

SK COMPANY Analysis



Analyst

이소중

sojoong@sks.co.kr

02-3773-9953

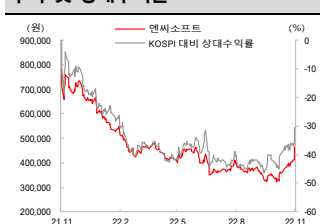
Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,195 만주
자사주	165 만주
액면가	500 원
시가총액	102,086 억원
주요주주	
김택진(외6)	11.99%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드(외1)	9.26%
외국인지분률	43.10%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(22/11/11)	465,000 원
KOSPI	2483.16 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	760,000 원
52주 최저가	322,500 원
60일 평균 거래대금	343 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	38.4%	22.2%
6개월	12.6%	17.5%
12개월	-40.8%	-30.3%

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

견고한 기존 게임 매출과 높아지는 신작 기대감

- 리니지, 아이온, 블레이드&소울과 길드워 IP 기반 PC/모바일 게임들을 서비스 중
- 3Q22 매출액 6,042 억원(+21% YoY), 영업이익 1,444 억원(+50% YoY) 기록
- 리니지 M 견고한 매출 유지, 리니지 W 매출 하향 안정화되는 모습
- 2023년부터 TL, 프로젝트 R, 프로젝트 G, 블레이드&소울 S 출시 예상
- 2023년 매출액 2조 6,723 억원(+3% YoY), 영업이익 6,214 억원(+7% YoY) 전망

리니지 IP 중심 MMORPG 전문업체

엔씨소프트는 리니지, 아이온, 블레이드&소울과 길드워 IP 기반 PC/모바일 게임들을 서비스 중이다. 3Q22 매출액 6,042 억원(+21% YoY, -4% QoQ), 영업이익은 1,444 억원(+50% YoY, +17% QoQ)을 기록했다. 모바일 게임 매출은 견고한 리니지 M 매출 및 리니지 W의 매출 하향 안정화로 전분기대비 8% 감소해 시장 컨센서스를 상회했다. 한편 PC 게임 매출은 아이온의 클래식 서버 업데이트에 따른 매출 증가로 전분기대비 1% 증가했다. 한편 인건비 조정 및 마케팅비 감소로 영업이익이 크게 개선됐다.

높아지는 신작 기대감

1H23 출시 예정인 PC/콘솔 MMORPG 신작 'TL'은 기존 리니지 BM(과금구조)보다 북미 유럽 유저 대상으로 개발되고 있다는 점에서 흥행 기대감이 높아지고 있다. 한편 프로젝트 R, G, LLL, 블레이드&소울 S, 아이온2 등 다수의 신작들이 향후 2~3년간 출시된다는 점에서 성장성에 대한 우려가 낮아졌다. 2023년 신작 2~3개 출시가 될 것으로 예상되며, 매출액은 2조 6,723 억원(+3% YoY), 영업이익은 6,214 억원(+7% YoY)으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 550,000 원 유지

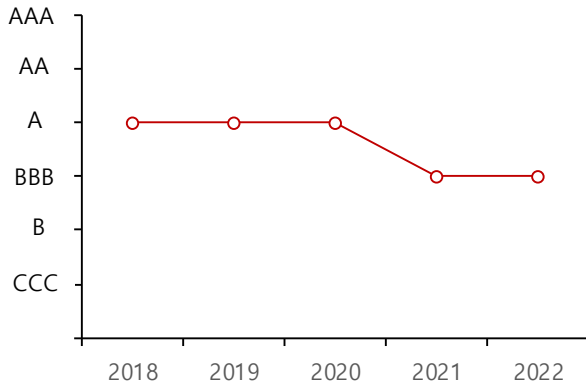
목표주가는 2023년 예상 EPS에 게임사 Tencent, 펠어비스와 위메이드의 평균 PER 22배를 적용했다. 2023년부터 다수의 신작들이 출시됨에 따라 외형성장이 지속되고 과금형 콘텐츠의 비중을 일부 축소해 Pay to Win의 부정적인 이미지로부터 벗어날 수 있을 것으로 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	17,012	24,162	23,088	25,917	26,723	27,572
yoy	%	-0.8	42.0	-4.4	12.3	3.1	3.2
영업이익	억원	4,790	8,248	3,752	5,833	6,214	6,326
yoy	%	-22.1	72.2	-54.5	55.5	6.5	1.8
EBITDA	억원	5,315	8,906	4,689	6,897	7,784	8,065
세전이익	억원	4,962	8,033	4,913	7,116	6,787	6,912
순이익(지배주주)	억원	3,582	5,874	3,969	5,184	5,102	5,192
영업이익률%	%	28.2	34.1	16.3	22.5	23.3	22.9
EBITDA%	%	31.2	36.9	20.3	26.6	29.1	29.3
순이익률	%	21.1	24.3	17.1	20.0	19.1	18.8
EPS(계속사업)	원	16,320	26,756	18,078	23,611	23,239	23,651
PER	배	33.2	34.8	35.6	19.7	20.0	19.7
PBR	배	4.8	6.5	4.5	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	배	19.8	21.0	27.4	12.3	10.6	9.9
ROE	%	14.7	20.8	12.6	16.1	15.3	15.1
순차입금	억원	-14,059	-17,757	-12,820	-17,292	-19,619	-22,213
부채비율	%	33.2	29.8	45.4	41.0	71.1	96.1

