

엔씨소프트

036570

May 13, 2024

Trading Buy

유지

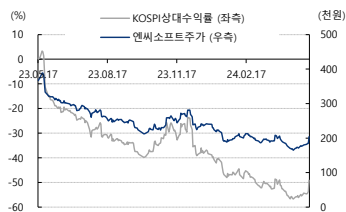
TP 230,000 원

상향

Company Data

현재가(05/10)	204,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	388,500 원
52 주 최저가(보통주)	164,900 원
KOSPI (05/10)	2,727.63p
KOSDAQ (05/10)	864.16p
자본금	110 억원
시가총액	44,786 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	120 만주
평균거래대금(60 일)	220 억원
외국인지분(보통주)	37.95%
주요주주	
김택진 외 8 인	12.00%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.26%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	10.6	-21.8	-47.3
상대주가	9.7	-31.0	-51.8

2025년의 이익 성장을 향해

1Q24 Review: 매출 컨센서스 하회 & 영업이익 상회

1Q24 매출은 3,979억원(YoY -17%, QoQ -9%)을 기록하며 컨센서스(4,127억원)을 소폭 하회, 영업이익은 257억원(YoY -68%, QoQ +568%)으로 시장 예상치(139억원)상회. 모바일 게임 매출은 리니지 2M 및 리니지 W의 매출 하락으로 2,494억원(QoQ -17%, YoY -25%), PC 온라인 게임 매출은 일부 게임 업데이트 효과로 915억원(QoQ +4%, YoY flat) 기록.

영업비용 중 인건비는 임금 인상 추정액 일부 선반영에도 성과급 충당금 감소하며 2,028억원(QoQ -1%, YoY -4%), 마케팅비는 신작 부재 영향 및 효율적 마케팅으로 69억원(QoQ -83%, YoY +42%) 기록. 매출변동비 및 기타는 모바일게임 매출 감소에 따른 유통 수수료 감소로 QoQ -17%, YoY -12% 증가.

투자의견 Trading Buy 유지 & 목표주가 230,000원으로 상향

목표주가 230,000원으로 상향(종전 220,000원), 투자의견은 Trading Buy 유지. 목표주가 상향은 12MF 순이익 추정치 2,330억원에 글로벌 게임사 Peer 12MF PER 평균인 19.4배를 target PER로 적용함에 따름. 2024년 5월 권고사직 단행 등을 통한 고정비 감소, 광고선전비 효율적 집행에 따른 수익성 개선에 따른 이익 성장은 매출 성장(YoY +9.4%)이 예상되는 2025년 가능할 것으로 전망. 배틀크러시(2024년 6월), B&S S의 출시와 B&S 2(중국), 리니지 2M(동남아) 지역 확장이 하반기에 이루어져 2025년 온기 반영되며, 전략 신작인 아이온2, Project G, Project LLL 등의 출시도 2025년에 이루어지기 때문.

매출 성장 전략으로 1) 레거시 IP 기반 신규 장르 게임(24년 1종, 25년 2종) 출시, 2) 게임 플랫폼 퍼플의 수익화, 3) 퍼블리싱 사업 전개, 4) M&A 추진을 진행중. 퍼블리싱에 있어서는 지역, 장르별 강점에 따라 가장 적합한 퍼블리셔를 선정할 계획. 타이트한 비용 절감이 이루어지고 있으나, 본격적인 이익 추정치 상향은 M&A 성사, 퍼블리싱 라인업 공개 및 실질적인 게임 흥행을 통해 동사의 성장 가능성에 대한 투자자들의 신뢰도 제고시 가능할 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,572	1,780	1,691	1,850	2,006
YoY(%)	11.4	-30.8	-5.0	9.4	8.5
영업이익(십억원)	559	137	125	243	319
OP 마진(%)	21.7	7.7	7.4	13.1	15.9
순이익(십억원)	436	214	188	278	337
EPS(원)	19,847	9,663	8,560	12,670	15,330
YoY(%)	9.8	-51.3	-11.4	48.0	21.0
PER(배)	22.6	24.9	23.8	16.1	13.3
PCR(배)	12.4	18.6	17.1	12.6	11.1
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	12.0	15.1	12.6	7.9	5.7
ROE(%)	13.7	6.6	5.7	8.0	9.0



