



엔씨소프트 (036570)

한단계 내려온 이익레벨, 1분기 더 낮아질 가능성은 낮다

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(상향): 590,000원

현재 주가(1/18)	474,000원
상승여력	▲24.5%
시가총액	104,062억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	588,000 / 322,500원
90 일 일평균 거래대금	433.15억원
외국인 지분율	45.4%

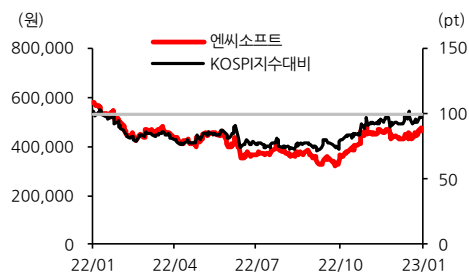
주주 구성	
김택진 (외 7 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.1	33.3	29.0	-18.0
상대수익률(KOSPI)	7.7	28.1	29.3	-0.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,309	2,571	2,646	2,973
영업이익	375	583	620	755
EBITDA	469	701	795	959
지배주주순이익	397	557	572	683
EPS	18,078	27,428	28,164	33,628
순차입금	103	-723	-939	-1,251
PER	35.6	12.0	16.8	14.1
PBR	4.5	2.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	30.3	9.3	11.9	9.5
배당수익률	0.9	1.8	1.2	1.2
ROE	12.6	16.5	14.9	15.7

주가 추이



동사의 4 분기 실적은 리니지 W 와 리니지 M 의 매출 감소와 특별상여금 및 야구단 관련 일회성 비용 집행으로 인해 영업이익 컨센서스를 소폭 하회한 것으로 추정합니다.

4분기 실적은 시장 기대치 소폭 하회 추정

동사의 4분기 실적은 매출액 5469억 원, 영업이익 710억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 838억 원을 하회한 것으로 추정한다. PC 매출은 전분기와 유사한 수준을 유지했지만, 모바일 매출에서 하락세가 나타난 것으로 파악된다. 리니지M의 일평균 매출은 QoQ 20% 감소해 약 13억 원, 출시 후 5개 분기가 지난 리니지W 매출은 QoQ 13% 감소해 약 19억 원을 기록한 것으로 추정한다. 영업비용은 특별상여금 지급과 야구단 관련 계약금 등 일시적인 비용 증가에 따라 QoQ 4% 증가할 것으로 예상된다.

