

SK COMPANY Analysis



SK 신성장산업분석팀



Analyst
이소중

sojoong@sk.co.kr
02-3773-9953

Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,195 만주
자사주	135 만주
액면가	500 원
시가총액	92,317 억원
주요주주	
김택진(외8)	11.99%
국민연금공단	9.94%
외국인지분률	42.30%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(22/05/16)	420,500 원
KOSPI	2596.58 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	872,000 원
52주 최저가	398,500 원
60일 평균 거래대금	683 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	0.0%
6개월	-38.5%	-29.9%
12개월	-47.7%	-37.3%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(신규편입) | T.P 550,000 원(신규편입))

臉(탈) 리니지 4Q22 부터 추진

- 리니지, 아이온, 블레이드&소울과 길드워 IP 기반 PC/모바일 게임들을 서비스 중
- 4Q21 리니지M 신작이 흥행했지만 1Q22~3Q22 신작 부재로 추가 흐름 부진
- 4Q22 PC/콘솔 MMORPG 신작 'TL' 글로벌 출시 예정, 일 매출 8 억원 예상
- 2023년부터 프로젝트 E, R, M, 블레이드&소울 S와 아이온 2 출시할 계획
- 2022년 매출액 2조 8,823 억원(+25% YoY), 영업이익 7,729 억원(+106% YoY) 전망

리니지 IP 중심 MMORPG 전문업체

엔씨소프트는 리니지, 아이온, 블레이드&소울과 길드워 IP 기반 PC/모바일 게임들을 서비스 중이다. 2021년 리니지 IP 기반 게임들은 전체 매출 비중의 77%를 차지한 만큼 리니지 IP에 의존도가 높은 상황이다. 2021년 초부터 동사의 높은 과금을 유도하는 인게임 콘텐츠들에 대한 부정적인 시각과 신작 트릭스터M과 블레이드&소울 2의 성과가 기대치에 미치지 못해 주가가 크게 하락했다. 4Q21 출시된 리니지W 신작 매출과 리니지M, 리니지2M의 콘텐츠 업데이트로 1Q22 호실적을 기록했지만 1Q22~3Q22 신작이 부재함에 따라 상반기 추가 흐름은 부진한 상황이다. 한편 하반기에 동사는 리니지W의 2권역, 블레이드&소울 2 아시아, 신작 TL 출시를 앞두고 있다.

臉(탈) 리니지 4Q22 부터 추진

엔씨소프트는 리니지 IP 및 국내 MMORPG 시장 의존도를 낮추기 위해 다양한 장르의 PC/콘솔 신작들을 준비 중이다. 4Q22 출시 예정인 PC/콘솔 MMORPG 신작 'TL'은 이미 출시된 게임 검은사막, 길드워 2 등과 비교했을 때 첫 분기에 일 매출 8 억원을 기록할 것으로 기대한다. 2023년부터 프로젝트 E, R, M, 블레이드&소울 S와 아이온 2를 출시할 계획인 만큼 신작 모멘텀이 4Q22부터 지속될 것으로 예상된다.

투자 의견 매수, 목표주가 550,000 원으로 커버리지 개시

목표주가는 2022년 예상 EPS(27,278 원)에 게임사 Tencent, 펄어비스와 위메이드의 평균 PER 20 배를 적용했다. 2022년 매출액은 2조 8,823 억원(+25% YoY), 영업이익은 7,729 억원(+106% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 4Q22부터 다수의 신작들이 출시됨에 따라 외형성장이 지속되고 과금형 콘텐츠의 비중을 축소해 P2W(Pay to Win)의 부정적인 이미지로부터 벗어날 수 있을 것으로 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	17,012	24,162	23,088	28,823	30,956	32,101
yoy	%	-0.8	42.0	-4.4	24.8	7.4	3.7
영업이익	억원	4,790	8,248	3,752	7,729	7,893	8,041
yoy	%	-22.1	72.2	-54.5	106.0	2.1	1.9
EBITDA	억원	5,315	8,906	4,689	8,926	9,659	9,866
세전이익	억원	4,962	8,033	4,913	7,983	8,360	8,452
순이익(지배주주)	억원	3,582	5,874	3,969	5,989	6,348	6,420
영업이익률%	%	28.2	34.1	16.3	26.8	25.5	25.1
EBITDA%	%	31.2	36.9	20.3	31.0	31.2	30.7
순이익률	%	21.1	24.3	17.1	20.7	20.5	20.0
EPS(계속사업)	원	16,320	26,756	18,078	27,278	28,916	29,243
PER	배	33.2	34.8	35.6	16.1	15.2	15.0
PBR	배	4.8	6.5	4.5	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	배	19.8	21.0	27.4	8.9	7.8	7.1
ROE	%	14.7	20.8	12.6	17.8	16.6	15.0
순차입금	억원	-14,059	-17,757	-12,820	-16,771	-21,428	-26,092
부채비율	%	33.2	29.8	45.4	45.8	63.1	72.9

