



Analyst 이승훈
02)6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	1,030,000원
현재가 (12/9)	737,000원

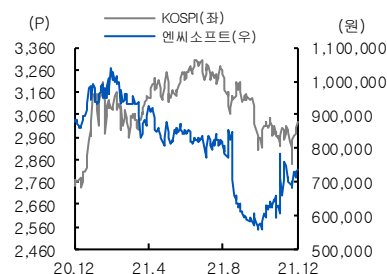
KOSPI (12/9)	3,029.57pt
시가총액	16,180십억원
발행주식수	21,954천주
액면가	500원
52주 최고가	1,038,000원
최저가	558,000원
60일 일평균거래대금	254십억원
외국인 지분율	45.4%
배당수익률 (2021F)	1.2%

주주구성	
김택진 외 8 인	11.99%
넷마블	8.88%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	15%	-9%	-24%
절대기준	18%	-14%	-16%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	1,030,000	1,030,000	-
EPS(21)	20,011	19,069	▲
EPS(22)	37,401	35,159	▲

엔씨소프트 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

IBKS 디지털뉴딜 시리즈

엔씨소프트 (036570)

2022년부터 본게임 시작

4분기 영업이익의 컨센서스 하회 전망

엔씨소프트는 4분기 매출액 7,944억원(YoY +41.5%, QoQ +58.7%), 영업이익 2,199억원(YoY +40.3%, QoQ +128.4%)을 달성할 것으로 추정됨. 외형은 리니지M과 리니지2M 매출이 감소하지만 리니지W 흥행 효과로 컨센서스에 부합할 것으로 전망됨. 리니지W는 출시 후 초기 일주일 간 일매출 120억원을 기록했고 서버수는 108개에서 12월 10일 192개까지 증가할 예정이기 때문에 매출 하향 안정화 속도는 완만할 것으로 예상됨. 리니지M과 리니지2M은 매출액이 전분기 대비 감소하지만 국내 리니지W로 인한 잠식 효과는 제한적인 것으로 판단됨. 리니지M은 3분기 4주년 업데이트로 인해 역기저 효과가 반영되고 리니지2M은 국내 2주년 업데이트를 진행했지만 다만, 일본 매출이 감소하기 때문에 전분기 대비 두 게임 모두 매출이 하락할 것으로 예상됨. 영업이익은 리니지W가 빅히트를 기록 중이지만 전체 비용 증가로 컨센서스를 하회할 것으로 추정됨. 리니지W 및 기존 게임들의 프로모션 증가로 마케팅비가 전분기 대비 2배 이상 상승하고 인원 증가와 연말 야구단 계약 이슈로 인건비와 기타 비용 역시 증가할 것으로 분석됨.

2022년 해외 확장 및 신작 모멘텀 강화

2022년은 신작 출시 및 해외 확장 모멘텀이 더욱 강화될 것으로 전망됨. 2021년 블레이드앤소울2 성과가 시장의 기대치에 미치지 못했지만 리니지W가 그 이상의 성과를 기록하면서 기업 가치의 변동성이 확대됨. 2022년 리니지W가 제2권역원(북미/유럽) 출시가 예정임. 조만간 신규 영지 아덴, 신규 클래스 다크엘프, 서버침공 등의 업데이트가 예정되어 있기 때문에 콘텐츠 소진 이슈는 제한적일 것으로 예상됨. 또한 게임 내 자산 가치 보존을 최우선 과제로 제시했기 때문에 다양한 신기술 결합이 기대됨. 한편 프로젝트 TL의 글로벌 출시뿐만 아니라 다수의 신작 게임들이 준비 중인 것으로 파악됨. 특히 리니지 IP에 P2E(Play to Earn)가 적용될 가능성이 높기 때문에 신작 게임 모멘텀이 더욱 확산될 것으로 전망됨.

