

엔씨소프트 (036570)

투자의견

BUY(유지)

목표주가

380,000 원(하향)

현재주가

294,500 원(07/14)

시가총액

6,465(십억원)

실적 부진과 신작 우려의 이중고

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

- 2분기 매출액 4,489억원(-28.7%yoy), 영업이익 357억원(-70.9% yoy), 컨센서스(376억원) 부합 전망
- 3,4월 경쟁 신작 출시로 모바일 매출에 부정적인 영향을 미침. 특히 2M과 W의 매출 순위 하락이 두드러짐
- 리니지M, 리니지2M, 리니지W의 2분기 일평균 매출액 추정치는 각각 14억원, 6억원, 11억원
- 영업비용에서 전분기 대비 마케팅 비용 증가 및 매출 감소로 인한 마진을 훼손 전망
- TL 게임성에 대한 우려 외에도 모바일 리니지의 매출 하향 안정화가 지연되고 있다는 점과 그 외 기대 신작 부재라는 요소가 주가 상승에 부담으로 작용. 3분기 중으로 글로벌 테스트를 앞둔 TL은 글로벌 유저들에게 호응을 얻기 힘들다는 약점을 어떻게 개선했느냐가 관건. TL의 24년 연간 매출은 약 3,000억원(일매출 8억원)으로 추정
- 2024년 실적 추정치 하향으로 목표주가를 기존 44만원에서 38만원으로 하향

주가(원, 7/14)	294,500
시가총액(십억원)	6,465

발행주식수	21,954천주
52주 최고가	481,000원
최저가	278,500원
52주 일간 Beta	0.86
3개월 일평균거래대금	454억원
외국인 지분율	42.2%
배당수익률(2023F)	2.2%

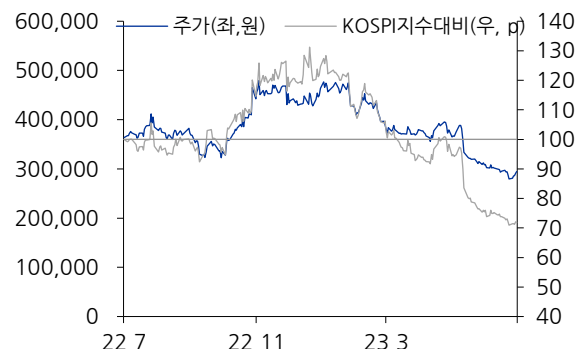
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4.7%	-46.7%	-33.0%
절대기준	-4.4%	-36.5%	-19.9%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	380,000	440,000	▼
영업이익(23)	216	293	▼
영업이익(24)	373	461	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,309	2,572	1,953	2,256
영업이익	375	559	216	373
세전손익	491	609	360	449
당기순이익	396	436	291	334
EPS(원)	18,078	19,847	13,192	15,226
증감률(%)	-32.4	9.8	-33.5	15.4
PER(배)	35.6	22.6	22.3	19.3
ROE(%)	12.6	13.7	8.8	9.6
PBR(배)	4.5	3.1	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	30.3	13.7	19.0	12.2

자료: 유진투자증권



2Q23 Preview: 모바일 경쟁 심화로 인한 매출 부진

엔씨소프트의 2분기 실적은 매출액 4,489억원(-28.7%yoy), 영업이익 357억원(-70.9%yoy, OPM +8.0%)을 전망한다. 영업이익 기준 시장 컨센서스(376억원)에 부합하는 전망치다.

3, 4 월 국내 다수의 MMORPG 경쟁 신작들의 출시로 동사의 모바일 매출에 부정적인 영향을 미쳤고, 특히 리니지 2M 과 W의 매출 순위 하락이 두드러졌다. 7 월 접어들어 경쟁 신작들의 매출 하향과 함께 모바일 리니지의 매출 순위는 반등에 성공했으나, 하반기에 극적인 매출 반등을 기대하긴 어렵다. 리니지 M, 리니지 2M, 리니지 W의 2분기 일평균 매출액 추정치는 각각 14 억원, 6 억원, 11 억원이다. 영업비용에서는 1분기와 같이 마케팅 비용의 극단적인 감소를 기대하긴 힘들기 때문에 매출 감소에 따른 마진율 훼손이 드러날 전망이다.

기대 보다는 우려가 반영된 시점

TL 의 CBT 이후 주가가 크게 하락한 배경에는 TL 게임성에 대한 우려 외에도 모바일 리니지 특히 W 와 2M 의 매출 하향 안정화가 지연되고 있다는 점과 그 외 기대 신작 부재로 인해 TL 흥행에 대한 의존도가 컸다는 점도 존재한다. 또한 현재로서는 하반기 TL 이외 신작은 매출 기여도가 미비하거나 내년도로 출시가 지연될 가능성이 높다고 판단한다.

