

엔씨소프트 (036570/KS)

성장통

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 220,000 원(하향)

현재주가: 160,400 원

상승여력: 37.2%

Analyst
남효지hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	3,521 십억원
주요주주	
김택진(외12)	12.01%
자사주	9.93%

Stock Data

주가(24/08/05)	160,400 원
KOSPI	2,441.55 pt
52주 최고가	281,500 원
52주 최저가	160,400 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 팍 졸라맨 허리띠

매출액 3,689 억원(-7.3% QoQ, 이하 동일), 영업이익 88 억원(-65.6%), 지배주주 순이익 710 억원(+24.5%)을 기록했다. 당사 추정치 및 컨센서스가 영업 손실을 기록 할 것으로 예상했으나 예상대비 비용 지출이 적었다.

리니지M 에피소드 제로 업데이트 효과로 트래픽과 매출 모두 반등에 성공해 리니지M 매출은 +1.8% 성장했으나, 경쟁작 출시 영향으로 2M -24.3%, W -21.0%로 매출 타격이 컸다. 영업비용은 3,600 억원(-3.3%), 권고사직으로 인한 퇴직 위로금은 증가했으나 장기 인센티브 충당금 감소로 인건비가 7.3% 감소했다. 마케팅비도 리니지M의 TV 광고까지 진행했음에도 불구하고 마케팅비(174 억원, +151.8%) 지출은 예상보다 크지 않았다. 영업외에서는 환율 상승 및 무형자산 처분이익이 반영되며 세전이익이 +8.4% 증가했다.

목표주가 22 만원으로 하향

장르 다각화 도전은 긍정적이나 아직 경험 부족으로 신규 장르 신작 배틀크러쉬, 호연, 택탄에 대한 매출 추정치를 하향함에 따라 25 년 지배주주순이익 추정치를 기존대비 11.8% 하향하고 모바일 게임 시장 성장 둔화 및 hit raito 하락에 따라 target P/E 를 17.4 배(최근 3 년 평균 P/E 에 10% 할인)를 적용하여 목표주가를 기존 27 만원에서 22 만원으로 하향한다.

매수 의견을 유지하는 이유는 업데이트를 통해 기존작 매출이 리바운드 될 수 있다는 것이 검증되어 최소한의 기초 체력은 확보하고 있고, 적극적인 비용 통제 및 위기 인식으로 회사가 변화를 위한 노력을 하고 있다는 점을 긍정적으로 판단하기 때문이다.

장기적으로는 장르 다각화, 지역 확장, 외부 스튜디오 지분 투자, 퍼플 수익화 등 변화를 위한 시도가 긍정적인 재무 효과를 발휘할 것이다. 내년은 기대작 출시와 비용 통제 효과가 맞물려 재차 높은 이익 성장을 보일 수 있을 것으로 전망한다. 긴 호흡에서 동사의 변화를 주목하며 지속 트래킹할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,530	1,744	1,842
영업이익	십억원	375	559	137	84	261	313
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	188	253	295
EPS	원	18,078	19,847	9,663	8,545	11,504	13,415
PER	배	35.6	22.6	24.9	18.8	13.9	12.0
PBR	배	3.7	2.6	1.4	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	12.9	6.1	4.8
ROE	%	12.6	13.7	6.6	5.6	7.2	8.0

목표주가 산출

구분	내용
2025년 지배주주지분 순이익(십억원)	252.5
Target P/E	17.4x
목표 시총(십억원)	4,400.9
주식 수(천 주)	20,307.4
적정 주가(원)	216,711
목표 주가(원)	220,000
현재 주가(원)	160,400
상승 여력	37.2%

