

2023. 8. 10



▲ 인터넷/게임

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

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

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **430,000 원**

**현재주가 (8.9)** **262,500 원**

**상승여력** **63.8%**

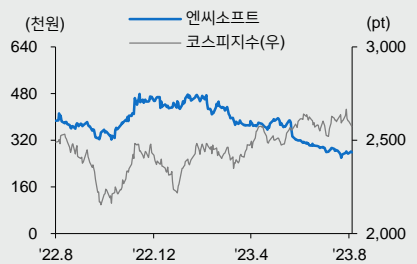
KOSPI	2,605.12pt
시가총액	57,629억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.51%
외국인비중	42.55%
52주 최고/최저가	479,500원/260,500원
평균거래대금	437.2억원

**주요주주(%)**

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

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-6.1	-41.3	-36.3
상대주가	-8.9	-44.1	-38.8

**주가그래프**



(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	1,786.2	175.8	221.5	10,091	-49.0	152,567	26.0	1.7	13.7	6.8	38.1
2024E	2,455.6	526.6	461.6	21,025	107.3	167,005	12.5	1.6	5.7	13.2	35.1
2025E	2,847.6	644.1	567.3	25,839	23.2	186,321	10.2	1.4	4.2	14.6	27.6

# 엔씨소프트 036570

## 퍼블리셔 뉴스에 따른 변동성 확대 구간

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 353억은 기대치 하회
- ✓ 리니지M 6월 업데이트 효과 예상 하회한 점이 주요. 리니지 2M과 W는 예상 수준
- ✓ <TL> 글로벌 테스트 여름 이후로 예상되며 이에 따라 출시도 24년으로 지연 전망
- ✓ 기존 게임 안정화 및 글로벌 런칭 지연 다소 아쉬우나 전일 주가 하락으로 반영
- ✓ 부진한 뉴스 반영한 시기로 당분간 퍼블리셔의 <TL> 뉴스에 따른 변동성 커질 것

### 2분기 영업이익은 시장 기대 부합, 주가는 신작 지연에 낙폭 키워

엔씨소프트의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 4,402억원(-30% YoY)과 353억원(-71% YoY)으로 컨센서스 부합, 당사 기대치를 하회했다. 리니지M 6월 업데이트를 예년 수준으로 기대했으나 예상에 미치지 못했고 리니지2M과 W는 예상에 부합했다. 3분기 신작이 예정되어 있으나 이보다는 연말 국내 <TL> 런칭 전후로 연간 마케팅 버짓 대부분이 할애될 것으로 예상된다. 23년 국내 다수의 신규 게임들이 런칭되며 2M과 W의 자리를 하나 둘씩 침범하는 형태가 이어지고 있다. 특히 신작이 리니지라이크 위주로 집중되며 동사 기존 게임의 안정화를 더디게 하고 있다.

전일 주가는 신작 스케줄 지연이 발표되며 하락폭을 키웠다. <TL>의 글로벌 대상 테스트도 여름 이후로 예상된다. 연내 국내 런칭을 전망하나 이보다는 아마존이 트위치를 통해 글로벌 게이머 평가 측면에서 현재 시장 기대를 상회하는 반응을 이끌어내는 것이 더욱 중요해 보인다.

### 또 한번의 지연은 다소 아쉬워, 퍼블리셔 뉴스에 변동성 확대될 구간

엔씨소프트의 적정주가를 53만원에서 43만원으로 하향한다. 1) 기존 모바일 3% 하향 조정 및 향후 모바일 신작 스케줄 지연을 반영했고, 2) <TL>의 글로벌 런칭 시기를 2024년 상반기로 이동시키며 3) 적정주가 산정의 대상 기간을 기존 4Q23-3Q24에서 2024년으로 변경한 데 따른다. 밸류에이션 틀은 기존과 동일하다.

트위치 스트리머를 통한 아마존게임즈의 마케팅이 이어지며 투자자들의 기대보다 나은 <TL>의 글로벌 평가를 예상하는 기존 의견을 유지한다. 기존 게임의 빠른 하향 안정화와 지연된 글로벌 스케줄은 다소 아쉬우나 전일 주가 하락으로 반영되었다. 퍼블리셔의 <TL> 관련 뉴스에 주가 변동성이 당분간 확대될 것으로 판단한다.

