

엔씨소프트 (036570)

TL이라는 예상치 못한 변수

투자의견

HOLD (유지)

목표주가

210,000 원 (유지)

현재주가

196,000 원 (10/11)

시가총액

4,303 (십억원)

인터넷/게임/우주 정의호_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 3,799억원(-10.2%yoy), 영업이익 30억원(-82.1%yoy) 컨센서스(105억원) 하회 전망
- 리니지M은 7주년 이벤트 및 리부트 서버 업데이트 효과로 7월부터 국내 월간 모바일 매출 1위 탈환에 성공해 전분기 대비 매출 성장 기대. 리니지2M은 8/21 업데이트 효과가 9월 한달 반영돼 3분기 매출은 전분기와 유사할 전망. 반면 리니지W는 전분기 대비 매출 순위가 다소 밀리며 매출 감소 불가피
- 영업비용에서는 신작 호연 및 모바일 리니지 업데이트에 따른 마케팅 비용이 유의미하게 증가할 전망
- 10/1 정식 글로벌 출시된 'TL'(아마존게임즈 퍼블리싱)은 출시 초기 최고 동접자 32.6만명을 기록해 기존 낮았던 기대치를 크게 상회하는 성과. 현재는 20만명 수준의 동접자를 보이고 있어 향후 이같은 추세를 유지한다면 실적에 긍정적인 효과로 작용할 것. 다만, 초기에 높은 트래픽을 보여줬던 게임들이 시간이 지남에 따라 트래픽이 급감하는 모습도 심심치 않게 보여줬기 때문에 보수적으로 실적에 반영하는 것이 합리적이란 판단. 3분기 실적에는 사전 판매 로열티 수익이 일부 반영될 것
- 우하향하는 기존 매출과 신작 흥행 실패로 인해 주가는 크게 낮아진 상황에서 향후 TL의 트래픽 성과에 따라 주가 변동성은 커질 전망. 다만 글로벌 TL 서비스가 안정된 시점까지는 실적 공백에 대한 우려가 여전하기 때문에 기존 투자의견 HOLD와 목표주가 21만원을 유지

주가(원, 10/11)	196,000		
시가총액(십억원)	4,303		
발행주식수	21,954천주		
52주 최고가	286,500원		
최저가	156,900원		
52주 일간 Beta	0.86		
3개월 일평균거래대금	191억원		
외국인 지분율	35.7%		
배당수익률(2024F)	1.6%		
주주구성			
김택진 (외 7인)	12.0%		
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	8.8	14.3	-19.8
절대기준	12.1	10.2	-13.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	210,000	210,000	-
영업이익(24)	54	67	▼
영업이익(25)	135	193	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,552	1,677
영업이익	559	137	54	135
세전손익	609	206	227	218
당기순이익	436	214	179	174
EPS(원)	19,847	9,663	8,142	7,912
증감률(%)	9.8	-51.3	-15.7	-2.8
PER(배)	22.6	24.9	24.1	24.8
ROE(%)	13.7	6.6	5.4	5.1
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	26.1	19.2

자료: 유진투자증권

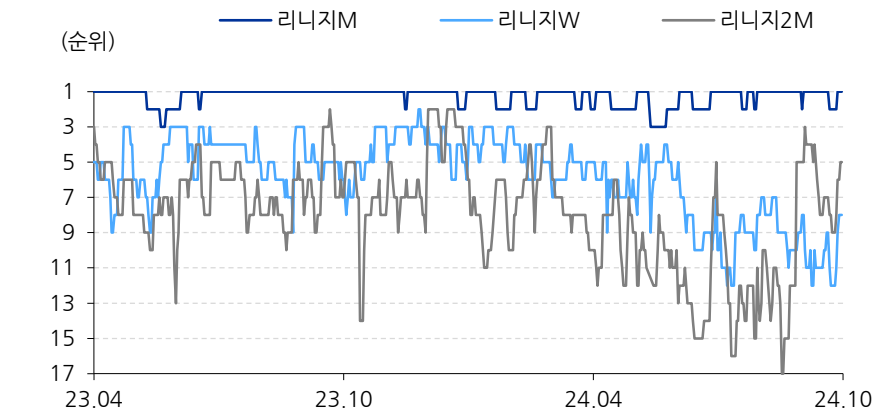


도표 1. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,552	1,677	1,556	1,784	-0.3%	-6.0%
영업이익	54	135	67	193	-18.8%	-30.1%
세전이익	132	175	130	234	1.9%	-25.3%
순이익	179	174	188	220	-4.7%	-21.0%
% of Sales						
영업이익	3.5%	8.0%	4.3%	10.8%		
세전이익	8.5%	10.4%	8.3%	13.1%		
순이익	11.5%	10.4%	12.1%	12.3%		

