



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

매수 (유지)

목표주가	1,030,000원
현재가 (11/11)	786,000원

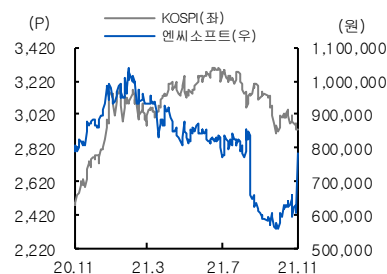
KOSPI (11/11)	2,924.92pt
시가총액	17,256십억원
발행주식수	21,954천주
액면가	500원
52주 최고가	1,038,000원
최저가	558,000원
60일 일평균거래대금	231십억원
외국인 지분율	43.7%
배당수익률 (2021F)	1.4%

주주구성	
김택진 외 8 인	11.99%
넷마블	8.88%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	37%	1%	-17%
절대기준	36%	-8%	-2%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,030,000	1,030,000	-
EPS(21)	19,069	27,838	▼
EPS(22)	35,159	49,844	▼

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)

메타버스, 끝판왕의 등장

3분기 실적 컨센서스 하회

엔씨소프트는 3분기 매출액 5,006억원(YoY -14.5%, QoQ -7.0%), 영업이익 963억원(YoY -55.8%, QoQ -14.7%), 순이익(지배) 997억원(YoY -34.9%, QoQ +5.7%)을 기록함. 컨센서스 대비 매출액과 영업이익은 각각 -10.7%, -24.3% 하회함. 외형은 모바일게임이 전년 대비 -15.0% 감소하면서 전체 매출액이 시장 기대치를 하회함. 전분기 대비 리니지M 매출은 +12.1% 상승했으나 리니지2M 매출은 대만, 일본 진출에 따른 역기지 효과로 -27.6% 감소함. 리니지2M이 12월 초 글로벌 29개국에 출시할 예정이기 때문에 매출 반등 가능성이 높음. 영업이익은 마케팅비와 유무형 상각비가 전년 대비 각각 +81.4%, +42.5% 증가하고 매출이 감소하면서 컨센서스를 하회함. 마케팅비는 리니지2M의 해외 진출 등의 프로모션이 강화되면서 상승함. 인건비는 전분기 대비 -6.0% 감소하면서 안정화되는 것으로 나타남.

리니지W의 흥행으로 2022년 신작 모멘텀 강화

리니지W의 흥행과 NFT 및 P2E(Play to Earn)시스템이 결합될 신작 게임 출시에 따라 모멘텀이 강화됨. 리니지W는 11월 출시 이후 1주일 간 일매출액 약 120억원을 기록했으며 9일차 1천억원을 돌파할 것으로 예상됨. 동점자수가 지속적으로 상승하고 서버가 처음 108개에서 최근 131개 이상으로 증가하는 추세이기 때문에 2022년 미국, 일본 등의 국가로 확장될 경우 매출 상승 여력이 충분한 것으로 판단됨. 서비스가 초반 기존 게임과 카니발은 제한적으로 나타나고 있으며 리니지M과 리니지2M은 4분기 대규모 업데이트가 예정되어 있기 때문에 전체 실적 개선이 전망됨.

한편 동사가 이미 NFT와 P2E시스템에 대한 기술적 연구와 법률적 검토를 진행하고 있기 때문에 2022년 관련 시스템이 결합된 신작 게임을 선보일 것으로 예상됨. 동사가 MMORPG 기획, 개발에 글로벌 최고 수준의 경쟁력을 확보하고 있기 때문에 P2E시스템이 결합될 경우 그 파급력이 클 것으로 판단됨.

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,701	2,416	2,255	3,288	3,655
영업이익	479	825	457	1,016	1,159
세전이익	496	803	536	1,025	1,175
지배주주순이익	358	587	419	772	885
EPS(원)	16,320	26,756	19,069	35,159	40,305
증가율(%)	-14.4	63.9	-28.7	84.4	14.6
영업이익률(%)	28.2	34.1	20.3	30.9	31.7
순이익률(%)	21.1	24.3	18.5	23.4	24.1
ROE(%)	14.7	20.8	12.8	21.0	20.4
PER	33.1	34.8	31.7	17.2	15.0
PBR	4.8	6.5	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	21.1	22.4	23.6	11.1	9.4

