

2023.04.10(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-04-10 오전 4:05

수정한 날짜: 2023-04-10 오전 10:10

2023.04.10(월) 증권사리포트

컴투스

초기 성과 유지가 필요

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

‘서머너즈워:크로니클’ 글로벌의 양호한 성과

컴투스에 대한 투자의견 Hold를 유지하나, 목표주가를 기존 65,000원에서 80,000원으로 상향. 3월 9일 글로벌 출시한 ‘서머너즈워:크로니클’의 초반 성과가 양호하여 2023년 실적 추정치를 상향. 다만, 위즈웍스튜디오의 영업이익 적자와 초기 매출 유지 여부는 확인해야 할 것

‘서머너즈워:크로니클’은 출시 이후(4월 5일 구글 기준) 태국 8위, 프랑스10위, 필리핀 14위, 인도네시아 21위, 홍콩 28위 등지에서 양호한 성과를 보이고 있으며, 구글 플레이스토어 38개국, 애플 앱스토어 20개국에서 100위권 내 기록 중. 동사는 출시 초기 25일동안 300억원을 돌파했다고 발표하였으며, 출시 초기 순위 하락을 감안해도 2분기에는 영업이익 흑자 전환에 기여할 전망. 당사는 2분기 서머너즈워:크로니클의 매출액을 602억원(글로벌 585억원(일평균 6.5억원)) 추정하나, 지난해 한국 출시 이후 2개월 만에 매출이 크게 하락한 점을 감안할 때 지속 여부는 확인해 봐야함

최근 매각한 에스엠엔터테인먼트 지분 2.3%의 차익 약 300억원 정도가 1분기에 반영될 전망이며, 이를 감안하여 목표주가는 2024년 EPS 5,348원의 Target PER 15배(기존 2023년 17배 적용)를 적용함

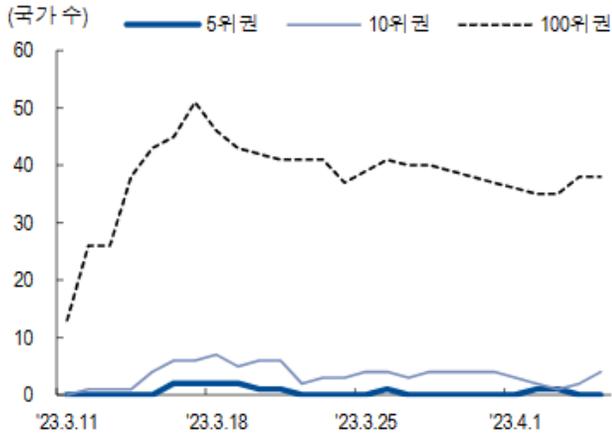
2분기부터 영업이익 turnaround 기대

컴투스의 1분기 실적은 매출액 1,823억원(+36.8% y-y, -10.9% q-q), 영업이익 -78억원(적자지속)으로 영업이익은 시장 컨센서스 -69억원과 유사하나 아직 영업이익 흑자까지는 힘든 것으로 판단. ‘서머너즈워:크로니클’이 25일간 300억원 수준의 매출을 기록하였으나, 관련하여 초기 마케팅비용도 많이 늘어난 점을 감안할 때 실적 개선은 2분기부터 기대. 2분기는 ‘서머너즈워:크로니클’ 매출의 온기 반영과 야구 시즌 개막에 따라 야구 게임들의 매출 회복도 기대되어 영업이익 153억원 전망

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 717.1 | 961.4 | 1,034 | 1,085 |
| 증감률 | | | 7.6 | 4.9 |
| 영업이익 | -16.7 | 31.6 | 52.7 | 72.3 |
| 증감률 | -131.7 | -289.2 | 66.8 | 37.2 |
| 영업이익률 | -2.3 | 3.3 | 5.1 | 6.7 |
| (지배지분)순이익 | 33.4 | 84.0 | 68.8 | 84.5 |
| EPS | 2,593 | 6,531 | 5,348 | 6,569 |
| 증감률 | -74.2 | 151.9 | -18.1 | 22.8 |
| PER | 23.0 | 11.2 | 13.7 | 11.1 |
| PBR | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 51.0 | 9.8 | 7.0 | 5.3 |
| ROE | 2.9 | 6.3 | 4.4 | 5.2 |
| 부채비율 | 43.2 | 39.1 | 39.5 | 39.2 |
| 순차입금 | -97.3 | -430.4 | -469.8 | -515.6 |

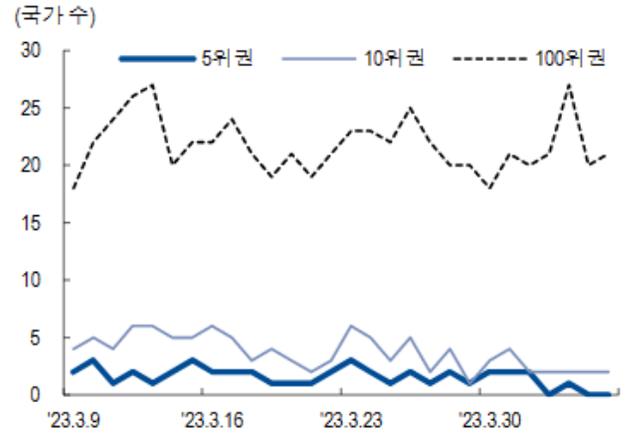
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. '서머너즈워:코로나클' 매출 순위 국가 수 (구글)



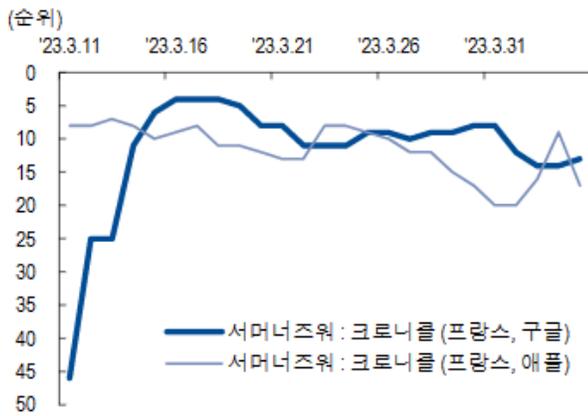
자료: 구글, NH투자증권 리서치본부

그림2. '서머너즈워:코로나클' 매출 순위 국가 수 (애플)



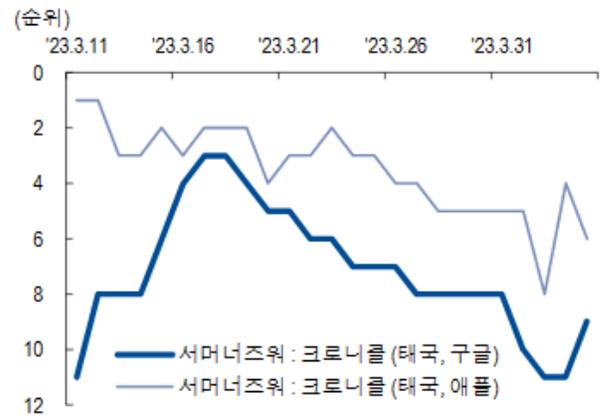
자료: 애플, NH투자증권 리서치본부

그림3. '서머너즈워:코로나클' 매출 순위 (프랑스)