ESG 하이라이트

엔씨소프트의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
엔씨소프트 종합 등급	BBB	-	-
환경(Environment)	6.67	-	-
사회(Social)	47.22	-	-
지배구조(Governance)	63.38	-	-
<비교업체 종합 등급>			
-넷마블	A	-	-
-필어비스	BBB	-	-
-위메이드	BB	-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 엔씨소프트 ESG 평가

엔씨소프트는 국내 게임사 중 최초로 ESG 보고서를 발간했다. 올해 3월부터 전자투표제 실시해 주주 의결권 보호를 추진 중이며, 다양한 지역과 산업에 후원 및 기부를 진행하고 있다. 한편 환경 등급 상향을 위해 친환경 신사육을 2026년 내로 완공할 예정이다. 매년 ESG 보고서를 발간 중이며, 긍정적인 ESG 평가를 받을 것으로 기대된다.

자료: SK 증권

엔씨소프트의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

엔씨소프트의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022-07-12	Social(사회)	지속가능경영 보고서에 복리후생·조직문화 관련 내용을 추가
2022-06-27	ESG(종합)	엔씨소프트 지속가능경영보고서 'ESG 플레이북 2021' 발간
2022-03-31	ESG(종합)	서스테이널리틱스 ESG 리스크 평가 'A 등급' 획득
2021-08-12	ESG(종합)	국내 게임사 중 최초 ESG 보고서(지속가능경영 보고서) 발간

자료: 주요 언론사, SK 증권

엔씨소프트 실적 추정

(단위: 억원)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	7,903	6,293	6,042	5,678	5,535	6,872	6,996	7,321	25,917	26,723	27,572
yoy	54%	17%	21%	-25%	-30%	9%	16%	29%	12%	3%	3%
PC	931	959	971	1,049	1,023	2,348	1,799	1,728	3,909	6,897	5,834
모바일	6,407	4,752	4,373	4,005	3,896	3,906	4,120	4,072	19,537	15,993	13,658
게임 기타	177	222	265	221	220	220	670	1,120	886	2,230	6,525
기타	388	360	433	403	396	398	408	401	1,585	1,603	1,555
영업비용	5,461	5,063	4,598	4,961	4,998	5,189	4,980	5,343	20,083	20,510	21,246
인건비	2,185	2,066	1,897	2,255	2,294	2,170	2,086	2,368	8,403	8,918	9,364
광고선전비	418	599	389	568	609	687	525	512	1,973	2,333	2,481
감가상각비	266	268	267	264	268	271	270	267	1,065	1,075	1,129
매출변동비/기타	2,593	2,130	2,045	1,874	1,827	2,061	2,099	2,196	8,642	8,183	8,272
영업이익	2,442	1,230	1,444	718	537	1,683	2,016	1,978	5,833	6,214	6,326
yoy	330%	9%	50%	-34%	-78%	37%	40%	176%	55%	7%	2%
당기순이익	1,683	1,187	1,821	487	618	1,320	1,602	1,550	5,178	5,090	5,184
yoy	110%	26%	83%	-60%	-63%	11%	-12%	218%	31%	-2%	2%
지배주주순이익	1,689	1,186	1,819	490	620	1,323	1,605	1,553	5,184	5,102	5,192

자료: SK 증권 추정

엔씨소프트 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2023E 지배주주순이익(억원)	5,102	억원	(a)
발행주식수(천주)	21,954	주	(b)
2023E EPS(원)	23,239	원	(c) : (a)/(b) x 100,000
목표 P/E(배)	23.5	배	(d) : 유사기업 Tencent, 펠어비스, 위메이드 평균 P/E 23.5배
적정 주가(원)	546,112	원	(e) : (c) x (d)
목표 주가(원)	550,000	원	
현재 주가(원)	465,000	원	
상승 여력(%)	18	%	

