

엔씨소프트 (036570)

심화되는 경쟁과 신작 지연의 이중고

투자의견	BUY (유지)
목표주가	440,000 원(하향)
현재주가	380,000 원(04/14)
시가총액	8,343 (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 4,845억원(-38.7%yoy), 영업이익 357억원(-85.4% yoy), 컨센서스(518억원) 하회 전망
- 신작이 부재한 상황에서 기존 주력 모바일 게임 매출이 감소하면서 실적에 부정적인 영향을 미침
- 리니지M, 리니지2M, 리니지W의 1분기 일평균 매출액 추정치는 각각 13.5억원, 7.6억원, 15.4억원
- 영업비용에서는 인건비, 마케팅비용 등 전반에서 4분기대비 감소할 전망
- 최근 신규 모바일 MMORPG 출시가 이어지면서 동사 기존 모바일 리니지와 경쟁은 심화 예상
- 기대 신작인 TL의 출시가 하반기로 연기되면서 실적 부진은 2분기 혹은 3분기까지 이어질 전망
- TL의 출시 연기로 다른 신작 게임의 올해 출시 일정에도 변동될 가능성 있음
- 목표주가를 기존 56만원에서 44만원으로 하향

주가(원, 4/14)	380,000
시가총액(십억원)	8,343
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	481,000원
최저가	318,500원
52주 일간 Beta	1.05
3개월 일평균거래대금	447억원
외국인 지분율	45.3%
배당수익률(2023F)	1.7%

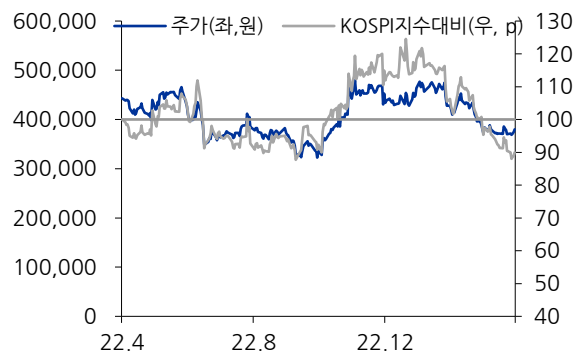
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-11.8%	-3.0%	-9.6%
절대기준	-2.3%	+13.3%	-15.0%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	440,000	560,000	▼
영업이익(23)	311	467	▼
영업이익(24)	500	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,309	2,572	2,301	2,634
영업이익	375	559	311	500
세전손익	491	609	353	542
당기순이익	396	436	258	387
EPS(원)	18,079	19,847	11,725	17,611
증감률(%)	-32.4	9.8	-40.9	50.2
PER(배)	35.6	22.6	32.4	21.6
ROE(%)	12.6	13.7	7.9	11.1
PBR(배)	4.5	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	30.3	13.7	19.2	12.8

자료: 유진투자증권



엔씨소프트의 1분기 실적은 매출액 4,845억원(-38.7%yoy), 영업이익 357억원(-85.4%yoy, OPM +7.4%)를 전망한다. 영업이익 기준 시장 컨센서스(518억원)를 하회하는 전망이다.

신작이 부재한 상황에서 주력 모바일 게임 매출이 감소하면서 실적에 부정적인 영향을 미쳤다. 특히 지난 4분기 각각 출시 3주년 업데이트와 1주년 업데이트를 진행한 리니지 2M과 리니지 W는 1분기 대형 업데이트가 부재하면서 일매출이 감소한 것으로 추정된다. 반면 출시 6년차를 맞이한 리니지 M은 1분기 높은 매출 순위를 유지하며 지난 4분기 대비 일매출은 소폭 증가할 전망이다. 리니지 M, 리니지 2M, 리니지 W의 1분기 일평균 매출액 추정치는 각각 13.5억원, 7.6억원, 15.4억원이다. 영업비용에서는 인건비, 마케팅비용 등 전반에서 4분기대비 감소할 전망이다.