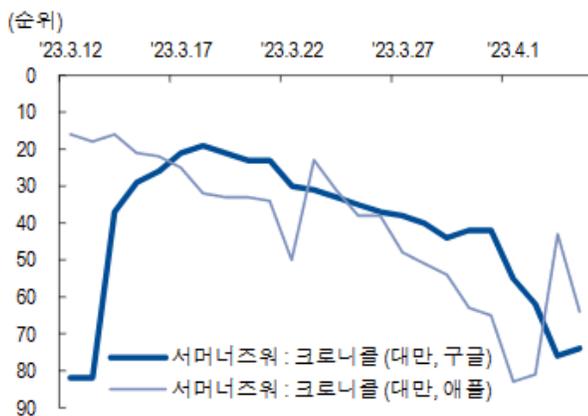
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림4. '서머너즈워:코로나클' 매출 순위 (태국)



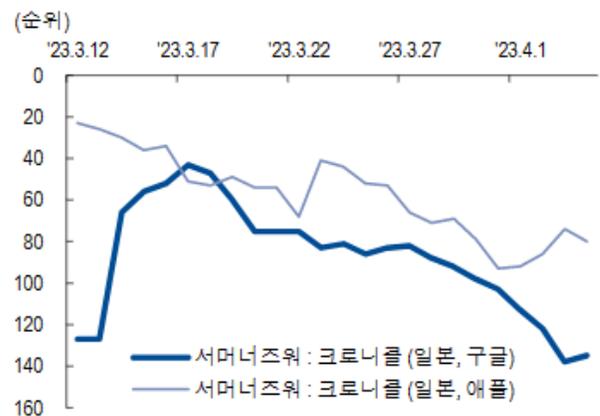
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림5. '서머너즈워:코로나클' 매출 순위 (대만)



자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림6. '서머너즈워:코로나클' 매출 순위 (일본)



자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부



CJ제일제당

1Q23 Pre : 예견된 전년 베이스 부담

[\[출처\] 하나증권 심은주 애널리스트](#)

1Q23 Pre: 시장 기대 하회 예상

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7조 2,925억원(YoY 4.5%), 2,829억원(YoY -35.1%)으로 추정한다. 물류 부문 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4조 5,671억원(YoY 5.8%), 1,866억원(YoY -48.9%)으로 예상한다. 전 사업부의 전년 베이스가 높기 때문에 시장 기대치를 하회할 것으로 전망된다.

① 국내 가공식품 매출은 설날 선물세트 반영 시점 차이 및 소비 둔화 기인해 YoY 3% 내외 성장이 예상된다. 해외 가공식품 매출은 두 자리 수 견조한 성장이 이어지고 있는 것으로 파악된다. 특히 미국은 연초 '슈완즈' 통합 절차가 마무리됨으로써 물류 및 마케팅 등에서 비용 절감 효과가 가시화되고 있는 것으로 파악된다. ② 바이오는 올해 상반기까지 베이스가 높다. 다행히 트립토판 등 상대적 고마진 아미노산의 판가가 회복세를 보이면서 감익 폭은 일부 상쇄 가능할 것으로 판단된다. 800억원 내외의 손익 기여를 예상한다. ③ 생물자원은 베트남 돈가 회복이 예상보다 더뎠지면서 적자 흐름이 지속될 것으로 추산된다.

2분기 이후 실적 흐름 전망

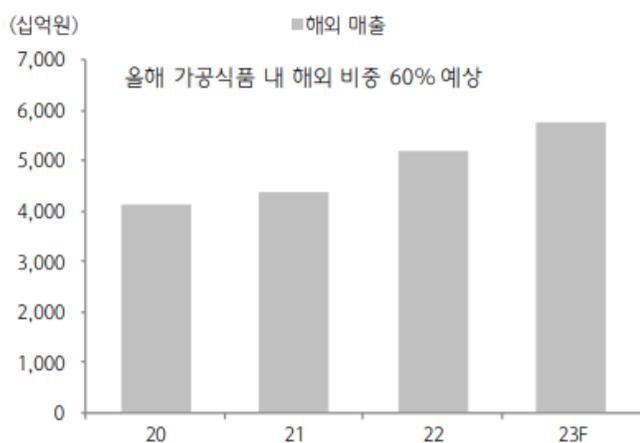
작년부터 예견된 것처럼 올해 상반기는 전년 베이스가 높다. 다만, 연중 실적은 1분기 바닥으로 QoQ 개선세를 보일 것으로 전망한다. ① 곡물 투입가는 1분기에 고점을 형성할 것이다. 연초 들어 약보합세 흐름을 이어가고 있다. 하나증권은 2분기 이후 하락세가 본격화될 것으로 전망한다. ② 해외가공은 국내 대비 원가 부담이 상대적으로 빠르게 해소되고 있는 것으로 판단된다. K-Food 중심의 견조한 매출 성장과 더불어 마진도 YoY 개선되고 있는 것으로 파악된다. ③ 바이오 YoY 감익 폭은 상반기가 부담이다. 하반기부터는 다소 둔화되기 시작한다. ④ 생물자원도 베트남 돈가의 점진적 회복이 예상된다.

저가 매수 유효

현 주가는 12개월 Fwd PER 7배에 불과하다. 단기 실적 모멘텀은 부재하나 회사의 중장기 체력 감안시 현저히 저평가되어 있다는 판단이다. 저가 매수 전략을 추천한다

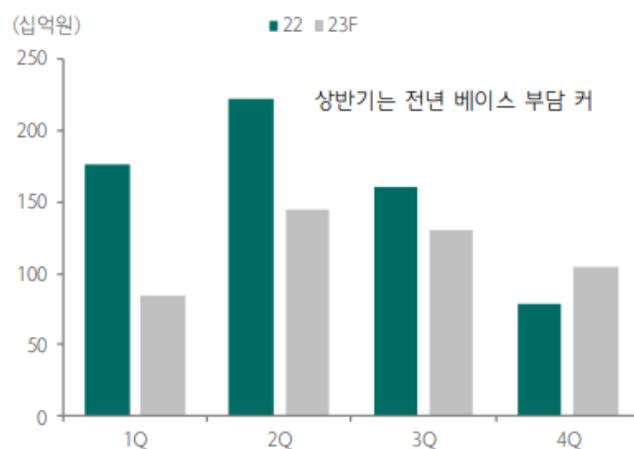
| Financial Data | | | | | | |
|----------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자지표 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 십억원 | 24,245.7 | 26,289.2 | 30,079.5 | 31,267.2 | 33,143.3 |
| 영업이익 | 십억원 | 1,359.6 | 1,524.4 | 1,664.7 | 1,684.5 | 1,955.5 |
| 세전이익 | 십억원 | 1,178.5 | 1,217.8 | 1,245.5 | 1,384.5 | 1,678.0 |
| 순이익 | 십억원 | 685.6 | 612.9 | 595.9 | 701.6 | 865.3 |
| EPS | 원 | 41,851 | 37,413 | 36,378 | 42,829 | 52,820 |
| 증감율 | % | 349.43 | (10.60) | (2.77) | 17.73 | 23.33 |
| PER | 배 | 9.10 | 10.36 | 10.46 | 7.47 | 6.06 |
| PBR | 배 | 1.16 | 1.02 | 0.91 | 0.70 | 0.64 |
| EV/EBITDA | 배 | 7.10 | 6.94 | 6.64 | 6.06 | 5.33 |
| ROE | % | 13.50 | 10.76 | 9.26 | 9.93 | 11.15 |
| BPS | 원 | 328,093 | 379,317 | 418,518 | 455,964 | 503,400 |
| DPS | 원 | 4,000 | 5,000 | 5,500 | 5,500 | 5,500 |

