

**Trading Buy**  
**TP 290,000원**

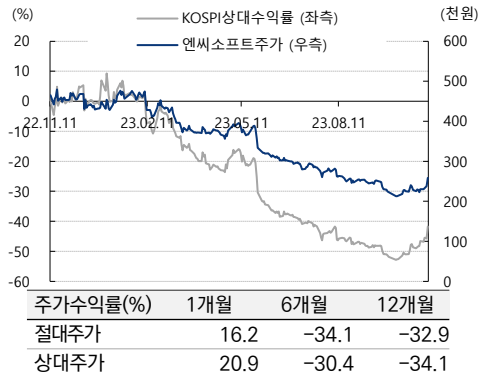
유지  
상향

## 엔씨소프트 (036570) : 진정성이 중요

### Company Data

현재가(11/03)	258,500 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	479,500 원
52주 최저가(보통주)	212,500 원
KOSPI (11/03)	2,368.34p
KOSDAQ (11/03)	782.05p
자본금	110 억원
시가총액	56,751 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	10.5 만주
평균거래대금(60일)	248 억원
외국인지분(보통주)	41.69%
주요주주	김택진 외 7인 11.99%

### Price & Relative Performance



### ▶ PC MMORPG의 부활 시도

- TL 쇼케이스에서 출시일(2023년 12월 7일) 및 베타테스트 대비 변경 사항을 공유. 1) 자동사냥을 제거하는 대신 최고 레벨에 도달하는 기간을 1/10으로 단축하고, 2) 다수의 무기를 다룰 수 있도록 어떤 스탯을 올려도 무기 공격력이 동일하게 상승하게 변경, 3) 무빙샷이 가능해졌으며 4) 필드/길드 레이드 간 드롭 보상이 차이가 없어 PvP 외의 콘텐츠로도 성장이 가능하며, 5) 확률형 아이템이 존재하지 않는다는 점이 골자
- 2024년 TL 매출 기여는 한국(총매출) 1,556억원 & 글로벌(아마존 퍼블리싱, 순매출) 351억원 추정

### ▶ 모바일 라인업 다각화 도전

- 2024년 글로벌 모바일 게임 재성장기 다양한 모바일 라인업 출시를 통한 매출 기여 예상.
- 배틀크러시(761억원), BSS(836억원), 프로젝트G(662억원)의 매출 기여 전망.

### ▶ 2024년 매출 2조원(YoY +11.6%), 영업이익 2,893억원(YoY +104.9%, OPM 14.4%) 전망

### ▶ 투자의견 Trading Buy 유지 & 목표주가 290,000원으로 상향

- TL 출시일이 확정됨에 따라 목표주가 산정 기준을 2024년으로 변경하여 지배순이익 2,871억원 및 Target PER 22.3x 적용, 목표주가를 290,000원으로 상향(종전 260,000원)

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)		
2021.12	2,309	-	4.4	375	16.2	396	18,078	-	32.4	35.6	27.6	4.5	27.3	12.6
2022.12	2,572		11.4	559	21.7	436	19,847		9.8	22.6	12.4	3.1	12.0	13.7
2023.12E	1,798	-	30.1	141	7.8	180	8,115	-	59.1	31.9	31.5	1.8	15.9	5.5
2024.12E	2,006		11.6	289	14.4	287	12,788		57.6	20.2	21.0	1.7	9.5	8.5
2025.12E	2,215		10.4	355	16.0	336	14,989		17.2	17.2	18.5	1.6	7.6	9.5

