



엔씨소프트 (036570)

3박자가 맞아 떨어졌다

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 550,000원

현재 주가(11/10)	410,000원
상승여력	▲34.1%
시가총액	90,011억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	786,000 / 322,500원
90 일 일평균 거래대금	336.67억원
외국인 지분율	43.1%

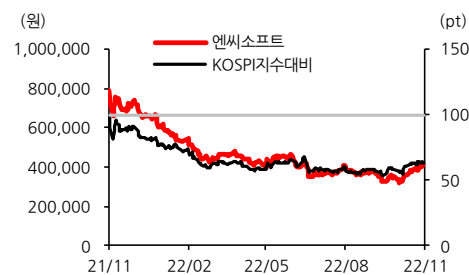
주주 구성	
김택진 (외 7 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.5	4.2	0.5	-32.2
상대수익률(KOSPI)	9.9	7.4	8.0	-14.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,416	2,309	2,574	2,695
영업이익	825	375	594	634
EBITDA	891	469	724	807
지배주주순이익	587	397	563	558
EPS	26,756	18,078	27,744	27,478
순차입금	-452	103	-661	-868
PER	34.8	35.6	14.8	14.9
PBR	6.5	4.5	2.5	2.2
EV/EBITDA	22.4	30.3	11.5	10.1
배당수익률	0.9	0.9	1.4	1.4
ROE	20.8	12.6	16.7	14.6

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 리니지 W 와 리니지 M 의 매출 호조로 컨센서스를 크게 상회했습니다. 1) 안정적인 기존 실적, 2) TL 출시 모멘텀, 3) 낮은 밸류에이션까지 3 박자가 맞아 떨어진 시점이라고 판단합니다.

3분기 실적은 시장 기대치 큰 폭 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 6042억 원, 영업이익 1444억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 39% 상회했다. 우려했던 시장의 예상과 다르게 주요 모바일 게임이 호조세를 나타냈다. 리니지M의 일평균 매출은 약 16억 원을 기록하며 크게 반등한 전분기 대비로도 증가했고, 출시 후 4개 분기가 지난 리니지W 매출은 QoQ 12% 감소에 그쳤다. 인건비는 특이 사항 없이 QoQ 8% 감소했고, 마케팅비는 신작 및 대규모 프로모션 부재로 인해 QoQ 35% 감소했다. 신작 부재에도 불구하고 라이브 게임 매출의 견조세와 효율적인 비용 집행으로 인해 영업이익이 QoQ 17% 증가한 호실적을 시현했다.

