

엔씨소프트 (036570/KS)

주가 방향성의 변곡점은 TL의 글로벌 성공

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 230,000 원(유지)

현재주가: 204,500 원

상승여력: 12.5%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,490 십억원
주요주주	
김택진(외8)	12.00%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드(외1)	9.26%

Stock Data

주가(24/02/08)	204,500 원
KOSPI	2,620.32pt
52주 최고가	474,500 원
52주 최저가	188,200 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: 반가운 모바일 매출 반등, 반면 약했던 PC

매출액 4,377 억원(-20.1% YoY, +3.5% QoQ), 영업이익 39 억원(-91.9% YoY, -76.7% QoQ), 순이익 252 억원(흑전 YoY, -42.8% QoQ)으로 영업이익은 컨센서를 크게 하회했다. PC 매출(-0.9%, 이하 QoQ)이 예상 외로 감소했다. 12/7 TL 출시에도 불구하고 PC 매출은 전분기대비 감소했는데, 리니지, 아이온 등 기존작들의 매출 감소 영향이 예상대비 컸던 것으로 파악된다. 모바일은 2M과 W의 업데이트 효과로 +9.1% 증가했다. 신작 출시로 마케팅비가 +32.8% 증가했다.

신작 성과 입증으로 신뢰 회복이 필요하다

TL은 국내 출시 초반 콘텐츠 난이도, PvE 콘텐츠 밸런스 이슈 등으로 유저 리텐션이 저조해 아쉬운 성과를 보였다. 지속적인 최적화 작업을 통해 리텐션율이 개선되고 있으나 아직까지 의미있는 반등은 확인되지 않는다. 연내 BSS, 배틀크러쉬의 출시도 예정되어 있지만, 장르 특성상 기대 이상의 매출 기여는 어려워 보인다.

연내 TL의 글로벌 출시 일정에는 변동 없고, 그 전까지는 비용 통제를 통한 실적 방어 기조가 지속될 것으로 예상된다. 긍정적인 부분은 현재 대규모 유저 테스트를 진행 중인 TL은 해외 유저들의 관심이 높아지고 있어 아직까지는 보수적으로 반영되고 있는 TL의 글로벌 성과가 실적의 변곡점이 될 수 있는 가능성은 열려있다.

희망은 단 하나: TL의 글로벌 흥행

다행히 모바일 매출은 업데이트를 통한 매출 반등에 성공했고, 올해도 자연적 매출 감소가 있겠지만 안정화 단계에 진입했다. PC 매출도 TL의 글로벌 출시 전까지는 큰 변동은 없을 것이다. 4Q24에 TL의 글로벌 출시를 가정해 PC와 로열티 매출 모두 반등할 것으로 전망한다. 다만 그 전까지는 기존 게임 서비스에 따른 실적 방어가 쉽지 않고, 올해 출시될 신작에 대한 기대감도 낮은 상황이기 때문에 무난한 실적과 맛있는 주가 흐름이 예상된다. TL의 글로벌 성공이 절실하다.

영업실적 및 투자지표

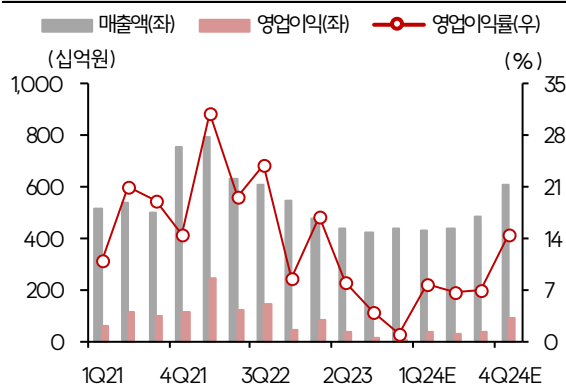
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	2,416	2,309	2,572	1,780	1,956	2,332
영업이익	십억원	825	375	559	137	183	350
순이익(지배주주)	십억원	587	397	436	212	231	392
EPS	원	26,756	18,078	19,847	9,663	10,507	17,837
PER	배	34.8	35.6	22.6	24.9	19.5	11.5
PBR	배	5.7	3.7	2.6	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	21.0	27.4	12.1	15.3	10.1	5.7
ROE	%	20.8	12.6	13.7	6.7	7.1	11.2

