

# 엔씨소프트

## 036570

Feb 10, 2023

**Buy** 유지

**TP 580,000 원** 유지

**Company Data**

현재가(02/09)	447,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	550,000 원
52 주 최저가(보통주)	322,500 원
KOSPI (02/09)	2,481.52p
KOSDAQ (02/09)	784.58p
자본금	110 억원
시가총액	98,244 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	9.0 만주
평균거래대금(60 일)	416 억원
외국인사분(보통주)	45.35%
주요주주	
김택진 외 6 인	11.99%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.26%

**Price & Relative Performance**



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	8.6	-17.1
상대주가	-3.9	9.6	-7.5

## 1Q23 매출 추가 하락 제한적일 것으로 기대

### 4Q22 Review: 매출 컨센서스 부합, 영업이익은 하회

4Q22 매출은 5,479억원(YoY -28%, QoQ -9%)으로 컨센서스(5,591억원)에 부합하였으나, 영업이익은 474억원(YoY -57%, OPM 8.7%)을 기록하며 시장 예상치(764억원) 하회. 영익 하회는 리니지W 인센티브 추가 인식과 전사 격려금 지급에 따른 인건비 증가(QoQ +23%)로 인해 발생. 리니지 W는 1주년 기념 업데이트 효과로 전분기(QoQ -11.8%)에 이어 매출 하향 안정화 속도 둔화(QoQ -10.3%) 되었으며, 리니지 2M 매출도 3주년 업데이트와 신서버 출시로 QoQ -3.8%에 그침. 반면 리니지 M 매출은 마케팅 강도 조율로 QoQ -23%. 종합해 모바일 게임 매출은 3,810억원(QoQ -12.9%, YoY -36.7%), PC 게임 매출은 주요 게임들의 대규모 업데이트로 971억원(QoQ +7.5%, YoY +16.5%)

영업비용 중 인건비는 전사 격려금 지급과 리니지 W 인센티브 인식으로 QoQ +22.6% 증가한 2,326억원, 마케팅비는 사업활동 강화로 QoQ +23.7% 증가한 481억원 기록. 매출변동비는 모바일게임 매출 감소에 따라 1,938억원(매출의 35.4%)으로 QoQ -5.2% 감소.

### 투자의견 Buy & 목표주가 580,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 580,000원 유지. 상여 발생으로 영업이익은 시장 예상치를 하회하였으나, 1) 리니지W 매출 하향세는 안정화된 것으로 보이며 리니지 2M 분기별 매출 추이를 기반으로 1Q23 리니지 W 매출은 1,683억원(QoQ -4.8%, 글로벌 합산 분기 평균 일매출 18.7억원) 기록 전망. 1H22 내 출시 예정인 'Throne and Liberty' 출시 전까지 모바일 게임 매출의 추가적인 하락은 제한적일 것으로 판단.

또한 2) 2023년 기대작인 TL(MMORPG) 외에도 프로젝트 G, 블레이드&소울 S(수집형 RPG), 프로젝트 R(난투형 대전 게임), Puzz Up(퍼즐) 흥행에 따른 추가적인 수익 창출 가능성도 여전히 유효.

**Forecast earnings & Valuation**

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12P	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	2,416	2,309	2,572	2,663	2,986
YoY(%)	42.0	-4.4	11.4	3.6	12.1
영업이익(십억원)	825	375	559	578	774
OP마진(%)	34.1	16.2	21.7	21.7	25.9
순이익(십억원)	587	396	452	572	719
EPS(원)	26,756	18,078	20,607	26,054	32,752
YoY(%)	63.9	-32.4	14.0	26.4	25.7
PER(배)	34.8	35.6	21.7	17.2	13.7
PCR(배)	22.6	27.6	17.3	15.7	12.7
PBR(배)	6.5	4.5	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	20.9	27.3	12.8	11.8	8.5
ROE(%)	20.8	12.6	13.6	15.4	17.0



