

# 엔씨소프트 (036570)

## 비용은 정상화, 매출은 아직

투자의견

**HOLD**(유지)

목표주가

**210,000** 원(유지)

현재주가

**160,400** 원(08/05)

시가총액

**3,521** (십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 2분기 매출액 3,689억원(-16.2%yoy), 영업이익 88억원(-74.9%yoy) 기록. 영업이익 컨센서스(-14억원) 상회
- 리니지M은 부진한 월간 순위(4월 2위, 5월 3위, 6월 2위)에도 전분기와 유사한 일매출을 기록. 선전했던 캐주얼 게임으로의 매출 이탈 영향은 미미했던 것으로 파악됨. 반면, 리니지2M과 W 일매출은 또다시 전분기 대비 감소해 각각 4.6억원, 7.2억원 기록. 하반기에도 L2M, LW의 하향세는 지속될 전망
- 영업비용에서는 인력감축 효과로 인건비가 qoq, yoy 모두 감소. 일회성 인건비로 인해 일시적으로 증가할 것으로 예상됐으나 장기인센티브 충당금 감소 효과가 작용. 신작 출시 및 리니지M 업데이트로 마케팅 비용은 증가
- 신작 '배틀크러쉬'(6/27 출시)는 좋지 못한 성적을 보여줬지만, 매출 추정치를 하향할 수준은 아님. 동사의 올해 남은 신작 라인업은 수집형 RPG '호연'(8/28), 기존 IP 기반 신작 1종(4Q). 이외 지역확장(TL글로벌, 블소2 중국, 리니지2M 동남아)이 있음. 신작의 개발 방향성을 다변화하는 등 다양한 시도가 이뤄지고 있으나 하반기 모바일 리니지 매출 감소를 전부 만회하기는 어려울 것으로 예상

주가(원, 8/5)	160,400
시가총액(십억원)	3,521
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	286,500원
최저가	156,900원
52주 일간 Beta	1.40
3개월 일평균거래대금	197억원
외국인 지분율	36.4%
배당수익률(2024F)	2.0%
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	2.2	-16.7	-35.6
절대기준	-12.5	-22.5	-41.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	210,000	210,000	-
영업이익(24)	67	108	▼
영업이익(25)	193	190	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,556	1,784
영업이익	559	137	67	193
세전손익	609	206	239	277
당기순이익	436	214	188	220
EPS(원)	19,847	9,663	8,548	10,018
증감률(%)	9.8	-51.3	-11.5	17.2
PER(배)	22.6	24.9	18.8	16.0
ROE(%)	13.7	6.6	5.6	6.3
PBR(배)	3.1	1.6	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	19.7	10.3

자료: 유진투자증권



도표 1. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

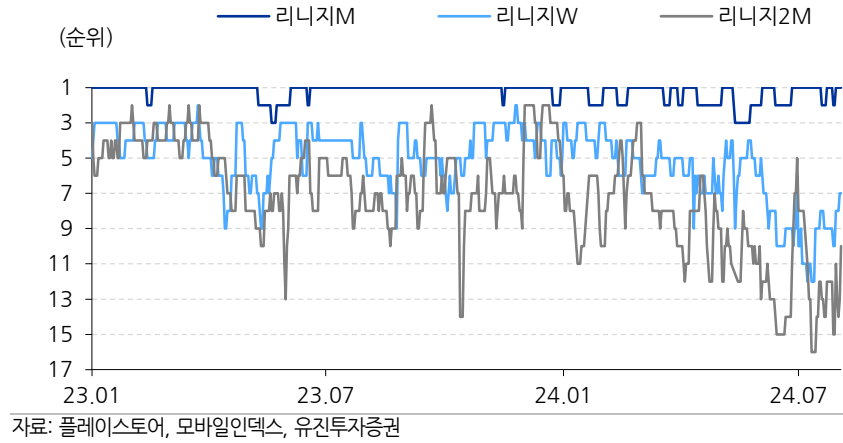
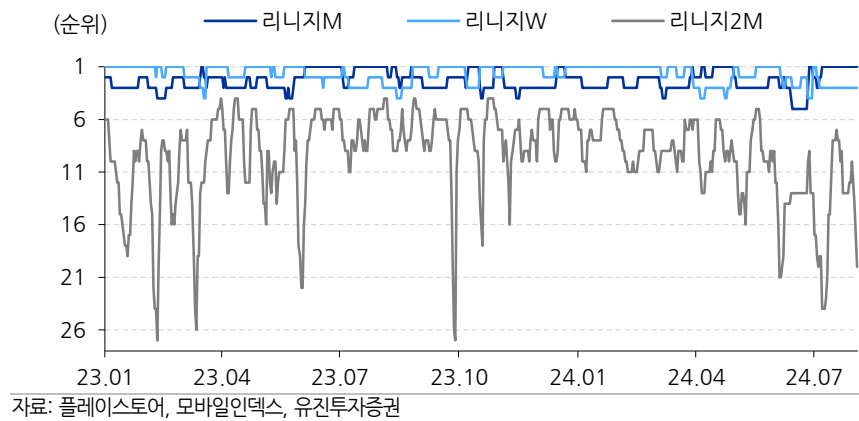


