

2023. 5. 10



▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 530,000 원

현재주가 (5.9) 394,000 원

상승여력 34.5%

KOSPI	2,510.06pt
시가총액	86,499억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.51%
외국인비중	45.12%
52주 최고/최저가	479,500원/322,500원
평균거래대금	430.8억원

주요주주(%)

김택진 외 7 인	11.99
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	-4.1	-4.1
상대주가	5.7	-7.4	-0.3

주가그래프



엔씨소프트 036570

산업 내 outperform 예상

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 816억원으로 기대치 크게 상회. 마케팅비 극단적 절감 덕분
- ✓ 다만 2분기 기존 게임의 대규모 업데이트를 비롯 신작 마케팅 시작되어 정상화
- ✓ 국내외 다수 신작 출시로 기존 게임 감소세 2분기 이후 대부분 게임에서 드러날 것
- ✓ 게임사 투자판단에 신작 보유 여부가 중요하다고 판단하는 근거
- ✓ 과거 변화 시 가장 큰 재무적 성과로 보았던 동사의 저력을 상기할 시기

마케팅 비용 절감 효과로 1분기 어닝 서프라이즈

1분기 엔씨소프트의 연결 매출 및 영업이익은 각각 4,788억원(-39% YoY)과 816억원(-67% YoY)으로 영업이익 기준 예상치를 크게 상회했다. 이는 마케팅비가 매출의 1%에 불과한 49억원으로 YoY 유사할 것으로 가정한 기존 추정(389억원) 대비 보수적으로 집행된 영향이다. 게임 매출은 예상 수준에 부합했다.

2분기 대규모 업데이트가 예정되어 있고 <TL> 출시를 고려 시 마케팅비는 매출의 10% 수준으로 상승할 것이라 기존 전망을 유지한다. 3월 이후 대작 MMORPG가 대거 출시된 데 대하여 동사는 매출/트래픽 잠식 효과는 제한적이라고 밝혔다. 그러나 2분기 이후 한국 매출 비중이 높은 것으로 추정되는 리니지2M의 매출 순위 하락(구글 기준) 고려 시 타격은 불가피할 것으로 판단된다. <TL> 출시 전까지 현재의 탑라인 흐름 지속될 것으로 예상한 기존 견해를 유지한다.

새로운 변화에 가장 크게 보답했던 동사의 저력을 상기한다면

동사는 <TL>을 비롯해 비MMORPG 장르 4종까지 총 5종의 신작 출시를 목표로 하고 밝혔으나 마케팅 전략을 고려했을 때 최대 3종의 신작을 예상한다. 6월에서 하반기로 출시 일정이 지연되며 투자자 불안이 커진 상황이나 1/2권역의 출시일을 상이하게 설정하는 등 예정된 시기를 벗어나지 않을 것으로 전망한다.

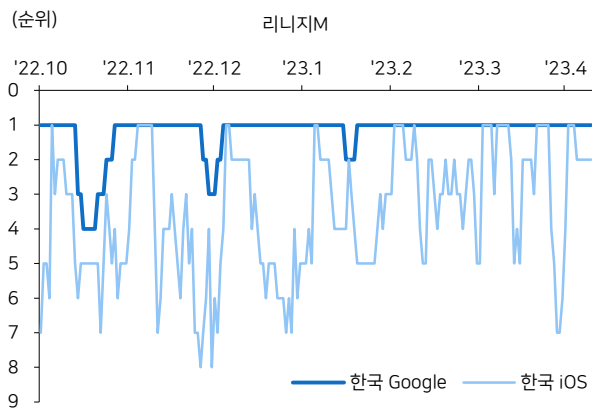
올해는 국내/글로벌 모두 신작이 대거 출시되며 기존 게임의 감소세는 2분기 이후 대부분의 게임이 불가피하게 맞이할 것으로 예상된다. 신작 보유 여부를 중요하게 여기는 이유다. 성과 측면에서도 최근 글로벌 출시작 흐름 고려 시 <TL> 또한 시장의 현재 기대를 넘어서며 산업 내 outperform이 예상된다. 새로운 변화에 가장 큰 재무적 성과로 보았던 동사의 적응력을 상기할 시기다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,308.8	375.2	396.9	18,078	-32.5	143,429	35.6	4.5	27.4	12.6	45.4
2022	2,571.8	559.0	435.7	19,847	10.2	145,587	22.6	3.1	12.1	13.7	38.7
2023E	2,186.0	376.1	343.2	15,632	-21.3	156,339	25.2	2.5	13.7	10.4	36.3
2024E	3,066.2	848.1	716.3	32,625	108.1	178,682	12.1	2.2	6.4	19.5	32.1
2025E	3,427.5	974.9	840.4	38,281	17.9	206,842	10.3	1.9	5.0	19.9	23.8

