

2024.01.11.(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-01-11 오전 5:53

수정한 날짜: 2024-01-11 오전 5:59

2024.01.11.(목) 증권사리포트

삼성전자

4분기 DS 기대 이하

[\[출처\] IBK투자증권 김유희 애널리스트](#)

4분기 반도체 예상 대비 부진, 나머지는 예상 수준

삼성전자의 2023년 4분기 잠정 매출액은 2023년 3분기 대비 소폭 감소한 67조 이다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. 이전 전망 대비 디스플레이를 제외한 사업부 매출액을 하향 조정하였다. 2023년 4분기 영업이익은 2.8조원으로 이전 전망치 대비 감소한 규모이다. DS사업부가 예상 대비 부진했고, 디스플레이, MX/네트워크 사업부는 예상 수준, 가전/VD 사업부는 하향 조정하였다.

22년 4분기/DS: 개선, 디스플레이: 유지, IM: 부진, 가전: 부진

삼성전자의 2023년 4분기 사업부별 업황은 사업부별로 온도 차가 발생했던 것으로 판단한다. DS사업부 Bit Growth는 예상 수준을 크게 상회한 것으로 추정하고, 상대적으로 가격 움직임은 경쟁사 대비 부진한 것으로 추정한다. 제품 믹스 차이가 원인일 것으로 분석한다. 이로 인해 수익성 개선은 예상 대비 부진했다. NAND 부분의 재고자산평가손실 충당금 환입 부문도 예상에 비해서 낮았던 것으로 추정한다. 디스플레이는 예상 수준을 유지했고, 모바일은 물량, 가격이 예상 보다 부진했던 것으로 추정한다. 다만 수익성은 3분기 수준을 유지한 것으로 분석된다. 가전은 내구재 소비 부진에 따른 영향으로 3분기 대비 악화된 것으로 분석된다.

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 반도체는 감산 효과로 가격이 반등하기 시작하고, 수익성이 개선되고 있어서 분기별 수익성은 개선세가 지속될 것으로 예상하고, 부진했던 HBM도 점차 가시권에 진입할 것으로 기대되고, 디스플레이도 안정적 영업이익이 유지될 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 90,000원을 유지한다.

(단위:십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	279,605	302,231	258,180	278,965	301,175
영업이익	51,634	43,377	6,617	20,838	31,617
세전이익	53,352	46,440	11,248	25,360	36,140
지배주주순이익	39,244	54,730	11,558	24,808	36,201
EPS(원)	5,777	8,057	1,701	3,652	5,329
증가율(%)	50.4	39.5	-78.9	114.6	45.9
영업이익률(%)	18.5	14.4	2.6	7.5	10.5
순이익률(%)	14.3	18.4	4.7	9.4	12.7
ROE(%)	13.9	17.1	3.3	7.1	10.1
PER	13.6	6.9	46.1	20.9	14.4
PBR	1.8	1.1	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.0	3.4	9.6	6.8	5.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상



한미약품

4Q23 Pre : 비만 파이프라인 개발에 주목

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

4Q23 Pre: 계속되는 실적 성장

한미약품은 연결 기준 4Q23 매출액 4,055억원(+15.5%YoY, +11.2%QoQ), 영업이익 629억원(+61.9%YoY, +9.3%QoQ, OPM 15.5%)으로 컨센서스 매출액 3,937억원, 영업이익 615억을 소폭 상회하는 실적을 기록할 전망이다. 한미약품 별도 기준 4Q23 매출액은 3,006억원(+12.7%YoY, +10.5%QoQ), 영업이익은 413억원(+62.7%YoY, +26.8%QoQ), 북경한미의 매출액 998억원(+18.4%YoY, +7.0%QoQ), 영업이익 258억원(+130.0%YoY, -2.9%QoQ)으로 추정한다. 한미약품 별도로는 로수젯과 (매출액 463억원, +24.2%YoY, +1.8%QoQ) MSD로부터 수령한 LAPS Dual Agonist의 마일스톤(약 135억원 추정)이 실적을 견인할 전망이다. 북경한미는 마이코플라즈마 폐렴 유행 수혜로 주요 호흡기 제품의 성장이 이어질 것으로 예상된다. 전분기 적자를 기록했던 한미정밀화학 또한 매출액 성장으로 흑자 전환을 시현할 전망이다.

