



# 엔씨소프트 (036570)

## <TL> CBT 참가 후기: 달라진 엔씨

**BUY**

목표주가(12M) 430,000원(하향)  
현재주가(5.30) 321,000원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,577.12
52주 최고/최저(원)	479,500/321,000
시가총액(십억원)	7,102.1
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	21,954.0
60일 평균 거래량(천주)	114.9
60일 평균 거래대금(십억원)	43.2
외국인지분율(%)	43.30
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 7인	11.99
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.26

### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,200.4	2,681.0
영업이익(십억원)	352.5	575.5
순이익(십억원)	359.1	508.1
EPS(원)	16,381	23,185
BPS(원)	168,741	185,309

### Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,308.8	2,571.8	2,206.1	2,572.8
영업이익	375.2	559.0	397.6	557.8
세전이익	491.3	609.1	494.9	655.0
순이익	396.9	435.7	385.3	499.0
EPS	18,078	19,847	17,551	22,728
증감률	(32.43)	9.79	(11.57)	29.50
PER	35.57	22.57	18.43	14.23
PBR	3.75	2.58	1.75	1.61
EV/EBITDA	27.37	12.08	12.11	8.73
ROE	12.62	13.73	11.60	13.76
BPS	171,471	173,629	185,001	201,550
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680

### 1만명 대상 일주일 CBT 마무리

PC MMO <TL>이 24일부터 30일까지 일주일간 1만 명 대상 CBT를 실시했다. 공성전을 제외하고는 길드 레이드, 거점 점령전, 1:1 컨트롤이 필요한 특수 던전 등 대부분의 콘텐츠를 체험할 수 있었다. CBT 때의 상한 레벨은 30레벨이었으며, 택할 수 있는 스킬 세트는 단검/장검/양손검/장궁/석궁/지팡이/마법봉 총 7가지였다. 스킬 세트 리셋권을 4장 이상 제공해서 여러 가지 직업을 체험해볼 수 있도록 했으며, CBT 마지막 날에는 전 직업 희귀 단계 방어구 세트를 제공하기도 했다. PC 전용 MMO답게 PC 요구 사양은 높았으며, 당사는 최적 사양에 못 미치는 CPU i5-12400F, GPU RTX 3050가 탑재된 컴퓨터로 플레이 했으나 거점 점령전을 제외하고는 끊김없이 그래픽 최고 사양으로 플레이할 수 있었다.

### 확연히 달라진 BM은 고무적인 변화

CBT때의 과금 모델이 실제 출시에도 반영된다고 가정할 경우 과금의 정도는 기존의 리니지 게임들에 비해서 매우 낮았다. 캐시 상점에 해당하는 특수 상점에는 배틀패스와 캐릭터 꾸미기 상품, 소비재인 물약 정도만이 존재했다. MMO 주요 과금 3요소인 변신/핏/컬렉션이 각각 변신/아미토이/장비 탁본집의 형태로 존재하기는 했으나, 변신은 이동할 때에만 사용되었으며, 아미토이 역시 일부 아이템 드롭 확률을 높힐 뿐 스탯의 변화는 주지 않는 소극적인 형태였다. 장비 탁본집 역시 상점에서 재화로 구매가 가능한 아이템으로 컬렉션을 채울 수 있어 난이도가 매우 낮았다. 장비/무기/약세서리는 일반/고급/희귀/영웅 4단계가 공개되었으며, 강화 중 아이템이 파괴되지 않아 최고 단계까지 강화하는 데에 소요되는 비용은 타 MMO 대비 매우 낮을 것으로 예상된다.

### 자동 사냥과 컨트롤의 공존

BM의 변화에도 불구하고 자동사냥이 존재하는 점에서 모바일 리니지 게임의 색채를 완전히 벗지는 못했다. 일부 비판론 중 변신/아미토이/장비 탁본집이 존재함에 따라 구조적으로 언젠가 과금 강도가 올라갈 수 있다는 의견은 유효한 지적이라고 판단한다. 무빙 시 공격이 안되는 점, 일반 몹 사냥 시 컨트롤 요소가 부재한 점을 보완하고 컨트롤의 재미를 느낄 수 있는 코덱스(주 퀘스트)/특수 던전/길드 레이드 콘텐츠가 보강된다면 기존 리니지 게임보다 넓은 유저층을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

### 4분기 출시로 추정 변경에 따라 목표주가 430,000원으로 하향

국내 CBT 피드백 반영 및 글로벌 CBT 진행을 감안해 예상 출시 시기를 3분기 말에서 4분기 로 변경함에 따라 목표주가는 460,000원에서 430,000원으로 하향 조정한다. TL의 올해 연간 글로벌 매출은 1,215억원, 2024년 매출은 1,971억원으로 추정한다.



