



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

## Hold (maintain)

목표주가	640,000 원
현재주가	560,000 원

컨센서스 대비 (3Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

### Stock Data

KOSPI (10/6)	2,908.31 pt
시가총액	122,943 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가/최저가	1,038,000 / 565,000 원
90 일 일평균거래대금	1,468.12 억원
외국인 지분율	45.2%
배당수익률(21.12E)	0.8%
BPS(21.12E)	150,776 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -2.3%
	6 개월 -28.6%
	12 개월 -51.9%
주주구성	김택진 외 8 인 12.0%
	국민연금공단 9.9%
	넷마블 8.9%

### Stock Price



# 엔씨소프트 (036570)

단기적으로 11/4 론칭 예정 리니지 W 13개국 히트수준 중요

### 3Q21 Preview: 당사 및 컨센서스 전망치 미달 전망

3Q21 연결영업실적은 매출 5,433억원(qoq 0.9%), 영업이익 1,026억원(qoq -9.0%)으로 전분기 대비 다소 부진함과 아울러 당사 종전 전망치 및 시장 컨센서스 전망치 대비 상당수준 미달할 것으로 추정한다.

다만, 현시점 3Q21 컨센서스 전망치는 상당수 전망치가 블소2 한국의 예상 대비 대폭 부진을 업데이트하지 않은 수치라 컨센서스 자체가 큰 의미가 없는 수치이다.

당사에서는 8/27 자료를 통해 블소2 한국의 3Q21 일평균 매출을 30억원 중반 수준에서 10억원 초반 수준으로 대폭 하향한 바 있다. 본 자료에서는 3Q21 영업실적이 종전 전망치(8/27 자료에서 조정한 전망치) 대비로도 다소 미달할 것으로 추정했는데 이는 주요 PC/모바일 게임들 매출 추정치의 조금씩 하향과 인건비 전망치의 다소 상향에 따른다.

### 단기적으로 11/4 론칭 예정인 리니지 W 13개국의 히트수준이 중요

실적 전망치 하향을 통해 목표주가는 70만원에서 64만원으로 8.6% 하향하고 투자 의견은 Hold를 유지한다. 블소2 한국의 예상 대비 대폭 부진에 따른 신작모멘텀의 상실, MMORPG 1등 업체로서의 프리미엄 상실 등으로 주가가 큰 폭의 조정을 거침에 따라 현재 주가는 2022E EPS 대비 PER 20배 수준으로서 이론적인 밸류에이션 측면에선 2016년 이후 최저 수준까지 떨어져 일정수준 저평가 구간에 진입한 상황이다.

그리고, 현재는 블소2 한국의 부진에 따른 신작모멘텀 공백에 따른 주가 급락 후 11/4 론칭 예정인 리니지 W 13개국(한국, 일본, 대만, 홍콩, 싱가포르, 태국, 필리핀, 말레이시아, 인도네시아, 러시아, 사우디아라비아, UAE, 카타르) 관련 신작모멘텀 구간으로 진입하기 직전 시점이다. 결국 리니지 W 13개국의 히트수준이 동사 주가 단기 반등 여부를 결정할 핵심 변수이다. 다만, 리니지 W 13개국의 흥행수준을 예측하기 쉽지 않은데다 얼마 전 블소2 한국의 예상 대비 부진에 따른 주가 급락을 경험한 바 있어 사전에 공격적인 대응을 하기는 쉽지 않은 상황이기도 하다.

단기적으로 동사주가 반등 여부는 11/4 론칭 예정인 리니지 W 13개국의 히트수준에 달려 있다고 판단한다. 3Q21 실적발표가 리니지 W 13개국 론칭 이후라 그 무렵엔 3Q21 실적보다는 리니지 W 13개국의 론칭초기 히트수준이 더 중요한 포인트일 것이라 판단한다.

