

# 엔씨소프트 (036570)

## 게임



### 이창영

02 3770 5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>630,000원 (U)</b>
현재주가 (1/12)	<b>449,000원</b>
상승여력	<b>40%</b>

시가총액	98,574억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	433억원
60일 평균 거래량	99,124주
52주 고	616,000원
52주 저	322,500원
외인지분율	45.21%
주요주주	김택진 외 6인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.1)	33.2	(27.1)
상대	(3.7)	24.1	(8.4)
절대(달러환산)	0.7	52.4	(30.3)

## 믿을 건 흥행 레코드

### 4Q22 Preview

매출액 5,671억원(YoY -25%), 영업이익 723억원(YoY -34%), 컨센서스 하회 전망. 신작 게임 출시(매출)가 없는 가운데 기존 게임 '리니지 M' 3분기 이벤트 효과 소멸, '리니지 2M' 3주년 업데이트 12월 일부 반영, '리니지 W' 자연 감소 등으로 매출 하락 전망. 또한, 3분기 과소 계상된 인건비의 이월과 상여 지급 등에 의한 인건비 상승, 마케팅비 증가, 'NC다이노스' 관련 기타 비용 증가로 영업이익도 시장 기대치 하회 전망

### 2023년 상반기 주목해야할 포인트

- (1) 2분기 출시 예정인 PC/콘솔 대작 'TL'의 해외 퍼블리셔 확정
- (2) 'TL' 사전 예약, 사전 판매 등을 통한 사전 마케팅, 흥행 기대감 상승
- (3) 신규 IP, 장르 게임 '프로젝트 G'의 In Game 영상 공개

동사는 지난 20여 년간 '리니지', '블레이드앤소울', '아이온', '길드워' IP를 통해 PC, 모바일, 국내/해외에서 수천억~수조 원의 매출(흥행)을 기록. 국내 게임사 중 가장 높은 게임 흥행률(Hit Ratio) 달성

최근 북미/유럽 MMORPG 시장의 확대와 이에 적합한 BM(Player Kill 제거), 콘텐츠(환경에 따른 게임 변화, 전략적인 게임 요소 증가)를 적용한 'TL'에 대한 시장의 흥행 기대가 계속 커질 것으로 전망

### 투자 의견 BUY, 목표주가 63만원으로 상향 조정

동사는 2022년 신작 게임 출시 지연 등에 따른 실적 하향, 주가 하락이 반복되었으나, (1) 2023년 'TL'을 비롯한 신작 모바일게임 4종이 출시 예정이고, (2) 북미/유럽 MMORPG 시장 성장, 중국 판호 확대 등 해외 시장이 동사에게 유리하게 변화하고 있으며, (3) 20년, 21년 각각 29%, 18% 증가했던 인건비가 22년 감소, 23년에도 한 자릿수 증가에 그칠 것으로 예상되는 바, 23년에는 실적 및 멀티플의 동반 상승이 기대됨

투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 63만원으로 상향 조정함

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,671	-25.1	-6.2	5,753	-1.4
영업이익	723	-33.9	-49.9	852	-15.1
세전계속사업이익	1,562	4.9	-37.6	1,093	43.0
지배순이익	1,172	-3.8	-35.5	899	30.4
영업이익률 (%)	12.8	-1.7 %pt	-11.1 %pt	14.8	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	20.7	+4.6 %pt	-9.4 %pt	15.6	+5.1 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	24,162	23,088	25,909	27,614
영업이익	8,248	3,752	5,839	7,284
지배순이익	5,874	3,969	5,866	6,189
PER	28.6	44.3	16.8	15.9
PBR	5.0	5.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.9	34.7	11.4	8.6
ROE	20.8	12.6	18.4	17.7