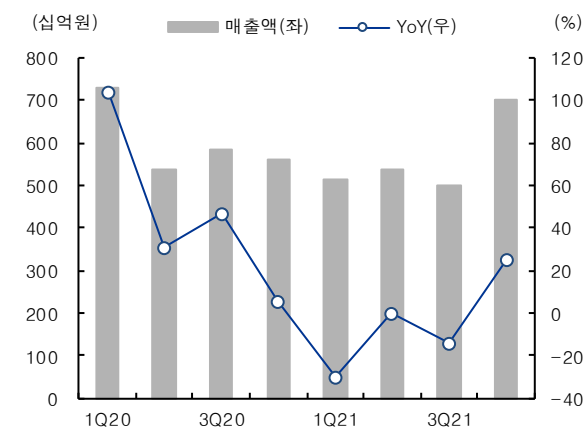
자료: Company data, IBK투자증권 예상

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	703	2,416	2,255	3,288
QoQ	37.0%	-26.3%	8.7%	-4.1%	-8.7%	5.1%	-7.0%	40.4%			
YoY	103.8%	31.1%	47.1%	5.2%	-29.9%	0.0%	-14.4%	25.2%	42.0%	-6.7%	45.8%
리니지	45	34	50	47	49	36	29	30	176	145	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	151	829	608	602
리니지2M	341	197	144	167	152	218	158	155	850	683	621
기타	12	15	16	18	13	38	27	28	61	106	111
로열티	53	62	59	44	45	43	41	43	218	172	164
신작							23	219		242	1,344
영업이익	241	209	218	157	57	113	96	191	825	457	1,016
OPM	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	20.9%	19.2%	27.2%	34.1%	20.3%	30.9%
QoQ	71.0%	-13.4%	4.2%	-28.0%	-63.8%	98.8%	-14.6%	98.9%			
YoY	49.0%	23.2%	14.8%	5.6%	-76.5%	-46.0%	-55.8%	22.1%	72.2%	-44.6%	122.1%
세전이익	256	216	212	119	93	123	127	193	803	536	1,025
QoQ	161.9%	-15.4%	-1.9%	-43.9%	-22.1%	32.6%	3.0%	52.6%			
YoY	160.2%	47.1%	38.5%	22.0%	-63.7%	-43.1%	-40.3%	62.4%	61.9%	-33.3%	91.3%
순이익(지배)	195	158	153	81	81	94	100	144	587	419	772
NIM	26.7%	29.4%	26.2%	14.4%	15.8%	17.5%	19.9%	20.4%	24.3%	18.5%	23.4%
QoQ	260.5%	-19.1%	-3.2%	-47.4%	0.4%	16.7%	5.7%	44.0%			
YoY	29.3%	3.7%	-8.1%	41.3%	-58.6%	-40.3%	-34.9%	78.2%	63.3%	-28.9%	84.3%

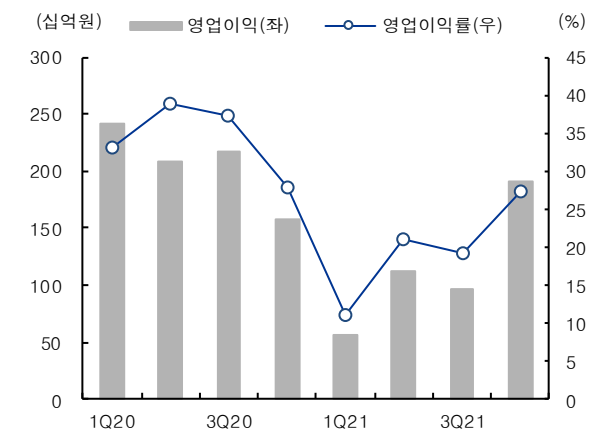
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