(십억원)	2Q23P	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	440.2	629.3	-30.0	478.8	-8.0	454.0	-3.0	458.3	-3.9
영업이익	35.3	123.0	-71.3	81.6	-56.8	36.5	-3.3	53.2	-33.7
세전이익	39.1	163.1	-76.0	141.3	-72.3	58.8	-33.5	62.7	-37.7
지배순이익	29.9	118.6	-74.8	113.7	-73.7	40.8	-26.8	47.9	-37.6

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

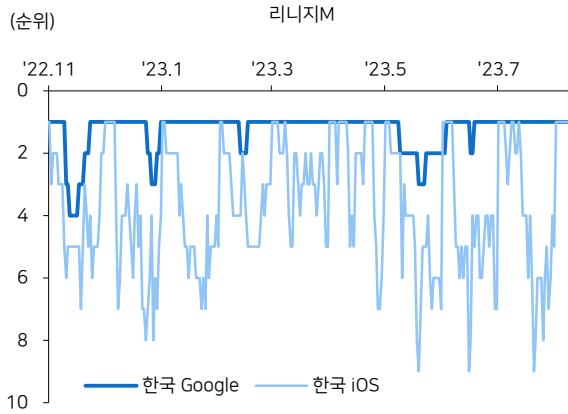
(원)	비고	
EPS	21,025	2024 지배순이익 기준
적정배수(X)	20.4	과거 5년 평균 17배에 신작 발매 전임을 감안하여 20% 할증
적정주가	430,000	428,910원 반올림
현재주가	262,500	
상승여력(%)	63.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
3Q23	블레이드 앤 소울 2 일본/대만	모바일	엔씨소프트	자체개발
3Q23	PUZZUP 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
4Q23	TL 국내	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
1H24	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
1H24	블레이드 앤 소울 S	모바일	엔씨소프트	자체개발
1H24	배틀 크러쉬	모바일	엔씨소프트	자체개발
2H24	프로젝트G 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
2025	아이온2	모바일	엔씨소프트	자체개발

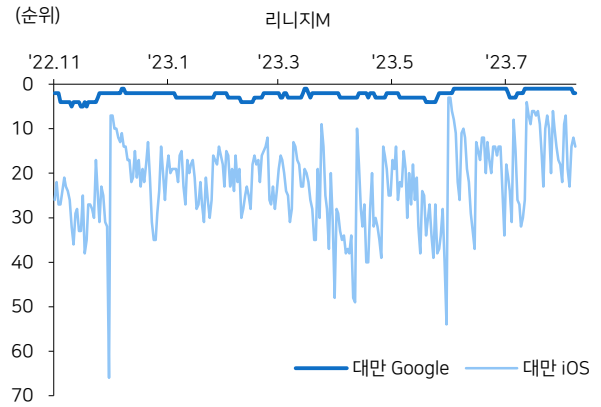
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림1 리니지M 국내 매출 순위



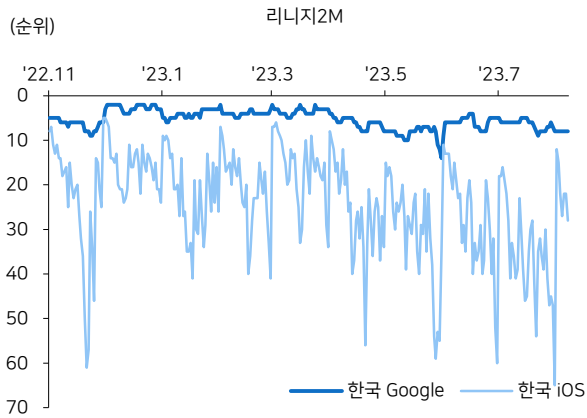
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지M 대만 매출 순위



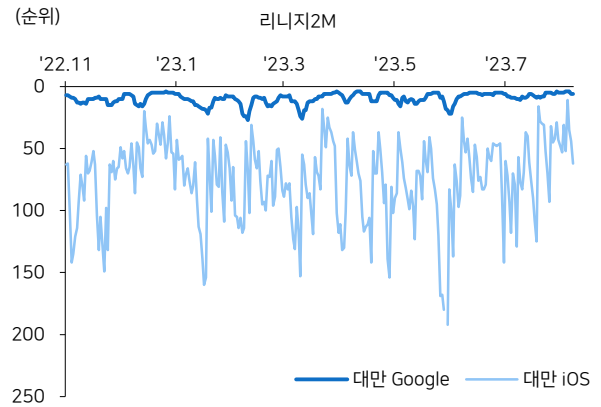
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 리니지2M 국내 매출 순위



