



Outperform(Maintain)

목표주가: 200,000원(하향)

주가(4/18): 168,800원

시가총액: 37,058억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/18)		2,634.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	395,500원	168,100원
등락률	-57.3%	0.4%
수익률	절대	상대
1M	-12.4%	-10.7%
6M	-29.8%	-34.4%
1Y	-54.0%	-55.6%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	37.4%
배당수익률(24E)	1.8%
BPS(24E)	153,098원
주요 주주	김택진 외 8인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,822.8	2,170.3
영업이익	559.0	137.3	134.9	298.4
EBITDA	664.9	249.2	260.1	431.3
세전이익	609.1	206.2	258.9	424.4
순이익	436.0	213.9	196.2	317.6
지배주주지분순이익	435.7	212.1	195.2	316.0
EPS(원)	19,847	9,663	8,893	14,393
증감률(% YoY)	9.8	-51.3	-8.0	61.8
PER(배)	22.6	24.9	19.0	11.7
PBR(배)	3.08	1.62	1.10	1.03
EV/EBITDA(배)	12.1	15.3	8.4	4.7
영업이익률(%)	21.7	7.7	7.4	13.7
ROE(%)	13.7	6.6	5.9	9.1
순차입금비용(%)	-56.6	-45.4	-45.6	-47.0

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

실질적 변화가 중요



동사 목표주가를 24만원에서 20만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 동사 매니지먼트는 블록체인과 콘솔 등 미래지향적 사업에서 실질적 변화를 창출하기 위해 전략, 개발 등의 핵심 실무에서 역량 강화를 도모해야 할 것으로 판단한다. 동사의 1분기 영업이익은 128억원으로 전년동기대비 84.3% 감소하고 전분기대비 232.6% 증가하면서 영업이익률 3.2%를 기록할 것으로 예상된다.

>>> 동사 목표주가 20만원으로 하향

동사의 목표주가를 24만원에서 20만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가는 24E 지배주주순이익 1,952억원에 PER 22.5배를 적용한 결과이다. 동사 매니지먼트는 블록체인과 콘솔 등 미래지향적 사업에서 실질적 변화를 창출하기 위해 전략, 개발 등 핵심 실무에서 역량 강화를 도모해야 할 것으로 판단하며, 이전처럼 투자에 소극적 성향을 지속할 경우 글로벌 시장에서 도태될 수 있음을 양지해야 할 것이다.

>>> 1분기 영업이익 128억원으로 예상

동사의 1분기 영업이익은 128억원으로 전년동기비 84.3% 감소하고 전기대비 232.6% 증가하면서 영업이익률 3.2%를 기록할 것으로 예상된다. PC 매출은 TL의 온기 효과가 기존 라인업의 자연 감소 효과 등을 상쇄하면서 전분기대비 1.9% 증가한 941억원을 예상하며, 모바일게임 매출은 리니지2M과 리니지W의 전분기 대규모 업데이트에 따른 기저효과 등이 작용하면서 전분기대비 10.9% 감소한 2,699억원을 전망한다. 이를 감안한 동 분기 총 매출은 4,041억원으로 전분기대비 7.7% 감소할 것으로 예상된다. 다만 마케팅비가 121억원으로 전기 대비 69.9% 감소할 것으로 전망되는 등 비용 통제 영향으로 영업이익은 전기 대비 탄력적 증가를 기록할 것으로 종합 판단한다.

