

엔씨소프트 (036570)

게임



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	350,000원 (D)
현재주가 (8/9)	262,500원
상승여력	33%

시가총액	57,629억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	437억원
60일 평균 거래량	142,317주
52주 고	479,500원
52주 저	260,500원
외인지분율	42.55%
주요주주	김택진 외 7 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	(33.4)	(36.3)
상대	(8.9)	(35.8)	(38.8)
절대(달리환산)	(6.8)	(33.0)	(36.8)

변화의 아픔

2Q23 Review

매출액 4,402억원 YoY -30%, 영업이익 353억원 YoY -71%, 지배순이익 299억원 YoY -75%. 신작게임 출시가 없는 가운데 기존 게임 자연감소, 특히 경쟁 모바일 게임 출시에 따른 '리니지2M', '리니지W'의 매출이 전분기 대비 각각 111억원, 197억원 감소하며, 전체 실적 하락의 주 원인이 됨. 매출감소 방어를 위한 마케팅비 증가로 영업이익(률)도 급감함

하반기 전망

3분기 '블소2' 일본, 대만 출시. 신작 '퍼즐업' 글로벌 출시, '길드워2' 8/22 확장팩 출시가 있으나 매출 증가는 제한적일 것으로 예상되며, 마케팅비 증가로 전체 실적 개선은 제한적일 것으로 예상됨. '리니지2M', '리니지W'는 대규모 업데이트가 있는 4분기에 의미 있는 반등이 기대되며, 4분기 'TL' 국내 출시로 전체 실적 개선 기대. 'TL' 글로벌 출시는 조만간 글로벌 CBT를 거쳐, 2024년 출시 전망. 지난 5월 국내 CBT에서 지적되었던 낮은 액션성, '무빙어택', 초반 캐릭터 성장 속도 상향, 반복적인 콘텐츠 감소 등 사용자 피드백 반영하여 개선 진행중

투자의견 BUY, 목표주가 35만원으로 하향조정

2024년 상반기 리니지IP와 MMORPG장르를 탈피한 '배틀크러쉬(난투형 대전 액션게임)', '블소S(수집형RPG)출시, 하반기 북미/유럽 고ARPU 유저를 타겟 한 하드코어 게임 '프로젝트G(RTS)' 출시 예정임. 동사는 기존 장르와 IP를 벗어난 신작 준비로 장기간 신작 출시가 부재한 가운데, 동사의 주 매출원인 리니지와 유사한 경쟁게임의 잇따른 출시로 동사 매출은 4분기 연속 감소하고 있음

2024년 실적추정치를 하향조정하여 목표주가를 35만원으로 하향조정함

전세계 게임시장은 여전히 지속적으로 성장하고 있고, 동사의 강점인 MMORPG도 전세계 사용자가 증가하여, 100만명이상의 대기수요가 존재하고 있으며, 새로운 IP, 새로운 장르로의 확장은 시기가 지연되었을 뿐 여전히 흥행가능성은 유효하다는 판단임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,402	-30.0	-8.0	4,540	-3.0
영업이익	353	-71.3	-56.8	365	-3.3
세전계속사업이익	391	-76.0	-72.3	588	-33.5
지배순이익	299	-74.8	-73.7	408	-26.8
영업이익률 (%)	8.0	-11.5 %pt	-9.0 %pt	8.0	0
지배순이익률 (%)	6.8	-12.0 %pt	-16.9 %pt	9.0	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	23,088	25,718	18,972	21,426
영업이익	3,752	5,590	2,111	3,864
지배순이익	3,969	4,357	2,174	2,958
PER	44.3	21.7	26.5	19.5
PBR	5.2	2.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	34.7	11.5	12.3	7.3
ROE	12.6	13.7	6.6	8.7

