

엔씨소프트 (036570)

잠시 길을 잃다

투자의견	HOLD (유지)
목표주가	210,000 원 (유지)
현재주가	204,500 원 (02/08)
시가총액	4,490 (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 4,377억원(-20.1%yoy), 영업이익 39억원(-91.9%yoy) 기록. 시장 컨센서스(131억원) 하회
- 12월 출시된 신작 PC게임 TL의 매출이 크게 저조했던 것으로 파악. 금번 분기부터 게임별 세부 매출을 공개하지는 않았지만 전체 PC 매출에 TL이 반영되었음에도 불구하고 전분기 대비 감소한 것으로 보아 실적 기여도는 크게 하락한 것으로 판단
- 모바일 부문은 리니지M이 4분기 매출 1위를 유지했고, 리니지2M/W 또한 각각 N주년 업데이트 효과를 받아 전분기 대비 매출 반등에 성공. 다만 연말 이벤트 효과가 제거된 1분기 매출은 다시금 하향될 전망
- 영업비용에서는 TL 출시 마케팅 활동과 오프라인 게임행사 참가로 인한 마케팅 비용 증가
- 기대 신작이었던 TL의 흥행 실패로 올해 동사 성장 동력은 불투명한 상태. TL의 글로벌 출시가 남아있다고 하나, 국내 성과를 감안했을 때 이를 뛰어넘는 흥행 가능성은 기대하기 어려움
- 이외 신작으로 BSS, 배틀크러쉬, 프로젝트G 등이 있으나, 모바일 리니지 중심의 매출 자연감소를 커버하기는 어려움. 결국 다음 대형 신작인 아이온2의 2025년 출시까지 실적 공백이 우려되는 상황

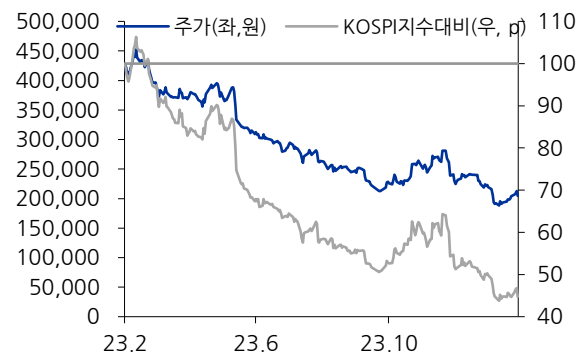
주가(원, 2/8)	204,500
시가총액(십억원)	4,490
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	475,500원
최저가	188,000원
52주 일간 Beta	1.09
3개월 일평균거래대금	351억원
외국인 지분율	39.5%
배당수익률(2023F)	1.5%
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8.5%	-28.4%	-62.4%
절대기준	-6.4%	-26.6%	-56.9%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	210,000	210,000	-
영업이익(23)	137	137	-
영업이익(24)	121	140	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,708	1,883
영업이익	559	137	121	247
세전손익	609	203	209	323
당기순이익	436	211	168	256
EPS(원)	19,847	9,664	7,632	11,681
증감률(%)	9.8	-51.3	-21.0	53.1
PER(배)	22.6	21.2	26.8	17.5
ROE(%)	13.7	6.5	5.0	7.3
PBR(배)	3.1	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	13.7	15.8	19.0	11.5

자료: 유진투자증권



4Q23 Review: 찾기 힘든 TL 매출

엔씨소프트 4 분기 실적은 매출액 4,377 억원(-20.1%yoy), 영업이익 39 억원(-91.9yoy, OPM+0.9%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(38 억원)에는 부합했으나 시장 컨센서스(131 억원)는 하회했다.

12 월 출시된 신작 PC 게임 TL 의 매출이 크게 저조한 것으로 파악된다. 동사는 이번 분기부터 게임별 세부 매출액을 공개하지 않고 플랫폼별 매출만 공개하기 때문에 구체적인 4 분기 TL 매출액은 알 수 없으나, 전체 PC 매출이 TL 이 반영됐음에도 불구하고 전분기 대비 오히려 감소한 것으로 보아 실적 기여도는 크게 떨어졌음을 짐작할 수 있다.

모바일 부문에서는 리니지 M 이 4 분기 매출 1 위를 유지했고, 리니지 2M 과 리니지 W 또한 각각 n 주년 업데이트 효과를 받아 전분기 대비 매출 반등에 성공했다. 다만, 연말 이벤트 효과가 제거된 1 분기 매출은 다시금 하향될 전망이고, 올해는 지난해보다는 MMO 경쟁이 줄어들겠지만 모바일 리니지 매출 자연감소는 불가피할 것으로 보인다. 영업비용에서는 TL 출시 마케팅 활동과 오프라인 게임행사 참가로 인한 마케팅 비용이 증가했다.

