

엔씨소프트 (036570)

바닥 탈출

3Q23 Review

매출액 4,231억원(YoY -30%), 영업이익 165억원(YoY -89%), 지배순이익 436억원(YoY -76%). 시장기대치 하회

게임별로, 리니지M 1,196억원(YoY -18%), 리니지2M 549억원(YoY -36%), 리니지W 901억원(YoY -54%), PC 온라인 게임 932억원(YoY -4%). 신작이 부재한 가운데 출시 오래된 기존 게임 매출의 자연감소 및 마케팅비 증가로 영업이익(률) 급감

4분기 및 2024년 전망

11월 리니지2M 4주년, 리니지W 2주년 업데이트 등으로 인해 매출 회복 전망. 12월 7일 국내 출시 예정인 PC게임 'TL'은 최근 국내 출시된 MMORPG의 부재로 대기 수요가 높은 상태, 현재의 낮은 시장 기대치를 상회하는 트랙픽 & 매출 발생 기대

2024년 아마존을 통한 'TL' 콘솔/PC게임의 글로벌 출시가 예정되어 있고, 'BSS'(수집형 RPG, 24년 상반기, 모바일/PC), '배틀크러쉬'(난투형 대전액션, 24년 상반기, 모바일/닌텐도), '프로젝트G'(MMORPG, 24년 하반기, 모바일/PC) 출시 예정, 2024년에는 매출 성장 및 영업이익(률) 개선 기대

투자의견 BUY, 목표주가 35만원 유지

지난 1년여간 신작 부재와 기존 게임 매출 감소로 영업이익(률)이 지속 감소했으나, 향후 신작 출시가 본격화됨에 따라, 실적 하향세는 턱어라운드 할 것으로 예상. 현재 동사의 순현금 1조원, 자사주 0.4조원, 투자자산(넷마블 등) 1.2조원, 합산 2.6조원으로 연간 약 2조원의 매출을 발생시키는 리니지 등 동사의 글로벌 IP 가치는 3조원(시가총액 5.7조원 - 2.6조원) 수준까지 절하되고 있는 상황임. 신작 흥행 시 기업가치 리레이팅 기대

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,231	-30.0	-3.9	4,328	-2.2
영업이익	165	-88.6	-53.1	228	-27.6
세전계속사업이익	462	-81.5	18.1	379	21.8
지배순이익	436	-76.0	46.0	290	50.1
영업이익률 (%)	3.9	-20.0 %pt	-4.1 %pt	5.3	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	10.3	-19.8 %pt	+3.5 %pt	6.7	+3.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	23,088	25,718	18,106	20,849
영업이익	3,752	5,590	1,816	3,622
지배순이익	3,969	4,357	2,520	3,815
PER	44.3	21.7	23.0	15.2
PBR	5.2	2.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	34.7	11.5	14.1	7.8
ROE	12.6	13.7	7.9	11.4

자료: 유안타증권



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 350,000원 (M)

현재주가 (11/09) 264,500원

상승여력 32%

시가총액	58,068억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	272억원
60일 평균 거래량	110,929주
52주 고/저	479,500원 / 212,500원
외인지분율	41.19%
배당수익률	1.49%
주요주주	김택진 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.6	0.8	(35.6)
상대	22.7	8.2	(35.7)
절대 (달러환산)	27.4	1.2	(33.0)

