

엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률 유지

6개월 목표주가

190,000

하향

현재주가

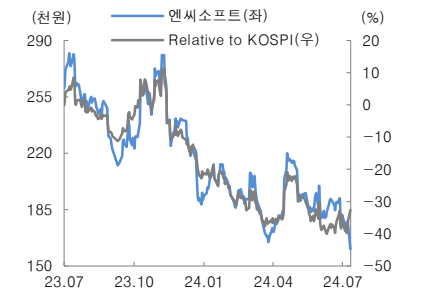
160,400

(24.08.05)

다지털컨텐츠업종

KOSPI	2441.55
시가총액	3,521십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	281,500원 / 160,400원
120일 평균거래대금	192억원
외국인지분율	36.27%
주요주주	김택진 외 12 인 12.01% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.5	-10.7	-22.5	-41.8
상대수익률	2.6	-2.1	-17.8	-37.9



하반기 주가 상승 재료 여전히 부족

- TP 하향. 글로벌 peer 기업들의 밸류에이션 하락(25F PER 21x→18x) 반영
- 2Q, 기존 게임 매출 감소에도 일회성 성격의 인건비 감소로 이익 서프 기록
- 하반기 리니지IP들의 매출 등락, 신작들로는 움직이기 힘든 주가 횡보 예상

투자의견 Marketperform, 목표주가 190,000원으로 기존대비 9.5% 하향

2025년 EPS 11,990원에 Target PER 16.2배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상 되는 2025년을 목표주가 산출연도로 설정. Target PER은 글로벌 peer의 2025년 멀티플 평균 대비 10% 할인 적용. 멀티플 할인은 2025년 신작 출시까지 모멘텀 공백을 고려하였기 때문. TP 하향은 글로벌 peer 기업들의 밸류에이션 하락(21x→18x)을 반영

2분기, 인건비 감소로 이익은 서프를 기록

2Q24 매출액 3,689억원(YoY -16%, QoQ -7%), 영업이익 88억원(YoY -75%, QoQ -66%) 기록. 매출은 컨센서스 하회, 영업이익은 컨센서스 상회하는 실적 기록. 기존 게임의 가파른 매출 하향에도 인건비 감소가 컨센 상회 요인

리니지M은 6월 7주년 업데이트 효과가 일부 반영되며 QoQ 매출 소폭 반등. 3분기까지 업데이트 효과 이어질 것으로 판단. 2M, W는 업데이트 부재와 경쟁작들의 등장으로 전분기대비 20% 이상 매출 감소. 2M과 W의 매출 반등은 n주년 업데이트가 예정되어 있는 4분기에 가능할 것으로 전망. 인건비는 권고사직 관련 퇴직금이 발생했으나, 장기 인센티브 총당금 감소에 따라 QoQ 7% 감소

리니지 업데이트와 하반기 신작으로 주가를 움직이기엔 부족

하반기 신작은 호연(8/28), TL 글로벌(9/17), 이후 4분기에 리니지키우기, 블소2 중국, L2M 동남아 출시 예정. 다수의 신작 출시가 예정되어 있으나 최근 신작 배틀 크러쉬의 아쉬운 흥행 성과에 따라 하반기 신작들의 기대감 역시 낮은 것으로 판단. 동사의 주가는 기존 리니지IP 게임들의 매출 등락과 실적 기여가 낮을 것으로 예상되는 신작들의 출시로는 움직이기 힘들 것으로 판단, 지루한 횡보구간 예상. 기대치를 뛰어넘는 신작 흥행의 성과가 가시화되거나 혹은 상대적으로 기대감이 높은 2025년 신작들의 출시 일정이 구체화되기 전까지 Marketperform 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	2Q23	1Q24	직전추정	집정치	2Q24			3Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	440	398	361	369	-16.2	-7.3	386	391	-7.6	6.0
영업이익	35	26	-11	9	-74.9	-65.6	-1	5	-72.3	-48.2
순이익	56	37	10	28	-49.8	-23.4	11	26	-29.8	-7.7

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,593	2,005	1,971
영업이익	559	137	70	225	187
세전순이익	624	217	256	342	304
총당기순이익	452	224	200	264	234
지배지분순이익	452	212	200	263	234
EPS	20,587	9,657	9,098	11,985	10,641
PER	22.2	47.4	17.6	13.4	15.1
BPS	158,595	162,831	167,679	175,398	180,651
PBR	2.9	2.8	1.0	0.9	0.9
ROE	13.6	6.0	5.5	7.0	6.0

