



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (upgrade)

목표주가	740,000 원
현재주가	595,000 원

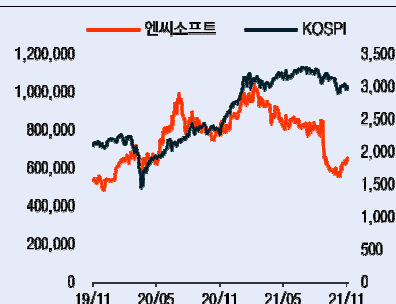
컨센서스 대비 (3Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (11/4)	2,983.22 pt
시가총액	130,626 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가/최저가	1,038,000 / 558,000 원
90 일 일평균거래대금	1,690.36 억원
외국인 지분율	44.2%
배당수익률(21.12E)	0.8%
BPS(21.12E)	151,661 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.2%
	6개월 -22.0%
	12개월 -55.5%
주주구성	김택진 외 8인 12.0%
	넷마블 8.9%
	국민연금공단 8.4%

Stock Price



엔씨소프트 (036570)

리니지 W 초반 "대호조". 의견 Buy로 상향

11/4 리니지 W 12개국 글로벌 론칭. 주가는 론칭 당일 9.4% 급락

전일(11/4) 0시 리니지 W가 12개국(한국, 일본, 대만, 홍콩, 싱가포르, 태국, 필리핀, 말레이시아, 인도네시아, 사우디아라비아, UAE, 카타르)에 구글 애플 동시 론칭되었다.

그런데, 동사 주가는 리니지 W 12개국 론칭 당일 개장부터 급락하더니 장중 내내 10% 이상 급락 상태를 지속하다 결국 종가도 9.4% 급락한 채 마무리되었다. 기대신작인 리니지 W 12개국 론칭 당일 주가는 왜 급락했을까? 도대체 무슨 일이 있었던 것인가?

동사주가가 리니지 W 론칭 당일 개장부터 급락한 것은 1) 서비스 시작 직후 일부 서버에서 부하가 발생하며 서버 다운 및 접속 불가 현상이 발생했다는 뉴스와 2) 07시경 한국시장 iOS 진입 매출순위가 3위에 불과하다는 뉴스 등이 투자자들의 불안심리를 자극했기 때문인 것으로 판단한다. 특히, 겨우 두어 달 전 블소2 한국의 기대 대비 실망으로 주가가 급락했던 경험이 있는 투자자들에게는 리니지 W 론칭 후 몇 시간이 지나지 않은 시점에서 보다 자세한 정보가 소용되기도 전에 몇 가지 불안한 뉴스가 들리다 보니 "자라 보고 놀란 가슴 솥뚜껑 보고 놀라는 격"으로 매도세가 확산된 것으로 추산된다.

리니지 W 론칭 초반 흥행수준 "대호조". 오히려 전망치 상향 필요

리니지 W 12개국 론칭 초반 흥행수준은 우려와 달리 트래픽 및 매출 모두 "대호조"인 것으로 파악되었다.

1) 론칭 직후 일부 서버 부하 문제는 그만큼 이용자가 폭주했기 때문이었다. 108대의 서버로 출발했는데 모든 서버가 수천명의 대기열이 발생했고(서버당 수용인원 5,000 - 10,000명) 유명 BJ가 참여한 인기 서버의 경우 대기열이 수만명에 달했다. 그리고, 일부 서버의 부하 문제도 곧바로 다 해결하여 지금은 서버 부하 문제는 없다. 아울러 서버는 론칭 당일 18시 10번째 월드 판도라를 오픈하여 120대로 12대 증설했다.(월드당 12개)

2) 론칭을 단행한 12개국 모두 게임 이용자, Paying User 등 트래픽은 대호조를 보이고 있으며 당연히 매출도 대호조인 상황이다. iOS 매출순위의 경우 대만 시장은 론칭 후 곧바로 1위에 진입했고, 한국은 론칭일 07시 3위로 진입한 후 11시경 2위, 16시경 1위로 올라섰다. 태국, 홍콩 등도 20~30위로 순위에 진입한 후 순조로운 상승 추이이다.

