

# 엔씨소프트 (036570)

## 게임



### 이창영

02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>850,000원 (M)</b>
현재주가 (5/13)	<b>439,500원</b>
상승여력	<b>93%</b>

시가총액	96,488억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	683억원
60일 평균 거래량	150,911주
52주 고	872,000원
52주 저	398,500원
외인지분율	42.09%
주요주주	김택진 외 6인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.1)	(14.0)	(47.7)
상대	(0.0)	(9.3)	(37.3)
절대(달러환산)	(8.7)	(20.0)	(54.2)

## 믿을 것은 개발력 뿐이고

### 1Q22 Review

매출액 7,903억원 YoY+54%, QoQ +4% 영업이익 2,442억원 YoY+330%, QoQ +123%, 당기순이익 1,683억원 YoY+110%, QoQ +38%. 시장기대치 상회.

‘리니지M’ 1,159억원 QoQ +31%, ‘리니지2M’ 1,274억원 QoQ +2%, ‘PC 리니지’ 262억원 QoQ +34%로 기존 리니지 IP 매출이 전분기 대비 크게 증가하였고, 새로이 온기로 매출 반영된 ‘리니지W’가 3,732억원 추가되며 전년 대비 높은 성장을 시현함.

비용면에서 인센티브 지급 효과 감소로 인건비가 전분기 대비 377억원, 마케팅비가 764억원 감소하며 영업이익(률) 시장기대치 상회의 주 원인이 됨

### 2분기 및 하반기

‘리니지W’ 북미/유럽 출시, ‘블소2’ 일본/대만 출시, ‘TL’ PC/콘솔 글로벌 출시 등 신작이 대부분 4분기에 출시될 것으로 예상되고, 동사 실적에서 현재 가장 큰 비중을 차지하는 ‘리니지W’ 매출의 자연 감소가 진행될 것으로 전망되는 바, 실적 추세는 1분기 > 2분기 > 3분기 < 4분기의 흐름이 나타날 것으로 전망

## 믿을 것은 게임 개발력 뿐이다

동사는 ‘리니지’IP 중심의 과도한 과금 모델, 코인 연계한 P2E 게임에 대한 소극적 대응 등으로 최근까지 시장에서 과도한 밸류에이션 디스카운트를 받아왔음. 하지만, 동사는 ‘리니지M’ 누적 매출액 4.2조원, ‘리니지2M’ 1.8조원, 그리고 최근 ‘리니지W’ 5개월 누적 매출액 7,300억원 등 게임 흥행 능력(개발력)에 대해서는 글로벌 최고 수준임을 꾸준히 입증하고 있음.

동사는 2022년 ‘리니지’ IP를 넘어서는 새로운 IP(‘TL’)로 해외 매출 비중 확대를 계획 중이며, 이는 최근 코인 가격 하락과 코인 연계된 P2E 모델의 흥행 부진으로 동사의 게임 개발력에 대한 중요성(밸류에이션 회복)이 다시 부각될 것으로 판단됨

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,903	54.2	4.4	7,335	7.8
영업이익	2,442	330.4	123.1	1,899	28.6
세전계속사업이익	2,332	151.3	56.6	2,124	9.8
지배순이익	1,689	108.8	38.6	1,653	2.2
영업이익률 (%)	30.9	+19.8 %pt	+16.4 %pt	25.9	+5.0 %pt
지배순이익률 (%)	21.4	+5.6 %pt	+5.3 %pt	22.5	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	24,162	23,088	28,293	31,676
영업이익	8,248	3,752	7,298	8,410
지배순이익	5,874	3,969	5,933	7,323
PER	28.6	44.3	16.3	13.2
PBR	5.0	5.2	2.5	2.1
EV/EBITDA	16.9	34.7	9.2	7.4
ROE	20.8	12.6	17.7	18.9