신작 : 프로젝트 TL(MMORPG, PC/콘솔)

엔씨소프트의 신작 TL 은 10 년여간 약 1,000 억원을 투자해 개발한 MMORPG 다. PC 게임 유통 플랫폼 스팀과 Xbox, Play Station 등 콘솔 플랫폼에 글로벌 출시될 계획이다. 2023 년에 출시 예정인 프로젝트 E 와 동일 세계관으로 개발되고 있는 만큼 오리 지널 IP 로써 자리를 매김할 가능성이 높다. 한편 TL 트레일러 영상은 조회수 800 만회 를 상회해 해외에서 기대감이 높은 펠어비스의 신작 ‘도깨비’ 트레일러 조회수와 비슷 한 수준이며, 동사가 타게팅 중인 북미와 유럽 지역에서 관심도가 높게 나타났다.

TL 에서는 공성전에서 유저는 단순히 벽을 부시지 않고 하수구를 통해 성에 진입할 수 도 있고, 거대한 골렘을 소환 및 탑승해 성벽을 부실 수도 있는 만큼 다양하고 입체적 인 액션을 구사할 수 있다. 또한 바람에 의해 활의 사거리가 바뀌는 등 유저의 전투능 력은 환경 요소들로부터 영향을 받아 현실적이다. 한편 특정 지역들은 지역에 맞는 동 물로 변신해야 탐험이 가능하다. 단 골렘 소환 및 동물 변신 요건, 보스 처치 방식 등이 개별적인 과금 능력이 아닌 전략, 협동, 노력 등으로 인해 얻을 수 있는지에 따라 서구 권 시장 흥행 가능성을 가늠할 수 있을 것으로 판단한다.

공성전 : 골렘 소환 및 탑승해 성벽 파괴 및 진입로 확보



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

보스 : 유저들 간의 협동을 통해 보스 처치



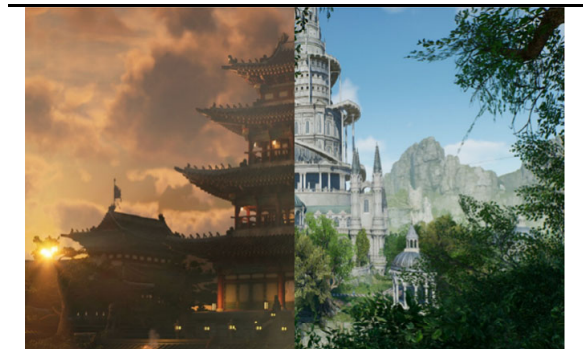
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

탐험 : 특정 지역에 맞는 동물로 변신해 이동



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

스토리 : 프로젝트 TL 과 E 세계관 공유(좌 : E, 우 : TL)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

신작 : 프로젝트 E (플랫폼 미정)

프로젝트 E - 주요 인물로 파악



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

프로젝트 E - 병 또는 저주에 걸린 적과 전투



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

프로젝트 E - 엘프 종족으로 파악



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

프로젝트 E - 병 또는 저주가 퍼져 고통받는 백성



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

프로젝트 E - 주문을 외우는 마녀로 파악



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

프로젝트 E - 보스로 파악



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

신작 - 프로젝트 R, M, 블레이드&소울 S

프로젝트 R (액션배틀로얄, 모바일 & 스위치)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

프로젝트 M (Interactive Movie 新 장르, 콘솔) : 자녀를 보호하는 남자(좌), 언덕에 뛰어내려 용을 타는 캐릭터 모습(우)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

