

엔씨소프트 (036570)

9회말 등판한 TL

투자의견

BUY(유지)

목표주가

340,000 원(유지)

현재주가

264,500 원(11/09)

시가총액

5,807 (십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 4,231억원, 영업이익 165억원 기록. 당사 추정치(221억원) 및 시장 컨센서스(233억원) 하회
- 블레이드앤소울2가 대만/일본 지역 확장으로 매출 반등을 보였으나, 국내 모바일게임 시장 하향 및 경쟁작 출시로 모바일 리니지 일매출은 전분기에 이어 다시 한번 감소
- 영업비용에서는 인건비가 다소 줄었으나, 불소2 지역확장 및 길드워2 확장팩 출시 등으로 마케팅 비용이 전분기 대비 증가하며 저조한 영업이익 기록
- 4분기 LW, L2M 2주년, 4주년 업데이트 효과 및 대형 경쟁 신작 부재로 모바일 리니지 매출은 반등 예상. 다만 국내 TL 출시로 인한 마케팅 비용 증가로 인해 영업이익은 부진할 것으로 전망
- 12/7 국내에서 TL의 정식 출시 확정. TL의 국내 매출은 PC부문으로 내년도 출시 예정인 글로벌은 로열티부문으로 반영. 2024년 국내와 글로벌 합산 매출액은 약 2,200원 추정

주가(원, 11/09)	264,500
시가총액(십억원)	5,807
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	481,000원
최저가	212,500원
52주 일간 Beta	1.18
3개월 일평균거래대금	272억원
외국인 지분율	41.2%
배당수익률(2023F)	2.5%

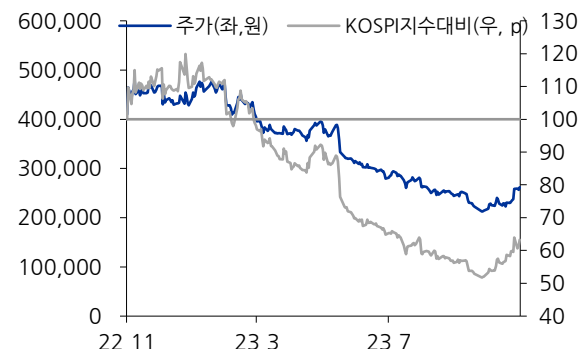
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	22.8%	-29.6%	-35.8%
절대기준	23.6%	-32.9%	-35.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	340,000	340,000	-
영업이익(23)	145	148	▼
영업이익(24)	244	245	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,309	2,572	1,789	2,008
영업이익	375	559	145	244
세전손익	491	609	247	320
당기순이익	396	436	197	261
EPS(원)	18,078	19,847	8,911	11,860
증감률(%)	-32.4	9.8	-55.1	33.1
PER(배)	35.6	22.6	29.7	22.3
ROE(%)	12.6	13.7	6.0	7.8
PBR(배)	4.5	3.1	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	30.3	13.7	22.5	15.8

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	423.1	447.0	2,571.8	1,789.1
(%yoy)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-18.4%	11.4%	-30.4%
PC 게임	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	88.2	93.2	101.9	390.4	374.6
모바일게임	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	296.9	273.8	289.4	1,934.3	1,190.9
리니지 M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	119.6	120.5	516.5	498.0
리니지 2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	54.9	59.8	391.5	249.8
리니지 W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	90.1	101.2	970.8	416.7
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	19.0	20.8	20.1	90.1	74.1
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	35.6	157.0	149.5
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	408.6	455.4	2,012.8	1,666.1
(%yoy)	19.8%	18.9%	13.7%	-22.7%	-27.3%	-20.0%	-11.1%	-9.0%	4.1%	-17.2%
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	16.5	11.8	559.0	145.2
(%yoy)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-75.1%	49.0%	-74.0%
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	2.6%	21.7%	8.1%
영업외손익	-11.0	40.1	105.9	-70.0	59.7	3.8	29.7	8.3	65.0	101.5
세전이익	233.2	163.1	250.4	-22.6	141.3	39.1	46.2	20.1	624.0	246.7
지배순이익	168.9	118.6	181.8	-17.0	113.7	29.9	43.6	15.8	452.3	203.0
(%yoy)	108.8%	25.6%	82.3%	적자전환	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑자전환	14.0%	-55.1%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2308.8	2571.8	1789.1	2007.7
영업이익	375.2	559.0	145.2	243.6
세전이익	491.3	624.0	246.7	319.7
지배순이익	396.9	452.3	203.0	260.4
EPS(원)	18,078	19,847	8,911	11,860
PER(배)	35.6	22.6	29.7	22.3
OPM(%)	16.3%	21.7%	8.1%	12.1%
NPM(%)	17.2%	17.6%	11.3%	13.0%