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,903	6,293	6,042	5,479	4,788	4,402	4,598	5,183	23,088	25,718	18,972	21,426
YoY	54%	17%	21%	-28%	-39%	-30%	-24%	-5%	-4%	11%	-26%	13%
Lineage 1	262	257	255	293	245	243	239	251	1,341	1,067	978	899
Lineage 2	235	226	234	246	215	230	210	239	997	941	894	849
Aion	161	142	175	205	176	158	163	179	749	683	676	642
Blade & Soul	70	61	59	72	73	58	59	55	436	263	246	233
Guild War 2	203	272	248	227	204	192	256	228	737	950	881	820
Royalty Sales	388	360	433	389	423	363	368	379	1,724	1,570	1,533	1,441
기타	177	222	265	237	143	190	221	393	999	901	946	1,050
리니지 M	1,159	1,412	1,465	1,128	1,301	1,278	1,420	1,339	5,459	5,165	5,338	5,071
리니지2M	1,274	962	856	823	731	620	599	675	6,526	3,915	2,625	2,231
리니지 W	3,732	2,236	1,971	1,769	1,226	1,028	986	1,061	3,576	9,708	4,301	3,311
블소2	242	142	81	91	50	43	77	85	544	556	255	229
신작	-	-0	-0	-	-	-	-	-	-	-	-	1,500
TL	-	-	-	-	-	-	-	300	-	-	300	1,649
비용총계	5,461	5,063	4,598	5,005	3,971	4,050	4,227	4,613	19,336	20,128	16,861	17,562
인건비	2,185	2,066	1,897	2,326	2,119	2,085	2,091	2,281	8,495	8,474	8,575	8,748
광고선전비	418	599	389	481	49	122	288	465	2,826	1,886	924	811
감가상각비	266	268	267	260	279	279	271	272	936	1,060	1,101	1,121
매출변동비 및 기타	2,593	2,130	2,045	1,938	1,525	1,564	1,577	1,595	7,079	8,707	6,261	6,882
영업이익	2,442	1,230	1,444	474	816	353	371	570	3,752	5,590	2,111	3,864
영업이익률	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	8.1%	11.0%	16.3%	21.7%	11.1%	18.0%
YoY	330%	9%	50%	-57%	-67%	-71%	-74%	20%	-55%	49%	-62%	83%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 목표주가 산정내역

(단위: 억원)

24년 추정 EBITDA	5,591
Target EV/EBITDA	13.7
Target 시가총액	76,764
발행주식수	21,954,022
목표주가	349,660

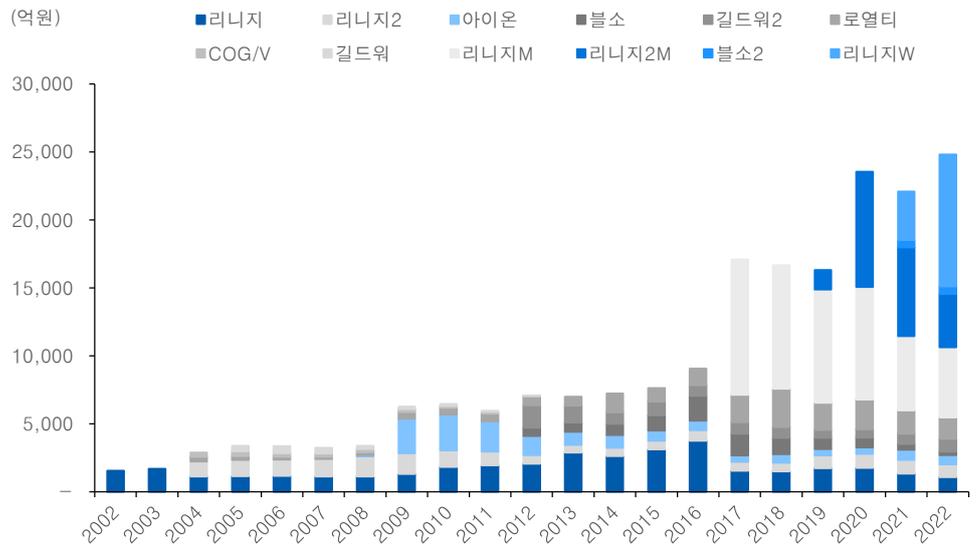
자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 기업 밸류에이션 비교