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,701	2,416	2,346	3,367	3,675
영업이익	479	825	486	1,087	1,206
세전이익	496	803	564	1,091	1,216
지배주주순이익	358	587	439	821	916
EPS(원)	16,320	26,756	20,011	37,401	41,703
증가율(%)	-14.4	63.9	-25.2	86.9	11.5
영업이익률(%)	28.2	34.1	20.7	32.3	32.8
순이익률(%)	21.1	24.3	18.7	24.3	24.8
ROE(%)	14.7	20.8	13.7	22.7	21.3
PER	33.1	34.8	36.6	19.6	17.6
PBR	4.8	6.5	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	21.1	22.4	28.0	13.3	11.5

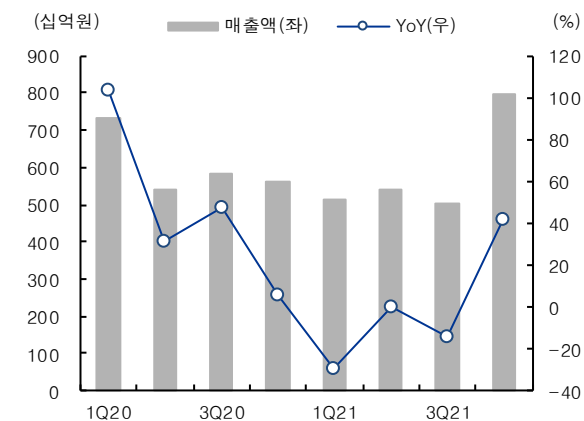
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	731	539	585	561	512	539	501	794	2,416	2,346	3,367
QoQ	37.0%	-26.3%	8.7%	-4.1%	-8.7%	5.1%	-7.0%	58.7%			
YoY	103.8%	31.1%	47.1%	5.2%	-29.9%	0.0%	-14.4%	41.5%	42.0%	-2.9%	43.5%
리니지	45	34	50	47	49	36	29	30	176	144	137
리니지 II	26	26	26	26	26	24	25	26	104	101	99
아이온	10	8	8	19	23	20	18	19	46	80	82
블레이드앤소울	20	20	17	16	14	10	10	11	72	45	48
길드워2	13	16	19	14	16	16	19	21	61	73	81
리니지M	212	160	245	212	173	134	150	146	829	603	584
리니지2M	341	197	144	167	152	218	158	152	850	680	591
리니지W								294		294	913
기타	12	15	16	18	13	38	27	28	61	106	111
로열티	53	62	59	44	45	43	41	41	218	170	162
신작							23	27		50	560
영업이익	241	209	218	157	57	113	96	220	825	486	1,087
OPM	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	20.9%	19.2%	27.7%	34.1%	20.7%	32.3%
QoQ	71.0%	-13.4%	4.2%	-28.0%	-63.8%	98.8%	-14.6%	128.4%			
YoY	49.0%	23.2%	14.8%	5.6%	-76.5%	-46.0%	-55.8%	40.3%	72.2%	-41.1%	123.8%
세전이익	256	216	212	119	93	123	127	221	803	564	1,091
QoQ	161.9%	-15.4%	-1.9%	-43.9%	-22.1%	32.6%	3.0%	74.6%			
YoY	160.2%	47.1%	38.5%	22.0%	-63.7%	-43.1%	-40.3%	85.8%	61.9%	-29.8%	93.5%
순이익(지배)	195	158	153	81	81	94	100	164	587	439	821
NIM	26.7%	29.4%	26.2%	14.4%	15.8%	17.5%	19.9%	20.7%	24.3%	18.7%	24.4%
QoQ	260.5%	-19.1%	-3.2%	-47.4%	0.4%	16.7%	5.7%	64.7%			
YoY	29.3%	3.7%	-8.1%	41.3%	-58.6%	-40.3%	-34.9%	103.9%	64.0%	-25.2%	86.9%