자료: 유안타증권

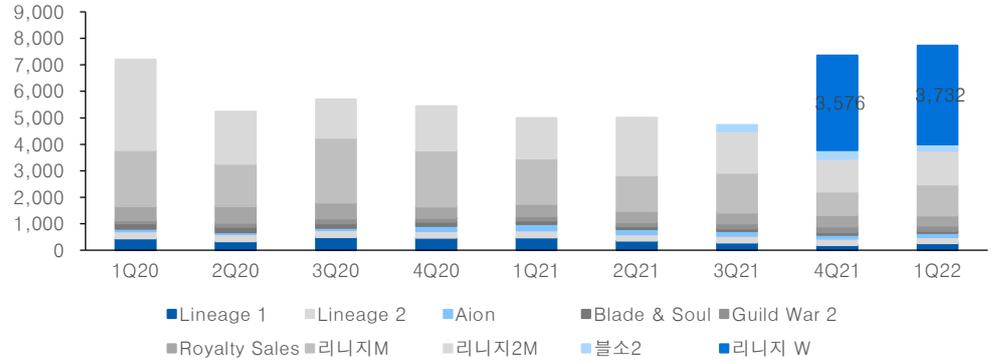
엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,125	5,385	5,006	7,572	7,903	6,435	6,274	7,681	24,162	23,088	28,293	31,676
YoY	-30%	0%	-14%	35%	54%	19%	25%	1%	42%	-4%	23%	12%
Lineage 1	489	364	291	196	262	229	221	247	1,757	1,341	959	905
Lineage 2	262	242	250	243	235	215	225	242	1,045	997	916	870
Aion	234	195	179	141	161	186	183	185	456	749	715	679
Blade & Soul	141	98	104	93	70	91	90	86	722	436	337	370
Guild War 2	163	160	192	222	203	291	238	239	612	737	971	711
Royalty Sales	455	428	408	432	388	388	414	404	2,180	1,724	1,595	1,447
기타	132	376	272	220	177	235	256	232	606	999	901	991
리니지 M	1,726	1,342	1,503	888	1,159	1,170	1,147	1,124	8,287	5,459	4,600	4,370
YoY	-19%	-16%	-39%	-59%	-32%	-12%	-22%	29%	-1%	-34%	-16%	-5%
리니지2M	1,522	2,180	1,579	1,245	1,274	1,169	1,286	1,222	8,496	6,526	4,951	4,208
YoY	-19%	-16%	-39%	-59%	-16%	-46%	-19%	-2%		-23%	-24%	-15%
블소2	-	-	229	315	242	221	199	397	-	544	1,059	847
리니지 W	-	-	-	3,576	3,732	2,239	2,015	2,603	-	3,576	10,590	10,037
TL	-	-	-	-	-	-	-	700	-	-	700	1,341
비용총계	4,558	4,258	4,044	6,477	5,461	4,924	4,876	5,734	15,914	19,336	20,996	23,266
인건비	2,325	1,860	1,748	2,562	2,185	2,235	2,265	2,317	7,182	8,495	9,002	11,022
마케팅비	550	556	539	1,181	418	470	514	1,012	1,270	2,826	2,413	2,376
감가상각비	209	235	235	256	266	264	265	264	637	936	1,058	1,077
매출변동비 및 기타	1,473	1,607	1,522	2,477	2,593	1,955	1,833	2,142	6,826	7,079	8,523	8,791
영업이익	567	1,128	963	1,095	2,442	1,511	1,398	1,947	8,248	3,752	7,298	8,410
YoY	-77%	-46%	-56%	-30%	330%	34%	45%	78%	72%	-55%	94%	15%
영업이익률	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	30.9%	23.5%	22.3%	25.3%	34.1%	16.3%	25.8%	26.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

게임별 매출액 추이



자료: 엔씨소프트

한국 구글플레이 매출 순위 (5/13)

순위 | 대한민국

1		리니지W NCSOFT
2		리니지M NCSOFT
3		오딘: 발할라 라이징 Kakao Games Corp.
4		던전앤파이터 모바일 NEXON Company
5		리니지2M NCSOFT

자료: 모바일인덱스

대만 구글플레이 매출 순위 (5/13)

대만

	Lineage W NCSOFT
	天堂M Gamania Digital Entertainment Co Ltd
	星城Online 網遊國際股份有限公司
	Garena 傳說對決: 五五好團節版本 Garena Games Online
	絕世仙王 絕妙遊戲
	奧丁: 神叛 Kakao Games Corp.

