



Outperform(Downgrade)

목표주가: 240,000원

주가(2/8): 204,500원

시가총액: 44,896억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/8)		2,620.32pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	474,500원	188,200원
등락률	-56.9%	8.7%
수익률	절대	상대
1M	-6.4%	-8.3%
6M	-26.6%	-27.9%
1Y	-52.2%	-55.3%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	149천주
외국인 지분율	39.5%
배당수익률(23E)	1.3%
BPS(23E)	140,085원
주요 주주	김택진 외 8인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,779.8	1,861.2
영업이익	375.2	559.0	137.3	181.2
EBITDA	468.9	664.9	249.8	297.3
세전이익	491.3	609.1	206.2	305.2
순이익	395.7	436.0	213.9	231.2
지배주주지분순이익	396.9	435.7	212.1	230.0
EPS(원)	18,078	19,847	9,663	10,478
증감률(% YoY)	-32.4	9.8	-51.3	8.4
PER(배)	35.6	22.6	24.9	19.5
PBR(배)	4.48	3.08	1.72	1.51
EV/EBITDA(배)	27.4	12.1	14.1	9.6
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.7	9.7
ROE(%)	12.6	13.7	6.8	7.6
순차입금비용(%)	-40.9	-56.6	-57.0	-55.0

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

밸류 증가를 위한 길



동사 목표주가로 24만원을 유지하나 투자 의견을 BUY에서 Outperform으로 하향 조정한다. 투자 의견 하향은 당사 적용기준에 따른 결과이다. 동사가 밸류 증가를 하기 위해선 주요 게임에 대한 비즈니스 구조를 월정액 또는 B2P 기반으로 변경 하고 인게임 BM을 제거하면서 특정 게임별로 블록체인을 결합하여 게임 자산을 유저에게 되돌려주는 시도를 할 필요가 있을 것으로 판단한다.

>>> 동사 투자 의견 하향

동사 목표주가로 24만원을 유지하나 투자 의견을 BUY에서 Outperform으로 하향 조정한다. 투자 의견 하향은 당사의 적용기준에 따른 결과이다. 목표주가 산정은 24E 지배주주지분 2,300억원에 목표 PER 22.5배를 적용한 결과이다.

>>> 심도있는 전략이 필요

동사는 글로벌 게임업체 중에서 멀티플레이를 가장 잘 구현할 수 있는 회사다. 하지만 이는 동사가 추구하는 F2P 기반 P2W 비즈니스 속에서 게임 유저에 대한 초심과 일관성이 희석된 상황이다. 과거에 동사는 정액제 기반으로 게임 유저에게 높은 자유도를 부여하고 유저가 아이템을 파밍하는 과정에서 경쟁과 협동이라는 현실 세계를 투영한 본질적 재미를 느낄 수 있게 해주었다. 게임은 게임플레이 과정에서 디테일한 공방 재미 요소도 중요하지만 전체적 시스템적 측면에서 권력 다툼 과정을 통해 동기 부여와 재미 요소를 느끼는 측면도 존재한다. 이에 동사는 과거 실행한 관련 초심을 다시 복기하고 이에 대한 전략을 최근 트렌드에 맞게 재구성할 필요가 있다. 동사 비즈니스 전략을 월정액 내지 B2P 기반으로 설계하고 특정 게임 특성에 맞게 인게임 BM을 제거하는 동시에 블록체인 이코시스템을 결합하여 게임 자산을 유저에게 되돌려주는 시도를 할 필요가 존재한다. 글로벌 최상위 게임 업체들도 싱글플레이 기반의 콘솔 게임 제작에는 높은 경쟁력을 가질지는 몰라도 동사와 같이 멀티플레이 구조에 높은 이해도와 지속적인 경제체제 구현에는 분명 약점이 존재한다. 이에 경쟁사들은 블록체인 비즈니스를 결합하고 싶어도 어떻게 할지 명확한 청사진이 그려지지 않을 수 있다. 이에 동사가 가장 잘하는 PVP를 더 강화시킬 전략을 구축해야 하며 PVE 콘텐츠에 집중한 나머지 동사가 가장 잘하는 세그먼트 경쟁 우위를 희석시킬 필요가 없을 것으로 판단한다.

