

엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

220,000

하향

현재주가

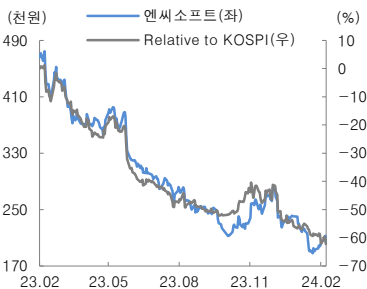
204,500

(24.02.08)

디지털콘텐츠업종

KOSPI	2620.32
시가총액	4,490십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	474,500원 / 188,200원
120일 평균거래대금	305억원
외국인지분율	39.50%
주요주주	김택진 외 8 인 12.00% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.4	-21.8	-26.6	-56.9
상대수익률	-8.3	-27.7	-27.9	-59.2



쉬어가는 2024년...

- 신작 TL의 흥행 부진과 마케팅비 증가에 4분기 영업이익 컨센 하회
- 2024년 일부 게임 출시 지연. 나머지 신작은 기대감 낮은 것으로 판단
- TP 산출연도 2025년으로 변경, 멀티플 하향. TP 역시 하향. 보수적 접근 추천

투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 220,000원(-4.3%)으로 하향

2025 EPS 12,858원에 Target PER 17.1배 적용. 목표주가 산출연도를 12MF→2025년으로 변경. 2024년보다 2025년에 동사의 높은 신작 기대감과 함께 이익 성장이 예상되기 때문. Target PER 역시 같은 이유로 2024년 주가 모멘텀 부재에 따라 글로벌 peer의 멀티플 평균 대비 20% 할인 적용(기존 Target PER 24x). 목표주가 산출연도와 Target PER 조정에 따라 목표주가를 기존 대비 4.3% 하향

4분기, 신작 TL의 흥행 부진으로 실적 컨센 하회 전망

4Q23 매출액 4,377억원(YoY -20.1%, QoQ 3.4%), 영업이익 38억원(YoY -91.9%, QoQ -76.7%) 기록. 매출 컨센서스 부합, 영업이익 컨센서스 하회. 신작 흥행 실패 및 신작에 따른 마케팅비 증가가 영업이익 컨센 하회 요인

PC. 신작 TL 출시에도 불구하고, PC 게임 매출은 3분기와 유사한 수준 기록. 결국 신작 TL의 실적 기여는 상당히 미미했던 것으로 판단. 모바일. 리니지2M, W의 업데이트 영향으로 모바일 매출은 3분기대비 9% 증가. 리니지M, 2M, W의 4분기 일평균 매출은 각각 13억(QoQ 3%), 7억(QoQ 15%), 11억(QoQ 12%)으로 추정

2024년 주가 횡보 전망. 2025년을 기대

2024년 동사의 신작은 배틀크러쉬, BSS, TL의 글로벌 출시가 예정되어 있으며, 동사의 이익 성장을 견인할 것으로 기대했던 프로젝트G(RTS)는 2025년으로 지연된 것으로 파악. 2024년 신작 3종은 저과금의 게임. 그럼에도 신작 마케팅비 증가는 예상되어 동사의 2024년 감익은 불가피할 것으로 판단. 2024년 영업이익 1,237억원(YoY -10%) 추정. 신작 기대감 역시 낮아 주가 모멘텀 부재할 것으로 전망. 2025년 프로젝트G, 아이온2 출시 가시화 시 엔씨소프트의 신작 기대감은 다시 되살아날 것으로 예상하고, 그 전까지는 보수적인 접근 추천

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	548	423	454	438	-20.1	3.4	441	414	-13.6	-5.5
영업이익	47	17	7	4	-91.9	-76.7	13	23	-71.6	502.9
순이익	45	37	23	16	-64.7	-56.8	14	19	-81.8	17.4

