

# 엔씨소프트 (036570)

## 블론세이브

투자의견

**HOLD** (하향)

목표주가

**210,000** 원 (하향)

현재주가

**206,500** 원 (01/16)

시가총액

**4,534** (십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 4,314억원(-21.3%yoy), 영업이익 38억원(-92.0%yoy) 컨센서스(167억원) 하회 전망
- 리니지M이 4분기 매출 1위를 유지했고, 리니지2M과 리니지W 또한 각각 n주년 업데이트 효과를 받았으나 전분기 대비 매출 감소를 상쇄한 수준으로 파악됨. 올해는 지난해보다는 MMO 경쟁이 줄어들겠지만 모바일 리니지 매출 자연감소는 불가피할 전망
- 12/7 출시된 TL은 공언한대로 낮은 강도의 BM이 적용됐으나, 출시 직후 유저 트래픽이 빠르게 감소돼 저조한 매출이 전망됨. 현재 21개였던 서버는 10개로 통합됨. 추가적인 과금 적용이 없다는 가정하에 올해 국내 TL 매출 추정치를 420억원으로 하향 조정. 올해 중순 출시로 예상되는 글로벌 TL의 매출 추정치는 약 200억원(로열티매출)
- 올해 신작은 상반기 BSS(수집형RPG), 배틀크러쉬(난투형PVP)와 하반기 프로젝트G(MMORTS) 등이 있으나, BSS를 제외한 두 신작은 올해 매출 기여도가 미미할 것으로 전망
- TL의 흥행 실패로 다음 대형 신작인 '아이온2'(2025년 출시 전망)까지 실적 공백이 우려됨. 현재 전사차원에서 비용 효율화를 통해 올해 영업이익률은 개선될 수 있겠지만, 올해 저조한 매출 성장으로 인한 실적 부진은 불가피할 전망. 이에 투자의견을 기존 BUY에서 HOLD로 하향하고, 목표주가를 34만원에서 21만원으로 하향

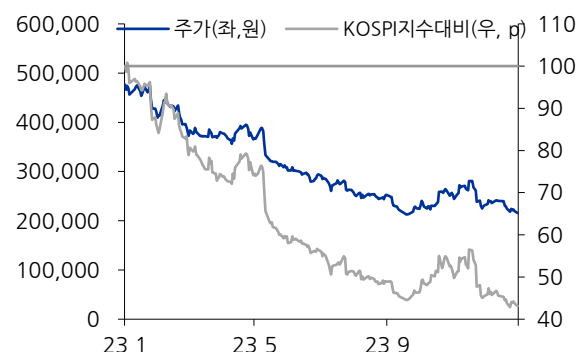
주가(원, 01/16)	206,500
시가총액(십억원)	4,534
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	480,000원
최저가	206,000원
52주 일간 Beta	1.11
3개월 일평균거래대금	374억원
외국인 지분율	39.7%
배당수익률(2023F)	3.2%
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8.2%	-24.9%	-60.7%
절대기준	-10.8%	-29.9%	-56.7%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	▼
목표주가	210,000	340,000	▼
영업이익(23)	137	145	▼
영업이익(24)	140	246	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,309	2,572	1,774	1,737
영업이익	375	559	137	140
세전손익	491	609	239	228
당기순이익	396	436	198	184
EPS(원)	18,079	20,603	8,959	8,336
증감률(%)	-32.3	14.0	-56.5	-7.0
PER(배)	11.4	10.0	23.1	24.8
ROE(%)	12.6	13.7	6.1	3.1
PBR(배)	4.5	3.1	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	30.3	13.7	17.4	18.4

