

엔씨소프트 (036570)

게임

이창영



02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	630,000원 (M)
현재주가 (5/10)	387,000원
상승여력	63%

시가총액	84,962억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	432억원
60일 평균 거래량	108,771주
52주 고	479,500원
52주 저	322,500원
외인지분율	45.12%
주요주주	김택진 외 7 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.2	(9.6)	(5.1)
상대	4.8	(10.5)	(1.3)
절대(달러환산)	3.8	(13.6)	(8.6)

조금 더 기다려야 하는 바닥

1Q23 Review

매출액 4,788억원(YoY -39%), 영업이익 816억원(YoY -67%), 순이익 1,142억원(YoY -32%) 기록. 게임별 매출은 PC 리니지 245억원(YoY -7%), 리니지M 1,301억원(YoY +12%), 리니지2M 731억원(YoY -43%), 리니지W 1,226억원(YoY -67%), 로열티 매출 423억원(YoY +9%) 기록. 전분기 대비 인건비 207억원, 마케팅비 432억원, 일회적 비용(매출변동비 및 기타) 감소하며 영업이익은 시장 기대치를 상회하였으나, 신작이 부재한 가운데 기존 게임들의 전년 동기 및 전분기 대비 매출 감소가 크게 나타나 실질적으로는 시장 기대치를 하회함

2분기 및 하반기 전망

리니지M 6주년 대규모 업데이트(6/21), 리니지2M 업데이트(5/10~5/24), 리니지W 대규모 이벤트(5/9~5/23) 등 콘텐츠 업데이트를 통한 매출 유지/회복이 예상되고, 비MMO 모바일 게임 신작 4종은 하반기 출시 예상되어, 2, 3분기 매출액은 1분기 대비 소폭 상회하는 수준일 것으로 예상. 반면, 마케팅비, 인건비, 기타비용 증가로 2분기 영업이익(률) 감소할 것으로 예상

신규 PC/콘솔 대작 'TL' 은 5/24~5/30 국내 사용자 1만명 대상 CBT 진행, 그 이후 아마존 게임즈가 진행하는 글로벌 테스트 계획. 당사 리서치센터의 'TL' 출시 시기는 '디아블로4' 출시 일인 6/6 이후 3분기말 또는 4분기초 일 것으로 예상

투자의견 BUY, 목표주가 63만원 유지

동사의 장르, 플랫폼, BM(수익모델), 지역 다양화 노력 속에서 현재 매출 감소, 실적 감소의 과정을 겪고 있음. 그러나, 동사의 강점인 MMO시장은 국내, 해외 계속 견조한 성장을 보이고 있고, 하반기 및 2024년부터 본격 출시될 동사의 PC/콘솔, 비MMO게임과 해외출시를 통한 실적 모멘텀은 여전히 유효하다는 판단임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,788	-39.4	-12.6	4,931	-2.9
영업이익	816	-66.6	72.1	413	97.5
세전계속사업이익	1,413	-39.4	흑전	527	168.0
지배순이익	1,137	-32.7	흑전	373	204.6
영업이익률 (%)	17.0	-13.9 %pt	+8.3 %pt	8.4	+8.6 %pt
지배순이익률 (%)	23.7	+2.3 %pt	흑전	7.6	+16.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	23,088	25,718	21,631	24,053
영업이익	3,752	5,590	3,094	4,105
지배순이익	3,969	4,357	4,662	4,804
PER	44.3	21.7	18.2	17.7
PBR	5.2	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	34.7	11.5	14.9	11.2
ROE	12.6	13.7	13.7	12.6