24년, 실적 성장과 신규 파이프라인에 주목

한미약품의 연결 기준 24년 매출액은 1조 5,795억원(+7.2%YoY), 영업이익은 2,367억원(+10.8%YoY, OPM 15.0%)으로 전망한다. 한미약품 별도 매출액은 1조 1,577억원(+7.5%YoY), 영업이익은 1,282억원(+9.2%YoY)으로, 북경한미약품의 매출액은 4,145억원(+5.1%YoY), 영업이익은 1,228억원(+15.6%YoY, OPM 29.6%)으로 추정한다. 한미약품의 핵심 품목 로수젯의 24년 매출액은 2,145억원(+23.2%YoY)으로 성장을 이어나갈 전망이다. R&D 부분에서 새롭게 주목할 부분은 비만 파이프라인이다. 한미약품의 Efteglenatide 비만적응증 국내 임상 3상이 23년 말 시작됐다. Efteglenatide는 이미 후기 임상에서 안전성, 유효성이 이미 일부 확인되었다는 점이 강점이다. 임상 2상 BALANCE 205의 Subgroup 분석결과를 보면, 8mg 2주 1회 투여군에서 당뇨병 전증 환자(n=24)는 7.32kg, 그 외 환자(n=34)는 6.72kg의 체중 감소 효과를 확인했다(약 -7%). 비만 임상 3상은 최대 매주 10mg 용량까지 진행되는 만큼 7% 이상의 체중 감소 효과를 기대해 볼 수 있다. 향후 가격 경쟁력과 아시아인 임상 결과를 기반으로 한 국내 점유율 확보가 기대된다. 한미약품은 이외에도 기존의 Triple Agonist와 장기 지속형 플랫폼과 구성이 다른 GLP-1/GIP/Glucagon agonist를 비만파이프라인으로 개발할 계획이다. 올해 6월 예정된 미국 당뇨학회에서 해당 파이프라인의 전임상 결과 공개가 예정되어 있으며, 연내 임상 1상을 개시할 것으로 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 400,000원으로 상향

24년 실적 전망치를 반영해 한미약품의 목표주가를 40만원으로 상향하며, 투자의견 Buy를 유지한다. 향후 성장 동력으로 한미약품의 신규 비만 파이프라인(Efteglenatide, 신규 LAPS Triple Agonist)에 주목하자.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,203.2	1,331.5	1,474.0	1,579.5
영업이익	125.4	158.1	213.5	236.7
세전이익	103.7	121.0	188.1	205.2
순이익	67.0	82.8	150.1	157.6
EPS	5,232	6,463	11,720	12,302
증감율	460.17	23.53	81.34	4.97
PER	50.83	45.24	30.08	28.25
PBR	4.08	4.12	4.34	3.73
EV/EBITDA	18.66	16.81	15.79	14.66
ROE	8.74	9.89	16.04	14.65
BPS	65,261	70,942	81,204	93,040
DPS	471	481	481	481





유한양행

4Q23 Pre : 24년, 기대할 것이 많다

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

4Q23 Pre: 유한화학의 일시적 매출 감소, 판관비 증가로 부진한 실적 전망

유한양행은 4Q23 연결 기준 매출액 4,683억원(+4.0%YoY, -3.1%QoQ), 영업이익 66억원(-62.3%YoY, +651.3%QoQ)으로 컨센서스 매출액 4,905억원, 영업이익 196억원을 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 생산 일정에 따른 유한화학의 매출 감소와 2) 렉라자의 EAP(Early Access Program) 시행에 따른 판관비 증가다. 3분기에는 약 500명, 4분기에는 약 900명의 환자가 EAP에 참여한 것으로 파악돼, 관련 비용이 증가했을 것으로 추정된다. 유한화학은 생산 일정의 변동으로 212억원(-50.0%YoY, -63.8%QoQ)의 매출액을 기록할 것으로 추정한다. 전년도에 부진한 매출액을 시현했던 생활유통 매출액은 신제품 마케팅 효과로 603억원(+49.9%YoY, +1.4%QoQ)으로 회복될 것으로 전망한다. 전문의약품 부분의 매출액은 3,185억원(+5.0%YoY, +6.4%QoQ)으로 추정한다.

