

엔씨소프트 (036570)

4분기에도 적자 예상, 그런데 매출 성장

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 280,000원

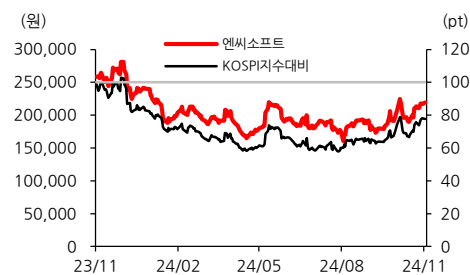
현재 주가(11/4)	219,500 원
상승여력	27.6%
시가총액	48,189 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	281,000 / 160,400 원
90 일 일평균 거래대금	215.07 억원
외국인 지분율	35.2%
주주 구성	
김택진 (외 13 인)	12.0%
자사주 (외 1 인)	9.9%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.0	25.1	22.1	-15.1
상대수익률(KOSPI)	4.3	28.3	25.4	-24.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,780	1,631	1,839	1,912
영업이익	137	2	168	249
EBITDA	249	117	286	369
지배주주순이익	212	88	214	257
EPS	9,663	4,352	10,530	12,663
순차입금	-891	-692	-810	-969
PER	24.9	50.4	20.8	17.3
PBR	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	17.6	35.4	14.0	10.4
배당수익률	1.3	1.4	1.4	1.4
ROE	6.6	2.7	6.5	7.5

주가 추이



동사의 3Q24 매출액은 컨센서스를 소폭 상회했지만, 영업이익은 신작 관련 비용 증가로 적자전환하며 하회했습니다. 동사의 밸류에이션은 수년에 걸쳐 악재를 모두 반영하며 디레이팅이 충분히 나타났습니다. 내년을 바라보면 고정비 슬립화로 영업 레버리지가 극대화될 수 있는 시점이라고 판단합니다.

3Q24 영업이익은 시장 기대치 하회

동사의 3Q24 실적은 매출액 4,019억 원, 영업손실 143억 원으로 영업이익 컨센서스 79억 원을 하회했다. 매출액은 컨센서스를 소폭 상회했지만 신작 관련 마케팅 비용이 QoQ 180% 증가하며 이익은 적자전환했다. 모바일 게임 매출액은 리니지M 리부트월드 효과로 인해 QoQ 16% 증가했다. 일평균 매출액이 약 17억 원까지 늘어난 것으로 파악된다. 리니지2M 매출은 QoQ 2% 증가, 리니지W는 QoQ 28% 감소했다. 인건비는 QoQ 7% 증가, 매출변동비는 QoQ 10% 증가했다.

25년을 바라보면, 고정적 문제였던 고정비는 약해지고

4분기 영업이익도 185억 원의 적자가 전망된다. 연말까지 진행하는 희망퇴직을 포함해 스튜디오 분사, 비효율 사업부 정리, 자연감소 등으로 인해 일회성으로 발생할 비용을 추정해 반영했다. 4천 명 중반에 달하는 높은 고정비 감축 정책도 내년 재무 실적에 즉각 반영되겠지만, 스튜디오 분사 체제로 성과에 따른 명확한 책임과 결과가 빠르게 진행될 수 있다는 전략 변화가 반갑다. 동사의 차기작들은 장르와 IP, 타겟 유저에 대한 다변화 노력을 눈에 띄게 시도하고 있다. 이는 동사의 디레이팅 논리였던 요소들이 일부 해소될 수 있다고 본다. 즉 4분기까지 적자가 이어지겠지만, 이번 3분기 매출부터 3년 만의 QoQ 성장세로 돌아선 것과, 적자는 인건비 감축으로 해결될 수 있다는 점에 주목한다.

