

# 엔씨소프트 (036570)

## 변화가 필요한 시간

### 4Q23 Review

매출액 4,377억원(QoQ +3%, YoY -20%), 영업이익 39억원(QoQ -77%, YoY -92%), 지배순이익 249억원(QoQ -43%, YoY 흑자전환). 시장기대치 하회

리니지M의 견조한 매출, 리니지2M, 리니지W 업데이트 효과로 모바일 게임 매출액은 전분기 대비 9% 증가하였으나, 신규 기대작 'TL'의 부진 및 마케팅비 증가로 영업이익 급감

### 2024년 전망

기존 게임들의 매출이 4분기 일시 회복하였지만 2024년에도 지속적으로 자연 감소할 것으로 예상하는 것이 합리적인 추정이란 판단이며, 2024년 상반기 '배틀크러쉬(난투형 대전액션, 모바일/닌텐도)', 하반기 'BSS(수집형RPG, 모바일/PC)' 신작게임 출시가 예정되어 있으나 매출 기대가 크지 않고 이 또한 23년 계획대비 지연 출시되는 상황임

연내 'TL' 글로벌 출시 예정이지만, 기대했던 'TL'이 동사가 극복하고자 했던 새로운 IP, PVP 중심에서 PVE 콘텐츠 확대, 유저간 밸런싱 등에서 사용자 흥행에 실패하면서, 해외 출시 흥행에도 불확실성, 출시시기 지연 가능성이 높아질 것이라는 우려가 커짐. 이로 인해, 2024년 실적은 2023년 대비 개선을 기대하기는 어려울 것으로 전망됨

### 목표주가 22만원 하향조정, 투자의견 HOLD 하향조정

동사가 오래전부터 추구하고 있는 IP 확장에 따른 글로벌 확장, 플랫폼 및 장르 다변화, BM 변화 등이 시장이 기대하는 만큼 빠르게 그리고 쉽게 변화되는 상황은 아닌 것으로 추정. 최소한 상반기까지는 높은 고정비 위에서 과거 IP만으로 매출 하향이 지속될 예정이고, 하반기 본격적인 실적 개선은 직접 확인이 필요한 상황이라는 판단임

2024년 추정 실적을 하향조정, 이를 반영한 목표주가를 22만원으로 하향조정하고, 투자의견도 HOLD로 하향조정함.



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

**HOLD (D)**

**목표주가 220,000원 (D)**

현재주가 (2/08) **204,500원**

상승여력 **8%**

시가총액	44,896억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	350억원
60일 평균 거래량	149,308주
52주 고/저	474,500원 / 188,200원
외인지분율	39.50%
배당수익률	1.49%
주요주주	김택진 외 8 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.4)	(21.8)	(56.9)
상대	(8.3)	(27.7)	(59.2)
절대 (달러환산)	(7.3)	(22.8)	(59.1)

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,377	-20.1	3.5	4,410	-0.8
영업이익	39	-91.9	-76.7	131	-70.6
세전계속사업이익	-203	적지	적전	187	-208.7
지배순이익	249	흑전	-42.9	137	81.3
영업이익률 (%)	0.9	-7.8 %pt	-3.0 %pt	3.0	-2.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.7	흑전	-4.6 %pt	3.1	+2.6 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	23,088	25,718	17,798	18,143
영업이익	3,752	5,590	1,373	1,117
지배순이익	3,969	4,357	2,121	1,596
PER	44.3	21.7	24.9	28.1
PBR	5.2	2.7	1.6	1.3
EV/EBITDA	34.7	11.5	15.7	13.6
ROE	12.6	13.7	6.7	5.1