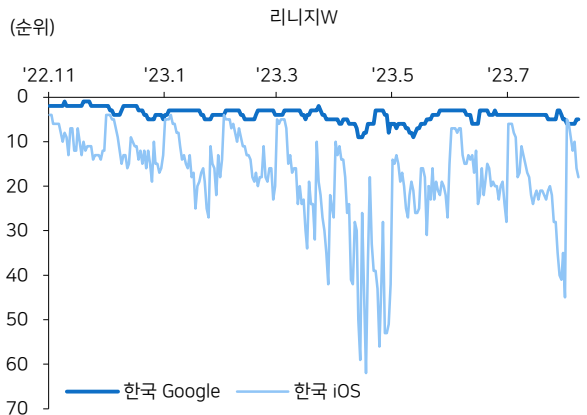
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 리니지2M 대만 매출 순위



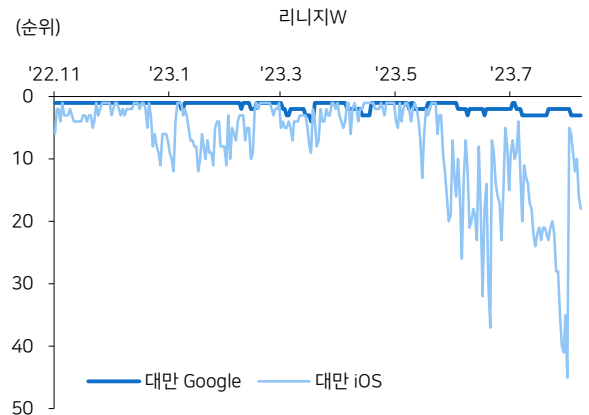
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리니지W 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리니지W 대만 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>790.3</b>	<b>629.3</b>	<b>604.2</b>	<b>547.9</b>	<b>478.8</b>	<b>440.2</b>	<b>433.1</b>	<b>434.1</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,571.8</b>	<b>1,786.2</b>	<b>2,455.6</b>
온라인	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	88.2	93.8	124.6	426.1	390.4	397.9	570.5
모바일	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	296.9	272.1	251.9	1,610.5	1,934.3	1,151.7	1,676.1
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	19.0	23.5	20.7	99.9	90.1	77.4	67.6
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	43.6	36.9	172.4	157.0	159.2	141.3
<b>% YoY</b>												
<b>매출</b>	<i>54.2</i>	<i>16.8</i>	<i>20.7</i>	<i>-27.6</i>	<i>-39.4</i>	<i>-30.0</i>	<i>-28.3</i>	<i>-20.8</i>	<i>-4.4</i>	<i>11.4</i>	<i>-30.5</i>	<i>37.5</i>
온라인	<i>-27.8</i>	<i>-9.5</i>	<i>-4.4</i>	<i>16.5</i>	<i>-1.8</i>	<i>-8.0</i>	<i>-3.4</i>	<i>19.4</i>	<i>-7.2</i>	<i>-8.4</i>	<i>1.9</i>	<i>43.4</i>
모바일	<i>97.2</i>	<i>35.0</i>	<i>32.1</i>	<i>-36.7</i>	<i>-48.4</i>	<i>-37.5</i>	<i>-37.8</i>	<i>-33.9</i>	<i>-4.0</i>	<i>20.1</i>	<i>-40.5</i>	<i>45.5</i>
기타	<i>34.9</i>	<i>-41.0</i>	<i>-2.4</i>	<i>7.7</i>	<i>-19.5</i>	<i>-14.6</i>	<i>-11.3</i>	<i>-12.7</i>	<i>64.7</i>	<i>-9.8</i>	<i>-14.1</i>	<i>-12.7</i>
로열티	<i>-14.6</i>	<i>-16.0</i>	<i>6.1</i>	<i>-10.1</i>	<i>8.9</i>	<i>0.8</i>	<i>0.8</i>	<i>-5.0</i>	<i>-21.0</i>	<i>-8.9</i>	<i>1.4</i>	<i>-11.2</i>
<b>영업비용</b>	<b>546.1</b>	<b>506.3</b>	<b>459.8</b>	<b>500.5</b>	<b>397.1</b>	<b>405.0</b>	<b>399.5</b>	<b>408.8</b>	<b>1,931.7</b>	<b>2,012.8</b>	<b>1,610.4</b>	<b>1,929.0</b>
% to sales	<i>69.1</i>	<i>80.5</i>	<i>76.1</i>	<i>91.3</i>	<i>83.0</i>	<i>92.0</i>	<i>92.3</i>	<i>94.2</i>	<i>83.7</i>	<i>78.3</i>	<i>90.2</i>	<i>78.6</i>
% YoY	<i>19.8</i>	<i>18.9</i>	<i>13.7</i>	<i>-22.5</i>	<i>-27.3</i>	<i>-20.0</i>	<i>-13.1</i>	<i>-18.3</i>	<i>21.4</i>	<i>4.2</i>	<i>-20.0</i>	<i>19.8</i>