자료: SK 증권

수익 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	370.2	392.8	1,779.8	1,529.7	1,743.7
PC/콘솔	91.4	88.2	93.2	92.3	91.5	86.2	85.4	83.7	365.1	346.8	349.3
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	218.2	225.0	246.1	1,200.4	938.8	1,105.0
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	34.5	36.4	144.5	141.2	180.3
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	352.6	361.1	1,642.5	1,445.9	1,482.8
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	185.7	186.4	822.9	762.8	705.7
마케팅비	4.9	12.2	27.7	36.6	6.9	17.4	16.8	18.5	81.4	59.6	85.8
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	27.7	28.1	111.9	111.4	113.1
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	122.4	128.2	622.8	512.1	578.2
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	17.6	31.6	137.3	83.8	260.9
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	4.7%	8.1%	7.7%	5.5%	15.0%
순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	24.1	35.4	213.9	187.7	252.9
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	71.0	24.1	35.3	212.1	187.6	252.5
YoY growth rate											
매출액	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-12.5%	-10.3%	-	-14.1%	14.0%
PC/콘솔	-1.8%	-8.0%	-4.0%	-11.5%	0.1%	-2.2%	-8.3%	-9.3%	-6.5%	-5.0%	0.7%
모바일	-48.4%	-37.5%	-37.4%	-21.6%	-24.6%	-26.5%	-17.8%	-17.7%	-37.9%	-21.8%	17.7%
로열티	8.9%	0.8%	-18.5%	-21.4%	-22.8%	3.8%	-2.2%	18.9%	-8.0%	-2.2%	27.7%
영업비용	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	-6.3%	-11.1%	-13.3%	-16.8%	-18.4%	-12.0%	2.5%
인건비	-3.0%	0.9%	4.5%	-12.2%	-4.3%	-9.9%	-6.3%	-8.7%	-2.9%	-7.3%	-7.5%
마케팅비	-88.4%	-79.6%	-28.8%	-23.8%	42.1%	42.1%	-39.2%	-49.4%	-56.9%	-26.8%	43.9%
상각비	5.1%	4.0%	9.6%	3.3%	-0.5%	0.0%	-5.6%	4.8%	5.5%	-0.4%	1.5%
매출변동비 및 기타	-41.2%	-26.6%	-26.0%	-16.1%	-11.6%	-18.9%	-19.1%	-21.2%	-28.5%	-17.8%	12.9%
영업이익	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	6.3%	721.3%	-75.4%	-39.0%	211.4%
영업이익률	-13.8%	-11.5%	-20.0%	-7.8%	-10.6%	-5.6%	0.8%	7.2%	-14.0%p	-2.2%p	9.5%p
순이익	-32.2%	-74.3%	-75.8%	흑전	-50.0%	132.8%	-45.1%	40.4%	-50.9%	-12.2%	34.7%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	392.0	409.6	449.0	435.3	368.9	370.2	392.8	386.1	-5.9%	-9.6%	-12.5%	-11.3%
영업이익	-6.3	14.9	50.4	42.5	8.8	17.6	31.6	39.9	-240.4%	17.9%	-37.2%	-6.2%
지배주주순이익	6.5	22.7	50.3	46.2	71.0	24.1	35.3	42.5	992.2%	6.2%	-29.8%	-8.0%

자료: SK 증권

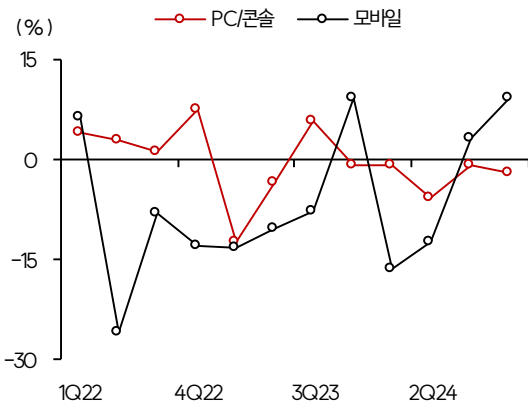
연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,648.6	1,986.2	2,056.8	1,529.7	1,743.7	1,842.3	-7.2%	-12.2%	-10.4%
영업이익	84.7	295.7	328.1	83.8	260.9	312.6	-1.1%	-11.8%	-4.7%
지배주주순이익	136.7	286.2	312.6	187.6	252.5	294.5	37.2%	-11.8%	-5.8%

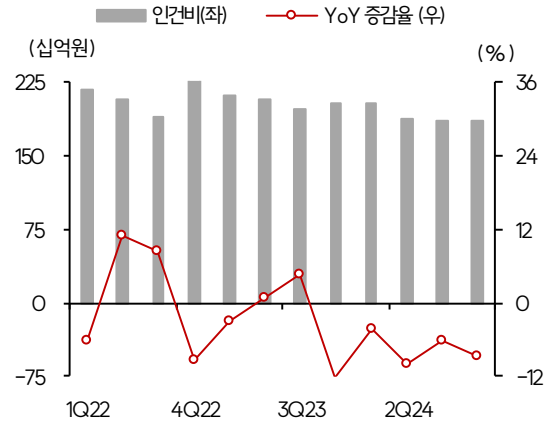
자료: SK 증권

플랫폼별 매출 성장률(QoQ)