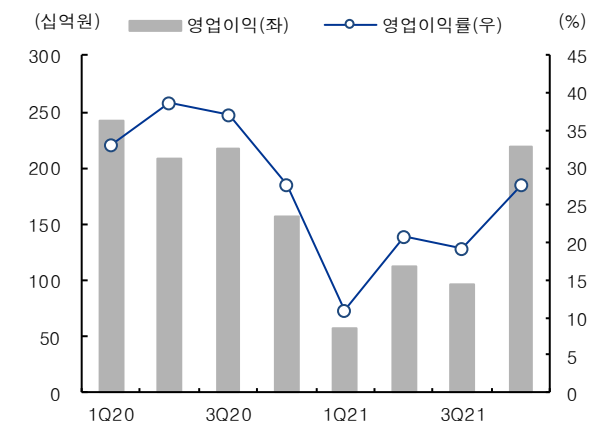
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 3. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이

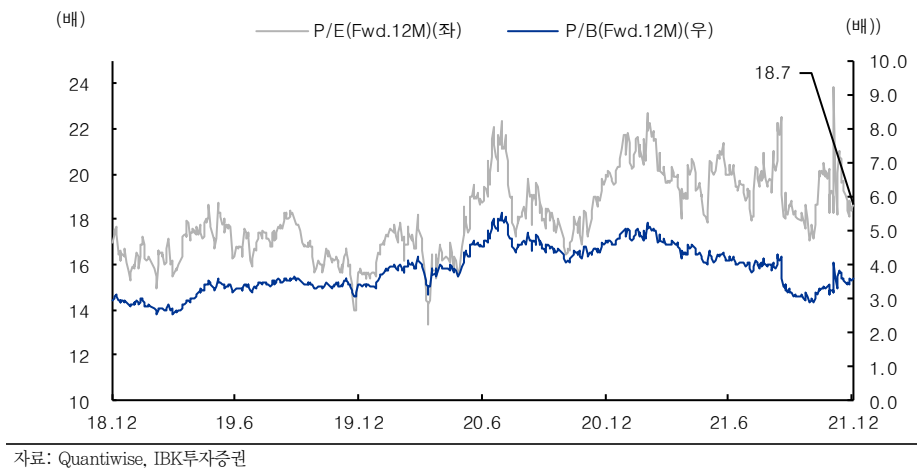


그림 4. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이

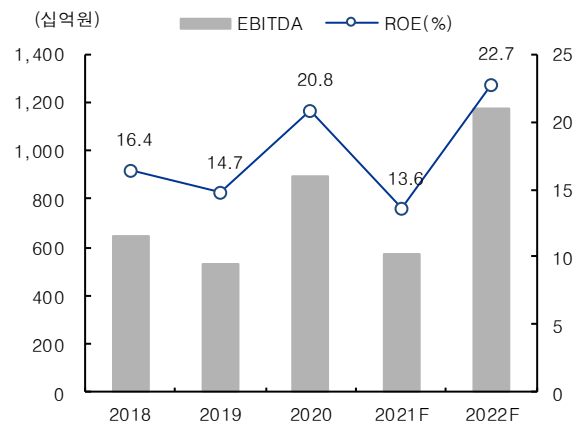


그림 5. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이

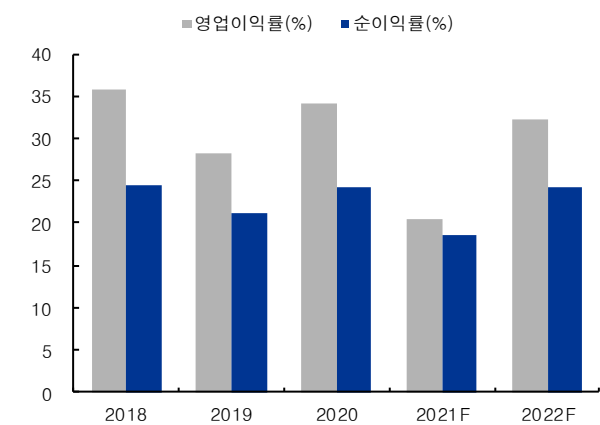


그림 6. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이

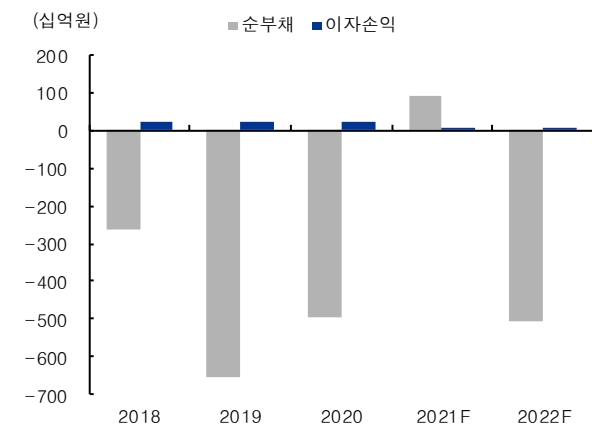
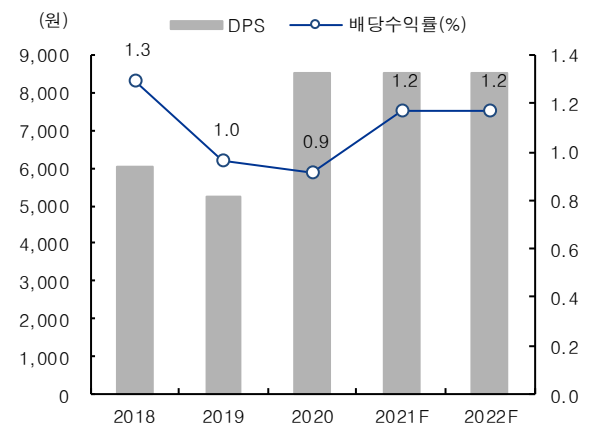


그림 7. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



엔씨소프트 (036570)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,701	2,416	2,346	3,367	3,675
증가율(%)	-0.8	42.0	-2.9	43.5	9.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,701	2,416	2,346	3,367	3,675
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,222	1,591	1,860	2,280	2,469
판매비율(%)	71.8	65.9	79.3	67.7	67.2
영업이익	479	825	486	1,087	1,206
증가율(%)	-22.1	72.2	-41.1	123.8	11.0
영업이익률(%)	28.2	34.1	20.7	32.3	32.8
순금융손익	38	17	63	4	10
이자손익	25	24	9	4	10
기타	13	-7	54	0	0
기타영업외손익	-2	-33	-2	0	0
중속/관계기업손익	-19	-6	17	0	0
세전이익	496	803	564	1,091	1,216
법인세	137	217	126	273	304
법인세율	27.6	27.0	22.3	25.0	25.0
계속사업이익	359	587	438	818	912
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	359	587	438	818	912
증가율(%)	-14.8	63.3	-25.4	86.9	11.5
당기순이익률 (%)	21.1	24.3	18.7	24.3	24.8
지배주주당기순이익	358	587	439	821	916
기타포괄이익	-95	165	-70	0	0
총포괄이익	264	752	368	818	912
EBITDA	531	891	576	1,170	1,291
증가율(%)	-17.3	67.6	-35.3	102.9	10.4
EBITDA마진율(%)	31.2	36.9	24.6	34.7	35.1