2분기 TL이 출시된다면 1분기 공백은 기다릴수 있는 상황

올해 예정된 신작은 TL을 포함해 총 5종이다. TL을 제외한 그 어떤 기대감도 시장 기대치에 반영되어 있지 않다는 점은 긍정적이다. TL이 예정대로 2분기에 출시된다면 1분기 실적의 공백 기간은 기다릴 수 있는 상황이다. 그 동안 기존 모바일 게임들의 매출 등락이 나타나겠지만, 한 단계 하향된 리니지M과 리니지W 매출은 4분기 수준에서 유지될 것으로 전망한다. 리니지W의 매출 하향 추세는 과거 동사 게임들의 하향 안정화되던 흐름 중 가장 견조한 수준이다. 1분기 말부터 신작에 대한 본격적인 마케팅이 시작된다면 기대감이 높아질 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 유지 목표주가 59만 원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 59만 원으로 상향한다. '23년 예상 EPS에 목표배수 PER 21배(글로벌 동종업체 평균 PER에 대작 출시 전 프리미엄 20% 할증)를 적용했다. 1) 1분기 신작 공백기에도 안정적인 이익 레벨을 유지하고, 2) 신작 관련 본격적인 출시 모멘텀이 이제부터 반영될 것으로 예상하기 때문에 밸류에이션 확장에 의한 주가 상승 여력은 유효하다고 판단한다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	790.3	629.3	604.2	546.9	553.3	599.6	752.8	740.1	2,416	2,309	2,571	2,646
YoY (%)	54.2	16.8	20.7	(27.8)	(30.0)	(4.7)	24.6	35.3	42.0	(4.4)	11.3	2.9
리니지 1	26.2	25.7	25.5	26.5	28.9	28.9	28.9	28.9	176	134	104	115
리니지 2	23	23	23	23	23	22	23	22	104	100	92	91
아이온	16	14	18	17	17	18	18	19	46	75	64	72
블레이드앤소울	7	6	6	7	10	9	10	9	72	44	26	39
길드워 2	20	27	25	23	23	20	21	23	61	74	95	87
모바일&기타	285	275	262	225	230	240	233	252	1,762	1,728	2,061	2,061
Lineage M	116	141	147	117	113	117	103	126	829	546	521	458
Lineage 2M	127	96	86	83	92	92	92	92	850	653	392	368
블&소 2M	24	14	8	9	9	9	18	18		54	55	54
리니지 W	373	224	197	171	162	158	162	167		358	965	648
TL						45	108	72				225
로열티	39	36	43	37	43	42	42	41	218	172	155	168
영업비용	546	506	460	476	462	473	535	556	1,591	1,934	1,988	2,026
YoY (%)	19.8	18.9	13.7	(26.5)	(15.4)	(6.6)	16.3	16.9	30.2	21.5	2.8	1.9
인건비	219	207	190	216	197	209	221	243	718	849	831	870
지급수수료	259	213	205	181	182	180	226	222	683	708	858	809
마케팅비	41.8	59.9	38.9	50.5	55.6	55.6	58.4	61.3	127	283	191	231
영업이익	244.2	123.0	144.4	71.0	91.1	126.9	218.2	183.7	825	375	583	620
YoY (%)	330.4	9.0	50.0	(35.2)	(62.7)	3.2	51.1	158.9	72.2	(54.5)	55.3	6.4
영업이익률(%)	30.9	19.5	23.9	13.0	16.5	21.2	29.0	24.8	34.1	16.3	22.7	23.4
당기순이익	168.3	118.7	182.1	87.7	81.9	112.7	193.6	183.8	587	396	549	572
순이익률 (%)	21.3	18.9	30.1	16.0	14.8	18.8	25.7	24.8	24.3	17.1	21.3	21.6

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,416	2,309	2,571	2,646	2,973
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	825	375	583	620	755
EBITDA	891	469	701	795	959
순이자손익	26	35	33	41	43
외화관련손익	24	35	126	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	803	491	747	697	833
당기순이익	587	396	549	572	683
지배주주순이익	587	397	557	572	683
증가율(%)					
매출액	42.0	-4.4	11.3	2.9	12.4
영업이익	72.2	-54.5	55.3	6.4	21.8
EBITDA	67.6	-47.3	49.5	13.4	20.6
순이익	63.3	-32.5	38.6	4.2	19.4
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	34.1	16.3	22.7	23.4	25.4
EBITDA 이익률	36.9	20.3	27.3	30.0	32.2
세전이익률	33.2	21.3	29.1	26.4	28.0
순이익률	24.3	17.1	21.3	21.6	23.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	708	391	1,086	697	834
당기순이익	587	396	557	572	683
자산상각비	66	94	119	175	204
운전자본증감	-46	35	26	-55	-57
매출채권 감소(증가)	11	-30	108	-79	-44
재고자산 감소(증가)	0	0	1	-2	-1
매입채무 증가(감소)	3	0	-36	81	45
투자현금흐름	-696	-188	-424	-391	-434
유형자산처분(취득)	-62	-286	-246	-328	-369
무형자산 감소(증가)	0	0	-4	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-599	100	-186	-30	-31
재무현금흐름	-159	-112	-294	-119	-119
차입금의 증가(감소)	-40	249	-175	0	0
자본의 증가(감소)	-108	-361	-119	-119	-119
배당금의 지급	-108	-176	-119	-119	-119
총현금흐름	904	511	1,164	752	891
(-)운전자본증가(감소)	481	112	66	55	57
(-)설비투자	64	287	246	328	369
(+)자산매각	2	1	-4	-5	-5
Free Cash Flow	360	113	848	363	460
(-)기타투자	-401	-145	-104	28	29
잉여현금	761	258	952	335	431
NOPLAT	602	302	428	508	619
(+) Dep	66	94	119	175	204
(-)운전자본투자	481	112	66	55	57
(-)Capex	64	287	246	328	369
OpFCF	123	-3	234	300	397

