한화투자증권

2023년 3월 24일
기업분석

엔씨소프트 (036570)

2분기까지 실적 공백 불가피

▶Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(하향): 500,000원

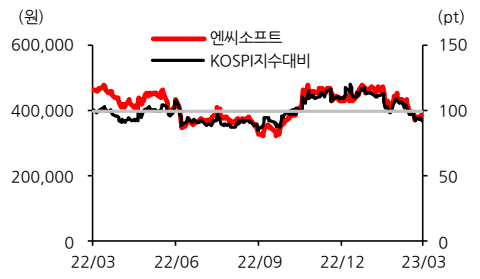
현재 주가(3/23)	380,000원
상승여력	▲31.6%
시가총액	83,425억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	480,000 / 322,500원
90 일 일평균 거래대금	456.27억원
외국인 지분율	45.0%
주주 구성	
김택진 (외 8 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-16.0	-11.5	15.2	-19.0
상대수익률(KOSPI)	-15.4	-16.3	9.3	-7.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,309	2,572	2,387	2,798
영업이익	375	559	407	573
EBITDA	469	678	579	770
지배주주순이익	397	453	404	539
EPS	18,078	22,300	19,908	26,544
순차입금	103	-619	-696	-879
PER	35.6	14.8	19.1	14.3
PBR	4.5	2.1	2.2	2.0
EV/EBITDA	30.3	9.7	13.2	9.7
배당수익률	0.9	1.8	1.5	1.5
ROE	12.6	13.6	11.1	13.5

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 기존 게임의 매출 감소로 인해 컨센서스를 하회할 것으로 전망합니다. 신작 지연과 상반기 큰 폭의 실적 부진이 예상되는 가운데 단기적인 주가 흐름은 지지부진할 것으로 판단합니다.

1분기 실적은 시장 기대치 큰 폭 하회 전망

동사의 1분기 실적으로 매출액 4980억 원, 영업이익 411억 원을 전망한다. 이는 영업이익 기준 컨센서스를 57% 하회하는 수준이다. 특별한 비용 이슈는 없지만 대부분의 기존 게임 매출이 하락한 데에 따른 실적 부진이다. PC 매출액은 연말 프로모션 효과가 반영된 전분기 대비 14% 감소할 것으로 전망된다. 리니지W와 리니지2M 매출도 QoQ 각각 16%, 10% 감소할 것으로 예상한다. 다만 리니지M의 일평균 매출은 약 12억 원으로 전분기 수준을 유지할 것으로 전망한다. 인건비와 마케팅비는 일회성 요인이 제거되며 QoQ 각각 5%, 8% 줄어들 것으로 추정한다.

TL 출시는 3분기로 연기될 가능성 높아, 상반기 실적 공백

1분기 실적 공백을 어느 정도 인지하고 있었음에도 불구하고, 기존에 예상했던 수준보다 이익 레벨은 한단계 낮아졌고, 차기 최고 기대작인 TL(Throne&Liberty)의 출시도 3분기로 지연될 가능성이 높아짐에 따라 2분기 실적 부진도 불가피한 상황이다. TL의 글로벌 퍼블리셔가 아마존게임즈로 결정됨에 따라 북미/일본/유럽 지역 등은 아마존이, 기존 주력 지역인 한국/대만은 동사가 직접 퍼블리싱하는 구조가 예상된다. 조만간 진행되리라 예상되는 TL의 글로벌 마케팅 행사가 주요 모멘텀이 될 것으로 예상하지만, 북미/유럽 시장에서 유의미한 성과를 낼 수 있는 BM과 주요 컨텐츠에 대한 확인이 흥행을 위한 선결 조건으로 볼 수 있다.