자료: 유안타증권

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,125	5,385	5,006	7,572	7,903	6,293	6,042	5,671	24,162	23,088	25,909	27,614	29,818
YoY	-30%	0%	-14%	35%	54%	17%	21%	-25%	42%	-4%	12%	7%	8%
리니지	489	364	291	196	262	257	255	274	1,757	1,341	1,048	989	936
리니지2	262	242	250	243	235	226	234	253	1,045	997	947	900	855
아이온	234	195	179	141	161	142	175	170	456	749	649	616	585
블레이드 & 소울	141	98	104	93	70	61	59	68	722	436	258	252	239
길드워2	163	160	192	222	203	272	248	236	612	737	959	708	685
로열티	455	428	408	432	388	360	433	397	2,180	1,724	1,578	1,447	1,373
기타	132	376	272	220	177	222	265	231	606	999	896	985	1,192
리니지 M	1,726	1,342	1,503	888	1,159	1,412	1,465	1,232	8,287	5,459	5,268	5,005	4,755
리니지2M	1,522	2,180	1,579	1,245	1,274	962	856	847	8,496	6,526	3,939	3,362	2,857
리니지 W	-	-	-	3,576	3,732	2,236	1,971	1,873	-	3,576	9,812	9,456	8,028
블레이드 & 소울 2	-	-	229	315	242	142	81	90	-	544	555	666	533
신작	-	-	-	-	-	-0	-0	-	-	-	-	1,250	3,150
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,978	1,480
비용총계	4,558	4,258	4,044	6,477	5,461	5,063	4,598	4,947	15,914	19,336	20,070	20,331	21,381
인건비	2,325	1,860	1,748	2,562	2,185	2,066	1,897	2,163	7,182	8,495	8,311	8,903	9,815
광고선전비	550	556	539	1,181	418	599	389	510	1,270	2,826	1,916	2,209	2,276
감가상각비	209	235	235	256	266	268	267	267	637	936	1,068	1,088	1,108
매출변동비 및 기타	1,473	1,607	1,522	2,477	2,593	2,130	2,045	2,006	6,826	7,079	8,775	8,131	8,182
영업이익	567	1,128	963	1,095	2,442	1,230	1,444	723	8,248	3,752	5,839	7,284	8,437
영업이익률	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	30.9%	19.5%	23.9%	12.8%	34.1%	16.3%	22.5%	26.4%	28.3%
YoY	-77%	-46%	-56%	-30%	330%	9%	50%	-34%	72%	-55%	56%	25%	16%

자료: 유안타증권 리서치센터

이전 목표주가 산정 내역 (2022년 8월16일 추정 기준)"		변경된 목표주가 산정내역 (2023년 1월12일 추정 기준)"	
22년 23년 추정 EPS 평균	26,031	23년 추정 EPS	28,180
Target P/E (국내외 PEER 기업 22년 23년 평균 PER)	20.8	Target P/E (국내외 PEER 기업 23년 평균 PER X 120%)	22.4
목표주가	530,323	목표주가	629,834

자료: 유안타증권 리서치센터

peer 기업 밸류에이션 비교

기업명	23E PER
Activision Blizzard	20.2
Tencent	22.4
펄어비스	19.4
NetEase	16.2
크래프톤	13.5
평균	18.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	24,162	23,088	25,909	27,614	29,818
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,162	23,088	25,909	27,614	29,818
판매비	15,914	19,336	20,070	20,331	21,381
영업이익	8,248	3,752	5,839	7,284	8,437
EBITDA	8,906	4,689	6,881	8,632	9,888
영업외손익	-215	1,161	2,189	1,188	1,285
외환관련손익	-142	113	1,728	449	359
이자손익	238	152	258	393	560
관계기업관련손익	-56	158	132	139	139
기타	-256	737	71	208	227
법인세비용차감전순이익	8,033	4,913	8,028	8,472	9,722
법인세비용	2,166	956	2,166	2,285	2,623
계속사업순이익	5,866	3,957	5,863	6,186	7,099
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,866	3,957	5,863	6,186	7,099
지배지분순이익	5,874	3,969	5,866	6,189	7,103
포괄순이익	7,517	3,676	2,100	5,077	5,859
지배지분포괄이익	7,521	3,685	2,101	5,079	5,861

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	7,076	3,911	7,813	6,873	7,951
당기순이익	5,866	3,957	5,863	6,186	7,099
감가상각비	648	925	1,022	1,329	1,433
외환손익	33	-83	-763	-449	-359
중속, 관계기업관련손익	-6	20	63	-139	-139
자산부채의 증감	-458	352	780	-261	-306
기타현금흐름	993	-1,261	849	207	222
투자활동 현금흐름	-6,956	-1,881	-2,639	-1,486	-1,486
투자자산	-6,668	-1,097	1,583	385	385
유형자산 증가 (CAPEX)	-644	-2,866	-1,852	-1,852	-1,852
유형자산 감소	22	5	3	3	3
기타현금흐름	335	2,077	-2,373	-22	-22
재무활동 현금흐름	-1,593	-1,124	-3,058	-3,058	-3,058
단기차입금	-62	0	-49	-49	-49
사채 및 장기차입금	0	2,992	-1,400	-1,400	-1,400
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,076	-1,762	-1,190	-1,190	-1,190
기타현금흐름	-455	-2,353	-419	-419	-419
연결범위변동 등 기타	11	80	-819	899	789
현금의 증감	-1,462	987	1,296	3,228	4,195
기초 현금	3,034	1,573	2,559	3,856	7,083
기말 현금	1,573	2,559	3,856	7,083	11,278
NOPLAT	8,248	3,752	5,839	7,284	8,437
FCF	6,432	1,045	5,961	5,021	6,099