엔씨소프트 실적 전망

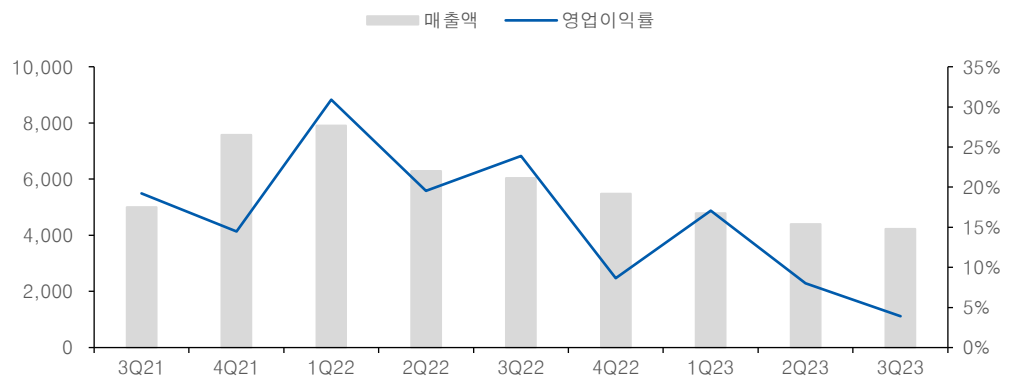
(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,903	6,293	6,042	5,479	4,788	4,402	4,231	4,684	23,088	25,718	18,106	20,849
YoY	54%	17%	21%	-28%	-39%	-30%	-30%	-15%	-4%	11%	-30%	15%
Lineage 1	262	257	255	293	245	243	264	240	1,341	1,067	992	939
Lineage 2	235	226	234	246	215	230	205	197	997	941	847	804
Aion	161	142	175	205	176	158	193	190	749	683	717	681
Blade & Soul	70	61	59	72	73	58	60	54	436	263	246	233
Guild War 2	203	272	248	227	204	192	210	221	737	950	827	770
Royalty Sales	388	360	433	389	423	363	353	370	1,724	1,570	1,508	1,421
기타	177	222	265	237	143	190	208	244	999	901	784	808
리니지 M	1,159	1,412	1,465	1,128	1,301	1,278	1,196	1,216	5,459	5,165	4,991	4,792
리니지2M	1,274	962	856	823	731	620	549	576	6,526	3,915	2,476	2,105
리니지 W	3,732	2,236	1,971	1,769	1,226	1,028	901	955	3,576	9,708	4,110	3,659
Blade & Soul 2	242	142	81	91	50	43	92	102	544	556	287	258
신작	-	-0	-0	-	-	-	-	-	-	-	-	1,200
TL	-	-	-	-	-	-	-	320	-	-	320	1,979
비용총계	5,461	5,063	4,598	5,005	3,971	4,050	4,066	4,203	19,336	20,128	16,290	17,227
인건비	2,185	2,066	1,897	2,326	2,119	2,085	1,983	2,063	8,495	8,474	8,250	8,047
광고선전비	418	599	389	481	49	122	277	420	2,826	1,886	867	1,024
감가상각비	266	268	267	260	279	279	293	278	936	1,060	1,128	1,130
매출변동비 및 기타	2,593	2,130	2,045	1,938	1,525	1,564	1,514	1,442	7,079	8,707	6,044	7,025
영업이익	2,442	1,230	1,444	474	816	353	165	481	3,752	5,590	1,816	3,622
영업이익률	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	10.3%	16.3%	21.7%	10.0%	17.4%
YoY	330%	9%	50%	-57%	-67%	-71%	-89%	2%	-55%	49%	-68%	99%

자료: 유안타증권 리서치센터

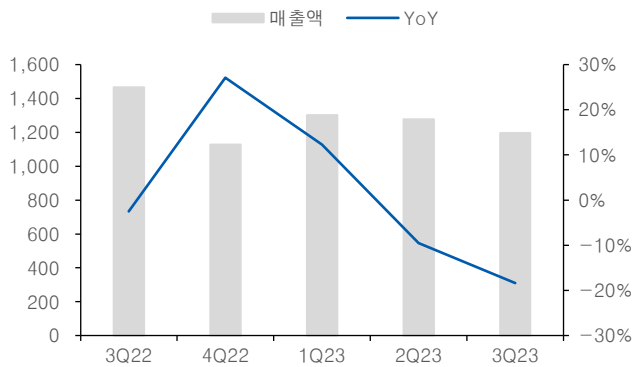
엔씨소프트 매출액 & 영업이익률 추이

(단위: 억원)