24년의 키워드 1) 실적 성장, 2) MARIPOSA OS 결과, 3) YH35324 개발 본격화

유한양행의 24년의 키워드는 1) 실적 성장, 2) 하반기에 예상되는 MARIPOSA 임상의 전체 생존기간(Overall survival, OS) 결과 발표, 3) 알레르기 파이프라인 YH35324의 개발 본격화다. 유한양행의 연결 기준 24년 매출액은 2조 496억원(+8.4%YoY), 영업이익은 1,091억원(+89.9%YoY)으로 전망한다. 24년의 실적 성장을 견인할 요인은 렉라자의 국내 급여 확대와 유한화학의 증설에 따른 실적 성장이다. 렉라자는 EGFR 비소세포폐암 1차 치료 환자로의 요양급여 확대와 최종 약가가 결정됐다. 렉라자의 약가는 80mg 기준 63,370원/정(기존 대비 약 -8.1%)으로 결정되었으며, 위험 분담제(Risk Share Agreement, RSA)가 적용되었다.

위험 분담 환급금을 반영한 렉라자의 24년 순매출액은 722억원으로 전망하며, 기존 추정치 705억원을 상향 조정한다. 유한화학은 기존 70만리터에서 84만리터로 설비가 약 20% 증설되었다. 24년에는 증설 효과가 반영돼 해외사업 매출액은 2,715억원(+18.3%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. J&J는 병용 임상 3상 MARIPOSA를 근거로 올해 FDA 허가 신청을 진행했다. 24년 하반기에는 MARIPOSA의 전체 생존기간 데이터 발표와 승인 여부가 결정될 것으로 예상된다. 지아이이노베이션에서 도입한 알레르기 파이프라인 YH35324는 올해 2월 예정된 미국 알레르기 학회에서 졸레어를 대조군으로 한 다회 투여 1b상 결과가 발표될 예정이다. 만성 특발성 두드러기 환자 대상 1b상은 올해 3월(clinical Trials.gov 기준) 종료될 것으로 예상된다. 해당 임상 결과에 따라 파이프라인의 가치가 높아질 것으로 기대되는 만큼 결과에 귀추가 주목된다.

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원을 유지한다. 호실적과 주요 R&D 모멘텀에 따른 긍정적 주가 흐름을 전망한다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	1,687.8	1,775.8	1,890.2	2,049.6	
영업이익	48.6	36.0	57.4	109.1	
세전이익	126.1	94.9	82.1	145.7	
순이익	102.6	95.1	61.4	115.6	
EPS	1,260	1,169	755	1,421	
증감율	(46.79)	(7.22)	(35.41)	88.21	
PER	45.12	46.83	91.13	45.39	
PBR	2.18	2.03	2.54	2.29	
EV/EBITDA	40.67	50.94	52.61	33.93	
ROE	5.45	4.86	3.09	5.68	
BPS	26,047	26,973	27,120	28,219	
DPS	349	365	365	365	



GS리테일

4분기 일시적 부담

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

4분기 기대치를 조금 낮추자

GS리테일 4분기 실적은 시장 및 당사 추정치를 하회할 것으로 전망한다. 수익성 개선을 위한 프레시몰(이커머스) 사업 종료에 따른 효과가 더욱 클 것으로 기대하였지만, 지난해 일시적 비용과 비편의점 성장세가 정체되면서 이익 증가를 기대하기는 어려울 전망이다. 4분기 연결기준 매출액은 3조 71억 원(전년동기대비 +4.1%), 영업이익 865억 원(전년동기대비 +1.2%)을 달성할 것으로 추정한다. 시장 기대치인 970억 원을 약 10% 하회할 가능성이 높다는 의견이다. 기존 추정치 대비 부정적으로 전망하는 근거는 1) 이커머스 전략 수정에 따른 수익성 개선에도 일시적으로 비용 집행이 예상되고, 2) 2022년 4분기 홈쇼핑 경쟁청구 환급에 따른 1회성 비용 및 업황 부진, 3) 호텔 사업부 베이스 부담에 따른 성장 정체, 4) 소비경기 약화로 인한 SSM 집객력 감소가 예상되기 때문이다.