자료: 유진투자증권



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>478.8</b>	<b>440.2</b>	<b>423.1</b>	<b>431.4</b>	<b>406.2</b>	<b>422.5</b>	<b>463.7</b>	<b>444.8</b>	<b>1,773.6</b>	<b>1,737.3</b>
(%yoy)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-21.3%	-15.2%	-4.0%	9.6%	3.1%	-31.0%	-2.0%
PC 게임	91.4	88.2	93.2	94.2	95.4	97.2	99.0	90.7	367.0	382.3
모바일게임	330.8	296.9	273.8	281.5	258.4	264.8	300.4	295.3	1,183.0	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	20.1	14.3	18.3	19.6	18.7	74.1	70.9
로열티	42.3	36.3	35.3	35.6	38.0	42.3	44.8	40.1	149.5	165.2
<b>영업비용</b>	<b>397.1</b>	<b>405.0</b>	<b>406.6</b>	<b>427.7</b>	<b>382.8</b>	<b>397.6</b>	<b>411.4</b>	<b>405.5</b>	<b>1,636.4</b>	<b>1,597.2</b>
(%yoy)	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-14.6%	-3.6%	-1.8%	1.2%	-5.2%	-18.7%	-2.4%
<b>영업이익</b>	<b>81.6</b>	<b>35.3</b>	<b>16.5</b>	<b>3.8</b>	<b>23.4</b>	<b>25.0</b>	<b>52.4</b>	<b>39.3</b>	<b>137.2</b>	<b>140.1</b>
(%yoy)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-92.0%	-71.3%	-29.2%	217.0%	939.2%	-75.5%	2.1%
OPM(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	5.8%	5.9%	11.3%	8.8%	7.7%	8.1%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	8.3	24.0	20.0	28.5	15.5	101.5	88.0
세전이익	141.3	39.1	46.2	12.1	47.4	45.0	80.9	54.8	238.7	228.1
<b>지배순이익</b>	<b>113.7</b>	<b>29.9</b>	<b>43.6</b>	<b>9.5</b>	<b>38.5</b>	<b>36.9</b>	<b>64.0</b>	<b>43.6</b>	<b>196.7</b>	<b>183.0</b>
(%yoy)	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑자전환	-66.2%	23.6%	46.7%	359.6%	-56.5%	-7.0%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2308.8	2571.8	1773.6	1737.3
영업이익	375.2	559.0	137.2	140.1
세전이익	491.3	624.0	238.7	228.1
지배순이익	396.9	452.3	196.7	183.0
EPS(원)	18,079	20,603	8,959	8,336
PER(배)	11.4	10.0	23.1	24.8
OPM(%)	16.3%	21.7%	7.7%	8.1%
NPM(%)	17.2%	17.6%	11.1%	10.5%

자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 목표주가 변경

적용 EPS(원)	8,336	2024년 추정 EPS
적용 PER(배)	25.0	
목표주가(원)	210,000	기존 34만원 대비 38% 하향

자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

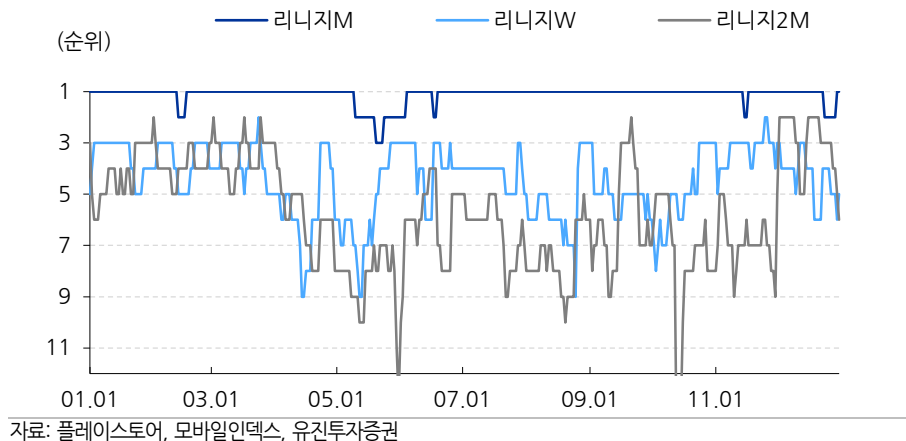
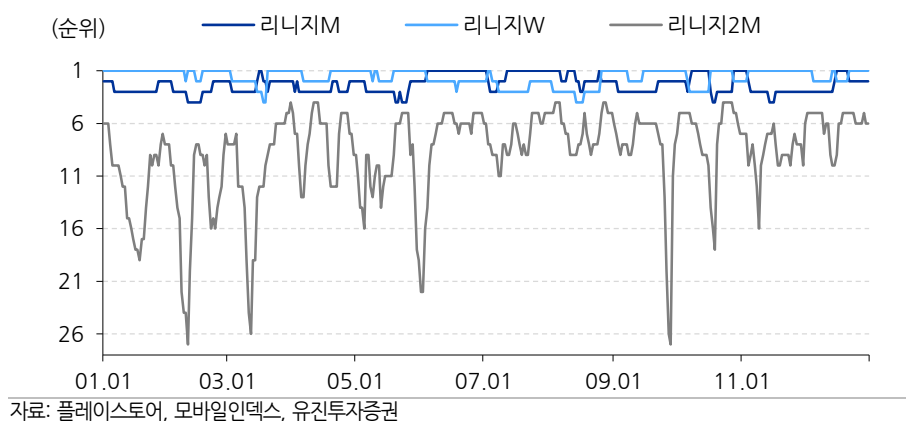