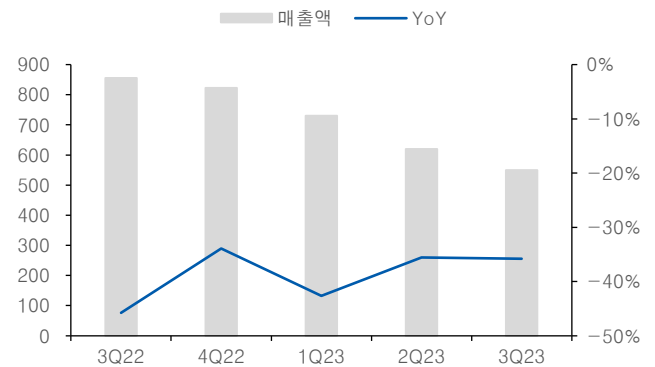
자료: 엔씨소프트

리니지 M 매출액 & YoY 성장률



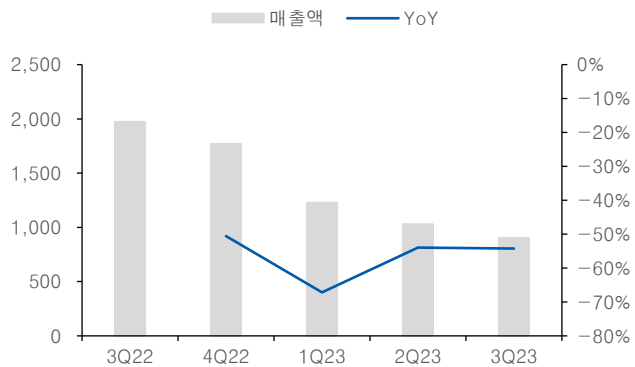
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

리니지 2M 매출액 & YoY 성장률



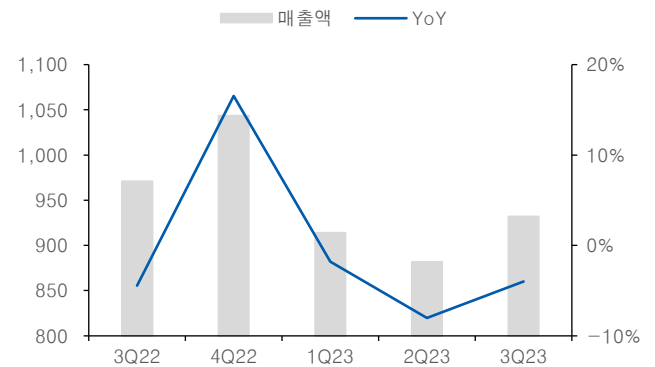
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

리니지 W 매출액 & YoY 성장률



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC게임 매출액 & YoY 성장률



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	23,088	25,718	18,106	20,849	22,708
매출원가	19	50	0	0	0
매출총이익	23,070	25,668	18,106	20,849	22,708
판매비	19,317	20,078	16,290	17,227	17,998
영업이익	3,752	5,590	1,816	3,622	4,711
EBITDA	4,689	6,649	2,937	4,710	5,786
영업외손익	1,161	500	1,214	1,511	1,468
외환관련손익	113	922	-118	110	-94
이자손익	152	375	702	747	908
관계기업관련손익	158	-81	1	-2	-2
기타	737	-716	629	656	656
법인세비용차감전순이익	4,913	6,091	3,030	5,133	6,179
법인세비용	956	1,731	489	1,283	1,432
계속사업순이익	3,957	4,360	2,541	3,850	4,746
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,957	4,360	2,541	3,850	4,746
지배지분순이익	3,969	4,357	2,520	3,815	4,704
포괄순이익	3,676	1,666	1,914	4,614	5,511
지배지분포괄이익	3,685	1,664	1,918	4,690	5,601

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,911	7,360	1,034	1,509	2,661
당기순이익	3,957	4,360	2,541	3,850	4,746
감가상각비	925	1,040	1,103	1,072	1,059
외환손익	-83	22	35	-110	94
종속, 관계기업관련손익	20	58	4	2	2
자산부채의 증감	352	495	-1,918	-3,613	-3,549
기타현금흐름	-1,261	1,385	-731	308	308
투자활동 현금흐름	-1,881	-3,922	968	4,076	-1,686
투자자산	-1,097	5,358	342	957	-334
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,866	-2,497	-1,610	-800	-1,000
유형자산 감소	5	3	2	0	0
기타현금흐름	2,077	-6,787	2,234	3,919	-353
재무활동 현금흐름	-1,124	-3,037	-2,691	-1,149	-1,212
단기차입금	-10	-59	-51	44	31
사채 및 장기차입금	4,376	-1,457	-814	164	114
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,762	-1,190	-1,357	-1,357	-1,357
기타현금흐름	-3,728	-331	-470	0	0
연결범위변동 등 기타	80	-105	-266	-211	3,176
현금의 증감	987	296	-955	4,226	2,939
기초 현금	1,573	2,559	2,856	1,900	6,126
기말 현금	2,559	2,856	1,900	6,126	9,065
NOPLAT	3,752	5,590	1,816	3,622	4,711
FCF	1,045	4,863	-576	709	1,661