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,767	2,043
영업이익	375	559	137	124	304
세전순이익	491	624	217	175	356
총당기순이익	396	452	224	140	285
자배지분순이익	397	452	212	139	282
EPS	18,078	20,587	9,657	6,326	12,859
PER	35.6	22.2	21.2	32.3	15.9
BPS	143,429	158,595	162,831	163,736	171,174
PBR	4.5	2.9	1.3	1.2	1.2
ROE	12.6	13.6	6.0	3.9	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	2,111	2,362	1,994	2,504	-5.5	6.0
판매비와 관리비	1,758	1,880	1,726	1,936	-1.8	3.0
영업이익	353	482	268	568	-24.1	17.9
영업이익률	16.7	20.4	13.4	22.7	-3.3	2.3
영업외손익	102	59	102	59	0.0	-1.4
세전순이익	455	541	370	627	-18.7	15.8
자비자분순이익	351	415	291	495	-16.9	19.4
순이익률	16.6	17.5	14.4	19.2	-2.3	1.6
EPS(자비자분순이익)	15,979	18,881	13,273	22,543	-16.9	19.4

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2025 지배주주지분 순이익(십억원)	282.3	
Target PER(x)	17.1x	글로벌 peer 8개사 PER 평균 대비 20% 할인
목표 시총(십억원)	4,832.7	
주식 수(천주)	21,954.0	
적정 주가(원)	220,126	
목표 주가(원)	220,000	반올림 적용
현재 주가(원)	204,500	
상승 여력	7.6%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성, 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정
	미정	리니지W	2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입
	23년 8월 23일	블레이드&소울2(대만, 일본)	
	23년 9월 26일	퍼즈업	
	2024	모바일 게임 2종	블소 S(1H24), 배틀크러쉬(1H24)
PC/콘솔 게임	2025	프로젝트 G	RTS 장르
	미정	아이온2	
	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시
미정	2024	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
	미정	프로젝트 LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르, PC/콘솔, 2023년 개발 완료 목표
	미정	프로젝트 E, M	

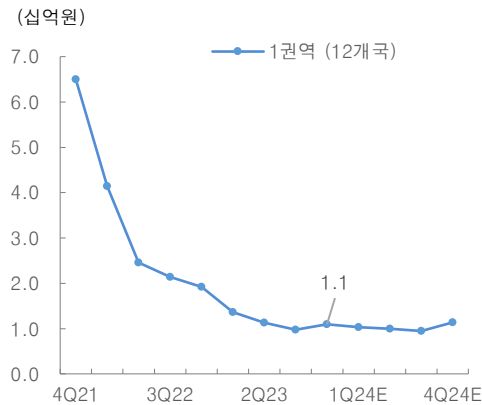
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	413.7	411.1	476.7	465.6	1,779.8	1,767.1	2,042.7
게임 매출액	422.2	385.0	367.0	390.0	363.7	359.5	387.8	381.6	1,565.4	1,588.9	1,864.7
리니지	24.5	24.3	26.4	23.0	22.7	22.7	22.7	23.9	98.2	92.0	96.4
리니지Ⅱ	21.5	23.0	20.5	21.6	20.0	20.1	20.1	21.1	86.5	81.2	80.1
아이온	17.6	15.8	19.3	14.4	13.4	13.4	13.4	13.9	67.1	54.2	52.4
블레이드&소울	7.3	5.8	6.0	5.9	5.2	4.1	4.2	4.4	25.0	17.8	13.4
길드워2	20.4	19.2	21.0	22.7	21.1	23.4	25.3	26.6	83.3	96.3	99.1
TL		—	—	4.8	13.0	18.7	30.1	28.8	4.8	90.6	88.8
모바일 게임	330.8	296.9	273.8	297.7	268.3	257.1	272.0	263.1	1,200.4	1,156.8	1,434.5
리니지M	130.1	127.8	119.6	123.2	114.6	112.6	136.6	102.5	500.7	466.3	438.0
리니지2M	73.1	62.0	54.9	63.1	52.5	47.4	43.0	51.5	253.0	194.4	160.4
블소2	5.0	4.3	9.2	10.5	8.5	6.1	5.0	4.2	29.1	23.7	14.6
리니지W	122.6	102.8	90.1	100.9	92.8	91.0	87.4	104.9	416.3	376.0	304.6
로열티 매출액	42.3	36.3	35.3	30.6	30.3	29.1	29.2	29.1	144.5	117.7	113.1
리니지M 대만	20.4	21.2	23.6	22.4	21.8	22.0	22.1	22.0	87.6	87.9	86.8
IP 대여	21.9	15.0	11.7	8.2	8.5	7.2	7.1	7.1	56.8	29.8	26.3
기타	14.3	19.0	20.8	17.1	19.7	22.5	59.7	54.9	69.9	60.5	64.8
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	390.5	396.9	419.1	436.8	1,642.6	1,643.4	1,739.1
인건비	208.5	208.5	198.3	204.2	202.2	204.4	202.3	208.6	819.5	817.5	791.2
지급수수료	110.7	108.5	102.1	115.8	101.7	101.0	117.1	114.4	437.1	434.2	501.9
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	12.4	16.4	23.8	37.2	85.0	89.9	132.0
감가상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.1	27.3	27.6	27.9	111.9	109.9	114.4
기타 영업비용	45.1	47.9	49.3	46.8	47.2	47.7	48.2	48.7	189.1	191.8	199.6
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.8	23.2	14.2	57.6	28.8	137.3	123.7	303.6
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	5.6%	3.5%	12.1%	6.2%	7.7%	7.0%	14.9%
지배주주 순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	28.4	21.4	55.9	33.2	212.1	138.9	282.3
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	6.9%	5.2%	11.7%	7.1%	11.9%	7.9%	13.8%