자료: 유진투자증권

도표 3. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

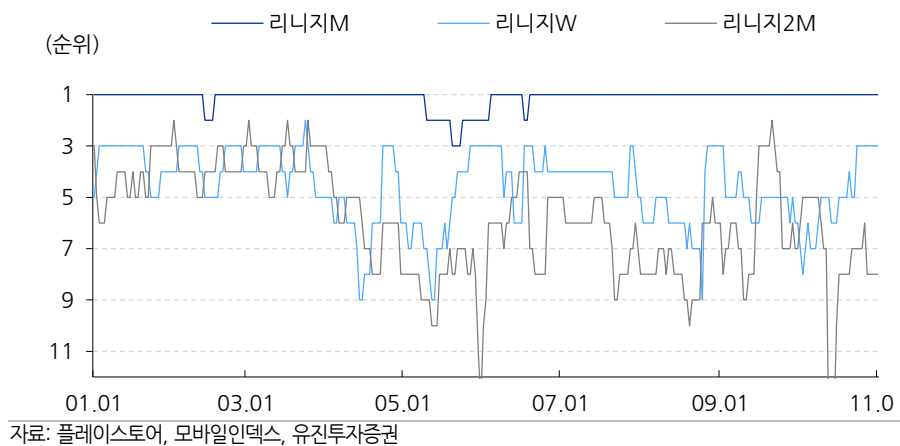
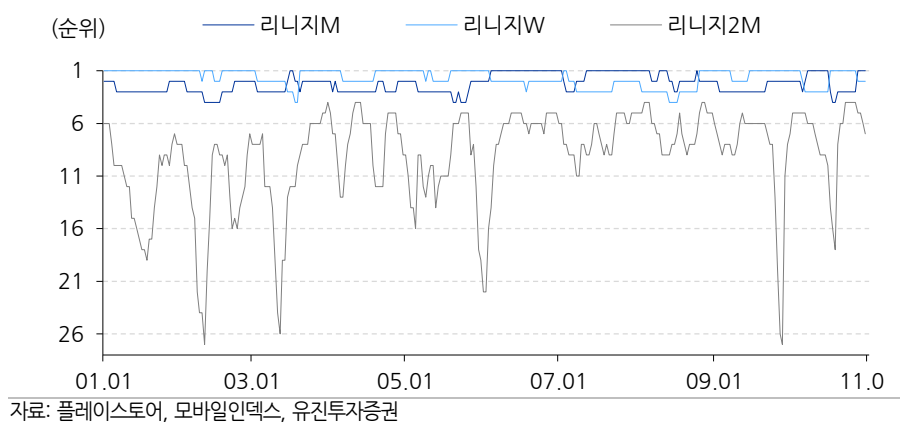


