

엔씨소프트 (036570KS)

투자 의견: BUY (유지)

목표주가: 490,000 원 (하향)

Analyst 이규익

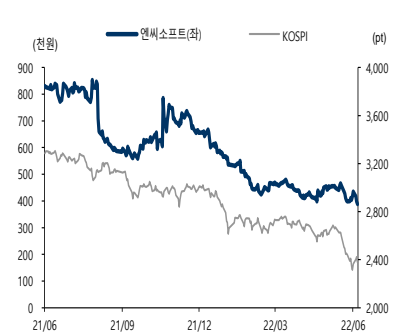
02-6923-7359

kyuikk@capefn.com

Stock Data

주가(06/29)	388,500원
액면가	500원
시가총액	8,529십억원
코스피 시총대비	0.46%
52주 최고/최저가	853,000원/388,500원
120일 평균거래대금	49십억원
외국인지분율	41.98%
주요주주	김택진 외 6인 11.99% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인 9.26%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-13.9	-41.1	-52.7
상대주가(%)	-4.4	-25.9	-34.7

예상보다 빠른 매출의 하향 안정화

예상보다 빠른 기존 게임의 매출 하향세

- 엔씨소프트의 2분기 실적은 매출액 6,073억원(YoY +12.8%, QoQ -23.2%), 영업이익 1,395억원(YoY +23.7% QoQ +42.9%)으로 당사 기존 추정치 및 컨센서스를 하회할 전망.
- 3분기까지 신작이 부재하기 때문에 실적이 감소하는 건 이미 컨센서스에 반영이 되어 있었지만 '리니지W'의 일평균 매출액이 QoQ -40% 이상, '리니지2M'의 일평균 매출액은 QoQ -20% 가량 하락할 것으로 예상되며 매출액 하락 속도가 예상보다 빠른 것으로 파악되고 있음.
- '리니지M'은 6월 초 업데이트 효과로 인해 전분기와 비슷하거나 전분기 대비 소폭 증가한 매출액을 기록할 것으로 예상.

이젠 4분기 출시 예정 신작에 주목할 필요

- 기존 게임들이 예상보다 다소 부진함에 따라 4분기에 출시를 예정하고 있는 신작들의 중요성이 더욱 높아짐. 우선 4분기 초반 '리니지W' 2권역, '블레이드 앤 소울2' 아시아 권역 출시가 예정되어 있음. 실적 하향세를 일부 방어해줄 것으로 예상되지만 기대 수준이 높지는 않음.
- 동사의 올해 최대 기대작인 'TL'의 개발도 문제없이 진행되고 있는 것으로 파악. 다만 올해 출시 되더라도 12월 말이 될 가능성이 높을 것으로 예상되어 매출 추정치는 23년 1분기부터 반영. 적절한 BM만 적용된다면 장기 흥행 가능성도 클 것으로 기대.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 49만원으로 하향

- '리니지W' 및 '리니지2M'의 매출 하향 안정화 속도가 예상보다 빠르다는 점을 반영하여 EPS 추정치를 하향했으며 목표주가도 61만원에서 49만원으로 하향 조정. 목표주가는 12M FWD EPS 19,357원에 동사에 부여하던 기존 멀티플 25배를 적용하여 산출.
- 모바일 리니지 게임들의 매출 하향 안정화 속도가 예상보다는 빠르지만 'TL'의 글로벌 흥행 가능성 여전히 높다고 판단하고 있으며, 내년 '프로젝트 E, M, R' 및 '블레이드앤소울 S' 등 다양한 장르의 신작을 준비하고 있다는 점을 감안하면 기존 멀티플 적용은 무리가 없다고 판단.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	(십억원)	2,416	2,309	2,611	2,800	2,355
영업이익	(십억원)	825	375	579	721	399
영업이익률	(%)	34.1	16.3	22.2	25.7	16.9
지배주주순이익	(십억원)	587	397	464	604	354
EPS	(원)	26,756	18,078	21,119	27,496	16,118
증감률	(%)	63.9	-32.4	16.8	30.2	-41.4
PER	(배)	34.8	35.6	18.9	14.5	24.7
PBR	(배)	5.7	3.7	2.2	2.0	1.9
ROE	(%)	20.8	12.6	14.3	16.9	9.0
EV/EBITDA	(배)	21.0	27.4	11.6	9.2	15.3
순차입금	(십억원)	-1,776	-1,282	-1,619	-2,096	-2,306
부채비율	(%)	29.8	45.4	37.8	31.8	28.9
배당수익률	(%)	0.9	0.9	1.4	1.4	1.4