기업명	P/E			P/B			ROE			EV/EBITDA			P/S		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
액티비전	37.8	22.2	21.3	3.1	3.3	2.9	8.2	13.4	13.6	24.0	17.3	15.8	8.0	7.6	7.4
넷이즈	16.0	18.8	17.3	3.2	4.7	5.0	20.3	21.3	20.4	11.5	14.0	12.6	3.4	4.7	4.2
EA	29.3	21.0	18.4	4.5	4.6	4.5	10.8	19.8	20.9	13.3	14.2	13.5	4.5	4.8	4.5
넥슨	25.8	19.7	17.7	3.0	2.3	2.1	11.8	12.6	12.7	17.3	11.8	10.2	7.3	5.3	4.8
넷마블	N/A	N/A	46.6	0.9	0.8	0.8	-14.6	0.1	1.0	48.6	23.3	15.5	1.9	1.5	1.4
펄어비스	N/A	230.2	19.2	3.7	4.8	3.7	-6.1	3.1	22.6	57.5	139.6	14.7	6.7	9.0	5.1
평균	27.2	62.4	23.4	3.1	3.4	3.2	5.1	11.7	15.2	28.7	36.7	13.7	5.3	5.5	4.6
엔씨소프트	20.9	17.9	12.5	2.8	1.7	1.6	13.7	9.7	12.8	11.0	10.5	6.7	3.5	2.9	2.4

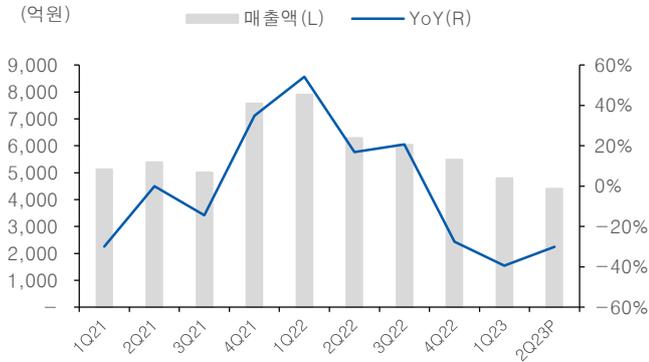
자료: Bloomberg

엔씨소프트 게임별 매출 추이 (2002~2022)