그림 1. 가공식품은 해외에서 유의미한 성과 지속



자료: CJ제일제당, 하나증권

그림 2. 바이오는 전년 베이스 부담



자료: CJ제일제당, 하나증권



신한지주

지금은 꽃샘추위

[\[출처\] NH투자증권 정준섭 애널리스트](#)

은행 업황 불확실성은 큰 상황

신한지주의 목표주가를 기존 54,000원에서 48,000원으로 하향. 목표주가 하향의 근거는 1) 경기 지표, 규제 등 은행 산업 불확실성 확대를 반영한 할인율 조정(45%→50%), 2) 금리 하락, 연체율 상승을 반영한 이익 전망 조정. 목표주가는 2023년 BPS 95,517원에 타깃PBR 0.5배를 적용해 산출

다만 1) 이익 체력이 여전히 견조한데다 2) 사측의 주주환원 확대 의지가 크고 3) 현 주가가 과하게 저평가되어 있다고 판단해, 투자의견은 Buy를 유지함

자사주 매입/소각, 시행한다면 주가 반등 트리거

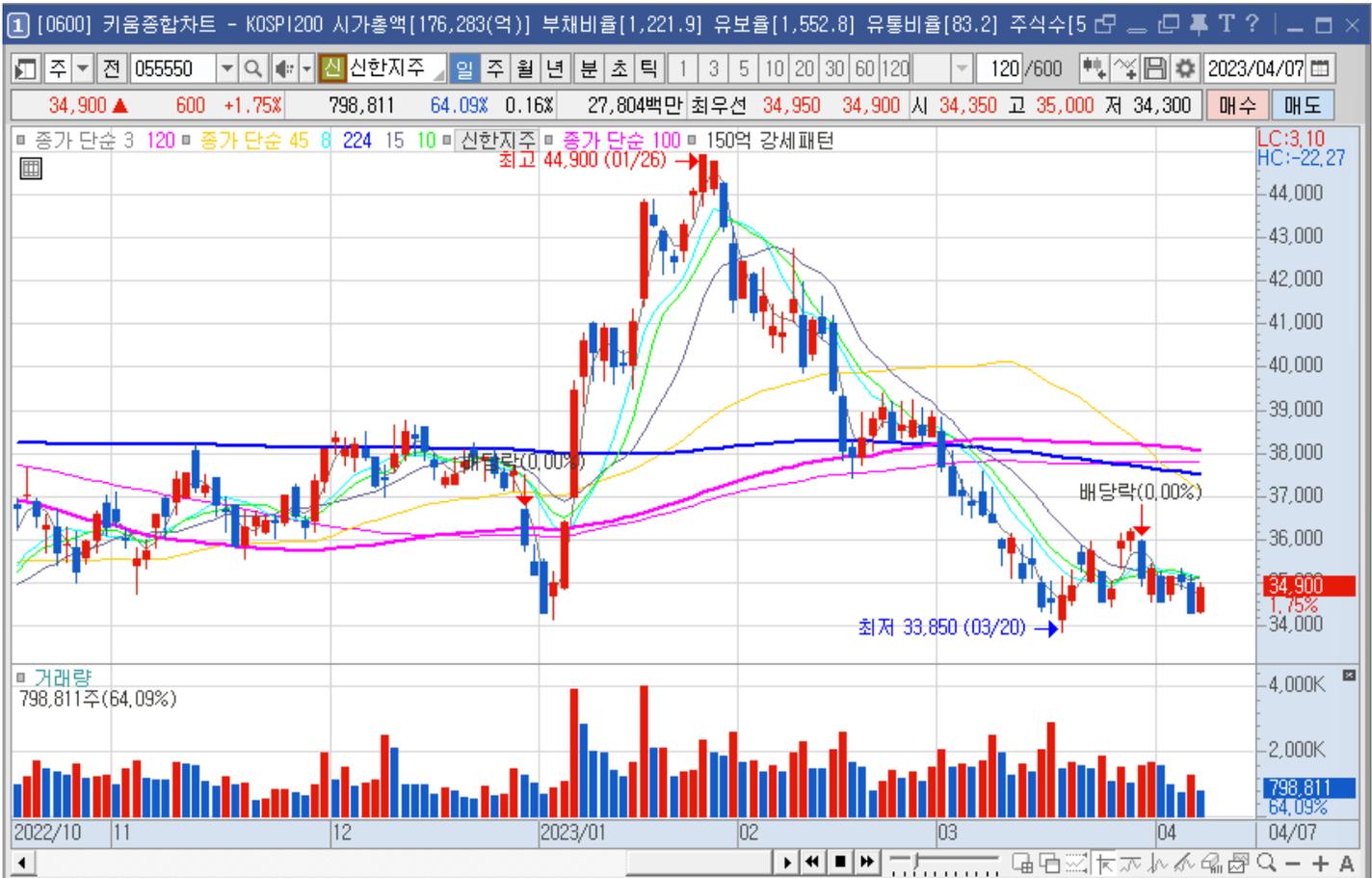
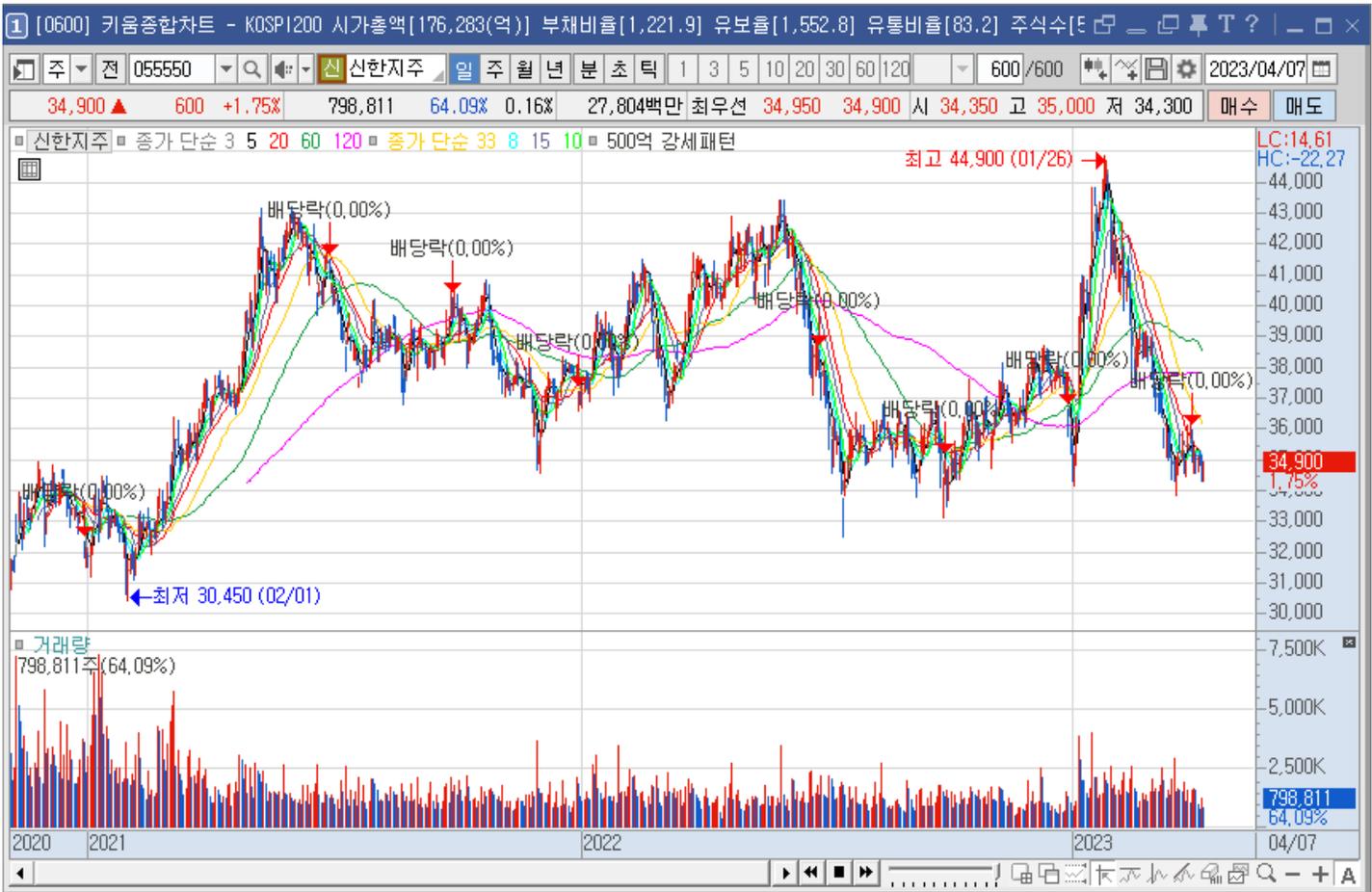
지난 2월 신한지주가 발표한 중장기 주주환원 정책은 크게 1) 배당의 분기균등 시행, 2) 분기별 자사주 매입/소각 시행으로 연간 총 주주환원을 30~40% 달성임. 여기서 분기 균등 배당은 별다른 부담 없이 실행(1분기DPS 525원 예상) 가능할 전망. 관건은 자사주 매입/소각. 사측의 시행 의지가 높은데다 CET1 비율도 충분(2022년말 12.7%, 현재는 이보다 높을 것으로 예상)하지만, 대내외 여건이 우호적이지만은 않은 상황. 만약 소규모라도 시행하게 된다면, 투자자의 신뢰를 확보하는 중요한 계기가 될 전망