최근 신규 MMORPG 아키에이지워(3/21), 프라시아전기(3/30)가 출시되면서 동사의 기존 모바일 리니지(특히 2M)과 경쟁이 이어지고 있고, 2분기에도 나이트 크로우 등 신규 게임 출시가 이어지면서 경쟁은 더욱 심화될 전망이다. 물론 리니지에 대한 국내 유저들의 로열티를 감안하면 여전히 경쟁 우위에 있는 것은 맞으나 매출에 부정적인 영향은 불가피하다.

또한 기대 신작인 TL의 출시가 하반기로 연기되면서 실적 부진은 2분기 혹은 3분기까지 이어질 전망이다. TL의 출시 연기로 다른 신작 게임(프로젝트 R, 프로젝트 G, 블소 S, 퍼즈업)들의 올해 출시 일정에도 변동될 가능성이 생겼다. 목표주가를 기존 56만원에서 44만원으로 하향한다. 목표주가는 신작 출시 지연으로 이에 대한 실적이 본격적으로 반영되는 2024년 추정 EPS에 타겟 PER 25배를 적용해 재산출했다.

도표 1. 1Q23 Preview

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q23E				시장 전망치	2Q23E			2023E		2024E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)			예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)	2022A	예상치	yoy (%, %p)	예상치
매출액	484	-11.6	-38.7	507	509	5.0	-19.2	2,572	2,301	-10.5	2,634	14.5
영업이익	36	-24.7	-85.4	44	37	4.2	-69.7	559	311	-44.3	500	60.7
세전이익	37	흑전	-84.2	50	51	37.6	-69.0	609	353	-42.1	542	53.6
순이익	27	흑전	-84.1	45	37	37.6	-68.9	436	258	-40.9	387	50.2
OP Margin	7.4	-1.3	-23.5	8.8	7.3	-0.1	-12.2	21.7	13.5	-8.2	19.0	5.5
NP Margin	5.5	11.6	-15.8	8.9	7.3	1.7	-11.6	17.0	11.2	-5.8	14.7	3.5
EPS(원)	4,883	흑전	-84.1	8,399	6,719	37.6	-68.9	19,847	11,725	-40.9	17,611	50.2
BPS(원)	142,211	-2.3	-0.5	147,747	143,891	1.2	2.6	145,587	152,716	4.9	163,727	7.2
ROE(%)	3.4	7.6	-18.1	5.7	4.7	1.2	-10.7	13.7	7.9	-5.9	11.1	3.3
PER(X)	77.8	-	-	45.2	56.6	-	-	21.7	32.4	-	21.6	-
PBR(X)	2.7	-	-	2.6	2.6	-	-	3.1	2.5	-	2.3	-

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

실적전망 및 밸류에이션

도표 2. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	484.5	508.6	617.7	689.8	2,571.8	2,300.6
(%yoy)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-38.7%	-19.2%	2.2%	25.9%	11.4%	-10.5%
PC 게임	93.1	95.9	97.1	104.4	89.6	93.3	136.6	110.1	390.4	429.6
모바일게임	640.7	475.2	437.3	381.0	336.4	357.6	393.8	506.9	1,934.3	1,594.8
리니지 M	115.9	141.2	146.5	112.8	121.5	122.9	128.8	124.2	516.5	497.4
리니지 2M	127.4	96.2	85.6	82.3	68.4	72.8	69.0	92.0	391.5	302.2
리니지 W	373.2	223.6	197.1	176.9	138.4	150.2	147.2	156.4	970.8	592.2
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	19.5	21.7	27.8	24.3	90.1	93.3
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	38.9	36.0	59.4	48.6	157.0	182.9
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	448.7	471.4	494.3	574.6	2,012.8	1,989.1
(%yoy)	19.8%	18.9%	13.7%	-22.7%	-17.8%	-6.9%	7.5%	14.8%	4.1%	-1.2%
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	35.7	37.2	123.3	115.2	559.0	311.5
(%yoy)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-85.4%	-69.7%	-14.6%	142.9%	49.0%	-44.3%
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	7.4%	7.3%	20.0%	16.7%	21.7%	13.5%
영업외손익	-11.0	40.1	105.9	-84.9	1.0	13.3	14.1	12.9	50.1	41.3
세전이익	233.2	163.1	250.4	-22.6	36.7	50.5	137.4	128.1	609.1	352.8
지배순이익	168.9	118.6	181.8	-17.0	26.8	36.9	100.3	93.5	435.9	257.4
(%yoy)	108.8%	25.6%	82.3%	적자전환	-84.1%	-68.9%	-44.9%	흑자전환	14.0%	-43.1%