참고로 한국의 경우 출시 후 4개월이 흘러 상당수준의 하향셋업 과정을 거친 오딘 매출보다 훨씬 큰 매출이 발생하고 있는 것으로 추산된다. 중국 미호요의 원신이 11/2 대규모 콘텐츠 업데이트를 단행한 효과로 iOS 매출순위 기준 중국, 미국, 일본 등 주요 국가에서 모두 반짝 1위를 기록하고 있는데 한국에서는 리니지 W의 아성에 밀려 2위에 그치고 있을 만큼(구글은 4위) 리니지 W의 기세가 대단한 상황이다. 구글 매출순위는 1주일 누적 매출 기준이라 리니지 W는 아직 순위에는 없으나 사실상 1위일 것으로 추산되며 일수가 며칠만 누적되면 공식 순위 1위가 발표될 것으로 예상된다.

3) 따라서, 리니지 W 12개국 4Q21 일평균 매출 전망치를 종전 15.3억원에서 23.4억원으로 53% 상향했다. 이에 따라 2022년 지배주주순이익 전망치는 12.9% 상향되었다.

목표주가 상향. 투자 의견 Hold에서 Buy로 상향

리니지 W 매출 전망치 상향을 반영하여 목표주가는 64만원에서 74만원으로 15.6% 상향하고 투자 의견도 Hold에서 Buy로 상향한다. 리니지 W의 론칭 초반 대호조에도 불구하고 론칭 당일 주가가 급락한 것은 과도했다고 판단한다. 리니지 W의 대호조는 블소2 실망감을 상당부분 메이크업해줄 수 있을 만한 재료라 판단한다.

실적 전망 & Valuation

표1 엔씨소프트 분기 실적전망

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	7,311	5,386	5,852	5,613	5,125	5,385	5,232	6,905	7,792	7,535	8,014	7,961
영업이익	2,414	2,090	2,177	1,567	567	1,128	954	1,778	2,285	2,231	2,402	2,409
영업이익률(%)	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	20.9	18.2	25.8	29.3	29.6	30.0	30.3
순이익	1,954	1,584	1,525	803	802	943	685	1,179	1,727	1,681	1,784	1,704
순이익률(%)	26.7	29.4	26.1	14.3	15.6	17.5	13.1	17.1	22.2	22.3	22.3	21.4
지배주주순이익	1,955	1,582	1,532	806	809	944	687	1,182	1,742	1,682	1,789	1,708
순이익 대비 비중(%)	100.0	99.9	100.4	100.4	100.9	100.1	100.3	100.2	100.9	100.1	100.3	100.2
qoq(%)												
매출액	37.0	-26.3	8.7	-4.1	-8.7	5.1	-2.8	32.0	12.8	-3.3	6.4	-0.7
영업이익	71.0	-13.4	4.2	-28.0	-63.8	98.8	-15.4	86.4	28.5	-2.4	7.7	0.3
순이익	261.9	-19.0	-3.7	-47.4	-0.1	17.7	-27.4	72.2	46.4	-2.6	6.1	-4.5
지배주주순이익	260.5	-19.1	-3.2	-47.4	0.4	16.7	-27.3	72.1	47.4	-3.4	6.4	-4.6
yoy(%)												
매출액	103.8	31.1	47.1	5.2	-29.9	0.0	-10.6	23.0	52.0	39.9	53.2	15.3
영업이익	203.6	61.5	68.9	11.0	-76.5	-46.0	-56.2	13.5	302.7	97.8	151.7	35.5
순이익	161.6	35.5	34.3	48.6	-59.0	-40.4	-55.1	46.9	115.4	78.2	160.5	44.5
지배주주순이익	163.5	35.9	35.1	48.6	-58.6	-40.3	-55.2	46.6	115.4	78.2	160.5	44.5
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-3.7	2.4	8.2	7.7	4.9	7.4
영업이익							-7.0	24.1	3.3	21.4	7.6	20.9
순이익							-7.1	26.4	3.3	21.2	7.7	22.4
지배주주순이익							-7.1	26.4	3.3	21.2	7.7	22.4

