

2023. 2. 9



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **560,000 원**

현재주가 (2.8) **474,500 원**

상승여력 **18.0%**

KOSPI 2,483.64pt

시가총액 104,172억원

발행주식수 2,195만주

유동주식비율 80.51%

외국인비중 45.61%

52주 최고/최저가 550,000원/322,500원

평균거래대금 411.0억원

주요주주(%)

김택진 외 6 인 11.99

퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26

넷마블 8.88

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 10.9 22.1 -12.1

상대주가 2.2 22.6 -2.8

주가그래프



엔씨소프트 036570

지나간 것보다는 다가올 미래에 집중

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 474 억원으로 기대치 크게 하회. 인건비 추가 인식 때문
- ✓ 리니지W 하락 사이클에 대한 우려 제기되고 있으나 사이클 벗어나지 않는 수준
- ✓ 경쟁 게임 중단으로 길드워2 반등. 중국 모멘텀의 실적 상방 포텐셜도 여전히 유효
- ✓ 주가 하락폭 컸던 2022년 추가 인센티브 지급은 투자자 입장에서 다소 아쉽지만 신작 출시 4개월 앞으로 다가온 만큼 다가올 미래에 집중할 때

4Q22 Review: 리니지W 추가 인센티브 지급으로 추정치 하회

4분기 엔씨소프트의 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,479억원(-27.6% YoY)과 474억원(-56.7% YoY)으로 영업이익 기준 추정치를 크게 하회했다. 매출은 예상 수준에 부합했으나 리니지W 관련 추가 상여 금액이 인식되며 인건비가 예상을 200억원 상회하며 하회의 주원인으로 파악된다. 이외에 금융자산 관련 비용 611억원 및 외환 관련 기타비용이 256억원 발생하며 세전손익은 -226억원으로 적자전환했다.

리니지W는 1분기부터 매출 안정기에 접어들 것으로 예상된다. 리니지2M의 국내 일매출은 출시 1/2/3년차 각각 42.3/23.3/17.9억원을 기록했는데 리니지W의 글로벌 일매출은 출시 1/2년차 각각 65.0/26.6억원을 기록했다. 2M(19.11.27)이 W(21.11.4) 대비 출시 2차년도 매출에 피크 시즌이 더 적게 포함된 점을 감안하면 두 게임의 큰 트렌드는 유사하게 진행되고 있다고 판단한다. 이에 근거한 2023년 당사의 리니지W 일매출은 13.0억원을 가정한다.

투자자들의 관심 분야인 중국에 대해서는, 최근 중국 내 MMORPG 대작의 서비스 종료로 인해 길드워2 매출이 크게 반등하고 있다고 밝혔다. 중국 정부의 배기 정책이 유효하다고 판단, 중국 판호 발급에 대한 가능성 등 중국 모멘텀이 실적의 상방 포텐셜로 기대하기에 여전히 적합하다.

지나간 것보다는 주가 트렌드를 바꾼 신작에 집중할 때

6월로 예상되는 신작 출시까지는 기존 게임의 자연 감소 사이클이 전망된다. 그러나 2월 21일 베타 테스트를 시작으로 3월 본격적인 <TL> 마케팅이 예상되는 시기로 하방보다는 상방 압력이 강할 것으로 본다. 2022년 큰 폭의 주가 하락 상황에 이루어진 데 반해 4분기 인센티브 추가 지급은 투자자 입장에서 다소 아쉬운 점이 사실이다. 그러나 동사의 주가 방향성은 지나간 과거가 아닌 새로운 미래에 있었던 만큼 신작 출시에 집중하는 전략이 유효해 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,416.2	824.8	587.4	26,756	63.3	143,098	34.8	6.5	21.0	20.8	29.8
2021	2,308.8	375.2	396.9	18,078	-32.5	143,429	35.6	4.5	27.4	12.6	45.4
2022P	2,571.8	559.0	452.3	20,603	14.4	157,926	21.7	2.8	12.6	13.7	35.8
2023E	2,495.7	570.1	479.3	21,833	5.0	173,080	21.7	2.7	12.1	13.2	31.2
2024E	3,068.3	861.1	710.3	32,353	48.4	195,576	14.7	2.4	7.8	17.6	27.0