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 전망

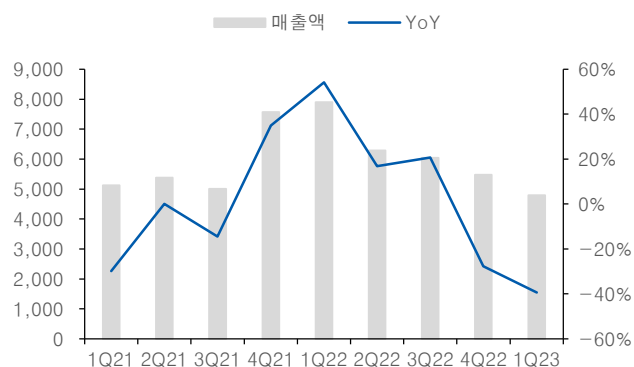
(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,903	6,293	6,042	5,479	4,788	4,834	5,347	6,663	23,088	25,718	21,631	24,053
YoY	54%	17%	21%	-28%	-39%	-23%	-12%	22%	-4%	11%	-16%	11%
Lineage 1	262	257	255	293	245	244	229	240	1,341	1,067	959	863
Lineage 2	235	226	234	246	215	215	210	254	997	941	894	849
Aion	161	142	175	205	176	163	175	204	749	683	719	683
Blade & Soul	70	61	59	72	73	61	59	83	436	263	277	263
Guild War 2	203	272	248	227	204	204	211	221	737	950	840	766
Royalty Sales	388	360	433	389	423	378	368	364	1,724	1,570	1,533	1,441
기타	177	222	265	237	143	223	221	360	999	901	946	1,050
리니지 M	1,159	1,412	1,465	1,128	1,301	1,328	1,304	1,283	5,459	5,165	5,217	4,956
리니지2M	1,274	962	856	823	731	741	813	700	6,526	3,915	2,984	2,635
리니지 W	3,732	2,236	1,971	1,769	1,226	1,230	1,222	1,150	3,576	9,708	4,827	3,311
Blade & Soul 2	242	142	81	91	50	48	45	50	544	556	193	154
산작	-	-0	-0	-	-	-	244	488	-	-	732	3,150
TL	-	-	-	-	-	-	-	780	-	-	780	780
비용총계	5,461	5,063	4,598	5,005	3,971	4,415	4,645	5,506	19,336	20,128	18,537	19,948
인건비	2,185	2,066	1,897	2,326	2,119	2,126	2,129	2,323	8,495	8,474	8,697	8,959
광고선전비	418	599	389	481	49	289	403	834	2,826	1,886	1,575	1,729
감가상각비	266	268	267	260	279	282	285	290	936	1,060	1,137	1,158
매출변동비 및 기타	2,593	2,130	2,045	1,938	1,525	1,718	1,827	2,059	7,079	8,707	7,129	8,102
영업이익	2,442	1,230	1,444	474	816	419	701	1,157	3,752	5,590	3,094	4,105
영업이익률	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.7%	13.1%	17.4%	16.3%	21.7%	14.3%	17.1%
YoY	330%	9%	50%	-57%	-67%	-66%	-51%	144%	-55%	49%	-45%	33%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 분기별 매출액 및 YoY 성장률 추이

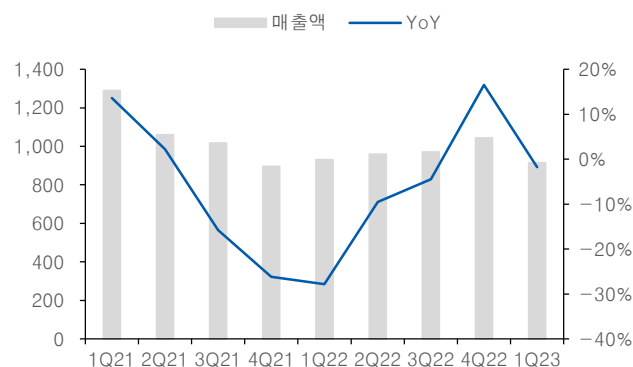
(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 PC 게임 매출액 및 YoY 성장률 추이

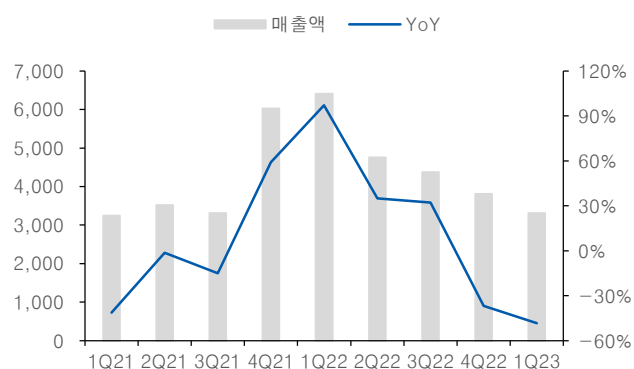
(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 모바일 게임 매출액 및 YoY 성장률 추이