잠시 길을 잃다

기대 신작이었던 TL 이 국내에서 기대에 한참 못 미치는 성적표를 받았기 때문에 올해 동사의 성장 동력을 잃었다고 해도 과언이 아니다. 올해는 TL 의 글로벌 출시(아마존게임즈 퍼블리싱)가 남아있다고 하나, 국내에서 성과를 감안했을 때 이를 한참 뛰어넘는 흥행 가능성을 기대하긴 어렵다. 이외 신작으로 BSS(수집형 RPG), 배틀크러쉬(난투형 PVP)와 프로젝트 G(MMORTS) 등이 있으나, 모바일 리니지 중심의 매출 자연감소를 커버하긴 힘들어 보인다. 결국 다음 대형 신작인 '아이온 2'가 출시되는 2025 년까지 실적 공백이 우려되는 상황이다. 투자의견 HOLD 를 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	400.1	418.9	458.6	430.7	1,779.8	1,708.3
(%yoy)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.4%	-4.9%	8.4%	-1.6%	-30.8%	-4.0%
PC 게임	91.4	88.2	93.2	92.3	89.3	95.5	96.9	87.5	365.1	369.3
모바일게임	330.8	296.9	273.8	298.9	258.4	264.8	300.4	295.3	1,200.4	1,119.0
리니지 M	130.1	127.8	119.6	117.8	113.8	109.2	115.0	110.4	495.3	448.4
리니지 2M	73.1	62.0	54.9	59.8	52.8	50.1	56.1	58.0	249.8	216.9
리니지 W	122.6	102.8	90.1	96.6	86.5	81.9	81.0	92.0	412.1	341.3
기타	14.3	19.0	20.8	15.9	14.3	18.3	19.6	14.8	69.9	67.0
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	38.0	40.3	41.8	33.1	144.5	153.1
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	380.7	396.3	409.6	400.8	1,642.5	1,587.5
(%yoy)	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	-4.1%	-2.1%	0.8%	-7.6%	-18.4%	-3.4%
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	19.4	22.6	49.0	29.9	137.3	120.8
(%yoy)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-76.3%	-36.0%	196.4%	676.8%	-75.4%	-12.0%
OPM(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	4.8%	5.4%	10.7%	6.9%	7.7%	7.1%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	-27.0	24.0	20.0	28.5	15.5	66.2	88.0
세전이익	141.3	39.1	46.2	-23.1	43.4	42.6	77.5	45.4	203.5	208.8
지배순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	35.2	34.9	61.3	36.2	212.1	167.6
(%yoy)	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑자전환	-69.1%	16.9%	40.5%	44.9%	-53.1%	-21.0%

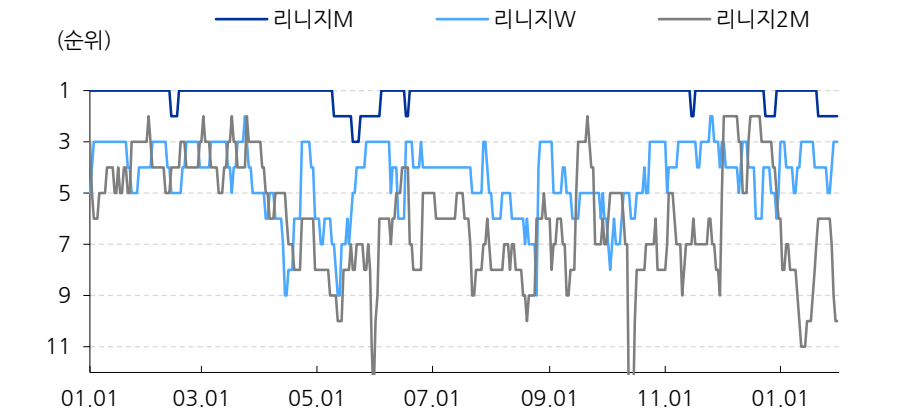
자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	2308.8	2571.8	1779.8	1708.3
영업이익	375.2	559.0	137.3	120.8
세전이익	491.3	624.0	203.5	208.8
지배순이익	396.9	452.3	212.1	167.6
EPS(원)	18,078	19,847	9,664	7,632
PER(배)	35.6	22.6	21.2	26.8
OPM(%)	16.3%	21.7%	7.7%	7.1%
NPM(%)	17.2%	17.6%	11.9%	9.8%