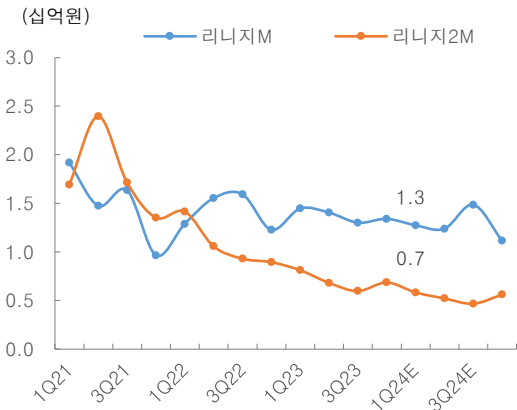
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 1. 리니지W 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 2. 리니지M, 2M 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

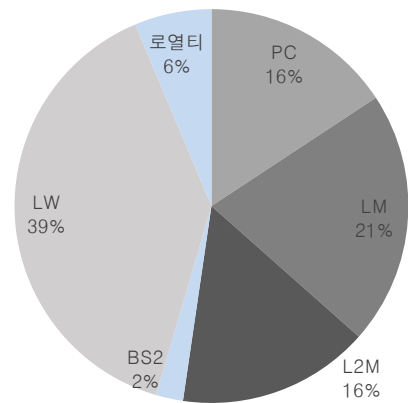
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2021년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 8.4%, 넷마블 8.9%, BlackRock Fund Advisors 4.9% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

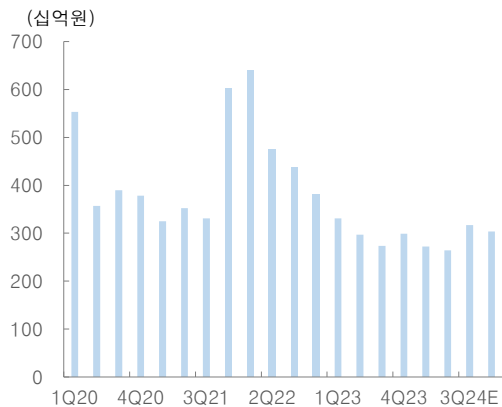
게임별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