엔씨소프트 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	428.6	438.3	483.2	606.2	1,779.8	1,956.3	2,331.7
PC/콘솔	91.4	88.2	93.2	92.3	102.7	106.0	109.5	117.1	365.1	435.3	472.7
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	282.4	288.4	327.4	440.0	1,200.4	1,338.3	1,611.4
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	33.0	32.4	35.2	39.9	144.5	140.4	205.9
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	395.5	408.9	450.0	518.9	1,642.5	1,773.2	1,981.2
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	194.3	197.7	200.5	214.0	822.9	806.5	839.7
마케팅비	4.9	12.2	27.7	36.6	13.5	20.2	36.0	62.4	81.4	132.1	185.5
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	28.2	28.3	28.4	29.4	111.9	114.4	116.1
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	159.4	162.6	185.0	213.2	622.8	720.2	839.9
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	33.2	29.4	33.2	87.3	137.3	183.1	350.5
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	7.7%	6.7%	6.9%	14.4%	7.7%	9.4%	15.0%
순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	44.8	41.9	46.8	99.4	213.9	232.9	395.3
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	44.4	41.5	46.4	98.4	212.1	230.7	391.6
YoY growth rate											
매출액	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-10.5%	-0.4%	14.2%	38.5%	30.8%	9.9%	19.2%
PC/콘솔	-1.8%	-8.0%	-4.0%	-11.5%	12.4%	20.2%	17.5%	26.9%	-6.5%	19.2%	8.6%
모바일	-48.4%	-37.5%	-37.4%	-21.6%	-14.6%	-2.8%	19.6%	47.2%	-37.9%	11.5%	20.4%
로열티	8.9%	0.8%	-18.5%	-21.4%	-22.0%	-10.8%	-0.3%	30.5%	-8.0%	-2.8%	46.6%
영업비용	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	-0.4%	1.0%	10.7%	19.6%	-18.4%	8.0%	11.7%
인건비	-3.0%	0.9%	4.5%	-12.2%	-8.3%	-5.2%	1.1%	4.8%	-2.9%	-2.0%	4.1%
마케팅비	-88.4%	-79.6%	-28.8%	-23.8%	177.9%	65.3%	30.3%	70.3%	-56.9%	62.4%	40.4%
상각비	5.1%	4.0%	9.6%	3.3%	1.2%	1.7%	-2.9%	9.5%	5.5%	2.2%	1.5%
매출변동비 및 기타	-41.2%	-26.6%	-26.0%	-16.1%	4.5%	4.0%	22.2%	31.2%	-28.5%	15.6%	16.6%
영업이익	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-59.4%	-16.6%	100.7%	216.6%	-75.4%	33.3%	91.5%
영업이익률	-13.8%	-11.5%	-20.0%	-7.8%	-9.3%	-1.3%	3.0%	13.5%	-14.0%p	1.6%p	5.7%p
순이익	-32.2%	-74.3%	-75.8%	흑전	-60.7%	37.0%	6.3%	294.5%	-50.9%	8.9%	69.8%

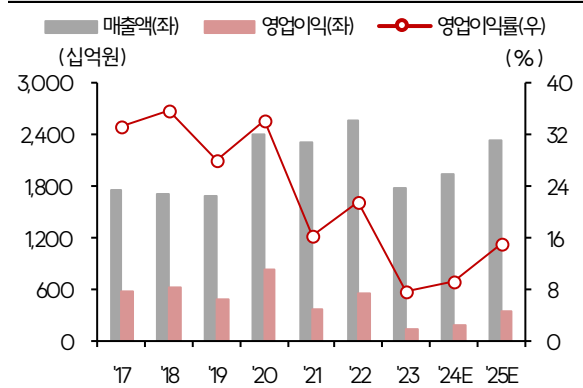
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



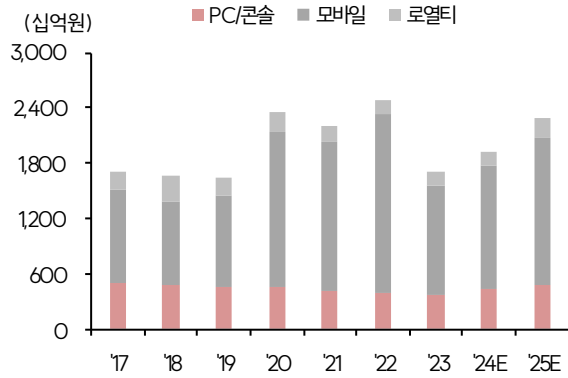
자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



