

2022. 12. 14



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
 02. 6454-4864  
 hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
 02. 6454-4889  
 hara.kang@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 560,000 원**

**현재주가 (12.13) 430,500 원**

**상승여력 30.1%**

KOSPI	2,372.40pt
시가총액	94,512억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.51%
외국인비중	43.92%
52주 최고/최저가	714,000원/322,500원
평균거래대금	417.9억원

**주요주주(%)**

김택진 외 6 인	11.99
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26
넷마블	8.88

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	-1.4	-39.7
상대주가	-3.1	4.1	-23.7

**주가그래프**



# 엔씨소프트 036570

## 투자포인트 점검하기

- ✓ 전일 동사 주가는 8% 하락. 1) 4분기 실적 부진, 2) 유사 장르 게임과 출시 일정 겹침, 3) 지분 출회 가능성 등이 이유로 언급됨. 이 중 지분 출회는 가능성 존재
- ✓ 현 주가는 TL에 대한 기대가 '디아블로4'에 비열 만큼 컸다고 보기 어려운 수준
- ✓ 지난 3개월 동사 주가는 13% 상승하며 글로벌 평균 -8%를 상회, 차익실현 해석
- ✓ 변하는 전방 산업에 대응할 수 있는 향후 3년 신작 및 협업 고려 시 최근 주가 하락은 좋은 매수 기회

### 전일 주가 하락에 대하여

전일 엔씨소프트 주가는 8% 하락했다. 이에 대한 원인으로 1) 4분기 실적 부진, 2) 디아블로4와의 출시 일정 겹침에 대한 우려, 3) 지분 출회 가능성 등이 언급되었다.

4분기 연결 영업이익은 컨센서스(923억원)와 유사한 969억원으로 기존 눈높이와 큰 괴리는 없을 전망이다. 한국에서 높은 인기를 구가해 온 '디아블로'의 신작 <디아블로4>가 지난 주말, 2023년 6월 6일로 출시 일자를 확정된 점 또한 원인의 하나로 지목된다. 그러나 <프로젝트 TL>의 실패를 가정하더라도 동사 주당 내재 가치는 55만원으로 현 가치보다 낮다는 점을 고려했을 때 <디아블로4>의 맞수가 될 만큼 TL에 대한 투자자 기대가 컸다고 보기는 어려워 보인다. 또한 이것이 진정한 이유였다면 주초 즉각적인 반응이 나왔어야 한다는 것이 당사 판단이다.

반면 지분 출회 가능성은 존재한다. 넷마블은 동사의 지분을 8.8%(9월말 기준) 보유 중인데, 디레버리징 계획을 밝힌 바 있기 때문이다. 보유 자산 중 코웨이 보다는 엔씨소프트 지분을 활용해 디레버리징을 이어갈 가능성이 높다.

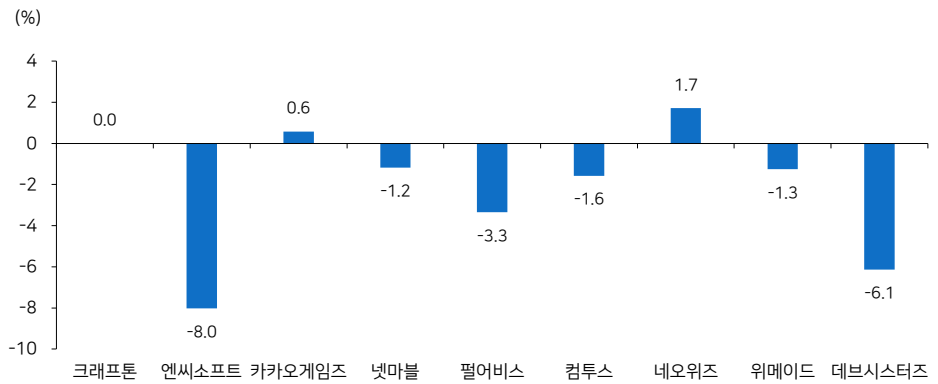
지난 3개월 간 동사 주가는 약 13% 상승하며 글로벌 게임 평균 -8%를 크게 상회, 차익 실현 매물이 출회할 수 있는 시기로 판단된다. 최근 국내 게임 개발사에 대한 관심 환기가 기존 게임의 유지 여부나 다음 신작의 단순 성공에 기댄 것이 아닌, 신시장 진출에 있음을 환기할 시기다. 소니가 자체 IP인 '호라이즌'을 동사와 함께 라이브 서비스 게임으로 개발하며, MS에 맞서 게임/엔터 분야에 전략적 투자로 20조원을 배치한 만큼 이들이 맞붙는 PC/콘솔로 글로벌 게임 시장의 피봇이 옮겨간다는 당사의 기존 전망을 유지한다. 2023년 이후의 성장이 가장 구체화되었다는 측면에서 동 이벤트를 통한 주가 하락은 좋은 매수 기회로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,416.2	824.8	587.4	26,756	63.3	143,098	34.8	6.5	21.0	20.8	29.8
2021	2,308.8	375.2	396.9	18,078	-32.5	143,429	35.6	4.5	27.4	12.6	45.4
2022E	2,581.0	608.5	557.0	25,372	40.7	161,253	17.0	2.7	11.7	16.7	28.4
2023E	2,587.8	627.0	540.3	24,610	-3.0	178,545	17.5	2.4	10.7	14.5	22.9
2024E	2,999.4	749.8	635.0	28,924	17.6	198,881	14.9	2.2	8.4	15.3	21.3