자료: 유진투자증권

도표 3. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2308.8	2571.8	2300.6	2634.2
영업이익	375.2	559.0	311.5	500.5
세전이익	491.3	609.1	352.8	541.8
지배순이익	396.9	435.9	257.4	386.6
EPS(원)	18,079	19,847	11,725	17,611
PER(배)	24.8	21.7	38.2	25.4
OPM(%)	16.3%	21.7%	13.5%	19.0%
NPM(%)	17.2%	17.6%	11.2%	14.7%

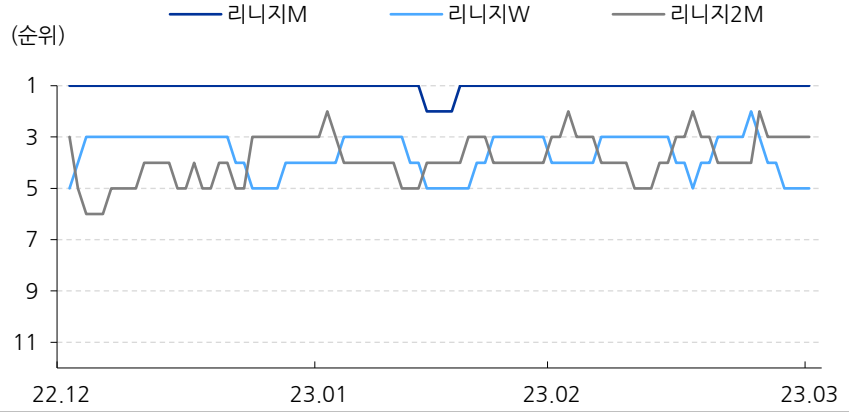
자료: 유진투자증권

도표 4. 엔씨소프트 목표주가 변경

적용 EPS(원)	17,611	2024년 EPS
적용 PER(배)	25.0	
목표주가(원)	440,000	

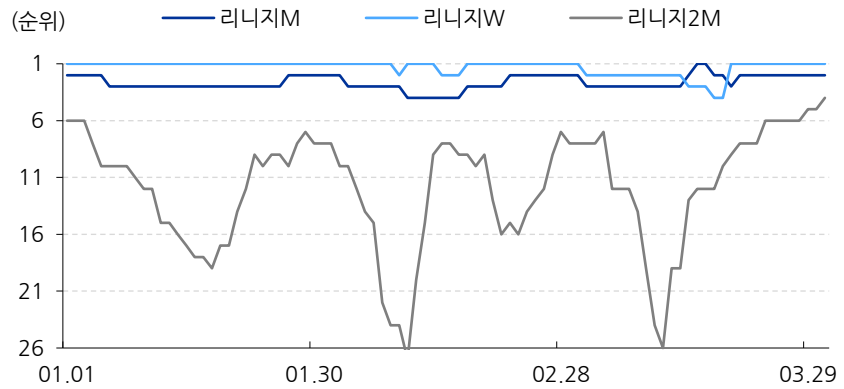
자료: 유진투자증권

도표 5. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	4,081	4,582	4,438	4,660	4,892
유동자산	2,444	2,453	2,691	2,954	3,213
현금성자산	796	677	1,376	1,543	1,804
매출채권	282	327	219	303	289
재고자산	1	6	1	4	4
비유동자산	1,637	2,129	1,747	1,705	1,679
투자자산	1,219	1,340	773	804	837
유형자산	368	747	930	857	797
기타	50	42	43	44	45
부채총계	937	1,431	1,239	1,305	1,295
유동부채	509	663	515	577	563
매입채무	234	316	292	351	335
유동성이자부채	42	181	35	35	35
기타	233	166	188	190	192
비유동부채	427	767	724	728	733
비유동이자부채	301	599	593	593	593
기타	126	168	130	135	139
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,355	3,597
지배지분	3,142	3,149	3,196	3,353	3,594
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,409	3,531	3,773
기타	(160)	(367)	(658)	(623)	(623)
비지배지분	3	2	2	2	2
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,355	3,597
총차입금	344	780	629	629	629
순차입금	(452)	103	(748)	(914)	(1,175)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	708	391	736	341	446
당기순이익	587	396	436	258	387
자산상각비	66	94	106	75	61
기타비현금성손익	251	21	253	(29)	(63)
운전자본증감	(46)	35	50	(36)	(11)
매출채권감소(증가)	11	(30)	101	(83)	14
재고자산감소(증가)	0	(0)	5	(3)	0
매입채무증가(감소)	3	0	0	59	(16)
기타	(60)	66	(57)	(9)	(9)
투자현금	(696)	(188)	(392)	(83)	(86)
단기투자자산감소	(599)	100	(156)	(44)	(46)
장기투자증권감소	(30)	9	20	(27)	(27)
설비투자	64	287	250	0	0
유형자산처분	2	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	(3)	(3)	(3)
재무현금	(159)	(112)	(304)	(136)	(145)
차입금증가	(40)	249	(185)	0	0
자본증가	(108)	(361)	(119)	(136)	(145)
배당금지급	108	176	119	136	145
현금 증감	(146)	99	30	122	215
기초현금	303	157	256	286	408
