

엔씨소프트 (036570)

신작의 증가 비용의 감소

2Q24 Review

매출액 3,689억원(YoY -16%), 영업이익 88억원(YoY -75%), 지배순이익 710억원(YoY +138%), 영업이익 기준 시장기대치 상회. 신작 흥행 부진 및 기존 게임 자연 감소로 QoQ 기준으로도 매출액 7%, 영업이익 66% 감소. 인건비 및 마케팅비 감소로 영업적자 모면

하반기 전망

6/19 업데이트한 '리니지M' 매출(업데이트 직전 한달 대비 2.5배) 및 트래픽(1.5배)의 급증, 8/28 수집형 RPG '호연' 한국, 대만, 일본 론칭, 9/17 'TL' 글로벌 론칭, 4분기 기준 IP(리니지) 신규 장르 게임 론칭. '블소2' 중국 론칭, '리니지2M' 동남아 론칭 등, 3분기 및 하반기 기존 게임 매출 증가, 신작 게임 매출 추가로 실적 개선 전망. 특히 'TL'은 국내 출시 이후 부진했으나, (1) 스킬 시스템 추가 등 전투 자유도 증가 (2) 생활 콘텐츠 등 PVE 요소 대폭 증가 (3) 초반 성장 부담 감소 등 사용자 평가 반영된 콘텐츠 개선으로, 현재 시장 기대치가 매우 낮은 만큼 예상치 못한 해외 흥행 가능성 있다는 의견임

목표주가 22만원, 투자의견 BUY로 상향

인원 구조조정으로 3분기 인건비 YoY 10%, QoQ 7% 감소. 향후에도 인력 효율화 지속 예상. 3분기부터 신작 출시 증가하고, 2025년 시장이 기대하는 '프로젝트G(SLG)' 상반기, '아이온2', 'LLL(슈팅)' 하반기 등 총 7개의 신작 출시 예정으로 향후 동사의 손익흐름은 고정비 감소, 매출 및 성장 모멘텀 증가 추세 전망

밸류업 관점에서도, PBR 0.9배, 순현금 1조원, 최근 취득한 1천억원 포함 현재 자사주 보유 비율 9.93%는 10% 초과시 소각 예정. 2023년 배당성향 30% 등 밸류업 기대

2024년 하반기, 2025년 영업이익 개선 및 배당 증가, 주식수 감소에 의한 ROE 개선 기대

기존 목표주가 22만원을 유지하고, 투자의견은 BUY로 상향 조정함



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (U)

목표주가 220,000원 (M)

현재주가 (8/5) 160,400원

상승여력 37%

시가총액	35,214억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	196억원
60일 평균 거래량	100,827주
52주 고/저	281,500원 / 160,400원
외인지분율	36.27%
배당수익률	1.30%
주요주주	김택진 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.5)	(10.7)	(41.8)
상대	2.6	(2.1)	(37.9)
절대 (달러환산)	(12.1)	(11.5)	(44.5)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,689	-16.2	-7.3	3,864	-4.5
영업이익	88	-74.9	-65.6	-14	752.4
세전계속사업이익	850	117.3	8.4	154	450.6
지배순이익	710	137.8	24.3	111	542.9
영업이익률 (%)	2.4	-5.6 %pt	-4.1 %pt	-0.4	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	19.3	+12.5 %pt	+4.9 %pt	2.9	+16.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	25,718	17,798	15,906	17,806
영업이익	5,590	1,373	1,056	3,285
지배순이익	4,357	2,121	2,465	3,751
PER	21.7	33.3	14.3	9.4
PBR	2.7	2.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.5	22.4	8.6	3.3
ROE	13.7	6.6	7.3	10.2

