

엔씨소프트 (036570)

향후 추정치 상향 여지는 충분

생각보다 견조한 구작 매출, 4분기부터 반등 시작

엔씨소프트는 올해 2, 3분기 리니지W의 매출 하향 안정화로 매출 감소를 겪을 것으로 예상되나, 4분기 기대작인 PC/콘솔 MMO TL 출시를 계기로 반등을 시작할 것으로 예상된다. 리니지 시리즈들의 매출 기초 체력은 시장 기대치를 상회하는 수준을 보여주고 있다. 1분기 리니지M이 출시 6년차 게임임에도 QoQ로 30% 넘게 성장하며 컨센서스를 상회하는 성적을 보였다. 리니지M과 2M은 신작 출시까지 일평균 매출 10억원 초반대를 유지하며 버퍼 역할을 해줄 것으로 예상된다. 리니지W는 출시 후 세 번째 분기인 이번 2분기 일매출이 20억원 중반대로 내려올 것으로 예상하나, 4분기 NFT를 결합해 미주·유럽 지역 출시를 앞두고 있어 해당 분기에는 매출 반등이 예상된다. TL은 아직 정확한 BM이 공개되지 않아 추정에 어려움이 있으나, 엔씨의 PC 게임 매출을 고려했을 때 4분기 600억원 매출을 예상한다.

추정치 상향 여지는 충분

엔씨소프트는 IP 및 플랫폼 확장을 위한 총 7개의 신작을 준비하고 있다고 밝혔다. 출시가 임박한 TL을 제외하고는 공개된 정보가 별로 없는 만큼, 신작들에 대한 추가 정보가 공개될 시 자세한 추정이 가능해지면서 실적 상향 여지는 충분하다고 판단한다. 특히 현재까지 티저 이미지가 공개된 TL, Project E/R/M, 블레이드앤소울S 이외에도 미공개 작품이 두개가 있으며, 해당 작품은 현재 실적 추정치에 반영이 되지 않은 상황이다.

목표주가 500,000원, 매수 의견으로 커버리지 개시

엔씨소프트 목표주가 500,000원, 매수 의견으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 22년 선행 EPS에 목표 PER인 23배를 곱해서 산정했으며, 목표 PER은 국내 피어 기업들의 평균 선행 PER 평균치를 가져왔다. 엔씨는 게임 대형주 중 밸류에이션 매력도가 높은 편으로, 신작을 통한 리레이팅의 가능성이 열려있다고 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 500,000원(신규) | CP(6월16일): 401,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,451.41
52주 최고/최저(원)	853,000/398,500
시가총액(십억원)	8,803.6
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	21,954.0
60일 평균 거래량(천주)	104.2
60일 평균 거래대금(십억원)	46.1
22년 배당금(예상, 원)	5,860
22년 배당수익률(예상, %)	1.29
외국인지분율(%)	41.89
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 6인	11.99
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.6) (41.0) (52.7)
상대	1.0 (27.7) (36.8)

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	2,849.1	3,160.0
영업이익(십억원)	704.0	802.5
순이익(십억원)	565.1	671.1
EPS(원)	25,509	30,671
BPS(원)	173,900	199,825

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	2,416.2	2,308.8	2,689.3	2,511.7	2,415.0
영업이익	십억원	824.8	375.2	601.5	427.2	421.4
세전이익	십억원	803.3	491.3	670.6	496.2	490.5
순이익	십억원	587.4	396.9	502.6	373.5	369.2
EPS	원	26,756	18,078	22,891	17,014	16,817
증감율	%	63.95	(32.43)	26.62	(25.67)	(1.16)
PER	배	34.80	35.57	17.95	24.16	24.44
PBR	배	5.72	3.75	2.21	2.08	1.96
EV/EBITDA	배	20.96	27.37	11.75	15.54	15.51
ROE	%	20.83	12.62	15.18	10.38	9.58
BPS	원	162,711	171,471	186,226	197,819	209,215
DPS	원	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860

