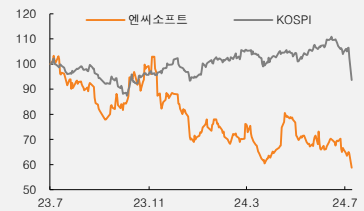


투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(하향)	▼ 190,000원
현재주가(24/8/5)	160,400원
상승여력	18.5%

영업이익(24F, 십억원)	59
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	84
EPS 성장률(24F, %)	-22.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.1
P/E(24F, x)	21.3
MKT P/E(24F, x)	10.4
KOSPI	2,441.55
시가총액(십억원)	3,521
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	78.1
외국인 보유비중(%)	36.4
베타(12M) 일간수익률	1.27
52주 최저가(원)	160,400
52주 최고가(원)	281,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.5	-22.5	-41.8
상대주가	2.6	-17.8	-37.9



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

036570 · 게임

## 엔씨소프트

## 아쉬운 기존작 매출 하락

## 2Q24 Review: 탑라인 하회, 바텀라인 상회

2분기 매출액 3,690억원(-16% YoY), 영업이익 90억원(-75% YoY)으로 매출액은 컨센서스(3,860억원)를 5% 하회, 영업이익은 컨센서스(영업손실 10억원)를 상회했다. 기존작 매출 하향세가 가속화되었으나 비용 절감 효과가 나타나기 시작했다. 모바일 매출액은 2,180억원(-26% YoY)으로 예상치를 7% 하회했다.

주요 게임 매출액은 리니지M 1,070억원(-16% YoY, +2% QoQ), 리니지2M 420억원(-32% YoY, -24% QoQ), 리니지W 650억원(-36% YoY, -21% QoQ)을 기록하며 역성장이 지속되었다. 영업비용은 3,600억원(-11% YoY)을 기록하며 예상치를 4% 하회했는데 이는 장기 인센티브 총당금 감소에 기인한다.

## 체질 개선 속 투자 확대 본격화

비용 효율화 작업을 통한 체질 개선이 본격화되고 있다. 인건비를 감축하기 위한 권고사직을 진행해 인력을 연말까지 4천명대 중반까지 줄일 예정이다. 비영업 자산 매각을 통한 재무 개선도 이어질 전망이다. 삼성동 엔씨타워 유동화를 위한 매각 자문사가 선정되었고 매각 절차가 진행 중에 있다.

투자 확대 움직임도 관찰되고 있다. 동사는 서브컬처 게임 개발사 빅게임스튜디오에 370억원 규모의 지분 투자를 진행해 서브컬처 장르 신작 '브레이커스: 언락 더 월드'의 글로벌 퍼블리싱 판권을 확보했다. 지난 달에는 스웨덴 신생 게임 개발사 문로버 게임즈에 대한 48억원 규모 초기 투자를 진행했다.

## 투자 의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 21% 하향

기존작 매출 하향세를 반영한 25F 실적 전망 변경으로 목표주가를 기존 240,000원에서 190,000원(25F 타겟 P/E 22배 유지)으로 21% 하향한다. 24F P/E 21배, 25F P/E 19배에서 거래 중이다. 중장기적 관점에서의 접근이 필요한 시기다. 기존 주요 모바일 게임들의 하향세 지속으로 하반기 실적 불확실성이 여전히 높다.

체질 개선 작업에 대한 의지를 내보이고 있으나 실질적인 인원 감축 결과까지 이어질 필요가 있다. 투자를 통한 퍼블리싱 사업의 확대 및 장르 다각화는 긍정적인 부분이다. 다만 중소규모 투자를 통한 단기간의 리레이팅은 어려울 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,572	1,780	1,523	1,655	1,745
영업이익 (십억원)	559	137	59	187	263
영업이익률 (%)	21.7	7.7	3.9	11.3	15.1
순이익 (십억원)	436	212	165	190	252
EPS (원)	19,847	9,663	7,525	8,642	11,471
ROE (%)	13.7	6.6	5.0	5.5	7.0
P/E (배)	22.6	24.9	21.3	18.6	14.0
P/B (배)	2.6	1.4	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.7	1.8	2.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	398	369	363	393	2,572	1,780	1,523	1,655
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-14.2%	-10.2%	11.4%	-30.8%	-14.4%	8.7%
PC	91	88	93	88	101	95	92	108	390	360	396	390
리니지	25	24	26	21	24	25	24	24	107	97	97	94
리니지2	21	23	21	22	23	21	21	21	94	87	86	81
아이온	18	16	19	15	14	13	13	13	68	68	53	48
B&S	7	6	6	5	4	4	4	4	26	24	15	13
길드워2	20	19	21	24	25	23	23	23	95	85	94	86
Project TL	0	0	0	3	9	9	7	25	0	3	50	68
모바일	331	297	274	299	249	218	219	223	1,934	1,200	910	1,039
리니지M	130	128	120	119	105	107	126	122	516	496	461	472
리니지2M	73	62	55	73	56	42	35	37	391	263	170	139
리니지W	123	103	90	99	83	65	48	51	971	414	248	192
B&S2	5	4	9	9	6	3	5	4	56	27	18	13
기타	0	0	0	0	0	0	5	9	0	0	14	222
기타	14	19	21	13	15	18	18	18	90	67	69	74
로열티	42	36	35	31	33	38	34	43	157	144	148	151
영업비용	397	405	407	434	372	360	360	373	2,013	1,643	1,464	1,468
인건비	212	209	198	204	203	188	189	190	847	823	770	697
마케팅비	5	12	28	40	7	17	15	20	189	85	59	84
D&A	28	28	29	27	28	28	27	30	106	112	113	125
지급수수료	110	108	101	115	95	82	84	89	689	434	350	389
기타	43	49	50	47	39	45	45	44	181	189	173	172
영업이익	82	35	17	4	26	9	3	21	559	137	59	187
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	-80.0%	439.1%	49.0%	-75.4%	-57.3%	218.7%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	0.9%	5.3%	21.7%	7.7%	3.9%	11.3%
지배주주순이익	114	30	44	25	57	71	12	25	436	212	165	190
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	19.2%	3.2%	6.4%	16.9%	11.9%	10.8%	11.5%

