

엔씨소프트 (036570/KS)

최악을 지나는 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 270,000 원(하향)

현재주가: 191,200 원

상승여력: 41.2%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,198 십억원
주요주주	
김택진(외12)	12.01%
자사주	9.43%

Stock Data

주가(24/07/09)	191,200 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	294,500 원
52주 최저가	164,900 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 리니지 M 몰아주기

매출액 3,920 억원(-1.5% QoQ, 이하 동일), 영업손실 63 억원(적전), 순이익 66 억 원(-88.5%)으로 약 10 년만에 첫 영업 적자를 기록하며 컨센서스 46 억원을 하회할 것으로 예상된다. 신작 출시가 없었고, 기존작도 업데이트가 있었던 리니지 M 을 제외 하면 매출 감소세가 이어져 전체 매출은 전분기대비 감소했다. 리니지M은 7주년 대규모 업데이트로 신규 유저 유입을 위해 기존 서버와 독자적으로 운영되는 '에피소드 제로' 업데이트 이후 다시 모바일 매출 1위를 유지하고 있다. 다만 관련해 온/모바일, TV 등 전방위적 마케팅을 진행한 결과 마케팅비는 전분기대비 +424.0% 증가한 362 억 원 수준으로 크게 증가했을 것으로 예상되어 비용 부담이 컸던 분기였다.

현 주가는 최악의 상황만을 반영

1Q24 실적 컨퍼런스 콜에서 언급했던 것처럼 동사는 실적 개선과 신뢰 회복을 위한 노력 중이다. 우선 연내 인력을 4 천명 중반(약 -10%)까지 감축하기 위해 신설 회사 2 개를 설립해 10/1 기점으로 분할할 계획이다. 권고사직, 분할을 거쳐 인력 계획은 마무리된 것으로 파악된다.

6/27 공개한 <배틀크러쉬>는 기대를 하회했고, 하반기 <호연>(블레이드&소울 IP 기반 수집형 RPG)과 9/17 <TL>의 글로벌 출시를 앞두고 있지만 올해 매출 예상치를 크게 능가하기는 쉽지 않아 보인다. 올해는 인력 정리에 따른 퇴직금 등이 반영되어 의미있는 수준의 비용 절감은 어렵다. 다만 내년에는 IP 에 대한 인지도, 장르적 흥행성 등을 고려 시 출시할 신작 <아이온 2>, <택탄: 나이트 오브 더 가즈(프로젝트 G)>, <LLL>이 더해지며 확실한 탑라인 성장을 보일 수 있을 것이다. 이에 더해 내년부터 본격적인 비용 절감 효과가 맞물리며 높은 이익 개선세를 확인할 수 있을 것이다.

기존작 maintenance 에 소요될 비용 증가를 고려해 25 년 영업이익 추정치를 기존대비 27.9% 하향했으나 뚜렷하게 나타나는 실적 개선 효과를 고려해 목표주가 산정 구간을 2025 년으로 변경했다. 목표주가를 27 만원으로 하향하나 IP 확대, 자산 유동화, M&A 에 따른 상방은 열려 있어 중장기 관점에서는 접근해도 좋은 시기로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,649	1,986	2,057
영업이익	십억원	375	559	137	85	296	328
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	137	286	313
EPS	원	18,078	19,847	9,663	6,227	13,036	14,239
PER	배	35.6	22.6	24.9	30.3	14.5	13.2
PBR	배	3.7	2.6	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	13.9	5.9	4.9
ROE	%	12.6	13.7	6.6	4.1	8.3	8.4

목표주가 산출

구분	내용
2025E 지배주주지분 순이익(십억원)	286.2
Target P/E	19.4x
목표 시총(십억원)	5,541.4
주식 수(천 주)	20,307.4
적정 주가(원)	272,877
목표 주가(원)	270,000
현재 주가(원)	191,200
상승 여력	41.2%