Analyst 윤예지

02-3771-3306

yj.yoon@hanafn.com

매출 주요 가정

1. TL(Throne&Liberty)

오딘

정통 MMO 신작. 플랫폼은 PC와 콘솔. 22년 4분기 출시 예정. BM은 패키지 판매일지, '로스트아크'와 같은 형태의 무료 설치/과금 구조일지 미정. 하반기 쇼케이스 행사에서 주요 BM 공개될 것으로 예상함

기존의 리니지 시리즈와 달리 글로벌 공략을 위해 P2W 요소를 배제할 것으로 예상. 모바일 제작보다는 수익성이 낮을 것으로 예상되나, 해외를 중심으로 IP 인지도를 쌓아 후속작 출시를 염두에 두고 출시하는 작품. 두 달 전 공개된 공식 트레일러의 조회수는 880만 회(6월 16일 기준)로, 1년 전 공개된 펄어비스의 '붉은사막'의 트레일러 영상 조회수가 120만 회 가량인 것을 고려했을 때 관심도 높다고 판단함

매출 추정 시 원안대로 22년 4분기 출시를 가정했으며, 4분기 초기 매출 600억원, 1분기 첫 온기 반영 분기 매출 900억원으로 가정. 23년 연간 매출 추정치는 2,800억원으로 로스트아크를 운영하는 스마일게이트RPG의 2021년 연간 매출이 4,900억원임을 고려하면 달성 가능한 목표로 판단함

그림 1. TL 인게임 영상



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

그림 2. 프로젝트, TL과 세계관 연결



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

2. Prject E

가나다

시네마틱 영상만 공개된 상태로, 장르는 MMO로 추정하나 아직 미정. TL과 세계관을 공유하며, 출시 일정은 미정이나 최소 24년 이후가 될 것으로 예상. 24년말 출시를 가정하며, 연간 매출 600억원으로 가정. 아직 장르, 출시일정 등 공개된 바가 전혀 없어서 향후 추정치 상향 여지 충분하다고 판단함

3. Project M

가나다

인터랙티브 무비 장르 신작. 출시 일정은 최소 24년 이후로 예상. 플레이어와의 상호 작용을 통해 스토리가 전개되고, 선택에 따라 엔딩이 달라지는 시뮬레이션 류의 게임. 유사한 장르 유명 작품으로는 퀀틱드림의 '디트로이트: 비컴 휴먼', 스쿼어엔릭스의 '라이프 이즈 스트레인지' 시리즈가 있으며, 이 외에도 '미연시' 류의 게임과 플레이 형태를 유사함. '디트로이트'는 22년 4월까지 650만 장의 누적 판매고를 올림

24년 출시를 가정했으며, 판매 단가는 6만원, 출시 첫 해 판매량은 50만 장으로 가정

4. 기타 신작

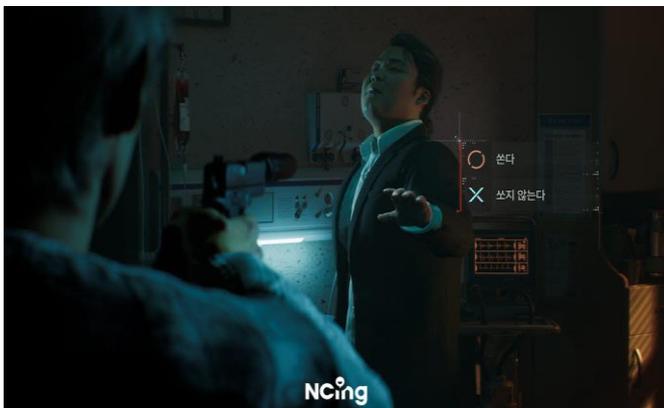
가나다

Project R: 액션배틀로얄 장르 신작. 모바일, 닌텐도 플랫폼으로 4분기 소프트웨어, 23년 하반기 정식 출시 예정. 23년 3분기 출시 가정. 일매출 3억원 수준으로 추정

블레이드앤 소울 S: 블소 IP를 이용한 수집형 RPG 게임. 플랫폼은 공개된 바 없으나, 장르를 고려했을 때 모바일이 메인일 것으로 예상. 프로젝트 E와 동일하게 23년 3분기 출시를 가정했으며, 출시 초기 일매출 3억원으로 추정

