

# 엔씨소프트 (036570)

## 체질 개선에는 시간이 걸린다

### 2분기 영업이익 88억 원(YoY -90%, QoQ -66%, OPM 2.4%)

2분기 매출 3,689억 원(YoY -23%, QoQ -7%), 영업이익 88억원(YoY -90%, QoQ -66%, OPM 2.4%)으로 비용 감소로 컨센서스를 상회했다. 리니지M은 7주년 업데이트 효과로 전분기 대비 소폭 성장했으나, 대부분의 매출 상승 효과는 3분기로 이연된 것으로 예상된다. <TL>의 국내 매출은 온기 반영되나 매출 기여도는 전체 PC 매출의 7%에 불과한 것으로 추정한다. 매출이 역성장하는 상황에서 희망퇴직 관련 일회성 인건비와 <배틀크러쉬>, <호연> 사전 마케팅비 증가로 적자 전환 불가피할 것으로 예상했으나, 일회성 장기 인센티브 총당금 감소로 흑자를 기록했다. 올해 시작한 인력 효율화의 효과는 25년 본격적으로 반영될 것으로 판단한다.

### 올해 신작보다는 내년 신작에 관심이 간다

올해 하반기 신작으로는 1) 3분기 블레이드앤소울IP 활용 수집형RPG <호연> 2) 9월 아마존 퍼블리싱 <TL> 글로벌 3) 4분기 <리니지키우기>(가제) 4) 하반기 내 <블레이드앤소울2> 중국이 출시가 예정되어 있다. <호연>은 8월 말 출시 가정 연간 매출액을 560억 원으로 추정했다. 내년에는 대형 신작 3종이 출시가 예정되어 있다. 상반기에는 SLG와 RTS를 결합한 <택탄>, 하반기에는 대작 PC MMORPG <아이온2>, 4분기에는 PC 루터슈터 <LLL> 출시가 예정되어 있다. <아이온2>의 25년 매출은 1,500억 원으로 추정한다. 2016년 PC <블레이드앤소울>이 북미, 유럽 출시에 힘입어 매출 1,800억 원을 기록했던 것에 근거해서 추정했다.

### <TL> 글로벌에 대한 기대감은 하락

<TL>은 7/18일부터 실시한 글로벌 OBT에서 첫 날 최고 동접자 6만 명을 기록했다. 주말 동안에 필드보스 등 핵심 콘텐츠에도 불구하고 동접자 수가 반등하지 못하면서 아쉬운 실적을 기록했다. 아마존게임즈가 퍼블리싱한 <뉴월드>가 출시 월과 동일한 월에 진행한 OBT에서 최고 동접자 14만 명, 실제 출시 이후 최고 동접자 91만 명을 기록한 바 있으며, <로스트아크>는 CBT만 진행한 후 출시해 직접 비교가 어렵다.

동사 단기 주가는 9/17 출시 예정인 <TL>의 초기 트래픽에 좌우될 것으로 판단한다. 최근 넥슨게임즈 개발, 넥슨 퍼블리싱의 루터슈터 PC게임 <더 퍼스트 디센던트>가 7/2 출시 이후 3일간 동접자 20만 명, 주요국가 매출 순위 1~2위 권을 기록하며 깜짝 흥행을 기록했다. 캐릭터 디자인과 스킨 상품이 경쟁작들과의 차별점으로 한국형 BM의 글로벌화 가능성을 보여줬다.

### 목표주가 190,000원으로 하향, 투자의견 Hold 유지

목표주가는 기존의 210,000원에서 190,000원으로 하향하고, 투자의견 Hold를 유지한다. 목표주가는 25년 예상 순이익에 PER 14배 부여하여 산출했다. 2분기 매출 역성장 폭이 예상보다 가파른 만큼 밸류에이션 배수를 15배에서 14배로 7% 하향한다.