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

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,609	2,042	1,593	2,005	-1.0	-1.8
판매비와 관리비	1,541	1,791	1,522	1,780	-1.2	-0.6
영업이익	69	250	70	225	2.7	-10.0
영업이익률	4.3	12.3	4.4	11.2	0.2	-1.0
영업외손익	125	101	186	117	48.4	15.9
세전순이익	194	351	256	342	32.2	-2.6
자배지분순이익	137	245	200	263	45.5	7.6
순이익률	8.9	12.9	12.6	13.1	3.6	0.2
EPS(자배지분순이익)	6,254	11,142	9,098	11,985	45.5	7.6

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2025 지배주주지분 순이익(십억원)	263.2	
Target PER(x)	16.2x	글로벌 peer 9개사 2025 PER 평균 대비 10% 할인
목표 시총(십억원)	4,264.3	
주식 수(천주)	21,954.0	
적정 주가(원)	194,238	
목표 주가(원)	190,000	반올림 적용
현재 주가(원)	160,400	
상승 여력	18.5%	

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	
	2024.06	배틀크러쉬	
	3Q24	호연	블소 IP 수집형 RPG
	2H24	블소2 중국	
		리니지 카유키	
	2025	택탄	상반기 예상
		아이온2	하반기 예상
PC/콘솔 게임	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정
	2024.09.17	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
	2025	프로젝트 LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르, 2024년 4분기 외부테스트 예정
미정	미정	프로젝트 E, M	

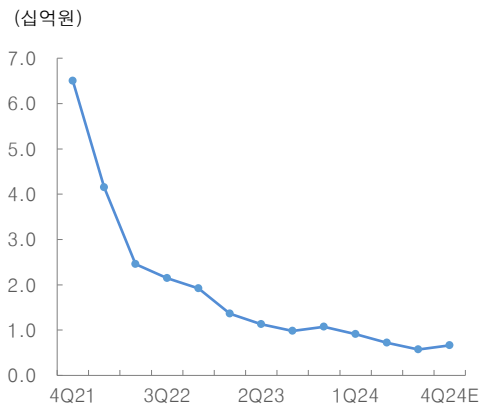
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	391.0	435.1	477.4	449.1	531.0	547.5	1,779.8	1,592.9	2,005.1
게임 매출액	351.2	312.8	336.8	382.3	426.1	399.3	482.7	500.2	1,565.4	1,383.1	1,808.3
리니지	24.3	24.6	24.6	26.7	24.1	27.4	27.7	27.5	96.5	100.2	106.7
리니지Ⅱ	23.5	21.2	22.9	20.5	22.3	23.4	21.2	22.7	87.3	88.1	89.6
아이온	14.3	13.1	12.2	12.6	11.8	10.8	10.0	10.3	67.9	52.1	42.8
블레이드&소울	4.1	3.4	3.5	3.4	2.8	2.3	2.4	2.3	24.2	14.4	9.8
길드워2	25.4	23.5	22.0	23.5	25.0	23.7	22.0	20.9	84.5	94.3	91.6
TL	10.3	8.9	11.3	24.7	21.4	19.3	17.5	15.7	4.6	55.2	73.9
								50.0			50.0
모바일 게임	249.4	218.2	240.2	270.8	318.7	292.2	382.1	350.9	1,200.4	978.7	1,343.9
리니지M	105.1	107.0	129.8	103.8	111.7	107.3	124.8	99.9	496.1	445.7	443.7
리니지2M	55.9	42.3	38.5	47.9	36.1	27.6	25.1	31.4	262.9	184.6	120.2
블소2	5.6	3.5	2.5	5.6	8.5	7.8	7.4	7.1	27.4	17.2	30.8
리니지W	82.9	65.5	53.0	60.9	50.6	40.5	32.7	37.6	414.0	262.2	161.4
택탄					65.0	71.0	57.4	51.7			245.1
아이온2							100.0	92.0			192.0
기타모바일신작		—	16.5	52.6	46.8	38.0	34.6	31.1	—	69.1	150.6
로열티 매출액	32.7	37.7	36.2	34.8	33.8	32.2	31.0	30.0	144.5	141.4	127.0
기타게임	14.0	18.4	18.0	18.0	17.6	17.6	17.3	17.3	69.9	68.3	69.8
영업비용	372.2	360.0	386.4	403.9	421.0	403.8	459.5	495.7	1,642.6	1,522.5	1,780.0
인건비	202.8	188.0	191.7	199.2	198.0	200.2	202.4	243.1	819.5	781.6	843.7
지급수수료	95.8	82.3	90.6	100.8	110.6	104.1	123.0	132.3	437.1	369.5	470.1
마케팅비	6.9	17.4	31.3	30.5	38.2	24.7	58.4	43.8	85.0	86.0	165.1
감가상각비	27.8	27.9	28.0	28.1	28.4	28.7	29.0	29.2	111.9	111.7	115.3
기타 영업비용	38.9	44.4	44.9	45.3	45.8	46.2	46.7	47.2	189.1	173.6	185.9
영업이익	25.7	8.8	4.6	31.2	56.5	45.2	71.5	51.9	137.3	70.4	225.1
영업이익률	6.5%	2.4%	1.2%	7.2%	11.8%	10.1%	13.5%	9.5%	7.7%	4.4%	11.2%
지배주주 순이익	57.2	71.0	25.3	46.2	65.8	57.3	77.6	62.6	212.1	199.7	263.2
순이익률	14.4%	19.2%	6.5%	10.6%	13.8%	12.8%	14.6%	11.4%	11.9%	12.5%	13.1%