>>> 동사 실적에 대한 첨언

동사는 올해 동사 모바일 신작 라인업에 대한 초기 분기 일평균 매출 추정치를 3Q24E 기준 8억원으로 반영함으로써 중립 이상의 추정치를 적용하였다. 또한 24E 인건비와 마케팅비의 전년대비 증가율을 각각 3%, 2%로 제한적인 수준을 적용했으며, 25E 실적 추정에 대한 가정시 아이온2에 대한 초기 분기 일평균 매출을 2Q25E 13억원으로 적용하는 등 우호적 가정이 포함되어 있기에 향후 변수에 따른 손익에 대한 다운사이드 리스크가 상존함을 강조하고자 한다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22A	23P	24E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	430.7	429.1	510.3	491.1	2,571.8	1,779.8	1,861.2
PC 게임	91.4	88.2	93.2	92.3	95.7	97.7	99.7	90.7	390.4	365.1	383.8
모바일 게임	335.6	303.5	279.8	303.0	294.4	286.0	348.3	345.8	1,977.0	1,221.9	1,274.6
콘솔 게임						1.3	1.0	0.8			3.1
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	30.9	31.5	46.2	41.7	157.0	144.5	150.4
기타	9.5	12.3	14.8	11.8	9.7	12.6	15.1	12.1	47.4	48.4	49.4
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	414.7	410.1	423.9	431.2	2,012.8	1,642.5	1,680.0
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	16.0	18.9	86.4	59.9	559.0	137.3	181.2
영업이익률(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	3.7%	4.4%	16.9%	12.2%	21.7%	7.7%	9.7%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	-24.2	31.0	31.0	31.0	31.0	50.0	68.9	124.0
법인세차감전순이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	47.0	49.9	117.4	90.9	609.1	206.2	305.2
법인세차감전순이익률(%)	29.5%	8.9%	10.9%	-4.7%	10.9%	11.6%	23.0%	18.5%	23.7%	11.6%	16.4%
법인세비용	27.1	8.6	2.2	-45.6	11.4	12.1	28.5	22.1	173.1	-7.7	74.0
법인세율(%)	19.2%	21.9%	4.7%	223.7%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	28.4%	-3.7%	24.3%
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	35.6	37.8	88.9	68.9	436.0	213.9	231.2
당기순이익률(%)	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	8.3%	8.8%	17.4%	14.0%	17.0%	12.0%	12.4%
지배주주지분	113.7	29.9	43.6	25.0	35.4	37.6	88.5	68.5	435.7	212.1	230.0
비지배주주지분	0.5	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	1.8	1.2

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	23P	24E	25E	23P	24E	25E	23P	24E	25E
매출액	1,778.5	1,950.1	2,268.4	1,779.8	1,861.2	2,300.2	0.1%	-4.6%	1.4%
영업이익	141.5	224.8	395.1	137.3	181.2	401.0	-3.0%	-19.4%	1.5%
영업이익률	8.0%	11.5%	17.4%	7.7%	9.7%	17.4%	-0.2%	-1.8%	0.0%
법인세차감전순이익	255.7	310.8	483.1	206.2	305.2	527.0	-19.3%	-1.8%	9.1%
당기순이익	210.7	235.3	360.2	213.9	231.2	392.0	1.5%	-1.7%	8.8%
지배주주지분	209.1	233.5	357.5	212.1	230.0	390.0	1.5%	-1.5%	9.1%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	436.4	462.3	500.7	475.5	437.7	430.7	429.1	510.3	0.3%	-6.8%	-14.3%	7.3%
영업이익	8.1	41.3	59.6	57.2	3.9	16.0	18.9	86.4	-52.2%	-61.3%	-68.2%	51.1%
영업이익률	1.8%	8.9%	11.9%	12.0%	0.9%	3.7%	4.4%	16.9%	-1.0%	-5.2%	-7.5%	4.9%
법인세차감전순이익	29.1	62.8	81.1	78.7	-20.4	47.0	49.9	117.4	적전	-25.2%	-38.5%	49.2%
당기순이익	22.0	47.5	61.4	59.6	25.2	35.6	37.8	88.9	14.4%	-25.1%	-38.4%	49.3%
지배주주지분	21.9	47.2	60.9	59.1	25.0	35.4	37.6	88.5	13.9%	-24.9%	-38.3%	49.7%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,779.8	1,861.2	2,300.2
매출원가	1.9	5.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,307.0	2,566.8	1,779.8	1,861.2	2,300.2
판매비	1,931.7	2,007.8	1,642.5	1,680.0	1,899.2
영업이익	375.2	559.0	137.3	181.2	401.0
EBITDA	468.9	664.9	249.8	297.3	519.9
영업외손익	116.1	50.0	68.9	124.0	126.0
이자수익	28.4	47.0	46.0	43.6	43.7
이자비용	13.2	9.5	9.5	9.5	9.5
외환관련이익	35.0	124.0	124.0	124.0	124.0
외환관련손실	23.7	31.8	31.8	31.8	31.8
종속 및 관계기업손익	15.8	-8.1	3.0	14.0	16.0
기타	73.8	-71.6	-62.8	-16.3	-16.4
법인세차감전이익	491.3	609.1	206.2	305.2	527.0
법인세비용	95.6	173.1	-7.7	74.0	135.0
계속사업손익	395.7	436.0	213.9	231.2	392.0
당기순이익	395.7	436.0	213.9	231.2	392.0
지배주주순이익	396.9	435.7	212.1	230.0	390.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.4	11.4	-30.8	4.6	23.6
영업이익 증감율	-54.5	49.0	-75.4	32.0	121.3
EBITDA 증감율	-47.3	41.8	-62.4	19.0	74.9
지배주주순이익의 증감율	-32.4	9.8	-51.3	8.4	69.6
EPS 증감율	-32.4	9.8	-51.3	8.4	69.5
매출총이익율(%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.7	9.7	17.4
EBITDA Margin(%)	20.3	25.9	14.0	16.0	22.6
지배주주순이익률(%)	17.2	16.9	11.9	12.4	17.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391.1	736.0	572.3	434.2	564.0
당기순이익	395.7	436.0	213.9	231.2	392.0
비현금항목의 가감	115.1	359.3	140.3	217.0	278.7
유형자산감가상각비	92.5	104.0	110.3	113.6	116.2
무형자산감가상각비	1.3	1.9	2.2	2.5	2.7
지분법평가손익	-30.0	-34.2	-3.0	-14.0	-16.0
기타	51.3	287.6	30.8	114.9	175.8
영업활동자산부채증감	35.2	49.5	168.9	20.9	-10.9
매출채권및기타채권의감소	-30.4	101.5	67.5	-6.9	-37.4
재고자산의감소	0.0	4.9	0.5	0.0	-0.3
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	14.6	15.3	16.1
기타	65.6	-56.9	86.3	12.5	10.7
기타현금흐름	-154.9	-108.8	49.2	-34.9	-95.8
투자활동 현금흐름	-188.1	-392.2	-82.1	-84.7	-87.4
유형자산의 취득	-286.6	-249.7	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-3.2	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	663.5	-5.8	-7.0	-8.4
단기금융자산의감소(증가)	155.7	-338.9	53.6	52.3	51.0
기타	49.7	-464.2	0.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-112.4	-303.7	-185.7	-113.6	-116.0
차입금의 증가(감소)	299.2	-144.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-185.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-176.2	-119.0	-135.7	-63.6	-66.0
기타	-50.3	-39.8	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	8.0	-10.5	-304.1	-304.2	-304.2
현금 및 현금성자산의 순증가	98.7	29.6	0.5	-68.3	56.3
기초현금 및 현금성자산	157.3	255.9	285.6	286.1	217.8
기말현금 및 현금성자산	255.9	285.6	286.1	217.8	274.1