자료: 유안타증권

넷마블 실적 추이 및 전망

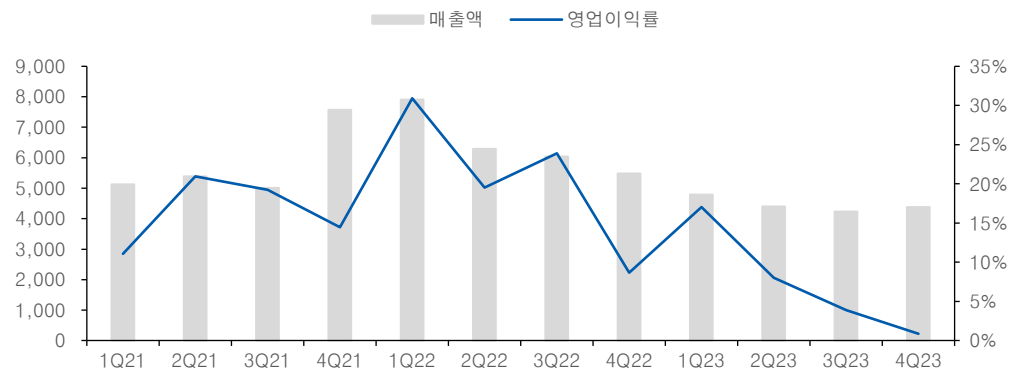
(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	4,144	4,270	4,763	4,966	25,718	17,798	18,143	18,982
YoY	-39%	-30%	-30%	-20%	-13%	-3%	13%	13%	11%	-31%	2%	5%
Lineage 1	245	243	264	256	230	236	251	222	1,067	1,008	939	906
Lineage 2	215	230	205	197	202	223	195	185	941	847	804	764
Aion	176	158	193	190	166	153	183	179	683	717	681	647
Blade & Soul	73	58	60	54	59	56	57	61	263	246	233	221
Guild War 2	204	192	210	221	190	187	189	204	950	827	770	761
Royalty Sales	423	363	353	306	339	352	335	396	1,570	1,445	1,421	1,380
기타	143	190	208	159	152	188	194	187	901	699	720	785
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,297	1,249	1,150	1,195	1,277	5,165	5,073	4,870	4,626
리니지2M	731	620	549	617	548	534	516	526	3,915	2,517	2,123	1,805
리니지 W	1,226	1,028	901	973	931	858	838	893	9,708	4,127	3,520	2,816
블소2	50	43	92	102	74	79	89	76	556	287	319	255
산작	-	-	-	-	-	125	175	200	-	-	500	1,750
TL	-	-	-	6	5	5	371	361	-	6	742	515
비용총계	3,971	4,050	4,066	4,339	4,062	4,147	4,353	4,463	20,128	16,425	17,026	16,783
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,037	1,997	2,027	2,049	8,474	8,229	8,110	8,437
광고선전비	49	122	277	403	207	256	381	397	1,886	850	1,242	1,205
감가상각비	279	279	293	268	280	280	280	277	1,060	1,119	1,116	1,137
매출변동비 및 기타	1,525	1,564	1,514	1,625	1,538	1,614	1,665	1,741	8,707	6,228	6,558	6,004
영업이익	816	353	165	39	82	123	410	502	5,590	1,373	1,117	2,199
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	2.0%	2.9%	8.6%	10.1%	21.7%	7.7%	6.2%	11.6%
YoY	-67%	-71%	-89%	-92%	-90%	-65%	148%	1203%	49%	-75%	-19%	97%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 매출액 & 영업이익률 추이

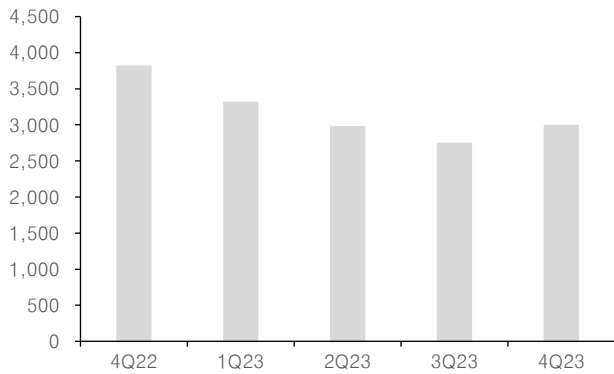
(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액

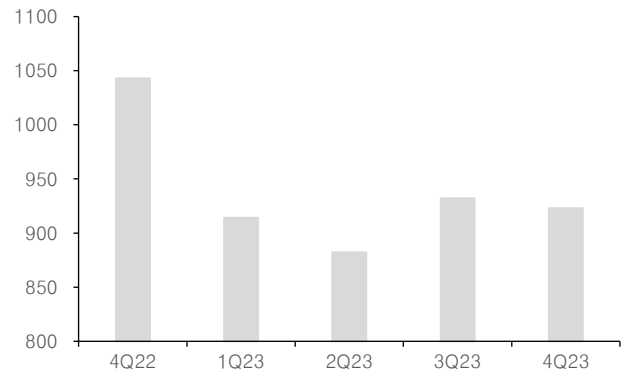
(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