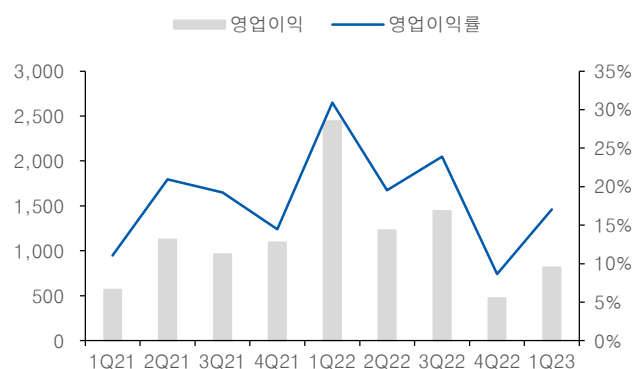
(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 영업이익 및 영업이익률 추이

(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	23,088	25,718	21,631	24,053	24,211
매출원가	19	50	0	0	0
매출총이익	23,070	25,668	21,631	24,053	24,211
판매비	19,317	20,078	18,537	19,948	19,899
영업이익	3,752	5,590	3,094	4,105	4,312
EBITDA	4,689	6,649	4,191	5,322	5,505
영업외손익	1,161	500	2,892	2,063	2,129
외환관련손익	113	922	-110	461	369
이자손익	152	375	937	1,053	1,182
관계기업관련손익	158	-81	232	236	242
기타	737	-716	1,833	313	337
법인세비용차감전순이익	4,913	6,091	5,986	6,168	6,441
법인세비용	956	1,731	1,331	1,372	1,432
계속사업순이익	3,957	4,360	4,655	4,797	5,009
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,957	4,360	4,655	4,797	5,009
지배지분순이익	3,969	4,357	4,662	4,804	5,016
포괄순이익	3,676	1,666	4,760	4,916	5,144
지배지분포괄이익	3,685	1,664	4,122	4,257	4,454

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,911	7,360	7,282	5,846	6,313
당기순이익	3,957	4,360	4,655	4,797	5,009
감가상각비	925	1,040	1,079	1,201	1,178
외환손익	-83	22	110	-461	-369
중속, 관계기업관련손익	20	58	15	-236	-242
자산부채의 증감	352	495	152	-484	-297
기타현금흐름	-1,261	1,385	1,272	1,029	1,034
투자활동 현금흐름	-1,881	-3,922	2,281	-1,680	-1,716
투자자산	-1,097	5,358	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,866	-2,497	-1,133	-1,133	-1,133
유형자산 감소	5	3	0	0	0
기타현금흐름	2,077	-6,787	3,414	-547	-584
재무활동 현금흐름	-1,124	-3,037	-1,658	-2,554	-2,354
단기차입금	0	-49	1,495	-300	-300
사채 및 장기차입금	2,992	-1,400	-1,399	-500	-300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,762	-1,190	-1,357	-1,357	-1,357
기타현금흐름	-2,353	-398	-398	-398	-398
연결범위변동 등 기타	80	-105	-641	-292	-705
현금의 증감	987	296	7,263	1,319	1,537
기초 현금	1,573	2,559	2,856	10,119	11,438
기말 현금	2,559	2,856	10,119	11,438	12,976
NOPLAT	3,752	5,590	3,094	4,105	4,312
FCF	1,045	4,863	6,149	4,713	5,180

