3	836.8	913.3
무형자산	49.6	49.7	41.9	46.0	50.1
기타비유동자산	114.3	124.9	208.7	208.7	208.7
자산총계	3,346.4	4,081.2	4,584.0	5,212.3	5,633.5
유동부채	449.8	509.3	662.8	675.1	688.0
매입채무 및 기타채무	194.7	233.9	245.6	257.9	270.8
단기금융부채	42.7	42.2	182.2	182.2	182.2
기타유동부채	212.4	233.2	235.0	235.0	235.0
비유동부채	384.4	427.2	768.0	770.5	773.1
장기금융부채	315.1	295.4	635.4	635.4	635.4
기타비유동부채	69.3	131.8	132.6	135.1	137.7
부채총계	834.2	936.5	1,430.8	1,445.6	1,461.1
지배지분	2,499.2	3,141.6	3,151.2	3,764.8	4,170.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	435.5	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8
기타포괄손익누계액	108.4	278.2	73.6	238.7	403.8
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,071.0	3,519.5	3,760.0
비지배지분	13.0	3.1	1.9	1.9	1.9
자본총계	2,512.2	3,144.7	3,153.2	3,766.7	4,172.4
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	16,320	26,756	18,078	25,978	15,582
BPS	113,836	143,098	143,538	171,485	189,961
CFPS	25,497	41,161	23,991	38,558	24,827
DPS	5,220	8,550	5,860	6,000	5,000
주가배수(배)					
PER	33.1	34.8	35.6	18.1	30.1
PER(최고)	34.5	37.3	58.0		
PER(최저)	26.0	18.8	30.7		
PBR	4.75	6.51	4.48	2.73	2.47
PBR(최고)	4.95	6.97	7.30		
PBR(최저)	3.73	3.52	3.87		
PSR	6.98	8.46	6.11	3.43	3.80
PCFR	21.2	22.6	26.8	12.2	18.9
EV/EBITDA	19.7	21.0	28.3	11.2	17.8
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.0	30.0	30.1	21.4	29.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.0	0.9	0.9	1.3	1.1
ROA	11.4	15.8	9.1	11.6	6.3
ROE	14.7	20.8	12.6	16.5	8.6
ROIC	115.1	202.9	59.8	63.0	29.3
매출채권회전율	7.6	8.8	8.8	11.4	10.0
재고자산회전율	1,105.6	1,733.4	3,304.4	3,820.3	3,210.9
부채비율	33.2	29.8	45.4	38.4	35.0
순차입금비용	-56.3	-56.7	-42.8	-47.8	-51.2
이자보상배율	56.9	91.9	17.3	30.7	15.9
총차입금	357.8	337.5	817.5	817.5	817.5
순차입금	-1,414.4	-1,781.7	-1,350.2	-1,802.0	-2,134.6
NOPLAT	531.5	890.6	451.1	761.8	459.2
FCF	234.6	602.8	48.9	352.8	232.8

Compliance Notice

- 당사는 3월 23일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

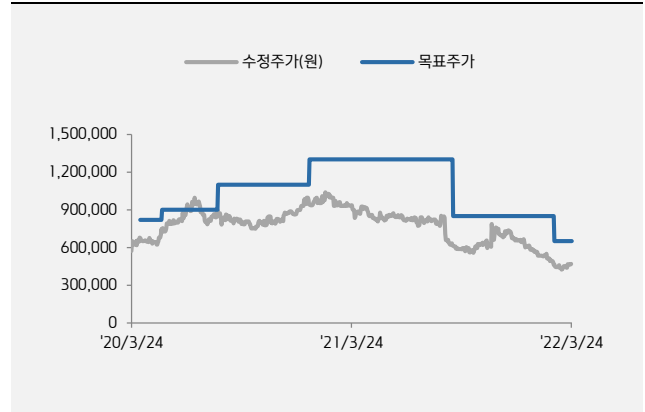
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 변동 내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2020-04-07	Buy(Maintain)	820,000원	6개월	-20.05	-8.90
	2020-05-13	Buy(Maintain)	900,000원	6개월	-5.97	10.56
	2020-08-14	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-23.52	-20.73
	2020-09-02	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-26.61	-20.73
	2020-11-18	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-24.02	-9.55
	2021-01-13	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-25.83	-22.46
	2021-02-08	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-29.12	-20.15
	2021-05-17	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-31.23	-20.15
	2021-08-12	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-43.79	-34.38
	2021-09-08	Buy(Maintain)	850,000원	6개월	-27.31	-7.53
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	650,000원	6개월	-30.89	-27.85
	2022-03-24	Buy(Maintain)	650,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%