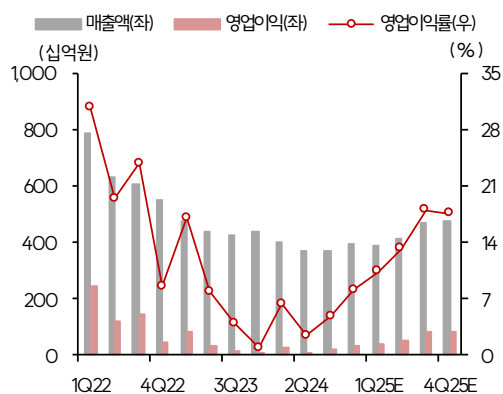
자료: SK 증권

인건비 추이 및 전망



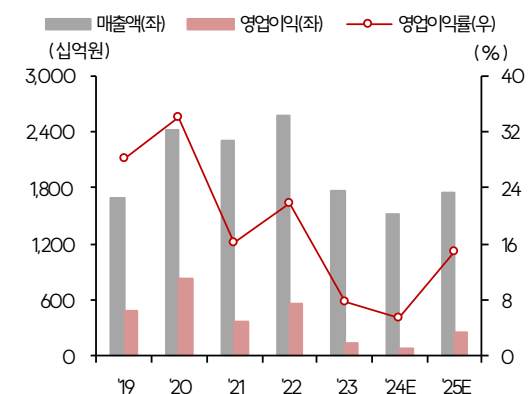
자료: SK 증권

분기 실적 추정 및 전망



자료: SK 증권

연간 실적 추정 및 전망



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,274	2,670	2,992
현금및현금성자산	286	365	426	562	801
매출채권 및 기타채권	219	172	155	187	197
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,182	2,119	2,060
장기금융자산	577	709	644	658	662
유형자산	930	1,001	1,159	1,079	1,016
무형자산	43	96	96	95	93
자산총계	4,438	4,394	4,456	4,789	5,052
유동부채	515	614	551	667	703
단기금융부채	35	280	251	304	321
매입채무 및 기타채무	83	73	193	234	247
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	509	529	535
장기금융부채	593	363	354	354	354
장기매입채무 및 기타채무	23	59	61	61	61
장기충당부채	3	3	2	3	3
부채총계	1,239	1,141	1,060	1,196	1,238
지배주주지분	3,196	3,250	3,392	3,590	3,809
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	3,600	3,797	4,017
비지배주주지분	2	3	4	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,396	3,594	3,814
부채와자본총계	4,438	4,394	4,456	4,789	5,052

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	194	388	380
당기순이익(손실)	436	214	188	253	295
비현금성항목등	359	72	68	95	79
유형자산감가상각비	104	110	101	80	64
무형자산상각비	2	2	1	1	1
기타	253	-40	-34	13	15
운전자본감소(증가)	50	-96	-96	50	16
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	6	-33	-10
재고자산의감소(증가)	5	1	0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-39	41	13
기타	-248	-170	-8	-93	-109
법인세납부	-139	-120	-43	-84	-98
투자활동현금흐름	-392	113	118	-243	-79
금융자산의감소(증가)	-156	266	224	-220	-70
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-256	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	-1	0	0
기타	16	6	151	-22	-10
재무활동현금흐름	-304	-177	-45	-2	-59
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	76	53	17
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	-121	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-0	-55	-75
기타	0	1	1	-0	-0
현금의 증가(감소)	30	80	61	136	239
기초현금	256	286	365	426	562
기말현금	286	365	426	562	801
FCF	487	23	-62	388	380

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,530	1,744	1,842
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,530	1,744	1,842
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,446	1,483	1,530
영업이익	559	137	84	261	313
영업이익률(%)	21.7	7.7	5.5	15.0	17.0
비영업손익	50	69	159	76	81
순금융손익	38	69	67	73	86
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	7	-0	-0
세전계속사업이익	609	206	243	337	393
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	15.9	19.3	21.3
계속사업법인세	173	-8	55	84	98
계속사업이익	436	214	188	253	295
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	188	253	295
순이익률(%)	17.0	12.0	12.3	14.5	16.0
지배주주	436	212	188	253	295
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	12.3	14.5	16.0
비지배주주	0	2	0	0	0
총포괄이익	167	191	206	253	295
지배주주	166	189	206	253	295
비지배주주	0	2	0	0	0
EBITDA	665	249	186	342	377

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-14.1	14.0	5.7
영업이익	49.0	-75.4	-39.0	211.4	19.8
세전계속사업이익	24.0	-66.1	17.7	39.0	16.6
EBITDA	41.8	-62.5	-25.3	84.0	10.3
EPS	9.8	-51.3	-11.6	34.6	16.6
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	4.2	5.5	6.0
ROE	13.7	6.6	5.6	7.2	8.0
EBITDA마진	25.9	14.0	12.2	19.6	20.5
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	412.5	400.4	425.4
부채비율	38.7	35.1	31.2	33.3	32.5
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-43.1	-49.2	-54.0
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	12.4	22.0	23.7
배당성향	31.1	30.0	29.3	29.8	29.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	8,545	11,504	13,415
BPS	173,629	176,065	182,560	191,560	201,550
CFPS	24,672	14,759	13,204	15,211	16,367
주당 현금배당금	6,680	3,130	2,779	3,802	4,434
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	18.8	13.9	12.0
PBR	2.6	1.4	0.9	0.8	0.8
PCR	18.2	16.3	12.1	10.5	9.8
EV/EBITDA	12.1	15.3	12.9	6.1	4.8
배당수익률	1.5	1.3	1.6	2.2	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.06	매수	220,000원	6개월		
2024.07.10	매수	270,000원	6개월	-32.67%	-28.89%
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
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 08월 06일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------