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5125	5385	5006	7572	7903	6293	6042	5479	547.7	615.6	753.0	747.0	2416.2	2308.8	2571.8	2663.3
성장률(YoY %)	-29.9%	0.0%	-14.4%	34.9%	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-30.7%	-2.2%	24.6%	36.3%	42.0%	-4.4%	11.4%	3.6%
게임매출	467.0	495.7	459.8	713.9	751.5	593.3	560.9	509.1	510.1	578.8	717.1	711.9	2198.1	2136.5	2414.8	2517.9
리니지M	172.6	134.2	150.3	88.8	115.9	141.2	146.5	112.8	115.9	114.9	111.5	106.9	828.7	545.9	516.5	449.2
리니지2M	152.2	218.0	157.9	124.5	127.4	96.2	85.6	82.3	81.0	79.2	69.0	62.5	849.6	652.6	391.5	291.7
리니지W	-	-	-	357.6	373.2	223.6	197.1	176.9	168.3	167.6	152.3	137.1	-	357.6	970.8	625.3
B&S 2	-	-	22.9	31.5	24.2	14.2	8.1	9.1	7.9	6.7	5.5	5.4	-	54.4	55.6	25.5
리니지	48.9	36.4	29.1	19.6	26.2	25.7	25.5	29.3	25.3	22.0	20.9	21.2	175.7	134.1	106.7	89.3
리니지2	26.2	24.2	25.0	24.3	23.5	22.6	23.4	24.6	24.0	22.9	23.6	23.7	104.5	99.7	94.1	94.2
아이온	23.4	19.5	17.9	14.1	16.1	14.2	17.5	20.5	24.8	20.9	20.4	20.0	45.6	74.9	68.3	86.1
B&S	14.1	9.8	10.4	9.3	7.0	6.1	5.9	7.2	6.6	5.7	5.5	5.5	72.2	43.6	26.3	23.4
길드워2	16.3	16.0	19.2	22.2	20.3	27.2	24.8	22.7	23.9	27.1	29.0	25.9	61.2	73.7	95.0	105.9
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50.0	147.2	117.8	-	-	-	315.0
로열티매출	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	43.3	38.9	37.6	36.8	35.9	35.1	-	172.4	157.0	145.4
영업비용	455.8	425.8	404.4	647.7	546.1	506.3	459.8	500.5	470.3	509.0	539.1	567.1	1,591.4	1,933.6	2,012.8	2,085.4
인건비	232.5	186.0	174.8	256.2	218.5	206.6	189.7	232.6	203.1	214.1	192.9	235.1	718.2	849.5	847.4	845.2
매출변동비	147.3	160.7	152.2	247.7	259.3	213.0	204.5	193.8	189.1	207.0	254.7	255.2	682.6	707.9	870.7	906.0
광고선전비	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	59.9	38.9	48.1	51.4	61.1	64.8	50.1	127.0	282.6	188.6	227.3
감가상각비	20.9	23.5	23.5	25.6	26.6	26.8	26.7	26.0	26.7	26.8	26.7	26.8	63.7	93.6	106.0	107.0
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	1230	144.4	47.4	77.4	106.7	213.9	179.9	824.8	375.2	559.0	577.9
성장률(YoY %)	-76.5%	-46.0%	-55.8%	-30.2%	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-68.3%	-13.3%	48.1%	279.2%	72.2%	-54.5%	49.0%	3.4%
OPM(%)	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	14.1%	17.3%	28.4%	24.1%	34.1%	16.3%	21.7%	21.7%
순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	168.3	118.7	182.1	16.5	82.5	110.1	239.9	139.5	586.6	395.7	452.6	572.0
NPM(%)	15.6%	17.5%	19.9%	16.1%	21.3%	18.9%	30.1%	-3.0%	15.1%	17.9%	31.9%	18.7%	24.3%	17.1%	17.6%	21.5%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
1H23	TL	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	자체
2023	블레이드&소울S	수집형 RPG	아시아	모바일	자체
	Puzz Up	퍼즐	글로벌	모바일	자체
	Project R	난투형 대전 게임	글로벌	모바일	자체
	Project G	-	글로벌	모바일	자체
이후	Project E	비공개	글로벌	비공개	자체
	Project M	인터랙티브 무비	글로벌	콘솔	자체
	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
	아이온2	MMORPG	글로벌	비공개	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
매출액	2,416	2,309	2,572	2,663	2,986
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,416	2,309	2,572	2,663	2,986
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,591	1,934	2,013	2,085	2,212
영업이익	825	375	559	578	774
영업이익률 (%)	34.1	16.3	21.7	21.7	25.9
EBITDA	891	469	638	645	831
EBITDA Margin (%)	36.9	20.3	24.8	24.2	27.8
영업외손익	-22	116	65	185	185
관계기업손익	-6	16	7	7	7
금융수익	53	123	74	102	102
금융비용	-36	-19	-106	-39	-39
기타	-33	-4	90	115	115
법인세비용차감전순이익	803	491	624	763	959
법인세비용	217	96	172	191	240
계속사업순이익	587	396	452	572	719
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	587	396	452	572	719
당기순이익률 (%)	24.3	17.1	17.6	21.5	24.1
비지배지분순이익	-1	-1	0	0	0
지배지분순이익	587	397	452	572	719
지배순이익률 (%)	24.3	17.2	17.6	21.5	24.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	165	-28	0	0	0
포괄순이익	752	368	452	572	719
비지배지분포괄이익	0	-1	-1	-1	-2
지배지분포괄이익	752	369	453	573	721

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	708	391	486	615	723
당기순이익	587	396	452	572	719
비현금항목의 가감	317	115	115	95	103
감가상각비	65	92	78	66	56
외환손익	3	-8	-35	-35	-35
지분법평가손익	-1	2	-7	-7	-7
기타	250	29	79	70	89
자산부채의 증감	-46	35	33	54	26
기타현금흐름	-150	-155	-115	-107	-125
투자활동 현금흐름	-696	-188	141	92	60
투자자산	-667	-110	9	9	9
유형자산	-64	-287	0	0	0
기타	36	208	132	83	51
재무활동 현금흐름	-159	-112	-229	-89	-89
단기차입금	-6	0	0	0	0
사채	0	239	20	20	20
장기차입금	0	60	60	60	60
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-108	-176	-119	-119	-119
기타	-46	-235	-190	-50	-50
현금의 증감	-146	99	480	698	772
기초 현금	303	157	256	736	1,434
기말 현금	157	256	736	1,434	2,206
NOPLAT	602	302	405	433	580
FCF	558	145	518	555	664

