

엔씨소프트 (036570)

이제는

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

하향

현재주가

302,500

(23.06.16)

디지털컨텐츠업종

신작 경쟁 심화, 1위를 내어준 리니지

- 2Q. 경쟁사들의 신작 출시 영향으로 동사 라인업의 매출, 트래픽 감소 예상
- 마케팅비는 기존 라인업의 콘텐츠 업데이트, 신작 마케팅에 따라 지속 증가 예상
- 신작 'TL' 모멘텀 유효하다는 판단이나, 동사의 단기 실적 확인 후 매수 추천

투자의견 매수, 목표주가 38만원으로 기존 대비 11.6% 하향

12MF EPS 14,473원에 Target PER 26.4배 적용. Target PER은 연내 신작 출시를 고려하여 글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 대비 20% 할증 적용. 경쟁사들의 신작 출시에 따라 동사 라인업의 트래픽, 매출 감소 영향이 있었던 것으로 판단. 이를 실적 추정에 반영하여 기존 12MF EPS를 11% 하향. 이에 따라 목표주가 역시 하향

경쟁사들의 신작 출시 영향 불가피

2Q23 매출액 4,648억원(YoY -26%, QoQ -3%), 영업이익 389억원(YoY -68%, QoQ -52%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 하회할 것으로 예상

경쟁 게임사들의 신작 출시 영향으로 동사 라인업의 트래픽, 매출 감소가 불가피할 것으로 판단. 특히 리니지M은 2분기 6주년 업데이트에도 불구하고, 성수기 효과 부진 예상. 리니지M, 2M, W의 2분기 일 평균 매출은 각각 14억원, 7억원, 12억원으로 추정

마케팅비 349억원(QoQ 618%) 예상. 기존 라인업의 콘텐츠 업데이트, 신작 관련 사전 마케팅 진행으로 전분기 대비 증가 예상. 마케팅비는 신작이 출시되는 시점까지 지속적으로 증가할 것으로 예상

5월 진행한 TL의 CBT 기간 동안 참가자들의 부정적인 피드백에 따라 주가 하락. 동사는 과거 L2M, LW의 경우, 출시 전 부정적인 피드백 이후에도 출시 이후 초기 흥행 성과는 긍정적. TL 역시 신작 출시에 따른 주가 상승 모멘텀 유효하다는 판단. 다만, 신작의 정확한 출시 일정이 아직 확정되지 않았고 (리포트에는 10월 출시로 가정하여 실적 추정치에 반영), 하반기 신작들의 경쟁 심화가 지속될 것으로 예상되기 때문에 신작 TL 출시 전 동사의 단기 실적 확인하면서 접근할 것을 추천

(단위: 십억원 %)

구분	2Q22	1Q23	직전추정	당사추정	2Q23(F)			3Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	629	479	486	465	-26.1	-2.9	480	481	-20.3	3.5
영업이익	123	82	59	39	-68.3	-52.3	51	43	-70.5	9.5
순이익	101	81	64	49	-51.6	-39.9	46	52	-55.6	5.8

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

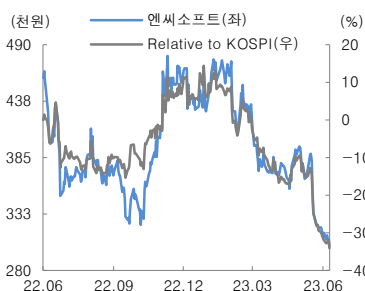
(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,994	2,504	2,565
영업이익	375	559	268	568	582
세전순이익	491	624	370	627	640
총당기순이익	396	452	287	480	491
지배지분순이익	397	452	291	495	506
EPS	18,078	20,587	13,273	22,543	23,037
PER	35.6	22.2	22.8	13.4	13.1
BPS	143,429	158,595	166,448	183,570	201,187
PBR	4.5	2.9	1.8	1.6	1.5
ROE	12.6	13.6	8.2	12.9	12.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

KOSPI	2625.79
시가총액	6,641십억원
시가총액비중	0.33%
지분금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	479,500원 / 302,500원
120일 평균거래대금	460억원
외국인지분율	42.29%
주요주주	김택진 외 7인 11.99% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인 9.26%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.6	-18.8	-31.0	-24.6
상대수익률	-22.1	-26.5	-38.0	-29.6