주1: 회사 공개 자료에서 TL 매출은 PC가 아닌 기타 매출로 분류되어 자체 추정. 실제와 괴리 존재할 수 있음

주2: IR 자료와 PC, 기타 매출이 차이가 존재할 수 있음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	1,588	1,834	1,523	1,655	-4%	-10%	1,675	2,004	-9%	-17%	리니지2M, W 매출 하향 기존 PC 게임 매출 하향
영업이익	62	253	59	187	-5%	-26%	84	255	-30%	-27%	
순이익	112	239	165	190	47%	-21%	136	246	22%	-23%	
영업이익률	3.9%	13.8%	3.9%	11.3%	-	-	5.0%	12.7%	-	-	
순이익률	7.1%	13.1%	10.8%	11.5%	-	-	8.1%	12.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	369	381	-3%	386	-5%
영업이익	9	4	-	-1	-
지배주주순이익	71	12	482%	11	540%

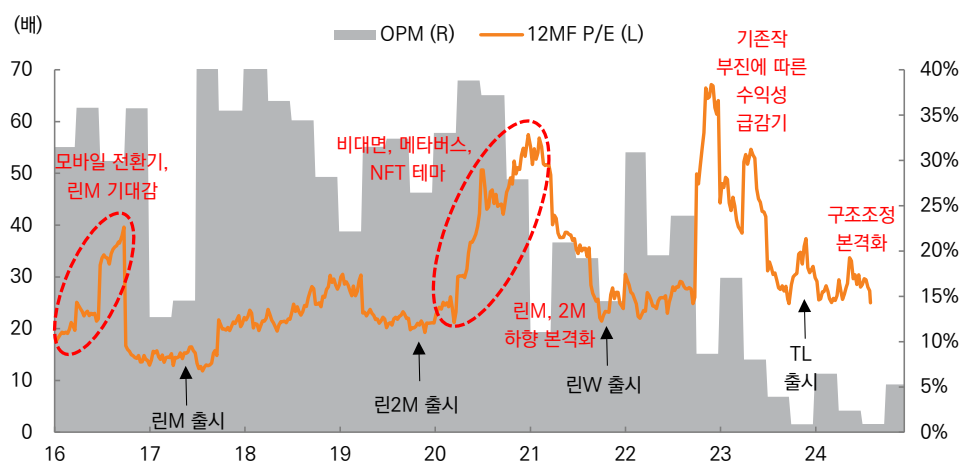
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	190	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	4,174	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	190,000	
현재주가 (원)	160,400	
상승여력	18.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엔씨소프트 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,780</b>	<b>1,523</b>	<b>1,655</b>	<b>1,745</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,780</b>	<b>1,523</b>	<b>1,655</b>	<b>1,745</b>
판매비와관리비	1,643	1,464	1,468	1,482
<b>조정영업이익</b>	<b>137</b>	<b>59</b>	<b>187</b>	<b>263</b>
<b>영업이익</b>	<b>137</b>	<b>59</b>	<b>187</b>	<b>263</b>
<b>비영업손익</b>	<b>69</b>	<b>154</b>	<b>66</b>	<b>73</b>
금융손익	69	61	62	70
관계기업등 투자손익	4	90	0	-1
세전계속사업손익	206	213	253	336
계속사업법인세비용	-8	47	63	84
계속사업이익	214	165	190	252
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>214</b>	<b>165</b>	<b>190</b>	<b>252</b>
지배주주	212	165	190	252
비지배주주	2	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>191</b>	<b>165</b>	<b>190</b>	<b>252</b>
지배주주	189	164	188	249
비지배주주	2	2	2	2
EBITDA	249	169	284	351
FCF	22	104	252	296
EBITDA 마진율 (%)	14.0	11.1	17.2	20.1
영업이익률 (%)	7.7	3.9	11.3	15.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	10.8	11.5	14.4