투자의견 BUY와 목표주가 28만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 4분기 추정치는 일회성 비용 반영으로 하향 조정했지만, 내년은 변동 없다. 당연히 비용 축소만으로 게임주의 투자포인트가 될 수는 없다. 무조건 차기 신작 중 글로벌 성과가 확인되는 하나 정도가 추가되어야 한다. 다만 동사의 주가는 첫 모바일 게임 리니지M 출시 이전 수준까지 내려왔다. 보수적으로 추정한 3조 원의 자산가치를 고려하면 좋은 가격이라고 본다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	462.6	453.6	427.5	466.1	491.4	2,572	1,780	1,631	1,839
YoY (%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	5.7	14.0	15.9	16.0	6.2	11.4	(30.8)	(8.3)	12.7
리니지 1	24	25	26	24	25	23	23	23	107	97	99	95
리니지 2	23	21	20	18	16	16	16	16	94	87	83	66
아이온	14	13	12	11	11	11	11	12	68	68	50	46
길드워 2	25	23	19	18	15	16	20	22	95	85	86	73
모바일												
Lineage M	105	107	159	131	117	108	113	122	516	496	501	459
Lineage2M	56	42	43	47	46	41	46	32	391	263	188	166
리니지 W	83	65	47	50	63	59	55	63	971	414	245	239
로열티	33	38	38	75	62	58	56	55	157	144	183	232
영업비용	372	360	416	481	405	400	423	443	2,013	1,643	1,630	1,671
YoY (%)	(6.3)	(11.1)	2.4	10.9	8.7	11.0	1.7	(7.8)	4.1	(18.4)	(0.8)	2.5
인건비	203	188	201	261	196	194	196	198	847	823	853	785
매출변동비	135	127	140	157	156	147	161	170	871	623	559	634
마케팅비	6.9	17.4	48.7	35.0	24.5	30.7	38.3	47.9	189	85	108	141
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(18.5)	48.9	27.8	43.0	47.9	559	137	2	168
YoY (%)	(68.5)	적전	(186.5)	(581.3)	90.3	214.7	(401.0)	(358.2)	171.7	(75.4)	(98.7)	9592.8
영업이익률 (%)	6.5	2.4	(3.6)	(4.0)	10.8	6.5	9.2	9.7	21.7	7.7	0.1	9.1
당기순이익	57.1	71.1	(26.4)	(13.4)	56.9	39.8	56.5	60.7	436	210	88	214
순이익률 (%)	14.4	19.3	(6.6)	(2.9)	12.5	9.3	12.1	12.4	16.9	11.8	5.4	11.6

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엔씨소프트의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

게임 영업 가치	3,263	국내외 기업 평균에 10% 할인 적용
25E EBITDA	294	
Target EV/EBITDA	11.1	
자산 가치	2,863	
순현금	(253)	
금융상품	2,111	
부동산	1,005	
적정 기업가치	6,126	
발행주식수(천주)	21,954	
적정주가(원)	279,056	
목표주가(원)	280,000	
현재주가(원)	219,500	
상승여력	27.6%	

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,631	1,839	1,912
매출총이익	2,572	1,780	1,631	1,839	1,912
영업이익	559	137	2	168	249
EBITDA	665	249	117	286	369
순이자손익	42	73	73	71	74
외화관련손익	124	30	32	32	0
지분법손익	-8	3	7	0	0
세전계속사업손익	609	206	115	261	314
당기순이익	436	214	88	214	257
지배주주순이익	436	212	88	214	257
증가율(%)					
매출액	206.6	-30.8	-8.3	12.7	4.0
영업이익	100.9	-75.4	-98.7	9,594.4	48.7
EBITDA	111.1	-62.5	-53.2	145.5	28.7
순이익	91.6	-50.9	-58.7	141.8	20.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	21.7	7.7	0.1	9.1	13.0
EBITDA 이익률	25.9	14.0	7.2	15.6	19.3
세전이익률	23.7	11.6	7.0	14.2	16.4
순이익률	17.0	12.0	5.4	11.6	13.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	736	140	161	317	363
당기순이익	436	214	88	214	257
자산상각비	106	112	115	119	119
운전자본증감	50	-96	-58	-20	-18
매출채권 감소(증가)	101	42	-37	-13	-28
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	81	16	33
투자현금흐름	-392	113	-11	-174	-181
유형자산처분(취득)	-249	-117	-100	-121	-126
무형자산 감소(증가)	-3	-41	21	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-156	261	41	-39	-40
재무현금흐름	-304	-177	-263	-64	-64
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-132	0	0
자본의 증가(감소)	-119	-136	-132	-64	-64
배당금의 지급	-119	-136	-64	-64	-64
총현금흐름	795	286	179	337	381
(-)운전자본증감(감소)	-459	-366	35	20	18
(-)설비투자	250	117	100	121	126
(+)자산매각	-3	-41	21	-3	-3
Free Cash Flow	1,001	494	64	193	234
(-)기타투자	393	452	-5	11	11
잉여현금	609	42	69	182	222
NOPLAT	400	100	1	137	204
(+) Dep	106	112	115	119	119
(-)운전자본투자	-459	-366	35	20	18
(-)Capex	250	117	100	121	126
OpFCF	715	460	-19	115	180