블레이드&소울 S (수집형 RPG, 모바일) : 전투 모습



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 실적 추정

(단위: 억원)

항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,125	5,385	5,006	7,572	7,903	7,031	6,500	7,389	23,088	28,823	30,956	32,101
yoy	-30%	0%	-14%	35%	54%	31%	30%	-2%	-4%	25%	7%	4%
PC	1,290	1,060	1,016	895	931	883	856	1,545	4,261	4,214	5,623	4,767
리니지	489	364	291	196	262	244	227	211	1,341	944	896	807
리니지 II	262	242	250	243	235	230	225	221	997	910	856	770
아이온	234	195	179	141	161	153	145	138	749	597	555	516
블레이드 & 소울	141	98	104	93	70	63	56	50	436	238	219	197
길드워2	163	160	192	222	203	194	203	205	737	805	725	652
TL	-	-	-	-	-	-	-	720	-	720	2,373	1,825
모바일	3,249	3,521	3,311	6,024	6,407	5,472	5,001	5,211	16,105	22,091	18,516	14,053
리니지 M	1,726	1,342	1,503	888	1,159	1,112	1,068	982	5,459	4,321	3,673	3,306
리니지 2M	1,522	2,180	1,579	1,245	1,274	1,146	1,032	877	6,526	4,329	3,463	2,944
블레이드&소울2	-	-	229	315	242	228	214	349	544	1,034	755	679
리니지 W	-	-	-	3,576	3,732	2,986	2,687	3,002	3,576	12,407	9,530	6,321
블레이드&소울S	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,095	803
영업비용	4,558	4,258	4,044	6,477	5,461	4,895	4,708	6,030	19,336	21,095	23,064	24,060
인건비	2,325	1,860	1,748	2,562	2,185	2,046	1,922	2,818	8,495	8,972	9,869	10,362
광고선전비	550	556	539	1,181	418	562	650	813	2,826	2,443	3,096	3,210
감가상각비	209	235	235	256	266	248	251	255	936	1,020	1,122	1,178
매출변동비/기타	1,473	1,607	1,522	2,477	2,593	2,039	1,885	2,143	7,079	8,660	8,977	9,309
영업이익	567	1,128	963	1,095	2,442	2,136	1,791	1,360	3,752	7,729	7,893	8,041
yoy	-77%	-46%	-56%	-30%	330%	89%	86%	24%	-55%	106%	2%	2%
당기순이익	802	943	995	1,217	1,713	1,682	1,418	1,162	3,957	5,974	6,337	6,407
yoy	-59%	-40%	-35%	52%	114%	78%	42%	-5%	-33%	51%	6%	1%
지배주주순이익	809	944	997	1,219	1,719	1,685	1,421	1,164	3,969	5,989	6,348	6,420

자료: SK 증권 추정

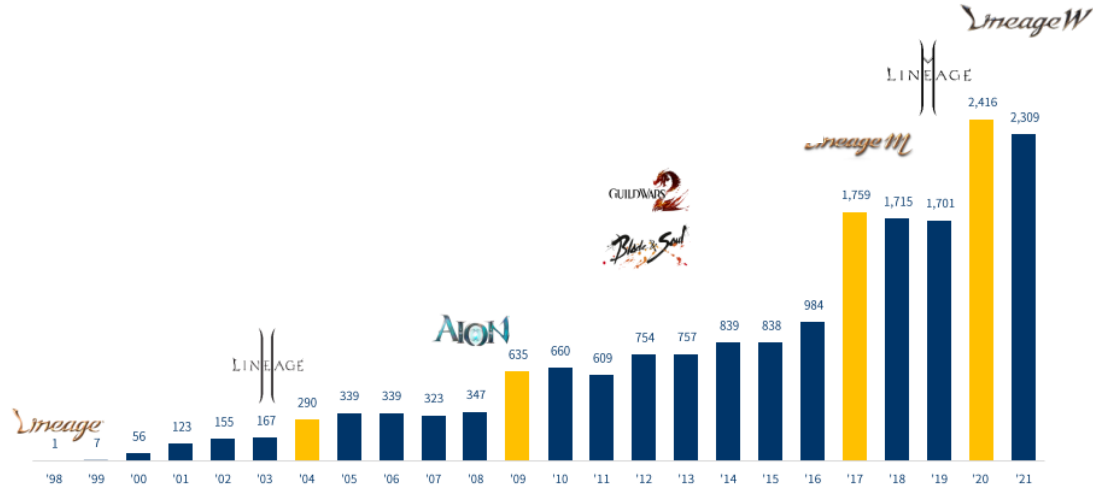
엔씨소프트 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2022E 지배주주순이익(억원)	5,989	억원	(a)
발행주식수(천주)	21,954	주	(b)
2022E EPS(원)	27,278	원	(c) : (a)/(b) x 100,000
목표 P/E(배)	20	배	(d) : 유사기업 Tencent, 펠어비스, 위메이드 평균 P/E 20배
적정 추가(원)	545,554	원	(e) : (c) x (d)
목표 추가(원)	550,000	원	
현재 추가(원)	420,500	원	
상승 여력(%)	31	%	