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

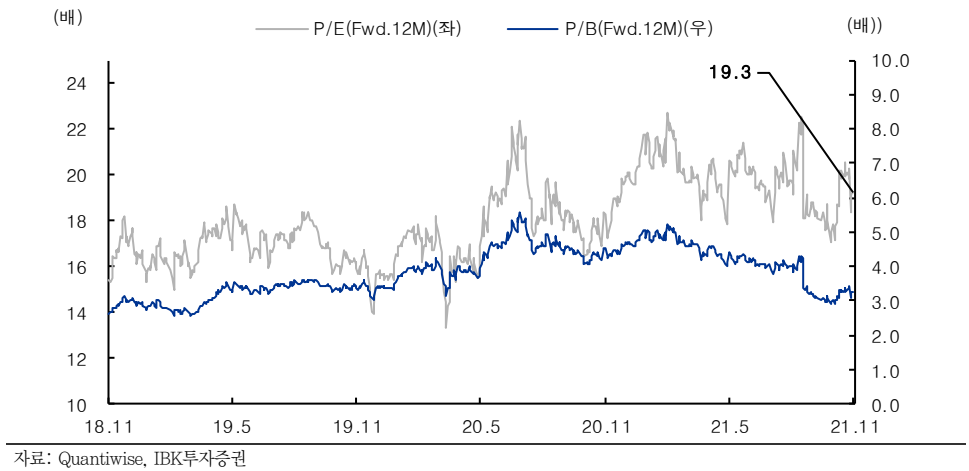


그림 4. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이

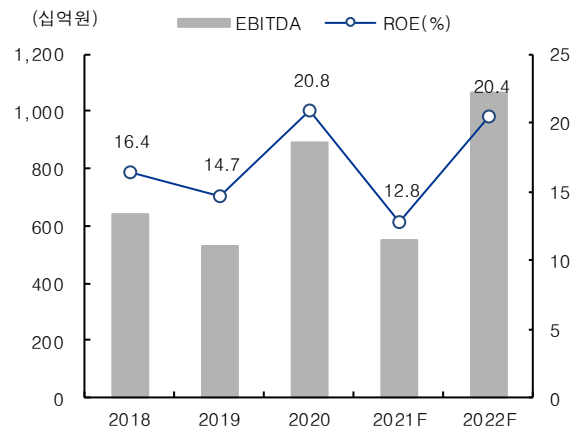


그림 5. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이

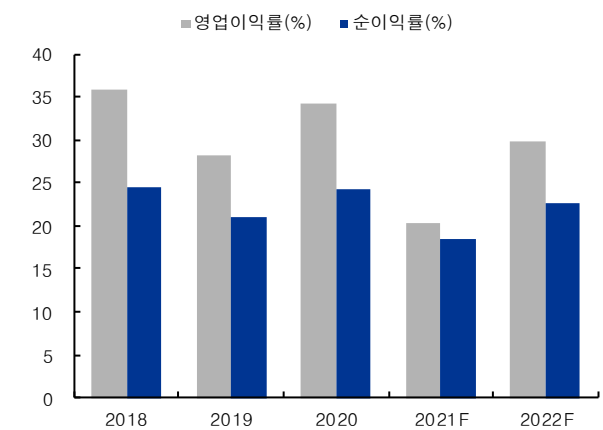


그림 6. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이

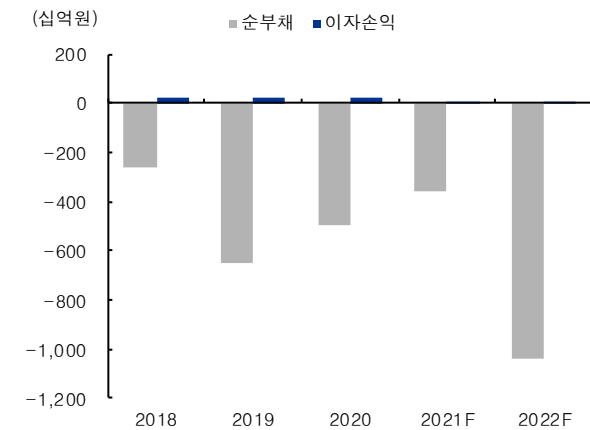
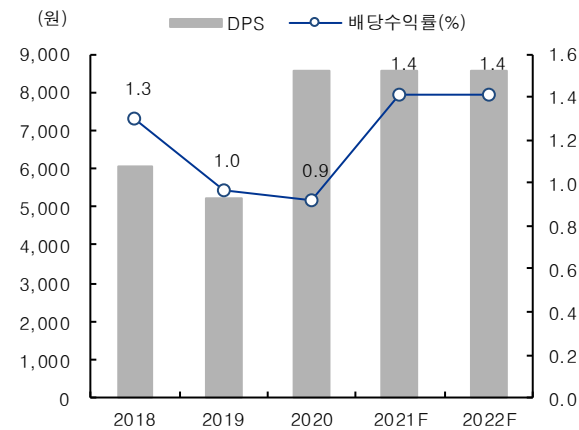