1Q23 지배순이익 1조 2,640억원, -9.7% y-y 전망

신한지주의 2023년 1분기 지배순이익은 1조 2,640억원으로 시장 컨센서스를 다소 하회할 전망. 타사보다 변동금리 대출 비중이 큰 만큼 자산 리프라이징이 빠른데다 예대율 하락까지 겹치면서 NIM은 다소 큰 폭의 하락(-9bp q-q) 예상. 여기에 대출 성장도 정체(가계 -1.6%, 기업 +1.6%)되면서 순이자이익은 2.6조원(+5.5% y-y)에 그칠 전망. Credit cost는 2금융권 연체율 상승에 따라 0.35%(+7bp y-y)로 상승 예상

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 순이자이익 | 10,676 | 10,590 | 10,614 | 10,759 |
| 비이자이익 | 2,532 | 3,055 | 3,331 | 3,522 |
| CIR | 45.6 | 45.0 | 45.0 | 45.2 |
| Credit Cost | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 지배순이익 | 4,642 | 4,442 | 4,617 | 4,740 |
| 증감률 | 15.5 | -4.3 | 3.9 | 2.7 |
| EPS | 8,756 | 8,581 | 9,173 | 9,634 |
| PER | 4.0 | 4.1 | 3.9 | 3.7 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| ROA | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROE | 10.5 | 9.6 | 9.2 | 8.8 |
| DPS | 2,065 | 2,100 | 2,120 | 2,140 |
| 배당성향 | 23.5 | 24.3 | 23.0 | 22.1 |

단위: 십억원, %, 원, 배



한국전력

요금 규제 불확실성 해소 필요

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 20,000원, 투자의견 중립 유지

한국전력 목표주가 20,000원과 투자의견 중립을 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다. 지난 겨울에 에너지 원자재 수급 이슈가 발생하지 않으면서 유연탄과 LNG 가격이 대폭 하락했다. 시차를 고려하면 3분기에 분기기준 영업흑자도 가능한 상황이 조성되었다. 한편 현재 원가수준이 지속된다고 가정할 경우 연간 기준으로 흑자 달성은 당분간 쉽지 않다. 전기요금 규제가 정상화되는 수준에 따라 실적 회복 속도가 결정될 전망이다. 2023년 추정 실적 기준 PBR 0.39배다.

1Q23 영업이익 -8.1조원(적자지속) 컨센서스 하회 전망

1분기 매출액은 전년대비 33.5% 증가한 22.0조원으로 전망된다. 누적된 전기요금 인상이 매출 성장의 주요 원인이다. 영업이익은 -8.1조원으로 적자를 지속할 것으로 예상된다. 연료비와 구입전력비는 각각 9.7조원과 14.2조원으로 전년대비 27.1%, 34.2% 증가할 것으로 예상된다. 원자재 가격강세와 시차 영향으로 주요 비용은 증가 추세에 있고 1분기 SMP도 236.76원/kWh로 전년대비 30.4% 올랐다. 다만 1분기를 정점으로 변동비 부담은 점차 완화될 수 있다. 기저발전 이용률은 원자력의 경우 예방정비 증가로 전년대비 0.0%p 감소한 80% 수준으로 예상되며 석탄은 계절관리제 영향으로 전년과 비슷한 50% 중후반 수준으로 추정된다.

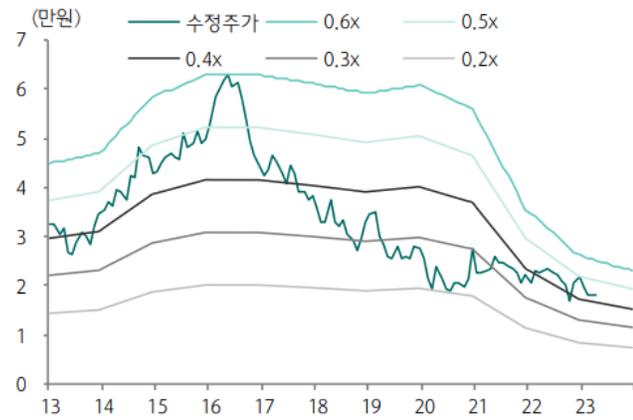
낮아졌지만 아직도 높은 원가 부담. 빠른 요금 정상화 필요

비용 부담은 2022년을 정점으로 점차 완화되고 있지만 아직 연간 영업실적 BEP 수준에는 미치지 못하고 있다. 앞으로 중요하게 볼 지점은 당기순손실 규모와 현금흐름이다. 요금인상이 없을 경우 당기순손실로 자본이 감소하고 차입금에 의존하는 영업환경도 당분간 유지될 것이다. 단기적으로는 사채발행한도 확대가 필요할 것으로 예상되며 중장기적으로 자본이 꾸준히 줄어들게 된다면 상장 유지 관점에서 상당히 위험한 구간으로 진입할 수도 있다. 남은 시간이 많지 않다

Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|-----|-----------|------------|------------|-----------|-----------|
| 매출액 | 십억원 | 60,673.6 | 71,257.9 | 86,399.3 | 88,995.9 | 90,917.4 |
| 영업이익 | 십억원 | (5,846.5) | (32,655.2) | (12,290.9) | (2,037.9) | (3,036.6) |
| 세전이익 | 십억원 | (7,071.6) | (33,843.6) | (14,887.9) | (4,909.7) | (6,271.2) |
| 순이익 | 십억원 | (5,304.5) | (24,466.9) | (10,726.2) | (3,537.3) | (4,518.2) |
| EPS | 원 | (8,263) | (38,112) | (16,708) | (5,510) | (7,038) |
| 증감율 | % | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| PER | 배 | (2.67) | (0.57) | (1.08) | (3.27) | (2.56) |
| PBR | 배 | 0.22 | 0.35 | 0.39 | 0.44 | 0.53 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.78 | (6.59) | 17,977.64 | 13.86 | 15.64 |
| ROE | % | (7.97) | (46.90) | (30.49) | (12.61) | (18.81) |
| BPS | 원 | 99,352 | 63,158 | 46,450 | 40,940 | 33,902 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



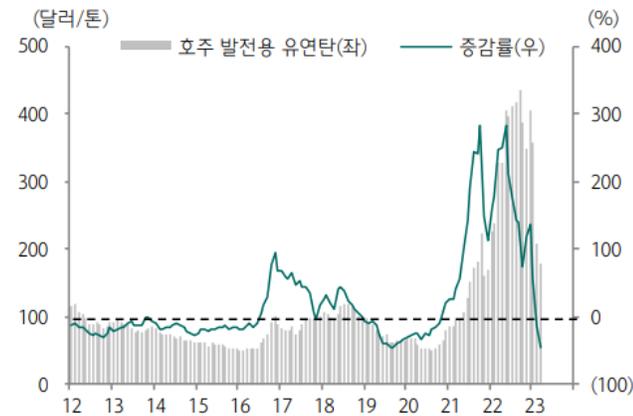
자료: 한국전력, 하나증권

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



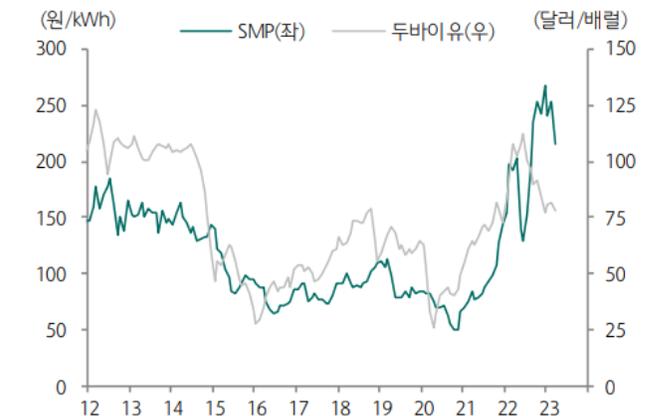
자료: 한국전력, 하나증권

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (3월 YoY -45.7%)



자료: KOMIS, 하나증권

그림 4. SMP와 국제유가 (3월 SMP YoY +12.0%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권



오리온

초격차! 시간이 갈수록 더 좋아진다

[\[출처\] DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

1Q23Pre: 명절 효과 제거하고 보면 2자리수 성장 지속

오리온의 1분기 실적은 연결기준 매출액 6,699억원(+3% YoY), 영업이익 1,015억원(-7% YoY, OPM 15.2%)으로 시장 기대치를 부합할 전망이다. 원가 부담 심화와 명절 시점 차이로 인해 전년 대비 감익이 나타났으나 1월 부진 이후 2~3월의 매출과 이익은 전년 동기 대비 20~30% 성장하는 등 고성장한 것으로 파악된다. 1)국내는 신제품 효과와 가격 경쟁력, 채널별 맞춤형 제품 출시로 2자리수 성장을 이어갔다. 2)중국은 춘절 선물세트 판매 기저부담으로 매출이 1월 현지통화기준 -43% 감소했으나 이후 스낵 가성비 전략과 젤리 신제품 효과로 20%대 성장을 이어갈 전망이다. 3)베트남 역시 명절 효과와 시장 재고소진 기간 소요되며 성장률이 둔화됐으나 시장지배력을 높여가고 있다. 4)러시아는 잼초코파이 판매 호조와 카테고리 확대에 20~30% 성장 중이며 환율효과가 더해져 외형 성장 및 수익성 개선이 기대된다.

경쟁사와 격차를 벌리며 고성장 중

오리온은 진출 국가 상황에 맞는 점유율 확장 전략과 CAPA 확대에 실적 성장이 기대된다. 특히 원재료 통합구매, 판촉비 합리화 등 효율적 사업 운영에 기반한 높은 이익률은 경쟁력 강화에 기여할 것이다. 실제로 오리온은 최근 2~3년간 원가 부담 시기에 경쟁사 대비 가격 인상을 늦추며 점유율을 올리고 영업 레버리지를 확대하고 있다. 개선된 이익은 다시 제품 및 고객가치 제고에 재투자하고 CAPA를 확대하는 등 선순환구조를 만들어가고 있다. 오리온은 23년 베트남과 러시아에 설비를 확충하고 베트남에서는 신규 카테고리인 유음료 사업에도 투자할 계획이다.

투자의견 매수, 목표주가 18만원으로 상향

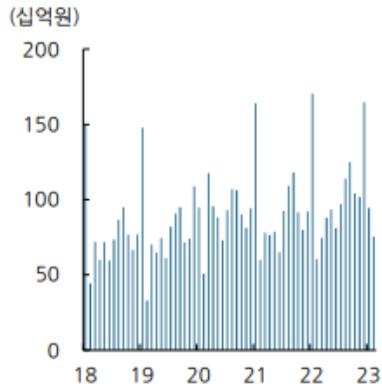
오리온에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 16만원에서 18만원으로 13% 상향한다. 목표주가 상향은 23년 연간 실적 전망 상향조정에 기인하며 목표배수는 글로벌 피어 평균 밸류에이션 20배 대비 10% 할인 적용한 18배를 그대로 적용해 산출했다. 향후 중국외 비중 확대에 따른 밸류에이션 리레이팅도 기대된다

Financial Data

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 2,355 | 2,873 | 3,093 | 3,355 | 3,634 |
| 영업이익 | 373 | 467 | 503 | 557 | 606 |
| 영업이익률(%) | 15.8 | 16.2 | 16.3 | 16.6 | 16.7 |
| 세전이익 | 379 | 487 | 523 | 577 | 626 |
| 지배주주지분순이익 | 258 | 392 | 385 | 425 | 461 |
| EPS(원) | 6,518 | 9,926 | 9,750 | 10,748 | 11,673 |
| 증감률(%) | -3.7 | 52.3 | -1.8 | 10.2 | 8.6 |
| ROE(%) | 12.8 | 16.5 | 14.1 | 13.6 | 13.1 |
| PER (배) | 15.9 | 12.9 | 14.1 | 12.8 | 11.8 |
| PBR (배) | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA (배) | 7.0 | 6.7 | 6.5 | 5.4 | 4.5 |