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

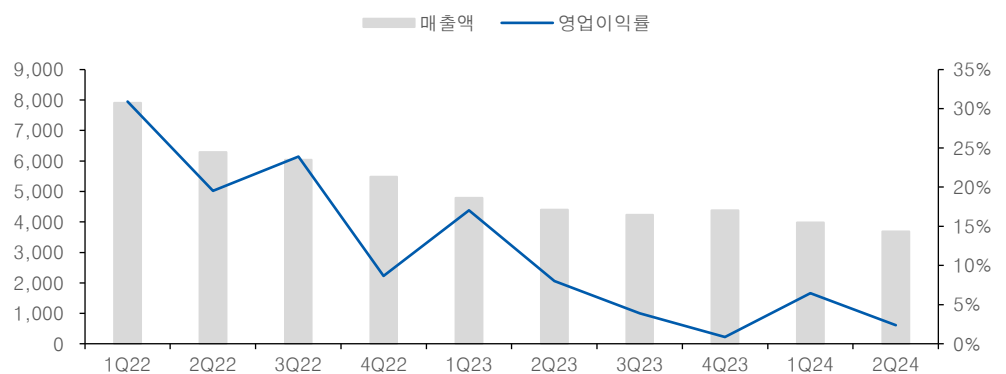
(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	3,689	4,064	4,174	25,718	17,798	15,906	17,806
YoY	-39%	-30%	-30%	-20%	-17%	-16%	-4%	-5%	11%	-31%	-11%	12%
Lineage 1	245	243	264	262	243	246	251	264	1,067	1,014	1,003	968
Lineage 2	215	230	205	197	235	212	203	214	941	847	864	821
Aion	176	158	193	190	143	131	144	156	683	717	574	545
Blade & Soul	73	58	60	54	41	38	36	40	263	246	155	146
Guild War 2	204	192	210	221	254	235	220	224	950	827	933	821
Royalty Sales	423	363	353	306	327	377	356	362	1,570	1,445	1,421	1,380
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,297	1,051	1,070	1,360	1,135	5,165	5,073	4,616	4,385
리니지2M	731	620	549	617	559	423	446	425	3,915	2,517	1,852	1,575
블소2	50	43	92	102	56	35	34	133	556	287	258	207
신작							22	86			108	1,750
리니지 W	1,226	1,028	901	973	829	655	631	591	9,708	4,127	2,704	2,163
TL							99	231			330	229
비용총계	3,971	4,050	4,066	4,339	3,722	3,600	3,883	3,645	20,128	16,425	14,850	14,521
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	1,880	1,845	1,804	8,474	8,229	7,557	6,937
광고선전비	49	122	277	403	69	174	406	209	1,886	850	858	886
감가상각비	279	279	293	268	278	279	279	276	1,060	1,119	1,112	1,132
매출변동비 및 기타	1,525	1,564	1,514	1,625	1,347	1,268	1,352	1,356	8,707	6,228	5,323	5,565
영업이익	816	353	165	39	257	88	182	529	5,590	1,373	1,056	3,285
YoY	-67%	-71%	-89%	-92%	-68%	-75%	10%	1273%	49%	-75%	-23%	211%
영업이익률	17%	8%	4%	1%	6%	2%	4%	13%	22%	8%	7%	18%

자료: 유안타증권 리서치센터

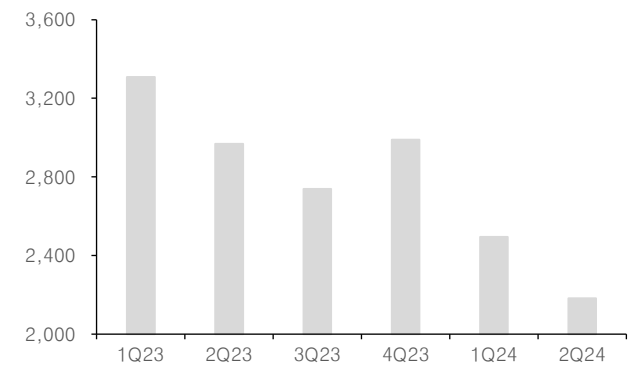
매출액 & 영업이익률 추이

(단위: 억원)