2024년 수익성 개선을 통한 성장 가능

4분기는 일시적으로 부진하지만, 2024년 성장세는 유지될 전망이다. 그러한 이유는 1) 이커머스 사업부 철수에 따른 수익성 개선과, 2) 지난해 기저와 고정비 증가가 제한됨에 따라 편의점 사업부 성장이 기대되기 때문이다. 상반기까지 영업 환경은 녹록치 않을 가능성이 높다. 하지만, 동사의 경우 온라인 사업부 축소를 통해 마진을 개선에 집중하고 있고, 편의점 성장세가 유지됨에 따라 영업실적 개선은 무리가 없을 전망이다. 다만, 소비경기 약화를 고려하여 2024년 영업이익을 4,088억 원(전년대비 +15.2%)으로 제시한다. 시장 컨센서스 대비 약 10% 낮은 수준이다.

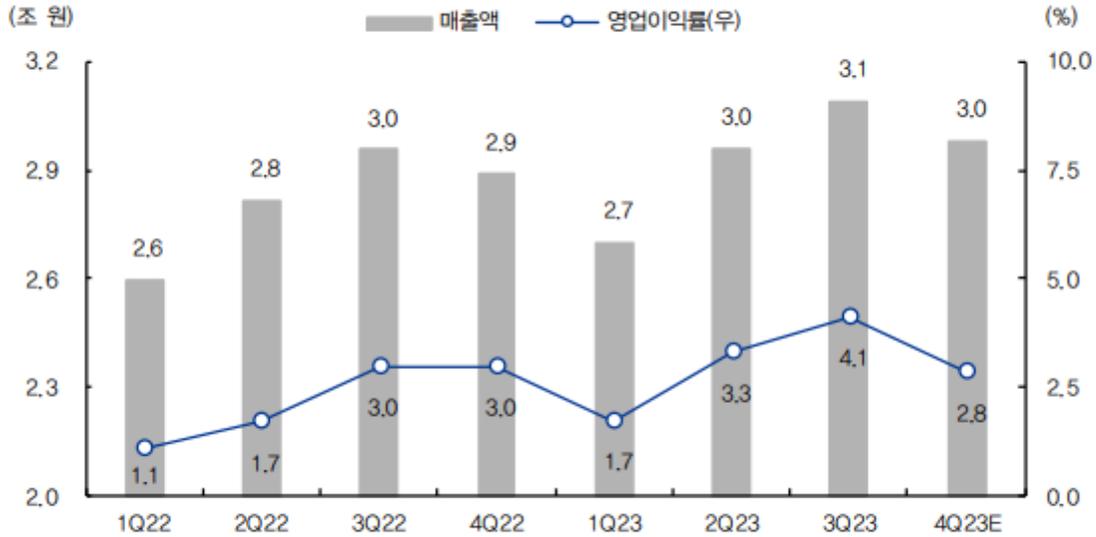
투자의견 매수, 목표주가 3.3만원 유지

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 3.3만원을 유지한다.

(단위:십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,691	11,226	11,729	12,584	13,298
영업이익	220	245	355	409	446
세전이익	915	75	265	352	410
지배주주순이익	815	40	210	288	334
EPS(원)	8,961	386	2,008	2,749	3,194
증가율(%)	309.7	-95.7	420.1	36.9	16.2
영업이익률(%)	2.3	2.2	3.0	3.3	3.4
순이익률(%)	8.3	0.4	1.7	2.1	2.3
ROE(%)	25.6	1.0	5.1	6.7	7.4
PER	3.4	72.9	11.5	8.5	7.3
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.3	6.1	4.2	4.2	4.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. GS리테일 영업실적 추이 및 전망



자료: GS리테일, IBK투자증권





에이피알

홈 뷰티가 뜬다

[\[출처\] 키움증권 조소정 애널리스트](#)

글로벌 시장을 향해 나아가는 뷰티 테크 기업

에이피알은 화장품, 홈 뷰티 디바이스 사업을 영위하는 뷰티 테크 기업이다. 3Q23 누적 기준 사업부별 매출 비중은 뷰티 82% (화장품 42%, 홈 뷰티 디바이스 40%), 기타 (패션 등) 18%다.

