

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

036570 · 게임

엔씨소프트

하반기 이후를 기대

(하향)

Trading Buy

목표주가

220,000원 ▼

상승여력

12.6%

현재주가(24/1/23)

195,400원

KOSPI	2,478.61	시가총액(십억원)	4,290	발행주식수(백만주)	22	외국인 보유비중(%)	39.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

TL 매출의 드라마틱한 반등은 어려울 전망

TL 24년 일평균 매출로 2.5억원(기존 9억원)을 가정한다. 12월 국내 출시 이후 일평균 3억원 수준의 매출이 발생했을 것으로 추정한다. 아마존이 퍼블리싱을 준비 중인 TL 글로벌(유럽/북미)은 연내 출시가 가능할 전망이다. 글로벌 매출에 대해서는 3Q24부터 추정치에 반영하며 일 2억원 수준의 매출 기여를 예상한다.

투자 의견 'Trading Buy', 목표주가 220,000원으로 하향

TL 추정치 변경에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 33% 하향한다. 상반기 실적 및 신작 모멘텀이 부재한 상황이다. 올해 TL 글로벌 외에도 BSS, 배틀크러쉬, 프로젝트G, 블소2 중국 등이 출시를 앞둔 상황이나 기대작으로 보기는 어렵다. 25년 출시 예상되는 기대작 아이온2의 정보 및 출시 시기가 구체화될 하반기 이후 관심을 가질 필요가 있다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-17.2	-31.4	-57.2
상대주가	-13.2	-27.8	-58.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,309	2,572	1,781	1,856	2,062
영업이익 (십억원)	375	559	142	222	335
영업이익률 (%)	16.2	21.7	8.0	12.0	16.2
순이익 (십억원)	397	436	205	220	311
EPS (원)	18,078	19,847	9,315	10,015	14,152
ROE (%)	12.6	13.7	6.3	6.6	9.0
P/E (배)	35.6	22.6	25.8	19.5	13.8
P/B (배)	3.7	2.6	1.4	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.9	1.5	2.8	3.4	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 프리뷰: 컨센서스 하회

4분기 매출액 4,390억원(-20% YoY), 영업이익 80억원(-82% YoY)으로 컨센서스(매출액 4,440억원, 영업이익 160억원) 하회할 전망이다. TL 12월 매출액이 반영된 PC 매출액이 990억원(-5% YoY)으로 QoQ 6% 증가가 예상된다. TL은 12월 70억 수준의 매출 기여를 했을 것으로 추정한다. 모바일 매출액이 2,840억원(-26% YoY)을 기록하며 QoQ 4% 수준의 반등의 예상된다. 리니지2M, W의 연속적인 QoQ 하락세가 일단락된 부분은 긍정적이다. 영업비용은 4,300억원(-14% YoY)으로 QoQ 6% 수준의 상승이 예상되는데 이는 TL 국내 출시에 따른 마케팅비 급증 영향이다. 보수적인 비용 집행 기조가 유지되며 인건비(1,990억원)는 QoQ Flat 수준으로 예상된다.

TL 매출의 드라마틱한 반등은 어려울 전망

TL(국내+ 글로벌) 24년 일평균 매출로 2.5억원(기존 9억원)을 가정한다. 12월 국내 출시 이후 일평균 3억원 수준의 매출이 발생했을 것으로 추정한다. 출시 초기 21개의 서버에서 10개 서버로 통폐합되는 등 유의미한 트래픽 상승도 관찰되지 않는 상황이다. 신규 업데이트에 따른 분위기 반전 가능성도 낮아 보인다.

아마존게임즈가 퍼블리싱을 준비 중인 TL 글로벌(유럽/북미)은 연내 출시가 가능할 전망이다. 대만 등 아시아 지역도 아마존게임즈의 글로벌 출시 일정에 맞추어 확장할 계획이다. 당사 추정치에서는 글로벌 매출에 대해 3Q24부터 반영하고 있으며 일 2억원 수준의 매출 기여를 예상한다.

투자의견 'Trading Buy', 목표주가 220,000원으로 하향

TL 추정치 변경에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 33%, 투자의견은 'Trading Buy'로 하향한다. 24F 매출액, 영업이익을 각 7%, 30% 하향 조정하며, 24F 타겟 P/E는 기존 25배에서 22배로 하향한다. 타겟 멀티플은 기대작 출시 이후 대형 신작 부재 기였던 2022년 평균 P/E다.

