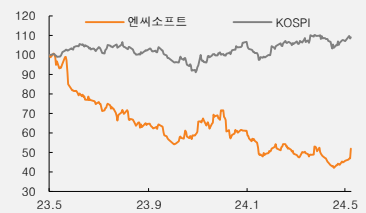


투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	▲ 240,000원
현재주가(24/5/10)	204,000원
상승여력	17.6%

영업이익(24F,십억원)	62
Consensus 영업이익(24F,십억원)	114
EPS 성장률(24F,%)	-47.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	39.9
MKT P/E(24F,x)	-
KOSPI	2,727.63
시가총액(십억원)	4,479
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	80.5
외국인 보유비중(%)	37.6
베타(12M) 일간수익률	1.23
52주 최저가(원)	164,900
52주 최고가(원)	388,500

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



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

036570 · 게임

## 엔씨소프트

## 체질 개선 효과는 25년부터

## 1Q24 Review: 탐라인 하회, 바텀라인 상회

1분기 매출액 3,980억원(-17% YoY), 영업이익 260억원(-68% YoY)으로 매출액은 컨센서스 대비 4% 하회, 영업이익은 120억원 상회했다. 기존작 매출 하향세가 가속화되었으나 비용 절감 효과가 나타나기 시작했다. 모바일 매출액은 2,490억원(-25% YoY)으로 예상치를 10% 하회했다. 주요 게임 매출액은 리니지M 1,050억원(-19% YoY, -11% QoQ), 리니지2M 560억원(-24% YoY, -23% QoQ), 리니지W 830억원(-32% YoY, -16% QoQ)을 기록하며 QoQ, YoY 역성장이 지속되었다. 영업비용은 3,720억원(-6% YoY)을 기록하며 예상치를 9% 하회했는데 이는 비용 효율화 작업에 따른 인건비, 마케팅비, 기타비용 절감 효과에 기인한다.

## 체질 개선 효과는 25년부터

고정비성 인건비를 감축하기 위한 권고사직을 5월 중 단행할 계획이며 직원 수는 4천명 중반 수준까지 줄여나갈 계획이다. 현 인원이 5천명 수준인 것을 생각하면 전체 인원의 10% 이상이 감축될 예정이다. 엔씨소프트의 연간 인건비는 8,200억원(23년 기준) 수준으로 연 800억원 이상의 고정비 절감 효과가 나타날 것으로 예상된다. 다만 권고사직 실시에 따른 퇴직금 지급 등 일회성 비용 발생 영향으로 인건비 절감 효과는 25년부터 나타날 것이다. 적극적인 체질 개선 작업이 진행되면서 OPM은 24년 3.9%에서 25년 13.8%까지 상승할 전망이다.

## 투자 의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 4% 상향

기존작 매출 하향과 인건비 절감을 반영한 25F 실적 전망 변경으로 목표주가를 기존 230,000원에서 240,000원(25F 타겟 P/E 22배 유지)으로 4% 상향한다. 24F P/E 40배, 25F P/E 19배에서 거래 중이다. 25년 이후를 바라본 중장기적 관점에서의 투자를 권한다. 인원 감축, 효율적 마케팅비 집행 등 비용 효율화에 대한 기대감은 최근 주가 반등으로 상당 부분 반영되었다. 24년 배틀크러쉬, BSS, 불소2 중국 등이 출시를 앞두고 있지만 높은 수준의 일매출을 기대하긴 어려운 작품들이다. 기대작인 프로젝트G, 아이온2는 25년 출시가 예상된다. 글로벌 게임사에 대한 M&A가 진행될 경우 단기 모멘텀은 발생 가능할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,572	1,780	1,588	1,834	1,917
영업이익 (십억원)	559	137	62	253	320
영업이익률 (%)	21.7	7.7	3.9	13.8	16.7
순이익 (십억원)	436	212	112	239	295
EPS (원)	19,847	9,663	5,116	10,908	13,419
ROE (%)	13.7	6.6	3.4	7.1	8.2
P/E (배)	22.6	24.9	39.9	18.7	15.2
P/B (배)	2.6	1.4	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	398	381	386	423	2,572	1,780	1,588	1,834
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-13.5%	-8.7%	-3.3%	11.4%	-30.8%	-10.8%	15.5%
PC	91	88	93	88	101	99	97	114	390	360	410	408
리니지	25	24	26	21	24	24	24	24	107	97	96	92
리니지2	21	23	21	22	23	23	23	23	94	87	92	89
아이온	18	16	19	15	14	14	14	13	68	68	55	51
B&S	7	6	6	5	4	4	4	4	26	24	16	14
길드워2	20	19	21	24	25	25	24	24	95	85	98	91
Project TL	0	0	0	3	9	9	8	26	0	3	52	71
모바일	331	297	274	299	249	235	242	253	1,934	1,200	979	1,218
리니지M	130	128	120	119	105	102	107	104	516	496	418	401
리니지2M	73	62	55	73	56	50	49	51	391	263	206	194
리니지W	123	103	90	99	83	75	72	76	971	414	306	287
B&S2	5	4	9	9	6	5	5	4	56	27	19	13
기타	0	0	0	0	0	3	9	18	0	0	30	324
기타	14	19	21	13	15	15	15	15	90	67	60	63
로열티	42	36	35	31	33	33	32	41	157	144	139	145
영업비용	397	405	407	434	372	376	381	397	2,013	1,643	1,526	1,581
인건비	212	209	198	204	203	204	205	206	847	823	817	756
마케팅비	5	12	28	40	7	13	15	20	189	85	54	84
D&A	28	28	29	27	28	27	27	30	106	112	111	128
지급수수료	110	108	101	115	95	95	97	104	689	434	391	467
기타	43	49	50	47	39	38	38	37	181	189	152	145
영업이익	82	35	17	4	26	4	5	27	559	137	62	253
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-87.8%	-69.4%	597.7%	49.0%	-75.4%	-54.9%	308.6%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	1.1%	1.3%	6.3%	21.7%	7.7%	3.9%	13.8%
지배주주순이익	114	30	44	25	57	12	13	30	436	212	112	239
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	3.2%	3.4%	7.0%	16.9%	11.9%	7.1%	13.1%