리니지 W 13개국은 블소2 한국의 과금에 대한 비판을 수용하여 과금요소를 상당수준 완화했다는 점과 첫 분기 영업일수가 58일로서 블소2 한국 첫 분기 영업일수 36일 대비 길다는 점 등을 감안하더라도 한국 외 일본, 대만, 홍콩 등 MMORPG 인기 국가를 포함한 12개국이 더 많다는 점을 감안하면 첫 분기인 4Q21 일평균 매출은 블소2 한국의 첫 분기 일평균 매출(10억원 초반)보다는 다소 클 것으로 기대한다. 참고로 당사에서는 리니지 W 4Q21 일평균 매출을 10억원 중반 수준으로 추정하고 있다.

리니지 W 13개국의 첫 분기 일평균 매출이 대략 10억원 중반 수준 정도만 달성되면 현재 주가 수준은 밸류에이션 측면에선 Rock Bottom으로 평가할 수 있으며 주가 또한 의미 있는 수준의 반등을 시현할 수 있을 것으로 기대한다. 물론, 히트수준이 이를 초과한다면 블소2 한국 부진에 따른 주가 급락의 상당부분을 메이크업할 수도 있을 것이라 판단한다.

## 3Q21 영업실적 Preview

표1 3Q21 영업실적 Preview

(억원, %)	3Q20	2Q21	3Q21E(종전)	3Q21E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
<b>매출액</b>	<b>5,852</b>	<b>5,385</b>	<b>5,609</b>	<b>5,433</b>	<b>-7.2</b>	<b>0.9</b>	<b>-3.1</b>
<b>PC게임</b>	<b>1,535</b>	<b>1,371</b>	<b>1,382</b>	<b>1,309</b>	<b>-14.7</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.3</b>
리니지	499	364	387	344	-30.9	-5.5	-11.0
리니지2	263	242	247	237	-10.0	-2.0	-3.9
아이온	85	195	179	179	112.2	-8.1	0.0
블레이드앤소울	172	98	107	104	-39.6	5.8	-2.8
길드워2	188	160	151	151	-19.9	-5.8	0.0
기타	110	116	122	110	0.3	-5.3	-10.1
로열티	219	195	189	184	-15.9	-5.8	-2.8
<b>모바일게임</b>	<b>4,317</b>	<b>4,015</b>	<b>4,227</b>	<b>4,124</b>	<b>-4.5</b>	<b>2.7</b>	<b>-2.4</b>
리니지 M	2,452	1,342	1,708	1,668	-32.0	24.3	-2.4
리니지2 M	1,445	2,180	1,706	1,745	20.8	-20.0	2.2
블레이드앤소울2	0	0	363	400	신규	신규	10.2
기타	50	260	232	94	86.6	-63.8	-59.4
로열티	370	233	218	218	-41.1	-6.6	0.0
리니지2:레볼루션(넷마블)	59	36	32	32	-46.3	-11.1	0.0
리니지 M 대만(감마니아)	238	148	140	140	-41.2	-5.6	0.0
블소:레볼루션(넷마블)	52	30	27	27	-48.3	-9.6	0.0
기타	20	19	19	19	-6.9	-1.8	0.0
<b>영업비용</b>	<b>3,675</b>	<b>4,258</b>	<b>4,369</b>	<b>4,407</b>	<b>19.9</b>	<b>3.5</b>	<b>0.9</b>
인건비	1,591	1,860	1,815	1,917	20.5	3.1	5.6
마케팅비	297	556	598	569	91.3	2.3	-5.0
유무형자산상각비	165	235	243	243	47.6	3.2	0.0
매출변동비 및 기타	1,622	1,607	1,712	1,678	3.4	4.4	-2.0
<b>영업이익</b>	<b>2,177</b>	<b>1,128</b>	<b>1,241</b>	<b>1,026</b>	<b>-52.8</b>	<b>-9.0</b>	<b>-17.3</b>
<b>영업이익률</b>	<b>37.2</b>	<b>20.9</b>	<b>22.1</b>	<b>18.9</b>	<b>18.3%P ↓</b>	<b>2.0%P ↓</b>	<b>3.2%P ↓</b>

주: K-IFRS 연결기준

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q21 영업실적 전망치 비교(컨센서스 전망치 및 당사 종전 전망치 대비)

(억원, %)	3Q21E(당사 종전)	3Q21E(컨센서스)	3Q21E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	5,609	5,872	5,433	-3.1	-7.5
영업이익	1,241	1,482	1,026	-17.3	-30.7
영업이익률(%)	22.1	25.2	18.9	3.2%P ↓	6.3%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