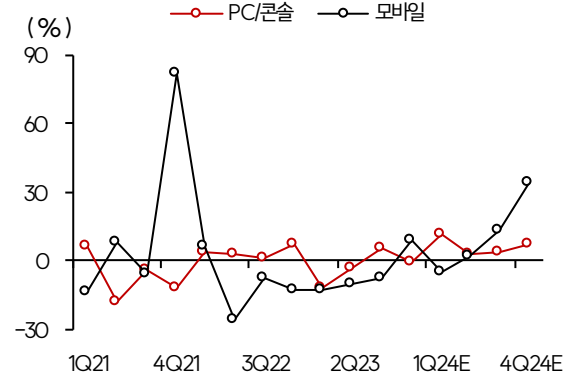
자료: 엔씨소프트, SK 증권

플랫폼별 매출



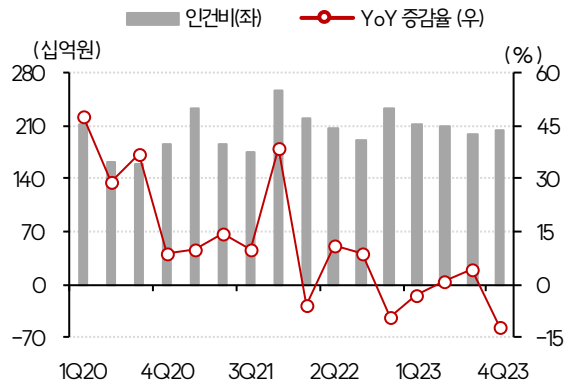
자료: 엔씨소프트, SK 증권

PC, 모바일 게임 매출 성장률(QoQ)



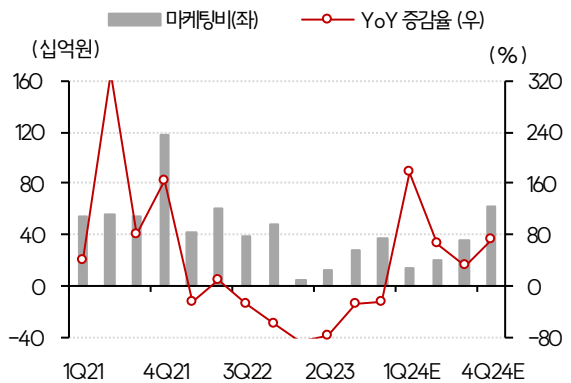
자료: 엔씨소프트, SK 증권

인건비 추이



자료: 엔씨소프트, SK 증권

마케팅비 추이



자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	432.0	435.5	473.8	522.1	437.7	428.6	438.3	483.2	1.3%	-1.6%	-7.5%	-7.5%
영업이익	3.9	26.1	41.1	59.4	3.9	33.2	29.4	33.2	-0.3%	27.2%	-28.4%	-44.1%
지배주주순이익	-1.8	38.8	55.8	73.4	25.0	44.4	41.5	46.4	-1487.8%	14.6%	-25.7%	-36.9%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2023E	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
매출액	1,774.1	2,030.1	2,390.0	1,779.8	1,956.3	2,331.7	0.3%	-3.6%	-2.4%
영업이익	137.3	194.9	338.7	137.3	183.1	350.5	0.0%	-6.1%	3.5%
지배주주순이익	185.4	252.4	392.8	212.1	230.7	391.6	14.4%	-8.6%	-0.3%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,079	2,378	2,793
현금및현금성자산	256	286	302	185	561
매출채권 및 기타채권	327	219	175	243	249
재고자산	6	1	1	2	2
비유동자산	2,129	1,747	1,968	2,003	1,928
장기금융자산	1,155	577	588	462	464
유형자산	747	930	1,001	1,155	1,079
무형자산	42	43	121	120	119
자산총계	4,582	4,438	4,047	4,381	4,721
유동부채	663	515	345	478	490
단기금융부채	181	35	28	39	40
매입채무 및 기타채무	73	83	233	323	331
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	767	724	516	549	552
장기금융부채	599	593	369	369	369
장기매입채무 및 기타채무	29	23	61	61	61
장기충당부채	2	3	2	3	3
부채총계	1,431	1,239	861	1,026	1,042
지배주주지분	3,149	3,196	3,182	3,350	3,679
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-623	-623	-623
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
이익잉여금	3,071	3,409	3,477	3,645	3,965
비지배주주지분	2	2	3	6	9
자본총계	3,151	3,199	3,186	3,355	3,679
부채외자본총계	4,582	4,438	4,047	4,381	4,721