## Company Brief

## Hold (Maintain)

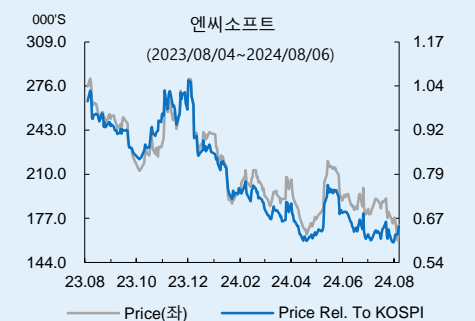
|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 190,000원(하향) |
| 증가(2024.08.06) | 171,700원     |
| 상승여력           | 10.7%        |

### Stock Indicator

|           |            |
|-----------|------------|
| 자본금       | 2,522.15pt |
| 발행주식수     | 732.87pt   |
| 시가총액      | 171,700원   |
| 외국인지분율    | 3,770십억원   |
| 52주 주가    | 2,195만주    |
| 60일평균거래량  | 36.3%      |
| 60일평균거래대금 | 3,130원     |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | -6.3 | -4.5 | -17.6 | -37.7 |
| 상대수익률    | 5.6  | 1.3  | -15.6 | -34.6 |

### Price Trend



| FY           | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 1,779.8 | 1,618.9 | 1,947.0 | 2,141.7 |
| 영업이익(십억원)    | 137.3   | 133.9   | 253.3   | 363.3   |
| 순이익(십억원)     | 212.1   | 236.5   | 275.3   | 478.3   |
| EPS(원)       | 9,663   | 10,773  | 12,539  | 21,788  |
| BPS(원)       | 148,023 | 154,858 | 163,458 | 181,308 |
| PER(배)       | 24.9    | 15.9    | 13.7    | 7.9     |
| PBR(배)       | 1.6     | 1.1     | 1.1     | 0.9     |
| ROE(%)       | 6.6     | 7.1     | 7.9     | 12.6    |
| 배당수익률(%)     | 1.3     | 1.8     | 1.8     | 1.8     |
| EV/EBITDA(배) | 14.3    | 7.4     | 4.8     | 2.8     |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [인터넷/게임]

윤예지 2122-9180 yj.yoon@hi-ib.com

표1. 엔씨소프트 재무 정리

| (십억원)   | FY23  | FY24F | FY25F | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24P | 3Q24F | 4Q24F |
|---------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출      | 1,780 | 1,619 | 1,947 | 479  | 440  | 423  | 438  | 398  | 369   | 425   | 427   |
| 게임 매출   | 1,618 | 1,559 | 1,814 | 436  | 404  | 388  | 407  | 341  | 304   | 389   | 391   |
| PC      | 367   | 392   | 567   | 91   | 88   | 93   | 92   | 91   | 86    | 94    | 99    |
| Mobile  | 1,251 | 1,167 | 1,246 | 345  | 316  | 295  | 315  | 249  | 218   | 295   | 291   |
| 로열티 매출  | 144   | 143   | 133   | 42   | 36   | 35   | 31   | 33   | 38    | 37    | 36    |
| 영업비용    | 1,643 | 1,485 | 1,694 | 397  | 405  | 407  | 434  | 372  | 360   | 381   | 372   |
| 지급수수료   | 823   | 734   | 744   | 212  | 209  | 198  | 204  | 203  | 188   | 177   | 166   |
| 인건비     | 623   | 568   | 689   | 152  | 156  | 151  | 163  | 135  | 127   | 151   | 155   |
| 마케팅비    | 85    | 71    | 145   | 5    | 12   | 28   | 40   | 7    | 17    | 23    | 23    |
| 상각비     | 112   | 112   | 115   | 28   | 28   | 29   | 27   | 28   | 28    | 29    | 27    |
| 영업이익    | 137   | 134   | 253   | 82   | 35   | 17   | 4    | 26   | 9     | 44    | 55    |
| OPM(%)  | 8     | 8     | 13    | 17   | 8    | 4    | 1    | 6    | 2     | 10    | 13    |
| 지배주주순이익 | 212   | 237   | 275   | 114  | 30   | 44   | 25   | 57   | 71    | 50    | 58    |
| NPM(%)  | 12    | 15    | 14    | 24   | 7    | 10   | 6    | 14   | 19    | 12    | 14    |