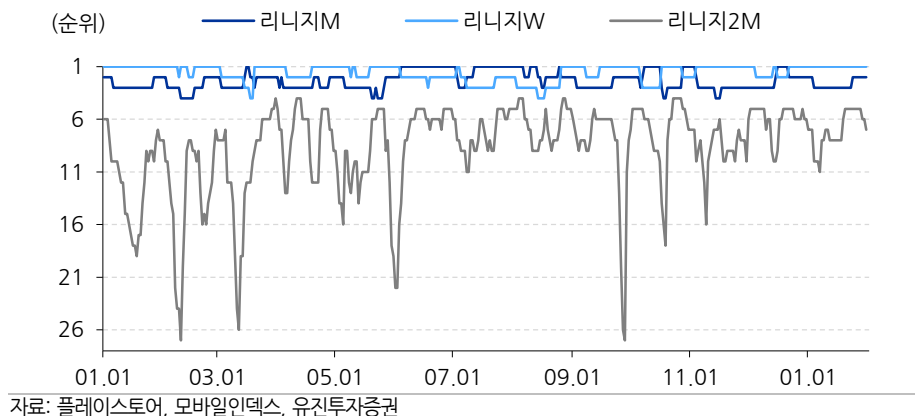
자료: 유진투자증권

도표 3. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	4,582	4,438	4,566	4,666	4,883
유동자산	2,453	2,691	2,610	2,676	2,849
현금성자산	677	1,376	1,294	1,353	1,496
매출채권	327	219	209	206	224
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	1,956	1,990	2,034
투자자산	1,340	773	807	840	874
유형자산	747	930	1,009	939	880
기타	42	43	140	212	280
부채총계	1,431	1,239	1,263	1,265	1,295
유동부채	663	515	727	725	749
매입채무	316	292	260	256	278
유동성이자부채	181	35	277	277	277
기타	166	188	190	192	194
비유동부채	767	724	537	541	545
비유동이자부채	599	593	369	369	369
기타	168	130	168	172	177
자본총계	3,151	3,199	3,302	3,401	3,588
지배지분	3,149	3,196	3,299	3,398	3,585
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,477	3,576	3,764
기타	(367)	(658)	(623)	(623)	(623)
비지배지분	2	2	3	3	3
자본총계	3,151	3,199	3,302	3,401	3,588
총차입금	780	629	645	645	645
순차입금	103	(748)	(649)	(708)	(851)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	391	736	(13)	238	324
당기순이익	396	436	211	168	256
자산상각비	94	106	106	79	70
기타비현금성손익	21	253	96	(42)	(74)
운전자본증감	35	50	(359)	(10)	(5)
매출채권감소(증가)	(30)	101	25	3	(18)
재고자산감소(증가)	(0)	5	0	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	30	(4)	23
기타	66	(57)	(414)	(9)	(9)
투자현금	(188)	(392)	99	(155)	(158)
단기투자자산감소	100	(156)	271	(44)	(46)
장기투자증권감소	9	20	(2)	(21)	(22)
설비투자	287	250	110	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	0	(3)	(61)	(80)	(80)
재무현금	(112)	(304)	(167)	(69)	(69)
차입금증가	249	(185)	(32)	0	0
자본증가	(361)	(119)	(136)	(69)	(69)
배당금지급	176	119	136	69	69
현금 증감	99	30	(86)	14	97
기초현금	157	256	286	200	214
기말현금	256	286	200	214	311
Gross Cash flow	511	795	405	248	329
Gross Investment	253	187	531	121	117
Free Cash Flow	258	609	(126)	128	212

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,708	1,883
증가율(%)	(4.4)	11.4	(30.8)	(4.0)	10.2
매출원가	2	5	0	0	0
매출총이익	2,307	2,567	1,780	1,708	1,883
판매 및 일반관리비	1,932	2,008	1,643	1,587	1,636
기타영업손익	21	4	(18)	(3)	3
영업이익	375	559	137	121	247
증가율(%)	(54.5)	49.0	(75.4)	(12.0)	104.5
EBITDA	469	665	244	199	317
증가율(%)	(47.3)	41.8	(63.3)	(18.2)	59.1
영업외손익	116	50	66	88	76
이자수익	49	52	85	69	56
이자비용	13	9	15	15	19
지분법손익	16	(8)	0	2	2
기타영업외손익	65	16	(5)	32	37
세전순이익	491	609	203	209	323
증가율(%)	(38.8)	24.0	(66.6)	2.6	54.5
법인세비용	96	173	(8)	40	66
당기순이익	396	436	211	168	256
증가율(%)	(32.5)	10.2	(51.6)	(20.3)	52.3
지배주주지분	397	436	212	168	256
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(21.0)	53.1
비지배지분	(1)	0	(1)	1	0
EPS(원)	18,078	19,847	9,664	7,632	11,681
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(21.0)	53.1
수정EPS(원)	18,078	19,847	9,664	7,632	11,681
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(21.0)	53.1

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	9,664	7,632	11,681
BPS	143,429	145,587	150,269	154,761	163,303
DPS	5,860	6,680	3,140	3,140	3,140
밸류에이션(배, %)					
PER	35.6	22.6	21.2	26.8	17.5
PBR	4.5	3.1	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	30.3	13.7	15.8	19.0	11.5
배당수익률	0.9	1.5	1.5	1.5	1.5
PCR	27.6	12.4	11.1	18.1	13.6
수익성(%)					
영업이익률	16.3	21.7	7.7	7.1	13.1
EBITDA이익률	20.3	25.9	13.7	11.7	16.8
순이익률	17.1	17.0	11.9	9.9	13.6
ROE	12.6	13.7	6.5	5.0	7.3
ROIC	16.5	20.1	5.0	4.6	9.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	3.3	(23.4)	(19.7)	(20.8)	(23.7)
유동비율	369.7	522.2	359.0	369.3	380.3
이자보상배율	28.5	59.0	9.4	8.3	13.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.6	9.4	8.3	8.2	8.8
재고자산회전율	651.1	653.2	1,425.5	1,722.2	1,832.4
매입채무회전율	8.4	8.5	6.5	6.6	7.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