자료: SK 증권

지속적인 신작 출시로 인한 외형성장

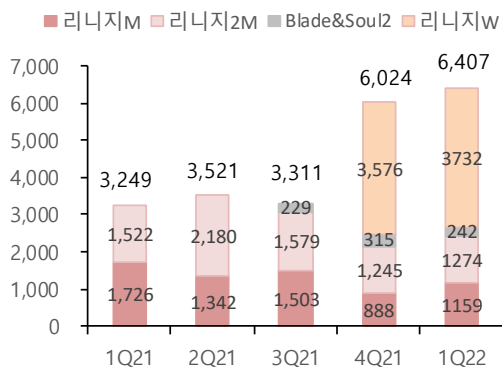
(단위 : 십억원)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

모바일 게임별 매출

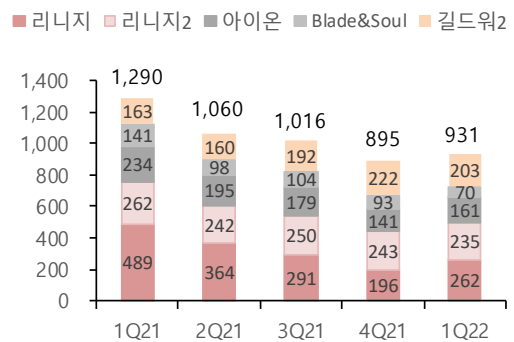
(단위 : 억원)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

PC 게임별 매출

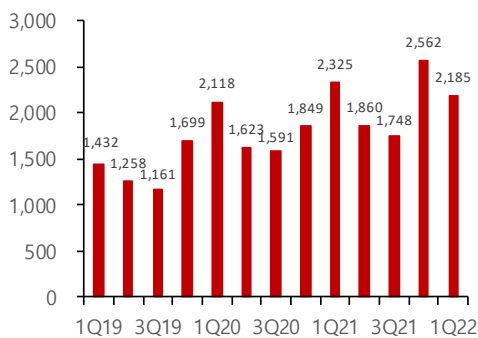
(단위 : 억원)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 인건비 분기별 추이

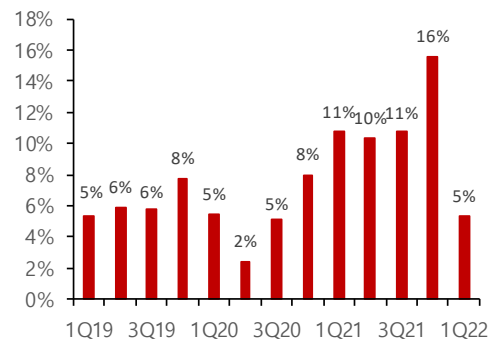
(단위 : 억원)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 광고선전비 매출액 비중 추이

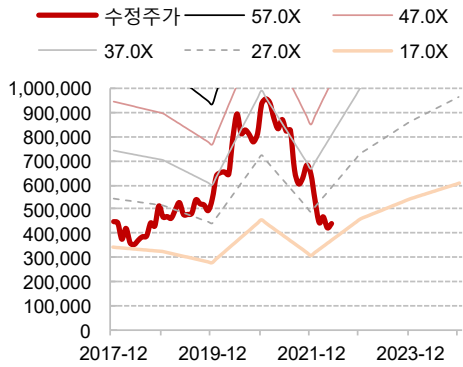
(단위 : %)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 PER 밴드 차트