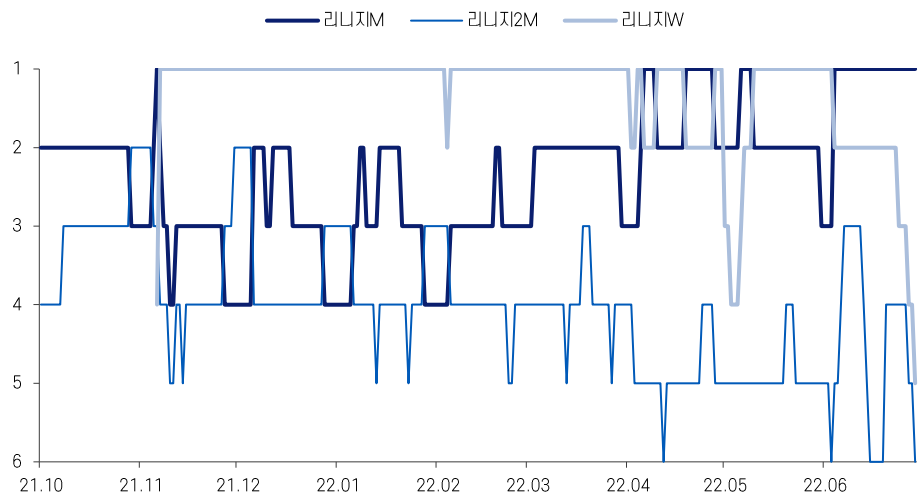
표1. 엔씨소프트 실적 테이블

(단위: 억원)

	2021	2022E	2023E	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
영업수익	23,088	26,109	28,003	7,903	6,073	5,797	6,335	7,096	7,199	7,076	6,632
PC	4,261	3,558	6,780	931	903	876	849	1,928	1,738	1,611	1,504
모바일	16,105	20,387	19,308	6,407	4,621	4,389	4,969	4,667	4,976	4,995	4,671
로열티	1,724	1,485	1,315	388	377	365	355	344	334	324	314
기타	999	678	600	177	172	167	162	157	152	148	143
영업비용	19,336	20,323	20,792	5,461	4,678	4,618	5,566	5,533	5,262	5,001	4,997
인건비	8,495	8,203	8,381	2,185	2,046	1,922	2,050	2,272	2,076	1,951	2,081
매출변동비 및 기타	7,079	8,389	8,424	2,593	1,909	1,846	2,040	2,134	2,188	2,132	1,970
마케팅비	2,826	2,656	2,871	418	455	580	1,204	852	720	637	663
감가상각비	936	1,074	1,117	266	267	270	272	275	278	281	283
영업이익	3,752	5,786	7,211	2,442	1,395	1,180	769	1,563	1,937	2,076	1,635
영업이익률	16.3%	22.2%	25.7%	30.9%	23.0%	20.3%	12.1%	22.0%	26.9%	29.3%	24.7%
지배주주순이익	3,969	4,637	6,037	1,689	1,190	1,032	726	1,342	1,609	1,711	1,374
지배주주순이익률	17.2%	17.8%	21.6%	21.4%	19.6%	17.8%	11.5%	18.9%	22.4%	24.2%	20.7%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 모바일 리니지 게임 구글플레이 매출 순위 추이



