

엔씨소프트 (036570/KS)

드디어 칼을 뽑았다

SK증권 리서치센터

매수(상향)

목표주가: 300,000 원(상향)

현재주가: 204,000 원

상승여력: 47.1%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,479 십억원
주요주주	
김택진(외8)	12.00%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드(외1)	9.26%

Stock Data

주가(24/05/10)	204,000 원
KOSPI	2,727.63pt
52주 최고가	388,500 원
52주 최저가	164,900 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Review: 비용 절감 효과가 두드러진 분기

매출액 3,975 억원(-9.1% QoQ, 이하 동일), 영업이익 257 억원(+567.6%), 지배주주순 이익 572 억원(+129.1%)으로 영업이익은 컨센서스를 상회했다. 모바일 매출은 2,494 억원(-16.5%)으로 기존작 모두 매출이 감소했다. 2M 과 W 가 전분기 대규모 업데이트를 진행한 영향으로 감소폭이 컸다. PC 매출은 915 억원(-0.9%)으로 리니지 1,2의 매출이 증가했다. 영업비용이 3,722 억원(-14.2%)으로 크게 감소했는데, 마케팅비 절감(-81.2%) 효과가 컸고 통제 가능한 비용들을 효율화하는 모습이 나타났다.

마지막 순간에 달린 산소 호흡기

신임 대표이사 취임 후 적극적인 비용 통제와 함께 파이프라인 및 전략 방향성의 재점검이 빠르게 이뤄지고 있다. 먼저 신작의 경우 올해 BSS, 배틀크러쉬, TL 글로벌이 예정대로 출시하고, 내년에는 아이온 2, LLL, 프로젝트 G 를 론칭할 계획이다. 또한 기존 게임의 지역 확장, IP 기반 신규 장르 게임도 준비 중이다. 올해는 높은 매출을 기대할 수 있는 작품은 없으나 타이트한 비용 통제로 인한 이익 성장이 나타난다. 이미 언론에서 기사화된 것처럼 올해는 인력 재배치 및 아웃소싱을 통해 현재 5 천명 수준의 전사 인력을 연말까지 4 천명 중반까지 줄이며 인건비를 절감한다. 이에 더해 연내 삼성동 타워 매각, 자사주 10% 초과분의 매입 및 소각도 고려 중이다.

약속은 꼭 지켜야 할 것

올해는 신작의 제한적인 매출 기여 및 일회성 인건비 등 발생으로 실적 개선은 어렵다. 다만 4Q23 부터 TL 의 글로벌 출시를 시작으로 25 년 대형 신작 출시를 앞두고 있고, 올해 단행한 비용 통제가 내년에는 매출 증가와 맞물려 이익 레버리지 효과가 나타날 것이다. 현재 동사의 영업 상황이 좋지 않은 만큼 유저 신뢰 회복과 주가 상승을 위해서는 금번 컨퍼런스 콜에서 보여주었던 회사의 적극적인 전략 변화 의지가 반드시 이행되어야 한다. 실적 개선 및 신작 모멘텀이 살아나는 4Q23 이후로 목표주가 산정 구간을 변경해 목표주가는 기존 23 만원에서 30 만원으로 상향하고, 사측의 비용 통제 의지, 자산 유동화, 자사주 매입 등을 고려 시 주가 하방이 막혀있어 투자의견을 매수로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,743	2,218	2,348
영업이익	십억원	375	559	137	129	410	457
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	186	391	430
EPS	원	18,078	19,847	9,663	8,464	17,799	19,603
PER	배	35.6	22.6	24.9	24.1	11.5	10.4
PBR	배	3.7	2.6	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	13.2	5.1	4.1
ROE	%	12.6	13.7	6.6	5.6	11.1	11.2

엔씨소프트 목표주가 산출

구분	내용
4Q24E~3Q25E 합산 지배주주지분 순이익(십억원)	331.4
Target P/E	18.7x
목표 시총(십억원)	6,182.5
주식 수(천 주)	20,307.4
적정 주가(원)	304,445
목표 주가(원)	300,000
현재 주가(원)	204,000
상승 여력	47.1%