## 신작 론칭일정 정리

표3 엔씨소프트 핵심 기대신작 론칭일정 정리

구분	신작	지역	매출 형태	론칭일정
모바일	블레이드앤소울2	한국	총액	3Q21(8/26) 론칭 기본적으로 히트이나 히트수준은 기대치 대폭 미달
		일본/대만 등 아시아	총액	론칭일정 미정 (한국 론칭 후 1년 이내 1st 해외시장 론칭 목표) (1st 해외시장 론칭 후 1년 이내 2nd 해외시장 론칭 예상) (1st 해외시장 아시아, 2nd 해외시장 북미/유럽 예상)
		북미/유럽 등	총액	
	리니지2 M	북미/유럽 등	총액	2021년내 론칭 목표 (9/29 사전예약 시작) (11월말 - 12월 초중순 론칭 가능성)
	리니지 W	글로벌	총액	1권역 13개국(한국, 일본, 대만, 홍콩, 싱가포르, 태국, 필리핀, 말레이시아, 인도네시아, 러시아, 사우디아라비아, UAE, 카타르): 4Q21(11/4) 론칭 예정  2권역(북미/유럽 등): 론칭일정 미정
	아이온2	한국	총액	2022년 론칭 예정
		일본/대만 등 아시아	총액	론칭일정 미정 (한국 론칭 후 1년 이내 1st 해외시장 론칭 목표) (1st 해외시장 론칭 후 1년 이내 2nd 해외시장 론칭 예상) (1st 해외시장 아시아, 2nd 해외시장 북미/유럽 예상)
		북미/유럽 등	총액	
PC / 콘솔	Project TL (PC/콘솔)	한국, 일본, 대만, 북미/유럽 등	총액	2022년 론칭 예정 (2H21 대규모 내부 테스트 예정) (PC 한국 론칭 후 콘솔 글로벌 론칭) 또는 (PC/콘솔 글로벌 동시 론칭)
	게임명 미공개 콘솔 신작 다수 (MMO 외 다양한 장르)	글로벌 (권역별 순차)	총액	론칭일정 미정 (2022년 쇼케이스 후 2023년부터 몇 개 론칭 시작 예상)

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

## 실적 전망 &amp; Valuation

표4 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	5,433	6,743	7,199	6,994	7,636	7,409
영업이익	2,414	2,090	2,177	1,567	567	1,128	1,026	1,433	2,212	1,838	2,232	1,992
영업이익률(%)	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	20.9	18.9	21.3	30.7	26.3	29.2	26.9
순이익	1,954	1,584	1,525	803	802	943	737	933	1,672	1,386	1,657	1,392
순이익률(%)	26.7	29.4	26.1	14.3	15.6	17.5	13.6	13.8	23.2	19.8	21.7	18.8
지배주주순이익	1,955	1,582	1,532	806	809	944	739	935	1,687	1,387	1,662	1,395
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	0.9	24.1	6.8	-2.9	9.2	-3.0
영업이익	71.0	-13.4	4.2	-28.0	-63.8	98.8	-9.0	39.6	54.3	-16.9	21.5	-10.8
순이익	261.9	-19.0	-3.7	-47.4	-0.1	17.7	-21.9	26.5	79.2	-17.1	19.5	-16.0
지배주주순이익	260.5	-19.1	-3.2	-47.4	0.4	16.7	-21.7	26.4	80.5	-17.7	19.8	-16.1
yoy(%)												
매출액	103.8	31.1	47.1	5.2	-29.9	0.0	-7.2	20.1	40.5	29.9	40.6	9.9
영업이익	203.6	61.5	68.9	11.0	-76.5	-46.0	-52.8	-8.5	289.9	63.0	117.5	39.0
순이익	161.6	35.5	34.3	48.6	-59.0	-40.4	-51.7	16.2	108.5	47.0	124.8	49.2
지배주주순이익	163.5	35.9	35.1	48.6	-58.6	-40.3	-51.7	16.0	108.5	47.0	124.8	49.2
종전 대비 변경률(%)												
매출액							-3.1	7.3	0.3	0.8	-2.0	-0.9
영업이익							-17.3	5.8	-5.5	-12.5	-14.0	-3.5
순이익							-17.4	6.4	-5.4	-12.5	-14.1	-3.7
지배주주순이익							-17.4	6.4	-5.4	-12.5	-14.1	-3.7