매출변동비 및 기타	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	156.4	161.2	140.2	707.9	870.7	610.3	804.2
상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	27.9	28.0	27.9	93.6	106.0	111.7	113.2
마케팅비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	12.2	26.0	41.6	282.6	188.6	84.7	180.1
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	208.5	203.3	222.5	849.5	847.4	846.2	917.6
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>244.2</b>	<b>123.0</b>	<b>144.4</b>	<b>47.4</b>	<b>81.6</b>	<b>35.3</b>	<b>33.5</b>	<b>25.3</b>	<b>375.2</b>	<b>559.0</b>	<b>175.8</b>	<b>526.6</b>
% YoY	<i>330.4</i>	<i>9.0</i>	<i>50.0</i>	<i>-56.7</i>	<i>-66.6</i>	<i>-71.3</i>	<i>-76.8</i>	<i>-46.6</i>	<i>-54.5</i>	<i>49.0</i>	<i>-68.6</i>	<i>199.6</i>
영업이익률(%)	<i>30.9</i>	<i>19.5</i>	<i>23.9</i>	<i>8.7</i>	<i>17.0</i>	<i>8.0</i>	<i>7.7</i>	<i>5.8</i>	<i>16.3</i>	<i>21.7</i>	<i>9.8</i>	<i>21.4</i>
<b>세전이익</b>	<b>233.2</b>	<b>163.1</b>	<b>250.4</b>	<b>-37.6</b>	<b>141.3</b>	<b>39.1</b>	<b>71.3</b>	<b>33.9</b>	<b>491.3</b>	<b>609.1</b>	<b>285.6</b>	<b>609.8</b>
% YoY	<i>151.3</i>	<i>32.6</i>	<i>97.7</i>	<i>적전</i>	<i>-39.4</i>	<i>-76.0</i>	<i>-71.5</i>	<i>흑전</i>	<i>-38.8</i>	<i>24.0</i>	<i>-53.1</i>	<i>113.5</i>
<b>지배주주순이익</b>	<b>168.9</b>	<b>118.6</b>	<b>181.8</b>	<b>-33.6</b>	<b>113.7</b>	<b>29.9</b>	<b>51.8</b>	<b>26.2</b>	<b>396.9</b>	<b>435.7</b>	<b>221.5</b>	<b>461.6</b>
% YoY	<i>108.8</i>	<i>25.7</i>	<i>82.3</i>	<i>적전</i>	<i>-32.7</i>	<i>-74.8</i>	<i>-71.5</i>	<i>흑전</i>	<i>-32.4</i>	<i>9.8</i>	<i>-49.2</i>	<i>108.4</i>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,571.8</b>	<b>1,786.2</b>	<b>2,455.6</b>	<b>2,847.6</b>
매출액증가율(%)	-4.4	11.4	-30.5	37.5	16.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,308.8	2,571.8	1,786.2	2,455.6	2,847.6
판매관리비	1,931.7	2,012.8	1,610.4	1,929.0	2,203.5
<b>영업이익</b>	<b>375.2</b>	<b>559.0</b>	<b>175.8</b>	<b>526.6</b>	<b>644.1</b>
영업이익률(%)	16.3	21.7	9.8	21.4	22.6
금융손익	104.3	-31.8	109.8	72.2	82.7
중속/관계기업손익	15.8	-8.1	-2.3	-0.5	0.9
기타영업외손익	-3.9	90.0	2.4	11.5	22.3
세전계속사업이익	491.3	609.1	285.6	609.8	749.9
법인세비용	95.6	173.1	63.3	148.8	181.8
<b>당기순이익</b>	<b>395.7</b>	<b>436.0</b>	<b>222.4</b>	<b>461.0</b>	<b>568.1</b>
지배주주지분 순이익	396.9	435.7	221.5	461.6	567.3