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치본부

표2. 엔씨소프트 2분기 실적 분석

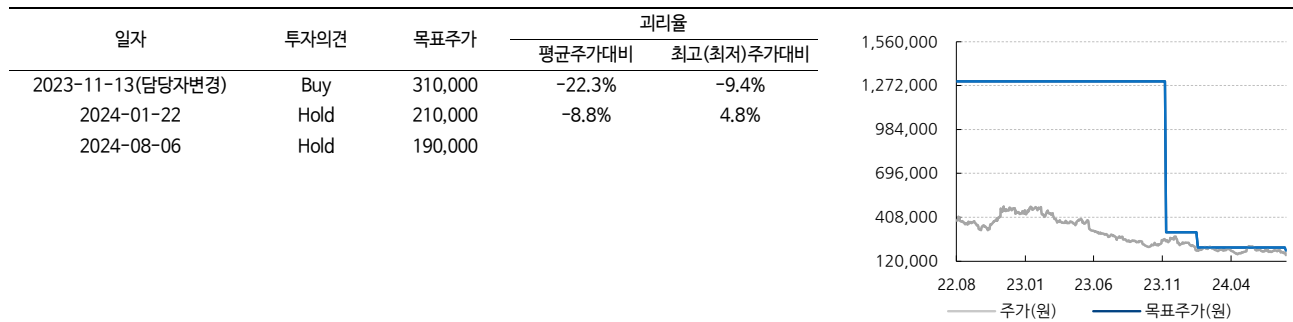
|        | 2Q24P | 추정치  | 차이(%) | 1Q24 | QoQ(%) | 2Q23 | YoY(%) |
|--------|-------|------|-------|------|--------|------|--------|
| 매출액    | 369   | 385  | (4)   | 398  | (7)    | 440  | (16)   |
| 게임 매출  | 304   | 349  | (13)  | 341  | (11)   | 404  | (25)   |
| PC     | 86    | 93   | (7)   | 91   | (6)    | 88   | (2)    |
| Mobile | 218   | 256  | (15)  | 249  | (13)   | 316  | (31)   |
| 로열티 매출 | 38    | 36   | 4     | 33   | 15     | 36   | 4      |
| 영업비용   | 360   | 402  | (10)  | 372  | (3)    | 405  | (11)   |
| 지급수수료  | 188   | 218  | (14)  | 203  | (7)    | 209  | (10)   |
| 인건비    | 127   | 138  | (8)   | 135  | (6)    | 156  | (19)   |
| 마케팅비   | 17    | 17   | (0)   | 7    | 152    | 12   | 42     |
| 상각비    | 28    | 29   | (3)   | 28   | 0      | 28   | 0      |
| 영업이익   | 9     | (17) |       | 26   | (66)   | 35   | (75)   |
| 영업이익률  | 2     | (4)  |       | 6    | (63)   | 8    | (70)   |
| 지배순이익  | 71    | (13) |       | 57   | 24     | 30   | 138    |
| 순이익률   | 19    | (3)  |       | 14   |        | 7    |        |