자료: 모바일인덱스

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	24,162	23,088	28,293	31,676	34,609
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,162	23,088	28,293	31,676	34,609
판매비	15,914	19,336	20,996	23,266	24,829
영업이익	8,248	3,752	7,298	8,410	9,779
EBITDA	8,906	4,689	8,305	9,423	10,778
영업외손익	-215	1,161	680	1,075	1,433
외환관련손익	-142	113	397	594	713
이자손익	238	152	182	369	595
관계기업관련손익	-56	158	82	95	110
기타	-256	737	20	18	15
법인세비용차감전순손익	8,033	4,913	7,978	9,485	11,212
법인세비용	2,166	956	2,060	2,182	2,579
계속사업순손익	5,866	3,957	5,918	7,304	8,633
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,866	3,957	5,918	7,304	8,633
지배지분순이익	5,874	3,969	5,933	7,323	8,656
포괄순이익	7,517	3,676	6,510	7,914	9,264
지배지분포괄이익	7,521	3,685	6,530	7,938	9,292

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	7,076	3,911	7,351	8,366	9,622
당기순이익	5,866	3,957	5,918	7,304	8,633
감가상각비	648	925	990	998	985
외환손익	33	-83	-397	-594	-713
중속, 관계기업관련손익	-6	20	0	-95	-110
자산부채의 증감	-458	352	985	873	918
기타현금흐름	993	-1,261	-146	-120	-91
투자활동 현금흐름	-6,956	-1,881	709	-620	-620
투자자산	-6,668	-1,097	458	458	458
유형자산 증가 (CAPEX)	-644	-2,866	-1,018	-1,018	-1,018
유형자산 감소	22	5	0	0	0
기타현금흐름	335	2,077	1,270	-60	-60
재무활동 현금흐름	-1,593	-1,124	-1,741	-1,731	-1,731
단기차입금	-62	0	-9	1	1
사채 및 장기차입금	0	2,992	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,076	-1,762	-1,190	-1,190	-1,190
기타현금흐름	-455	-2,353	-542	-542	-542
연결범위변동 등 기타	11	80	1,605	966	1,187
현금의 증감	-1,462	987	7,924	6,981	8,459
기초 현금	3,034	1,573	2,559	10,484	17,464
기말 현금	1,573	2,559	10,484	17,464	25,923
NOPLAT	8,248	3,752	7,298	8,410	9,779
FCF	6,432	1,045	6,332	7,348	8,604

자료: 유안타증권

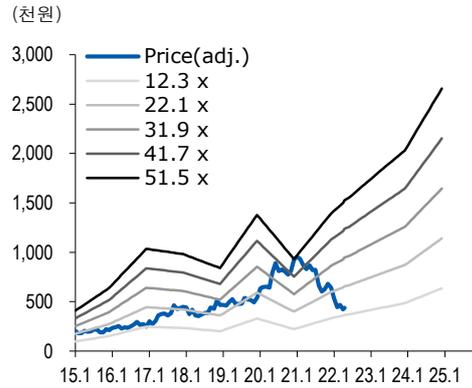
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	24,444	24,526	31,079	38,546	47,468
현금및현금성자산	1,573	2,559	10,484	17,464	25,923
매출채권 및 기타채권	2,816	3,268	3,180	3,552	3,885
재고자산	7	64	18	20	22
비유동자산	16,368	21,293	19,667	19,215	18,777
유형자산	3,684	7,473	7,501	7,521	7,555
관계기업등 지분관련자산	673	546	89	-369	-827
기타투자자산	10,265	11,468	10,067	10,067	10,067
자산총계	40,812	45,819	50,746	57,760	66,244
유동부채	5,093	6,634	7,247	7,589	7,962
매입채무 및 기타채무	2,339	3,162	2,894	3,010	3,130
단기차입금	53	52	43	44	45
유동성장기부채	0	1,400	1,400	1,400	1,400
비유동부채	4,272	7,673	7,951	8,344	8,830
장기차입금	0	600	600	600	600
사채	2,496	3,491	3,491	3,491	3,491
부채총계	9,365	14,307	15,198	15,933	16,793
지배지분	31,416	31,488	35,520	41,794	49,413
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	28,568	30,715	35,458	41,590	49,056
비지배지분	31	24	28	33	39
자본총계	31,447	31,512	35,548	41,827	49,452
순차입금	-18,126	-13,180	-19,762	-26,651	-35,018
총차입금	3,067	7,442	7,452	7,543	7,634