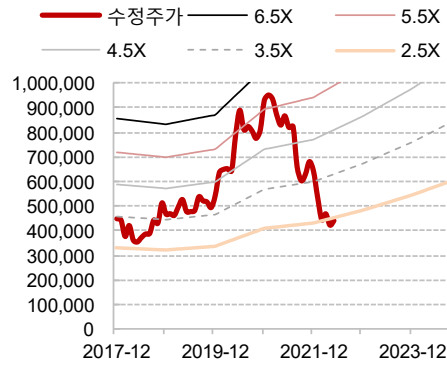
(단위: 원)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

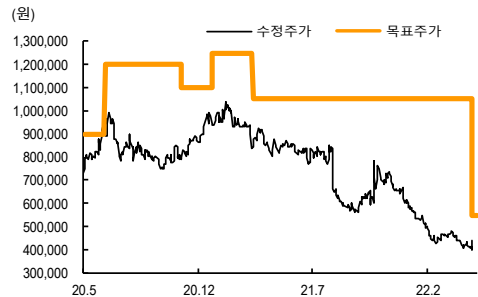
엔씨소프트 PBR 밴드 차트

(단위: 원)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.17	매수	550,000원	6개월		
담당 애널리스트 변경					
2021.05.10	매수	1,050,000원	6개월	-36.39%	-11.90%
2021.03.30	매수	1,050,000원	6개월	-17.28%	-11.90%
2021.02.08	매수	1,250,000원	6개월	-23.53%	-16.96%
2021.01.14	매수	1,250,000원	6개월	-22.72%	-19.36%
2020.11.30	매수	1,100,000원	6개월	-19.99%	-9.55%
2020.11.17	매수	1,100,000원	6개월	-25.96%	-24.73%
2020.10.20	매수	1,200,000원	6개월	-30.67%	-17.08%
2020.08.13	매수	1,200,000원	6개월	-30.08%	-17.08%
2020.06.29	매수	1,200,000원	6개월	-26.82%	-17.08%
2020.05.20	매수	900,000원	6개월	-7.87%	4.78%



Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 5월 17일 기준)

매수	92.74%	중립	7.26%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	24,444	24,526	30,694	44,168	55,967
현금및현금성자산	1,573	2,559	8,821	22,013	33,661
매출채권및기타채권	2,753	3,180	3,103	3,333	3,456
재고자산	7	64	62	67	69
비유동자산	16,368	21,293	21,809	22,061	22,287
장기금융자산	10,372	11,621	11,621	11,621	11,621
유형자산	3,684	7,473	8,029	8,190	8,388
무형자산	497	423	410	398	386
자산총계	40,812	45,819	52,503	66,229	78,254
유동부채	5,093	6,634	6,302	6,435	6,406
단기금융부채	422	1,812	1,597	1,381	1,166
매입채무 및 기타채무	798	726	709	761	789
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,272	7,673	10,186	19,187	26,578
장기금융부채	3,014	5,990	8,516	17,267	24,466
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	175	226	215	235	243
부채총계	9,365	14,307	16,488	25,622	32,985
지배주주지분	31,416	31,488	36,003	40,605	45,278
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
기타자본구성요소	-4,378	-6,228	-6,228	-6,228	-6,228
자기주식	-4,306	-6,156	-6,156	-6,156	-6,156
이익잉여금	28,568	30,715	35,513	40,398	45,355
비지배주주지분	31	24	11	2	-9
자본총계	31,447	31,512	36,015	40,607	45,269
부채외자본총계	40,812	45,819	52,503	66,229	78,254