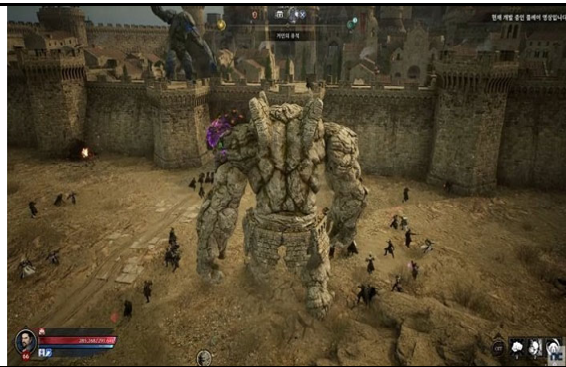
자료: SK 증권

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 900 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



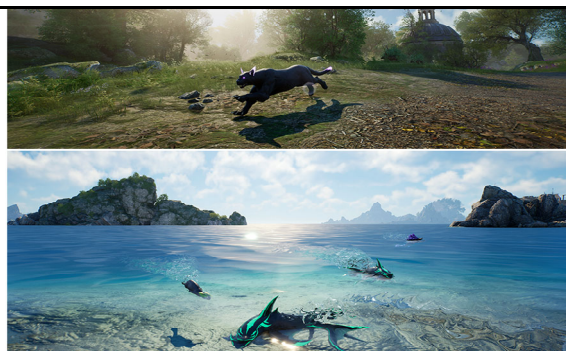
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

보스 : 유저들 간의 협동을 통해 보스 처치



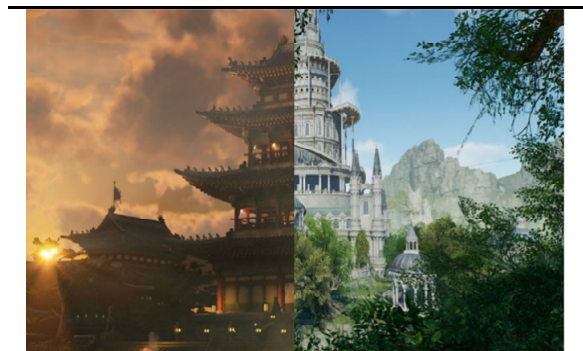
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

탐험 : 특정 지역에 맞는 동물로 변신해 이동



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

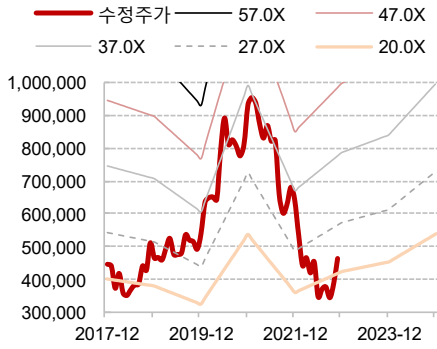
스토리 : 프로젝트 TL 과 E 세계관 공유(좌 : E, 우 : TL)



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

엔씨소프트 PER 밴드차트

(단위: 원 배)



자료 : Dataguide, SK 증권

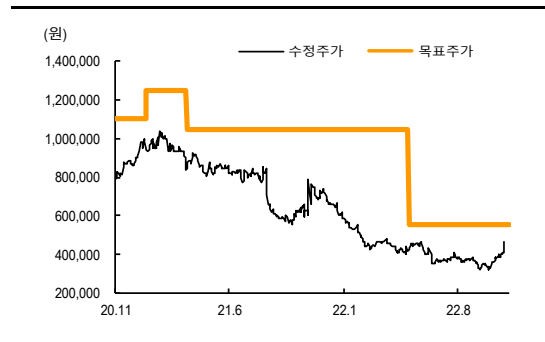
엔씨소프트 PBR 밴드차트

(단위: 원 배)



자료 : Dataguide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.14	매수	550,000원	6개월		
2022.08.16	매수	550,000원	6개월	-30.06%	-15.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-27.01%	-15.36%
2021.05.10	매수	1,050,000원	6개월	-36.47%	-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%



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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 14일 기준)

매수	94.31%	중립	5.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	24,444	24,526	29,243	40,311	49,985
현금및현금성자산	1,573	2,559	4,950	15,926	25,504
매출채권및기타채권	2,753	3,180	2,385	2,459	2,537
재고자산	7	64	48	49	51
비유동자산	16,368	21,293	17,138	17,762	18,799
장기금융자산	10,372	11,621	5,488	5,488	5,488
유형자산	3,684	7,473	8,714	9,426	10,082
무형자산	497	423	434	443	452
자산총계	40,812	45,819	46,382	58,073	68,784
유동부채	5,093	6,634	4,204	4,252	4,155
단기금융부채	422	1,812	588	524	308
매입채무 및 기타채무	798	726	545	561	579
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,272	7,673	9,271	19,878	29,558
장기금융부채	3,014	5,990	8,436	17,149	24,348
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	175	226	180	166	170
부채총계	9,365	14,307	13,475	24,131	33,713
지배주주지분	31,416	31,488	32,888	33,932	35,067
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	34,811	38,450	42,179
비지배주주지분	31	24	19	10	3
자본총계	31,447	31,512	32,907	33,942	35,070
부채외자본총계	40,812	45,819	46,382	58,073	68,784