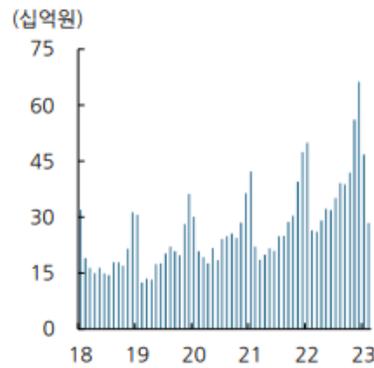
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 중국 월매출 추이



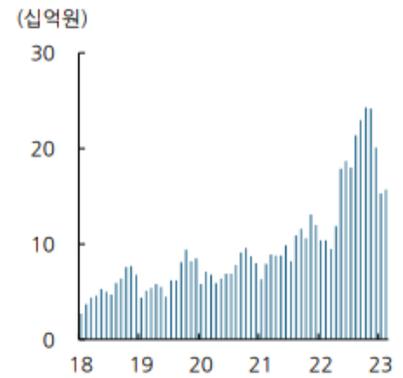
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림2 베트남 월매출 추이



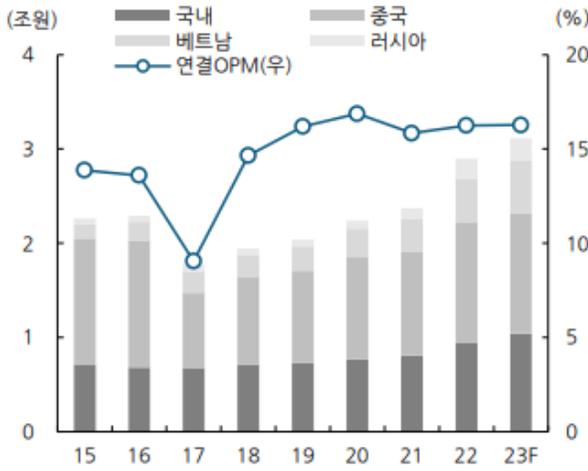
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림3 러시아 월매출 추이



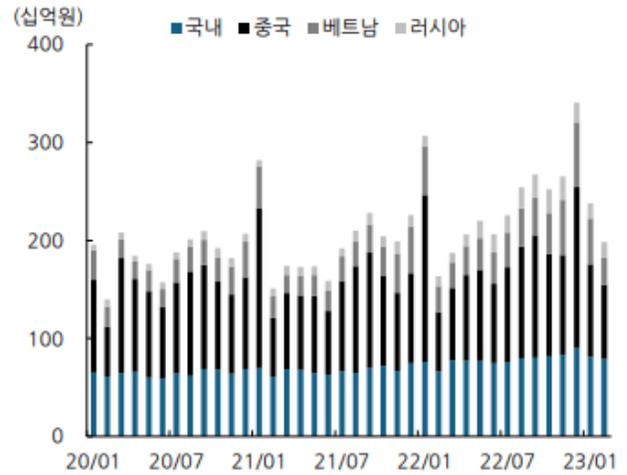
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림4 오리온 지역별 매출액 추이 및 전망



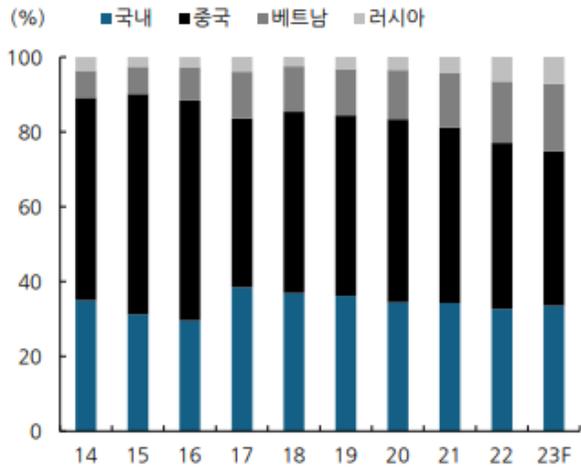
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 오리온 지역별 월매출 추이



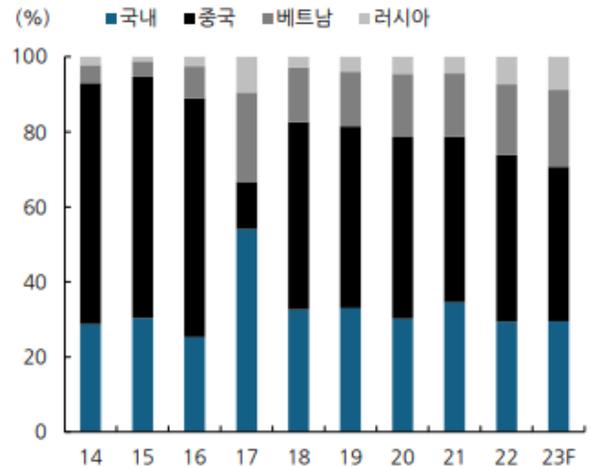
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 오리온 지역별 매출액 비중 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림7 오리온 지역별 영업이익 비중 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정



엔씨소프트

다변화는 Valuation을 상승시킬 요인

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

글로벌 지역 확장과 장르 다변화

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 620,000원에서 530,000원으로 하향. 기존 6월 출시를 예상했던 TL의 출시일이 미뤄져 관련 실적 추정치를 1개 분기 정도 지연시키면서 2023년 이후 실적을 하향 조정하였기 때문이지만, TL은 오랜만에 나오는 PC게임 대작이고 북미에서 로스트아크를 성공시킨 아마존과의 퍼블리싱을 진행하며 글로벌과 콘솔 시장에서도 성과가 기대됨. 출시는 3분기 정도로 미루어 졌지만 TL에 대한 기대감을 가지기엔 여전히 충분 하반기 중 출시할 프로젝트G, 블소S, 배틀크러시도 동사의 탈(脫)MMORPG 전략의 선봉에 설 게임임. 특히 엔씨소프트의 단점이었던 높은국내 비중과 MMORPG 장르 중심의 매출을 다변화시킬 수 있다는 점에서 게임의 성과가 나타날 경우 valuation re-rating이 충분히 가능할 전망

또한, 엔씨소프트의 게임도 중국 판호를 받을 수 있는 가능성이 높다고 판단. 2021년 9월 모바일 게임 5종의 글로벌 퍼블리싱 계약 체결을 공시한 바 있으며, 중국 시장의 MMORPG 선호도가 여전히 높고, 리니지 시리즈 및 블소2의 게임성은 이미 한국과 대만에서 검증된 상황

1분기 실적은 부진 예상 - 해가 뜨기 직전이 가장 어두움

엔씨소프트의 1분기 실적은 매출액 4,732억원(-40.1% y-y, -13.6% q-q), 영업이익 412억원(-83.1% y-y, -13.1% q-q)으로 영업이익은 당사 추정치 606억원 및 시장 컨센서스 628억원을 하회할 전망. 기존 PC 게임의 매출이 비수기 영향과 이벤트 부재로 하락하였고, 리니지W의 하향 안정화 영향 불가피