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,444	2,453	3,175	3,536	3,960
현금성자산	796	677	1,368	1,584	1,896
매출채권	282	327	223	302	346
재고자산	1	6	5	7	8
비유동자산	1,637	2,129	1,651	1,838	2,038
투자자산	1,219	1,340	690	718	747
유형자산	368	747	917	1,072	1,239
무형자산	50	42	44	48	52
자산총계	4,081	4,582	4,826	5,374	5,997
유동부채	509	663	487	577	632
매입채무	234	316	230	311	357
유동성이자부채	42	181	39	39	39
비유동부채	427	767	732	736	741
비유동이자부채	301	599	606	606	606
부채총계	937	1,431	1,219	1,314	1,373
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,528	3,981	4,545
자본조정	-160	-367	-367	-367	-367
자기주식	-431	-616	-616	-616	-616
자본총계	3,145	3,151	3,607	4,060	4,624

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	26,756	18,078	27,428	28,164	33,628
BPS	143,098	143,429	164,215	184,846	210,531
DPS	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860
CFPS	41,161	23,268	53,004	34,236	40,594
ROA(%)	15.8	9.2	11.8	11.2	12.0
ROE(%)	20.8	12.6	16.5	14.9	15.7
ROIC(%)	43.6	16.5	19.2	20.3	22.7
Multiples(x, %)					
PER	34.8	35.6	12.0	16.8	14.1
PBR	6.5	4.5	2.0	2.6	2.3
PSR	8.5	6.1	2.8	3.9	3.5
PCR	22.6	27.6	6.2	13.8	11.7
EV/EBITDA	22.4	30.3	9.3	11.9	9.5
배당수익률	0.9	0.9	1.8	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	29.8	45.4	33.8	32.4	29.7
Net debt/Equity	-14.4	3.3	-20.0	-23.1	-27.1
Net debt/EBITDA	-50.8	22.0	-103.1	-118.2	-130.5
유동비율	479.9	369.7	651.6	612.5	626.5
이자보상배율(배)	91.9	28.5	59.8	70.8	86.3
자산구조(%)					
투하자본	44.3	50.5	53.8	53.2	51.8
현금+투자자산	55.7	49.5	46.2	46.8	48.2
자본구조(%)					
차입금	9.8	19.8	15.2	13.7	12.2
자기자본	90.2	80.2	84.8	86.3	87.8

[Compliance Notice]

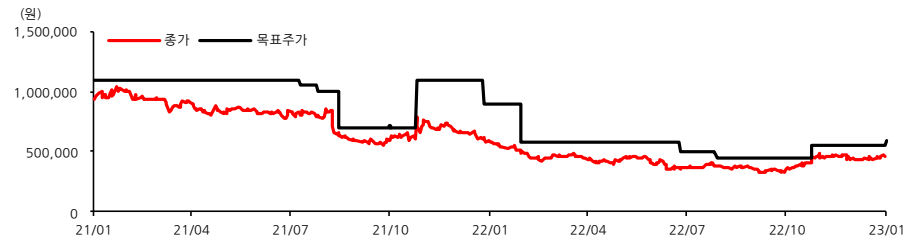
(공표일: 2023년 1월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2021.07.27	2021.08.12	2021.09.01	2021.11.11	2021.11.23
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
목표가격		1,050,000	1,000,000	700,000	1,100,000	1,100,000
일시	2021.12.07	2022.01.12	2022.02.16	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.16
투자 의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	1,100,000	900,000	580,000	580,000	580,000	580,000
일시	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.12	2022.08.16	2022.08.25	2022.10.11
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	580,000	580,000	500,000	450,000	450,000	450,000
일시	2022.11.11	2022.11.17	2023.01.19			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	550,000	550,000	590,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.27	Buy	1,050,000	-22.28	-19.90
2021.08.12	Buy	1,000,000	-22.96	-14.70
2021.09.01	Hold	700,000	-13.37	-6.14
2021.11.11	Buy	1,100,000	-37.64	-28.55
2022.01.12	Buy	900,000	-38.28	-31.56
2022.02.16	Hold	580,000	-24.87	-13.62
2022.07.12	Buy	500,000	-24.84	-17.60
2022.08.12	Buy	450,000	-18.66	-8.44
2022.11.11	Buy	550,000	-18.02	-12.82
2023.01.19	Buy	590,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%