그림 7. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



엔씨소프트 (036570)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,701	2,416	2,255	3,288	3,655
증가율(%)	-0.8	42.0	-6.7	45.8	11.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,701	2,416	2,255	3,288	3,655
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,222	1,591	1,798	2,272	2,496
판매비율(%)	71.8	65.9	79.7	69.1	68.3
영업이익	479	825	457	1,016	1,159
증가율(%)	-22.1	72.2	-44.6	122.1	14.2
영업이익률(%)	28.2	34.1	20.3	30.9	31.7
순금융손익	38	17	52	9	16
이자손익	25	24	10	9	16
기타	13	-7	42	0	0
기타영업외손익	-2	-33	-19	0	0
중속/관계기업손익	-19	-6	46	0	0
세전이익	496	803	536	1,025	1,175
법인세	137	217	119	256	294
법인세율	27.6	27.0	22.2	25.0	25.0
계속사업이익	359	587	417	769	881
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	359	587	417	769	881
증가율(%)	-14.8	63.3	-28.9	84.3	14.7
당기순이익률 (%)	21.1	24.3	18.5	23.4	24.1
지배주주당기순이익	358	587	419	772	885
기타포괄이익	-95	165	-6	0	0
총포괄이익	264	752	411	769	881
EBITDA	531	891	547	1,100	1,246
증가율(%)	-17.3	67.6	-38.6	101.0	13.3
EBITDA마진율(%)	31.2	36.9	24.3	33.5	34.1

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	16,320	26,756	19,069	35,159	40,305
BPS	113,836	143,098	153,864	181,102	213,487
DPS	5,220	8,550	8,550	8,550	8,550
밸류에이션(배)					
PER	33.1	34.8	31.7	17.2	15.0
PBR	4.8	6.5	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	21.1	22.4	23.6	11.1	9.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.8	42.0	-6.7	45.8	11.2
EPS증가율	-14.4	63.9	-28.7	84.4	14.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	0.9	1.4	1.4	1.4
ROE	14.7	20.8	12.8	21.0	20.4
ROA	11.4	15.8	9.9	16.5	16.4
ROIC	158.4	227.0	97.0	134.0	135.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	33.2	29.8	28.9	25.5	22.5
순차입금 비율(%)	-26.0	-15.7	-10.7	-26.8	-33.1
이자보상배율(배)	56.9	91.9	35.9	69.2	78.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.4	9.7	9.6	19.1	16.3
재고자산회전율	1,105.6	1,733.4	2,570.8	4,163.3	3,560.5
총자산회전율	0.5	0.7	0.5	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,088	2,444	2,412	3,024	3,743
현금및현금성자산	303	157	410	1,098	1,566
유가증권	677	638	401	418	435
매출채권	254	243	227	118	330
재고자산	2	1	1	1	2
비유동자산	1,259	1,637	1,944	1,964	1,993
유형자산	350	368	616	623	637
무형자산	50	50	48	56	64
투자자산	747	1,094	1,145	1,146	1,147
자산총계	3,346	4,081	4,356	4,988	5,736
유동부채	450	509	497	512	528
매입채무및기타채무	5	0	0	0	0
단기차입금	11	5	5	6	7
유동성장기부채	0	0	140	140	140
비유동부채	384	427	479	501	526
사채	249	250	110	110	110
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	834	937	977	1,013	1,054
지배주주지분	2,499	3,142	3,378	3,976	4,687
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	436	433	433	433	433
자본조정등	-438	-438	-438	-438	-438
기타포괄이익누계액	108	278	289	289	289
이익잉여금	2,382	2,857	3,082	3,680	4,391
비지배주주지분	13	3	2	-1	-5
자본총계	2,512	3,145	3,380	3,975	4,682
비이자부채	508	636	527	563	603
총차입금	326	301	450	450	451
순차입금	-654	-495	-362	-1,065	-1,549

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	392	708	313	968	761
당기순이익	359	587	417	769	881
비현금성 비용 및 수익	200	317	54	75	71
유형자산감가상각비	51	65	89	83	85
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-71	-46	-37	115	-207
매출채권등의 감소	-106	11	19	109	-212
재고자산의 감소	-1	0	0	0	-1
매입채무등의 증가	3	3	0	0	0
기타 영업현금흐름	-96	-150	-121	9	16
투자활동 현금흐름	-234	-696	98	-138	-153
유형자산의 증가(CAPEX)	-51	-64	-169	-90	-99
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	0	-2	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	-14	-30	-2	-1	-1
기타	-167	-604	271	-38	-43
재무활동 현금흐름	-46	-159	-161	-143	-140
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-46	-159	-161	-142	-139
기타 및 조정	6	1	3	1	0
현금의 증가	118	-146	253	688	468
기초현금	186	303	157	410	1,098
기말현금	303	157	410	1,098	1,566

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	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

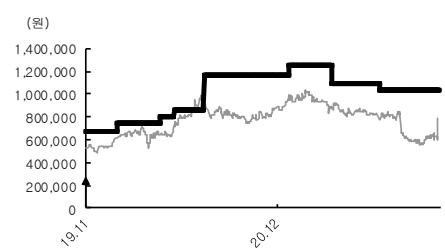
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

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	-33.24	-17.18					
	2021.11.11	매수	1,030,000							