도표 2. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 3. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>397.9</b>	<b>368.9</b>	<b>378.9</b>	<b>410.8</b>	<b>401.6</b>	<b>406.3</b>	<b>463.5</b>	<b>513.2</b>	<b>1,556.5</b>	<b>1,784.5</b>
(%yoy)	-16.9%	-16.2%	-10.4%	-6.1%	0.9%	10.1%	22.3%	24.9%	-12.5%	14.6%
PC 게임	91.5	86.2	88.7	85.9	86.4	82.7	86.0	80.9	352.3	335.9
모바일게임	249.4	218.2	227.6	265.9	261.9	264.8	315.1	375.4	961.1	1,217.2
리니지 M	105.1	107.0	115.0	111.3	99.0	109.2	96.6	101.2	438.4	406.0
리니지 2M	55.9	42.3	36.8	59.8	49.5	41.0	32.2	46.0	194.8	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	22.6	16.8	19.8	19.4	16.4	97.7	72.4
로열티	32.7	37.7	38.6	36.5	36.5	39.0	43.0	40.5	145.5	159.0
<b>영업비용</b>	<b>372.2</b>	<b>360.0</b>	<b>364.8</b>	<b>392.9</b>	<b>367.1</b>	<b>378.9</b>	<b>414.2</b>	<b>431.1</b>	<b>1,489.9</b>	<b>1,591.3</b>
(%yoy)	-6.3%	-11.1%	-10.3%	-9.4%	-1.4%	5.3%	13.5%	9.7%	-9.3%	6.8%
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>8.8</b>	<b>14.1</b>	<b>17.9</b>	<b>34.4</b>	<b>27.4</b>	<b>49.3</b>	<b>82.1</b>	<b>66.6</b>	<b>193.2</b>
(%yoy)	-68.5%	-74.9%	-14.8%	365.6%	33.8%	209.2%	250.3%	357.5%	-51.5%	190.1%
OPM(%)	6.5%	2.4%	3.7%	4.4%	8.6%	6.7%	10.6%	16.0%	4.3%	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	42.6	33.4	59.4	46.4	67.8	103.1	239.3	276.7
<b>지배순이익</b>	<b>57.2</b>	<b>71.0</b>	<b>33.8</b>	<b>26.7</b>	<b>47.2</b>	<b>36.8</b>	<b>53.9</b>	<b>81.9</b>	<b>188.7</b>	<b>219.9</b>
(%yoy)	-49.7%	137.6%	-22.5%	7.1%	-17.4%	-48.1%	59.4%	206.6%	-11.0%	16.6%

자료: 유진투자증권

도표 4. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2571.8	1779.8	1556.5	1784.5
영업이익	559.0	137.3	66.6	193.2
세전이익	624.0	203.5	239.3	276.7
지배순이익	452.3	212.1	188.7	219.9
EPS(원)	19,847	9,663	8,548	10,018
PER(배)	22.6	24.9	18.8	16.0
OPM(%)	21.7%	7.7%	4.3%	10.8%
NPM(%)	17.6%	11.9%	12.1%	12.3%

자료: 유진투자증권

## 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	4,438	4,394	4,468	4,682	4,897
유동자산	2,691	2,337	2,303	2,495	2,680
현금성자산	1,376	1,534	1,495	1,638	1,816
매출채권	219	172	171	214	214
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,187	2,216
투자자산	773	960	1,108	1,153	1,199
유형자산	930	1,001	949	911	878
기타	43	96	108	124	139
<b>부채총계</b>	1,239	1,141	1,043	1,106	1,112
유동부채	515	614	527	585	587
매입채무	292	215	231	289	288
유동성이자부채	35	280	175	175	175
기타	188	119	120	121	123
비유동부채	724	526	517	521	525
비유동이자부채	593	363	354	354	354
기타	130	163	163	167	171
<b>자본총계</b>	3,199	3,253	3,425	3,576	3,785
지배지분	3,196	3,250	3,421	3,573	3,782
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,600	3,751	3,960
기타	(658)	(667)	(623)	(623)	(623)
비지배지분	2	3	3	3	3
<b>자본총계</b>	3,199	3,253	3,425	3,576	3,785
총차입금	629	643	529	529	529
순차입금	(748)	(891)	(965)	(1,108)	(1,287)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	736	140	336	272	309
당기순이익	436	214	188	220	278
자산상각비	106	112	63	41	35
기타비현금성손익	253	(40)	31	(85)	(77)
운전자본증감	50	(96)	(54)	9	(5)
매출채권감소(증가)	101	42	(11)	(43)	0
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	0	0	(1)	58	(0)
기타	(57)	(139)	(41)	(5)	(5)
<b>투자현금</b>	(392)	113	(118)	(107)	(110)
단기투자자산감소	(156)	261	(72)	(46)	(48)
장기투자증권감소	20	6	(17)	(32)	(32)
설비투자	250	117	6	0	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(3)	(41)	(15)	(18)	(18)
<b>재무현금</b>	(304)	(177)	(230)	(69)	(69)
차입금증가	(185)	(43)	(121)	0	0
자본증가	(119)	(136)	(173)	(69)	(69)
배당금지급	119	136	64	69	69
<b>현금 증감</b>	30	80	(11)	97	131
기초현금	256	286	365	354	451
기말현금	286	365	354	451	582
Gross Cash flow	795	286	373	263	314
Gross Investment	187	243	100	51	67
<b>Free Cash Flow</b>	609	42	272	212	248