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 엔씨소프트 연간 실적전망

(억원, 원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,012	24,162	22,686	29,238	34,715
영업이익	4,790	8,248	4,155	8,274	11,028
영업이익률(%)	28.2	34.1	18.3	28.3	31.8
순이익	3,592	5,866	3,415	6,107	8,128
순이익률(%)	21.1	24.3	15.1	20.9	23.4
지배주주순이익	3,582	5,874	3,427	6,130	8,156
순이익 대비 비중(%)	99.7	100.1	100.3	100.4	100.3
EPS(지배주주)	16,315	26,756	15,609	27,924	37,149
yoy(%)					
매출액	-0.8	42.0	-6.1	28.9	18.7
영업이익	-22.1	72.2	-49.6	99.1	33.3
순이익	-14.8	63.3	-41.8	78.8	33.1
지배주주순이익	-14.4	64.0	-41.7	78.9	33.0
종전 대비 변경률(%)					
매출액			1.3	-0.5	-1.0
영업이익			-3.2	-9.1	-9.3
순이익			-2.8	-9.2	-9.4
지배주주순이익			-2.8	-9.2	-9.4

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표6 엔씨소프트 분기 영업실적 전망 Detail

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
<b>매출액</b>	<b>7,311</b>	<b>5,386</b>	<b>5,852</b>	<b>5,613</b>	<b>5,125</b>	<b>5,385</b>	<b>5,433</b>	<b>6,743</b>	<b>7,199</b>	<b>6,994</b>	<b>7,636</b>	<b>7,409</b>
<b>PC게임</b>	<b>1,429</b>	<b>1,365</b>	<b>1,535</b>	<b>1,537</b>	<b>1,582</b>	<b>1,371</b>	<b>1,309</b>	<b>1,326</b>	<b>1,470</b>	<b>1,477</b>	<b>1,418</b>	<b>1,721</b>
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
<b>모바일게임</b>	<b>5,883</b>	<b>4,020</b>	<b>4,317</b>	<b>4,076</b>	<b>3,543</b>	<b>4,015</b>	<b>4,124</b>	<b>5,417</b>	<b>5,729</b>	<b>5,517</b>	<b>6,218</b>	<b>5,688</b>
리니지 M	2,120	1,599	2,452	2,117	1,726	1,342	1,668	1,526	1,554	1,436	1,531	1,416
리니지2 M	3,411	1,973	1,445	1,667	1,522	2,180	1,745	1,886	2,443	2,150	1,855	1,888
블레이드앤소울2	0	0	0	0	0	0	400	832	692	724	1,263	1,053
리니지 W	0	0	0	0	0	0	0	885	780	483	349	266
아이온2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	460	968	830
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
<b>영업비용</b>	<b>4,897</b>	<b>3,296</b>	<b>3,675</b>	<b>4,046</b>	<b>4,558</b>	<b>4,258</b>	<b>4,407</b>	<b>5,310</b>	<b>4,987</b>	<b>5,156</b>	<b>5,404</b>	<b>5,417</b>
인건비	2,118	1,623	1,591	1,849	2,325	1,860	1,917	2,272	2,054	2,140	2,112	2,391
마케팅비	396	129	297	448	550	556	569	687	464	604	627	510
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	1,678	2,104	2,216	2,152	2,408	2,256
<b>영업이익</b>	<b>2,414</b>	<b>2,090</b>	<b>2,177</b>	<b>1,567</b>	<b>567</b>	<b>1,128</b>	<b>1,026</b>	<b>1,433</b>	<b>2,212</b>	<b>1,838</b>	<b>2,232</b>	<b>1,992</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>33.0</b>	<b>38.8</b>	<b>37.2</b>	<b>27.9</b>	<b>11.1</b>	<b>20.9</b>	<b>18.9</b>	<b>21.3</b>	<b>30.7</b>	<b>26.3</b>	<b>29.2</b>	<b>26.9</b>