# 엔씨소프트(036570)

## ■ 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	512.5	538.5	500.6	757.2	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	430.3	448.8	2,416.2	2,308.8	2,571.8	1,798.1	2,006.1
성장률(YoY %)	-29.9%	0.0%	-14.4%	34.9%	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-30.0%	-28.8%	-18.1%	42.0%	-4.4%	11.4%	-30.1%	11.6%
게임매출	467.0	495.7	459.8	713.9	751.5	593.3	560.9	509.1	436.5	404.0	394.4	413.7	2,198.1	2,136.5	2,414.8	1,648.5	1,872.2
리니지M	172.6	134.2	150.3	88.8	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	129.3	121.5	828.7	545.9	516.5	508.7	479.9
리니지2M	152.2	218.0	157.9	124.5	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	52.3	53.3	849.6	652.6	391.5	240.6	225.1
리니지W	-	-	-	357.6	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	89.2	87.6	-	357.6	970.8	402.2	306.3
B&S 2	-	-	22.9	31.5	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.3	7.3	10.7	-	54.4	55.6	27.3	22.2
리니지	48.9	36.4	29.1	19.6	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.3	23.2	23.5	175.7	134.1	106.7	95.4	76.1
리니지2	26.2	24.2	25.0	24.3	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.0	23.6	23.7	104.5	99.7	94.1	91.8	90.8
아이온	23.4	19.5	17.9	14.1	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.8	15.3	15.0	45.6	74.9	68.3	63.8	50.9
B&S	14.1	9.8	10.4	9.3	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	5.8	5.6	5.7	72.2	43.6	26.3	24.4	17.0
길드워2	16.3	16.0	19.2	22.2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	19.2	21.2	18.9	61.2	73.7	95.0	79.8	74.9
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.6	-	-	-	21.6	190.6
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
배틀크러시	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	76.1
프로젝트 G	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	66.2
B&S S	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83.6
로열티매출	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.9	35.1	218.0	172.4	157.0	149.6	133.9
영업비용	455.8	425.8	404.4	647.7	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	411.9	442.9	1,591.4	1,933.6	2,012.8	1,656.9	1,716.8
인건비	232.5	186.0	174.8	256.2	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	208.5	195.1	219.7	718.2	849.5	847.4	835.2	812.1
매출변동비	147.3	160.7	152.2	247.7	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	156.4	153.7	144.2	682.6	707.9	870.7	606.8	645.7
광고선전비	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	12.2	35.7	51.6	127.0	282.6	188.6	104.4	147.4
감가상각비	20.9	23.5	23.5	25.6	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	27.9	27.3	27.5	63.7	93.6	106.0	110.6	111.6
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	18.4	5.9	824.8	375.2	559.0	141.2	289.3
성장률(YoY %)	-76.5%	-46.0%	-55.8%	-30.2%	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-71.3%	-87.3%	-87.6%	72.2%	-54.5%	49.0%	-74.7%	104.9%
OPM(%)	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	4.3%	1.3%	34.1%	16.3%	21.7%	7.9%	14.4%
순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	168.3	118.7	182.1	-33.1	114.2	30.5	58.4	-23.0	586.6	395.7	436.0	180.1	287.1
NPM(%)	15.6%	17.5%	19.9%	16.1%	21.3%	18.9%	30.1%	-6.0%	23.8%	6.9%	13.6%	-5.1%	24.3%	17.1%	17.0%	10.0%	14.3%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

# 엔씨소프트(036570)

## ■ 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
24년 지배순이익	287.1	
target PER	22.3	Activision Blizzard, EA, Nexon, NetEase, 넷마블, Nintendo, Capcom 24년 PER 평균
적정시가총액	6,402.33	
발행주식수	21,954	
적정주가	291,624	
목표주가	290,000	
현재주가	258,500	
상승여력	12.2%	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## ■ 엔씨소프트 'Project G'



자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

## ■ 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2023-12-07	Throne and Liberty	MMORPG	국내	PC/콘솔	자체
1H24	배틀크러시	난투형 대전 게임	글로벌	모바일	자체
	Throne and Liberty	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	자체(퍼블리싱: 아 마존게임즈)
	블레이드&소울S	수집형 RPG	아시아	모바일	자체
2H24	Project G	MMORTS	글로벌	모바일	자체
이후	Project E	비공개	글로벌	비공개	자체
	Project M	인터랙티브 무비	글로벌	콘솔	자체
	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
	아이온2	MMORPG	글로벌	비공개	자체