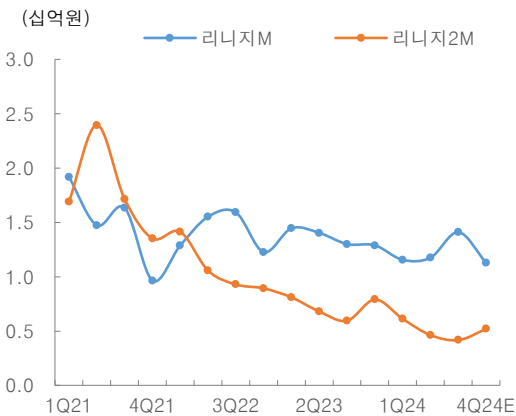
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

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

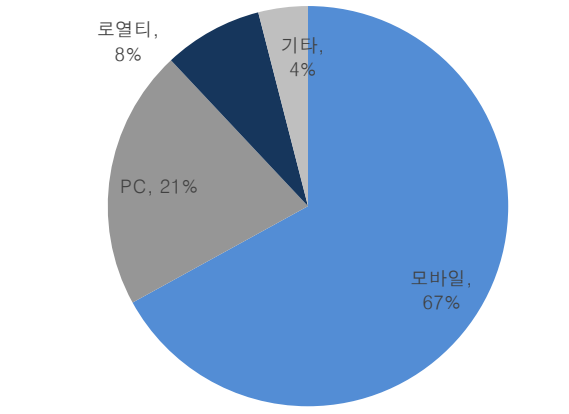
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2023년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 7.3%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

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

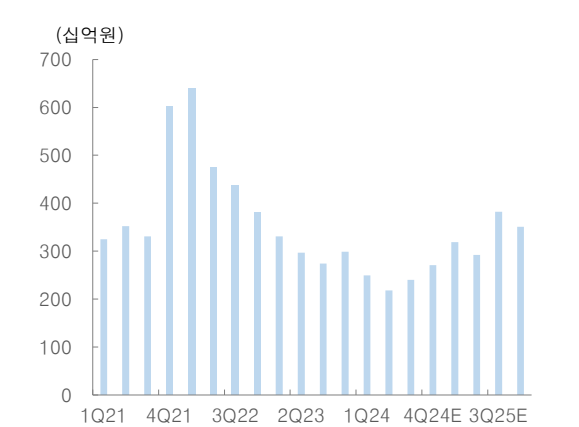
게임별 매출 비중(2023년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

