

엔씨소프트

036570

Nov 5, 2024

Trading Buy

유지

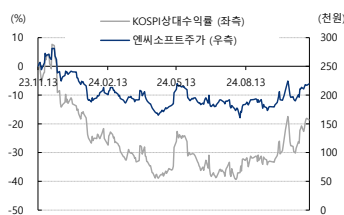
TP 255,000 원

상향

Company Data

현재가(11/04)	219,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	281,000 원
52 주 최저가(보통주)	160,400 원
KOSPI (11/04)	2,588.97p
KOSDAQ (11/04)	754.08p
자본금	110 억원
시가총액	48,189 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	129 만주
평균거래대금(60 일)	267 억원
외국인지분(보통주)	35.20%
주요주주	
김택진 외 12 인	12.01%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.26%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	5.0	22.1	-15.1
상대주가	4.2	26.3	-22.3

확장 전 비용 구조 쇄신 예고

3Q24 Review: 매출 컨센서스 부합 & 영업이익(손실) 기대치 하회

3Q24 매출은 4,019억원(YoY -5%, QoQ +9%)을 기록하며 컨센서스(3,917억원) 부합, 영업이익(손실)은 -143억원(YoY, QoQ 적자전환)으로 시장 예상치(79억원) 하회. 모바일 게임 매출은 리니지M 리부트 월드 흥행에 따른 매출 증가로 2,534원(QoQ +16%, YoY -7%), PC 온라인 게임 매출은 주요 PC 게임 매출 감소로 807억원(QoQ -6%, YoY -13%) 기록.

영업비용 중 마케팅비는 '호연' 출시 마케팅 및 라이브게임 업데이트로 487억원(QoQ +180%, YoY +79%), 인건비는 전분기 장기 성과급 충당금 조정 효과 소멸로 2,011억원(QoQ +7%, YoY +1%) 기록. 매출변동비 및 기타는 모바일게임 매출 증가에 따른 유통수수료 증가로 1,399억원(QoQ +10%, YoY -8%).

투자의견 Trading Buy 유지 & 목표주가 255,000원으로 상향

목표주가 255,000원으로 상향(종전 200,000원), 투자의견은 Trading Buy 유지. 목표주가 상향은 2025년 순이익 추정치 2,943억원(종전 2,290억원)에 글로벌 게임사 25년 PER 평균인 17.1배를 target PER로 적용함에 따름. 순이익 추정치 상향은 24년 10월 초 출시하고 긍정적인 글로벌 트래픽 추이를 보이고 있는 Throne and Liberty(글로벌)의 로열티 매출(순매출) 기여 추정치를 상향하고, 24년 10월 중국 판호를 발급받은 리니지 2M, Journey of Monarch(4Q24 출시 예정), '브레이커스: 언락 더 월드' 추정치를 반영함에 따름.

MMORPG, 방치형 RPG, 슈팅 등 다변화 장르의 자체 신작 출시, 퍼블리싱 역량 강화 등을 통해 외형 성장을 꾀하는 동시에, 권고사직 및 희망퇴직 등을 통한 고정비 감소가 이루어져 2025년 의미있는 이익 성장이 나타날 수 있을 것으로 전망. 4Q24에는 구조조정 돌입에 따른 일회성 비용 발생으로 3Q24 대비 영업손실 폭은 확대될 것으로 추정하나, 이에 따라 신작 출시에 따른 이익 기여는 강화될 것으로 전망. 한편, 분사를 통한 신규 게임 개발의 스튜디오 체제 전환은 출시 성과에 대한 책임과 보상을 명확히 해 장기적으로 신작의 성공률을 향상시킬 유인으로 작용할 것으로 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,572	1,780	1,588	1,855	2,136
YoY(%)	11.4	-30.8	-10.8	16.8	15.2
영업이익(십억원)	559	137	-15	275	398
OP 마진(%)	21.7	7.7	-0.9	14.8	18.6
순이익(십억원)	436	214	89	294	388
EPS(원)	19,847	9,663	4,032	13,407	17,673
YoY(%)	9.8	-51.3	-58.3	232.5	31.8
PER(배)	22.6	24.9	54.4	16.4	12.4
PCR(배)	12.4	18.6	33.8	11.8	9.4
PBR(배)	3.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	12.0	15.1	41.2	8.4	5.5
ROE(%)	13.7	6.6	2.7	8.7	10.6