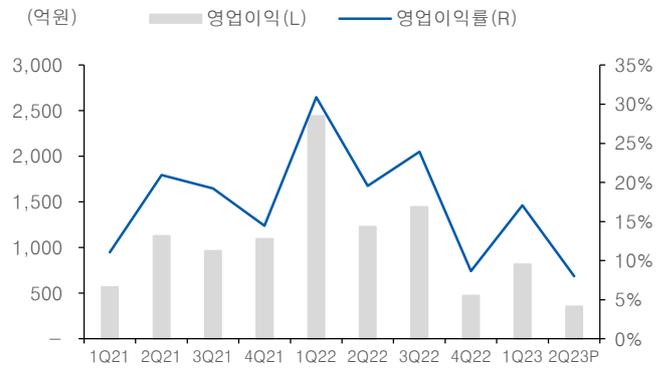
자료: 엔씨소프트

엔씨소프트 매출액 및 YoY 성장률



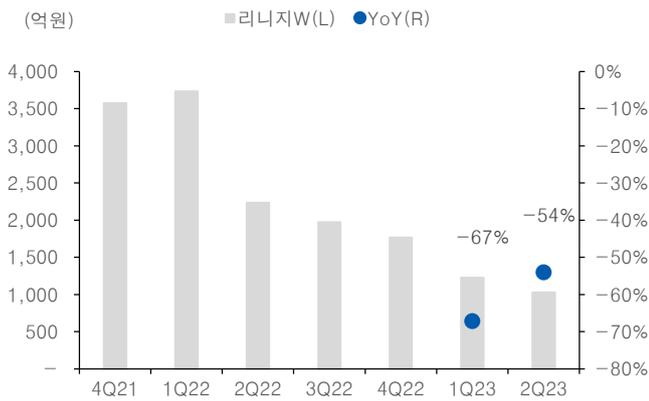
자료: 엔씨소프트

엔씨소프트 영업이익 및 영업이익률 추이



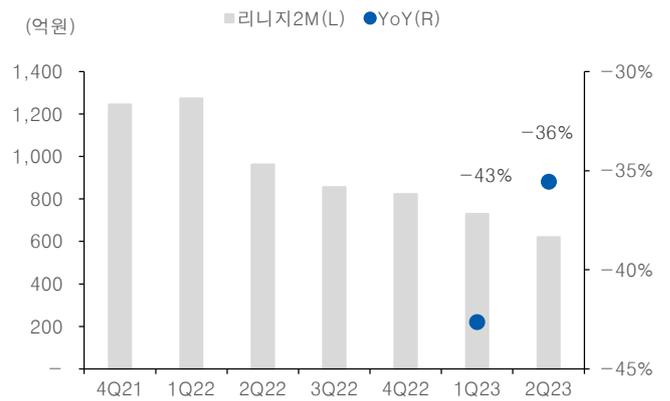
자료: 엔씨소프트

리니지 W 매출액 & YoY 성장률



자료: 엔씨소프트

리니지 2M 매출액 & YoY 성장률



자료: 엔씨소프트

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	23,088	25,718	18,972	21,426	24,629
매출원가	19	50	0	0	0
매출총이익	23,070	25,668	18,972	21,426	24,629
판매비	19,317	20,078	16,861	17,562	19,568
영업이익	3,752	5,590	2,111	3,864	5,061
EBITDA	4,689	6,649	3,279	5,591	6,900
영업외손익	1,161	500	681	105	-21
외환관련손익	113	922	-254	-114	-161
이자손익	152	375	762	697	736
관계기업관련손익	158	-81	-29	-50	-75
기타	737	-716	203	-427	-522
법인세비용차감전순손익	4,913	6,091	2,792	3,969	5,040
법인세비용	956	1,731	604	992	1,260
계속사업순손익	3,957	4,360	2,188	2,977	3,780
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,957	4,360	2,188	2,977	3,780
지배지분순이익	3,969	4,357	2,174	2,958	3,756
포괄순이익	3,676	1,666	2,847	2,534	3,260
지배지분포괄이익	3,685	1,664	2,660	2,508	3,227

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,911	7,360	2,274	4,106	5,021
당기순이익	3,957	4,360	2,188	2,977	3,780
감가상각비	925	1,040	1,104	1,491	1,662
외환손익	-83	22	109	114	161
중속, 관계기업관련손익	20	58	9	50	75
자산부채의 증감	352	495	-511	-698	-770
기타현금흐름	-1,261	1,385	-625	172	114
투자활동 현금흐름	-1,881	-3,922	197	-2,788	-2,829
투자자산	-1,097	5,358	316	80	80
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,866	-2,497	-1,902	-2,346	-2,346
유형자산 감소	5	3	2	2	2
기타현금흐름	2,077	-6,787	1,781	-524	-565
재무활동 현금흐름	-1,124	-3,037	-2,089	-2,278	-2,078
단기차입금	0	-49	0	0	0
사채 및 장기차입금	2,992	-1,400	-312	-500	-300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,762	-1,190	-1,357	-1,357	-1,357
기타현금흐름	-2,353	-398	-421	-421	-421
연결범위변동 등 기타	80	-105	1,718	-795	-94
현금의 증감	987	296	2,100	-1,754	20
기초 현금	1,573	2,559	2,856	4,955	3,201
기말 현금	2,559	2,856	4,955	3,201	3,221
NOPLAT	3,752	5,590	2,111	3,864	5,061
FCF	1,045	4,863	372	1,761	2,676