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	2,111	2,362	1,994	2,504	-5.5	6.0
판매비와 관리비	1,758	1,880	1,726	1,936	-1.8	3.0
영업이익	353	482	268	568	-24.1	17.9
영업이익률	16.7	20.4	13.4	22.7	-3.3	2.3
영업외손익	102	59	102	59	0.0	-1.4
세전순이익	455	541	370	627	-18.7	15.8
지배지분순이익	351	415	291	495	-16.9	19.4
순이익률	16.6	17.5	14.4	19.2	-2.3	1.6
EPS(지배지분순이익)	15,979	18,881	13,273	22,543	-16.9	19.4

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	314.1	
Target PER(x)	26.4x	글로벌 peer 9개사 12MF PER 평균 대비 20% 할증
목표 시총(십억원)	8,292.3	
주식 수(천주)	21,954.0	
적정 주가(원)	377,714	
목표 주가(원)	380,000	반올림 적용
현재 주가(원)	302,500	
상승 여력	25.6%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성, 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정
	미정	리니지W	2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입
	4Q23	블레이드&소울2(대만)	
	2H23	퍼즈업	
	2024	모바일 게임 3종	블소S, 프로젝트R, 프로젝트G
미정	아이온2		
PC/콘솔 게임	4Q23	TL (글로벌)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정
미정	미정	프로젝트 LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르, PC/콘솔, 2023년 개발 완료 목표
	미정	프로젝트 E, M	

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

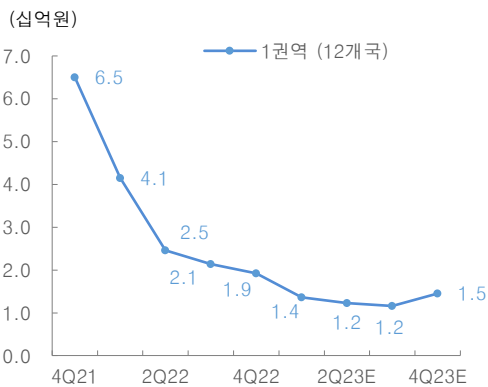
표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	464.8	481.3	569.2	2,571.8	1,994.2	2,504.1
게임 매출액	733.7	571.1	534.4	485.4	422.2	406.8	415.7	504.2	2,324.6	1,765.0	2,282.0
리니지	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.5	24.6	25.8	106.7	99.4	97.1
리니지 II	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	21.5	21.5	22.6	94.1	87.1	85.1
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	19.6	21.8	22.4	68.3	81.4	84.2
블레이드&소울	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	7.2	7.0	7.1	26.3	28.6	20.0
길드워2	20.3	27.1	24.8	22.7	20.4	22.7	21.8	20.6	94.9	85.6	76.7
TL								90.0		90.0	223.1
모바일 게임	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	311.3	319.0	315.8	1,934.3	1,292.8	1,695.7
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	131.6	146.3	109.8	516.5	517.8	489.2
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	63.3	54.9	58.1	391.5	249.4	200.1
블소2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.8	10.6	14.0	55.6	34.5	30.7
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	111.5	107.1	133.9	970.8	475.1	461.9
로열티 매출액	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	44.0	43.9	43.5	157.0	173.7	171.0
리니지M 대만	16.2	16.2	20.5	20.7	20.4	20.5	20.6	20.5	73.7	82.0	80.4
IP 대여	22.6	19.7	22.8	18.2	21.9	23.5	23.3	23.0	83.3	91.7	90.6
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	14.0	21.7	21.4	90.2	55.5	51.1
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	425.9	438.7	464.4	2,012.8	1,726.0	1,923.1
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	213.2	214.2	225.2	847.4	864.4	909.6
지급수수료	218.7	158.8	175.5	136.4	110.7	107.5	111.3	114.7	689.3	444.3	542.4
마케팅비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	34.9	43.3	51.2	188.6	134.3	175.3
감가상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	26.5	25.5	24.5	106.0	104.4	121.3
기타 영업비용	40.7	54.2	29.1	57.5	41.8	43.9	44.3	48.7	181.4	178.6	174.5
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	38.9	42.6	104.9	559.0	268.1	581.0
영업이익률	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.4%	8.9%	18.4%	21.7%	13.4%	23.2%
지배주주 순이익	168.9	118.6	181.8	-17.0	113.7	39.8	42.7	89.9	452.3	286.2	489.6
순이익률	21.4%	18.8%	30.1%	-3.1%	23.7%	8.6%	8.9%	15.8%	17.6%	14.4%	19.6%