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

엔씨소프트 [036570]

확장 전 비용구조 쇠신 예고

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	418.9	2,571.8	1,779.8	1,587.7	1,855.1
성장률(YoY %)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-4.3%	11.4%	-30.8%	-10.8%	16.8%
게임매출	751.5	593.3	560.9	509.1	436.5	404.0	387.8	407.1	365.2	331.2	363.8	361.6	2,414.8	1,635.4	1,421.8	1,668.5
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	158.9	131.9	516.5	489.9	502.8	499.6
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	43.1	47.2	391.5	242.9	188.5	209.9
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	46.9	53.4	970.8	403.9	248.6	187.8
B&S 2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	4.5	7.1	55.6	27.5	20.7	45.4
리니지	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	26.5	25.3	106.7	102.0	100.5	95.8
리니지2	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	20.2	20.4	94.1	85.6	85.3	78.6
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	11.8	10.7	68.3	71.5	49.8	38.5
B&S	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	3.8	3.2	3.1	26.3	25.3	14.3	11.6
길드워2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	23.5	19.0	18.8	95.0	79.4	86.7	72.1
택탄	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	92.4
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65.0
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.0
Journey of Monarch	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0	-	-	12.0	80.1
기존 IP 기반 신규 장르 게임	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7
브레이크스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27.9
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	26.8	29.7	31.8	90.1	107.4	112.6	113.0
로열티매출	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	38.1	57.4	157.0	144.5	165.8	186.6
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	454.1	2,012.8	1,642.5	1,602.5	1,580.2
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	201.1	262.7	847.4	822.9	854.6	716.3
매출분담비	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.9	138.8	870.7	622.8	540.2	630.4
광고선전비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	48.7	25.1	188.6	85.0	98.1	123.0
감가상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	26.5	27.5	106.0	111.9	109.6	110.5
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	14.3	35.1	559.0	137.3	14.9	274.9
성장률(YoY %)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	49.0%	-75.4%	적자전환	흑자전환
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-8.4%	21.7%	7.7%	-0.9%	14.8%
순이익	168.3	118.7	182.1	33.1	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	26.5	13.1	436.0	213.9	88.6	294.3
NPM(%)	21.3%	18.9%	30.1%	-6.0%	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	-6.6%	-3.1%	17.0%	12.0%	5.6%	15.9%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
2025 지배순이익 추정치	294.3	
target PER	17.1	글로벌 게임사 Peer 25F PER 평균
적정시가총액	5,032.53	
유통주식수	19,759	자기주식 제외
적정주가	254,696	
목표주가	255,000	
현재주가	219,500	
상승여력	16.2%	

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024-10-01	Throne and Liberty	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	자체 (아마존게임즈 퍼블리싱)
4Q24	Journey of Monarch	방치형 RPG	글로벌	모바일	자체
	블레이드 & 소울 2	MMORPG	중국	모바일	자체 (텐센트 퍼블리싱)
	리니지 2M	MMORPG	동남아시아	모바일	자체
1H25	택탄: 나이트 오브 더 가즈	MMORTS	글로벌	모바일	자체
	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 1종	-	-	-	자체
2H25	아이온2	MMORPG	글로벌	모바일	자체
	브레이커스: 연락 더 월드	애니메이션 RPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱 (빅게임스튜디오 개발)
4Q25	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
2025	리니지 2M	MMORPG	중국	모바일	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

엔씨소프트 [036570]

확장 전 비용구조 쇠신 예고

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,588	1,855	2,136
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,588	1,855	2,136
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,013	1,643	1,603	1,580	1,738
영업이익	559	137	-15	275	398
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-0.9	14.8	18.6
EBITDA	665	249	76	350	459
EBITDA Margin (%)	25.9	14.0	4.8	18.8	21.5
영업외손익	50	69	129	112	112
관계기업손익	-8	4	8	8	8
금융수익	74	120	117	103	103
금융비용	-106	-29	-37	-37	-37
기타	90	-26	42	39	39
법인세비용차감전순이익	609	206	114	387	511
법인세비용	173	-8	26	93	123
계속사업순이익	436	214	89	294	388
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	89	294	388
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	5.6	15.9	18.2
비지배지분순이익	0	2	0	0	0
지배지분순이익	436	212	89	294	388
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	5.6	15.9	18.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-269	-23	-13	-13	-13
포괄순이익	167	191	76	282	375
비지배지분포괄이익	0	2	1	3	4
지배지분포괄이익	166	189	75	279	372