자료: 유안타증권

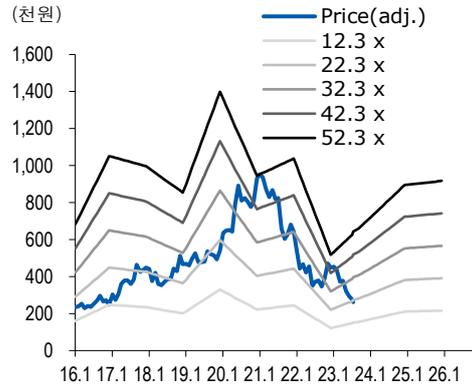
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	24,526	26,911	26,263	26,220	28,148
현금및현금성자산	2,559	2,856	4,955	3,201	3,221
매출채권 및 기타채권	3,268	2,194	1,909	2,145	2,452
재고자산	64	15	18	20	23
비유동자산	21,293	17,466	20,169	21,048	21,838
유형자산	7,473	9,302	10,218	11,071	11,753
관계기업 등 지분관련 자산	546	262	225	145	65
기타투자자산	11,468	5,117	6,126	6,313	6,507
자산총계	45,819	44,376	46,432	47,268	49,986
유동부채	6,634	5,153	5,836	6,220	6,637
매입채무 및 기타채무	3,162	2,917	3,697	3,919	4,154
단기차입금	52	0	0	0	0
유동성장기부채	1,400	0	788	788	788
비유동부채	7,673	7,237	7,127	6,767	6,667
장기차입금	600	600	600	600	600
사채	3,491	3,494	2,395	1,895	1,595
부채총계	14,307	12,391	12,963	12,987	13,303
지배지분	31,488	31,962	33,439	34,249	36,649
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	30,715	34,094	34,769	36,371	38,771
비지배지분	24	23	31	31	34
자본총계	31,512	31,985	33,469	34,281	36,682
순차입금	-13,180	-18,373	-17,401	-16,836	-18,668
총차입금	7,442	5,933	6,454	5,854	5,454

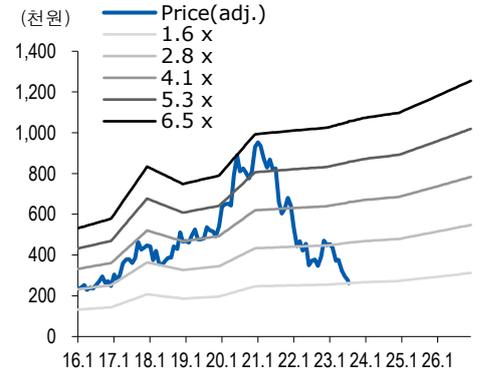
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	19,847	9,904	13,475	17,109
BPS	155,059	157,391	164,662	168,655	180,470
EBITDAPS	21,360	30,288	14,934	25,467	31,428
SPS	105,166	117,144	86,415	97,597	112,184
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680
PER	44.3	21.7	26.5	19.5	15.3
PBR	5.2	2.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	34.7	11.5	12.3	7.3	5.7
PSR	7.6	3.7	3.0	2.7	2.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	-4.4	11.4	-26.2	12.9	14.9
영업이익 증가율 (%)	-54.5	49.0	-62.2	83.1	31.0
지배순이익 증가율 (%)	-32.4	9.8	-50.1	36.1	27.0
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.3	21.7	11.1	18.0	20.5
지배순이익률 (%)	17.2	16.9	11.5	13.8	15.3
EBITDA 마진 (%)	20.3	25.9	17.3	26.1	28.0
ROIC	62.1	55.1	19.8	30.6	37.7
ROA	9.2	9.7	4.8	6.3	7.7
ROE	12.6	13.7	6.6	8.7	10.6
부채비율 (%)	45.4	38.7	38.7	37.9	36.3
순차입금/자기자본 (%)	-41.9	-57.5	-52.0	-49.2	-50.9
영업이익/금융비용 (배)	28.5	59.0	128.5	258.5	359.9

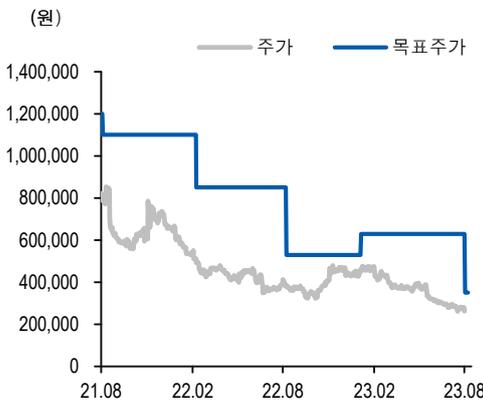
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-10	BUY	350,000	1년		
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37
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

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)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-08-07

※ 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.