동사는 국내 홈 뷰티 디바이스 1위 업체이며, 해외 8개 법인을 통해 화장품 및 홈 뷰티 디바이스 수출 사업을 전개하고 있다. 3Q23 누적 기준 해외 매출 비중은 전체의 37%로, 주요 수출 국가는 미국, 중국, 일본이다. 향후 제품 라인업 다양화와 해외 시장 개척을 통해 외형 성장을 이룰 전망이다.

홈 뷰티가 뜬다

2023년 글로벌 홈 뷰티 디바이스 시장은 약 40억 달러로 추정된다. 2030년까지 연평균 +35% 성장률을 기록할 전망이다, 이는 글로벌 스킨케어 시장 성장속도 대비 약 7배 빠른 수준이다.

홈 뷰티 디바이스 시장의 성장 배경에는 피부관리에 대한 소비자들의 높은 니즈와 현실적인 제약 간의 갈등이 자리매김하고 있다. 홈 뷰티 디바이스는 화장품 사용보다 더 전문적인 케어를 받고 싶지만, 전문 클리닉의 높은 가격대가 부담스러운 소비자들의 니즈를 충족시킬 수 있다. 합리적인 가격에 전문적이고 상시적인 피부 관리를 스스로 수행할 수 있다는 점은 홈 뷰티 디바이스의 가장 큰 장점이다.

실적 및 밸류에이션

에이피알의 공모 희망가액은 147,000원 ~ 200,000원, 공모가 기준 예상 시가총액은 1조 1,149억원 ~ 1조 5,158억원이다. 2023년 예상 매출액은 5,200억원 (+31%), 영업이익 1,000억원 (+155% YoY, OPM 19%), 순이익 800억원 (+167%, NPM 15%)를 기록할 전망이다. 23년 예상 EPS (10,548원) 적용 시 13.9~19.0배로, 공모가 밴드는 부담스럽지 않은 수준이다. 다만 상장 초기 변동성 확대에 따른 리스크는 유의할 필요가 있다

공모개요

예상 시가총액	1조 1,149억원 ~ 1조 5,158억원
공모 희망가액	147,000원 ~ 200,000원
공모 예정금액	557억원 ~ 758억원
공모 주식 수	379,000 주
상장예정 주식 수	7,584,378 주
보호예수 주식 수	4,789,867 주
유통가능 주식 수	2,794,511 주

보호예수 현황

최대주주 등	32.6%	2년 6개월
최대주주 등	1.6%	6개월
벤처금융/전문투자자	4.5%	6개월
자발적 의무보유 주주	11.5%	1개월
자발적 의무보유 주주	11.7%	2개월
우리사주조합	1.0%	12 개월
개인주주 및 기타	0.3%	6개월

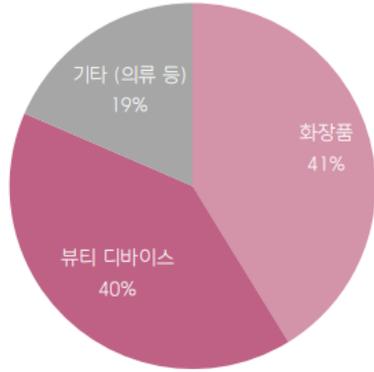
공모일정

수요예측일	2024년 1월 22일 ~ 1월 26일
청약예정일	2024년 2월 1일 ~ 2월 2일
환불/납입일	2024년 2월 6일
상장예정일	2024년 2월 14일