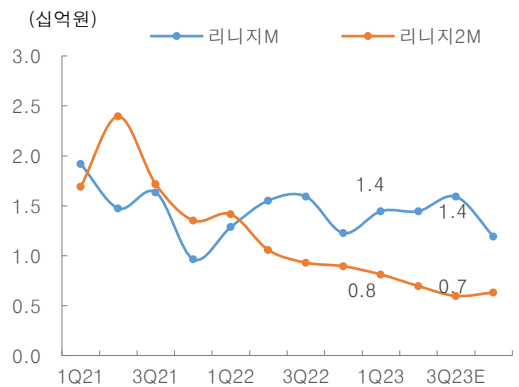
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 1. 리니지W 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 2. 리니지M, 2M 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

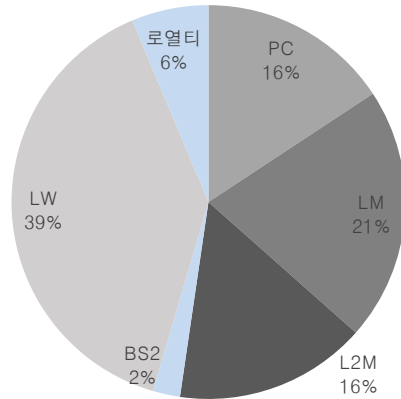
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2021년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 8.4%, 넷마블 8.9%, BlackRock Fund Advisors 4.9% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

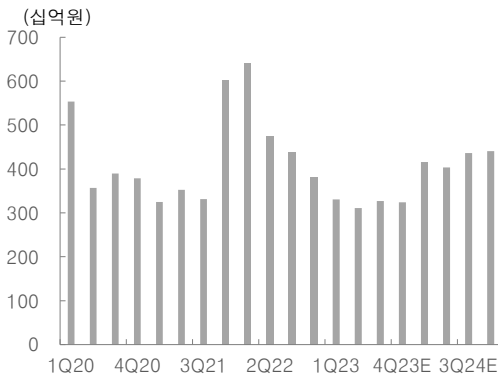
게임별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

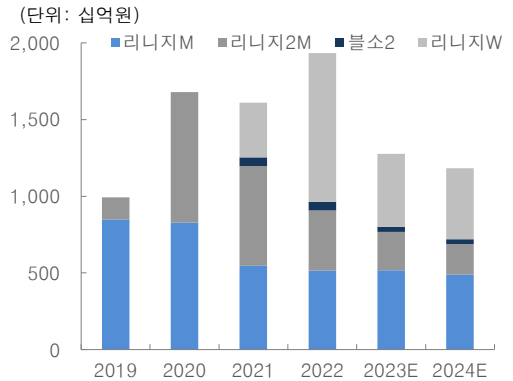
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



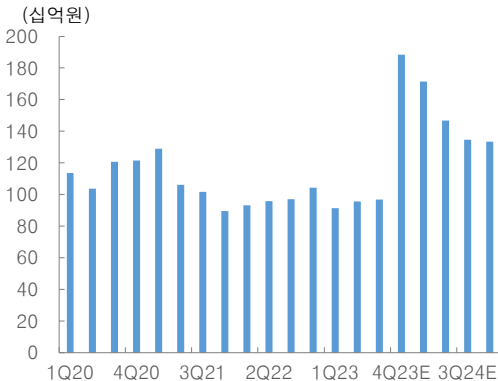
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



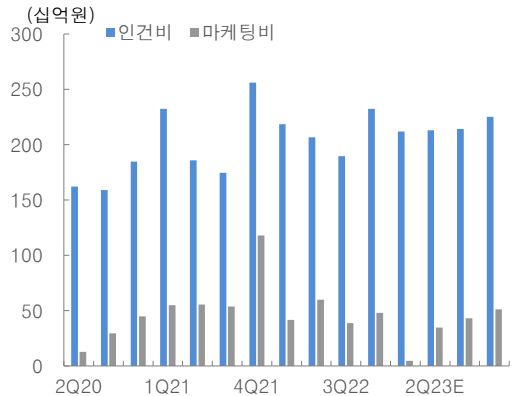
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,994	2,504	2,566
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,309	2,572	1,994	2,504	2,566
판매비와관리비	1,934	2,013	1,726	1,936	1,983
영업이익	375	559	268	568	582
영업외수익	163	21.7	13.4	22.7	22.7
EBITDA	469	674	408	729	761
영업외손익	116	65	102	59	59
관계기업손익	16	7	18	19	19
금융수익	123	74	101	53	53
외환평가이익	35	35	35	35	35
금융비용	-19	-106	-21	-21	-21
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-4	90	3	8	8
법인세비용감전순이익	491	624	370	627	640
법인세비용	-96	-172	-83	-147	-150
계속사업순이익	396	452	287	480	491
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	396	452	287	480	491
당기순이익	17.1	17.6	14.4	19.2	19.1
비재계분순이익	-1	0	-5	-15	-15
재계분순이익	397	452	291	495	506
매트기능금융자산평가	0	0	0	0	0
가액변동이익	-3	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	368	424	258	452	462
비재계분포괄이익	-1	0	-4	-14	-14
재계분포괄이익	369	424	263	466	477