인터넷/게임 김동운

3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	386.4	439.9	466.3	2,571.8	1,779.8	1,690.5	1,849.7
성장률(YoY %)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-12.2%	4.0%	6.5%	11.4%	-30.8%	-5.0%	9.4%
게임매출	751.5	593.3	560.9	509.1	436.5	404.0	387.8	407.1	365.2	352.6	406.7	433.8	2,414.8	1,635.4	1,558.3	1,725.5
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	103.1	104.4	99.7	516.5	489.9	412.3	403.1
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	47.9	54.7	59.5	391.5	242.9	218.0	238.7
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	73.2	65.2	74.3	970.8	403.9	295.6	249.8
B&S 2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	5.0	8.8	19.0	55.6	27.5	38.4	49.3
리니지	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	22.8	24.0	22.9	106.7	102.0	93.8	77.5
리니지2	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	23.1	22.8	23.1	94.1	85.6	92.4	91.0
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	12.7	11.3	10.1	68.3	71.5	48.3	36.0
B&S	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	4.0	3.9	3.8	26.3	25.3	15.8	13.9
길드워2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	24.4	26.0	25.7	95.0	79.4	101.5	98.8
배틀크리시	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.5	24.8	22.1	-	-	54.5	68.6
B&S S	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31.5	44.6	-	-	76.1	138.2
Project G	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56.2
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70.0
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39.6
로열티매출	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	33.8	33.2	32.5	157.0	144.5	132.2	124.2
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	377.9	395.0	420.7	2,012.8	1,642.5	1,565.7	1,606.8
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	201.8	190.8	192.2	847.4	822.9	787.5	764.1
매출변동비	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	132.5	149.6	163.2	870.7	622.8	580.1	634.9
광고선전비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	15.5	26.4	37.3	188.6	85.0	86.1	94.3
감가상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	27.9	29.3	26.8	28.2	28.2	28.0	28.3	106.0	111.9	112.6	113.5
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.5	44.9	45.7	559.0	137.3	124.8	242.9
성장률(YoY %)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-75.9%	171.6%	1085.7%	49.0%	-75.4%	-9.1%	94.6%
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.2%	10.2%	9.8%	21.7%	7.7%	7.4%	13.1%
순이익	168.3	118.7	182.1	33.1	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	22.0	58.8	49.9	436.0	213.9	187.9	278.2
NPM(%)	21.3%	18.9%	30.1%	-6.0%	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	5.7%	13.4%	10.7%	17.0%	12.0%	11.1%	15.0%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024	배틀크리시	난투형 대전 게임	글로벌	모바일	자체
	블레이드&소울 S	수집형 RPG	아시아	모바일	자체
	레거시 IP 기반 신규 장르 게임	-	-	-	자체
	Throne and Liberty	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	자체 (아마존게임즈 퍼블리싱)
	블레이드 & 소울 2	MMORPG	중국	모바일	자체 (텐센트 퍼블리싱)
	리니지 2M	MMORPG	동남아시아	모바일	자체
2025	Project G	MMORTS	글로벌	모바일	자체
	아이온2	MMORPG	글로벌	비공개	자체
	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 2종	-	-	-	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
12MF 지배순이익	233.0	
target PER	19.4	글로벌 게임사 Peer 12MF PER 평균
적정시가총액	4,520.20	
유통주식수	19,759	자사주 비율 10%
적정주가	228,771	
목표주가	230,000	
현재주가	204,000	
상승여력	12.7%	

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

엔씨소프트 [036570]

2025 년의 이익 성장을 향해

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,691	1,850	2,006
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,691	1,850	2,006
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,013	1,643	1,566	1,607	1,687
영업이익	559	137	125	243	319
영업이익률 (%)	21.7	7.7	7.4	13.1	15.9
EBITDA	665	249	216	318	380
EBITDA Margin (%)	25.9	14.0	12.8	17.2	19.0
영업외손익	50	69	121	121	121
관계기업손익	-8	4	5	5	5
금융수익	74	120	136	136	136
금융비용	-106	-29	-48	-48	-48
기타	90	-26	29	29	29
법인세비용차감전순이익	609	206	246	364	441
법인세비용	173	-8	58	86	104
계속사업순이익	436	214	188	278	337
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	188	278	337
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	11.1	15.0	16.8
비지배지분순이익	0	2	0	0	0
지배지분순이익	436	212	188	278	337
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	11.1	15.0	16.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-269	-23	-13	-13	-13
포괄순이익	167	191	175	266	324
비지배지분포괄이익	0	2	2	3	3
지배지분포괄이익	166	189	174	263	321

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	146	201	246
당기순이익	436	214	188	278	337
비현금항목의 가감	359	72	74	77	68
감가상각비	104	110	90	73	59
외환손익	2	7	-30	-30	-30
자본법평가손익	6	-1	-5	-5	-5
기타	247	-45	19	39	44
자산부채의 증감	50	-96	-132	-151	-151
기타현금흐름	-109	-50	17	-4	-8
투자활동 현금흐름	-392	113	-74	-80	-86
투자자산	536	345	6	6	6
유형자산	-250	-117	0	0	0
기타	-678	-115	-80	-86	-92
재무활동 현금흐름	-304	-177	-345	-105	-105
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	-140	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-136	-64	-64	-64
기타	-40	-42	-282	-42	-42
현금의 증감	30	80	-70	141	251
기초 현금	256	286	365	296	436
기말 현금	286	365	296	436	688
NOPLAT	400	142	95	186	244
FCF	306	41	55	109	154