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	52	207	286
당기순이익	436	214	89	294	388
비현금항목의 가감	359	72	44	86	86
감가상각비	104	110	90	73	59
외환손익	2	7	-30	-30	-30
자본법평가손익	6	-1	-8	-8	-8
기타	247	-45	-8	51	65
자산부채의 증감	50	-96	-124	-159	-160
기타현금흐름	-109	-50	44	-15	-29
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	-161	149	293
기초 현금	256	286	365	204	353
기말 현금	286	365	204	353	646
NOPLAT	400	142	-12	209	303
FCF	306	41	-45	125	204

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,241	2,496	2,904
현금및현금성자산	286	365	204	353	646
매출채권 및 기타채권	219	172	154	171	188
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	4,199	4,452	4,801
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	3,275	3,505	3,830
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,498	3,728	4,053
기타자본변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배지분	2	3	3	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,278	3,509	3,834
총차입금	593	603	373	383	394

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

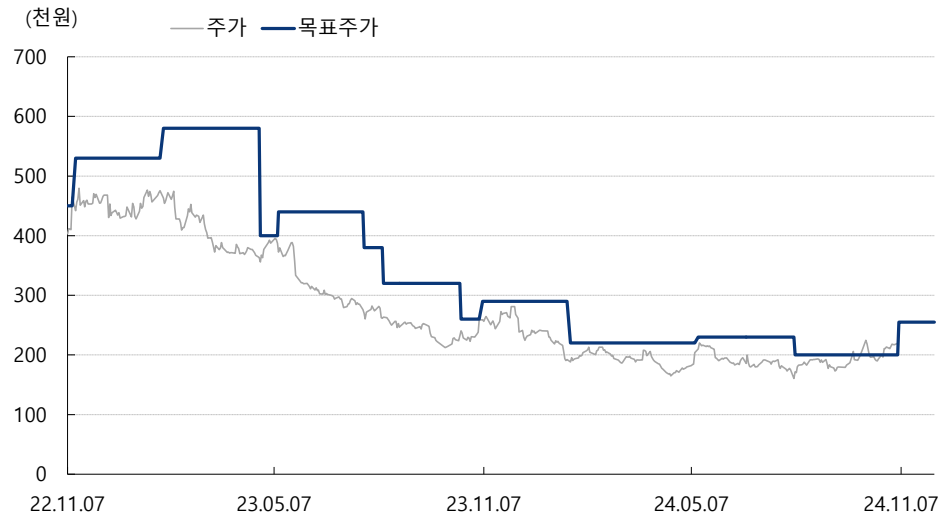
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	4,032	13,407	17,673
PER	22.6	24.9	54.4	16.4	12.4
BPS	145,587	148,023	149,160	159,672	174,449
PBR	3.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	30,288	11,349	3,484	15,922	20,915
EV/EBITDA	12.0	15.1	41.2	8.4	5.5
SPS	117,144	81,071	72,317	84,499	97,309
PSR	3.8	3.0	3.0	2.6	2.3
CFPS	13,933	1,880	-2,030	5,680	9,279
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	-10.8	16.8	15.2
영업이익 증가율	49.0	-75.4	적전	흑전	44.8
순이익 증가율	10.2	-50.9	-58.6	232.4	31.8
수익성					
ROIC	55.1	16.4	-1.2	23.7	34.6
ROA	9.7	4.8	2.1	6.8	8.4
ROE	13.7	6.6	2.7	8.7	10.6
안정성					
부채비율	38.7	35.1	28.1	26.9	25.2
순차입금비율	13.4	13.7	8.9	8.6	8.2
이자보상배율	59.0	9.4	-1.7	31.2	45.2

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 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	(20.56)	(4.55)
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)	2024.08.06	Trading Buy	200,000	(3.32)	10.91
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)	2024.11.05	Trading Buy	255,000		
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_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0%	3.3%	0.7%	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