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,572 | 2,300 | 3,219 | 3,867 |
| 증감률 | 11.4 | -10.6 | 40.0 | 20.1 |
| 영업이익 | 559.0 | 362.4 | 643.2 | 846.8 |
| 증감률 | 49.0 | -35.2 | 77.5 | 31.7 |
| 영업이익률 | 21.7 | 15.8 | 20.0 | 21.9 |
| (지배지분)순이익 | 435.7 | 443.0 | 657.6 | 823.2 |
| EPS | 19,847 | 20,177 | 29,955 | 37,496 |
| 증감률 | 9.8 | 1.7 | 48.5 | 25.2 |
| PER | 22.6 | 18.9 | 12.7 | 10.2 |
| PBR | 3.1 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 13.3 | 15.2 | 9.0 | 6.5 |
| ROE | 13.7 | 13.2 | 17.4 | 18.8 |
| 부채비율 | 38.7 | 33.4 | 30.6 | 27.4 |
| 순차입금 | -966.8 | -1,102 | -1,387 | -1,863 |

단위: 십억원, %, 원, 배

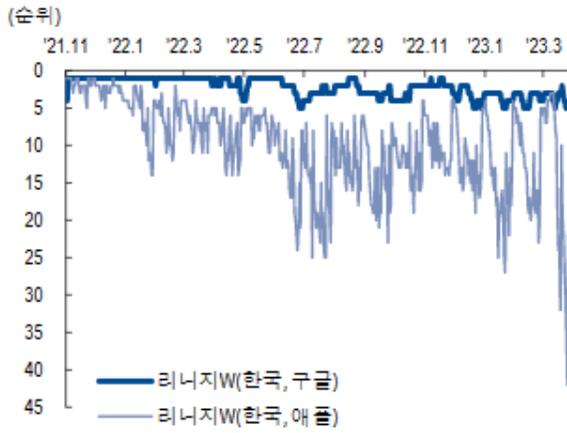
표 4. 엔씨소프트 예상 모바일 게임 라인업

| 게임명 | 장르 | 개발사 | 출시시기 |
|----------------|----------|----------|----------------------------------|
| Final Blade | 칭스크롤 RPG | 스카이피플 | 2017년 2월 14일 |
| 프로야구 H2 | 스포츠 | 엔트리브 | 2017년 3월 30일 |
| 리니지 M | MMORPG | 엔씨소프트 | 2017년 6월 21일 |
| 홍문글기 (중국) | 웹게임 | 텐센트 | 2017년 8월 8일 |
| 아라미 퍼즈벤처 | 퍼즐 | 엔씨소프트 | 2017년 8월 17일 |
| 팡야모바일 (동남아) | 스포츠 | 엔트리브 | 2018년 2월 8일 |
| 아이온레기온즈오브워 | MMORPG | 엔씨소프트 | 2019년 1월 25일 |
| 리니지 M (일본) | MMORPG | 엔씨소프트 | 2019년 5월 29일 |
| 리니지 2M | MMORPG | 엔씨소프트 | 2019년 11월 27일 |
| Fuser | 음악 | Harmonix | 2020년 11월 10일 |
| 리니지 2M (대만/일본) | MMORPG | 엔씨소프트 | 2021년 3월 24일 |
| 프로야구 H3 | 스포츠 | 엔트리브 | 2021년 4월 6일 |
| 트릭스터 M | MMORPG | 엔트리브 | 2021년 5월 20일 |
| 블레이드&소울 2 | MMORPG | 엔씨소프트 | 2021년 8월 26일 2023년 1분기(대만/일본) |
| 리니지 W | MMORPG | 엔씨소프트 | 2021년 11월 4일 2023년 1분기(글로벌) |
| TL | MMORPG | 엔씨소프트 | 2023년 3분기 |
| 퍼즈업 | 퍼즐 | 엔씨소프트 | 2023년 하반기 |
| 배틀크러쉬 | 대전 액션 | 엔씨소프트 | 2023년 하반기 |
| 프로젝트 G | 전쟁 시뮬레이션 | 엔씨소프트 | 2023년 하반기 |
| 블레이드&소울 S | 수집형RPG | 엔씨소프트 | 2023년 하반기 |
| 아이온 2 | MMORPG | 엔씨소프트 | 2024년 |
| 프로젝트 M | 인터랙티브 무비 | 엔씨소프트 | 2024년 |
| 프로젝트 LLL | 슈터 | 엔씨소프트 | 2024년 |

주: RPG(역할수행게임), MMORPG(다중접속역할수행게임)

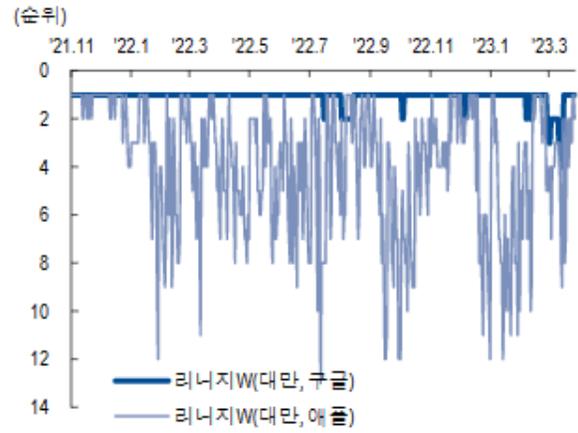
자료: 엔씨소프트, 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부

그림 1. 엔씨소프트 '리니지 W' 앱스토어 매출 순위 (한국)



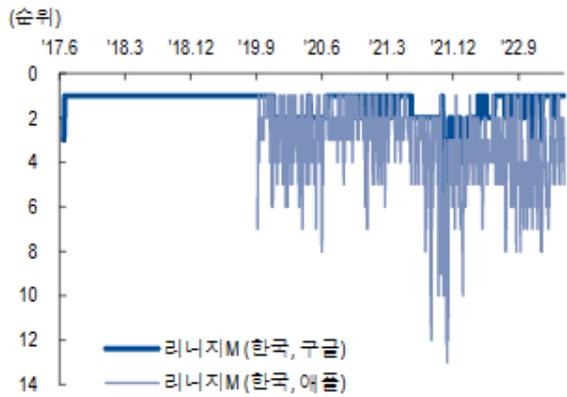
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 2. 엔씨소프트 '리니지 W' 앱스토어 매출 순위 (대만)



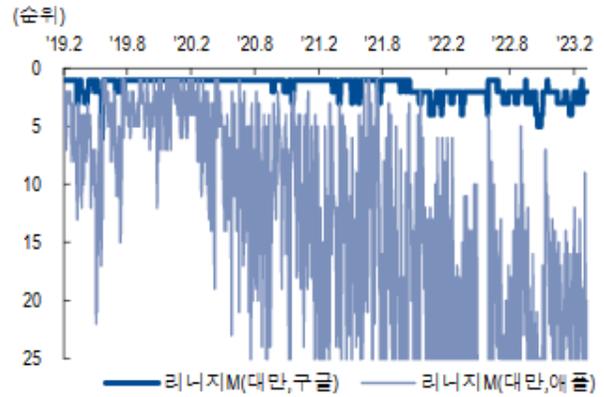
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 3. 엔씨소프트 '리니지 M' 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 엔씨소프트 '리니지 M' 앱스토어 매출 순위 (대만)



자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부



F&F

재고 소진 막바지

[\[출처\] NH투자증권 정지윤 애널리스트](#)