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	20,587	13,273	22,543	23,037
PER	35.6	22.2	34.5	20.3	19.9
BPS	143,429	158,595	166,448	183,570	201,187
PBR	4.5	2.9	1.8	1.6	1.5
EBITDAPS	21,360	30,705	18,572	33,196	34,643
EV/EBITDA	27.4	12.9	12.7	6.9	6.4
SPS	105,166	117,144	90,833	114,063	116,837
PSR	6.1	3.9	3.3	2.7	2.6
CFPS	23,268	30,619	20,153	32,814	34,261
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감율	-4.4	11.4	-22.5	25.6	2.4
영업이익 증감율	-54.5	49.0	-52.0	111.9	2.4
순이익 증감율	-32.5	14.3	-36.7	67.5	2.2
수익성					
ROIC	42.1	38.0	17.2	32.5	29.9
ROA	8.7	12.2	5.7	11.3	10.6
ROE	12.6	13.6	8.2	12.9	12.0
안정성					
부채비율	45.4	31.6	31.8	30.3	29.0
순차입금비율	-40.7	-40.0	-39.9	-39.8	-40.9
이자보상비율	28.5	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,453	2,280	2,353	2,640	2,939
현금및현금성자산	256	181	403	669	975
매출채권 및 기타채권	327	372	319	401	435
재고자산	6	7	6	7	7
기타유동자산	1,863	1,720	1,626	1,563	1,522
비유동자산	2,129	2,306	2,466	2,615	2,762
유형자산	747	919	1,067	1,193	1,302
관계기업투자금	55	46	37	28	18
기타비유동자산	1,327	1,341	1,362	1,394	1,442
자산총계	4,582	4,586	4,819	5,255	5,702
유동부채	663	523	523	523	523
매입채무 및 기타채무	316	316	316	316	316
차입금	5	5	5	5	5
유동상채무	140	0	0	0	0
기타유동부채	202	202	202	202	202
비유동부채	767	578	638	698	758
차입금	409	220	280	340	400
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	358	358	358	358	358
부채총계	1,431	1,102	1,162	1,222	1,282
자본부분	3,149	3,482	3,654	4,030	4,417
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,404	3,577	3,953	4,339
기타자본변동	-367	-367	-367	-367	-367
비재계부분	2	3	3	3	3
자본총계	3,151	3,484	3,657	4,033	4,420
순차입금	-1,282	-1,393	-1,460	-1,603	-1,809

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391	554	516	597	681
당기순이익	396	452	287	480	491
비현금항목의 기감	115	220	156	240	262
감가상각비	94	115	140	161	179
외환손익	-8	-11	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	30	116	28	91	94
자산부채의 증감	35	33	137	3	58
기타현금흐름	-155	-151	-63	-127	-130
투자활동 현금흐름	-188	-142	-193	-229	-256
투자자산	-117	5	3	-1	-7
유형자산	-286	-286	-286	-286	-286
기타	215	139	91	58	37
재무활동 현금흐름	-112	-498	-109	-109	-109
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	239	-249	0	0	0
장기차입금	60	60	60	60	60
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-176	-119	-119	-119	-119
기타	-235	-190	-50	-50	-50
현금의 증감	99	-183	222	265	306
기초 현금	157	364	181	403	669
기말 현금	256	181	403	669	975
NOPLAT	302	405	208	435	446
FCF	110	234	61	309	338

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.06.19	23.05.10	23.02.10	23.01.15	22.12.19	22.11.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	380,000	430,000	520,000	520,000	520,000	520,000
과다율(평균%)		(20.62)	(18.47)	(12.66)	(13.53)	(12.26)
과다율(최대/최소%)		(9.65)	(7.79)	(7.79)	(7.79)	(7.79)

제시일자	22.11.05	22.08.15	22.05.16	22.04.12	22.02.16	22.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000	580,000	580,000	670,000	790,000
과다율(평균%)	(18.36)	(19.43)	(29.66)	(26.59)	(31.42)	(33.02)
과다율(최대/최소%)	3.33	(10.11)	(19.74)	(20.95)	(25.22)	(30.38)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230614)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.4%	6.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상