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	6,847	3,581	6,584	7,731	7,844
당기순이익(손실)	5,866	3,957	5,974	6,337	6,407
비현금성항목등	3,170	1,151	2,952	3,322	3,459
유형자산감가상각비	648	925	1,186	1,756	1,816
무형자산상각비	10	13	11	10	10
기타	516	-148	112	0	0
운전자본감소(증가)	-453	346	-60	150	68
매출채권및기타채권의 감소(증가)	109	-304	77	-230	-123
재고자산감소(증가)	5	0	2	-5	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	0	-17	52	28
기타	-599	651	-120	332	166
법인세납부	-1,736	-1,873	-2,282	-2,078	-2,091
투자활동현금흐름	-6,622	-1,411	-1,264	-1,381	-1,291
금융자산감소(증가)	-5,996	934	0	0	0
유형자산감소(증가)	-622	-2,861	-1,742	-1,917	-2,014
무형자산감소(증가)	-4	2	2	2	2
기타	1	513	475	534	721
재무활동현금흐름	-1,578	-1,264	942	6,842	5,095
단기금융부채증가(감소)	-62	0	-215	-215	-215
장기금융부채증가(감소)	-339	2,489	2,525	8,751	7,199
자본의증가(감소)	0	-1,851	0	0	0
배당금의 지급	-1,076	-1,762	-1,190	-1,463	-1,463
기타	-101	-140	-178	-231	-425
현금의 증가(감소)	-1,462	987	6,262	13,192	11,648
기초현금	3,034	1,573	2,559	8,821	22,013
기말현금	1,573	2,559	8,821	22,013	33,661
FCF	7,016	1,031	5,271	5,994	5,982

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,162	23,088	28,823	30,956	32,101
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,162	23,088	28,823	30,956	32,101
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	15,914	19,336	21,095	23,064	24,060
영업이익	8,248	3,752	7,729	7,893	8,041
영업이익률 (%)	34.1	16.3	26.8	25.5	25.1
비영업손익	-215	1,161	254	467	411
순금융비용	-238	-152	-129	-169	-171
외환관련손익	-142	113	113	113	113
관계기업투자등 관련손익	-56	158	-31	63	16
세전계속사업이익	8,033	4,913	7,983	8,360	8,452
세전계속사업이익률 (%)	33.2	21.3	27.7	27.0	26.3
계속사업법인세	2,166	956	2,009	2,023	2,045
계속사업이익	5,866	3,957	5,974	6,337	6,407
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,866	3,957	5,974	6,337	6,407
순이익률 (%)	24.3	17.1	20.7	20.5	20.0
지배주주	5,874	3,969	5,989	6,348	6,420
지배주주귀속 순이익률(%)	24.31	17.19	20.78	20.51	20
비지배주주	-8	-12	-15	-11	-13
총포괄이익	7,517	3,676	5,692	6,055	6,126
지배주주	7,521	3,685	5,705	6,065	6,136
비지배주주	-4	-9	-12	-9	-11
EBITDA	8,906	4,689	8,926	9,659	9,866

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	42.0	-4.4	24.8	7.4	3.7
영업이익	72.2	-54.5	106.0	2.1	1.9
세전계속사업이익	61.9	-38.8	62.5	4.7	1.1
EBITDA	67.6	-47.4	90.4	8.2	2.1
EPS(계속사업)	64.0	-32.4	50.9	6.0	1.1
수익성 (%)					
ROE	20.8	12.6	17.8	16.6	15.0
ROA	15.8	9.1	12.2	10.7	8.9
EBITDA마진	36.9	20.3	31.0	31.2	30.7
안정성 (%)					
유동비율	479.9	369.7	487.0	686.4	873.6
부채비율	29.8	45.4	45.8	63.1	72.9
순차입금/자기자본	-56.5	-40.7	-46.6	-52.8	-57.6
EBITDA/이자비용(배)	99.2	35.6	50.2	41.9	23.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,756	18,078	27,278	28,916	29,243
BPS	143,098	143,429	163,994	184,954	206,240
CFPS	29,753	22,347	32,730	36,962	37,557
주당 현금배당금	8,550	5,860	7,205	7,205	7,205
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.2	57.4	24.5	23.1	22.8
PER(최저)	19.8	30.9	14.6	13.8	13.6
PBR(최고)	7.0	7.2	4.1	3.6	3.2
PBR(최저)	3.7	3.9	2.4	2.2	1.9
PCR	31.3	28.8	13.4	11.9	11.7
EV/EBITDA(최고)	22.6	45.9	14.5	13.0	12.2
EV/EBITDA(최저)	11.1	23.4	7.9	6.9	6.2