(십억원)	4Q22P	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	547.9	757.2	-27.6	604.2	-9.3	559.1	-2.0	542.9	0.9
영업이익	47.4	109.5	-56.7	144.4	-67.2	76.4	-37.9	78.6	-39.6
세전이익	-22.6	148.9	적전	250.4	적전	110.2	N/A	99.2	N/A
지배순이익	-17.0	121.9	적전	181.8	적전	84.3	N/A	74.5	N/A

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
매출 추정												
매출	790.3	629.3	604.2	547.9	540.4	577.4	669.3	708.6	2,308.8	2,571.8	2,495.7	3,068.3
온라인	93.1	95.9	97.1	104.4	101.0	153.0	207.9	329.6	426.1	390.4	791.5	935.5
모바일	640.7	475.2	437.3	381.0	383.4	366.3	394.8	319.4	1,610.5	1,934.3	1,463.9	1,904.2
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	19.1	23.9	25.5	22.7	99.9	90.1	91.2	87.3
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	36.9	34.2	41.1	36.9	172.4	157.0	149.2	141.3
% YoY												
매출	54.2	16.8	20.7	-27.6	-31.6	-8.2	10.8	29.3	-4.4	11.4	-3.0	22.9
온라인	-27.8	-9.5	-4.4	16.5	8.6	59.6	114.1	215.8	-7.2	-8.4	102.8	18.2
모바일	97.2	35.0	32.1	-36.7	-40.2	-22.9	-9.7	-16.2	-4.0	20.1	-24.3	30.1
기타	34.9	-41.0	-2.4	7.7	7.7	7.7	-3.8	-4.2	64.7	-9.8	1.2	-4.2
로열티	-14.6	-16.0	6.1	-10.1	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-21.0	-8.9	-5.0	-5.3
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	449.7	464.8	493.4	517.9	1,933.6	2,012.8	1,925.7	2,207.2
% to sales	69.1	80.5	76.1	91.3	83.2	80.5	73.7	73.1	83.7	78.3	77.2	71.9
% YoY	19.8	18.9	13.7	-22.7	-17.7	-8.2	7.3	3.5	21.5	4.1	-4.3	14.6
매출변동비 및 기타	259.3	213.0	204.5	193.8	184.4	186.8	221.4	257.0	707.9	870.7	849.6	1,036.6
상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.0	27.5	27.6	27.6	93.6	106.0	109.7	110.9
마케팅비	41.8	59.9	38.9	48.1	32.4	57.9	65.5	33.9	282.6	188.6	189.7	185.9
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	224.7	214.6	199.7	224.3	849.5	847.4	863.3	972.0
이익 추정												
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	90.7	112.7	175.9	190.8	375.2	559.0	570.1	861.1
% YoY	330.4	9.0	50.0	-56.7	-62.8	-8.4	21.8	302.1	-54.5	49.0	2.0	51.1
영업이익률(%)	30.9	19.5	23.9	8.7	16.8	19.5	26.3	26.9	16.3	21.7	22.8	28.1
세전이익	233.2	163.1	250.4	-22.6	98.9	121.7	237.0	189.4	491.3	624.0	647.0	960.3
% YoY	151.3	32.6	97.7	적전	-57.6	-25.4	-5.4	흑전	-38.8	27.0	3.7	48.4
지배주주순이익	168.9	118.6	181.8	-17.0	71.6	93.0	172.1	142.6	396.9	452.3	479.3	710.3
% YoY	108.8	25.7	82.3	적전	-57.6	-21.6	-5.4	흑전	-32.4	14.0	6.0	48.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	2,416.2	2,308.8	2,571.8	2,495.7	3,068.3
매출액증가율 (%)	42.0	-4.4	11.4	-3.0	22.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,571.8	2,495.7	3,068.3
판매관리비	1,591.4	1,933.6	2,012.8	1,925.7	2,207.2
영업이익	824.8	375.2	559.0	570.1	861.1
영업이익률	34.1	16.3	21.7	22.8	28.1
금융손익	17.3	104.3	-31.8	28.5	65.9
종속/관계기업손익	-5.6	15.8	6.8	0.9	3.8
기타영업외손익	-33.3	-3.9	90.0	47.4	29.5
세전계속사업이익	803.3	491.3	624.0	647.0	960.3
법인세비용	216.6	95.6	171.4	171.9	255.5
당기순이익	586.6	395.7	452.6	475.0	704.8
지배주주지분 순이익	587.4	396.9	452.3	479.3	710.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,992.5	3,347.2	3,826.2