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표2 엔씨소프트 연간 실적전망

(억원, 원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,012	24,162	22,647	31,300	37,192
영업이익	4,790	8,248	4,427	9,326	12,216
영업이익률(%)	28.2	34.1	19.5	29.8	32.8
순이익	3,592	5,866	3,609	6,896	9,017
순이익률(%)	21.1	24.3	15.9	22.0	24.2
지배주주순이익	3,582	5,874	3,621	6,921	9,046
순이익 대비 비중(%)	99.7	100.1	100.3	100.4	100.3
EPS(지배주주)	16,315	26,756	16,494	31,524	41,206
yoy(%)					
매출액	-0.8	42.0	-6.3	38.2	18.8
영업이익	-22.1	72.2	-46.3	110.7	31.0
순이익	-14.8	63.3	-38.5	91.1	30.8
지배주주순이익	-14.4	64.0	-38.4	91.1	30.7
종전 대비 변경률(%)					
매출액			-0.2	7.1	7.1
영업이익			6.6	12.7	10.8
순이익			5.7	12.9	10.9
지배주주순이익			5.7	12.9	10.9

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표3 엔씨소프트 분기 영업실적 전망 Detail

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	7,311	5,386	5,852	5,613	5,125	5,385	5,232	6,905	7,792	7,535	8,014	7,961
PC게임	1,429	1,365	1,535	1,537	1,582	1,371	1,309	1,326	1,470	1,477	1,418	1,721
리니지	448	343	499	468	489	364	344	371	386	372	355	378
리니지2	264	258	263	260	262	242	237	243	245	228	224	228
아이온	101	82	85	188	234	195	179	202	186	199	182	202
블레이드앤소울	196	198	172	156	141	98	104	96	100	96	100	94
길드워2	125	156	188	142	163	160	151	144	292	308	226	172
Project TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	68	403
기타	79	103	110	128	89	116	110	93	78	98	94	82
로열티	215	226	219	196	203	195	184	177	182	177	169	163
모바일게임	5,883	4,020	4,317	4,076	3,543	4,015	3,923	5,579	6,322	6,058	6,595	6,240
리니지 M	2,120	1,599	2,452	2,117	1,726	1,342	1,539	1,393	1,410	1,236	1,309	1,185
리니지2 M	3,411	1,973	1,445	1,667	1,522	2,180	1,732	1,886	2,442	2,136	1,842	1,883
블레이드앤소울2	0	0	0	0	0	0	340	657	546	592	1,124	924
리니지 W	0	0	0	0	0	0	0	1,356	1,662	1,437	1,300	1,355
아이온2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	392	768	658
기타	38	52	50	47	39	260	94	83	73	85	79	73
로열티	313	397	370	245	255	233	218	204	188	180	173	162
리니지2:레볼루션(넷마블)	60	57	59	48	47	36	32	30	29	28	28	26
리니지 M 대만(감마니아)	191	262	238	143	158	148	140	130	118	112	106	98
블소:레볼루션(넷마블)	41	57	52	34	31	30	27	25	23	22	21	19
기타	20	21	20	19	19	19	19	18	18	18	18	17
영업비용	4,897	3,296	3,675	4,046	4,558	4,258	4,278	5,127	5,507	5,304	5,612	5,552
인건비	2,118	1,623	1,591	1,849	2,325	1,860	1,828	2,020	2,293	2,045	2,019	2,196
마케팅비	396	129	297	448	550	556	604	705	557	675	821	664
유무형자산상각비	148	156	165	167	209	235	243	247	253	260	256	260
매출변동비 및 기타	2,235	1,387	1,622	1,582	1,473	1,607	1,603	2,155	2,405	2,324	2,516	2,432
영업이익	2,414	2,090	2,177	1,567	567	1,128	954	1,778	2,285	2,231	2,402	2,409
영업이익률(%)	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	20.9	18.2	25.8	29.3	29.6	30.0	30.3