기말현금	157	256	286	408	623
Gross Cash flow	904	511	795	377	457
Gross Investment	142	253	187	75	52
Free Cash Flow	761	258	609	302	406

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,416	2,309	2,572	2,301	2,634
증가율(%)	0.0	(4.4)	11.4	(10.5)	14.5
매출원가	0	2	5	0	0
매출총이익	2,416	2,307	2,567	2,301	2,634
판매 및 일반관리비	1,591	1,932	2,008	1,989	2,134
기타영업손익	0	21	4	(1)	7
영업이익	825	375	559	311	500
증가율(%)	0.0	(54.5)	49.0	(44.3)	60.7
EBITDA	891	469	665	387	562
증가율(%)	0.0	(47.3)	41.8	(41.8)	45.2
영업외손익	(22)	116	50	41	41
이자수익	35	49	52	33	33
이자비용	9	13	9	13	13
지분법손익	(6)	16	(8)	(5)	(5)
기타영업외손익	(42)	65	16	27	27
세전순이익	803	491	609	353	542
증가율(%)	0.0	(38.8)	24.0	(42.1)	53.6
법인세비용	217	96	173	95	155
당기순이익	587	396	436	258	387
증가율(%)	0.0	(32.5)	10.2	(40.9)	50.2
지배주주지분	587	397	436	257	387
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(40.9)	50.2
비지배지분	(1)	(1)	0	0	0
EPS(원)	26,756	18,078	19,847	11,725	17,611
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(40.9)	50.2
수정EPS(원)	26,756	18,078	19,847	11,725	17,611
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(40.9)	50.2

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	19,847	11,725	17,611
BPS	143,098	143,429	145,587	152,716	163,727
DPS	8,550	5,860	6,680	6,600	6,600
밸류에이션(배, %)					
PER	34.8	35.6	22.6	32.4	21.6
PBR	6.5	4.5	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA	22.4	30.3	13.7	19.2	12.8
배당수익률	0.9	0.9	1.5	1.7	1.7
PCR	22.6	27.6	12.4	22.1	18.2
수익성(%)					
영업이익률	34.1	16.3	21.7	13.5	19.0
EBITDA이익률	36.9	20.3	25.9	16.8	21.3
순이익률	24.3	17.1	17.0	11.2	14.7
ROE	20.8	12.6	13.7	7.9	11.1
ROIC	43.6	16.5	20.1	11.9	19.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(14.4)	3.3	(23.4)	(27.2)	(32.7)
유동비율	479.9	369.7	522.2	512.5	571.1
이자보상배율	91.9	28.5	59.0	23.2	37.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6
매출채권회전율	8.8	7.6	9.4	8.8	8.9
재고자산회전율	1,733.4	651.1	653.2	824.3	659.8
매입채무회전율	11.3	8.4	8.5	7.2	7.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자조건 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.03.31 기준)