주: K-IFRS 연결기준

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 엔씨소프트 연간 영업실적 전망 Detail

(억원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>17,012</b>	<b>24,162</b>	<b>22,686</b>	<b>29,238</b>	<b>34,715</b>
<b>PC게임</b>	<b>5,866</b>	<b>5,866</b>	<b>5,588</b>	<b>6,086</b>	<b>6,739</b>
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
<b>모바일게임</b>	<b>11,146</b>	<b>18,296</b>	<b>17,098</b>	<b>23,152</b>	<b>27,975</b>
리니지 M	8,347	8,287	6,262	5,937	5,519
리니지2 M	1,439	8,496	7,333	8,336	6,177
블레이드앤소울2	0	0	1,232	3,732	5,001
리니지 W	0	0	885	1,877	806
아이온2	0	0	0	2,258	4,713
기타	202	187	476	309	5,188
로열티	1,158	1,325	910	703	571
리니지2:레볼루션(벳마블)	304	225	145	111	100
리니지 M 대만(감마니아)	565	835	576	435	332
블소:레볼루션(벳마블)	207	185	113	85	70
기타	82	80	75	72	69
<b>영업비용</b>	<b>12,222</b>	<b>15,914</b>	<b>18,531</b>	<b>20,964</b>	<b>23,686</b>
인건비	5,551	7,182	8,374	8,698	9,311
마케팅비	1,073	1,270	2,361	2,206	2,475
유무형자산상각비	520	637	935	1,029	1,078
매출변동비 및 기타	5,079	6,826	6,862	9,032	10,822
<b>영업이익</b>	<b>4,790</b>	<b>8,248</b>	<b>4,155</b>	<b>8,274</b>	<b>11,028</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>28.2</b>	<b>34.1</b>	<b>18.3</b>	<b>28.3</b>	<b>31.8</b>

주: K-IFRS 연결기준

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 엔씨소프트 목표주가 Table

구분	2022E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	30,752	22.8	700,000	153,678
신규	27,924	22.9	<b>640,000</b>	140,506
변경률(%)	<b>-9.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-8.6</b>	<b>-8.6</b>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 엔씨소프트(036570)

## 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,088	2,444	2,297	2,818	3,443
현금 및 현금성자산	303	157	147	182	225
기타현금성자산	1,469	1,961	1,837	2,265	2,801
매출채권 및 기타채권	271	282	272	319	355
기타	45	44	41	53	63
비유동자산	1,259	1,637	1,694	1,755	1,818
유무형자산	494	510	523	536	550
투자자산	758	1,117	1,161	1,208	1,256
기타	7	10	9	11	12
<b>자산총계</b>	<b>3,346</b>	<b>4,081</b>	<b>3,991</b>	<b>4,573</b>	<b>5,261</b>
유동부채	450	509	495	560	609
단기이자지급성부채	11	5	5	5	5
기타	438	504	490	555	604
비유동부채	384	427	186	194	203
장기이자지급성부채	249	250	0	0	0
확정급여부채	12	7	8	8	9
기타	123	171	178	186	194
<b>부채총계</b>	<b>834</b>	<b>937</b>	<b>681</b>	<b>755</b>	<b>812</b>
지배주주지분	2,499	3,142	3,307	3,815	4,444
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금 및 기타	106	274	274	274	274
이익잉여금	2,382	2,857	3,022	3,530	4,160
비지배주주지분	13	3	3	4	4
<b>자본총계</b>	<b>2,512</b>	<b>3,145</b>	<b>3,310</b>	<b>3,819</b>	<b>4,449</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>392</b>	<b>708</b>	<b>439</b>	<b>726</b>	<b>930</b>
영업에서 창출된 현금	489	858	519	888	1,152
당기순이익	359	587	341	611	813
조정사항	200	317	178	271	336
유무형자산상각비	52	64	93	103	108
법인세비용	137	217	110	209	278
이자손익	-25	-24	-11	-9	-5
기타	37	61	-14	-33	-45
자산,부채 증감	-71	-46	-1	6	3
법인세,이자,배당금 등	-97	-150	-79	-162	-222
<b>투자활동 현금</b>	<b>-234</b>	<b>-696</b>	<b>-23</b>	<b>-589</b>	<b>-704</b>
단기금융상품 증감	-444	38	40	-139	-174
유형자산 증감	-50	-62	-103	-113	-118
무형자산 증감	-3	0	0	0	0
투자/금융자산 증감	263	-670	40	-337	-411
<b>재무활동 현금</b>	<b>-46</b>	<b>-159</b>	<b>-426</b>	<b>-103</b>	<b>-183</b>
사채/차입금 증감	105	-40	-250	0	0
자기주식 증감	0	0	0	0	0
배당금 지급	-125	-108	-176	-103	-183
기타	-26	-12	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	<b>112</b>	<b>-147</b>	<b>-10</b>	<b>34</b>	<b>43</b>
기초 현금 및 현금성자산	186	303	157	147	182
외화 현금 환율변동 효과	6	1	0	0	0
<b>기말 현금 및 현금성자산</b>	<b>303</b>	<b>157</b>	<b>147</b>	<b>182</b>	<b>225</b>