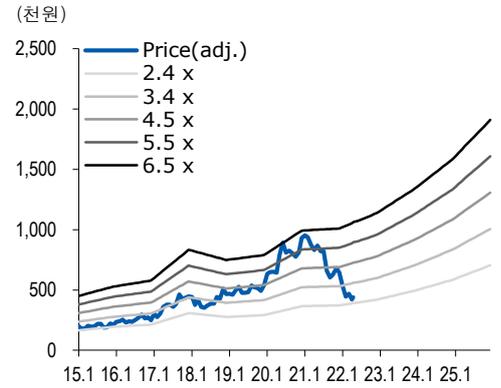
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	26,756	18,078	27,026	33,355	39,426
BPS	152,449	155,059	174,911	205,807	243,324
EBITDAPS	40,566	21,360	37,830	42,922	49,092
SPS	110,057	105,166	128,875	144,285	157,642
DPS	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860
PER	28.6	44.3	16.3	13.2	11.1
PBR	5.0	5.2	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	16.9	34.7	9.2	7.4	5.7
PSR	7.0	7.6	3.4	3.0	2.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	42.0	-4.4	22.5	12.0	9.3
영업이익 증가율 (%)	72.2	-54.5	94.5	15.2	16.3
지배순이익 증가율 (%)	64.0	-32.4	49.5	23.4	18.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	34.1	16.3	25.8	26.6	28.3
지배순이익률 (%)	24.3	17.2	21.0	23.1	25.0
EBITDA 마진 (%)	36.9	20.3	29.4	29.7	31.1
ROIC	206.1	62.1	80.3	97.7	109.5
ROA	15.8	9.2	12.3	13.5	14.0
ROE	20.8	12.6	17.7	18.9	19.0
부채비율 (%)	29.8	45.4	42.8	38.1	34.0
순차입금/자기자본 (%)	-57.7	-41.9	-55.6	-63.8	-70.9
영업이익/금융비용 (배)	91.9	28.5	41.1	47.4	55.1

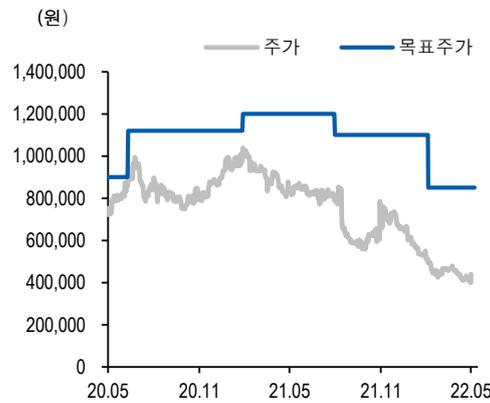
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-05-16	BUY	850,000	1년		
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: 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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-05-11

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



인터넷/통신/게임/엔터/레저 산업내 순위	2위(46개 기업 중)	ESG 평가 기업	엔씨소프트
Total ESG	+11점	ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
E (Environment)	+3점	Bloomberg Ticker	036570 KS
S (Social)	+3점	Industry	게임
G (Governance)	+1점	Analyst	이창영
Qualitative	+4점	Analyst Contact	changyoung.lee@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
엔씨소프트	3	3	1	7
크래프톤	0	-1	1	0
데브시스터즈	0	1	-3	-4
평균	0	2	1	2

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

ESG Qualitative 평가 점수

+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
	Sustainalytics: 2021년도 ESG 위험 등급 Low 한국기업지배구조원: 2021년 ESG 등급 A 서스틴베스트: 2021 상반기 ESG 전체 등급 A
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	직책자(팀장 이상) 여성비중 2017년 15.4% 2020년 20.0%로 확대, 연평균 여성채용 비율 2017년 33.2% 2020년 35.2%로 확대 (NC 별도 기준) 2020년부터 엔씨문화재단을 통해 하버드대학교, 스탠포드대학교, 매사추세츠공과대학(MIT)의 AI 윤리 교육 커리큘럼 개발 연구를 후원. 확률형 아이템 사행성 문제, 고과금 문제