결국 향후 동사의 주가는 하반기 실적보다는 TL 출시 이후 본격적으로 실적이 반영되는 내년도에 실적에 더 민감할 것으로 판단한다. TL 은 3분기 중으로 글로벌 테스트가 진행될 예정으로 국내 CBT 당시 부정적인 요소로 지목된 전투의 타격감, 루즈한 초반 콘텐츠 진행 등으로 글로벌 유저들에게 호응을 얻기 힘들다는 약점을 어떻게 개선했느냐가 관건이다. 앞서 언급한 요소들을 감안해 TL 에 대한 2024 년 연간 매출은 약 3,000 억원(일매출 8 억원)으로 추정했다. 이에 연간 추정치 하향에 따른 목표주가를 기존 44 만원에서 38 만원으로 하향한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	448.9	482.9	542.2	2,571.8	1,952.7
(%yoy)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-28.7%	-20.1%	-1.1%	11.4%	-24.1%
PC 게임	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	97.2	90.6	146.9	390.4	426.1
모바일게임	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	293.9	321.1	325.7	1,934.3	1,271.5
리니지 M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.4	133.4	124.2	516.5	515.1
리니지 2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	54.6	65.3	69.0	391.5	262.0
리니지 W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	100.1	105.8	110.4	970.8	438.9
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	21.7	27.8	24.3	90.1	88.1
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.0	43.3	45.4	157.0	167.0
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	413.2	440.5	486.1	2,012.8	1,736.9
(%yoy)	19.8%	18.9%	13.7%	-22.7%	-27.3%	-18.4%	-4.2%	-2.9%	4.1%	-13.7%
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.7	42.4	56.1	559.0	215.8
(%yoy)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-70.9%	-70.7%	18.2%	49.0%	-61.4%
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	8.8%	10.3%	21.7%	11.1%
영업외손익	-11.0	40.1	105.9	-70.0	59.7	29.4	28.1	26.9	65.0	144.1
세전이익	233.2	163.1	250.4	-22.6	141.3	65.2	70.5	83.0	624.0	359.9
지배순이익	168.9	118.6	181.8	-17.0	113.7	52.4	56.7	66.8	452.3	289.6
(%yoy)	108.8%	25.6%	82.3%	적자전환	-32.7%	-55.8%	-68.8%	흑자전환	14.0%	-36.0%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2308.8	2571.8	1952.7	2255.5
영업이익	375.2	559.0	215.8	372.9
세전이익	491.3	624.0	359.9	449.0
지배순이익	396.9	452.3	289.6	334.3
EPS(원)	18,079	19,847	13,192	15,226
PER(배)	35.6	22.6	22.3	19.3
OPM(%)	16.3%	21.7%	11.1%	16.5%
NPM(%)	17.2%	17.6%	14.8%	14.8%

자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 목표주가 변경

적용 EPS(원)	15,226	2024년 추정 EPS
적용 PER(배)	25.0	
목표주가(원)	380,000	기존 44만원 대비 13.6% 하향

자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

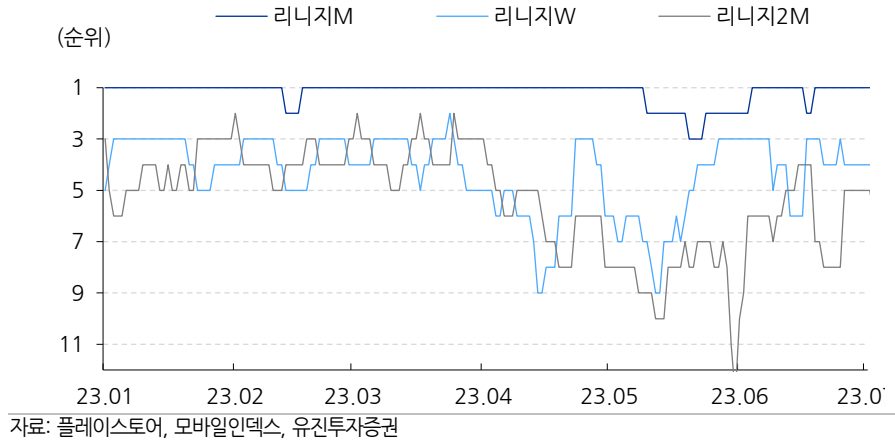
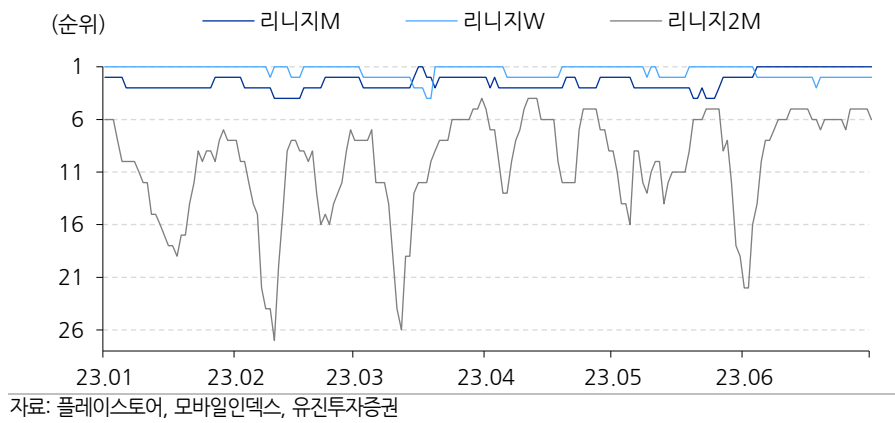