아이온2: 북미에서 히트한 아이온 후속작으로 모바일/PC 크로스플레이 지원할 것으로 예상. 출시 일정은 최소 24년 이후로 장기 프로젝트로 구분됨. 24년 하반기 출시를 예상하며, 연간 매출 600억원으로 추정. 아이온 역시 공개된 정보가 부족해 추정치가 낮은 편이며, 향후 추가 정보가 공개될 경우 추정치 상향 여지가 충분하다고 판단함

그림 3. 프로젝트M 인게임 화면



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

그림 4. 블레이드앤소울S 인게임 화면



자료: 퀀틱드림, 하나금융투자

밸류에이션 & 매출 추정

목표주가 500,000원, 매수 의견으로 커버리지 개시

목표주가 500,000원, 매수 의견

목표주가 500,000원, 매수 의견으로 커버리지 개시한다. 22년 연간으로 매출액은 2조 6,893억원(YoY 16.5%), 영업이익 6,015억원(YoY 60.3%, OPM 22.4%)를 기록할 것으로 예상된다. 리니지W 매출이 연간으로 온기 반영되면서 매출은 증가함에도 불구하고, 인건비와 마케팅비는 전년 대비 감소해 마진율은 개선될 것으로 예상된다. 23년, 24년 연간 매출은 신작에 대한 정보가 제한적이라 추정에 한계가 있었으며, 향후 신작 정보가 순차적으로 공개됨에 따라 세부 조정이 필요할 것으로 판단한다.

표 1. 엔씨소프트 밸류에이션

	22F	비고
당기순이익 (백만원)	477,402	
발행주식의 총 수	21,954,022	
EPS(원)	21,746	
목표 PER	23	국내 게임사 평균 12MF PER 적용
적정 추가(원)	500,147	
목표 추가(원)	500,000	
현재 추가(원)	401,000	
업사이드(%)	24.7	

표 2. 엔씨소프트 매출 추정

(단위: 십억 원)

	21	22F	23F	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
영업수익	2,308.8	2,689.3	2,511.7	790.3	649.6	592.9	656.5	670.9	615.7	634.4	590.7
YoY 성장(%)	(4.4)	16.5	(6.6)	40.8	26.7	10.1	31.1	(11.4)	(22.1)	(2.3)	(0.4)
게임매출	2,136.5	2,559.7	2,407.8	751.5	617.7	562.7	627.8	643.4	589.3	609.0	566.0
YoY 성장(%)	(2.8)	19.8	(5.9)	45.3	32.3	13.5	36.5	(9.9)	(21.6)	(1.4)	0.6
QoQ 성장(%)				5.3	(17.8)	(8.9)	11.6	2.5	(8.4)	3.3	(7.1)
PC	426.1	372.9	346.7	93.1	95.7	93.0	91.2	89.3	87.5	85.8	84.1
Mobile	1,710.4	2,126.9	1,661.9	658.4	522.1	469.7	476.6	464.1	429.8	398.4	369.6
기타 플랫폼		60.0	399.1	0.0	0.0	0.0	60.0	90.0	72.0	124.8	112.3
로열티 매출	172.4	129.5	103.9	38.8	31.8	30.1	28.7	27.4	26.4	25.4	24.6
영업비용	1,933.6	2,087.7	2,084.5	546.1	488.3	473.7	579.6	545.3	505.8	486.8	546.7
YoY 성장(%)	21.5	8.0	(0.2)	35.0	7.1	11.2	43.3	(15.8)	(7.4)	(0.3)	15.4
QoQ 성장(%)				(15.7)	(10.6)	(3.0)	22.4	(5.9)	(7.2)	(3.8)	12.3
인건비	849.5	899.1	1,012.1	218.5	210.2	197.4	273.0	251.3	243.2	229.0	288.6
변동비	707.9	850.7	713.1	259.3	201.6	186.7	203.1	200.9	174.3	167.0	170.9
마케팅비	282.6	228.4	240.8	41.8	49.4	61.9	75.3	64.3	58.9	60.9	56.6
영업이익	375.2	601.5	427.2	244.2	161.3	119.2	76.8	125.6	109.9	147.6	44.0
YoY 성장(%)	(54.5)	60.3	(29.0)	55.8	184.3	5.7	(20.2)	14.8	(55.0)	(8.5)	(63.1)
OPM(%)	16.3	22.4	17.0	30.9	24.8	20.1	11.7	18.7	17.9	23.3	7.4
당기순이익	395.7	500.7	372.1	168.3	130.3	113.7	88.4	85.9	90.1	133.5	62.6
YoY 성장(%)	(32.5)	26.5	(25.7)	109.7	62.6	20.5	(11.2)	(29.4)	(46.5)	2.4	(45.0)
NPM(%)	17.1	18.6	14.8	21.3	20.1	19.2	13.5	12.8	14.6	21.0	10.6