4Q 모바일 매출 견조하지만, 글로벌 신작 대규모 마케팅 예상

신작 기여가 없는 동안은 기존 모바일 게임들의 매출 등락에 따라 이익 추세가 이어질 것으로 예상된다. 4분기 리니지M은 업데이트 효과가 반영된 3분기 대비 20% 감소할 것으로 예상하지만, 출시 1주년 업데이트를 진행한 리니지W는 QoQ 11% 감소에 그칠 것으로 전망한다. 이는 동사 과거 게임들의 매출 하락 흐름보다 가장 견조한 수준이다. 다만 내년 신작 관련 글로벌 마케팅이 연말부터 시작되어 4분기 영업이익은 826억 원으로 QoQ 43% 감소할 것으로 전망한다. 내년 이후 신작은 TL을 포함해 총 5종이다. TL을 제외한 그 어떤 기대감도 시장 기대치에 반영되어 있지 않다는 점은 긍정적이다. 조만간 TL 관련 퍼블리셔와 출시일자가 확정된다면 기대감이 높아질 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 유지 목표주가 55만 원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 55만 원으로 상향한다. 목표주가 산정 기준을 '23E'로 변경했고 목표배수 PER 20배를 적용했다. 올해와 내년 영업이익 전망치를 기존 대비 각각 6%, 5% 상향했다. 1) 신작 공백기에도 안정적인 이익 레벨을 유지하고, 2) 신작 관련 본격적인 출시 모멘텀이 연말 연초에 반영될 것으로 예상하며, 3) 현재 밸류에이션도 내년 기준 15배로 업종 내에서 가장 편안하다. 매수 대응이 유효하다고 판단한다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	512.5	538.5	500.6	757.2	790.3	629.3	604.2	549.8	2,416	2,309	2,574	2,695
YoY (%)	(29.9)	(0.0)	(14.4)	34.9	54.2	16.8	20.7	(27.4)	42.0	(4.4)	11.5	4.7
리니지 1	48.9	36.4	29.1	19.6	26.2	25.7	25.5	26.5	176	134	104	115
리니지 2	26	24	25	24	23	23	23	23	104	100	92	91
아이온	23	20	18	14	16	14	18	17	46	75	64	72
블레이드앤소울	14	10	10	9	7	6	6	7	72	44	26	39
길드워 2	16	16	19	22	20	27	25	23	61	74	95	87
모바일&기타	343	376	353	262	285	275	262	225	1,762	1,728	2,066	2,110
Lineage M	173	134	150	89	116	141	147	117	829	546	521	396
Lineage 2M	152	218	158	124	127	96	86	83	850	653	392	368
블&소 2M			23	32	24	14	8	9		54	55	54
리니지 W				358	373	224	197	176		358	969	630
로열티	45	43	41	43	39	36	43	37	218	172	155	168
영업비용	456	426	404	648	546	506	460	467	1,591	1,934	1,980	2,060
YoY (%)	(6.9)	29.2	10.0	60.1	19.8	18.9	13.7	(27.9)	30.2	21.5	2.4	4.1
인건비	233	186	175	256	219	207	190	216	718	849	831	870
지급수수료	147	161	152	248	259	213	205	165	683	708	842	808
마케팅비	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	59.9	38.9	58.3	127	283	199	266
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	123.0	144.4	82.6	825	375	594	634
YoY (%)	(76.5)	(46.0)	(55.8)	(30.2)	330.4	9.0	50.0	(24.5)	72.2	(54.5)	58.4	6.7
영업이익률 (%)	11.1	20.9	19.2	14.5	30.9	19.5	23.9	15.0	34.1	16.3	23.1	23.5
당기순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	168.3	118.7	182.1	96.2	587	396	566	558
순이익률 (%)	15.6	17.5	19.9	16.1	21.3	18.9	30.1	17.5	24.3	17.1	22.0	20.7

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,701	2,416	2,309	2,574	2,695
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	479	825	375	594	634
EBITDA	531	891	469	724	807
순이자손익	29	26	35	29	36
외화관련손익	38	24	35	59	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	496	803	491	742	693
당기순이익	359	587	396	566	558
지배주주순이익	358	587	397	563	558
증가율(%)					
매출액	-0.8	42.0	-4.4	11.5	4.7
영업이익	-22.1	72.2	-54.5	58.4	6.7
EBITDA	-17.3	67.6	-47.3	54.3	11.6
순이익	-14.8	63.3	-32.5	43.0	-1.4
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	28.2	34.1	16.3	23.1	23.5
EBITDA 이익률	31.2	36.9	20.3	28.1	30.0
세전이익률	29.2	33.2	21.3	28.8	25.7
순이익률	21.1	24.3	17.1	22.0	20.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	392	708	391	1,053	696
당기순이익	359	587	396	563	558
자산상각비	52	66	94	129	173
운전자본증감	-71	-46	35	40	-39
매출채권 감소(증가)	-106	11	-30	106	-103
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	0	-3
매입채무 증가(감소)	3	3	0	30	123
투자현금흐름	-234	-696	-188	-368	-396
유형자산처분(취득)	-50	-62	-286	-262	-334
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	-3	-4
투자자산 감소(증가)	-177	-599	100	-87	-26
재무현금흐름	-46	-159	-112	-284	-119
차입금의 증가(감소)	86	-40	249	-165	0
자본의 증가(감소)	-122	-108	-361	-119	-119
배당금의 지급	-125	-108	-176	-119	-119
총현금흐름	560	904	511	1,084	735
(-)운전자본증감(감소)	-136	481	112	73	39
(-)설비투자	51	64	287	262	334
(+)자산매각	-2	2	1	-3	-4
Free Cash Flow	642	360	113	745	357
(-)기타투자	211	-401	-145	-97	31
잉여현금	432	761	258	842	326
NOPLAT	347	602	302	453	511
(+) Dep	52	66	94	129	173
(-)운전자본투자	-136	481	112	73	39
(-)Capex	51	64	287	262	334
OpFCF	484	123	-3	247	310