PC 게임 매출액

(단위: 억원)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 목표주가 변경내역

(단위: 억원, 원)

변경 전		변경 후	
24년 추정 EBITDA	5,591	24년 추정 EBITDA	2,202
Target EV/EBITDA	13.7	Target EV/EBITDA	11.1
Target 시가총액	76,764	영업가치 (A)	24,442
발행주식수	21,954,022	자산가치(순현금) (B)	23,924
목표주가	349,660	기업가치 (A) + (B)	48,366
		발행주식수	21,954,022
		목표주가	220,307

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 밸류에이션 비교

	24E EV/EBITDA	24E PER
TENCENT	10.8	14.2
NETEASE	11.1	15.7
ELECTRONIC ARTS	14.2	19.1
NEXON	11.1	19.7
크래프톤	9.1	16.7
평균	11.1	17.1
<b>엔씨소프트</b>	<b>9.0</b>	<b>18.1</b>

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	23,088	25,718	17,798	18,143	18,982
매출원가	19	50	0	0	0
매출총이익	23,070	25,668	17,798	18,143	18,982
판매비	19,317	20,078	16,425	17,026	16,783
영업이익	3,752	5,590	1,373	1,117	2,199
EBITDA	4,689	6,649	2,503	2,202	3,270
영업외손익	1,161	500	690	1,032	963
외환관련손익	113	922	-91	77	-60
이자손익	152	375	682	606	644
관계기업관련손익	158	-81	41	31	29
기타	737	-716	59	318	350
법인세비용차감전순이익	4,913	6,091	2,063	2,149	3,162
법인세비용	956	1,731	-76	537	791
계속사업순이익	3,957	4,360	2,139	1,611	2,372
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,957	4,360	2,139	1,611	2,372
지배지분순이익	3,969	4,357	2,121	1,596	2,349
포괄순이익	3,676	1,666	1,586	1,652	2,380
지배지분포괄이익	3,685	1,664	1,551	1,604	2,311

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,911	7,360	1,359	-510	645
당기순이익	3,957	4,360	2,139	1,611	2,372
감가상각비	925	1,040	1,114	1,076	1,062
외환손익	-83	22	85	-77	60
중속, 관계기업관련손익	20	58	-19	-31	-29
자산부채의 증감	352	495	-1,133	-3,192	-2,921
기타현금흐름	-1,261	1,385	-828	101	101
투자활동 현금흐름	-1,881	-3,922	-251	2,613	-1,335
투자자산	-1,097	5,358	-1,387	722	-449
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,866	-2,497	-1,101	-1,100	-1,000
유형자산 감소	5	3	3	0	0
기타현금흐름	2,077	-6,787	2,234	2,991	115
재무활동 현금흐름	-1,124	-3,037	-1,634	-1,538	-1,225
단기차입금	-10	-59	39	53	21
사채 및 장기차입금	4,376	-1,457	164	-234	111
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,762	-1,190	-1,357	-1,357	-1,357
기타현금흐름	-3,728	-331	-480	0	0
연결범위변동 등 기타	80	-105	-1,058	4,965	2,000
현금의 증감	987	296	-1,585	5,529	85
기초 현금	1,573	2,559	2,856	1,271	6,800
기말 현금	2,559	2,856	1,271	6,800	6,885
NOPLAT	3,752	5,590	1,423	1,117	2,199
FCF	1,045	4,863	258	-1,610	-355