자료: 유안타증권

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

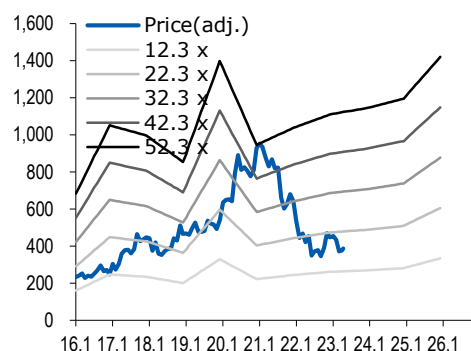
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	24,526	26,911	30,751	33,893	37,299
현금및현금성자산	2,559	2,856	10,119	11,438	12,976
매출채권 및 기타채권	3,268	2,194	2,021	2,217	2,230
재고자산	64	15	29	32	32
비유동자산	21,293	17,466	18,691	19,163	19,685
유형자산	7,473	9,302	9,356	9,288	9,243
관계기업 등 지분관련자산	546	262	494	730	972
기타투자자산	11,468	5,117	6,209	6,399	6,596
자산총계	45,819	44,376	49,442	53,056	56,984
유동부채	6,634	5,153	7,825	8,081	8,393
매입채무 및 기타채무	3,162	2,917	3,367	3,569	3,783
단기차입금	52	0	1,495	1,195	895
유동성장기부채	1,400	0	0	0	0
비유동부채	7,673	7,237	5,437	5,101	5,054
장기차입금	600	600	600	600	600
사채	3,491	3,494	2,095	1,595	1,295
부채총계	14,307	12,391	13,262	13,183	13,447
지배지분	31,488	31,962	36,151	39,842	43,502
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	30,715	34,094	37,399	40,846	44,506
비지배지분	24	23	29	32	35
자본총계	31,512	31,985	36,180	39,874	43,536
순차입금	-13,180	-18,373	-22,490	-25,230	-28,851
총차입금	7,442	5,933	5,630	4,730	4,030

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	19,847	21,234	21,881	22,850
BPS	155,059	157,391	178,020	196,193	214,215
EBITDAPS	21,360	30,288	19,088	24,241	25,075
SPS	105,166	117,144	98,531	109,559	110,281
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680
PER	44.3	21.7	18.2	17.7	16.9
PBR	5.2	2.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	34.7	11.5	14.9	11.2	10.2
PSR	7.6	3.7	3.9	3.5	3.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	-4.4	11.4	-15.9	11.2	0.7
영업이익 증가율 (%)	-54.5	49.0	-44.7	32.7	5.0
지배순이익 증가율 (%)	-32.4	9.8	7.0	3.1	4.4
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.3	21.7	14.3	17.1	17.8
지배순이익률 (%)	17.2	16.9	21.6	20.0	20.7
EBITDA 마진 (%)	20.3	25.9	19.4	22.1	22.7
ROIC	62.1	55.1	34.2	49.4	53.2
ROA	9.2	9.7	9.9	9.4	9.1
ROE	12.6	13.7	13.7	12.6	12.0
부채비율 (%)	45.4	38.7	36.7	33.1	30.9
순차입금/자기자본 (%)	-41.9	-57.5	-62.2	-63.3	-66.3
영업이익/금융비용 (배)	28.5	59.0	40.6	62.2	73.9

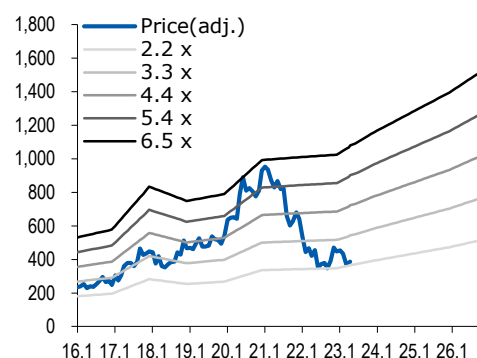
P/E band chart

(천원)



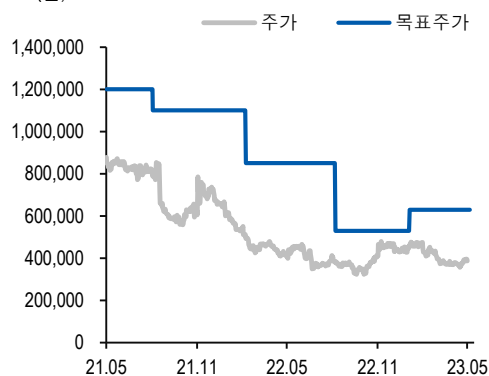
P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-11	BUY	630,000	1년		
2023-01-13	BUY	630,000	1년		
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53
2022-02-16	BUY	850,000	1년	-50.17	-41.06
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년	-41.75	-22.45
2021-02-08	BUY	1,200,000	1년	-27.68	-14.42

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)	0.0
Buy(매수)	90.5
Hold(중립)	9.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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.