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,340	2,580	2,936
현금및현금성자산	286	365	296	436	688
매출채권 및 기타채권	219	172	162	170	179
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	2,185	1,799	1,882	1,972	2,068
비유동자산	1,747	2,057	1,958	1,956	1,897
유형자산	930	1,001	911	918	869
관계기업투자금	26	25	19	13	7
기타금융자산	512	648	648	648	648
기타비유동자산	278	384	380	377	374
자산총계	4,438	4,394	4,298	4,535	4,833
유동부채	515	614	380	386	392
매입채무 및 기타채무	292	215	215	215	215
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	240	0	0	0
기타유동부채	224	159	164	170	177
비유동부채	724	526	541	557	575
차입금	60	0	0	0	0
사채	349	170	170	170	170
기타비유동부채	314	357	372	388	405
부채총계	1,239	1,141	921	943	967
지배지분	3,196	3,250	3,374	3,589	3,862
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,597	3,812	4,085
기타자본변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배지분	2	3	3	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,378	3,592	3,866
총차입금	593	603	373	383	394

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

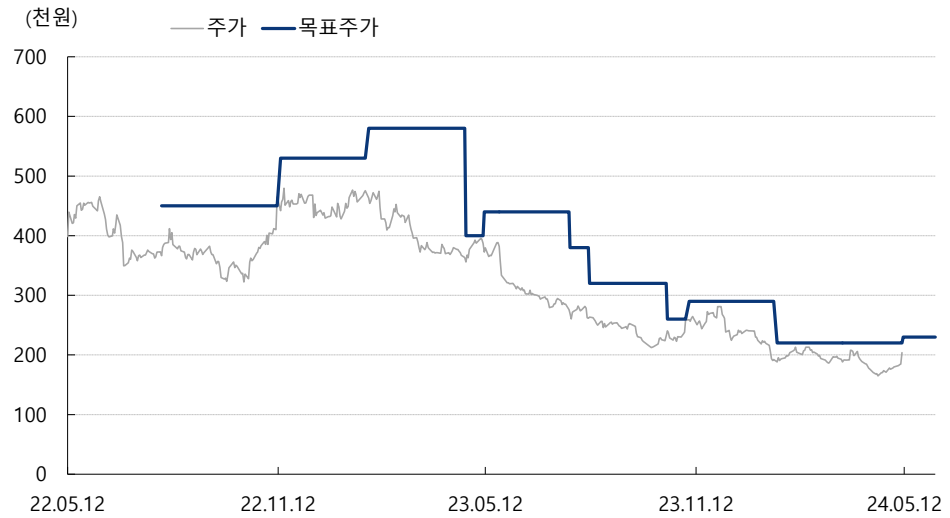
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	8,560	12,670	15,330
PER	22.6	24.9	23.8	16.1	13.3
BPS	145,587	148,023	153,688	163,463	175,897
PBR	3.1	1.6	1.3	1.2	1.2
EBITDAPS	30,288	11,349	9,845	14,463	17,325
EV/EBITDA	12.0	15.1	12.6	7.9	5.7
SPS	117,144	81,071	77,003	84,255	91,395
PSR	3.8	3.0	2.6	2.4	2.2
CFPS	13,933	1,880	2,485	4,986	7,034
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.4	-30.8	-5.0	9.4	8.5
영업이익 증가율	49.0	-75.4	-9.1	94.6	31.5
순이익 증가율	10.2	-50.9	-12.1	48.0	21.0
수익성					
ROIC	55.1	16.4	10.3	21.0	28.0
ROA	9.7	4.8	4.3	6.3	7.2
ROE	13.7	6.6	5.7	8.0	9.0
안정성					
부채비율	38.7	35.1	27.3	26.3	25.0
순차입금비율	13.4	13.7	8.7	8.5	8.2
이자보상배율	59.0	9.4	14.2	27.6	36.2

엔씨소프트 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	450,000	(15.58)	(9.22)	2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)
2022.08.16	매수	450,000	(22.49)	3.23	2024.05.13	Trading Buy	230,000		
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)					
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)					
2023.02.10	매수	580,000	(31.69)	(21.98)					
2023.04.25	매수	400,000	(5.04)	(11.38)					
2023.05.11	Trading Buy	440,000	(39.06)	(13.26)					
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)					
2023.08.11	Trading Buy	320,000	(31.86)	(21.44)					
2023.10.18	Trading Buy	260,000	(11.31)	(0.06)					
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6%	2.9%	1.5%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하