표1 엔씨소프트 1Q23 Review									
(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	478.8	790.3	-39.4	548.0	-12.6	506.0	-5.4	485.3	-1.3
영업이익	81.6	244.2	-66.6	47.4	72.1	47.2	73.1	44.4	84.0
세전이익	141.3	233.2	-39.4	-37.6	흑전	56.8	148.9	49.5	185.4
지배순이익	113.7	168.9	-32.7	-33.6	흑전	45.8	148.1	35.9	217.0

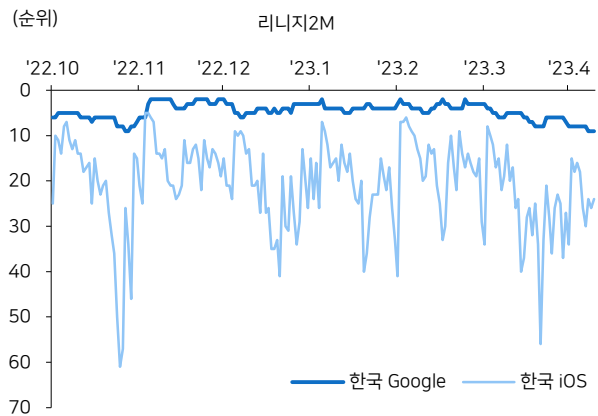
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림1 리니지M 국내 매출 순위



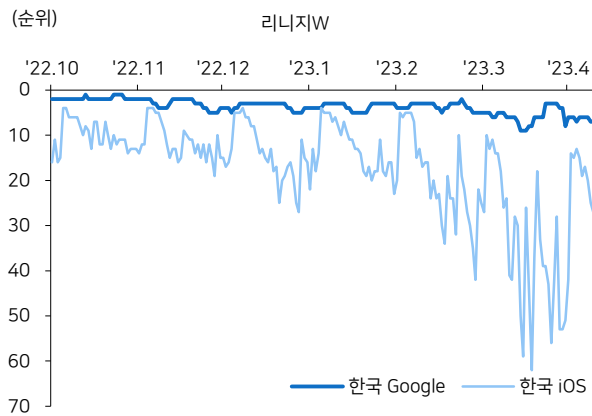
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지2M 국내 매출 순위



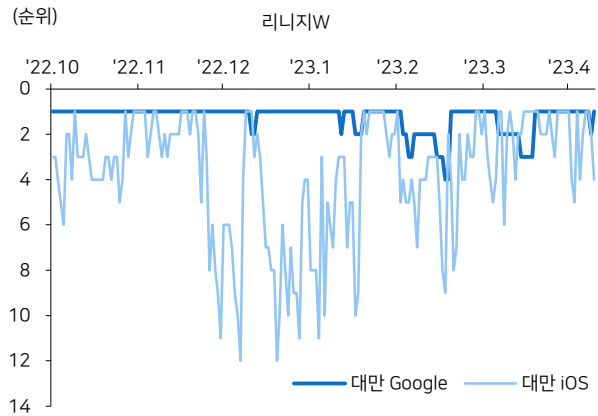
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 리니지W 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 리니지W 대만 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표2 엔씨소프트 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
3Q22	길드워 2	PC	ArenaNet(100%)	자회사 개발
3Q23	TL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
2023	블레이드 앤 소울 S 아시아	모바일	엔씨소프트	자체개발
2023	PUZZUP 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
2024	프로젝트G 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
2024	프로젝트R 아시아	모바일	엔씨소프트	자체개발