상반기 실적 및 신작 모멘텀이 부재한 상황이다. TL에 대한 추가적인 추정치 하향으로 24년 매출액, 영업이익 컨센서스는 하향될 가능성이 높다. 올해 TL 글로벌 외에도 BSS, 배틀크러쉬, 프로젝트G, 블소2 중국 등이 출시를 앞둔 상황이나 기대작으로 보기는 어렵다. 25년 출시 예상되는 기대작 아이온2의 정보 및 출시 시기가 구체화될 하반기 이후 관심을 가질 필요가 있다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	479	440	423	439	436	448	481	491	2,309	2,572	1,781	1,856
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-19.9%	-8.9%	1.8%	13.7%	11.9%	-4.4%	11.4%	-30.8%	4.2%
PC	91	88	93	99	107	103	120	109	426	390	372	439
리니지	25	24	26	26	26	26	25	25	134	107	101	102
리니지2	21	23	21	20	20	20	20	20	100	94	85	79
아이온	18	16	19	19	18	18	18	17	75	68	72	72
B&S	7	6	6	6	6	6	5	5	44	26	25	22
길드워2	20	19	21	21	20	20	19	19	74	95	81	78
Project TL	0	0	0	7	16	15	33	23	0	0	7	86
모바일	331	297	274	284	273	288	305	326	1,611	1,934	1,185	1,193
리니지M	130	128	120	117	115	113	110	108	546	516	495	446
리니지2M	73	62	55	55	50	49	48	47	653	391	245	196
리니지W	123	103	90	93	95	93	91	89	358	971	408	367
B&S2	5	4	9	18	14	11	10	9	54	56	37	43
기타	0	0	0	0	0	23	45	72	0	0	0	141
기타	14	19	21	21	21	21	22	22	100	90	75	86
로열티	42	36	35	35	35	35	35	34	172	157	149	139
영업비용	397	405	407	430	403	400	412	419	1,934	2,013	1,639	1,635
인건비	212	209	198	199	200	201	202	203	849	847	818	807
마케팅비	5	12	28	47	22	15	17	19	283	189	92	73
D&A	28	28	29	29	28	28	29	29	94	106	115	115
지급수수료	110	108	101	105	103	107	115	120	548	689	424	446
기타	43	49	50	50	49	49	48	48	159	181	191	194
영업이익	82	35	17	8	33	48	69	72	375	559	142	222
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-82.3%	-59.7%	35.0%	315.6%	761.6%	-54.5%	49.0%	-74.6%	56.2%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	1.9%	7.5%	10.6%	14.3%	14.7%	16.3%	21.7%	8.0%	11.9%
지배주주순이익	114	30	44	17	37	49	65	69	397	436	205	220
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	3.9%	8.4%	10.9%	13.6%	14.1%	17.2%	16.9%	11.5%	11.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	1,790	1,999	1,781	1,856	0%	-7%	1,786	1,977	0%	-6%	TL 매출 하향
영업이익	151	319	142	222	-6%	-30%	149	234	-5%	-5%	
순이익	210	290	205	220	-3%	-24%	206	248	-1%	-11%	
영업이익률	8.4%	15.9%	8.0%	11.9%	-	-	8.3%	11.9%	-	-	
순이익률	11.7%	14.5%	11.5%	11.8%	-	-	11.5%	12.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	220	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	4,837	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	220,000	
현재주가 (원)	195,400	
상승여력	12.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,572	1,781	1,856	2,062
매출원가	5	0	0	0
매출총이익	2,567	1,781	1,856	2,062
판매비와관리비	2,008	1,639	1,635	1,726
조정영업이익	559	142	222	335
영업이익	559	142	222	335
비영업손익	50	108	71	79
금융손익	38	43	45	48
관계기업등 투자손익	-8	0	0	0
세전계속사업손익	609	250	293	414
계속사업법인세비용	173	44	73	104
계속사업이익	436	206	220	311
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	436	206	220	311
지배주주	436	205	220	311
비지배주주	0	2	0	0
총포괄이익	167	206	220	311
지배주주	166	206	220	310
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	665	207	285	399
FCF	486	209	245	330
EBITDA 마진율 (%)	25.9	11.6	15.4	19.4
영업이익률 (%)	21.7	8.0	12.0	16.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.0	11.5	11.9	15.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	736	254	300	395
당기순이익	436	206	220	311
비현금수익비용가감	359	60	87	114
유형자산감가상각비	104	63	62	62
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	253	-5	23	50
영업활동으로인한자산및부채의변동	50	-17	16	21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	101	-9	-9	-10
재고자산 감소(증가)	5	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-139	-44	-73	-104
투자활동으로 인한 현금흐름	-392	-100	-113	-126
유형자산처분(취득)	-249	-45	-55	-65
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-670	-55	-58	-61
기타투자활동	530	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-304	-147	-135	-133
장단기금융부채의 증가(감소)	-152	-11	1	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-119	-136	-136	-136
기타재무활동	-33	0	0	0
현금의 증가	30	6	51	136
기초현금	256	286	292	343
기말현금	286	292	343	478