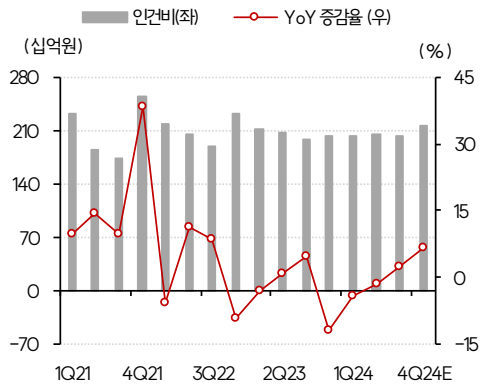
자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	397.5	433.5	514.2	1,779.8	1,743.1	2,218.1
PC/콘솔	91.4	88.2	93.2	92.3	91.5	91.7	92.1	94.2	365.1	369.5	410.7
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	247.6	278.4	347.2	1,200.4	1,122.6	1,481.5
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	32.4	35.2	39.9	144.5	140.1	210.7
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	375.7	403.2	463.4	1,642.5	1,614.6	1,808.0
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	204.9	202.7	218.0	822.9	828.4	789.6
마케팅비	4.9	12.2	27.7	36.6	6.9	12.2	29.5	44.1	81.4	92.7	152.3
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.7	27.6	28.0	111.9	111.0	111.2
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	131.0	143.4	173.4	622.8	582.5	754.9
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	21.8	30.3	50.7	137.3	128.6	410.1
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	5.5%	7.0%	9.9%	7.7%	7.4%	18.5%
순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	32.0	39.7	58.2	213.9	187.0	394.6
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	31.6	39.3	57.7	212.1	185.8	390.8
YoY growth rate											
매출액	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-9.7%	2.5%	17.5%	-	-2.1%	27.3%
PC/콘솔	-1.8%	-8.0%	-4.0%	-11.5%	0.1%	4.0%	-1.2%	2.0%	-6.5%	1.2%	11.2%
모바일	-48.4%	-37.5%	-37.4%	-21.6%	-24.6%	-16.6%	1.6%	16.2%	-37.9%	-6.5%	32.0%
로열티	8.9%	0.8%	-18.5%	-21.4%	-22.8%	-10.8%	-0.3%	30.5%	-8.0%	-3.0%	50.4%
영업비용	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	-6.3%	-7.2%	-0.8%	6.8%	-18.4%	-1.7%	12.0%
인건비	-3.0%	0.9%	4.5%	-12.2%	-4.3%	-1.7%	2.2%	6.8%	-2.9%	0.7%	-4.7%
마케팅비	-88.4%	-79.6%	-28.8%	-23.8%	42.1%	0.0%	6.7%	20.3%	-56.9%	14.0%	64.2%
상각비	5.1%	4.0%	9.6%	3.3%	-0.5%	-0.8%	-5.8%	4.5%	5.5%	-0.8%	0.2%
매출변동비 및 기타	-41.2%	-26.6%	-26.0%	-16.1%	-11.6%	-16.2%	-5.3%	6.7%	-28.5%	-6.5%	29.6%
영업이익	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-38.2%	83.3%	121.9%	-75.4%	-6.3%	219.0%
영업이익률	-13.8%	-11.5%	-20.0%	-7.8%	-10.6%	-2.5%	3.1%	9.0%	-14.0%p	-0.3%p	11.1%p
순이익	-32.2%	-74.3%	-75.8%	흑전	-50.0%	4.6%	-9.7%	131.2%	-50.9%	-12.6%	111.0%

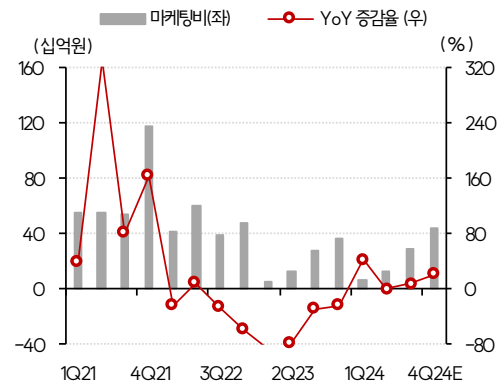
자료: 엔씨소프트, SK 증권

인건비 추이 및 전망



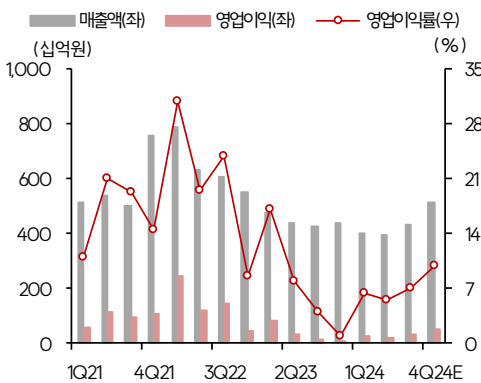
자료: SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



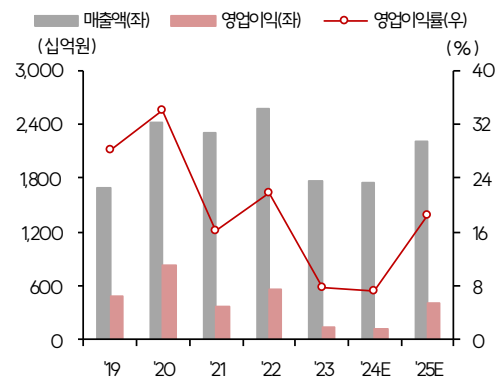
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
(단위: 십억원)	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	428.6	438.3	483.2	606.2	397.9	397.5	433.5	514.2	-7.2%	-9.3%	-10.3%	-15.2%
영업이익	33.2	29.4	33.2	87.3	25.7	21.8	30.3	50.7	-22.4%	-25.9%	-8.6%	-41.9%
지배주주순이익	44.4	41.5	46.4	98.4	57.2	31.6	39.3	57.7	28.7%	-23.7%	-15.1%	-41.4%