도표 5. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



## 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>4,081</b>	<b>4,582</b>	<b>4,438</b>	<b>4,469</b>	<b>4,440</b>
유동자산	2,444	2,453	2,691	2,763	2,760
현금성자산	796	677	1,376	1,466	1,447
매출채권	282	327	219	189	195
재고자산	1	6	1	3	3
비유동자산	1,637	2,129	1,747	1,705	1,679
투자자산	1,219	1,340	773	804	837
유형자산	368	747	930	857	797
기타	50	42	43	44	45
<b>부채총계</b>	<b>937</b>	<b>1,431</b>	<b>1,239</b>	<b>1,173</b>	<b>1,186</b>
유동부채	509	663	515	445	454
매입채무	234	316	292	220	226
유동성이자부채	42	181	35	35	35
기타	233	166	188	190	192
비유동부채	427	767	724	728	733
비유동이자부채	301	599	593	593	593
기타	126	168	130	135	139
<b>자본총계</b>	<b>3,145</b>	<b>3,151</b>	<b>3,199</b>	<b>3,295</b>	<b>3,253</b>
지배지분	3,142	3,149	3,196	3,293	3,251
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,409	3,471	3,429
기타	(160)	(367)	(658)	(623)	(623)
비지배지분	3	2	2	2	2
<b>자본총계</b>	<b>3,145</b>	<b>3,151</b>	<b>3,199</b>	<b>3,295</b>	<b>3,253</b>
총차입금	344	780	629	629	629
순차입금	(452)	103	(748)	(838)	(818)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	<b>708</b>	<b>391</b>	<b>736</b>	<b>260</b>	<b>158</b>
당기순이익	587	396	436	198	184
자산상각비	66	94	106	75	61
기타비현금성손익	251	21	253	(75)	(156)
운전자본증감	(46)	35	50	(52)	(8)
매출채권감소(증가)	11	(30)	101	30	(6)
재고자산감소(증가)	0	(0)	5	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	3	0	0	(72)	7
기타	(60)	66	(57)	(9)	(9)
<b>투자현금</b>	<b>(696)</b>	<b>(188)</b>	<b>(392)</b>	<b>(78)</b>	<b>(79)</b>
단기투자자산감소	(599)	100	(156)	(44)	(46)
장기투자증권감소	(30)	9	20	(21)	(20)
설비투자	64	287	250	0	0
유형자산처분	2	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	(3)	(3)	(3)
<b>재무현금</b>	<b>(159)</b>	<b>(112)</b>	<b>(304)</b>	<b>(136)</b>	<b>(145)</b>
차입금증가	(40)	249	(185)	0	0
자본증가	(108)	(361)	(119)	(136)	(145)
배당금지급	108	176	119	136	145
<b>현금 증감</b>	<b>(146)</b>	<b>99</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>(66)</b>
기초현금	303	157	256	286	332
기말현금	157	256	286	332	266
Gross Cash flow	904	511	795	312	167
Gross Investment	142	253	187	86	42
<b>Free Cash Flow</b>	<b>761</b>	<b>258</b>	<b>609</b>	<b>226</b>	<b>125</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>2,416</b>	<b>2,309</b>	<b>2,572</b>	<b>1,774</b>	<b>1,737</b>
증가율(%)	0.0	(4.4)	11.4	(31.0)	(2.0)