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표3 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	790.3	629.3	604.2	548.0	478.8	467.7	679.6	559.9	2,308.8	2,571.8	2,186.0	3,066.2
온라인	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	88.1	283.7	210.7	426.1	390.4	674.0	1,010.0
모바일	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	322.5	323.3	289.5	1,610.5	1,934.3	1,266.0	1,837.9
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	17.9	25.5	22.7	99.9	90.1	80.3	77.0
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	39.2	47.2	36.9	172.4	157.0	165.6	141.3
% YoY												
매출	<i>54.2</i>	<i>16.8</i>	<i>20.7</i>	<i>-27.6</i>	<i>-39.4</i>	<i>-25.7</i>	<i>12.5</i>	<i>2.2</i>	<i>-4.4</i>	<i>11.4</i>	<i>-15.0</i>	<i>40.3</i>
온라인	<i>-27.8</i>	<i>-9.5</i>	<i>-4.4</i>	<i>16.5</i>	<i>-1.8</i>	<i>-8.1</i>	<i>192.2</i>	<i>102.0</i>	<i>-7.2</i>	<i>-8.4</i>	<i>72.6</i>	<i>49.9</i>
모바일	<i>97.2</i>	<i>35.0</i>	<i>32.1</i>	<i>-36.7</i>	<i>-48.4</i>	<i>-32.1</i>	<i>-26.1</i>	<i>-24.0</i>	<i>-4.0</i>	<i>20.1</i>	<i>-34.5</i>	<i>45.2</i>
기타	<i>34.9</i>	<i>-41.0</i>	<i>-2.4</i>	<i>7.7</i>	<i>-19.5</i>	<i>-19.5</i>	<i>-3.8</i>	<i>-4.2</i>	<i>64.7</i>	<i>-9.8</i>	<i>-10.8</i>	<i>-4.2</i>
로열티	<i>-14.6</i>	<i>-16.0</i>	<i>6.1</i>	<i>-10.1</i>	<i>8.9</i>	<i>8.9</i>	<i>8.9</i>	<i>-5.0</i>	<i>-21.0</i>	<i>-8.9</i>	<i>5.5</i>	<i>-14.7</i>
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	410.8	528.8	473.2	1,931.7	2,012.8	1,809.9	2,218.1
% to sales	<i>69.1</i>	<i>80.5</i>	<i>76.1</i>	<i>91.3</i>	<i>83.0</i>	<i>87.8</i>	<i>77.8</i>	<i>84.5</i>	<i>83.7</i>	<i>78.3</i>	<i>82.8</i>	<i>72.3</i>
% YoY	<i>19.8</i>	<i>18.9</i>	<i>13.7</i>	<i>-22.5</i>	<i>-27.3</i>	<i>-18.9</i>	<i>15.0</i>	<i>-5.5</i>	<i>21.4</i>	<i>4.2</i>	<i>-10.1</i>	<i>22.6</i>
매출변동비 및 기타	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	150.8	248.2	196.9	707.9	870.7	748.5	1,041.0
상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	28.4	28.5	28.4	93.6	106.0	113.2	115.7
마케팅비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	50.4	83.9	48.1	282.6	188.6	187.3	233.4
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	202.2	188.0	226.7	849.5	847.4	828.8	932.6
이익 추정												
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	56.9	150.9	86.7	375.2	559.0	376.1	848.1
% YoY	<i>330.4</i>	<i>9.0</i>	<i>50.0</i>	<i>-56.7</i>	<i>-66.6</i>	<i>-53.8</i>	<i>4.5</i>	<i>82.9</i>	<i>-54.5</i>	<i>49.0</i>	<i>-32.7</i>	<i>125.5</i>
영업이익률(%)	<i>30.9</i>	<i>19.5</i>	<i>23.9</i>	<i>8.7</i>	<i>17.0</i>	<i>12.2</i>	<i>22.2</i>	<i>15.5</i>	<i>16.3</i>	<i>21.7</i>	<i>17.2</i>	<i>27.7</i>
세전이익	233.2	163.1	250.4	-37.6	141.3	52.0	190.4	62.0	491.3	609.1	445.7	922.1
% YoY	<i>151.3</i>	<i>32.6</i>	<i>97.7</i>	<i>적전</i>	<i>-39.4</i>	<i>-68.1</i>	<i>-24.0</i>	<i>흑전</i>	<i>-38.8</i>	<i>24.0</i>	<i>-26.8</i>	<i>106.9</i>
지배주주순이익	168.9	118.6	181.8	-33.6	113.7	39.7	138.3	51.5	396.9	435.7	343.2	716.2
% YoY	<i>108.8</i>	<i>25.7</i>	<i>82.3</i>	<i>적전</i>	<i>-32.7</i>	<i>-66.5</i>	<i>-24.0</i>	<i>흑전</i>	<i>-32.4</i>	<i>9.8</i>	<i>-21.2</i>	<i>108.7</i>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,308.8	2,571.8	2,186.0	3,066.2	3,427.5