목표주가 50만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 25% 하향해 50만 원으로 낮춰 제시한다. 신작 지연과 상반기 큰 폭의 실적 부진이 예상되는 가운데 단기적인 주가 흐름은 지지부진할 것으로 판단한다. 하반기 신작에 대해 막연하게 모멘텀을 부여하기 보다는 흥행 성과에 대한 기대감을 높일 수 있는 근거가 필요한 시점이다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	498.0	531.9	591.5	765.4	2,309	2,572	2,387	2,798
YoY (%)	54.2	16.8	20.7	(27.6)	(37.0)	(15.5)	(2.1)	39.7	(4.4)	11.4	(7.2)	17.2
리니지 1	26.2	25.7	25.5	29.3	24.1	24.1	26.5	28.9	134	107	103	107
리니지 2	23	23	23	25	22	23	21	21	100	94	87	93
아이온	16	14	18	20	16	17	17	18	75	68	69	72
블레이드앤소울	7	6	6	7	6	8	9	8	44	26	32	37
길드워 2	20	27	25	23	21	20	21	23	74	95	85	89
모바일&기타	671	512	473	410	370	402	459	630	1,728	2,062	1,860	2,400
Lineage M	116	141	147	113	111	117	103	126	546	516	456	469
Lineage2M	127	96	86	82	74	83	92	92	653	391	340	335
블&소 2M	24	14	8	9	7	9	18	18	54	56	52	49
리니지 W	373	224	197	177	149	158	153	167	358	971	626	525
TL							60	108			168	82
로열티	39	36	43	39	36	35	34	34	172	157	139	137
영업비용	546	506	460	501	457	469	496	557	1,934	2,013	1,980	2,225
YoY (%)	19.8	18.9	13.7	(22.7)	(16.4)	(7.3)	7.9	11.3	21.5	4.1	(1.6)	12.4
인건비	219	207	190	233	221	234	239	246	849	847	940	1025
지급수수료	259	213	205	194	164	160	177	230	708	871	731	825
마케팅비	41.8	59.9	38.9	48.1	44.2	47.8	51.6	53.7	283	189	197	209
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	41.1	62.5	95.3	208.2	375	559	407	573
YoY (%)	330.4	9.0	50.0	(56.7)	(83.2)	(49.2)	(34.0)	338.9	(54.5)	49.0	(27.2)	40.8
영업이익률 (%)	30.9	19.5	23.9	8.7	8.3	11.7	16.1	27.2	16.3	21.7	17.1	20.5
당기순이익	168.3	118.7	182.1	(16.5)	45.1	64.0	91.5	203.8	396	445	404	539
순이익률 (%)	21.3	18.9	30.1	(3.0)	9.0	12.0	15.5	26.6	17.1	17.3	16.9	19.3

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,416	2,309	2,572	2,387	2,798
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	825	375	559	407	573
EBITDA	891	469	678	579	770
순이자손익	26	35	33	41	43
외화관련손익	24	35	126	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	803	491	618	493	657
당기순이익	587	396	445	404	539
지배주주순이익	587	397	453	404	539
증가율(%)					
매출액	42.0	-4.4	11.4	-7.2	17.2
영업이익	72.2	-54.5	49.0	-27.2	40.8
EBITDA	67.6	-47.3	44.5	-14.6	33.2
순이익	63.3	-32.5	12.3	-9.1	33.3
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	34.1	16.3	21.7	17.1	20.5
EBITDA 이익률	36.9	20.3	26.3	24.2	27.5
세전이익률	33.2	21.3	24.0	20.7	23.5
순이익률	24.3	17.1	17.3	16.9	19.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	2,444	2,453	3,071	3,304	3,583
현금성자산	796	677	1,264	1,341	1,524
매출채권	282	327	223	312	341
재고자산	1	6	5	8	8
비유동자산	1,637	2,129	1,651	1,809	1,993
투자자산	1,219	1,340	690	718	747
유형자산	368	747	917	1,043	1,194
무형자산	50	42	44	48	52
자산총계	4,081	4,582	4,723	5,113	5,576
유동부채	509	663	488	588	627
매입채무	234	316	231	322	352
유동성이자부채	42	181	39	39	39
비유동부채	427	767	732	736	741
비유동이자부채	301	599	606	606	606
부채총계	937	1,431	1,220	1,325	1,368
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,424	3,709	4,129
자본조정	-160	-367	-367	-367	-367
자기주식	-431	-616	-616	-616	-616
자본총계	3,145	3,151	3,503	3,788	4,208