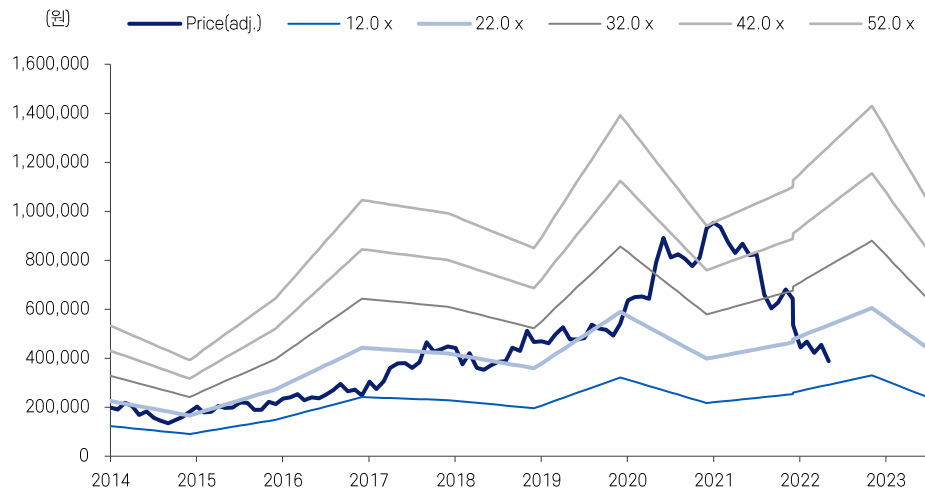
자료: 모바일인덱스, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 엔씨소프트 주요 게임 및 출시 예정 신작 정리

구분	플랫폼	게임명	출시시기
기존	PC	리니지	1998.09
		리니지2	2003.10
		아이온	2008.11
		블레이드 앤 소울	2012.06
		길드워2	2012.08
	모바일	리니지M	2017.06
		리니지2M	2019.11
		트릭스터M	2021.05
		블레이드 앤 소울 2	2021.08
		리니지W	2021.11
신작	콘솔/PC	TL	4Q22
	모바일	리니지W 2권역	4Q22
	모바일	블레이드 앤 소울 2	4Q22
	미정	Project E	2023
	미정	Project R	2023
	미정	Project M	2023
	모바일	블레이드 앤 소울S	2023
	모바일	아이온2	2024

자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 엔씨소프트 PER 밴드 차트



자료: WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,453	2,639	3,084	3,264
현금및현금성자산	256	275	638	732
매출채권 및 기타채권	327	330	333	337
재고자산	6	5	6	4
비유동자산	2,129	1,942	1,949	1,974
투자자산	1,201	1,028	1,099	1,175
유형자산	747	733	655	590
무형자산	42	47	61	74
자산총계	4,582	4,581	5,033	5,238
유동부채	663	504	497	490
매입채무 및 기타채무	316	319	316	313
단기차입금	5	5	5	5
유동성장기부채	140	0	0	0
비유동부채	767	753	718	684
사채 및 장기차입금	409	400	380	360
부채총계	1,431	1,257	1,215	1,174
지배기업소유지분	3,149	3,323	3,818	4,065
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	441	452	464
이익잉여금	3,071	3,299	3,784	4,019
기타자본	-367	-429	-429	-429
비지배지분	2	1	-0	-1
자본총계	3,151	3,324	3,818	4,064
총차입금	780	626	591	557
순차입금	-1,282	-1,619	-2,096	-2,306

포괄손익계산서				
(십억원)	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,309	2,611	2,800	2,355
증가율(%)	-4.4	13.1	7.3	-15.9
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,309	2,611	2,800	2,355
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,934	2,032	2,079	1,957
영업이익	375	579	721	399
영업이익률(%)	16.3	22.2	25.7	16.9
EBITDA	469	675	801	466
EBITDA M%	20.3	25.9	28.6	19.8
영업외손익	12	34	25	26
지분법관련손익	16	2	4	4
금융손익	104	9	49	41
기타영업외손익	-4	32	21	22
세전이익	491	621	795	466
법인세비용	96	159	192	113
당기순이익	396	462	602	353
지배주주순이익	397	464	604	354
지배주주순이익률(%)	17.2	17.8	21.6	15.0
비지배주주순이익	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	-28	-60	0	0
총포괄이익	368	403	602	353
EPS 증가율(%, 지배)	-32.4	16.8	30.2	-41.4
이자손익	15	7	11	14
총외화관련손익	11	19	0	0