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	359	706	88	420	486
당기순이익(손실)	396	436	214	233	395
비현금성항목등	115	359	19	61	51
유형자산감가상각비	92	104	111	96	77
무형자산상각비	1	2	2	1	1
기타	21	253	-94	-36	-27
운전자본감소(증가)	35	50	-96	86	8
매출채권및기타채권의감소(증가)	-30	101	59	-67	-6
재고자산의감소(증가)	-0	5	0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	3	90	8
기타	66	-57	-158	65	6
법인세납부	-187	-139	-65	-29	-49
투자활동현금흐름	-142	-346	368	-335	-38
금융자산의감소(증가)	93	-156	498	-199	-31
유형자산의감소(증가)	-286	-249	-110	-250	0
무형자산의감소(증가)	0	-3	-79	0	0
기타	51	62	59	114	-7
재무활동현금흐름	59	-319	-429	-53	-70
단기금융부채의증가(감소)	0	-5	-249	11	1
장기금융부채의증가(감소)	249	-180	-32	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-176	-119	-136	-64	-71
기타	-14	-16	-13	0	-0
현금의 증가(감소)	99	30	17	-118	376
기초현금	157	256	286	302	185
기말현금	256	286	302	185	561
FCF	73	456	-22	170	486

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

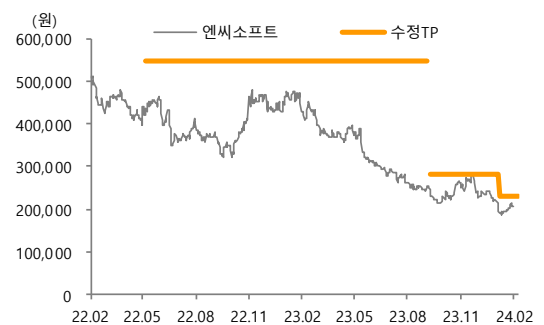
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,780	1,956	2,332
매출원가	2	5	0	0	0
매출총이익	2,307	2,567	1,780	1,956	2,332
매출총이익률(%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,932	2,008	1,643	1,773	1,981
영업이익	375	559	137	183	350
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.7	9.4	15.0
비영업손익	116	50	69	79	94
순금융손익	15	38	68	65	77
외환관련손익	11	92	0	0	0
관계기업등 투자손익	16	-8	4	3	4
세전계속사업이익	491	609	206	262	444
세전계속사업이익률(%)	21.3	23.7	11.6	13.4	19.0
계속사업법인세	96	173	-8	29	49
계속사업이익	396	436	214	233	395
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	396	436	214	233	395
순이익률(%)	17.1	17.0	12.0	11.9	17.0
지배주주	397	436	212	231	392
지배주주귀속 순이익률(%)	17.2	16.9	11.9	11.8	16.8
비지배주주	-1	0	2	2	4
총포괄이익	368	167	124	233	395
지배주주	369	166	121	226	384
비지배주주	-1	0	2	7	11
EBITDA	469	665	250	280	429

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-4.4	11.4	-30.8	9.9	19.2
영업이익	-54.5	49.0	-75.4	33.3	91.5
세전계속사업이익	-38.8	24.0	-66.1	26.9	69.8
EBITDA	-47.3	41.8	-62.4	11.9	53.0
EPS	-32.4	9.8	-51.3	8.7	69.8
수익성 (%)					
ROA	9.1	9.7	5.0	5.5	8.7
ROE	12.6	13.7	6.7	7.1	11.2
EBITDA마진	20.3	25.9	14.1	14.3	18.4
안정성 (%)					
유동비율	369.7	522.2	601.9	497.9	570.1
부채비율	45.4	38.7	27.0	30.6	28.3
순차입금/자기자본	-40.7	-56.3	-45.8	-49.7	-56.4
EBITDA/이자비용(배)	35.6	70.2	20.4	22.9	32.5
배당성향	30.0	31.1	30.0	30.8	30.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,078	19,847	9,663	10,507	17,837
BPS	171,471	173,629	173,003	180,615	195,214
CFPS	22,347	24,672	14,812	14,932	21,397
주당 현금배당금	5,860	6,680	3,130	3,500	5,942
Valuation지표 (배)					
PER	35.6	22.6	24.9	19.5	11.5
PBR	3.7	2.6	1.4	1.1	1.0
PCR	28.8	18.2	16.2	13.7	9.6
EV/EBITDA	27.4	12.1	15.3	10.1	5.7
배당수익률	0.9	1.5	1.3	1.7	2.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.18	중립	230,000원	6개월		
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%
2021.03.30	매수	1,050,000원	6개월	-36.53%	-11.90%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 13일 기준)

매수	94.25%	중립	5.75%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------