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

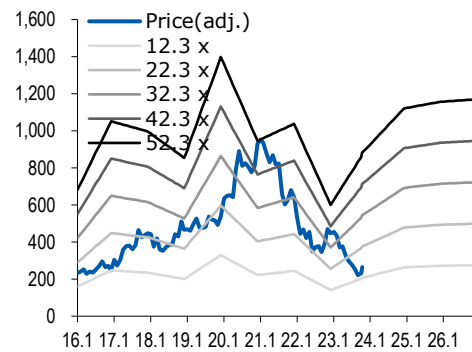
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	24,526	26,911	24,137	29,474	33,851
현금및현금성자산	2,559	2,856	1,900	6,126	9,065
매출채권 및 기타채권	3,268	2,194	1,728	1,933	2,112
재고자산	64	15	16	19	21
비유동자산	21,293	17,466	19,091	17,187	17,595
유형자산	7,473	9,302	10,341	10,069	10,010
관계기업등 지분관련자산	546	262	224	213	232
기타투자자산	11,468	5,117	5,419	4,474	4,788
자산총계	45,819	44,376	43,229	46,660	51,445
유동부채	6,634	5,153	6,191	6,203	6,630
매입채무 및 기타채무	3,162	2,917	3,321	3,221	3,509
단기차입금	52	0	0	0	0
유동성장기부채	1,400	0	1,250	1,450	1,500
비유동부채	7,673	7,237	5,236	5,397	5,601
장기차입금	600	600	600	600	600
사채	3,491	3,494	1,095	1,095	1,095
부채총계	14,307	12,391	11,426	11,600	12,231
지배지분	31,488	31,962	31,762	34,986	39,097
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	30,715	34,094	35,136	37,595	40,942
비지배지분	24	23	40	75	117
자본총계	31,512	31,985	31,803	35,060	39,215
순차입금	-12,820	-18,021	-16,634	-21,506	-25,523
총차입금	7,802	6,286	5,421	5,629	5,774

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	19,847	11,477	17,379	21,426
BPS	155,059	157,391	156,407	172,279	192,527
EBITDAPS	21,360	30,288	13,380	21,456	26,354
SPS	105,166	117,144	82,471	94,967	103,436
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680
PER	44.3	21.7	23.0	15.2	12.3
PBR	5.2	2.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	34.7	11.5	14.1	7.8	5.6
PSR	7.6	3.7	3.2	2.8	2.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	-4.4	11.4	-29.6	15.2	8.9
영업이익 증가율 (%)	-54.5	49.0	-67.5	99.5	30.0
지배순이익 증가율 (%)	-32.4	9.8	-42.2	51.4	23.3
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.3	21.7	10.0	17.4	20.7
지배순이익률 (%)	17.2	16.9	13.9	18.3	20.7
EBITDA 마진 (%)	20.3	25.9	16.2	22.6	25.5
ROIC	62.1	55.1	19.3	30.4	41.0
ROA	9.2	9.7	5.8	8.5	9.6
ROE	12.6	13.7	7.9	11.4	12.7
부채비율 (%)	45.4	38.7	35.9	33.1	31.2
순차입금/자기자본 (%)	-40.7	-56.4	-52.4	-61.5	-65.3
영업이익/금융비용 (배)	28.5	59.0	14.7	27.3	34.4

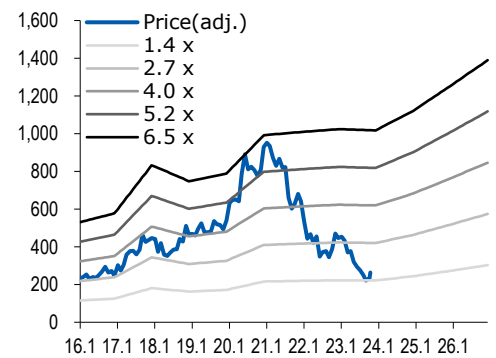
P/E band chart

(천원)

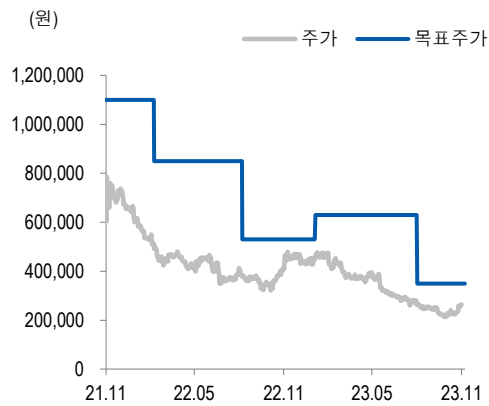


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-10	BUY	350,000	1년		
2023-08-10	BUY	350,000	1년		
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53
2022-02-16	BUY	850,000	1년	-50.17	-41.06
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년	-41.75	-22.45

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.