Analyst 윤예지 yjeji@hanafn.com

하나증권 리서치센터

도표 1. 엔씨소프트 재무 요약

(단위:십억원)

	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
<b>매출액</b>	<b>2,572</b>	<b>2,206</b>	<b>2,573</b>	<b>790</b>	<b>629</b>	<b>604</b>	<b>548</b>	<b>479</b>	<b>492</b>	<b>554</b>	<b>681</b>
게임 매출	2,415	2,014	2,351	751	593	561	509	436	456	511	610
PC	390	490	526	93	96	97	104	91	96	102	201
Mobile	2,024	1,524	1,635	658	497	464	405	345	360	409	410
신작	0	0	190	0	0	0	0	0	0	0	0
로열티 매출	157	192	221	39	36	43	39	42	36	43	70
<b>영업비용</b>	<b>2,013</b>	<b>1,864</b>	<b>2,015</b>	<b>546</b>	<b>506</b>	<b>460</b>	<b>501</b>	<b>397</b>	<b>426</b>	<b>474</b>	<b>512</b>
인건비	847	877	912	219	207	190	233	212	217	222	227
변동비	871	678	749	259	213	205	194	152	157	172	196
마케팅비	189	140	235	42	60	39	48	5	23	51	61
<b>영업이익</b>	<b>559</b>	<b>398</b>	<b>558</b>	<b>244</b>	<b>123</b>	<b>144</b>	<b>47</b>	<b>82</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>169</b>
이익률(%)	22	18	22	31	20	24	9	17	14	14	25
<b>당기순이익</b>	<b>453</b>	<b>379</b>	<b>491</b>	<b>168</b>	<b>119</b>	<b>182</b>	<b>(16)</b>	<b>114</b>	<b>42</b>	<b>105</b>	<b>118</b>
이익률(%)	18	17	19	21	19	30	(3)	24	9	19	17

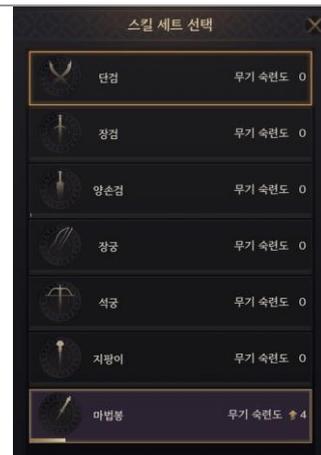
자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 1. <TL> PC 권장 사양



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 2. 총 7종의 주무기 존재



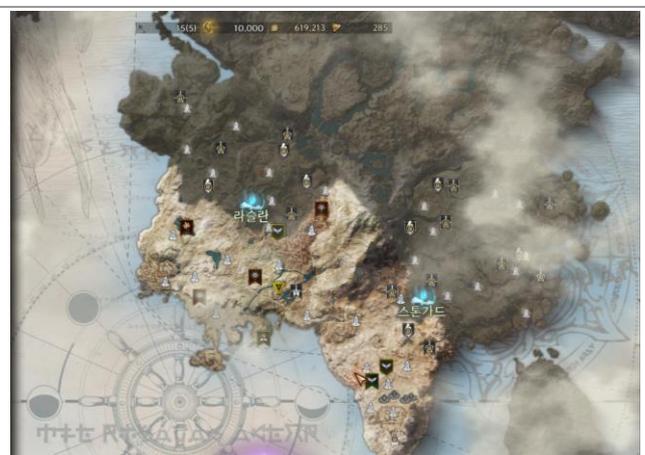
자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 3. <TL> 기본 화면