주1: 회사 공개 자료에서 TL 매출은 PC가 아닌 기타 매출로 분류되어 자체 추정. 실제와 괴리 존재할 수 있음

주2: IR 자료와 PC, 기타 매출이 차이가 존재할 수 있음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	1,797	1,990	1,588	1,834	-12%	-8%	1,785	2,113	-11%	-13%	모바일 기존작 매출 하향 인건비 하향
영업이익	147	245	62	253	-58%	3%	114	259	-46%	-2%	
순이익	152	230	112	239	-26%	4%	145	254	-22%	-6%	
영업이익률	8.2%	12.3%	3.9%	13.8%	-	-	6.4%	12.3%	-	-	
순이익률	8.4%	11.5%	7.1%	13.1%	-	-	8.1%	12.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	괴리율	컨센서스	괴리율
매출액	398	422	-6%	413	-4%
영업이익	26	15	73%	14	85%
지배주주순이익	57	20	180%	26	120%

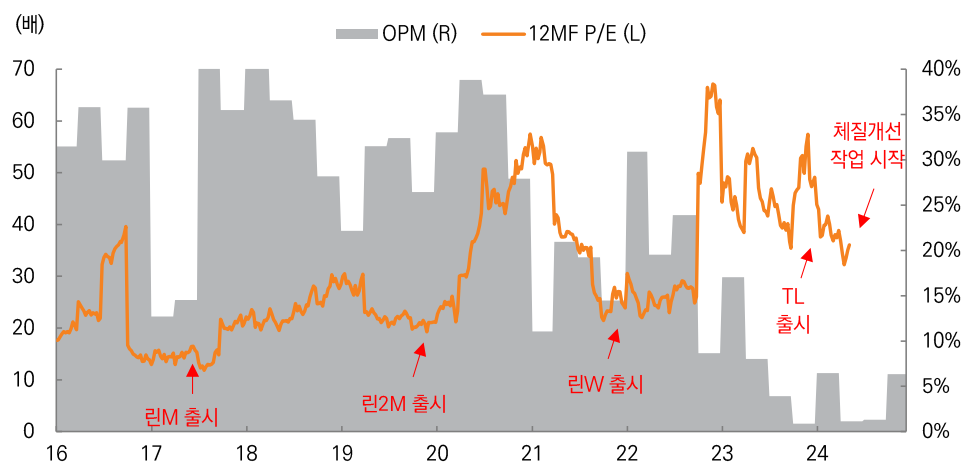
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	239	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	5,269	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	204,000	
상승여력	17.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엔씨소프트 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,780	1,588	1,834	1,917
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,588	1,834	1,917
판매비와관리비	1,643	1,526	1,581	1,597
조정영업이익	137	62	253	320
영업이익	137	62	253	320
비영업손익	69	90	66	73
금융손익	69	65	71	79
관계기업등 투자손익	4	21	-8	-10
세전계속사업손익	206	152	319	393
계속사업법인세비용	-8	40	80	98
계속사업이익	214	112	239	295
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	214	112	239	295
지배주주	212	112	239	295
비지배주주	2	0	0	0
총포괄이익	191	112	239	295
지배주주	189	111	237	292
비지배주주	2	1	2	3
EBITDA	249	164	348	411
FCF	22	160	269	317
EBITDA 마진율 (%)	14.0	10.3	19.0	21.4
영업이익률 (%)	7.7	3.9	13.8	16.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	7.1	13.0	15.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,337	2,437	2,648	2,905
현금 및 현금성자산	365	450	644	886
매출채권 및 기타채권	151	154	159	161
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,820	1,832	1,844	1,857
비유동자산	2,057	2,011	1,981	1,961
관계기업투자등	25	25	25	26
유형자산	1,001	956	927	908
무형자산	96	94	93	91
자산총계	4,394	4,448	4,629	4,866
유동부채	614	618	622	626
매입채무 및 기타채무	73	74	75	76
단기금융부채	280	280	281	281
기타유동부채	261	264	266	269
비유동부채	526	528	530	531
장기금융부채	363	363	363	363
기타비유동부채	163	165	167	168
부채총계	1,141	1,146	1,152	1,157
지배주주지분	3,250	3,299	3,475	3,706
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,521	3,697	3,928
비지배주주지분	3	3	3	3
자본총계	3,253	3,302	3,478	3,709