표1 국내/해외 게임 업체 절대수익률											
		(%)	크래프톤	엔씨소프트	카카오게임즈	넷마블	펄어비스	컴투스	네오위즈	위메이드	데브시스터즈
국내	1개월 전		-20.0	-7.4	-4.7	-0.4	6.9	-13.6	-11.0	-38.3	-1.4
	3개월 전		-26.4	12.5	-16.1	-19.4	-22.0	-32.1	-11.2	-40.1	20.8
	6개월 전		-30.2	-1.4	-24.8	-33.4	-23.5	-23.3	49.9	-55.6	2.4
	연초 이후		-60.5	-33.0	-52.3	-59.7	-67.6	-60.4	-1.8	-80.1	-54.1
	1년 전		-62.9	-39.7	-51.8	-57.6	-63.8	-55.2	16.2	-77.3	-47.8
		(%)	Activision Blizzard	닌텐도	넥슨	코나미	반다이남코	NetEase	EA	Square Enix Holdings	Take-Two
해외	1개월 전		4.3	-1.3	18.4	-4.9	-0.3	7.1	-4.3	-5.6	0.4
	3개월 전		-1.0	-3.6	7.1	-15.4	-13.1	-20.7	-4.0	0.6	-20.8
	6개월 전		1.2	-3.6	-7.1	-27.6	-8.7	-34.4	-5.9	1.5	-19.8
	연초 이후		16.3	5.9	36.2	12.7	-0.5	-31.9	-4.8	6.6	-42.3
	1년 전		32.0	5.7	34.4	6.0	-0.4	-32.6	0.0	6.1	-38.0

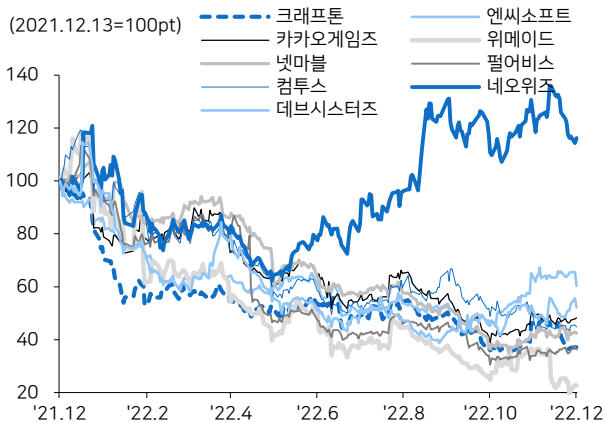
자료: QuantiWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 국내 게임 업체 12/13 전일 대비 수익률