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

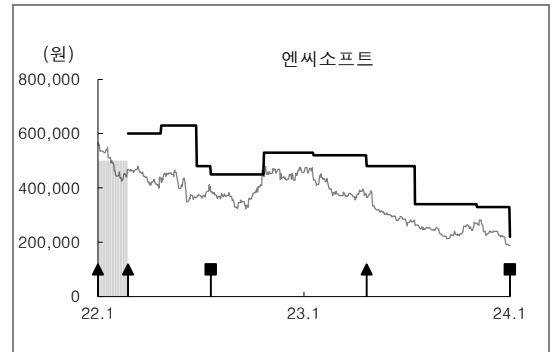
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,691	2,759	2,881	3,092
현금 및 현금성자산	286	292	343	478
매출채권 및 기타채권	202	207	218	230
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	2,202	2,259	2,319	2,383
비유동자산	1,747	1,728	1,722	1,724
관계기업투자등	26	28	29	30
유형자산	930	912	905	908
무형자산	43	42	40	38
자산총계	4,438	4,488	4,602	4,817
유동부채	515	499	523	554
매입채무 및 기타채무	83	57	60	67
단기금융부채	35	24	25	28
기타유동부채	397	418	438	459
비유동부채	724	720	726	734
장기금융부채	593	593	593	593
기타비유동부채	131	127	133	141
부채총계	1,239	1,219	1,249	1,288
지배주주지분	3,197	3,265	3,349	3,524
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,478	3,562	3,738
비지배주주지분	2	4	4	4
자본총계	3,199	3,269	3,353	3,528

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	22.6	25.8	19.5	13.8
P/CF (x)	12.4	19.8	14.0	10.1
P/B (x)	2.6	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	13.7	16.5	8.1	5.3
EPS (원)	19,847	9,315	10,015	14,152
CFPS (원)	36,227	12,134	13,980	19,362
BPS (원)	173,629	176,765	180,601	188,574
DPS (원)	6,680	6,680	6,680	6,680
배당성향 (%)	31.1	65.8	61.7	43.7
배당수익률 (%)	1.5	2.8	3.4	3.4
매출액증가율 (%)	11.4	-30.8	4.2	11.1
EBITDA증가율 (%)	41.8	-68.9	38.1	40.0
조정영업이익증가율 (%)	49.0	-74.6	56.2	51.4
EPS증가율 (%)	9.8	-53.1	7.5	41.3
매출채권 회전율 (회)	11.3	9.9	9.8	10.4
재고자산 회전율 (회)	653.2	1,405.6	1,753.5	1,807.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.7	4.6	4.8	6.6
ROE (%)	13.7	6.3	6.6	9.0
ROIC (%)	50.1	13.7	19.8	30.6
부채비율 (%)	38.7	37.3	37.3	36.5
유동비율 (%)	522.2	553.5	551.0	558.0
순차입금/자기자본 (%)	-23.4	-57.3	-59.1	-61.6
조정영업이익/금융비용 (x)	59.0	16.9	26.6	40.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-	-
2023.11.27	매수	330,000	-28.98	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98
2022.11.14	Trading Buy	530,000	-14.27	-9.53
2022.08.12	Trading Buy	450,000	-18.36	3.33
2022.07.18	매수	480,000	-21.06	-14.17
2022.05.16	매수	630,000	-34.56	-26.11
2022.03.18	매수	600,000	-26.20	-20.00
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.