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,689.3	2,511.7	2,415.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,689.3	2,511.7	2,415.0
판매비	1,591.4	1,933.6	2,087.7	2,084.5	1,993.6
영업이익	824.8	375.2	601.5	427.2	421.4
금융손익	17.3	104.3	(7.1)	(4.0)	(4.0)
종속/관계기업손익	(5.6)	15.8	(3.7)	(3.7)	(3.7)
기타영업외손익	(33.3)	(3.9)	79.8	76.7	76.7
세전이익	803.3	491.3	670.6	496.2	490.5
법인세	216.6	95.6	169.9	124.0	122.6
계속사업이익	586.6	395.7	500.7	372.1	367.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	586.6	395.7	500.7	372.1	367.8
비배주주지분 손익	(0.8)	(1.2)	(1.8)	(1.4)	(1.4)
지배주주순이익	587.4	396.9	502.6	373.5	369.2
지배주주지분포괄이익	752.1	368.5	443.4	374.0	369.7
NOPAT	602.3	302.2	449.2	320.4	316.1
EBITDA	890.6	468.9	697.8	506.9	487.4
성장성(%)					
매출액증가율	42.03	(4.44)	16.48	(6.60)	(3.85)
NOPAT증가율	73.72	(49.83)	48.64	(28.67)	(1.34)
EBITDA증가율	67.56	(47.35)	48.82	(27.36)	(3.85)
영업이익증가율	72.19	(54.51)	60.31	(28.98)	(1.36)
(지배주주)순이익증가율	63.99	(32.43)	26.63	(25.69)	(1.15)
EPS증가율	63.95	(32.43)	26.62	(25.67)	(1.16)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	36.86	20.31	25.95	20.18	20.18
영업이익률	34.14	16.25	22.37	17.01	17.45
계속사업이익률	24.28	17.14	18.62	14.81	15.23

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,792.0	3,075.3	3,400.0
금융자산	2,119.2	2,062.2	2,453.2	2,770.5	3,088.5
현금성자산	157.3	255.9	1,110.8	1,428.1	1,746.1
매출채권	243.0	277.9	241.0	216.8	221.6
채고자산	0.7	6.4	5.5	5.0	5.1
기타유동자산	81.5	106.1	92.3	83.0	84.8
비유동자산	1,636.8	2,129.3	1,872.9	1,788.5	1,723.4
투자자산	1,093.8	1,201.4	964.5	959.8	960.7
금융자산	1,026.5	1,146.8	917.1	917.1	917.1
유형자산	368.4	747.3	733.1	654.9	590.4
무형자산	49.7	42.3	40.9	39.3	37.8
기타비유동자산	124.9	138.3	134.4	134.5	134.5
자산총계	4,081.2	4,581.9	4,664.9	4,863.8	5,123.4
유동부채	509.3	663.4	463.1	421.1	429.5
금융부채	42.2	181.2	36.2	33.1	33.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	467.1	482.2	426.9	388.0	395.8
비유동부채	427.2	767.3	728.4	716.1	718.6
금융부채	301.4	599.0	605.3	605.3	605.3
기타비유동부채	125.8	168.3	123.1	110.8	113.3
부채총계	936.5	1,430.7	1,191.5	1,137.2	1,148.0
지배주주지분	3,141.6	3,148.8	3,472.8	3,727.3	3,975.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(437.8)	(622.8)	(622.8)	(622.8)	(622.8)
기타포괄이익누계액	278.2	255.8	194.1	194.1	194.1
이익잉여금	2,856.8	3,071.5	3,457.1	3,711.6	3,961.8
비배주주지분	3.1	2.4	0.6	(0.8)	(2.1)
자본총계	3,144.7	3,151.2	3,473.4	3,726.5	3,975.4
순금융부채	(1,775.7)	(1,282.0)	(1,811.7)	(2,132.1)	(2,449.4)