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>2,452.6</b>	<b>2,691.1</b>	<b>2,628.0</b>	<b>3,002.1</b>	<b>3,283.8</b>
현금및현금성자산	255.9	285.6	763.7	1,184.1	1,488.9
매출채권	277.9	175.5	192.1	193.0	223.8
재고자산	6.4	1.5	2.1	2.3	1.5
비유동자산	2,129.3	1,746.6	2,000.1	1,956.5	1,937.6
유형자산	747.3	930.2	1,018.5	1,005.3	990.6
무형자산	42.3	43.4	116.8	112.4	108.2
투자자산	1,201.4	537.9	708.1	682.1	682.1
<b>자산총계</b>	<b>4,581.9</b>	<b>4,437.6</b>	<b>4,628.1</b>	<b>4,958.7</b>	<b>5,221.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>663.4</b>	<b>515.4</b>	<b>644.4</b>	<b>664.4</b>	<b>638.3</b>
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	631.8	625.1	489.6
사채	349.1	349.4	239.4	239.4	109.4
장기차입금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
<b>부채총계</b>	<b>1,430.7</b>	<b>1,239.1</b>	<b>1,276.2</b>	<b>1,289.5</b>	<b>1,127.8</b>
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	3,562.7	3,879.6	4,303.7
비지배주주지분	2.4	2.3	2.5	2.8	3.1
<b>자본총계</b>	<b>3,151.2</b>	<b>3,198.6</b>	<b>3,351.9</b>	<b>3,669.2</b>	<b>4,093.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>391.1</b>	<b>736.0</b>	<b>269.2</b>	<b>472.1</b>	<b>700.3</b>
당기순이익(손실)	395.7	436.0	222.4	461.0	568.1
유형자산상각비	92.5	104.0	111.7	113.2	114.7
무형자산상각비	1.3	1.9	4.6	4.4	4.2
운전자본의 증감	35.2	49.5	117.6	-84.2	38.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-188.1</b>	<b>-392.2</b>	<b>327.2</b>	<b>17.3</b>	<b>-12.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-286.6	-249.7	-598.8	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	663.5	-170.2	26.0	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-112.4</b>	<b>-303.7</b>	<b>-118.3</b>	<b>-69.0</b>	<b>-382.7</b>
차입금의 증감	436.7	-151.6	17.4	0.0	-239.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	98.7	29.6	478.2	420.4	304.7
기초현금	157.3	255.9	285.6	763.7	1,184.1
기말현금	255.9	285.6	763.7	1,184.1	1,488.9

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	105,166	117,145	81,360	111,850	129,709
EPS(지배주주)	18,078	19,847	10,091	21,025	25,839
CFPS	23,268	36,228	7,656	29,843	35,806
EBITDAPS	21,360	30,288	13,303	29,343	34,752
BPS	143,429	145,587	152,567	167,005	186,321
DPS	5,860	6,680	3,397	7,077	7,077
배당수익률(%)	0.9	1.5	1.3	2.7	2.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	35.6	22.6	26.0	12.5	10.2
PCR	27.6	12.4	34.3	8.8	7.3
PSR	6.1	3.8	3.2	2.3	2.0
PBR	4.5	3.1	1.7	1.6	1.4
EBITDA(십억원)	468.9	664.9	292.1	644.2	763.0
EV/EBITDA	27.4	12.1	13.7	5.7	4.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.6	13.7	6.8	13.2	14.6
EBITDA 이익률	20.3	25.9	16.4	26.2	26.8
부채비율	45.4	38.7	38.1	35.1	27.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.5	0.4	0.2
이자보상배율(x)	28.5	59.0	20.5	60.6	91.0
매출채권회전율(x)	8.9	11.3	9.7	12.8	13.7
재고자산회전율(x)	651.1	653.2	1,000.5	1,128.0	1,507.6

**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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