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	16,320	26,756	20,011	37,401	41,703
BPS	113,836	143,098	149,792	179,285	213,079
DPS	5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
밸류에이션(배)					
PER	33.1	34.8	36.6	19.6	17.6
PBR	4.8	6.5	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	21.1	22.4	28.0	13.3	11.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.8	42.0	-2.9	43.5	9.2
EPS증가율	-14.4	63.9	-25.2	86.9	11.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	0.9	1.2	1.2	1.2
ROE	14.7	20.8	13.7	22.7	21.3
ROA	11.4	15.8	10.1	16.5	16.0
ROIC	158.4	227.0	87.1	102.2	104.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	33.2	29.8	40.6	35.1	30.5
순차입금 비율(%)	-26.0	-15.7	2.7	-12.9	-25.4
이자보상배율(배)	56.9	91.9	34.6	48.6	52.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.4	9.7	8.0	9.1	8.8
재고자산회전율	1,105.6	1,733.4	2,669.2	3,009.8	2,887.7
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,088	2,444	2,652	3,318	4,073
현금및현금성자산	303	157	258	839	1,503
유가증권	677	638	396	413	429
매출채권	254	243	344	393	445
재고자산	2	1	1	1	1
비유동자산	1,259	1,637	1,975	1,997	2,027
유형자산	350	368	671	680	695
무형자산	50	50	47	55	63
투자자산	747	1,094	1,125	1,125	1,126
자산총계	3,346	4,081	4,628	5,314	6,099
유동부채	450	509	528	544	561
매입채무및기타채무	5	0	0	0	0
단기차입금	11	5	5	6	7
유동성장기부채	0	0	140	140	140
비유동부채	384	427	809	836	865
사채	249	250	349	349	349
장기차입금	0	0	60	60	60
부채총계	834	937	1,337	1,380	1,427
지배주주지분	2,499	3,142	3,289	3,936	4,678
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	436	433	433	433	433
자본조정등	-438	-438	-484	-484	-484
기타포괄이익누계액	108	278	225	225	225
이익잉여금	2,382	2,857	3,103	3,751	4,492
비지배주주지분	13	3	2	-1	-5
자본총계	2,512	3,145	3,290	3,935	4,673
비이자부채	508	636	593	636	682
총차입금	326	301	744	744	745
순차입금	-654	-495	89	-507	-1,188

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	392	708	316	858	953
당기순이익	359	587	438	818	912
비현금성 비용 및 수익	200	317	103	79	75
유형자산감가상각비	51	65	90	82	84
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-71	-46	-81	-43	-45
매출채권등의 감소	-106	11	-25	-50	-52
재고자산의 감소	-1	0	0	0	0
매입채무등의 증가	3	3	0	0	0
기타 영업현금흐름	-96	-150	-144	4	11
투자활동 현금흐름	-234	-696	-274	-139	-154
유형자산의 증가(CAPEX)	-51	-64	-212	-90	-99
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	0	-2	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	-14	-30	-4	0	-1
기타	-167	-604	-56	-40	-44
재무활동 현금흐름	-46	-159	50	-138	-134
차입금의 증가(감소)	0	0	60	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-46	-159	-10	-137	-133
기타 및 조정	6	1	9	0	-1
현금의 증가	118	-146	101	581	664
기초현금	186	303	157	258	839
기말현금	303	157	258	839	1,503

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

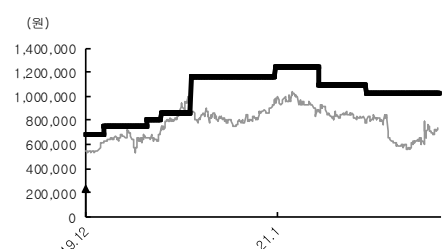
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.10.01~2021.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

엔씨소프트	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.08.05	매수	680,000	-21.62	-9.71					
	2020.01.14	매수	750,000	-13.79	-4.00					
	2020.04.13	매수	800,000	-18.40	-12.63					
	2020.05.12	매수	860,000	-1.92	15.70					
	2020.07.13	매수	1,170,000	-29.06	-16.41					
	2021.01.05	매수	1,250,000	-23.96	-16.96					
	2021.04.05	매수	1,100,000	-22.94	-15.91					
	2021.07.13	매수	1,030,000	-32.70	-17.18					
	2021.12.09	매수	1,030,000							