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,452.6	2,691.1	2,570.7	2,457.9	2,501.8
현금 및 현금성자산	255.9	285.6	286.1	217.8	274.1
단기금융자산	1,806.2	2,145.1	2,091.5	2,039.2	1,988.2
매출채권 및 기타채권	326.8	219.4	151.8	158.8	196.2
재고자산	6.4	1.5	1.0	1.1	1.3
기타유동자산	57.3	39.5	40.3	41.0	42.0
비유동자산	2,129.3	1,746.6	1,777.5	1,817.3	1,857.6
투자자산	1,201.4	537.9	546.7	567.7	592.1
유형자산	747.3	930.2	944.9	956.3	965.2
무형자산	42.3	43.4	46.2	48.7	51.0
기타비유동자산	138.3	235.1	239.7	244.6	249.3
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,348.3	4,275.2	4,359.4
유동부채	663.4	515.3	539.4	564.6	591.0
매입채무 및 기타채무	316.2	291.7	306.3	321.6	337.7
단기금융부채	181.2	35.3	35.3	35.3	35.3
기타유동부채	166.0	188.3	197.8	207.7	218.0
비유동부채	767.3	723.7	729.4	735.3	741.5
장기금융부채	591.6	585.9	585.9	585.9	585.9
기타비유동부채	175.7	137.8	143.5	149.4	155.6
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,268.7	1,299.8	1,332.5
지배지분	3,148.8	3,196.2	3,075.4	2,970.1	3,019.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	255.8	-34.8	-304.1	-573.5	-842.9
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,558.0	3,722.0	4,041.0
비지배지분	2.4	2.3	4.1	5.3	7.2
자본총계	3,151.2	3,198.5	3,079.5	2,975.4	3,026.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	9,663	10,478	17,766
BPS	143,429	145,587	140,085	135,287	137,546
CFPS	23,268	36,227	16,133	20,414	30,549
DPS	5,860	6,680	3,130	3,250	3,500
주가배수(배)					
PER	35.6	22.6	24.9	19.5	11.5
PER(최고)	58.0	34.7	49.7		
PER(최저)	30.7	16.0	22.0		
PBR	4.48	3.08	1.72	1.51	1.49
PBR(최고)	7.31	4.73	3.43		
PBR(최저)	3.87	2.19	1.52		
PSR	6.11	3.82	2.97	2.41	1.95
PCFR	27.6	12.4	14.9	10.0	6.7
EV/EBITDA	27.4	12.1	14.1	9.6	5.5
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.1	31.1	29.7	28.5	18.1
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	1.5	1.3	1.6	1.7
ROA	9.1	9.7	4.9	5.4	9.1
ROE	12.6	13.7	6.8	7.6	13.0
ROIC	52.4	40.4	16.7	17.5	37.5
매출채권회전율	7.6	9.4	9.6	12.0	13.0
재고자산회전율	651.1	653.2	1,405.2	1,756.2	1,899.0
부채비율	45.4	38.7	41.2	43.7	44.0
순차입금비용	-40.9	-56.6	-57.0	-55.0	-54.2
이자보상배율	28.5	59.0	14.5	19.1	42.3
총차입금	772.8	621.2	621.2	621.2	621.2
순차입금	-1,289.4	-1,809.5	-1,756.3	-1,635.7	-1,641.1
NOPLAT	468.9	664.9	249.8	297.3	519.9
FCF	118.0	224.9	287.8	143.3	275.4