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	140	215	334	387
당기순이익	214	112	239	295
비현금수익비용가감	72	73	101	106
유형자산감가상각비	110	100	93	89
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-40	-29	6	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-96	1	0	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	42	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-120	-40	-80	-98
투자활동으로 인한 현금흐름	113	-67	-77	-82
유형자산처분(취득)	-117	-55	-65	-70
무형자산감소(증가)	-41	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-78	-12	-12	-12
기타투자활동	349	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-177	-63	-63	-63
장단기금융부채의 증가(감소)	14	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-136	-64	-64	-64
기타재무활동	-55	1	1	1
현금의 증가	80	85	194	242
기초현금	286	365	450	644
기말현금	365	450	644	886

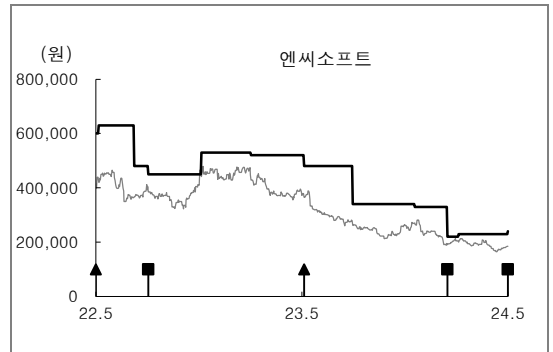
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	24.9	39.9	18.7	15.2
P/CF (x)	18.5	24.2	13.2	11.2
P/B (x)	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	17.6	17.8	7.8	6.0
EPS (원)	9,663	5,116	10,908	13,419
CFPS (원)	13,017	8,422	15,498	18,261
BPS (원)	176,065	178,286	186,299	196,823
DPS (원)	3,130	3,130	3,130	3,130
배당성향 (%)	29.7	56.6	26.5	21.6
배당수익률 (%)	1.3	1.5	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	-30.8	-10.8	15.5	4.5
EBITDA증가율 (%)	-62.5	-34.4	112.9	17.9
조정영업이익증가율 (%)	-75.4	-54.9	308.6	26.4
EPS증가율 (%)	-51.3	-47.1	113.2	23.0
매출채권 회전율 (회)	11.6	11.9	13.6	14.1
재고자산 회전율 (회)	1,590.1	2,131.1	2,436.3	2,521.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.8	2.5	5.3	6.2
ROE (%)	6.6	3.4	7.1	8.2
ROIC (%)	14.6	4.3	18.4	23.8
부채비율 (%)	35.1	34.7	33.1	31.2
유동비율 (%)	380.4	394.3	425.9	464.4
순차입금/자기자본 (%)	-27.4	-47.6	-51.1	-54.8
조정영업이익/금융비용 (x)	9.4	4.2	17.1	21.6

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2024.05.10	Trading Buy	240,000	-	-
2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98
2022.11.14	Trading Buy	530,000	-14.27	-9.53
2022.08.12	Trading Buy	450,000	-18.36	3.33
2022.07.18	매수	480,000	-21.06	-14.17
2022.05.16	매수	630,000	-34.56	-26.11
2022.03.18	매수	600,000	-26.20	-20.00



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

### 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

### 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.