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	708	391	982	526	684
당기순이익	587	396	453	404	539
자산상각비	66	94	119	172	197
운전자본증감	-46	35	26	-55	-57
매출채권 감소(증가)	11	-30	108	-89	-29
재고자산 감소(증가)	0	0	1	-2	-1
매입채무 증가(감소)	3	0	-35	91	30
투자현금흐름	-696	-188	-424	-359	-413
유형자산처분(취득)	-62	-286	-246	-296	-347
무형자산 감소(증가)	0	0	-4	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-599	100	-186	-30	-31
재무현금흐름	-159	-112	-294	-119	-119
차입금의 증가(감소)	-40	249	-175	0	0
자본의 증가(감소)	-108	-361	-119	-119	-119
배당금의 지급	-108	-176	-119	-119	-119
총현금흐름	904	511	1,060	580	741
(-)운전자본증가(감소)	481	112	66	55	57
(-)설비투자	64	287	246	296	347
(+)자산매각	2	1	-4	-5	-5
Free Cash Flow	360	113	744	224	331
(-)기타투자	-401	-145	-104	28	29
잉여현금	761	258	848	196	302
NOPLAT	602	302	402	334	470
(+) Dep	66	94	119	172	197
(-)운전자본투자	481	112	66	55	57
(-)Capex	64	287	246	296	347
OpFCF	123	-3	209	154	263

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	26,756	18,078	22,300	19,908	26,544
BPS	143,098	143,429	159,471	172,465	191,598
DPS	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860
CFPS	41,161	23,268	48,260	26,438	33,762
ROA(%)	15.8	9.2	9.7	8.2	10.1
ROE(%)	20.8	12.6	13.6	11.1	13.5
ROIC(%)	43.6	16.5	18.1	13.4	17.4
Multiples(x,%)					
PER	34.8	35.6	14.8	19.1	14.3
PBR	6.5	4.5	2.1	2.2	2.0
PSR	8.5	6.1	2.8	3.5	3.0
PCR	22.6	27.6	6.8	14.4	11.3
EV/EBITDA	22.4	30.3	9.7	13.2	9.7
배당수익률	0.9	0.9	1.8	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	29.8	45.4	34.8	35.0	32.5
Net debt/Equity	-14.4	3.3	-17.7	-18.4	-20.9
Net debt/EBITDA	-50.8	22.0	-91.3	-120.3	-114.1
유동비율	479.9	369.7	629.8	561.8	571.6
이자보상배율(배)	91.9	28.5	57.4	46.5	65.5
자산구조(%)					
투하자본	44.3	50.5	55.1	55.7	55.2
현금+투자자산	55.7	49.5	44.9	44.3	44.8
자본구조(%)					
차입금	9.8	19.8	15.5	14.5	13.3
자기자본	90.2	80.2	84.5	85.5	86.7

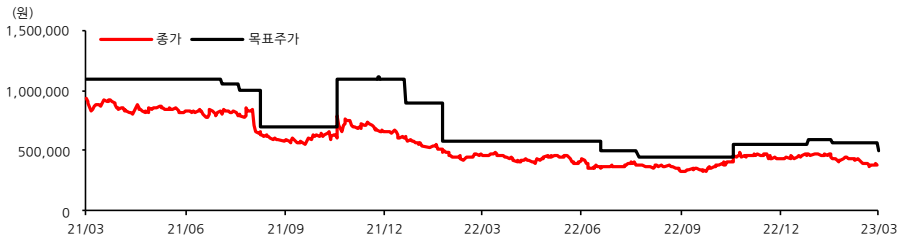
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2023 년 3 월 24 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영솔)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.07.27	2021.08.12	2021.09.01	2021.11.11	2021.11.23
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
목표가격		1,050,000	1,000,000	700,000	1,100,000	1,100,000
일 시	2021.12.07	2022.01.12	2022.02.16	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.16
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	1,100,000	900,000	580,000	580,000	580,000	580,000
일 시	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.12	2022.08.16	2022.08.25	2022.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	580,000	580,000	500,000	450,000	450,000	450,000
일 시	2022.11.11	2022.11.17	2023.01.19	2023.02.10	2023.03.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	550,000	550,000	590,000	570,000	500,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.27	Buy	1,050,000	-22.28	-19.90
2021.08.12	Buy	1,000,000	-22.96	-14.70
2021.09.01	Hold	700,000	-13.37	-6.14
2021.11.11	Buy	1,100,000	-37.64	-28.55
2022.01.12	Buy	900,000	-38.28	-31.56
2022.02.16	Hold	580,000	-24.87	-13.62
2022.07.12	Buy	500,000	-24.77	-17.60
2022.08.16	Buy	450,000	-18.73	-8.44
2022.11.11	Buy	550,000	-17.93	-12.82
2023.01.19	Buy	590,000	-21.26	-19.41
2023.02.10	Buy	570,000	-27.67	-20.61
2023.03.24	Buy	500,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2022 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%