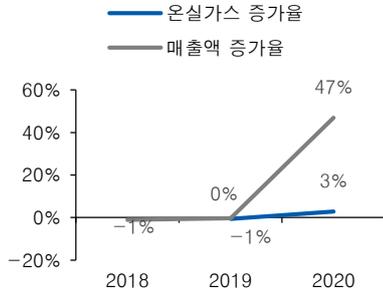
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
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, 적정내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

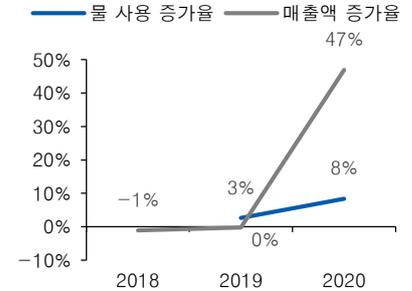


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
 ▶ 2년연속 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

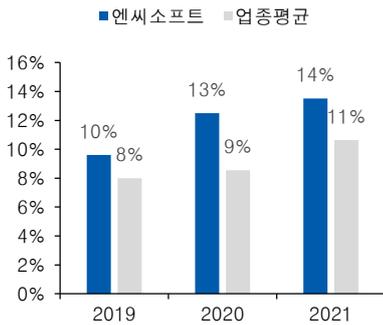


주: 국내 취수량 기준  
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

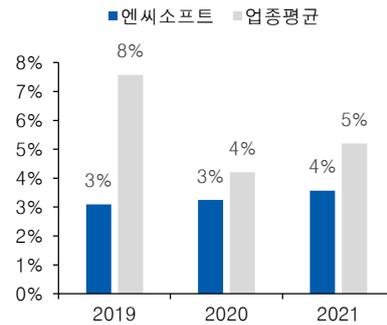


여성임원비율 vs. 업종 평균



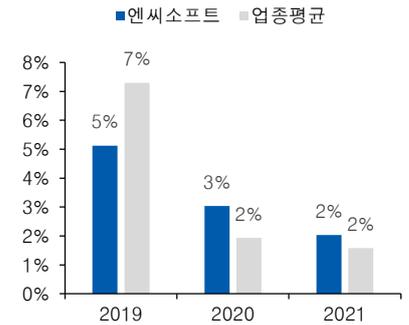
주: 업종평균에는 동종업종 46개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46개 기업 수치 반영  
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

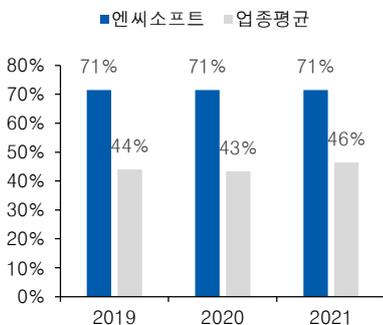


주: 업종평균에는 동종업종 46개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

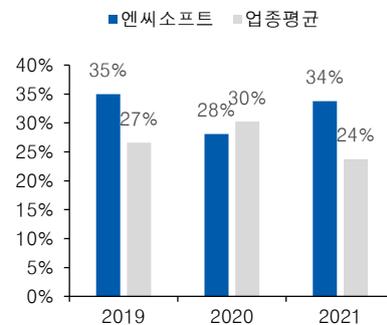


사외이사 비율 vs. 업종 평균



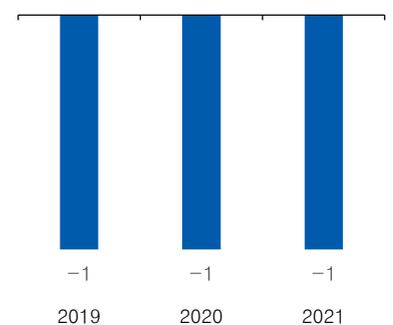
주: 업종평균에는 동종업종 46개 기업 수치 반영  
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 46개 기업 수치 반영  
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 투자사결정은 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.