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>140</b>	<b>207</b>	<b>287</b>	<b>341</b>
당기순이익	214	165	190	252
비현금수익비용가감	72	93	94	98
유형자산감가상각비	110	109	95	86
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-40	-18	-3	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-96	-69	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	42	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-120	-47	-63	-84
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>113</b>	<b>-121</b>	<b>-55</b>	<b>-67</b>
유형자산처분(취득)	-117	-103	-35	-45
무형자산감소(증가)	-41	-6	-8	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-78	-12	-12	-12
기타투자활동	349	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-177</b>	<b>-187</b>	<b>-53</b>	<b>-58</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	14	-123	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-136	-64	-53	-58
기타재무활동	-55	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>80</b>	<b>-249</b>	<b>180</b>	<b>216</b>
기초현금	286	365	116	296
기말현금	365	116	296	511

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

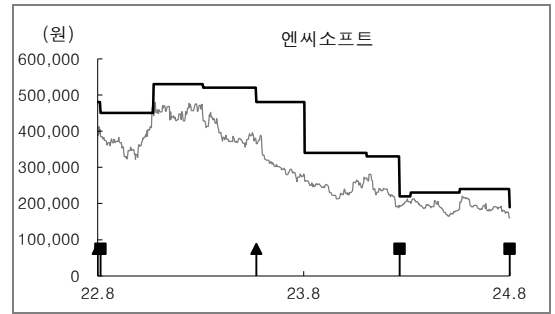
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>2,337</b>	<b>2,142</b>	<b>2,337</b>	<b>2,568</b>
현금 및 현금성자산	365	116	296	511
매출채권 및 기타채권	151	153	156	159
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,820	1,872	1,884	1,897
<b>비유동자산</b>	<b>2,057</b>	<b>2,165</b>	<b>2,111</b>	<b>2,079</b>
관계기업투자등	25	25	25	26
유형자산	1,001	995	935	894
무형자산	96	100	106	114
<b>자산총계</b>	<b>4,394</b>	<b>4,307</b>	<b>4,448</b>	<b>4,646</b>
<b>유동부채</b>	<b>614</b>	<b>448</b>	<b>452</b>	<b>455</b>
매입채무 및 기타채무	73	69	70	71
단기금융부채	280	170	171	171
기타유동부채	261	209	211	213
<b>비유동부채</b>	<b>526</b>	<b>503</b>	<b>505</b>	<b>507</b>
장기금융부채	363	350	350	350
기타비유동부채	163	153	155	157
<b>부채총계</b>	<b>1,141</b>	<b>952</b>	<b>957</b>	<b>961</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,250</b>	<b>3,352</b>	<b>3,488</b>	<b>3,682</b>
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,574	3,711	3,905
<b>비지배주주지분</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,253</b>	<b>3,355</b>	<b>3,491</b>	<b>3,685</b>

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	24.9	21.3	18.6	14.0
P/CF (x)	18.5	13.6	12.4	10.1
P/B (x)	1.4	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	17.6	12.5	6.8	4.9
EPS (원)	9,663	7,525	8,642	11,471
CFPS (원)	13,017	11,785	12,941	15,944
BPS (원)	176,065	180,695	186,925	195,742
DPS (원)	3,130	2,661	2,927	3,512
배당성향 (%)	29.7	32.0	30.7	27.8
배당수익률 (%)	1.3	1.7	1.8	2.2
매출액증가율 (%)	-30.8	-14.4	8.7	5.4
EBITDA증가율 (%)	-62.5	-32.1	67.7	23.6
조정영업이익증가율 (%)	-75.4	-57.3	218.7	40.8
EPS증가율 (%)	-51.3	-22.1	14.8	32.7
매출채권 회전율 (회)	11.6	11.4	12.3	12.8
재고자산 회전율 (회)	1,590.1	2,043.7	2,198.7	2,295.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.8	3.8	4.3	5.5
ROE (%)	6.6	5.0	5.5	7.0
ROIC (%)	14.6	4.1	12.5	18.2
부채비율 (%)	35.1	28.4	27.4	26.1
유동비율 (%)	380.4	477.6	517.4	564.5
순차입금/자기자본 (%)	-27.4	-41.8	-45.6	-49.4
조정영업이익/금융비용 (x)	9.4	4.4	15.6	21.9

## 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2024.08.06	Trading Buy	190,000	-	-
2024.05.10	Trading Buy	240,000	-20.51	-8.33
2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98
2022.11.14	Trading Buy	530,000	-14.27	-9.53
2022.08.12	Trading Buy	450,000	-18.36	3.33
2022.07.18	매수	480,000	-21.06	-14.17



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.