매출액증가율 (%)	-4.4	11.4	-15.0	40.3	11.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,308.8	2,571.8	2,186.0	3,066.2	3,427.5
판매관리비	1,931.7	2,012.8	1,809.9	2,218.1	2,452.6
영업이익	375.2	559.0	376.1	848.1	974.9
영업이익률	16.3	21.7	17.2	27.7	28.4
금융손익	104.3	-31.8	65.6	61.4	81.0
종속/관계기업손익	15.8	-8.1	-3.3	-0.9	0.5
기타영업외손익	-3.9	90.0	7.4	13.5	24.1
세전계속사업이익	491.3	609.1	445.7	922.1	1,080.5
법인세비용	95.6	173.1	102.6	208.1	238.7
당기순이익	395.7	436.0	343.1	714.0	841.8
지배주주지분 순이익	396.9	435.7	343.2	716.3	840.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,452.6	2,691.1	2,849.0	3,397.0	3,852.1
현금및현금성자산	255.9	285.6	1,101.3	1,711.6	2,175.9
매출채권	277.9	175.5	235.1	193.0	215.8
재고자산	6.4	1.5	2.1	2.3	1.5
비유동자산	2,129.3	1,746.6	1,833.3	1,790.6	1,771.9
유형자산	747.3	930.2	917.0	901.3	883.6
무형자산	42.3	43.4	42.4	41.4	40.5
투자자산	1,201.4	537.9	708.1	682.1	682.1
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,682.3	5,187.7	5,624.0
유동부채	663.4	515.4	644.4	664.4	616.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	5.2	0.0	109.0	109.0	0.0
유동성장기부채	140.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	767.3	723.7	603.2	597.5	462.9
사채	349.1	349.4	239.4	239.4	109.4
장기차입금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,247.5	1,261.9	1,079.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	255.8	-34.8	-34.8	-34.8	-34.8
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,645.5	4,136.0	4,754.2
비지배주주지분	2.4	2.3	2.6	3.0	3.5
자본총계	3,151.2	3,198.6	3,434.8	3,925.8	4,544.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	391.1	736.0	343.0	743.9	975.5
당기순이익(손실)	395.7	436.0	343.1	714.0	841.8
유형자산상각비	92.5	104.0	113.2	115.7	117.8
무형자산상각비	1.3	1.9	1.0	1.0	0.9
운전자본의 증감	35.2	49.5	26.5	-81.6	27.9
투자활동 현금흐름	-188.1	-392.2	609.5	-26.7	-49.2
유형자산의증가(CAPEX)	-286.6	-249.7	-498.8	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	663.5	-170.2	26.0	0.1
재무활동 현금흐름	-112.4	-303.7	-136.7	-106.9	-462.0
차입금의 증감	436.7	-151.6	-1.0	0.0	-239.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	98.7	29.6	815.8	610.3	464.3
기초현금	157.3	255.9	285.6	1,101.4	1,711.6
기말현금	255.9	285.6	1,101.4	1,711.6	2,175.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	105,166	117,145	99,570	139,663	156,122
EPS(지배주주)	18,078	19,847	15,632	32,625	38,281
CFPS	23,268	36,228	16,868	44,518	50,930
EBITDAPS	21,360	30,288	22,333	43,945	49,810
BPS	143,429	145,587	156,339	178,682	206,842
DPS	5,860	6,680	5,261	10,981	10,981
배당수익률(%)	0.9	1.5	1.3	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	35.6	22.6	25.2	12.1	10.3
PCR	27.6	12.4	23.4	8.9	7.7
PSR	6.1	3.8	4.0	2.8	2.5
PBR	4.5	3.1	2.5	2.2	1.9
EBITDA	468.9	664.9	490.3	964.8	1,093.5
EV/EBITDA	27.4	12.1	13.7	6.4	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	13.7	10.4	19.5	19.9
EBITDA 이익률	20.3	25.9	22.4	31.5	31.9
부채비율	45.4	38.7	36.3	32.1	23.8
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	28.5	59.0	44.5	100.5	142.7
매출채권회전율(x)	8.9	11.3	10.6	14.3	16.8
재고자산회전율(x)	651.1	653.2	1,224.5	1,408.5	1,814.6

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