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	6,847	3,581	5,141	5,708	6,062
당기순이익(손실)	5,866	3,957	5,178	5,090	5,184
비현금성항목등	3,170	1,151	2,334	2,694	2,881
유형자산감가상각비	648	925	1,047	1,553	1,721
무형자산상각비	10	13	17	18	18
기타	516	-148	-597	0	0
운전자본감소(증가)	-453	346	-720	-57	38
매출채권및기타채권의 감소(증가)	109	-304	840	-74	-78
재고자산감소(증가)	5	0	16	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	0	57	17	18
기타	-599	651	-1,633	2	100
법인세납부	-1,736	-1,873	-1,651	-2,019	-2,041
투자활동현금흐름	-6,622	-1,411	-2,374	-1,774	-1,725
금융자산감소(증가)	-5,996	934	-733	0	0
유형자산감소(증가)	-622	-2,861	-2,057	-2,264	-2,378
무형자산감소(증가)	-4	2	-27	-27	-27
기타	1	513	443	517	680
재무활동현금흐름	-1,578	-1,264	-355	7,043	5,241
단기금융부채증가(감소)	-62	0	150	-64	-215
장기금융부채증가(감소)	-339	2,489	839	8,713	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	-154	-143	-280
현금의 증가(감소)	-1,462	987	2,390	10,976	9,578
기초현금	3,034	1,573	2,559	4,950	15,926
기말현금	1,573	2,559	4,950	15,926	25,504
FCF	7,016	1,031	2,934	3,942	4,172

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,162	23,088	25,917	26,723	27,572
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,162	23,088	25,917	26,723	27,572
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	15,914	19,336	20,083	20,510	21,246
영업이익	8,248	3,752	5,833	6,214	6,326
영업이익률 (%)	34.1	16.3	22.5	23.3	22.9
비영업손익	-215	1,161	1,283	573	586
순금융비용	-238	-152	-202	-272	-308
외환관련손익	-142	113	113	113	113
관계기업투자등 관련손익	-56	158	73	99	86
세전계속사업이익	8,033	4,913	7,116	6,787	6,912
세전계속사업이익률 (%)	33.2	21.3	27.5	25.4	25.1
계속사업법인세	2,166	956	1,938	1,697	1,728
계속사업이익	5,866	3,957	5,178	5,090	5,184
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,866	3,957	5,178	5,090	5,184
순이익률 (%)	24.3	17.1	20.0	19.1	18.8
지배주주	5,874	3,969	5,184	5,102	5,192
지배주주귀속 순이익률(%)	24.31	17.19	20	19.09	18.83
비지배주주	-8	-12	-5	-11	-8
총포괄이익	7,517	3,676	2,586	2,498	2,591
지배주주	7,521	3,685	2,589	2,508	2,598
비지배주주	-4	-9	-3	-10	-7
EBITDA	8,906	4,689	6,897	7,784	8,065

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	42.0	-4.4	12.3	3.1	3.2
영업이익	72.2	-54.5	55.5	6.5	1.8
세전계속사업이익	61.9	-38.8	44.8	-4.6	1.8
EBITDA	67.6	-47.4	47.1	12.9	3.6
EPS(계속사업)	64.0	-32.4	30.6	-1.6	1.8
수익성 (%)					
ROE	20.8	12.6	16.1	15.3	15.1
ROA	15.8	9.1	11.2	9.8	8.2
EBITDA마진	36.9	20.3	26.6	29.1	29.3
안정성 (%)					
유동비율	479.9	369.7	695.7	948.0	1,202.9
부채비율	29.8	45.4	41.0	71.1	96.1
순차입금/자기자본	-56.5	-40.7	-52.6	-57.8	-63.3
EBITDA/이자비용(배)	99.2	35.6	55.8	54.5	28.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,756	18,078	23,611	23,239	23,651
BPS	143,098	143,429	149,803	154,560	159,730
CFPS	29,753	22,347	28,455	30,392	31,572
주당 현금배당금	8,550	5,860	7,205	7,205	7,205
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.2	57.4	28.3	28.7	28.2
PER(최저)	19.8	30.9	13.7	13.9	13.6
PBR(최고)	7.0	7.2	4.5	4.3	4.2
PBR(최저)	3.7	3.9	2.2	2.1	2.0
PCR	31.3	28.8	16.3	15.3	14.7
EV/EBITDA(최고)	22.6	45.9	18.7	16.3	15.4
EV/EBITDA(최저)	11.1	23.4	7.8	6.6	6.0