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,069	2,227	2,441
현금성자산	1,376	1,534	1,213	1,332	1,491
매출채권	219	172	211	225	252
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,170	2,187	2,208
투자자산	773	960	1,075	1,085	1,097
유형자산	930	1,001	994	998	1,007
무형자산	43	96	101	103	104
자산총계	4,438	4,394	4,239	4,414	4,649
유동부채	515	614	531	550	588
매입채무	292	215	253	269	302
유동성이자부채	35	280	178	178	178
비유동부채	724	526	506	510	515
비유동이자부채	593	363	343	343	343
부채총계	1,239	1,141	1,037	1,061	1,102
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,490	3,640	3,834
자본조정	-658	-667	-736	-736	-736
자기주식	-616	-616	-684	-684	-684
자본총계	3,199	3,253	3,203	3,353	3,546

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	19,847	9,663	4,352	10,530	12,663
BPS	145,587	148,023	145,684	152,529	161,347
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	36,227	13,017	8,174	15,338	17,345
ROA(%)	9.7	4.8	2.0	4.9	5.7
ROE(%)	13.7	6.6	2.7	6.5	7.5
ROIC(%)	20.1	5.5	0.1	8.0	11.7
Multiples(x, %)					
PER	22.6	24.9	50.4	20.8	17.3
PBR	3.1	1.6	1.5	1.4	1.4
PSR	3.8	3.0	3.0	2.6	2.5
PCR	12.4	18.5	26.9	14.3	12.7
EV/EBITDA	13.7	17.6	35.4	14.0	10.4
배당수익률	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	38.7	35.1	32.4	31.6	31.1
Net debt/Equity	-23.4	-27.4	-21.6	-24.2	-27.3
Net debt/EBITDA	-112.4	-357.6	-592.8	-282.8	-262.8
유동비율	522.2	380.4	390.0	404.7	415.3
이자보상배율(배)	59.0	9.4	0.2	19.7	29.3
자산구조(%)					
투하자본	47.2	40.5	42.6	41.8	40.6
현금+투자자산	52.8	59.5	57.4	58.2	59.4
자본구조(%)					
차입금	16.4	16.5	14.0	13.5	12.8
자기자본	83.6	83.5	86.0	86.5	87.2

[Compliance Notice]

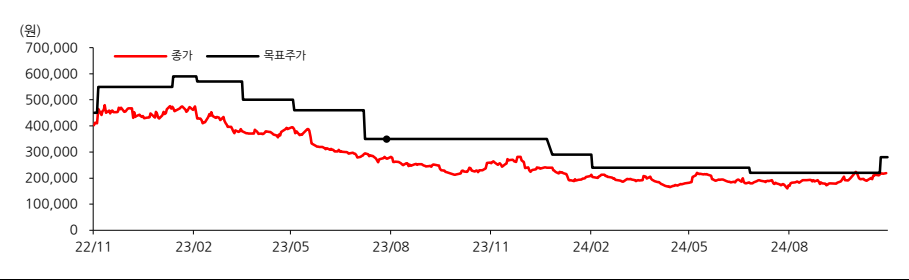
(공표일: 2024 년 11 월 5 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.11	2022.11.17	2023.01.19	2023.02.10	2023.03.24
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		550,000	550,000	590,000	570,000	500,000
일 시	2023.04.04	2023.05.10	2023.05.23	2023.07.14	2024.01.02	2024.02.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	460,000	460,000	350,000	290,000	240,000
일 시	2024.02.26	2024.05.13	2024.07.02	2024.08.06	2024.09.03	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2024.10.30	2024.11.01	2024.11.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	280,000	280,000	280,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.11	Buy	550,000	-17.93	-12.82
2023.01.19	Buy	590,000	-21.26	-19.41
2023.02.10	Buy	570,000	-27.67	-20.61
2023.03.24	Buy	500,000	-24.91	-20.90
2023.05.10	Buy	460,000	-29.86	-15.54
2023.07.14	Buy	350,000	-28.27	-15.86
2024.01.02	Buy	290,000	-28.30	-17.24
2024.02.08	Buy	240,000	-19.68	-8.33
2024.07.02	Buy	220,000	-14.14	2.05
2024.10.30	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%