도표 5. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	4,081	4,582	4,438	4,617	4,824
유동자산	2,444	2,453	2,691	2,911	3,144
현금성자산	796	677	1,376	1,566	1,778
매출채권	282	327	219	238	247
재고자산	1	6	1	3	3
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	1,229	1,247
유동부채	509	663	515	501	514
매입채무	234	316	292	276	287
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	3,387	3,577
지배지분	3,142	3,149	3,196	3,385	3,574
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,409	3,563	3,753
기타	(160)	(367)	(658)	(623)	(623)
비지배지분	3	2	2	2	2
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,387	3,577
총차입금	344	780	629	629	629
순차입금	(452)	103	(748)	(937)	(1,149)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	708	391	736	341	390
당기순이익	587	396	436	291	334
자산상각비	66	94	106	75	61
기타비현금성손익	251	21	253	(179)	(87)
운전자본증감	(46)	35	50	(45)	(8)
매출채권감소(증가)	11	(30)	101	(18)	(10)
재고자산감소(증가)	0	(0)	5	(2)	(0)
매입채무증가(감소)	3	0	0	(16)	11
기타	(60)	66	(57)	(9)	(9)
투자현금	(696)	(188)	(392)	(61)	(79)
단기투자자산감소	(599)	100	(156)	(44)	(46)
장기투자증권감소	(30)	9	20	(4)	(20)
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	145	166
기초현금	303	157	256	286	431
기말현금	157	256	286	431	597
Gross Cash flow	904	511	795	386	398
Gross Investment	142	253	187	61	41
Free Cash Flow	761	258	609	325	357

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,416	2,309	2,572	1,953	2,256
증가율(%)	0.0	(4.4)	11.4	(24.1)	15.5
매출원가	0	2	5	0	0
매출총이익	2,416	2,307	2,567	1,953	2,256
판매 및 일반관리비	1,591	1,932	2,008	1,737	1,883
기타영업손익	0	21	4	(13)	8
영업이익	825	375	559	216	373
증가율(%)	0.0	(54.5)	49.0	(61.4)	72.8
EBITDA	891	469	665	291	434
증가율(%)	0.0	(47.3)	41.8	(56.2)	49.1
영업외손익	(22)	116	50	144	76
이자수익	35	49	52	38	33
이자비용	9	13	9	9	13
지분법손익	(6)	16	(8)	18	2
기타영업외손익	(42)	65	16	98	54
세전순이익	803	491	609	360	449
증가율(%)	0.0	(38.8)	24.0	(40.9)	24.7
법인세비용	217	96	173	69	114
당기순이익	587	396	436	291	334
증가율(%)	0.0	(32.5)	10.2	(33.3)	15.0
지배주주지분	587	397	436	290	334
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(33.5)	15.4
비지배지분	(1)	(1)	0	1	0
EPS(원)	26,756	18,078	19,847	13,192	15,226
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(33.5)	15.4
수정EPS(원)	26,756	18,078	19,847	13,192	15,226
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(33.5)	15.4

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	19,847	13,192	15,226
BPS	143,098	143,429	145,587	154,182	162,808
DPS	8,550	5,860	6,680	6,600	6,600
밸류에이션(배, %)					
PER	34.8	35.6	14.8	22.3	19.3
PBR	6.5	4.5	2.0	1.9	1.8
EV/ EBITDA	22.4	30.3	8.6	19.0	12.2
배당수익률	0.9	0.9	2.3	2.2	2.2
PCR	22.6	27.6	8.1	16.7	16.2
수익성(%)					
영업이익율	34.1	16.3	21.7	11.1	16.5
EBITDA이익율	36.9	20.3	25.9	14.9	19.2
순이익율	24.3	17.1	17.0	14.9	14.8
ROE	20.8	12.6	13.7	8.8	9.6
ROIC	43.6	16.5	20.1	9.1	14.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(14.4)	3.3	(23.4)	(27.7)	(32.1)
유동비율	479.9	369.7	522.2	580.7	611.3
이자보상배율	91.9	28.5	59.0	23.5	27.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.4	0.5
매출채권회전율	8.8	7.6	9.4	8.5	9.3
재고자산회전율	1,733.4	651.1	653.2	829.6	688.8
매입채무회전율	11.3	8.4	8.5	6.9	8.0

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 제3자에게 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/투자의견 비율

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

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.06.30 기준)