Compliance Notice

- 당사는 2월 8일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

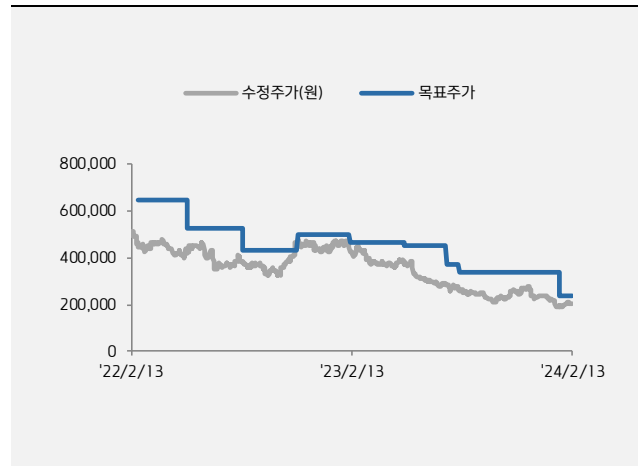
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	650,000원	6개월	-30.89	-27.85
엔씨소프트 (036570)	2022-03-24	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-29.96	-26.15
	2022-04-11	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-31.79	-26.15
	2022-05-17	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-23.97	-12.17
	2022-08-16	Outperform(Downgrade)	430,000원	6개월	-14.21	8.14
	2022-11-15	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-8.61	-4.10
	2022-12-01	Marketperform(Downgrade)	500,000원	6개월	-9.39	-4.10
	2023-01-31	Marketperform(Maintain)	500,000원	6개월	-9.13	-4.10
	2023-02-10	Marketperform(Maintain)	470,000원	6개월	-16.30	-3.72
	2023-05-11	Outperform(Upgrade)	450,000원	6개월	-29.10	-13.67
	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

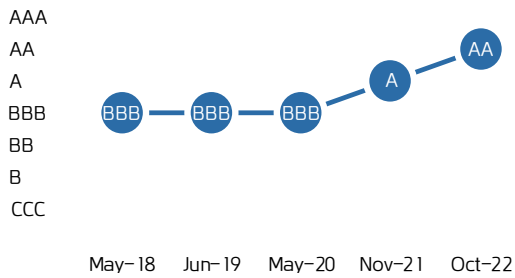
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

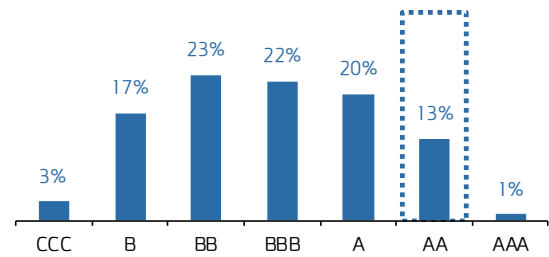
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.7		
환경	7.3	7.6	5.0%	▲0.6
탄소 배출	7.3	8	5.0%	▲0.6
사회	6.6	4.5	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.8	3.1	26.0%	▲0.8
개인정보 보호와 데이터 보안	8.5	5.7	25.0%	▲0.1
지배구조	6.1	4.7	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	7.3	5.4		▲0.4
기업 활동	5.3	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ELECTRONIC ARTS INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	AA	◀▶
NCSoft CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	▲
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶
Oriental Pearl Group Co.,Ltd.	● ●	●	●	● ●	●	B	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치