투자지표

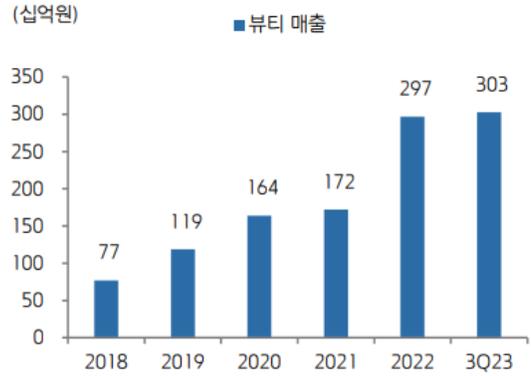
(십억 원, IFRS)	2020	2021	2022	1~3Q23
매출액	219.9	259.1	397.7	371.7
영업이익	14.5	14.3	39.2	69.8
당기순이익	7.9	11.4	30.0	57.4
영업이익률	7%	6%	10%	19%

APR 사업부별 매출 비중 (3Q23 누적)



자료: 에이피알, 키움증권리서치

APR 뷰티 사업 매출 추이



자료: 에이피알, 키움증권리서치
주: 23년도는 1-3분기 누적

에이피알 브랜드 소개

메디큐브 (AGE-R)

누구나 전문 클리닉을 경험할 수 있는 새로운 뷰티 솔루션을 제공하는 다기능 클리닉 뷰티 브랜드

메디큐브 (화장품)

누구나 전문 클리닉을 경험할 수 있는 새로운 뷰티 솔루션을 제공하는 다기능 클리닉 뷰티 브랜드

에이프릴스킨

자연에서 찾은 재료로 27년 가까이 솔루션을 제공하는 코스메틱 브랜드

포먼트

내분비 호르몬 불균형을 근본적으로 개선해주는 프리미엄 스킨케어 뷰티 브랜드

글램디바이오

건강기능식품과 화장품의 결합을 통해 유행성 바이러스 솔루션을 제공하는 아우터스킨 브랜드

널디

40여 개 브랜드를 직접 만들고 자신만의 개성을 단번에 표현하는 스포츠웨어 브랜드



자료: 에이피알, 키움증권 리서치

한세실업
마지막 진통일세
[\[출처\] NH투자증권 정지윤 애널리스트](#)

2024년 드디어 오더 성장 구간 진입한다

투자 의견 Buy 및 목표주가 30,000원 유지. 미국 전방 오더 회복이 예상 보다 지연된 점이 최근 주가 조정을 유발했으나, 4Q23부터는 증익 구간 진입. 미국 의류 수입액은 월별 낙폭을 축소하는 가운데, 소매 판매액 또한 우려 대비 견조. 2024년 연결기준 매출액 1조9,159억원(+11% y-y), 영업이익 1,848억원(+17% y-y) 전망. 현재 주가(1/8, 20,050원)는 2024F PER 6배로 과거 대비 강화된 이익 체력과 전방의 Re-stocking 감안 시 대만 Peer Group(Makalot, Eclat 평균 2024F PER 21배)과의 밸류에이션 격차 해소 필요하다 판단