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

## ■ 블레이드&소울 S 지스타 2023 라인업 소개 영상 내 장면



자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,798	2,006	2,215
매출원가	2	5	0	0	0
매출총이익	2,307	2,567	1,798	2,006	2,215
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,932	2,008	1,657	1,717	1,860
영업이익	375	559	141	289	355
영업이익률 (%)	16.3	21.7	7.9	14.4	16.0
EBITDA	469	665	229	361	415
EBITDA Margin (%)	20.3	25.9	12.7	18.0	18.7
영업외손익	116	50	93	93	93
관계기업손익	16	-8	9	9	9
금융수익	123	74	116	116	116
금융비용	-19	-106	-28	-28	-28
기타	-4	90	-3	-3	-3
법인세비용차감전순손익	491	609	235	383	449
법인세비용	96	173	54	96	112
계속사업순손익	396	436	180	287	336
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	396	436	180	287	336
당기순이익률 (%)	17.1	17.0	10.0	14.3	15.2
비지배지분순이익	-1	0	2	6	7
지배지분순이익	397	436	178	281	329
지배순이익률 (%)	17.2	16.9	9.9	14.0	14.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-28	-269	10	10	10
포괄순이익	368	167	190	297	347
비지배지분포괄이익	-1	0	1	1	1
지배지분포괄이익	369	167	190	296	345

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391	736	245	269	306
당기순이익	396	436	180	287	336
비현금항목의 가감	115	359	78	103	106
감가상각비	92	104	86	71	58
외환손익	-8	2	-124	-124	-124
지분법평가손익	2	6	-9	-9	-9
기타	29	247	125	166	181
자산부채의 증감	35	50	-4	-71	-71
기타현금흐름	-155	-109	-9	-50	-65
투자활동 현금흐름	-188	-392	-93	-103	-115
투자자산	-110	536	20	20	20
유형자산	-287	-250	0	0	0
기타	208	-678	-112	-123	-135
재무활동 현금흐름	-112	-304	-180	-320	-320
단기차입금	0	-5	-5	-5	-5
사채	239	-140	-140	-140	-140
장기차입금	60	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-176	-119	-136	-136	-136
기타	-235	-40	100	-40	-40
현금의 증감	99	30	82	-49	-26
기초 현금	157	256	286	368	319
기말 현금	256	286	368	319	293
NOPLAT	302	400	108	217	266
FCF	145	306	192	218	255

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,453	2,691	2,825	2,906	3,022
현금및현금성자산	256	286	368	319	293
매출채권 및 기타채권	327	219	162	172	183
재고자산	6	1	1	1	1
기타유동자산	1,863	2,185	2,294	2,414	2,546
비유동자산	2,129	1,747	1,643	1,555	1,480
유형자산	747	930	845	774	716
관계기업투자금	55	26	6	-13	-33
기타금융자산	1,147	512	512	512	512
기타비유동자산	181	278	280	282	285
자산총계	4,582	4,438	4,468	4,461	4,502
유동부채	663	515	650	644	638
매입채무 및 기타채무	316	292	292	292	292
차입금	5	0	-5	-10	-15
유동성채무	140	0	140	140	140
기타유동부채	202	224	223	222	221
비유동부채	767	724	577	430	284
차입금	60	60	60	60	60
사채	349	349	209	69	-71
기타비유동부채	358	314	308	301	295
부채총계	1,431	1,239	1,227	1,074	922
지배지분	3,149	3,196	3,239	3,384	3,577
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,452	3,597	3,790
기타지분변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배지분	2	2	2	2	3
자본총계	3,151	3,199	3,241	3,386	3,580
총차입금	744	593	583	432	282

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	18,078	19,847	8,115	12,788	14,989
PER	35.6	22.6	31.9	20.2	17.2
BPS	143,429	145,587	147,523	154,132	162,941
PBR	4.5	3.1	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	21,360	30,288	10,410	16,464	18,893
EV/EBITDA	27.3	12.0	15.9	9.5	7.6
SPS	105,166	117,144	81,904	91,379	100,893
PSR	6.1	3.8	3.2	2.8	2.6
CFPS	6,586	13,933	8,754	9,928	11,604
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-4.4	11.4	-30.1	11.6	10.4
영업이익 증가율	-54.5	49.0	-74.7	104.9	22.8
순이익 증가율	-32.5	10.2	-58.7	59.4	17.2
수익성					
ROIC	62.1	55.1	15.9	37.5	51.0
ROA	9.2	9.7	4.0	6.3	7.3
ROE	12.6	13.7	5.5	8.5	9.5
안정성					
부채비율	45.4	38.7	37.8	31.7	25.8
순차입금비용	16.2	13.4	13.0	9.7	6.3
이자보상배율	28.5	59.0	15.0	41.0	75.5