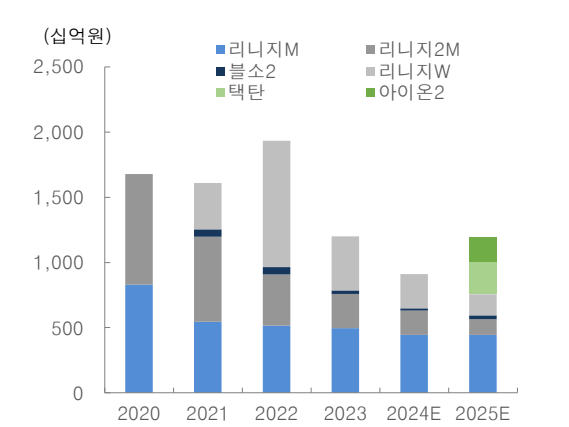
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



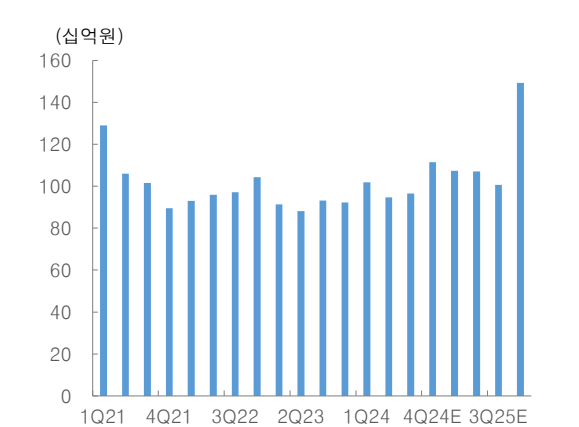
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



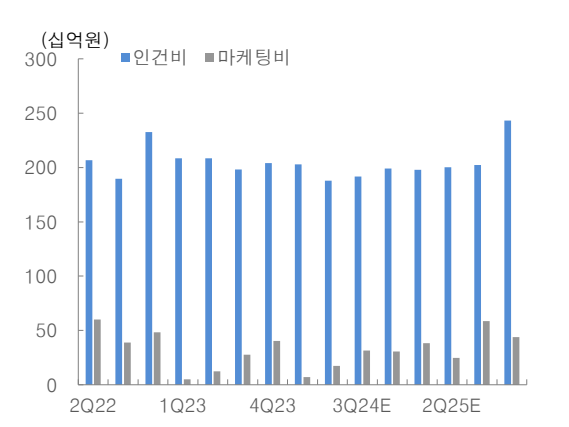
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,593	2,005	1,971
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,593	2,005	1,971
판매비와관리비	2,013	1,643	1,522	1,780	1,784
영업이익	559	137	70	225	187
영업외수익	21.7	7.7	4.4	11.2	9.5
EBITDA	674	277	223	390	367
영업외손익	65	79	186	117	117
관계기업손익	7	14	7	0	0
금융수익	74	120	176	160	160
외환관련이익	35	35	35	35	35
금융비용	-106	-29	-40	-35	-35
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	90	-25	43	-8	-8
법인세비용차감전순이익	624	217	256	342	304
법인세비용	-172	8	-56	-79	-70
계속사업순이익	452	224	200	264	234
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	452	224	200	264	234
당기순이익률	17.6	12.6	12.6	13.1	11.9
비재계분순이익	0	12	0	1	0
재계분순이익	452	212	200	263	234
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	424	196	172	236	206
비재계분포괄이익	0	11	0	0	0
재계분포괄이익	424	185	172	235	206