주: K-IFRS 연결기준

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 연간 영업실적 전망 Detail

(억원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,012	24,162	22,647	31,300	37,192
PC게임	5,866	5,866	5,588	6,086	6,739
리니지	1,741	1,757	1,569	1,491	1,519
리니지2	936	1,045	983	925	875
아이온	460	456	810	768	771
블레이드앤소울	839	722	440	389	378
길드워2	587	612	618	998	649
Project TL	0	0	0	471	1,596
기타	487	419	408	353	314
로열티	817	855	760	691	638
모바일게임	11,146	18,296	17,059	25,214	30,452
리니지 M	8,347	8,287	6,000	5,141	4,405
리니지2 M	1,439	8,496	7,320	8,304	6,165
블레이드앤소울2	0	0	997	3,186	4,553
리니지 W	0	0	1,356	5,754	4,254
아이온2	0	0	0	1,817	4,123
기타	202	187	476	309	6,381
로열티	1,158	1,325	910	703	571
리니지2:레볼루션(넷마블)	304	225	145	111	100
리니지 M 대만(감마니아)	565	835	576	435	332
블소:레볼루션(넷마블)	207	185	113	85	70
기타	82	80	75	72	69
영업비용	12,222	15,914	18,220	21,974	24,976
인건비	5,551	7,182	8,033	8,552	9,213
마케팅비	1,073	1,270	2,414	2,717	3,089
유무형자산상각비	520	637	935	1,029	1,078
매출변동비 및 기타	5,079	6,826	6,839	9,676	11,597
영업이익	4,790	8,248	4,427	9,326	12,216
영업이익률(%)	28.2	34.1	19.5	29.8	32.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 엔씨소프트 목표주가 Table

구분	2022E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	27,924	22.9	640,000	140,506
신규	31,524	23.5	740,000	162,460
변경률(%)	12.9	2.4	15.6	15.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

엔씨소프트(036570)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,088	2,444	2,315	2,931	3,624
현금 및 현금성자산	303	157	149	189	236
기타현금성자산	1,469	1,961	1,854	2,352	2,949
매출채권 및 기타채권	271	282	271	334	371
기타	45	44	41	56	67
비유동자산	1,259	1,637	1,694	1,756	1,819
유무형자산	494	510	523	536	550
투자자산	758	1,117	1,161	1,208	1,256
기타	7	10	9	12	13
자산총계	3,346	4,081	4,009	4,687	5,442
유동부채	450	509	495	581	632
단기이자지급성부채	11	5	5	5	5
기타	438	504	489	576	627
비유동부채	384	427	185	194	204
장기이자지급성부채	249	250	0	0	0
확정급여부채	12	7	8	8	9
기타	123	171	177	186	195
부채총계	834	937	679	776	836
지배주주지분	2,499	3,142	3,326	3,907	4,602
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금 및 기타	106	274	274	274	274
이익잉여금	2,382	2,857	3,041	3,623	4,317
비지배주주지분	13	3	3	4	5
자본총계	2,512	3,145	3,330	3,911	4,607

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	392	708	458	808	1,019
영업에서 창출된 현금	489	858	543	991	1,265
당기순이익	359	587	361	690	902
조정사항	200	317	184	293	360
유무형자산상각비	52	64	93	103	108
법인세비용	137	217	118	236	309
이자손익	-25	-24	-11	-9	-5
기타	37	61	-17	-37	-51
자산,부채 증감	-71	-46	-1	9	3
법인세,이자,배당금 등	-97	-150	-86	-183	-245
투자활동 현금	-234	-696	-40	-660	-764
단기금융상품 증감	-444	38	35	-162	-194
유형자산 증감	-50	-62	-103	-113	-118
무형자산 증감	-3	0	0	0	0
투자/금융자산 증감	263	-670	28	-385	-452
재무활동 현금	-46	-159	-426	-108	-207
사채/차입금 증감	105	-40	-250	0	0
자기주식 증감	0	0	0	0	0
배당금 지급	-125	-108	-176	-108	-207
기타	-26	-12	0	0	0
총현금흐름	112	-147	-9	40	48
기초 현금 및 현금성자산	186	303	157	149	189
외화 현금 환율변동 효과	6	1	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	303	157	149	189	236