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	2,572	1,780	1,556	1,784	2,052
증가율(%)	11.4	(30.8)	(12.5)	14.6	15.0
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	2,572	1,780	1,556	1,784	2,052
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,490	1,591	1,775
기타영업손익	4	(18)	(9)	7	12
<b>영업이익</b>	559	137	67	193	277
증가율(%)	49.0	(75.4)	(51.5)	190.1	43.4
<b>EBITDA</b>	665	249	130	234	312
증가율(%)	41.8	(62.5)	(47.9)	80.3	33.4
<b>영업외손익</b>	50	69	173	84	77
이자수익	52	87	66	56	56
이자비용	9	15	14	19	19
지분법손익	(8)	3	8	2	3
기타영업외손익	16	(7)	113	45	37
<b>세전순이익</b>	609	206	239	277	354
증가율(%)	24.0	(66.1)	16.0	15.6	27.9
법인세비용	173	(8)	52	57	76
<b>당기순이익</b>	436	214	188	220	278
증가율(%)	10.2	(50.9)	(12.2)	17.1	26.3
지배주주지분	436	212	188	220	278
증가율(%)	9.8	(51.3)	(11.5)	17.2	26.3
비지배지분	0	2	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	19,847	9,663	8,548	10,018	12,656
증가율(%)	9.8	(51.3)	(11.5)	17.2	26.3
수정EPS(원)	19,847	9,663	8,548	10,018	12,656
증가율(%)	9.8	(51.3)	(11.5)	17.2	26.3

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	19,847	9,663	8,548	10,018	12,656
BPS	145,587	148,023	155,845	162,734	172,259
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	22.6	24.9	18.8	16.0	12.7
PBR	3.1	1.6	1.0	1.0	0.9
EV/ EBITDA	13.7	17.6	19.7	10.3	7.2
배당수익율	1.5	1.3	2.0	2.0	2.0
PCR	12.4	18.5	9.5	13.4	11.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	21.7	7.7	4.3	10.8	13.5
EBITDA이익율	25.9	14.0	8.3	13.1	15.2
순이익율	17.0	12.0	12.1	12.3	13.5
ROE	13.7	6.6	5.6	6.3	7.6
ROIC	20.1	5.5	3.1	9.5	13.6
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.4)	(28.2)	(31.0)	(34.0)
유동비율	522.2	380.4	437.2	426.2	456.9
이자보상배율	59.0	9.4	4.7	10.2	14.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.4	9.1	9.1	9.3	9.6
재고자산회전율	653.2	1,590.1	1,840.4	1,670.4	1,729.6
매입채무회전율	8.5	7.0	7.0	6.9	7.1

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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: 12개월 (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%

(2024.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						엔씨소프트(036570.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 정익훈	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2022-08-16	Buy	450,000	1년	-18.4	3.3		
2022-10-06	Buy	450,000	1년	-16.5	3.3		
2022-11-14	Buy	560,000	1년	-23.1	-14.4		
2022-11-30	Buy	560,000	1년	-23.8	-14.9		
2023-01-09	Buy	560,000	1년	-25.1	-14.9		
2023-02-10	Buy	560,000	1년	-28.9	-19.2		
2023-04-17	Buy	440,000	1년	-23.9	-10.1		
2023-05-11	Buy	440,000	1년	-27.4	-11.7		
2023-05-31	Buy	440,000	1년	-31.6	-27.0		
2023-07-17	Buy	380,000	1년	-27.2	-24.3		
2023-08-10	Buy	340,000	1년	-28.5	-17.4		
2023-10-17	Buy	340,000	1년	-28.4	-17.4		
2023-11-10	Buy	340,000	1년	-28.1	-17.4		
2023-11-22	Buy	340,000	1년	-28.8	-17.4		
2024-01-17	Hold	210,000	1년	-8.7	4.8		
2024-02-13	Hold	210,000	1년	-9.2	4.8		
2024-05-13	Hold	210,000	1년	-9.1	4.8		
2024-05-30	Hold	210,000	1년	-11.4	-4.9		
2024-08-06	Hold	210,000	1년				