자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	392.0	409.6	449.0	1,779.8	1,648.6	1,986.2
PC/콘솔	91.4	88.2	93.2	92.3	91.5	87.4	89.4	87.7	365.1	355.8	360.7
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	254.7	261.6	296.2	1,200.4	1,062.0	1,329.4
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	29.4	34.4	36.2	144.5	132.6	174.3
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	398.3	394.8	398.6	1,642.5	1,563.9	1,690.5
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	202.6	203.8	204.8	822.9	814.0	756.8
마케팅비	4.9	12.2	27.7	36.6	6.9	36.2	27.9	19.2	81.4	90.2	125.8
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.7	27.6	28.0	111.9	111.0	111.2
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	131.9	135.5	146.5	622.8	548.6	696.7
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	-6.3	14.9	50.4	137.3	84.7	295.7
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	-1.6%	3.6%	11.2%	7.7%	5.1%	14.9%
순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	6.6	23.0	50.8	213.9	137.4	289.0
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	6.5	22.7	50.3	212.1	136.7	286.2
YoY growth rate											
매출액	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-11.0%	-3.2%	2.6%	-30.8%	-7.4%	20.5%
PC/콘솔	-1.8%	-8.0%	-4.0%	-11.5%	0.1%	-0.9%	-4.1%	-5.1%	-6.5%	-2.5%	1.4%
모바일	-48.4%	-37.5%	-37.4%	-21.6%	-24.6%	-14.2%	-4.5%	-0.9%	-37.9%	-11.5%	25.2%
로열티	8.9%	0.8%	-18.5%	-21.4%	-22.8%	-19.1%	-2.6%	18.4%	-8.0%	-8.2%	31.4%
영업비용	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	-6.3%	-1.6%	-2.9%	-8.1%	-18.4%	-4.8%	8.1%
인건비	-3.0%	0.9%	4.5%	-12.2%	-4.3%	-2.8%	2.8%	0.3%	-2.9%	-1.1%	-7.0%
마케팅비	-	-79.6%	-28.8%	-23.8%	42.1%	195.8%	0.8%	-47.5%	-56.9%	10.9%	39.5%
상각비	5.1%	4.0%	9.6%	3.3%	-0.5%	-0.8%	-5.8%	4.5%	5.5%	-0.8%	0.2%
매출변동비 및 기타	-41.2%	-26.6%	-26.0%	-16.1%	-11.6%	-15.7%	-10.5%	-9.9%	-28.5%	-11.9%	27.0%
영업이익	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	적전	-10.0%	1208.7%	-75.4%	-38.3%	249.2%
영업이익률	-13.8%	-11.5%	-20.0%	-7.8%	-10.6%	-9.6%	-0.3%	10.3%	-14.0%p	-2.6%p	9.8%p
순이익	-32.2%	-74.3%	-75.8%	흑전	-50.0%	-78.5%	-47.8%	101.6%	-50.9%	-35.7%	110.3%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E
매출액	397.5	433.5	514.2	482.6	392.0	409.6	449.0	435.3	-1.4%	-5.5%	-12.7%	-9.8%
영업이익	21.8	30.3	50.7	74.9	-6.3	14.9	50.4	42.5	적전	-50.9%	-0.6%	-43.2%
자배주순이익	31.6	39.3	57.7	74.4	6.5	22.7	50.3	46.2	-79.4%	-42.2%	-12.8%	-37.9%

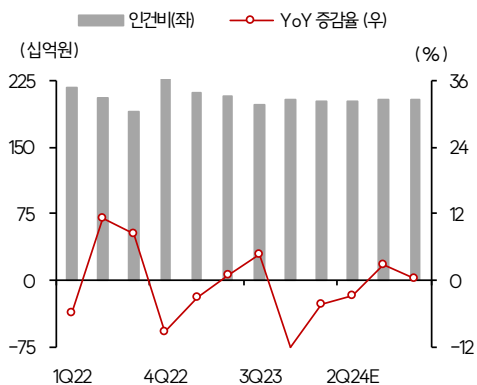
자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,743.1	2,218.1	2,347.7	1,648.6	1,986.2	2,056.8	-5.4%	-10.5%	-12.4%
영업이익	128.6	410.1	456.6	84.7	295.7	328.1	-34.1%	-27.9%	-28.2%
자배주순이익	185.8	390.8	430.4	136.7	286.2	312.6	-26.4%	-26.8%	-27.4%

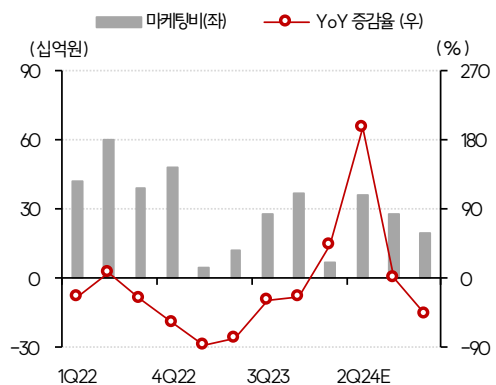
자료: SK 증권

인건비 추이 및 전망



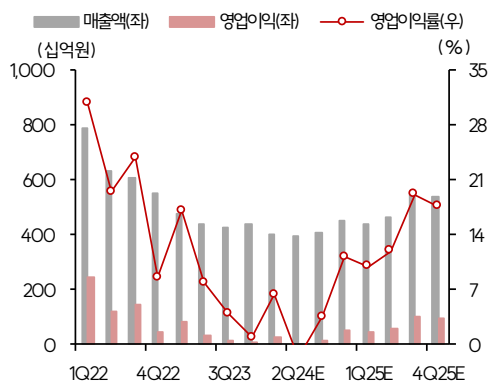
자료: 엔씨소프트, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