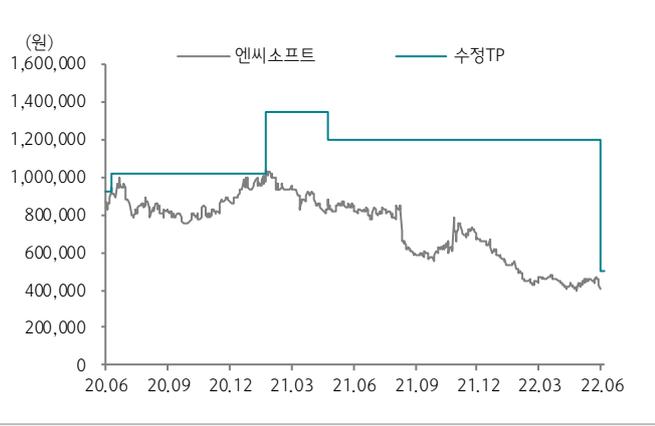
투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	22,891	17,014	16,817
BPS	162,711	171,471	186,226	197,819	209,215
CFPS	41,161	23,268	35,681	26,414	25,528
EBITDAPS	40,566	21,360	31,787	23,089	22,202
SPS	110,057	105,166	122,495	114,405	110,005
DPS	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860
주가지표(배)					
PER	34.80	35.57	17.95	24.16	24.44
PBR	5.72	3.75	2.21	2.08	1.96
PCR	22.62	27.63	11.52	15.56	16.10
EV/EBITDA	20.96	27.37	11.75	15.54	15.51
PSR	8.46	6.11	3.36	3.59	3.74
재무비율(%)					
ROE	20.83	12.62	15.18	10.38	9.58
ROA	15.82	9.16	10.87	7.84	7.39
ROIC	331.71	82.53	85.52	64.37	72.42
부채비율	29.78	45.40	34.31	30.52	28.88
순부채비율	(56.47)	(40.68)	(52.16)	(57.21)	(61.62)
이자보상배율(배)	91.86	28.49	32.03	6.80	6.71

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	707.6	391.1	490.2	410.5	442.1
당기순이익	586.6	395.7	500.7	372.1	367.8
조정	166.8	(39.8)	162.9	79.8	66.1
감가상각비	65.8	93.7	96.3	79.7	66.0
외환거래손익	3.3	(8.3)	(2.3)	0.0	0.0
지분법손익	5.6	(15.8)	1.3	0.0	0.0
기타	92.1	(109.4)	67.6	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(45.8)	35.2	(173.4)	(41.4)	8.2
투자활동 현금흐름	(695.6)	(188.1)	523.7	4.8	(0.9)
투자자산감소(증가)	(346.9)	(107.6)	236.9	4.8	(0.9)
자본증가(감소)	(62.2)	(286.1)	(57.5)	0.0	0.0
기타	(286.5)	205.6	344.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(159.3)	(112.4)	(159.1)	(122.1)	(118.4)
금융부채증가(감소)	(22.7)	436.6	(138.7)	(3.1)	0.6
자본증가(감소)	(2.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(26.9)	(372.8)	98.6	0.0	0.0
배당지급	(107.6)	(176.2)	(119.0)	(119.0)	(119.0)
현금의 증감	(146.2)	98.7	853.5	317.3	318.0
Unlevered CFO	903.6	510.8	783.3	579.9	560.4
Free Cash Flow	643.2	104.5	432.6	410.5	442.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.6.16	BUY	500,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_ 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_ 목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.10%	4.90%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 06월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤예지)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 6월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤예지)는 2022년 6월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.