>>> 복합적 변수로 중기 추정치 하향 조정

당사는 동사 24E 및 25E 영업이익 추정치를 기존 대비 25.6% 감소 조정했다. 이는 MMORPG 시장의 레드오션화와 해당 세그먼트에 대한 경쟁사의 공격적 신작 출시 등을 감안해 기존 모바일 게임 매출을 하향 조정했으며, TL의 경우 현지 테스트 진행 등을 감안시 국내를 제외한 잔여 지역의 출시에 따른 초기 매출 분기를 기존 2Q24E에서 3Q24E로 순연 조정했고, 아이온2 출시 시기도 기존 2Q25E에서 3Q25E로 순연 조정한 것이 주요 요인으로 작용했다. LLL의 경우 현재 출시 초기 분기를 1Q25E로 가정해, B2P 기준 초기 분기를 포함한 이후 4개년 누적 판매를 200만장으로 설정했으며, 베이직 프라이스 60달러와 인게임 모델 동시 투입에 따른 PUR 20%와 초기 분기 기준 ARPPU 15달러를 준용하여 매출액을 산출했지만 해당 게임의 출시 시기가 26E로 순연될 여지가 있음을 부연 설명한다. 당사의 24E TL과 25E LLL 매출액은 각각 684억원과 665억원으로 현재 추정치에 반영하고 있다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22A	23A	24E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	404.1	414.2	508.1	496.4	2,571.8	1,779.8	1,822.8
PC 게임	91.4	88.2	93.2	92.3	94.1	94.8	105.1	104.2	390.4	365.1	398.2
모바일 게임	335.6	303.5	279.8	303.0	269.9	275.8	340.8	337.8	1,977.0	1,221.9	1,224.3
콘솔 게임							1.4	1.0			2.5
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	30.5	31.1	45.8	41.2	157.0	144.5	148.5
기타	9.5	12.3	14.8	11.8	9.7	12.6	15.1	12.1	47.4	48.4	49.4
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	391.3	409.6	434.8	452.3	2,012.8	1,642.5	1,688.0
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	12.8	4.6	73.3	44.0	559.0	137.3	134.9
영업이익률(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	3.2%	1.1%	14.4%	8.9%	21.7%	7.7%	7.4%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	-24.2	31.0	31.0	31.0	31.0	50.0	68.9	124.0
법인세차감전순이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	43.8	35.6	104.3	75.0	609.1	206.2	258.9
법인세차감전순이익률(%)	29.5%	8.9%	10.9%	-4.7%	10.8%	8.6%	20.5%	15.1%	23.7%	11.6%	14.2%
법인세비용	27.1	8.6	2.2	-45.6	10.6	8.6	25.3	18.2	173.1	-7.7	62.6
법인세율(%)	19.2%	21.9%	4.7%	223.7%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	28.4%	-3.7%	24.2%
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	33.2	27.0	79.1	56.9	436.0	213.9	196.2
당기순이익률(%)	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	8.2%	6.5%	15.6%	11.5%	17.0%	12.0%	10.8%
지배주주지분	113.7	29.9	43.6	25.0	33.0	26.9	78.7	56.6	435.7	212.1	195.2
비지배주주지분	0.5	0.7	0.4	0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	1.8	1.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	1,861.2	2,300.2	2,114.3	1,822.8	2,170.3	2,097.7	-2.1%	-5.6%	-0.8%
영업이익	181.2	401.0	215.8	134.9	298.4	197.8	-25.6%	-25.6%	-8.4%
영업이익률	9.7%	17.4%	10.2%	7.4%	13.7%	9.4%	-2.3%	-3.7%	-0.8%
법인세차감전순이익	305.2	527.0	343.8	258.9	424.4	325.8	-15.2%	-19.5%	-5.3%
당기순이익	231.2	392.0	259.2	196.2	317.6	246.1	-15.1%	-19.0%	-5.1%
지배주주지분	230.0	390.0	257.9	195.2	316.0	244.8	-15.1%	-19.0%	-5.1%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	430.7	429.1	510.3	491.1	404.1	414.2	508.1	496.4	-6.2%	-3.5%	-0.4%	1.1%
영업이익	16.0	18.9	86.4	59.9	12.8	4.6	73.3	44.0	-19.9%	-75.4%	-15.1%	-26.5%
영업이익률	3.7%	4.4%	16.9%	12.2%	3.2%	1.1%	14.4%	8.9%	-0.5%	-3.3%	-2.5%	-3.3%
법인세차감전순이익	47.0	49.9	117.4	90.9	43.8	35.6	104.3	75.0	-6.8%	-28.6%	-11.1%	-17.4%
당기순이익	35.6	37.8	88.9	68.9	33.2	27.0	79.1	56.9	-6.7%	-28.6%	-11.0%	-17.4%
지배주주지분	35.4	37.6	88.5	68.5	33.0	26.9	78.7	56.6	-6.7%	-28.6%	-11.0%	-17.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,822.8	2,170.3	2,097.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,822.8	2,170.3	2,097.7
판매비	2,012.8	1,642.5	1,688.0	1,871.9	1,899.9
영업이익	559.0	137.3	134.9	298.4	197.8
EBITDA	664.9	249.2	260.1	431.3	336.4
영업외손익	50.0	68.9	124.0	126.0	128.0
이자수익	47.0	83.8	86.1	92.3	97.4
이자비용	9.5	14.6	14.6	14.6	14.6
외환관련이익	124.0	29.6	29.6	29.6	29.6
외환관련손실	31.8	38.8	38.8	38.8	38.8
종속 및 관계기업손익	-8.1	4.1	14.0	16.0	18.0
기타	-71.6	4.8	47.7	41.5	36.4
법인세차감전이익	609.1	206.2	258.9	424.4	325.8
법인세비용	173.1	-7.7	62.6	106.8	79.7
계속사업손익	436.0	213.9	196.2	317.6	246.1
당기순이익	436.0	213.9	196.2	317.6	246.1
지배주주순이익	435.7	212.1	195.2	316.0	244.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.4	-30.8	2.4	19.1	-3.3