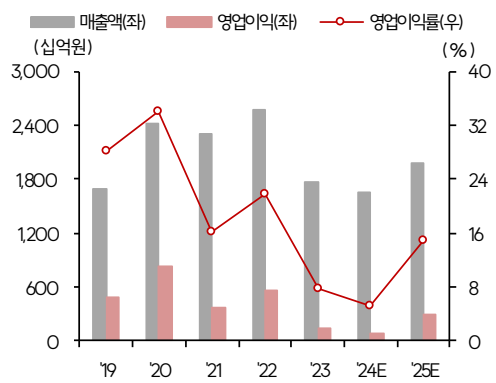
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,308	2,768	3,083
현금및현금성자산	286	365	283	455	724
매출채권 및 기타채권	219	172	177	213	218
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,190	2,128	2,066
장기금융자산	577	709	648	662	665
유형자산	930	1,001	1,159	1,079	1,016
무형자산	43	96	96	95	93
자산총계	4,438	4,394	4,498	4,896	5,149
유동부채	515	614	630	758	778
단기금융부채	35	280	287	345	355
매입채무 및 기타채무	83	73	221	266	273
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	522	544	548
장기금융부채	593	363	354	354	354
장기매입채무 및 기타채무	23	59	61	61	61
장기충당부채	3	3	3	3	4
부채총계	1,239	1,141	1,153	1,302	1,325
지배주주지분	3,196	3,250	3,341	3,587	3,813
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	3,409	3,473	3,549	3,795	4,021
비지배주주지분	2	3	4	7	10
자본총계	3,199	3,253	3,346	3,594	3,823
부채와자본총계	4,438	4,394	4,498	4,896	5,149

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	178	430	393
당기순이익(손실)	436	214	137	289	316
비현금성항목등	359	72	62	106	85
유형자산감가상각비	104	110	101	80	64
무형자산상각비	2	2	1	1	1
기타	253	-40	-40	25	20
운전자본감소(증가)	50	-96	-62	55	9
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	-17	-36	-6
재고자산의감소(증가)	5	1	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-11	45	7
기타	-248	-170	5	-117	-122
법인세납부	-139	-120	-36	-96	-105
투자활동현금흐름	-392	113	-40	-267	-45
금융자산의감소(증가)	-156	266	74	-244	-38
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-256	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	-1	0	0
기타	16	6	144	-23	-7
재무활동현금흐름	-304	-177	-9	18	-77
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	112	58	9
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	-121	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-0	-40	-86
기타	0	1	1	0	0
현금의 증가(감소)	30	80	-82	172	269
기초현금	256	286	365	283	455
기말현금	286	365	283	455	724
FCF	487	23	-78	430	393

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,649	1,986	2,057
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,649	1,986	2,057
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,564	1,690	1,729
영업이익	559	137	85	296	328
영업이익률(%)	21.7	7.7	5.1	14.9	16.0
비영업손익	50	69	101	90	93
순금융손익	38	69	65	74	87
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	22	24	25
세전계속사업이익	609	206	185	385	421
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	11.2	19.4	20.5
계속사업법인세	173	-8	48	96	105
계속사업이익	436	214	137	289	316
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	137	289	316
순이익률(%)	17.0	12.0	8.3	14.6	15.3
지배주주	436	212	137	286	313
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	8.3	14.4	15.2
비지배주주	0	2	1	3	3
총포괄이익	167	191	156	289	316
지배주주	166	189	156	289	316
비지배주주	0	2	0	0	0
EBITDA	665	249	187	377	393

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-7.4	20.5	3.6
영업이익	49.0	-75.4	-38.3	249.2	10.9
세전계속사업이익	24.0	-66.1	-10.1	107.8	9.2
EBITDA	41.8	-62.5	-25.0	101.7	4.2
EPS	9.8	-51.3	-35.6	109.3	9.2
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	3.1	6.2	6.3
ROE	13.7	6.6	4.1	8.3	8.4
EBITDA마진	25.9	14.0	11.3	19.0	19.1
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	366.4	365.3	396.4
부채비율	38.7	35.1	34.4	36.2	34.7
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-42.9	-49.9	-54.7
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	12.2	23.0	23.5
배당성향	31.1	30.0	29.6	30.2	30.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	6,227	13,036	14,239
BPS	173,629	176,065	180,242	191,434	201,736
CFPS	24,672	14,759	10,886	16,744	17,191
주당 현금배당금	6,680	3,130	2,035	4,344	4,745
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	30.3	14.5	13.2
PBR	2.6	1.4	1.0	1.0	0.9
PCR	18.2	16.3	17.3	11.3	11.0
EV/EBITDA	12.1	15.3	13.9	5.9	4.9
배당수익률	1.5	1.3	1.1	2.4	2.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.10	매수	270,000원	6개월		
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%



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 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------