자료: 유안타증권

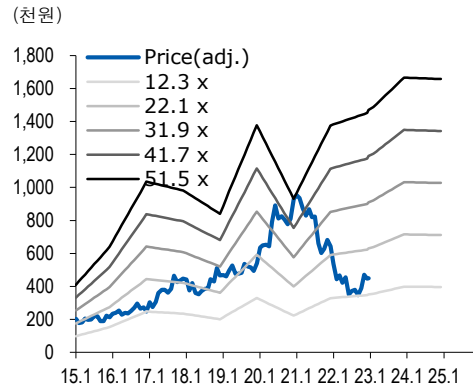
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	24,444	24,526	29,293	32,614	36,954
현금및현금성자산	1,573	2,559	3,856	7,083	11,278
매출채권 및 기타채권	2,816	3,268	2,590	2,738	2,930
재고자산	7	64	52	56	60
비유동자산	16,368	21,293	16,092	16,347	16,499
유형자산	3,684	7,473	8,705	9,225	9,641
관계기업등 지분관련자산	673	546	292	46	-200
기타투자자산	10,265	11,468	4,637	4,637	4,637
자산총계	40,812	45,819	45,385	48,961	53,453
유동부채	5,093	6,634	5,731	5,682	5,633
매입채무 및 기타채무	2,339	3,162	2,925	2,925	2,925
단기차입금	53	52	1	-48	-97
유동성장기부채	0	1,400	0	0	0
비유동부채	4,272	7,673	7,234	5,856	4,479
장기차입금	0	600	600	600	600
사채	2,496	3,491	3,493	2,093	693
부채총계	9,365	14,307	12,965	11,538	10,112
지배지분	31,416	31,488	32,399	37,399	43,312
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	28,568	30,715	35,574	40,573	46,486
비지배지분	31	24	21	24	28
자본총계	31,447	31,512	32,420	37,423	43,340
순차입금	-18,126	-13,180	-20,089	-24,765	-30,409
총차입금	3,067	7,442	6,056	4,607	3,158

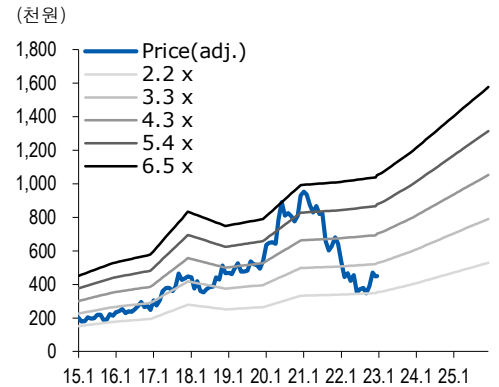
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	26,756	18,078	26,719	28,193	32,355
BPS	152,449	155,059	159,544	184,163	213,282
EBITDAPS	40,566	21,360	31,345	39,319	45,039
SPS	110,057	105,166	118,015	125,782	135,820
DPS	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860
PER	28.6	44.3	16.8	15.9	13.9
PBR	5.0	5.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.9	34.7	11.4	8.6	6.9
PSR	7.0	7.6	3.8	3.6	3.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	42.0	-4.4	12.2	6.6	8.0
영업이익 증가율 (%)	72.2	-54.5	55.6	24.7	15.8
지배순이익 증가율 (%)	64.0	-32.4	47.8	5.5	14.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	34.1	16.3	22.5	26.4	28.3
지배순이익률 (%)	24.3	17.2	22.6	22.4	23.8
EBITDA 마진 (%)	36.9	20.3	26.6	31.3	33.2
ROIC	206.1	62.1	61.1	73.1	78.5
ROA	15.8	9.2	12.9	13.1	13.9
ROE	20.8	12.6	18.4	17.7	17.6
부채비율 (%)	29.8	45.4	40.0	30.8	23.3
순차입금/자기자본 (%)	-57.7	-41.9	-62.0	-66.2	-70.2
영업이익/금융비용 (배)	91.9	28.5	57.6	94.9	161.5

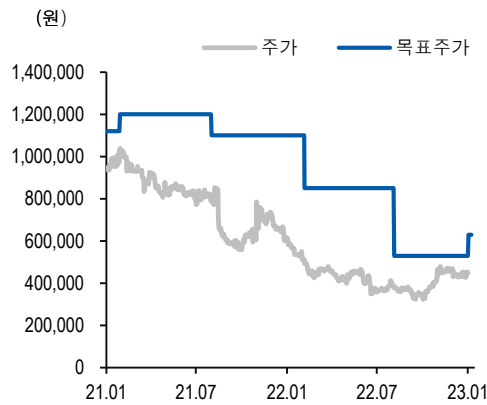
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-01-13	BUY	630,000	1년		
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53
2022-02-16	BUY	850,000	1년	-50.17	-41.06
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년	-41.75	-22.45
2021-02-08	BUY	1,200,000	1년	-27.68	-14.42
2020-06-22	BUY	1,120,000	1년	-23.13	-10.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	94.5
Hold(중립)	4.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-01-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.