현금흐름표				
(십억원)	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	391	482	672	410
영업에서 창출된 현금흐름	546	605	854	509
이자외의 수취	26	19	21	23
이자외 지급	-14	-13	-10	-10
배당금 수입	20	0	0	0
법인세부담액	-187	-130	-192	-113
투자활동 현금흐름	-188	-173	-166	-175
유동자산의 감소(증가)	225	-196	-79	-82
투자자산의 감소(증가)	-108	174	-71	-76
유형자산 감소(증가)	-286	-58	0	0
무형자산 감소(증가)	6	-6	-16	-16
재무활동 현금흐름	-112	-286	-143	-141
사채및차입금증가(감소)	437	-154	-35	-34
자본금및자본잉여금 증감	0	8	11	11
배당금 지급	-176	-119	-119	-119
외환환산으로 인한 현금변동	8	-4	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	99	19	362	94
기초현금	157	256	275	638
기말현금	256	275	638	732
FCF	105	425	672	410

주요지표				
	2021A	2022F	2023F	2024F
총발행주식수(천주)	21,954	21,954	21,954	21,954
시가총액(십억원)	14,116	8,749	8,749	8,749
주가(원)	643,000	398,500	398,500	398,500
EPS(원)	18,078	21,119	27,496	16,118
BPS(원)	171,471	179,391	201,964	213,184
DPS(원)	5,860	5,860	5,860	5,860
PER(X)	35.6	18.9	14.5	24.7
PBR(X)	3.7	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA(X)	27.4	11.6	9.2	15.3
ROE(%)	12.6	14.3	16.9	9.0
ROA(%)	9.2	10.1	12.5	6.9
ROIC(%)	57.0	61.0	79.8	47.4
배당수익률(%)	0.9	1.4	1.4	1.4
부채비율(%)	45.4	37.8	31.8	28.9
순차입금/자기자본(%)	-40.7	-48.7	-54.9	-56.7
유동비율(%)	369.7	523.6	620.7	666.1
이자보상배율(X)	28.5	52.9	71.0	41.6
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.5
매출채권 회전율	0.0	7.9	8.4	7.0
재고자산 회전율	651.1	445.8	512.8	467.5
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

엔씨소프트(036570) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-05-12	2020-07-24	2020-08-03	2020-08-13	2020-10-13	2020-11-10	
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	담당자 변경	BUY	
목표주가	810,000원	810,000원	960,000원	1,000,000원		1,100,000원	
제시일자	2021-02-08	2021-05-10	2021-08-12	2022-05-18	2022-05-23	2022-06-30	
투자의견	BUY	BUY	BUY	담당자 변경	BUY	BUY	
목표주가	1,200,000원	1,200,000원	1,050,000원		610,000원	490,000원	
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-05-12	BUY	810,000원	5.08	22.84
2020-07-24	HOLD	810,000원	-0.57	1.85
2020-08-03	BUY	960,000원	-11.58	-9.90
2020-08-13	BUY	1,000,000원	-18.66	-12.80
2020-10-13	담당자 변경		-	-
2020-11-10	BUY	1,100,000원	-18.26	-8.36
2021-02-08	BUY	1,200,000원	-27.68	-14.42
2021-08-12	BUY	1,050,000원	-45.16	-18.76
2022-05-18	담당자 변경		-	-
2022-05-23	BUY	610,000원	-29.03	-23.69
2022-06-30	BUY	490,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	비중확대 · 중립 · 비중축소	
[투자비용]	12개월	매수(97.5%) · 중립(2.5%) · 매도(0%)	* 기준일 2022.03.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 당사는 2022년 6월 30일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 조사분석담당자 및 그 배우자는 2022년 6월 30일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.