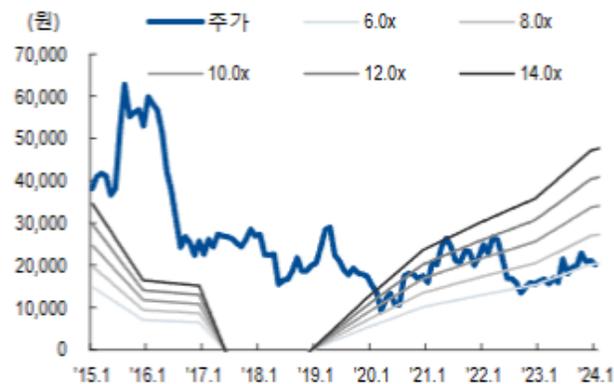
4Q23 Preview: 1년만의 증익

4분기 연결기준 매출액 3,702억원(-13% y-y), 영업이익 167억원(+77% y-y)으로 컨센서스 하회하는 실적 추정 OEM(별도) 달러기준 매출 성장률(y-y)은 -12%로 4Q22 기저(-21% y-y) 감안해도 예상보다 저조. 3분기 말 재고자산은 2,219억원(-30% y-y)으로 전분기에 이어 감소하는 흐름인데, 1)고객사의 단납 요구 증가, 2)S/S 납품 시점이 4Q23에서 1Q24로 일정 부분 지연됨에 따라 원재료 축적 미미, 3)원재료 가격 하락에 따른 단가 조정 반영 등 때문. 단, 일회성 인건비(약 20억원) 감안해도 연중 베트남 생산 효율화를 통해 영업이익률 4.5%(+2.3%p y-y) 달성할 것. 칼라엔터치(원단) 4분기 매출 성장률(y-y) -7% 추정. 주력 고객사 GAP向 원단 수급은 고정적이나, 그 외 고객사의 발주는 급감. 수직계열화 비중은 1Q23: 12%, 2Q23: 10%, 3Q23: 6%, 4Q23E: 11%로 전년 대비 상승 추산

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,205	1,723	1,916	1,981
증감률	31.9	-21.8	11.2	3.4
영업이익	180	158	185	195
증감률	68.3	-12.3	17.3	5.5
영업이익률	8.1	9.1	9.6	9.8
(지배지분)순이익	86	102	135	145
EPS	2,141	2,554	3,367	3,615
증감률	27.2	19.3	31.8	7.4
PER	7.2	8.2	6.0	5.5
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.4	5.7	4.4	3.9
ROE	17.1	17.7	20.0	18.4
부채비율	130.7	114.6	102.4	87.0
순차입금	310	250	149	65

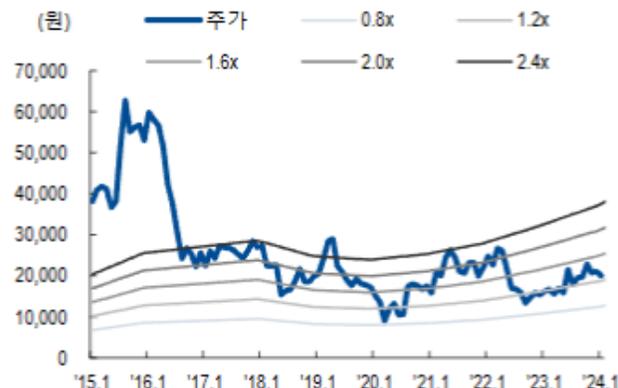
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 한세실업 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 한세실업 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부



엔씨소프트

더 나빠질 일은 없을 것

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

조금씩 변화되는 모습 보일 것

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 310,000원에서 280,000원으로 하향. 2024년 이후 출시될 게임 라인업 현실화에 따라 실적 추정치를 하향 조정. 지난해 12월 출시한 TL은 성과가 좋지 못하였지만, 당사 추정치에 보수적으로 반영해 놓은 바 추가적인 실적 조정은 크지 않았음

최근 새로운 공동대표를 선임했고 임원을 중심으로 구조조정을 진행하고 있어 회사의 변화가 기대되며, 관련하여 비용절감 효과도 조금씩 나타날 전망

국내 성과가 좋지 못하였지만 TL은 아마존게임즈를 통해 1분기 중 CBT 이후 2분기 중 출시할 예정. 출시 이후 계약금이 실적에 반영될 것이며, 낮아진 매출 기대감을 감안하면 더 나빠질 상황은 없을 것. 이외에도 2분기 출시를 준비하고 있는 배틀크러시(대전액션)와 프로젝트BSS(수집형RPG)를 통해 엔씨소프트의 탈 MMORPG 전략도 주목할 필요