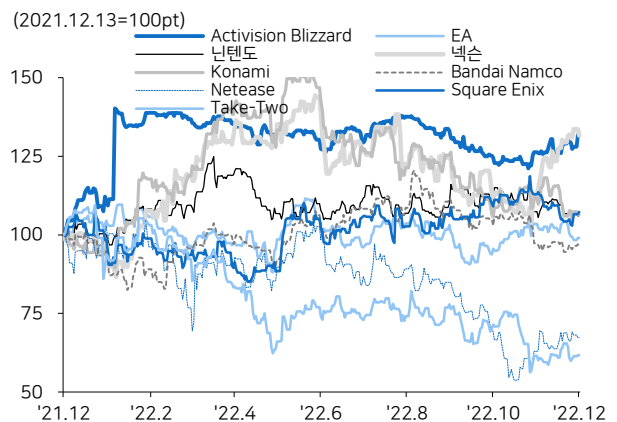
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 게임 업체 주가 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해외 게임 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 엔씨소프트 실적 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>512.5</b>	<b>538.5</b>	<b>500.6</b>	<b>757.2</b>	<b>790.3</b>	<b>629.3</b>	<b>604.2</b>	<b>557.2</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,581.0</b>	<b>2,587.8</b>	<b>2,999.4</b>
온라인	129.0	106.0	101.6	89.5	93.1	95.9	97.1	91.5	426.1	377.6	736.7	873.7
모바일	324.9	352.1	331.1	602.4	640.7	475.2	437.3	400.6	1,610.5	1,953.8	1,596.4	1,887.4
기타	13.2	37.6	27.2	22.0	17.7	22.2	26.5	29.0	99.9	95.5	99.6	99.6
로열티	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	43.3	36.0	172.4	154.1	155.1	138.7
<b>% YoY</b>												
<b>매출</b>	<b>-29.9</b>	<b>0.0</b>	<b>-14.4</b>	<b>34.9</b>	<b>54.2</b>	<b>16.8</b>	<b>20.7</b>	<b>-26.4</b>	<b>-4.4</b>	<b>11.8</b>	<b>0.3</b>	<b>15.9</b>
온라인	13.6	2.2	-15.8	-26.2	-27.8	-9.5	-4.4	2.2	-7.2	-11.4	95.1	18.6
모바일	-41.3	-1.4	-15.0	59.2	97.2	35.0	32.1	-33.5	-4.0	21.3	-18.3	18.2
기타	13.0	143.0	69.7	25.5	34.9	-41.0	-2.4	32.1	64.7	-4.4	4.3	0.0
로열티	-13.9	-31.2	-30.7	-1.9	-14.6	-16.0	6.1	-16.8	-21.0	-10.6	0.7	-10.6
<b>영업비용</b>	<b>455.8</b>	<b>425.8</b>	<b>404.4</b>	<b>647.7</b>	<b>546.1</b>	<b>506.3</b>	<b>459.8</b>	<b>460.2</b>	<b>1,933.6</b>	<b>1,972.5</b>	<b>1,960.9</b>	<b>2,249.5</b>
% to sales	88.9	79.1	80.8	85.5	69.1	80.5	76.1	82.6	83.7	76.4	75.8	75.0
% YoY	-6.9	29.2	10.0	60.1	19.8	18.9	13.7	-28.9	21.5	2.0	-0.6	14.7
매출변동비 및 기타	147.3	160.7	152.2	247.7	259.3	213.0	204.5	183.6	707.9	860.4	940.4	1,102.2
상각비	20.9	23.5	23.5	25.6	26.6	26.8	26.7	26.7	93.6	106.7	112.6	115.2
마케팅비	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	59.9	38.9	55.7	282.6	196.3	162.5	177.0
인건비	232.5	186.0	174.8	256.2	218.5	206.6	189.7	215.5	849.5	830.3	828.5	951.1
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>56.7</b>	<b>112.8</b>	<b>96.3</b>	<b>109.5</b>	<b>244.2</b>	<b>123.0</b>	<b>144.4</b>	<b>96.9</b>	<b>375.2</b>	<b>608.5</b>	<b>626.9</b>	<b>749.8</b>
% YoY	-76.5	-46.0	-55.8	-30.2	330.4	9.0	50.0	-11.4	-54.5	62.2	3.0	19.6
영업이익률(%)	11.1	20.9	19.2	14.5	30.9	19.5	23.9	17.4	16.3	23.6	24.2	25.0
<b>세전이익</b>	<b>92.8</b>	<b>123.0</b>	<b>126.6</b>	<b>148.9</b>	<b>233.2</b>	<b>163.1</b>	<b>250.4</b>	<b>116.8</b>	<b>491.3</b>	<b>763.4</b>	<b>731.0</b>	<b>857.5</b>
% YoY	-63.7	-43.1	-40.3	25.1	151.3	32.6	97.7	-21.6	-38.8	55.4	-4.2	17.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>80.9</b>	<b>94.4</b>	<b>99.7</b>	<b>121.9</b>	<b>168.9</b>	<b>118.6</b>	<b>181.8</b>	<b>87.7</b>	<b>396.9</b>	<b>557.0</b>	<b>540.3</b>	<b>635.0</b>
% YoY	-58.6	-40.3	-34.9	51.3	108.8	25.7	82.3	-28.1	-32.4	40.3	-3.0	17.5

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,416.2</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,581.0</b>	<b>2,587.8</b>	<b>2,999.4</b>
매출액증가율 (%)	42.0	-4.4	11.8	0.3	15.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,581.0	2,587.8	2,999.4
판매관리비	1,591.4	1,933.6	1,972.5	1,960.9	2,249.6
<b>영업이익</b>	<b>824.8</b>	<b>375.2</b>	<b>608.5</b>	<b>627.0</b>	<b>749.8</b>
영업이익률	34.1	16.3	23.6	24.2	25.0
금융손익	17.3	104.3	32.3	52.7	68.0
중속/관계기업손익	-5.6	15.8	7.0	1.0	3.8
기타영업외손익	-33.3	-3.9	115.6	50.4	35.8
세전계속사업이익	803.3	491.3	763.4	731.0	857.5
법인세비용	216.6	95.6	206.7	191.0	222.5
<b>당기순이익</b>	<b>586.6</b>	<b>395.7</b>	<b>556.7</b>	<b>540.0</b>	<b>635.0</b>
지배주주지분 손이익	587.4	396.9	557.0	540.3	635.0