중국 성장을 목전에 두고 있다

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 210,000원으로 5% 하향. 목표주가 하향은 1) 면세 채널 회복 지연과 2) 신사업(Sergio Tacchini, 빅토리콘텐츠)연결 편입 반영하며 매출총이익률을 기존 대비 -1.6%p 조정했기 때문

중국 성장이 목전. 1~2월 기준점 성장률은 한자릿 수를 기록했으나, 3월은+20%대로 성과가 고무적. 홀세일 특성상 1분기 까지 출고 조정 불가피하나, 올해 타깃 점포 순증(+250개) 고려 시 4월부터는 재고 소진이 아닌 실질 성장이 가파를 전망. 홍콩과 대만도 리오프닝 효과에 더해 출점에 따른 매출 볼륨이 가속화하고, 신규 브랜드 Sergio Tacchini(+30% y-y) 전개와 Duvetica 중국 진출(+20개점) 또한 중장기적으로 눈여겨 볼만한 포인트

1Q23 Preview - 내수와 면세 눈높이는 낮춰야

1분기 연결기준 매출액 4,740억원(+8% y-y), 영업이익 1,375억원(+2% y-y)을 추정. 내수 의류 소비 둔화, 면세 채널 부진, 전년 4분기 중국 현지 재고 소진에 따른 중국向 수출 감소로 영업이익률 29%(-1.8%p y-y) 예상

MLB 성인매출액 2,578억원(-2% y-y) 추정. 면세 채널 476억원(-30% y-y)으로 타이공 수수료 재정비에 따른 한국 면세시장 성장률(-30%) 추정치에 기반한 흐름일 것. MLB 내수 683억원(-3% y-y),MLB Kids 매출액316억원(+5% y-y),

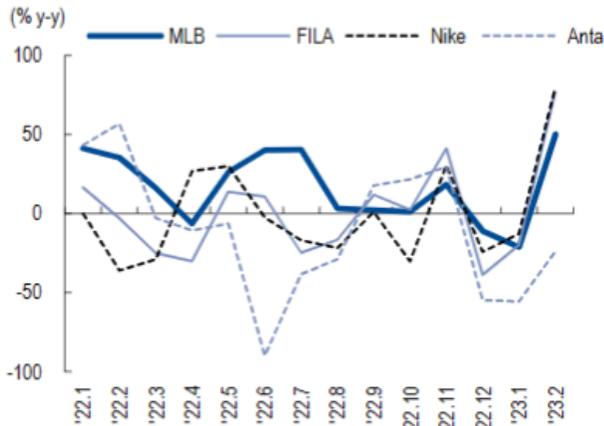
Discovery 매출액 1,050억원(-5% y-y) 추정. 전반적으로 온화한 날씨와 주요 판매 채널인 백화점의 역기저 부담이 큰 탓

MLB 홍콩 매출액 186억원(+79% y-y) 추정. 홍콩/마카오는 전년 오미크론 기저효과로 +100% y-y, 대만은 점포 오픈 효과로 +40% y-y 성장중. MLB 중국매출액 1,870억원(+24% y-y), 채널별 성장률(y-y)은 오프라인 +26%, 온라인 +6%(온라인 비중 10%) 추정. 1~2월 대비 3월 성장세 가팔라. 1분기 말 매장 수는 899개(임시 매장 16개 포함)로 파악됨

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,809 | 2,218 | 2,561 | 2,816 |
| 증감률 | 66.1 | 22.6 | 15.4 | 10.0 |
| 영업이익 | 525 | 679 | 788 | 869 |
| 증감률 | 62.7 | 29.4 | 16.1 | 10.3 |
| 영업이익률 | 29.0 | 30.6 | 30.8 | 30.9 |
| (지배지분)순이익 | 442 | 503 | 586 | 650 |
| EPS | 11,532 | 13,138 | 15,300 | 16,980 |
| 증감률 | 30.3 | 13.9 | 16.5 | 11.0 |
| PER | 12.5 | 10.7 | 9.2 | 8.3 |
| PBR | 6.0 | 4.0 | 2.9 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 9.3 | 6.7 | 5.3 | 4.3 |
| ROE | 60.4 | 44.1 | 36.4 | 30.4 |
| 부채비율 | 66.5 | 48.2 | 36.6 | 28.6 |
| 순차입금 | 72 | -346 | -810 | -1,334 |

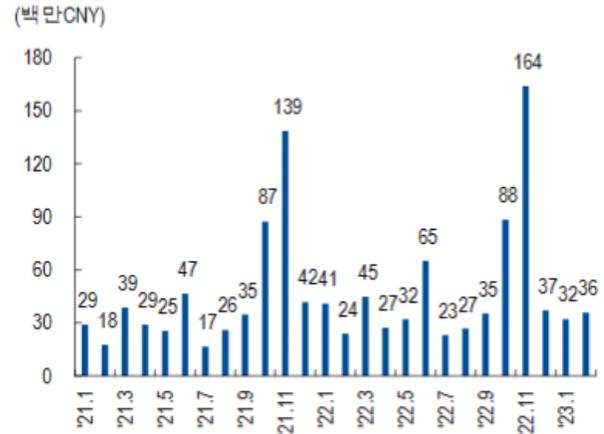
단위: 십억원, %, 원, 배

그림3. 주요 패션 브랜드 온라인(Tmall) 결제액 성장률 추이



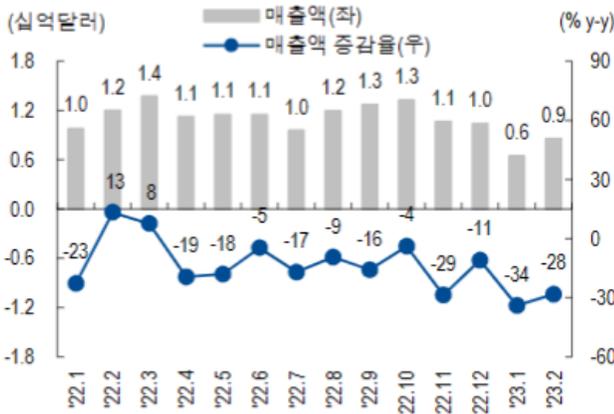
자료: MeasureChina, NH투자증권 리서치본부

그림4. MLB 중국 월별 온라인(Tmall) 결제액 추이



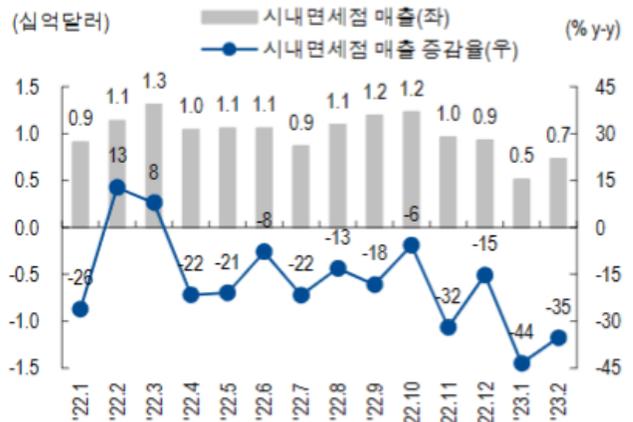
자료: MeasureChina, NH투자증권 리서치본부

그림5. 한국 전체 면세점 매출 및 성장률(y-y)



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림6. 한국 시내 면세점 매출 및 성장률(y-y)



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