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 4. 맵 크기



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 5. 인게임 시네마틱-1



자료: 엔씨소프트, 하나증권

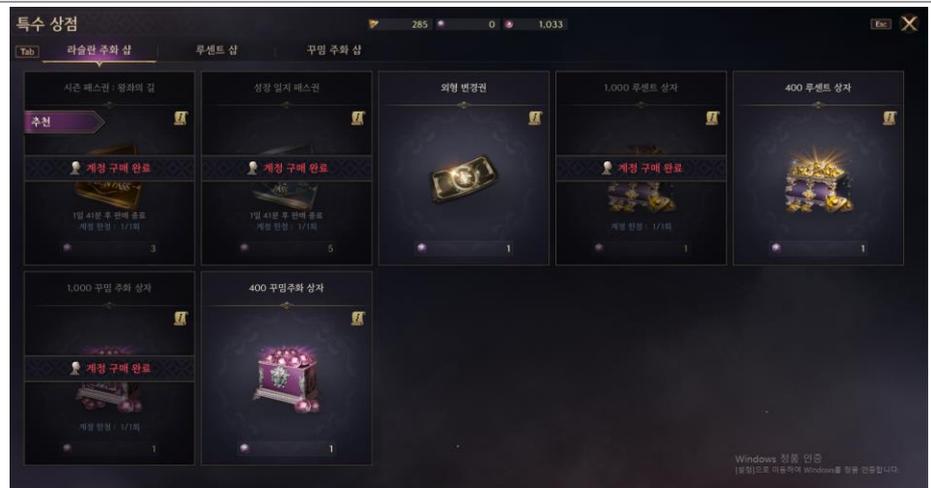
도표 6. 인게임 시네마틱-2



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 7. 캐시 상점인 ‘특수 상점’

BM은 시즌 패스권, 외형 변경권



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 8. 주요 BM인 시즌 패스 이미지

시즌 패스 구매 시 프리미엄 보상 획득 가능



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 9. 펫에 해당하는 '아미토이'. 장착 시 일부 아이템 획득 확률 증가

일부 아이템 드랍 확률이 높아짐  
캐릭터 스탯에 영향은 없음



자료: 엔씨소프트, 하나증권

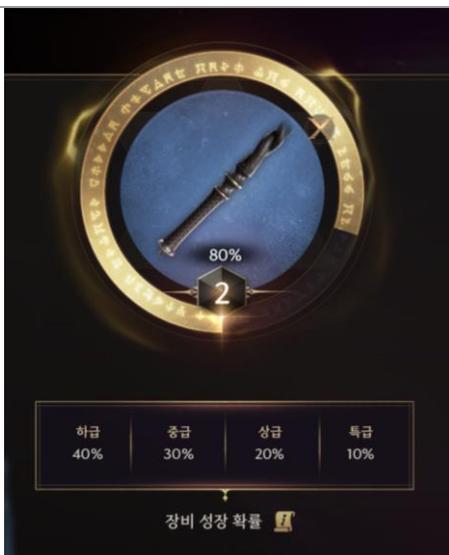
도표 10. 질주, 활공, 수영 모드 시 외형이 변하는 '변신'

변신과 위장은 이동 속도 변화  
컬렉션에 해당하는 탁본집은 존재



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 11. 아이템 강화 시 파괴는 없음



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 12. 필드 보스 레이드 콘텐츠



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 13. 길드 거점 점령전



자료: 엔씨소프트, 하나증권

도표 14. 감성 콘텐츠인 신수 고래 타기



자료: 엔씨소프트, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,308.8	2,571.8	2,206.1	2,572.8	2,958.8
매출원가	1.9	5.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,306.9	2,566.8	2,206.1	2,572.8	2,958.8
판매비	1,931.7	2,007.8	1,808.5	2,015.1	2,216.6
영업이익	375.2	559.0	397.6	557.8	742.2
금융손익	104.3	(31.8)	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	15.8	(8.1)	97.3	97.3	97.3
기타영업외손익	(3.9)	90.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	491.3	609.1	494.9	655.0	839.5
법인세	95.6	173.1	115.5	163.8	209.9
계속사업이익	395.7	436.0	379.4	491.3	629.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	395.7	436.0	379.4	491.3	629.6
비배주주지분 손익	(1.2)	0.3	(5.9)	(7.7)	(9.8)
지배주주순이익	396.9	435.7	385.3	499.0	639.4
지배주주지분포괄이익	368.5	166.4	242.8	314.4	402.9
NOPAT	302.2	400.2	304.8	418.3	556.6
EBITDA	468.9	664.9	493.6	635.5	805.1
성장성(%)					
매출액증가율	(4.44)	11.39	(14.22)	16.62	15.00
NOPAT증가율	(49.83)	32.43	(23.84)	37.24	33.06
EBITDA증가율	(47.35)	41.80	(25.76)	28.75	26.69
영업이익증가율	(54.51)	48.99	(28.87)	40.29	33.06
(지배주주)순이익증가율	(32.43)	9.78	(11.57)	29.51	28.14
EPS증가율	(32.43)	9.79	(11.57)	29.50	28.15
수익성(%)					
매출총이익률	99.92	99.81	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	20.31	25.85	22.37	24.70	27.21
영업이익률	16.25	21.74	18.02	21.68	25.08
계속사업이익률	17.14	16.95	17.20	19.10	21.28