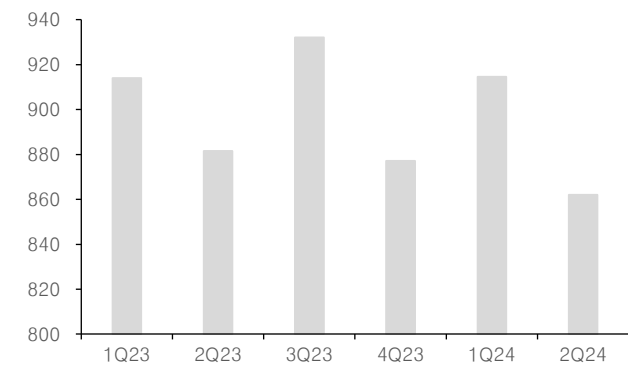
자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액 (단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC 게임 매출액 (단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 신작 게임 (단위: 억원)

게임명	장르	플랫폼	출시 지역
호연	스위칭 RPG	모바일	한국, 대만, 일본
TL	MMORPG	PC, 콘솔	글로벌
기존 IP 기반(리니지 추정) 캐주얼 게임	미정	모바일	글로벌
블소 2	MMORPG	모바일	중국
리니지2M	MMORPG	모바일	동남아
프로젝트 G	4X	PC, 모바일	글로벌
아이온2	MMORPG	PC, 모바일	글로벌
LLL	슈팅	PC, 콘솔	글로벌

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	25,718	17,798	15,906	17,806	17,810
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,718	17,798	15,906	17,806	17,810
판매비	20,128	16,425	14,850	14,521	14,261
영업이익	5,590	1,373	1,056	3,285	3,549
EBITDA	6,649	2,492	2,160	4,183	4,468
영업외손익	500	689	2,157	1,721	1,967
외환관련손익	922	-91	222	-335	-368
이자손익	375	691	701	821	988
관계기업관련손익	-81	41	67	67	73
기타	-716	49	1,168	1,168	1,274
법인세비용차감전순이익	6,091	2,062	3,213	5,006	5,516
법인세비용	1,731	-77	746	1,252	1,379
계속사업순이익	4,360	2,139	2,468	3,755	4,137
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,360	2,139	2,468	3,755	4,137
지배지분순이익	4,357	2,121	2,465	3,751	4,133
포괄순이익	1,666	1,910	3,122	4,409	4,857
지배지분포괄이익	1,664	1,891	3,121	4,407	4,855

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,360	1,399	547	2,040	2,668
당기순이익	4,360	2,139	2,468	3,755	4,137
감가상각비	1,040	1,101	1,093	887	908
외환손익	22	74	-202	335	368
중속, 관계기업관련손익	58	-8	-5	-67	-73
자산부채의 증감	495	-956	-3,269	-3,155	-2,957
기타현금흐름	1,385	-951	462	285	285
투자활동 현금흐름	-3,922	1,130	1,612	-1,624	-3,027
투자자산	5,358	3,455	545	-37	-510
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-1,174	-964	0	-1,000
유형자산 감소	3	6	1	0	0
기타현금흐름	-6,787	-1,157	2,030	-1,587	-1,517
재무활동 현금흐름	-3,037	-1,773	-1,869	-640	-580
단기차입금	-59	47	-19	46	0
사채 및 장기차입금	-1,457	97	-1,785	0	105
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,190	-1,357	0	-619	-619
기타현금흐름	-331	-561	-66	-66	-66
연결범위변동 등 기타	-105	41	3,416	4,067	3,299
현금의 증감	296	796	3,705	3,843	2,360
기초 현금	2,559	2,856	3,652	7,357	11,200
기말 현금	2,856	3,652	7,357	11,200	13,560
NOPLAT	5,590	1,424	1,056	3,285	3,549
FCF	4,863	225	-417	2,040	1,668