매출원가	0	2	5	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,416</b>	<b>2,307</b>	<b>2,567</b>	<b>1,774</b>	<b>1,737</b>
판매 및 일반관리비	1,591	1,932	2,008	1,636	1,597
기타영업손익	0	21	4	(18)	(2)
<b>영업이익</b>	<b>825</b>	<b>375</b>	<b>559</b>	<b>137</b>	<b>140</b>
증가율(%)	0.0	(54.5)	49.0	(75.5)	2.1
<b>EBITDA</b>	<b>891</b>	<b>469</b>	<b>665</b>	<b>213</b>	<b>201</b>
증가율(%)	0.0	(47.3)	41.8	(68.0)	(5.3)
<b>영업외손익</b>	<b>(22)</b>	<b>116</b>	<b>50</b>	<b>101</b>	<b>88</b>
이자수익	35	49	52	67	52
이자비용	9	13	9	13	13
지분법손익	(6)	16	(8)	0	2
기타영업외손익	(42)	65	16	47	47
<b>세전순이익</b>	<b>803</b>	<b>491</b>	<b>609</b>	<b>239</b>	<b>228</b>
증가율(%)	0.0	(38.8)	24.0	(60.8)	(4.4)
법인세비용	217	96	173	40	44
<b>당기순이익</b>	<b>587</b>	<b>396</b>	<b>436</b>	<b>198</b>	<b>184</b>
증가율(%)	0.0	(32.5)	10.2	(54.5)	(7.3)
지배주주지분	587	397	436	198	103
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(54.6)	(48.0)
비지배지분	(1)	(1)	0	1	81
<b>EPS(원)</b>	<b>26,720</b>	<b>18,079</b>	<b>20,603</b>	<b>8,959</b>	<b>8,336</b>
증가율(%)	63.3	(32.3)	14.0	(56.5)	(7.0)
수정EPS(원)	26,720	18,079	20,603	8,959	8,336
증가율(%)	63.3	(32.3)	14.0	(56.5)	(7.0)

## 주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	26,720	18,079	20,603	8,959	8,336
BPS	143,098	143,429	145,587	149,997	148,081
DPS	8,550	5,860	6,680	6,600	6,600
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	28.6	11.4	10.0	23.1	24.8
PBR	6.5	4.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	22.4	30.3	5.7	17.4	18.4
배당수익율	0.9	0.9	3.2	3.2	3.2
PCR	22.6	27.6	5.7	14.5	27.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	34.1	16.3	21.7	7.7	8.1
EBITDA이익율	36.9	20.3	25.9	12.0	11.6
순이익율	24.3	17.1	17.0	11.2	10.6
ROE	20.8	12.6	13.7	6.1	3.1
ROIC	43.6	16.5	20.1	6.0	6.0
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(14.4)	3.3	(23.4)	(25.4)	(25.1)
유동비율	479.9	369.7	522.2	620.9	608.3
이자보상배율	91.9	28.5	59.0	10.5	10.7
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4
매출채권회전율	8.8	7.6	9.4	8.7	9.0
재고자산회전율	1,733.4	651.1	653.2	875.4	669.6
매입채무회전율	11.3	8.4	8.5	6.9	7.8

### 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 제 3자에게 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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

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

(2023.12.31 기준)