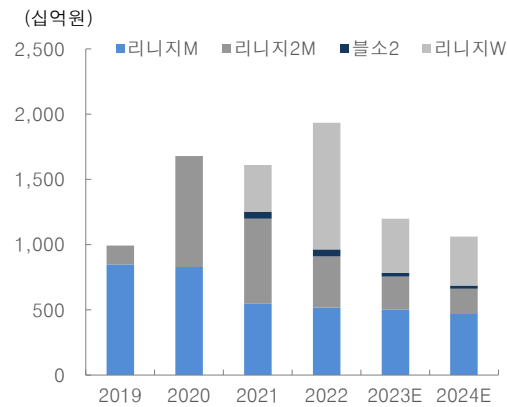
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



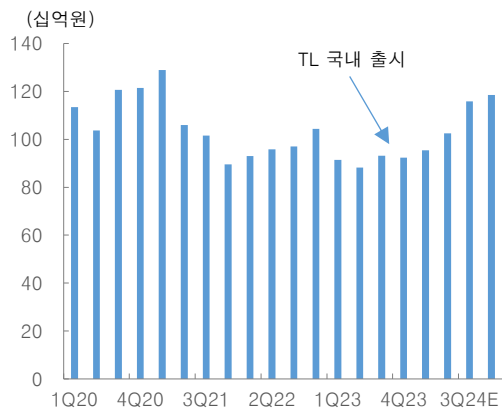
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



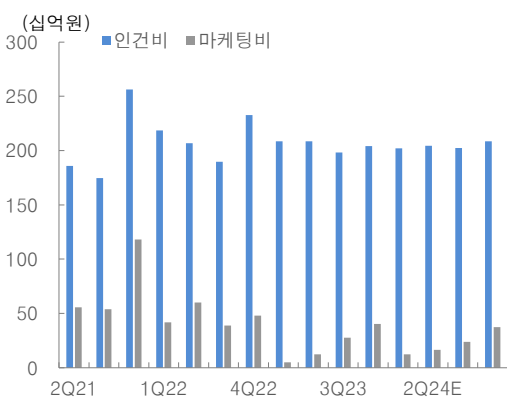
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,767	2,043
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,309	2,572	1,780	1,767	2,043
판매비와관리비	1,934	2,013	1,643	1,643	1,739
영업이익	375	559	137	124	304
영업외수익	163	21.7	7.7	7.0	14.9
EBITDA	469	674	277	284	482
영업외손익	116	65	79	51	52
관계기업손익	16	7	14	13	14
금융수익	123	74	120	76	77
외환평가이익	35	35	35	35	35
금융비용	-19	-106	-29	-37	-38
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-4	90	-25	-1	-1
법인세비용차감전순이익	491	624	217	175	356
법인세비용	-96	-172	8	-35	-71
계속사업순이익	396	452	224	140	285
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	396	452	224	140	285
당기순이익률	17.1	17.6	12.6	7.9	13.9
비재계분순이익	-1	0	12	1	3
재계분순이익	397	452	212	139	282
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	368	424	196	112	257
비재계분포괄이익	-1	0	11	1	2
재계분포괄이익	369	424	185	111	254