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	20,587	9,657	9,098	11,985	10,641
PER	22.2	47.4	50.3	38.2	43.0
BPS	158,595	162,831	167,679	175,398	180,651
PBR	2.9	2.8	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	30,705	12,613	10,155	17,744	16,735
EV/EBITDA	12.9	31.2	9.1	5.1	5.6
SPS	117,144	81,071	72,554	91,332	89,786
PSR	3.9	5.6	2.2	1.8	1.8
CFPS	30,619	13,186	15,579	20,041	19,031
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	11.4	-30.8	-10.5	25.9	-1.7
영업이익 증/감률	49.0	-75.4	-48.7	219.9	-17.1
순이익 증/감률	14.3	-50.4	-10.9	31.9	-11.2
수익성					
ROIC	38.0	11.9	4.6	14.3	11.2
ROA	12.2	2.9	1.5	4.5	3.6
ROE	13.6	6.0	5.5	7.0	6.0
안정성					
부채비율	31.6	32.5	33.2	33.3	33.8
순차입금비율	-40.0	-39.3	-40.8	-40.3	-37.0
이자보상비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,280	2,273	2,428	2,614	2,620
현금및현금성자산	181	350	569	718	721
매출채권 및 기타채권	372	293	292	368	398
재고자산	7	5	4	6	5
기타유동자산	1,720	1,626	1,563	1,522	1,495
비유동자산	2,306	2,466	2,478	2,521	2,691
유형자산	919	1,067	1,193	1,302	1,395
관계기업투자금	46	37	28	18	9
기타비유동자산	1,341	1,362	1,257	1,201	1,287
자산총계	4,586	4,739	4,906	5,135	5,311
유동부채	523	523	523	523	523
매입채무 및 기타채무	316	316	316	316	316
차입금	5	5	5	5	5
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	202	202	202	202	202
비유동부채	578	638	698	758	818
차입금	220	280	340	400	460
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	358	358	358	358	358
부채총계	1,102	1,162	1,222	1,282	1,342
자본부분	3,482	3,575	3,681	3,851	3,966
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	459	484	484
이익잉여금	3,404	3,497	3,578	3,723	3,838
기타자본변동	-367	-367	-367	-367	-367
비재계분	3	3	3	3	3
자본총계	3,484	3,578	3,684	3,854	3,969
순차입금	-1,393	-1,407	-1,503	-1,552	-1,468

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	554	480	394	396	438
당기순이익	452	224	200	264	234
비현금항목의 가감	220	65	142	176	184
감가상각비	115	140	153	164	181
외환손익	-11	-11	-11	-11	-11
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	-63	1	23	14
자산부채의 증감	33	163	89	15	70
기타현금흐름	-151	28	-36	-59	-50
투자활동 현금흐름	-142	-193	-84	-138	-279
투자자산	5	3	-1	-7	-16
유형자산	-286	-286	-286	-286	-286
기타	139	91	203	155	23
재무활동 현금흐름	-498	-109	-84	-84	-109
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-249	0	0	0	0
장기차입금	60	60	60	60	60
유상증자	0	0	26	25	0
현금배당	-119	-119	-119	-119	-118
기타	-190	-50	-50	-50	-50
현금의 증감	-183	169	218	150	3
기초 현금	364	181	350	569	718
기말 현금	181	350	569	718	721
NOPLAT	405	142	55	173	144
FCF	234	-5	66	169	38

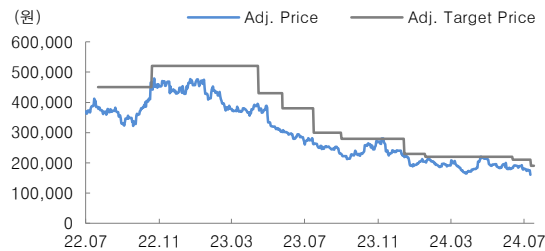
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 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	25.01.07	24.07.07	24.05.12	24.04.08	24.02.12	24.01.08
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	190,000	210,000	220,000	220,000	220,000	230,000
과다율(평균%)			(11.33)	(19.82)	(10.09)	(11.60)
과다율(최대/최소%)			0.00	(7.27)	(3.18)	(2.61)
제시일자	23.12.25	23.12.02	23.11.10	23.09.25	23.08.10	23.06.19
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	280,000	280,000	280,000	300,000	380,000
과다율(평균%)	(15.97)	(9.77)	(6.68)	(16.83)	(16.55)	(24.72)
과다율(최대/최소%)	(13.75)	(19.82)	0.36	(5.54)	(12.17)	(18.82)
제시일자	23.05.10	23.02.10	23.01.15	22.12.19	22.11.13	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	520,000	520,000	520,000	520,000	450,000
과다율(평균%)	(20.62)	(18.47)	(12.66)	(13.53)	(12.26)	(18.36)
과다율(최대/최소%)	(9.65)	(7.79)	(7.79)	(7.79)	(7.79)	3.33
제시일자	22.08.15					
투자의견	Buy					
목표주가	450,000					
과다율(평균%)	(19.43)					
과다율(최대/최소%)	(10.11)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240803)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.1%	4.9%	0.0%

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 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