영업이익 증감율	49.0	-75.4	-1.7	121.2	-33.7
EBITDA 증감율	41.8	-62.5	4.4	65.8	-22.0
지배주주순이익 증감율	9.8	-51.3	-8.0	61.9	-22.5
EPS 증감율	9.8	-51.3	-8.0	61.8	-22.5
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	21.7	7.7	7.4	13.7	9.4
EBITDA Margin(%)	25.9	14.0	14.3	19.9	16.0
지배주주순이익율(%)	16.9	11.9	10.7	14.6	11.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736.0	139.9	250.3	345.7	319.6
당기순이익	436.0	213.9	196.2	317.6	246.1
비현금항목의 가감	359.3	71.9	27.4	71.0	42.6
유형자산감가상각비	104.0	110.1	120.4	127.8	133.4
무형자산감가상각비	1.9	1.8	4.8	5.1	5.3
지분법평가손익	-34.2	-11.4	-14.0	-16.0	-18.0
기타	287.6	-28.6	-83.8	-45.9	-78.1
영업활동자산부채증감	49.5	-95.6	14.3	-17.3	24.2
매출채권및기타채권의감소	101.5	42.5	-4.2	-33.6	7.0
재고자산의감소	4.9	0.7	0.0	-0.1	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	5.4	5.5	5.7
기타	-56.9	-138.8	13.1	10.9	11.5
기타현금흐름	-108.8	-50.3	12.4	-25.6	6.7
투자활동 현금흐름	-392.2	113.0	-189.2	-190.7	-192.3
유형자산의 취득	-249.7	-117.4	-150.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.2	-41.4	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	663.5	-134.7	-10.4	-10.8	-11.2
단기금융자산의감소(증가)	-338.9	390.9	-43.9	-45.0	-46.1
기타	-464.2	15.0	25.1	25.1	25.0
재무활동 현금흐름	-303.7	-177.3	-105.3	-102.6	-102.6
차입금의 증가(감소)	-144.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-119.0	-135.7	-63.6	-60.9	-60.9
기타	-39.8	-41.6	-41.7	-41.7	-41.7
기타현금흐름	-10.5	4.1	59.5	59.4	59.2
현금 및 현금성자산의 순증가	29.6	79.6	15.3	111.7	83.9
기초현금 및 현금성자산	255.9	285.6	365.2	380.5	492.2
기말현금 및 현금성자산	285.6	365.2	380.5	492.2	576.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,402.4	2,595.2	2,720.6
현금 및 현금성자산	285.6	365.2	380.5	492.2	576.2
단기금융자산	2,145.1	1,754.2	1,798.0	1,843.0	1,889.1
매출채권 및 기타채권	219.4	172.3	176.5	210.1	203.1
재고자산	1.5	0.7	0.8	0.9	0.9
기타유동자산	39.5	44.4	46.6	49.0	51.3
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,121.8	2,181.6	2,238.1
투자자산	537.9	672.6	697.0	723.8	752.9
유형자산	930.2	1,000.5	1,030.1	1,052.3	1,068.9
무형자산	43.4	96.1	101.3	106.2	110.9
기타비유동자산	235.1	287.8	293.4	299.3	305.4
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,524.2	4,776.8	4,958.7
유동부채	515.3	614.3	625.6	637.4	649.6
매입채무 및 기타채무	291.7	215.3	220.7	226.2	231.8
단기금융부채	35.3	279.9	279.9	279.9	279.9
기타유동부채	188.3	119.1	125.0	131.3	137.9
비유동부채	723.7	526.5	533.2	540.2	547.6
장기금융부채	585.9	363.1	363.1	363.1	363.1
기타비유동부채	137.8	163.4	170.1	177.1	184.5
부채총계	1,239.1	1,140.8	1,158.8	1,177.6	1,197.2
지배지분	3,196.2	3,249.7	3,361.1	3,593.3	3,754.3
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	-34.8	-44.5	-67.4	-90.3	-113.2
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,607.0	3,862.0	4,045.9
비지배지분	2.3	3.3	4.3	5.9	7.1
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,365.4	3,599.2	3,761.4
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	8,893	14,393	11,153
BPS	145,587	148,023	153,098	163,673	171,007
CFPS	36,227	13,017	10,186	17,701	13,148
DPS	6,680	3,130	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	22.6	24.9	19.0	11.7	15.1
PER(최고)	34.7	49.7	27.1		
PER(최저)	16.0	22.0	18.8		
PBR	3.08	1.62	1.10	1.03	0.99
PBR(최고)	4.73	3.24	1.57		
PBR(최저)	2.19	1.44	1.09		
PSR	3.82	2.97	2.03	1.71	1.77
PCFR	12.4	18.5	16.6	9.5	12.8
EV/EBITDA	12.1	15.3	8.4	4.7	5.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	31.1	29.7	31.0	19.2	24.8
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.5	1.3	1.8	1.8	1.8
ROA	9.7	4.8	4.4	6.8	5.1
ROE	13.7	6.6	5.9	9.1	6.7
ROIC	40.4	10.1	9.1	19.2	12.5
매출채권회전율	9.4	9.1	10.5	11.2	10.2
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,428.9	2,609.1	2,359.4
부채비율	38.7	35.1	34.4	32.7	31.8
순차입금비용	-56.6	-45.4	-45.6	-47.0	-48.4
이자보상배율	59.0	9.4	9.2	20.4	13.5
총차입금	621.2	643.0	643.0	643.0	643.0
순차입금	-1,809.5	-1,476.4	-1,535.5	-1,692.2	-1,822.2
NOPLAT	664.9	249.2	260.1	431.3	336.4
FCF	224.9	-43.8	80.1	177.1	150.5