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
유동자산	2,444	2,453	2,835	3,466	4,236
현금및현금성자산	157	256	736	1,434	2,206
매출채권 및 기타채권	282	327	372	399	459
재고자산	1	6	7	7	8
기타유동자산	2,005	1,863	1,720	1,626	1,563
비유동자산	1,637	2,129	2,047	1,979	1,923
유형자산	368	747	669	603	547
관계기업투자금	67	55	46	37	28
기타금융투자자산	1,026	1,147	1,147	1,147	1,147
기타비유동자산	175	181	186	193	202
자산총계	4,081	4,582	4,882	5,445	6,159
유동부채	509	663	523	522	521
매입채무 및 기타채무	234	316	316	316	316
차입금	5	5	5	5	5
유동성채무	0	140	0	0	0
기타유동부채	270	202	201	200	200
비유동부채	427	767	874	985	1,099
차입금	0	60	120	180	240
사채	250	349	369	389	409
기타비유동부채	178	358	385	416	450
부채총계	937	1,431	1,397	1,506	1,620
지배지분	3,142	3,149	3,482	3,935	4,535
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,405	3,858	4,458
기타자본변동	-438	-623	-623	-623	-623
비지배지분	3	2	3	3	3
자본총계	3,145	3,151	3,485	3,938	4,539
총차입금	307	744	705	808	914

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

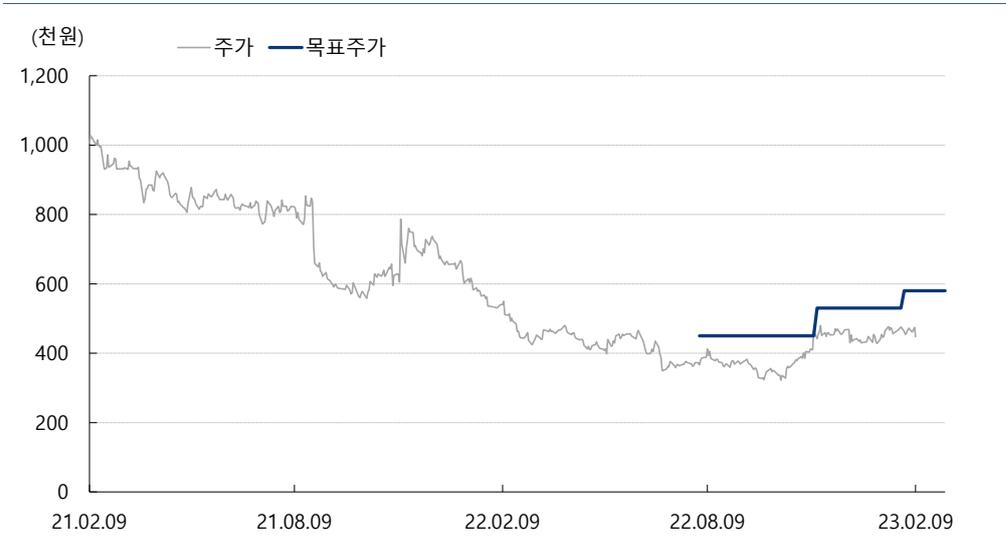
12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
EPS	26,756	18,078	20,607	26,054	32,752
PER	34.8	35.6	21.7	17.2	13.7
BPS	143,098	143,429	158,616	179,249	206,581
PBR	6.5	4.5	2.8	2.5	2.2
EBITDAPS	40,566	21,360	29,082	29,393	37,860
EV/EBITDA	20.9	27.3	12.8	11.8	8.5
SPS	110,057	105,166	117,145	121,312	135,991
PSR	8.5	6.1	3.8	3.7	3.3
CFPS	25,414	6,586	23,597	25,292	30,231
DPS	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	42.0	-4.4	11.4	3.6	12.1
영업이익 증가율	72.2	-54.5	49.0	3.4	33.9
순이익 증가율	63.3	-32.5	14.3	26.4	25.7
수익성					
ROIC	206.1	62.1	59.5	67.3	92.7
ROA	15.8	9.2	9.6	11.1	12.4
ROE	20.8	12.6	13.6	15.4	17.0
안정성					
부채비율	29.8	45.4	40.1	38.3	35.7
순차입금비율	7.5	16.2	14.4	14.8	14.8
이자보상배율	91.9	28.5	46.2	42.7	51.7

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	450,000	(15.58)	(9.22)					
2022.08.16	매수	450,000	(22.49)	3.23					
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)					
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)					
2023.02.10	매수	580,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2022.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%

[ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하