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,088	2,444	2,453	3,109	3,485
현금성자산	980	796	677	1,299	1,506
매출채권	271	282	327	227	329
재고자산	2	1	6	6	9
비유동자산	1,259	1,637	2,129	1,710	1,907
투자자산	859	1,219	1,340	762	792
유형자산	350	368	747	904	1,067
무형자산	50	50	42	44	47
자산총계	3,346	4,081	4,582	4,819	5,392
유동부채	450	509	663	482	612
매입채무	195	234	316	273	396
유동성이자부채	43	42	181	39	39
비유동부채	384	427	767	732	736
비유동이자부채	324	301	599	600	600
부채총계	834	937	1,431	1,213	1,348
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	436	433	433	433	433
이익잉여금	2,382	2,857	3,071	3,526	3,965
자본조정	-329	-160	-367	-367	-367
자기주식	-431	-431	-616	-616	-616
자본총계	2,512	3,145	3,151	3,605	4,044

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	16,315	26,756	18,078	27,744	27,478
BPS	113,836	143,098	143,429	164,142	184,139
DPS	5,220	8,550	5,860	5,860	5,860
CFPS	25,489	41,161	23,268	49,358	33,486
ROA(%)	11.4	15.8	9.2	12.0	10.9
ROE(%)	14.7	20.8	12.6	16.7	14.6
ROIC(%)	29.9	43.6	16.5	20.5	20.8
Multiples(x, %)					
PER	33.2	34.8	35.6	14.8	14.9
PBR	4.8	6.5	4.5	2.5	2.2
PSR	7.0	8.5	6.1	3.5	3.3
PCR	21.2	22.6	27.6	8.3	12.2
EV/EBITDA	21.2	22.4	30.3	11.5	10.1
배당수익률	1.0	0.9	0.9	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	33.2	29.8	45.4	33.7	33.3
Net debt/Equity	-24.4	-14.4	3.3	-18.3	-21.5
Net debt/EBITDA	-115.5	-50.8	22.0	-91.3	-107.5
유동비율	464.2	479.9	369.7	645.6	569.6
이자보상배율(배)	56.9	91.9	28.5	58.3	66.0
자산구조(%)					
투하자본	38.7	44.3	50.5	53.3	52.7
현금+투자자산	61.3	55.7	49.5	46.7	47.3
자본구조(%)					
차입금	12.7	9.8	19.8	15.0	13.6
자기자본	87.3	90.2	80.2	85.0	86.4

[Compliance Notice]

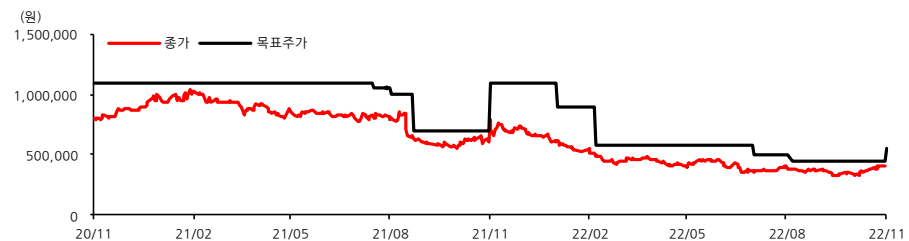
(공표일: 2022년 11월 11일)

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 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목을 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]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.11.17	2020.12.15	2021.07.27	2021.08.12	2021.09.01
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격		1,100,000	1,100,000	1,050,000	1,000,000	700,000
일 시	2021.11.11	2021.11.23	2021.12.07	2022.01.12	2022.02.16	2022.02.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	1,100,000	1,100,000	1,100,000	900,000	580,000	580,000
일 시	2022.04.11	2022.05.16	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.12	2022.08.16
투자 의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	580,000	580,000	580,000	580,000	500,000	450,000
일 시	2022.08.25	2022.10.11	2022.11.11			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	450,000	450,000	550,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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	-24.84	-17.60
2022.08.12	Buy	450,000	-18.66	-8.44
2022.11.11	Buy	550,000		

[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 추정치에 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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%