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치본부

| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | (십억원,%)     | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 유동자산       | 2,337 | 2,548 | 2,788 | 3,227 | 매출액         | 1,780 | 1,619 | 1,947 | 2,142 |
| 현금 및 현금성자산 | 365   | 906   | 1,370 | 1,996 | 증가율(%)      | -30.8 | -9.0  | 20.3  | 10.0  |
| 단기금융자산     | 1,754 | 1,435 | 1,173 | 959   | 매출원가        | -     | -     | -     | -     |
| 매출채권       | 194   | 178   | 210   | 229   | 매출총이익       | 1,780 | 1,619 | 1,947 | 2,142 |
| 재고자산       | 1     | 1     | 1     | 1     | 판매비와관리비     | 1,643 | 1,485 | 1,694 | 1,778 |
| 비유동자산      | 2,057 | 1,939 | 1,847 | 1,774 | 연구개발비       | -     | -     | -     | -     |
| 유형자산       | 1,001 | 892   | 808   | 743   | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 96    | 89    | 81    | 75    | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 4,394 | 4,488 | 4,635 | 5,000 | 영업이익        | 137   | 134   | 253   | 363   |
| 유동부채       | 614   | 558   | 516   | 486   | 증가율(%)      | -75.4 | -2.4  | 89.1  | 43.4  |
| 매입채무       | -     | -     | -     | -     | 영업이익률(%)    | 7.7   | 8.3   | 13.0  | 17.0  |
| 단기차입금      | -     | -     | -     | -     | 이자수익        | 84    | 93    | 101   | 117   |
| 유동성장기부채    | 240   | 240   | 240   | 240   | 이자비용        | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 비유동부채      | 526   | 526   | 526   | 526   | 지분법이익(손실)   | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 사채         | 170   | 170   | 170   | 170   | 기타영업외손익     | -26   | 46    | 46    | -27   |
| 장기차입금      | -     | -     | -     | -     | 세전계속사업이익    | 206   | 299   | 348   | 465   |
| 부채총계       | 1,141 | 1,084 | 1,043 | 1,012 | 법인세비용       | -8    | 62    | 72    | -17   |
| 자배주주지분     | 3,250 | 3,400 | 3,589 | 3,980 | 세전계속이익률(%)  | 11.6  | 18.5  | 17.9  | 21.7  |
| 자본금        | 11    | 11    | 11    | 11    | 당기순이익       | 214   | 237   | 276   | 482   |
| 자본잉여금      | 433   | 433   | 433   | 433   | 순이익률(%)     | 12.0  | 14.6  | 14.2  | 22.5  |
| 이익잉여금      | 3,473 | 3,646 | 3,857 | 4,272 | 지배주주귀속 순이익  | 212   | 237   | 275   | 478   |
| 기타자본항목     | -667  | -690  | -713  | -736  | 기타포괄이익      | -23   | -23   | -23   | -23   |
| 비지배주주지분    | 3     | 4     | 4     | 8     | 총포괄이익       | 191   | 214   | 253   | 459   |
| 자본총계       | 3,253 | 3,403 | 3,592 | 3,988 | 지배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |         |         |         |         |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)        | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |                        | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 영업활동 현금흐름    | 140  | 167   | 148   | 358   | 주당지표(원)                |         |         |         |         |
| 당기순이익        | 214  | 237   | 276   | 482   | EPS                    | 9,663   | 10,773  | 12,539  | 21,788  |
| 유형자산감가상각비    | 110  | 108   | 84    | 65    | BPS                    | 148,023 | 154,858 | 163,458 | 181,308 |
| 무형자산상각비      | 2    | 8     | 7     | 6     | CFPS                   | 14,759  | 16,046  | 16,678  | 25,044  |
| 지분법관련손실(이익)  | 4    | 4     | 4     | 4     | DPS                    | 3,130   | 3,130   | 3,130   | 3,130   |
| 투자활동 현금흐름    | 113  | 336   | 278   | 231   | Valuation(배)           |         |         |         |         |
| 유형자산의 처분(취득) | -117 | -     | -     | -     | PER                    | 24.9    | 15.9    | 13.7    | 7.9     |
| 무형자산의 처분(취득) | -41  | -     | -     | -     | PBR                    | 1.6     | 1.1     | 1.1     | 0.9     |
| 금융상품의 증감     | -135 | 2     | 2     | 2     | PCR                    | 16.3    | 10.7    | 10.3    | 6.9     |
| 재무활동 현금흐름    | -177 | -105  | -105  | -105  | EV/EBITDA              | 14.3    | 7.4     | 4.8     | 2.8     |
| 단기금융부채의증감    | -    | -     | -     | -     | Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| 장기금융부채의증감    | -    | -     | -     | -     | ROE                    | 6.6     | 7.1     | 7.9     | 12.6    |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA이익률              | 14.0    | 15.4    | 17.7    | 20.3    |
| 배당금지급        | -136 | -64   | -64   | -64   | 부채비율                   | 35.1    | 31.9    | 29.0    | 25.4    |
| 현금및현금성자산의증감  | 80   | 541   | 464   | 626   | 순부채비율                  | -52.6   | -56.7   | -59.4   | -63.8   |
| 기초현금및현금성자산   | 286  | 365   | 906   | 1,370 | 매출채권회전율(x)             | 8.2     | 8.7     | 10.0    | 9.8     |
| 기말현금및현금성자산   | 365  | 906   | 1,370 | 1,996 | 재고자산회전율(x)             | 1,590.1 | 2,286.6 | 2,621.1 | 2,514.6 |



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

### 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

### 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

|       |        |      |
|-------|--------|------|
| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
| 92.8% | 6.6%   | 0.6% |