자료: 유안타증권

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

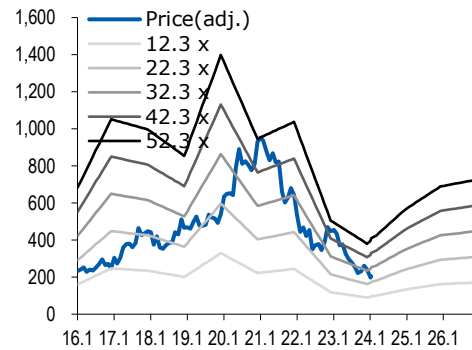
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	24,526	26,911	22,003	23,730	24,572
현금및현금성자산	2,559	2,856	1,271	6,800	6,885
매출채권 및 기타채권	3,268	2,194	1,752	2,085	2,191
재고자산	64	15	16	19	20
비유동자산	21,293	17,466	20,570	19,159	19,713
유형자산	7,473	9,302	10,013	10,037	9,975
관계기업 등 지분관련자산	546	262	291	277	289
기타투자자산	11,468	5,117	6,975	6,268	6,704
자산총계	45,819	44,376	42,573	42,889	44,285
유동부채	6,634	5,153	6,143	6,016	6,250
매입채무 및 기타채무	3,162	2,917	2,042	2,063	2,158
단기차입금	52	0	0	0	0
유동성장기부채	1,400	0	2,349	2,149	2,199
비유동부채	7,673	7,237	5,265	5,413	5,552
장기차입금	600	600	0	0	0
사채	3,491	3,494	1,697	1,697	1,697
부채총계	14,307	12,391	11,408	11,429	11,802
지배지분	31,488	31,962	31,131	31,411	32,412
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	30,715	34,094	34,774	35,014	36,006
비지배지분	24	23	34	49	72
자본총계	31,512	31,985	31,165	31,461	32,484
순차입금	-12,820	-18,021	-13,430	-14,961	-15,549
총차입금	7,802	6,286	6,488	6,307	6,438

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	19,847	9,660	7,271	10,701
BPS	155,059	157,391	153,298	154,678	159,607
EBITDAPS	21,360	30,288	11,399	10,032	14,896
SPS	105,166	117,144	81,071	82,641	86,460
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680
PER	44.3	21.7	24.9	28.1	19.1
PBR	5.2	2.7	1.6	1.3	1.3
EV/EBITDA	34.7	11.5	15.7	13.6	9.0
PSR	7.6	3.7	3.0	2.5	2.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	-4.4	11.4	-30.8	1.9	4.6
영업이익 증가율 (%)	-54.5	49.0	-75.4	-18.6	96.8
지배순이익 증가율 (%)	-32.4	9.8	-51.3	-24.7	47.2
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.3	21.7	7.7	6.2	11.6
지배순이익률 (%)	17.2	16.9	11.9	8.8	12.4
EBITDA 마진 (%)	20.3	25.9	14.1	12.1	17.2
ROIC	62.1	55.1	15.4	8.2	16.3
ROA	9.2	9.7	4.9	3.7	5.4
ROE	12.6	13.7	6.7	5.1	7.4
부채비율 (%)	45.4	38.7	36.6	36.3	36.3
순차입금/자기자본 (%)	-40.7	-56.4	-43.1	-47.6	-48.0
영업이익/금융비용 (배)	28.5	59.0	10.5	7.7	15.2

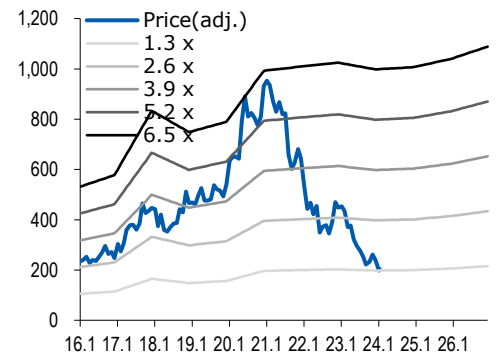
P/E band chart

(천원)

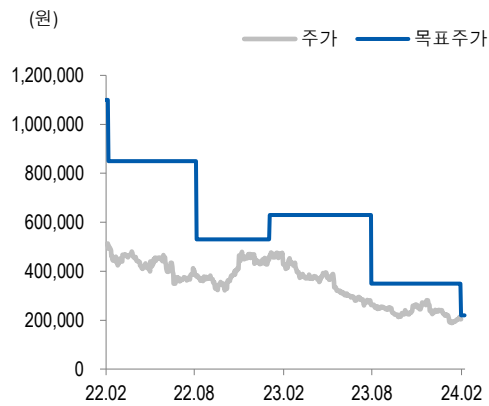


P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-13	HOLD	220,000	1년		
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
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년	-41.75	-22.45

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)	88.1
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-11

※ 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.