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	20,587	9,657	6,326	12,859
PER	35.6	22.2	47.4	72.4	35.6
BPS	143,429	158,595	162,831	163,736	171,174
PBR	4.5	2.9	1.3	1.2	1.2
EBITDAPS	21,360	30,705	12,613	12,954	21,966
EV/EBITDA	27.4	12.9	11.1	11.4	6.8
SPS	105,166	117,144	81,071	80,493	93,042
PSR	6.1	3.9	2.5	2.5	2.2
CFPS	23,268	30,619	13,186	12,249	21,310
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	-4.4	11.4	-30.8	-0.7	15.6
영업이익 증/감률	-54.5	49.0	-75.4	-9.9	145.3
순이익 증/감률	-32.5	14.3	-50.4	-37.5	103.3
수익성					
ROIC	42.1	38.0	11.9	7.7	17.2
ROA	8.7	12.2	2.9	2.6	6.2
ROE	126	136	6.0	3.9	7.7
안정성					
부채비율	45.4	31.6	32.5	34.0	34.1
순차입금비율	-40.7	-40.0	-39.3	-35.0	-32.3
이자보상비율	28.5	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,453	2,280	2,273	2,204	2,280
현금및현금성자산	256	181	350	324	380
매출채권 및 기타채권	327	372	293	312	372
재고자산	6	7	5	5	6
기타유동자산	1,863	1,720	1,626	1,563	1,522
비유동자산	2,129	2,306	2,466	2,615	2,762
유형자산	747	919	1,067	1,193	1,302
관계기업투자지급	55	46	37	28	18
기타비유동자산	1,327	1,341	1,362	1,394	1,442
자산총계	4,582	4,586	4,739	4,819	5,042
유동부채	663	523	523	523	523
매입채무 및 기타채무	316	316	316	316	316
차입금	5	5	5	5	5
유동상채무	140	0	0	0	0
기타유동부채	202	202	202	202	202
비유동부채	767	578	638	698	758
차입금	409	220	280	340	400
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	358	358	358	358	358
부채총계	1,431	1,102	1,162	1,222	1,282
자본부분	3,149	3,482	3,575	3,595	3,758
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,404	3,497	3,517	3,681
기타자본변동	-367	-367	-367	-367	-367
비재계부분	2	3	3	3	3
자본총계	3,151	3,484	3,578	3,597	3,761
순차입금	-1,282	-1,393	-1,407	-1,258	-1,214

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391	554	480	321	449
당기순이익	396	452	224	140	285
비현금항목의 가감	115	220	65	129	183
감가상각비	94	115	140	161	179
외환손익	-8	-11	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	30	116	-63	-21	16
자산부채의 증감	35	33	163	67	32
기타현금흐름	-155	-151	28	-15	-51
투자활동 현금흐름	-188	-142	-193	-229	-256
투자자산	-117	5	3	-1	-7
유형자산	-286	-286	-286	-286	-286
기타	215	139	91	58	37
재무활동 현금흐름	-112	-498	-109	-109	-109
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	239	-249	0	0	0
장기차입금	60	60	60	60	60
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-176	-119	-119	-119	-119
기타	-235	-190	-50	-50	-50
현금의 증감	99	-183	169	-27	56
기초 현금	157	364	181	350	324
기말 현금	256	181	350	324	380
NOPLAT	302	405	142	99	243
FCF	110	234	-5	-27	135

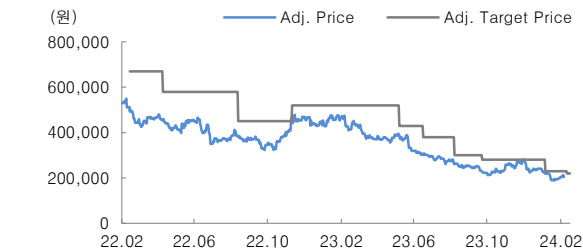
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석서는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.02.13	24.01.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10	23.09.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	220,000	230,000	280,000	280,000	280,000	280,000
과다율(평균%)		(11.60)	(16.72)	(9.77)	(6.68)	(16.48)
과다율(최대/최소%)		(2.61)	(13.75)	(19.82)	0.36	(5.54)
제시일자	23.08.10	23.06.19	23.05.10	23.02.10	23.01.15	22.12.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	380,000	430,000	520,000	520,000	520,000
과다율(평균%)	(16.55)	(24.72)	(20.62)	(18.47)	(12.66)	(13.53)
과다율(최대/최소%)	(12.17)	(18.82)	(9.65)	(7.79)	(7.79)	(7.79)
제시일자	22.11.13	22.11.05	22.08.15	22.05.16	22.04.12	22.02.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	520,000	450,000	450,000	580,000	580,000	670,000
과다율(평균%)	(12.26)	(18.36)	(19.43)	(29.66)	(26.59)	(31.42)
과다율(최대/최소%)	(7.79)	3.33	(10.11)	(19.74)	(20.95)	(25.22)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240206)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상