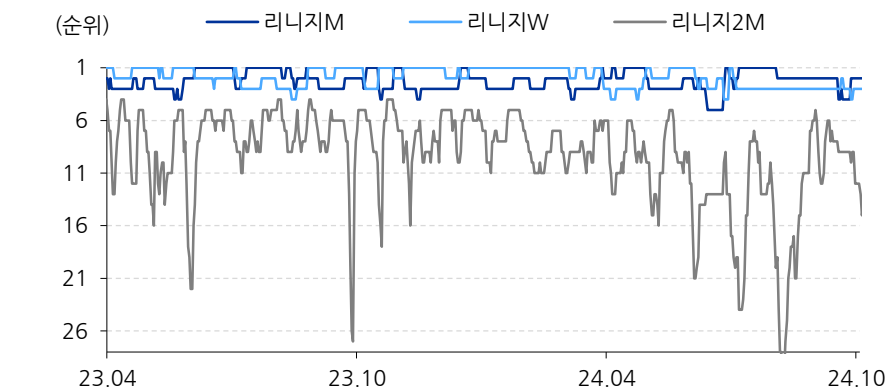
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 2. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 3. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

실적전망 및 밸류에이션

도표 4. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	379.9	405.0	377.4	371.5	449.8	478.6	1,551.7	1,677.3
(%yoy)	-16.9%	-16.2%	-10.2%	-7.5%	-5.2%	0.7%	18.4%	18.2%	-12.8%	8.1%
PC 게임	91.5	86.2	88.7	85.9	89.4	83.1	86.5	81.4	352.3	340.5
모바일게임	249.4	218.2	228.2	245.6	216.9	223.9	296.7	334.0	941.5	1,071.4
리니지 M	105.1	107.0	124.2	111.3	103.5	109.2	96.6	101.2	447.6	410.5
리니지 2M	55.9	42.3	41.4	59.8	49.5	41.0	32.2	46.0	199.4	168.7
리니지 W	82.9	65.5	57.0	69.0	58.5	50.1	46.0	55.2	274.4	209.8
기타	24.3	26.8	24.0	24.5	25.1	22.0	23.6	21.6	99.6	92.3
로열티	32.7	37.7	39.0	49.0	46.0	42.5	43.0	41.6	158.4	173.1
영업비용	372.2	360.0	376.9	388.5	356.5	360.3	407.7	417.8	1,497.6	1,542.3
(%yoy)	-6.3%	-11.1%	-7.3%	-10.5%	-4.2%	0.1%	8.2%	7.5%	-8.8%	3.0%
영업이익	25.7	8.8	3.0	16.5	20.8	11.2	42.1	60.8	54.0	135.0
(%yoy)	-68.5%	-74.9%	-82.1%	328.9%	-19.0%	26.4%	1324.5%	268.1%	-60.6%	149.7%
OPM(%)	6.5%	2.4%	0.8%	4.1%	5.5%	3.0%	9.4%	12.7%	3.5%	15.6%
영업외손익	52.6	76.1	28.5	15.5	25.0	19.0	18.5	21.0	172.7	83.5
세전이익	78.4	84.9	31.5	32.0	45.8	30.2	60.6	81.8	226.8	218.5
지배순이익	57.2	71.0	25.0	25.6	36.4	24.0	48.2	65.1	178.7	173.7
(%yoy)	-49.7%	137.6%	-42.7%	2.6%	-36.3%	-66.2%	93.0%	154.2%	-15.7%	-2.8%

자료: 유진투자증권

도표 5. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2571.8	1779.8	1551.7	1677.3
영업이익	559.0	137.3	54.0	135.0
세전이익	624.0	203.5	226.8	218.5
지배순이익	452.3	212.1	178.7	173.7
EPS(원)	19,847	9,663	8,142	7,912
PER(배)	22.6	24.9	24.1	24.8
OPM(%)	21.7%	7.7%	3.5%	8.0%
NPM(%)	17.6%	11.9%	11.5%	10.4%