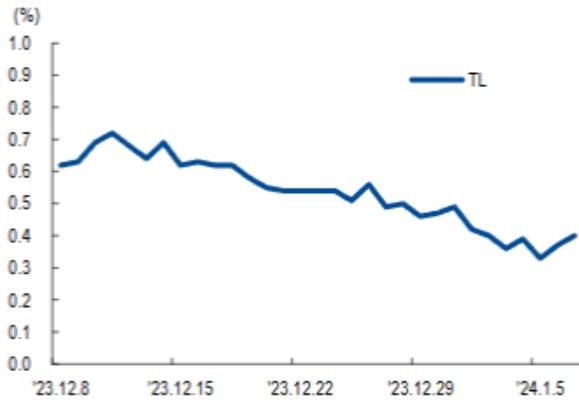
시장 기대치를 하회하는 4분기 실적 추정

엔씨소프트의 4분기 실적은 매출액 4,069억원(-25.7% y-y, -3.8% q-q), 영업이익 55억원(-88.4% y-y, -66.6% q-q)으로 영업이익은 시장 컨센서스 175억원을 하회할 전망. TL의 매출(105억원)이 크지 않지만 반영될 것이고, 그동안 하락세를 보였던 리니지W(892억원, -1.0% q-q)와 리니지2M(537억, -2.2% q-q)의 매출 하락세가 진정될 것. 다만, 지스타게임쇼 참여 및 TL 론칭에 따른 마케팅비용은 357억원(+29.2% q-q)으로 증가할 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,572	1,749	1,936	2,655
증감률	11.4	-32.0	10.7	37.1
영업이익	559.0	139.0	166.5	338.1
증감률	49.0	-75.1	19.8	103.1
영업이익률	21.7	7.9	8.6	12.7
(지배지분)순이익	435.7	209.2	231.1	378.2
EPS	19,847	9,531	10,525	17,229
증감률	9.8	-52.0	10.4	63.7
PER	22.6	25.2	20.8	12.7
PBR	3.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.3	17.4	13.4	8.1
ROE	13.7	6.4	6.7	10.4
부채비율	38.7	30.9	29.8	29.4
순차입금	-966.8	-997.7	-1,097	-1,168

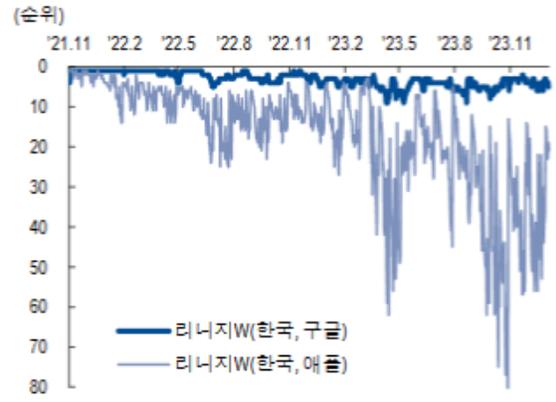
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 엔씨소프트 'TL' PC방 점유율 순위



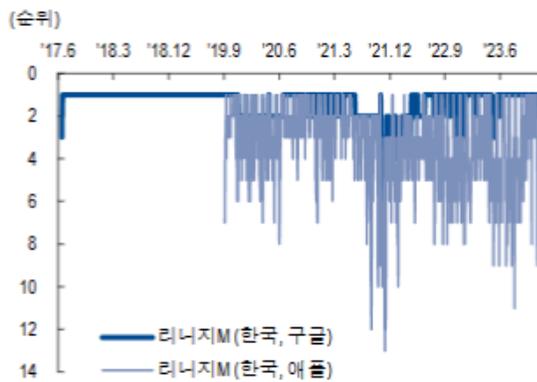
자료: 게임트릭스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 엔씨소프트 '리니지W' 앱스토어 매출 순위 (한국)



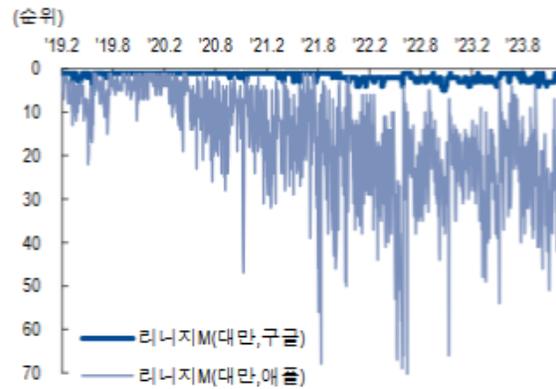
자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림3. 엔씨소프트 '리니지M' 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림4. 엔씨소프트 '리니지M' 앱스토어 매출 순위 (대만)



자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