연간 실적 추정 변동 표

	변경 전		변경 후		% chg.	
(단위: 십억원)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,956.3	2,331.7	1,743.1	2,218.1	-10.9%	-4.9%
영업이익	183.1	350.5	128.6	410.1	-29.8%	17.0%
지배주주순이익	230.7	391.6	185.8	390.8	-19.4%	-0.2%

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,502	3,058	3,469
현금및현금성자산	286	365	283	509	853
매출채권 및 기타채권	219	172	202	244	252
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,140	2,085	2,028
장기금융자산	577	709	570	586	589
유형자산	930	1,001	1,159	1,084	1,024
무형자산	43	96	94	92	91
자산총계	4,438	4,394	4,643	5,143	5,497
유동부채	515	614	721	868	897
단기금융부채	35	280	329	396	409
매입채무 및 기타채무	83	73	253	304	315
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	545	570	575
장기금융부채	593	363	363	363	363
장기매입채무 및 기타채무	23	59	59	59	59
장기충당부채	3	3	3	4	4
부채총계	1,239	1,141	1,266	1,437	1,472
지배주주지분	3,196	3,250	3,372	3,698	4,012
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-623	-623	-623
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
이익잉여금	3,409	3,473	3,595	3,921	4,235
비지배주주지분	2	3	5	8	13
자본총계	3,199	3,253	3,377	3,706	4,025
부채와자본총계	4,438	4,394	4,643	5,143	5,497

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	330	538	513
당기순이익(손실)	436	214	187	395	435
비현금성항목등	359	72	88	129	111
유형자산감가상각비	104	110	92	74	60
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	253	-40	-6	52	49
운전자본감소(증가)	50	-96	46	63	13
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	-30	-41	-8
재고자산의감소(증가)	5	1	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	38	51	11
기타	-248	-170	-56	-180	-190
법인세납부	-139	-120	-65	-132	-145
투자활동현금흐름	-392	113	-239	-304	-65
금융자산의감소(증가)	-156	266	-59	-279	-57
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-250	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	0	0	0
기타	16	6	70	-25	-8
재무활동현금흐름	-304	-177	-15	2	-102
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	49	67	14
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-64	-65	-116
기타	0	1	0	0	0
현금의 증가(감소)	30	80	-82	226	344
기초현금	256	286	365	283	509
기말현금	286	365	283	509	853
FCF	487	23	80	538	513

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,743	2,218	2,348
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,743	2,218	2,348
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,615	1,808	1,891
영업이익	559	137	129	410	457
영업이익률(%)	21.7	7.7	7.4	18.5	19.5
비영업손익	50	69	123	116	123
순금융손익	38	69	65	75	91
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	29	37	39
세전계속사업이익	609	206	252	526	579
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	14.4	23.7	24.7
계속사업법인세	173	-8	65	132	145
계속사업이익	436	214	187	395	435
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	187	395	435
순이익률(%)	17.0	12.0	10.7	17.8	18.5
지배주주	436	212	186	391	430
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	10.7	17.6	18.3
비지배주주	0	2	1	4	4
총포괄이익	167	191	187	395	435
지배주주	166	189	187	394	434
비지배주주	0	2	0	1	1
EBITDA	665	249	222	486	519

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-2.1	27.3	5.8
영업이익	49.0	-75.4	-6.3	219.0	11.3
세전계속사업이익	24.0	-66.1	22.0	109.1	10.1
EBITDA	41.8	-62.5	-10.8	118.8	6.7
EPS	9.8	-51.3	-12.4	110.3	10.1
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	4.1	8.1	8.2
ROE	13.7	6.6	5.6	11.1	11.2
EBITDA마진	25.9	14.0	12.7	21.9	22.1
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	346.9	352.5	386.6
부채비율	38.7	35.1	37.5	38.8	36.6
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-45.9	-53.6	-59.0
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	11.6	23.0	23.9
배당성향	31.1	30.0	35.0	29.6	30.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	8,464	17,799	19,603
BPS	173,629	176,065	181,634	196,473	210,803
CFPS	24,672	14,759	12,730	21,266	22,424
주당 현금배당금	6,680	3,130	3,200	5,700	6,400
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	24.1	11.5	10.4
PBR	2.6	1.4	1.1	1.0	1.0
PCR	18.2	16.3	16.0	9.6	9.1
EV/EBITDA	12.1	15.3	13.2	5.1	4.1
배당수익률	1.5	1.3	1.6	2.8	3.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.13	매수	300,000원	6개월		
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 13일 기준)

매수	96.47%	중립	3.53%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------