자료: 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	4,582	4,438	4,394	4,364	4,515
유동자산	2,453	2,691	2,337	2,198	2,341
현금성자산	677	1,376	1,534	1,376	1,478
매출채권	327	219	172	185	219
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,057	2,166	2,174
투자자산	1,340	773	960	1,091	1,135
유형자산	747	930	1,001	974	936
기타	42	43	96	101	103
부채총계	1,431	1,239	1,141	1,027	1,072
유동부채	663	515	614	520	562
매입채무	316	292	215	222	262
유동성이자부채	181	35	280	178	178
기타	166	188	119	120	121
비유동부채	767	724	526	506	510
비유동이자부채	599	593	363	343	343
기타	168	130	163	163	167
자본총계	3,151	3,199	3,253	3,337	3,442
지배지분	3,149	3,196	3,250	3,333	3,438
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,473	3,580	3,685
기타	(367)	(658)	(667)	(692)	(692)
비지배지분	2	2	3	4	4
자본총계	3,151	3,199	3,253	3,337	3,442
총차입금	780	629	643	522	522
순차입금	103	(748)	(891)	(854)	(957)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	391	736	140	282	217
당기순이익	396	436	214	179	174
자산상각비	94	106	112	78	40
기타비현금성손익	21	253	(40)	(43)	(85)
운전자본증감	35	50	(96)	(35)	1
매출채권감소(증가)	(30)	101	42	(11)	(34)
재고자산감소(증가)	(0)	5	1	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	50	40
기타	66	(57)	(139)	(73)	(5)
투자현금	(188)	(392)	113	31	(85)
단기투자자산감소	100	(156)	261	41	(39)
장기투자증권감소	9	20	6	18	(32)
설비투자	287	250	117	43	0
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	0	(3)	(41)	21	(3)
재무현금	(112)	(304)	(177)	(263)	(69)
차입금증가	249	(185)	(43)	(132)	0
자본증가	(361)	(119)	(136)	(132)	(69)
배당금지급	176	119	136	64	69
현금 증감	99	30	80	54	64
기초현금	157	256	286	365	419
기말현금	256	286	365	419	483
Gross Cash flow	511	795	286	277	215
Gross Investment	253	187	243	45	44
Free Cash Flow	258	609	42	232	171

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,552	1,677
증가율(%)	(4.4)	11.4	(30.8)	(12.8)	8.1
매출원가	2	0	0	0	0
매출총이익	2,307	2,572	1,780	1,552	1,677
판매 및 일반관리비	1,932	2,013	1,643	1,498	1,542
기타영업손익	21	4	(18)	(9)	3
영업이익	375	559	137	54	135
증가율(%)	(54.5)	49.0	(75.4)	(60.6)	149.8
EBITDA	469	665	249	132	175
증가율(%)	(47.3)	41.8	(62.5)	(46.9)	32.0
영업외손익	116	50	69	173	84
이자수익	49	52	87	69	56
이자비용	13	9	15	14	19
지분법손익	16	(8)	3	8	2
기타영업외손익	65	16	(7)	110	45
세전순이익	491	609	206	227	218
증가율(%)	(38.8)	24.0	(66.1)	10.0	(3.6)
법인세비용	96	173	(8)	48	45
당기순이익	396	436	214	179	174
증가율(%)	(32.5)	10.2	(50.9)	(16.4)	(2.9)
지배주주지분	397	436	212	179	174
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(15.7)	(2.8)
비지배지분	(1)	0	2	0	0
EPS(원)	18,078	19,847	9,663	8,142	7,912
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(15.7)	(2.8)
수정EPS(원)	18,078	19,847	9,663	8,142	7,912
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(15.7)	(2.8)

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	9,663	8,142	7,912
BPS	143,429	145,587	148,023	151,827	156,609
DPS	5,860	6,680	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배, %)					
PER	35.6	22.6	24.9	24.1	24.8
PBR	4.5	3.1	1.6	1.3	1.3
EV/ EBITDA	30.3	13.7	17.6	26.1	19.2
배당수익율	0.9	1.5	1.3	1.6	1.6
PCR	27.6	12.4	18.5	15.6	20.0
수익성(%)					
영업이익율	16.3	21.7	7.7	3.5	8.0
EBITDA이익율	20.3	25.9	14.0	8.5	10.4
순이익율	17.1	17.0	12.0	11.5	10.4
ROE	12.6	13.7	6.6	5.4	5.1
ROIC	16.5	20.1	5.5	2.5	6.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	3.3	(23.4)	(27.4)	(25.6)	(27.8)
유동비율	369.7	522.2	380.4	422.4	416.5
이자보상배율	28.5	59.0	9.4	3.8	7.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.6	9.4	9.1	8.7	8.3
재고자산회전율	651.1	653.2	1,590.1	1,860.0	1,658.8
매입채무회전율	8.4	8.5	7.0	7.1	6.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