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	17,551	22,728	29,127
BPS	171,471	173,629	185,001	201,550	224,497
CFPS	23,268	36,227	26,913	33,377	41,106
EBITDAPS	21,360	30,288	22,481	28,946	36,674
SPS	105,166	117,144	100,490	117,193	134,771
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680
주가지표(배)					
PER	35.57	22.57	18.43	14.23	11.11
PBR	3.75	2.58	1.75	1.61	1.44
PCFR	27.63	12.37	12.02	9.69	7.87
EV/EBITDA	27.37	12.08	12.11	8.73	6.14
PSR	6.11	3.82	3.22	2.76	2.40
재무비율(%)					
ROE	12.62	13.73	11.60	13.76	15.75
ROA	9.16	9.66	8.36	10.09	11.84
ROIC	82.53	61.97	44.94	74.15	116.67
부채비율	45.40	38.74	39.03	34.41	32.65
순부채비율	(40.68)	(56.34)	(63.20)	(68.31)	(74.30)
이자보상배율(배)	28.49	59.01	0.00	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,452.6	2,691.1	3,136.2	3,534.8	4,181.3
금융자산	2,062.2	2,430.7	2,812.8	3,229.2	3,829.9
현금성자산	255.9	285.6	1,758.3	2,174.7	2,775.4
매출채권	277.9	175.5	218.0	206.0	236.9
재고자산	6.4	1.5	1.9	1.8	2.0
기타유동자산	106.1	83.4	103.5	97.8	112.5
비유동자산	2,129.3	1,746.6	1,649.5	1,570.0	1,511.7
투자자산	1,201.4	537.9	536.9	535.1	539.7
금융자산	1,146.8	511.7	504.3	504.3	504.3
유형자산	747.3	930.2	836.0	759.9	698.4
무형자산	42.3	43.4	41.7	40.1	38.6
기타비유동자산	138.3	235.1	234.9	234.9	235.0
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,785.7	5,104.8	5,693.0
유동부채	663.4	515.3	619.4	590.1	665.8
금융부채	181.2	35.3	43.8	41.4	47.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	482.2	480.0	575.6	548.7	618.2
비유동부채	767.3	723.7	724.0	716.9	735.4
금융부채	599.0	593.3	593.3	593.3	593.3
기타비유동부채	168.3	130.4	130.7	123.6	142.1
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,343.5	1,306.9	1,401.1
지배주주지분	3,148.8	3,196.2	3,445.9	3,809.2	4,312.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(622.8)	(622.8)	(622.8)	(622.8)	(622.8)
기타포괄이익누계액	255.8	(34.8)	(34.8)	(34.8)	(34.8)
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,659.1	4,022.4	4,526.2
비지배주주지분	2.4	2.3	(3.6)	(11.3)	(21.1)
자본총계	3,151.2	3,198.5	3,442.3	3,797.9	4,291.8
순금융부채	(1,282.0)	(1,802.1)	(2,175.7)	(2,594.4)	(3,188.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391.1	736.0	550.7	540.6	765.7
당기순이익	395.7	436.0	379.4	491.3	629.6
조정	(39.8)	250.5	96.0	77.7	63.0
감가상각비	93.7	105.9	95.9	77.7	63.0
외환거래손익	(8.3)	2.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(15.8)	8.1	0.0	0.0	0.0
기타	(109.4)	134.3	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	35.2	49.5	75.3	(28.4)	73.1
투자활동 현금흐름	(188.1)	(392.2)	1,091.7	1.8	(4.6)
투자자산감소(증가)	(107.6)	663.5	1.1	1.8	(4.6)
자본증가(감소)	(286.1)	(249.4)	0.0	0.0	0.0
기타	205.6	(806.3)	1,090.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(112.4)	(303.7)	(127.1)	(138.1)	(129.4)
금융부채증가(감소)	436.6	(151.6)	8.5	(2.4)	6.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(372.8)	(33.1)	0.1	0.0	0.1
배당지급	(176.2)	(119.0)	(135.7)	(135.7)	(135.7)
현금의 증감	98.7	29.6	1,460.9	416.4	600.7
Unlevered CFO	510.8	795.3	590.8	732.8	902.4
Free Cash Flow	104.5	486.3	550.7	540.6	765.7

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.6.1	BUY	430,000	-18.97%	-14.02%
23.4.7	BUY	460,000	-25.53%	-16.20%
23.2.10	BUY	540,000	-30.10%	-26.23%
22.11.14	BUY	650,000	-25.48%	-7.00%
22.6.16	BUY	500,000	-47.65%	-27.33%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤예지)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 6월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤예지)는 2023년 6월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자조건 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.07%	4.48%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 05월 29일