도표 4. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	4,081	4,582	4,438	4,474	4,624
유동자산	2,444	2,453	2,691	2,769	2,945
현금성자산	796	677	1,376	1,465	1,606
매출채권	282	327	219	196	220
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
부채총계	937	1,431	1,239	1,181	1,215
유동부채	509	663	515	453	483
매입채무	234	316	292	227	255
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
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,293	3,409
지배지분	3,142	3,149	3,196	3,291	3,406
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,409	3,469	3,585
기타	(160)	(367)	(658)	(623)	(623)
비지배지분	3	2	2	2	2
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,293	3,409
총차입금	344	780	629	629	629
순차입금	(452)	103	(748)	(837)	(977)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	708	391	736	259	318
당기순이익	587	396	436	197	261
자산상각비	66	94	106	75	61
기타비현금성손익	251	21	253	(76)	(87)
운전자본증감	(46)	35	50	(51)	(6)
매출채권감소(증가)	11	(30)	101	23	(24)
재고자산감소(증가)	0	(0)	5	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	3	0	0	(64)	28
기타	(60)	66	(57)	(9)	(9)
투자현금	(696)	(188)	(392)	(78)	(79)
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)
재무현금	(159)	(112)	(304)	(136)	(145)
차입금증가	(40)	249	(185)	0	0
자본증가	(108)	(361)	(119)	(136)	(145)
배당금지급	108	176	119	136	145
현금 증감	(146)	99	30	45	94
기초현금	303	157	256	286	330
기말현금	157	256	286	330	425
Gross Cash flow	904	511	795	310	324
Gross Investment	142	253	187	85	39
Free Cash Flow	761	258	609	225	285

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,416	2,309	2,572	1,789	2,008
증가율(%)	0.0	(4.4)	11.4	(30.4)	12.2
매출원가	0	2	5	0	0
매출총이익	2,416	2,307	2,567	1,789	2,008
판매 및 일반관리비	1,591	1,932	2,008	1,644	1,764
기타영업손익	0	21	4	(18)	7
영업이익	825	375	559	145	244
증가율(%)	0.0	(54.5)	49.0	(74.0)	67.7
EBITDA	891	469	665	221	305
증가율(%)	0.0	(47.3)	41.8	(66.8)	38.2
영업외손익	(22)	116	50	101	76
이자수익	35	49	52	67	33
이자비용	9	13	9	13	13
지분법손익	(6)	16	(8)	0	2
기타영업외손익	(42)	65	16	47	54
세전순이익	803	491	609	247	320
증가율(%)	0.0	(38.8)	24.0	(59.5)	29.6
법인세비용	217	96	173	49	59
당기순이익	587	396	436	197	261
증가율(%)	0.0	(32.5)	10.2	(54.8)	32.1
지배주주지분	587	397	436	196	260
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(55.1)	33.1
비지배지분	(1)	(1)	0	2	0
EPS(원)	26,756	18,078	19,847	8,911	11,860
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(55.1)	33.1
수정EPS(원)	26,756	18,078	19,847	8,911	11,860
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(55.1)	33.1

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	19,847	8,911	11,860
BPS	143,098	143,429	145,587	149,901	155,161
DPS	8,550	5,860	6,680	6,600	6,600
밸류에이션(배, %)					
PER	34.8	35.6	13.3	29.7	22.3
PBR	6.5	4.5	1.8	1.8	1.7
EV/ EBITDA	22.4	30.3	7.6	22.5	15.8
배당수익율	0.9	0.9	2.5	2.5	2.5
PCR	22.6	27.6	7.3	18.7	17.9
수익성(%)					
영업이익율	34.1	16.3	21.7	8.1	12.1
EBITDA이익율	36.9	20.3	25.9	12.3	15.2
순이익율	24.3	17.1	17.0	11.0	13.0
ROE	20.8	12.6	13.7	6.0	7.8
ROIC	43.6	16.5	20.1	6.1	10.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(14.4)	3.3	(23.4)	(25.4)	(28.7)
유동비율	479.9	369.7	522.2	611.3	610.0
이자보상배율	91.9	28.5	59.0	11.1	18.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4
매출채권회전율	8.8	7.6	9.4	8.6	9.6
재고자산회전율	1,733.4	651.1	653.2	863.5	714.6
매입채무회전율	11.3	8.4	8.5	6.9	8.3

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%

(2023.09.30 기준)