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터 \* K-IFRS 연결기준

## 손익계산서


(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,701</b>	<b>2,416</b>	<b>2,269</b>	<b>2,924</b>	<b>3,471</b>
영업비용	1,222	1,591	1,853	2,096	2,369
<b>영업이익</b>	<b>479</b>	<b>825</b>	<b>415</b>	<b>827</b>	<b>1,103</b>
<b>EBITDA</b>	<b>531</b>	<b>888</b>	<b>509</b>	<b>930</b>	<b>1,211</b>
<b>영업외손익</b>	<b>17</b>	<b>-22</b>	<b>36</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>
금융수익	70	53	79	54	57
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
<b>세전이익</b>	<b>496</b>	<b>803</b>	<b>451</b>	<b>820</b>	<b>1,091</b>
법인세비용	137	217	110	209	278
<b>당기순이익</b>	<b>359</b>	<b>587</b>	<b>341</b>	<b>611</b>	<b>813</b>
지배주주순이익	358	587	343	613	816
<b>총포괄이익</b>	<b>264</b>	<b>752</b>	<b>620</b>	<b>889</b>	<b>1,091</b>
<b>Profitability(%)</b>					
영업이익률	28.2	34.1	18.3	28.3	31.8
EBITDA Margin	31.2	36.8	22.4	31.8	34.9
당기순이익률	21.1	24.3	15.1	20.9	23.4
ROA	11.4	15.8	8.5	14.3	16.5
ROE	14.7	20.7	10.6	17.1	19.7
ROIC	13.5	19.8	9.5	17.5	20.1

## 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Valuation (배)</b>					
P/E	33.1	34.8	36.0	20.1	15.1
P/B	4.7	6.5	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.5	20.9	20.3	10.6	7.7
P/CF	25.6	27.1	27.9	17.1	13.3
<b>Per Share Data (원)</b>					
EPS	16,359	26,720	15,555	27,816	37,024
BPS	114,428	143,240	150,776	173,943	202,640
CPS	21,092	34,318	20,064	32,778	42,238
DPS	4,900	8,026	4,672	8,355	11,120
<b>Growth (%)</b>					
매출액	-0.8	42.0	-6.1	28.9	18.7
영업이익	-22.1	72.2	-49.6	99.1	33.3
EPS	-14.8	63.3	-41.8	78.8	33.1
총자산	13.8	22.0	-2.2	14.6	15.0
자기자본	5.6	25.2	5.3	15.4	16.5
<b>Stability (% 배, 십억원)</b>					
부채비율	33.2	29.8	20.6	19.8	18.3
유동비율	464.2	479.9	463.9	502.9	565.3
자기자본비율	75.1	77.1	82.9	83.5	84.6
영업이익/금융비용(x)	15.2	22.9	15.5	19.4	22.0
이자보상배율(x)	59.9	90.5	39.0	52.6	53.7
총차입금	261	255	5	5	5
순차입금	-1,511	-1,864	-1,979	-2,441	-3,020

엔씨소프트 목표주가 추이

(원)



19/1020/420/1021/421/10

투자이견 변동내역

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									

## Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에게 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)	투자이견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)