자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701	2,416	2,265	3,130	3,719
영업비용	1,222	1,591	1,822	2,197	2,498
영업이익	479	825	443	933	1,222
EBITDA	531	888	536	1,036	1,329
영업외손익	17	-22	36	-7	-11
금융수익	70	53	79	54	58
이자수익	34	33	23	25	26
금융비용	31	36	27	43	50
이자비용	8	9	12	16	21
파생상품평가손실	23	27	15	27	29
관계회사투자손익	-19	-6	13	-4	-4
기타손익	-2	-33	-28	-14	-14
세전이익	496	803	479	926	1,210
법인세비용	137	217	118	236	309
당기순이익	359	587	361	690	902
지배주주순이익	358	587	362	692	905
총포괄이익	264	752	639	968	1,180
Profitability(%)					
영업이익률	28.2	34.1	19.5	29.8	32.8
EBITDA Margin	31.2	36.8	23.7	33.1	35.7
당기순이익률	21.1	24.3	15.9	22.0	24.2
ROA	11.4	15.8	8.9	15.9	17.8
ROE	14.7	20.7	11.1	19.0	21.2
ROIC	13.5	19.8	10.1	19.4	21.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation (배)					
P/E	33.1	34.8	36.2	18.9	14.5
P/B	4.7	6.5	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.5	20.9	20.6	10.2	7.4
P/CF	25.6	27.1	28.5	16.3	12.9
Per Share Data (원)					
EPS	16,359	26,720	16,438	31,409	41,073
BPS	114,428	143,240	151,661	178,158	209,828
CPS	21,092	34,318	20,902	36,435	46,302
DPS	4,900	8,026	4,937	9,434	12,336
Growth (%)					
매출액	-0.8	42.0	-6.3	38.2	18.8
영업이익	-22.1	72.2	-46.3	110.7	31.0
EPS	-14.8	63.3	-38.5	91.1	30.8
총자산	13.8	22.0	-1.8	16.9	16.1
자기자본	5.6	25.2	5.9	17.5	17.8
Stability (% 배, 십억원)					
부채비율	33.2	29.8	20.4	19.8	18.1
유동비율	464.2	479.9	467.9	504.4	573.4
자기자본비율	75.1	77.1	83.1	83.5	84.6
영업이익/금융비용(x)	15.2	22.9	16.6	21.8	24.3
이자보상배율(x)	59.9	90.5	41.3	59.3	59.5
총차입금	261	255	5	5	5
순차입금	-1,511	-1,864	-1,997	-2,536	-3,180

엔씨소프트 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			
					최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비	
		2019.12.10	Buy	700,000원	-4.0	-14.6								
		2020.02.13	Buy	820,000원	-12.2	-20.3								
		2020.03.20	Buy	740,000원	-8.4	-13.8								
		2020.04.13	Buy	850,000원	-12.1	-22.6								
		2020.05.13	Buy	950,000원	-6.5	-15.7								
		2020.06.23	Buy	1,100,000원	-9.5	-19.7								
		2020.08.14	Buy	1,250,000원	-30.2	-34.5								
		2020.10.06	Buy	1,100,000원	-9.5	-23.7								
		2021.01.12	Buy	1,300,000원	-20.2	-26.7								
		2021.03.31	Buy	1,200,000원	-22.9	-29.9								
		2021.08.12	Buy	1,090,000원	-21.7	-26.2								
		2021.08.27	Hold	700,000원	-5.7	-13.5								
		2021.10.07	Hold	640,000원	2.7	-4.3								
		2021.11.05	Buy	740,000원										

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성총화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경 투자 의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)