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

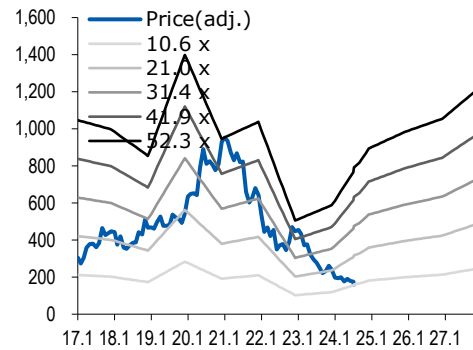
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	26,911	23,368	23,762	29,027	32,617
현금및현금성자산	2,856	3,652	7,357	11,200	13,560
매출채권 및 기타채권	2,194	1,723	2,035	2,289	2,290
재고자산	15	7	7	8	8
비유동자산	17,466	20,570	20,471	19,610	20,410
유형자산	9,302	10,005	9,913	9,026	9,117
관계기업 등 지분관련자산	262	249	236	265	265
기타투자자산	5,117	6,477	7,359	7,368	7,878
자산총계	44,376	43,938	44,233	48,637	53,028
유동부채	5,153	6,143	4,343	4,774	4,872
매입채무 및 기타채무	2,917	2,153	2,174	2,434	2,435
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,400	730	730	780
비유동부채	7,237	5,265	5,042	5,224	5,279
장기차입금	600	0	0	0	0
사채	3,494	1,697	1,697	1,697	1,697
부채총계	12,391	11,408	9,385	9,999	10,152
지배지분	31,962	32,497	34,811	38,598	42,832
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,094	34,726	36,588	39,720	43,234
비지배지분	23	33	37	40	44
자본총계	31,985	32,530	34,848	38,638	42,876
순차입금	-18,021	-14,764	-16,670	-21,584	-25,069
총차입금	6,286	6,430	4,627	4,672	4,777

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	11,230	17,085	18,825
BPS	157,391	160,025	176,046	195,194	216,605
EBITDAPS	30,288	11,349	9,840	19,053	20,352
SPS	117,144	81,071	72,451	81,104	81,123
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
PER	21.7	33.3	14.3	9.4	8.5
PBR	2.7	2.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.5	22.4	8.6	3.3	2.3
PSR	3.7	4.0	2.2	2.0	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	11.4	-30.8	-10.6	11.9	0.0
영업이익 증가율 (%)	49.0	-75.4	-23.1	211.0	8.0
지배순이익 증가율 (%)	9.8	-51.3	16.2	52.1	10.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	21.7	7.7	6.6	18.4	19.9
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	15.5	21.1	23.2
EBITDA 마진 (%)	25.9	14.0	13.6	23.5	25.1
ROIC	55.1	16.4	9.9	26.1	28.9
ROA	9.7	4.8	5.6	8.1	8.1
ROE	13.7	6.6	7.3	10.2	10.2
부채비율 (%)	38.7	35.1	26.9	25.9	23.7
순차입금/자기자본 (%)	-56.4	-45.4	-47.9	-55.9	-58.5
영업이익/금융비용 (배)	59.0	9.4	7.8	29.0	30.9

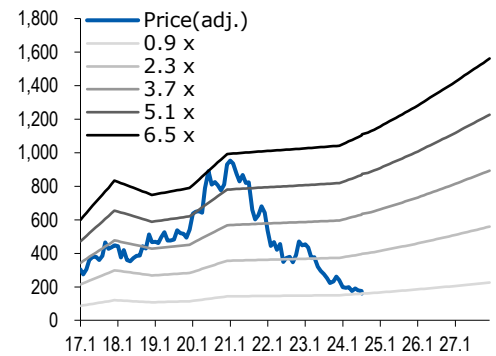
P/E band chart

(천원)



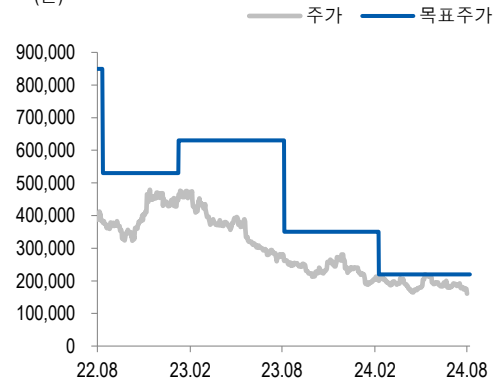
P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-06	BUY	220,000	1년		
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53
2022-02-16	BUY	850,000	1년	-50.17	-41.06

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84
Hold(중립)	16
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.