Compliance Notice

- 당사는 4월 18일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

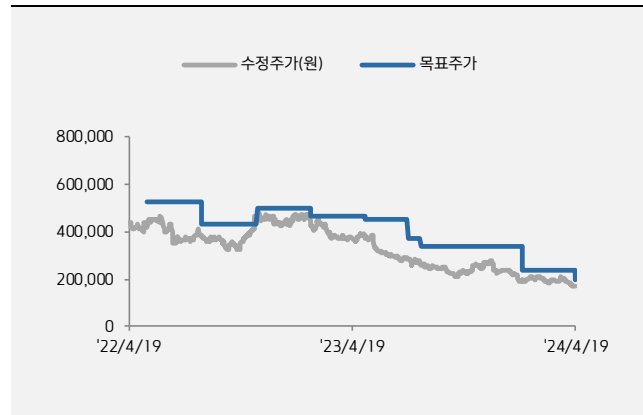
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2022-05-17	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-23.97	-12.17
	2022-08-16	Outperform(Downgrade)	430,000원	6개월	-14.21	8.14
	2022-11-15	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-8.61	-4.10
	2022-12-01	Marketperform(Downgrade)	500,000원	6개월	-9.39	-4.10
	2023-01-31	Marketperform(Maintain)	500,000원	6개월	-9.13	-4.10
	2023-02-10	Marketperform(Maintain)	470,000원	6개월	-16.30	-3.72
	2023-05-11	Outperform(Upgrade)	450,000원	6개월	-29.10	-13.67
	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.47	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

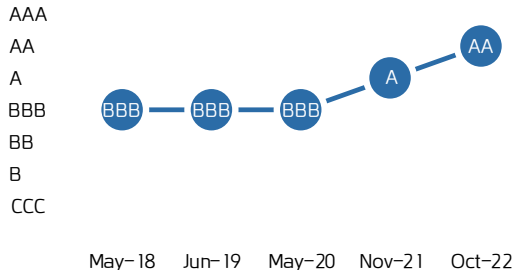
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/04/01~2024/03/31)

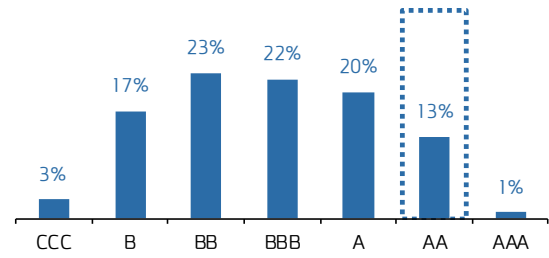
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.7		
환경	7.3	7.6	5.0%	▲0.6
탄소 배출	7.3	8	5.0%	▲0.6
사회	6.6	4.5	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.8	3.1	26.0%	▲0.8
개인정보 보호와 데이터 보안	8.5	5.7	25.0%	▲0.1
지배구조	6.1	4.7	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	7.3	5.4		▲0.4
기업 활동	5.3	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ELECTRONIC ARTS INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	AA	◀▶
NCSoft CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	▲
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶
Oriental Pearl Group Co., Ltd.	● ●	●	●	● ●	●	B	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치