현금및현금성자산	157.3	255.9	672.9	1,047.3	1,640.8
매출채권	243.0	277.9	175.5	268.5	193.0
재고자산	0.7	6.4	0.7	2.1	2.3
비유동자산	1,636.9	2,129.3	1,716.2	1,639.2	1,622.1
유형자산	368.4	747.3	935.9	846.3	855.7
무형자산	49.7	42.3	41.8	41.3	40.8
투자자산	1,093.8	1,201.4	556.0	569.1	543.1
자산총계	4,081.2	4,581.9	4,708.7	4,986.4	5,448.3
유동부채	509.3	663.4	525.4	498.7	518.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	5.3	5.2	65.2	65.2	65.2
유동성장기부채	0.0	140.0	46.7	0.0	0.0
비유동부채	427.2	767.3	715.2	688.1	638.3
사채	249.6	349.1	349.1	279.1	279.1
장기차입금	0.0	60.0	60.0	60.0	60.0
부채총계	936.5	1,430.7	1,240.5	1,186.9	1,157.0
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	278.2	255.8	255.8	255.8	255.8
이익잉여금	2,856.8	3,071.5	3,389.7	3,722.4	4,216.3
비지배주주지분	3.1	2.4	1.1	-0.3	-2.4
자본총계	3,144.7	3,151.2	3,468.2	3,799.5	4,291.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	707.7	391.1	488.4	537.1	750.4
당기순이익(손실)	586.6	395.7	452.6	475.0	704.8
유형자산상각비	64.8	92.5	61.4	89.6	90.6
무형자산상각비	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-45.8	35.2	8.9	7.0	-45.6
투자활동 현금흐름	-695.6	-188.1	130.3	89.7	-13.1
유형자산의증가(CAPEX)	-64.4	-286.6	-250.0	-343.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-346.9	-107.6	645.4	-13.0	26.0
재무활동 현금흐름	-159.3	-112.4	-201.8	-252.3	-143.8
차입금의 증감	-22.8	436.7	-82.8	-116.7	0.0
자본의 증가	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-146.2	98.7	416.9	374.4	593.5
기초현금	303.4	157.3	255.9	672.8	1,047.3
기말현금	157.3	255.9	672.8	1,047.3	1,640.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	110,057	105,166	117,145	113,680	139,762
EPS(지배주주)	26,756	18,078	20,603	21,833	32,353
CFPS	41,161	23,268	28,038	29,955	45,548
EBITDAPS	40,567	21,360	28,284	30,070	43,374
BPS	143,098	143,429	157,926	173,080	195,576
DPS	8,550	5,860	6,680	7,079	10,490
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.5	1.5	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	34.8	35.6	21.7	21.7	14.7
PCR	22.6	27.6	16.0	15.8	10.4
PSR	8.5	6.1	3.8	4.2	3.4
PBR	6.5	4.5	2.8	2.7	2.4
EBITDA	890.6	468.9	621.0	660.2	952.2
EV/EBITDA	21.0	27.4	12.6	12.1	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	12.6	13.7	13.2	17.6
EBITDA 이익률	36.9	20.3	24.1	26.5	31.0
부채비율	29.8	45.4	35.8	31.2	27.0
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
이자보상배율(x)	91.9	28.5	32.3	38.0	63.2
매출채권회전율(x)	9.7	8.9	11.3	11.2	13.3
재고자산회전율(x)	1,733.4	651.1	728.2	1,809.2	1,409.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.02.08	기업브리프	Buy	1,300,000	김동희	-29.8	-20.2	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-30.5	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-25.3	-18.8	
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-35.7	-14.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	430,000	이효진	-15.8	-6.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	490,000	이효진	-15.7	-5.1	
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이효진	-	-	