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>2,444.4</b>	<b>2,452.6</b>	<b>2,782.8</b>	<b>3,089.0</b>	<b>3,630.9</b>
현금및현금성자산	157.3	255.9	327.9	779.2	1,445.4
매출채권	243.0	277.9	310.7	278.4	193.0
재고자산	0.7	6.4	0.7	2.1	2.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,636.9</b>	<b>2,129.3</b>	<b>1,762.7</b>	<b>1,728.5</b>	<b>1,659.9</b>
유형자산	368.4	747.3	700.4	653.7	611.6
무형자산	49.7	42.3	41.8	41.3	40.8
투자자산	1,093.8	1,201.4	882.3	895.3	869.3
<b>자산총계</b>	<b>4,081.2</b>	<b>4,581.9</b>	<b>4,545.5</b>	<b>4,817.4</b>	<b>5,290.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>509.3</b>	<b>663.4</b>	<b>328.8</b>	<b>277.7</b>	<b>367.0</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	5.3	5.2	5.2	5.2	5.2
유동성장기부채	0.0	140.0	46.7	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>427.2</b>	<b>767.3</b>	<b>675.8</b>	<b>620.7</b>	<b>560.3</b>
사채	249.6	349.1	349.1	279.1	279.1
장기차입금	0.0	60.0	60.0	60.0	60.0
<b>부채총계</b>	<b>936.5</b>	<b>1,430.7</b>	<b>1,004.6</b>	<b>898.4</b>	<b>927.3</b>
<b>자본금</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>
기타포괄이익누계액	278.2	255.8	255.8	255.8	255.8
이익잉여금	2,856.8	3,071.5	3,462.8	3,842.4	4,288.8
비지배주주지분	3.1	2.4	0.8	-0.8	-2.7
<b>자본총계</b>	<b>3,144.7</b>	<b>3,151.2</b>	<b>3,540.9</b>	<b>3,918.9</b>	<b>4,363.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>707.7</b>	<b>391.1</b>	<b>191.0</b>	<b>645.2</b>	<b>741.4</b>
당기순이익(손실)	586.6	395.7	556.7	540.0	635.0
유형자산상각비	64.8	92.5	51.9	46.7	42.0
무형자산상각비	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-45.8	35.2	-383.1	92.9	63.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-695.6</b>	<b>-188.1</b>	<b>93.3</b>	<b>89.7</b>	<b>86.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-64.4	-286.6	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-346.9	-107.6	319.2	-13.0	26.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-159.3</b>	<b>-112.4</b>	<b>-212.3</b>	<b>-283.7</b>	<b>-162.0</b>
차입금의 증감	-22.8	436.7	-93.3	-116.7	0.0
자본의 증가	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-146.2	98.7	72.0	451.2	666.3
기초현금	303.4	157.3	255.9	327.9	779.1
기말현금	157.3	255.9	327.9	779.1	1,445.4

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	110,057	105,166	117,564	117,874	136,621
EPS(지배주주)	26,756	18,078	25,372	24,610	28,924
CFPS	41,161	23,268	34,055	32,010	38,784
EBITDAPS	40,567	21,360	30,106	30,709	36,093
BPS	143,098	143,429	161,253	178,545	198,881
DPS	8,550	5,860	8,224	7,977	9,375
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.9	1.9	2.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	34.8	35.6	17.0	17.5	14.9
PCR	22.6	27.6	12.6	13.4	11.1
PSR	8.5	6.1	3.7	3.7	3.2
PBR	6.5	4.5	2.7	2.4	2.2
EBITDA	890.6	468.9	661.0	674.2	792.4
EV/EBITDA	21.0	27.4	11.7	10.7	8.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.8	12.6	16.7	14.5	15.3
EBITDA 이익률	36.9	20.3	25.6	26.1	26.4
부채비율	29.8	45.4	28.4	22.9	21.3
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
이자보상배율(x)	91.9	28.5	35.4	42.5	56.1
매출채권회전율(x)	9.7	8.9	8.8	8.8	12.7
재고자산회전율(x)	1,733.4	651.1	730.8	1,875.9	1,377.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.18	산업분석	Buy	1,070,000	김동희	-17.4	-7.0	
2021.01.15	산업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-19.4	-16.0	
2021.02.08	기업브리프	Buy	1,300,000	김동희	-29.8	-20.2	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-30.5	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-25.3	-18.8	
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-35.7	-14.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	430,000	이효진	-15.8	-6.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	490,000	이효진	-15.7	-5.1	
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이효진	-	-	