

엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeseun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률 유지

6개월 목표주가

220,000

유지

현재주가

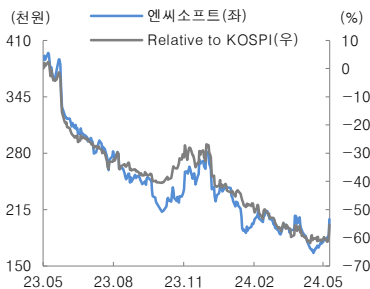
204,000

(24.05.10)

다지털콘텐츠업종

KOSPI	2727.63
시가총액	4,479십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	388,500원 / 164,900원
120일 평균거래대금	278억원
외국인투자율	37.95%
주요주주	김택진 외 8 인 12.00% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	-0.2	-21.8	-47.3
상대수익률	9.7	-4.2	-31.0	-51.8



회사의 변화 시도는 긍정적이나 2025년부터 효과 기대

- 1분기 기준 게임 매출 감소에도 마케팅비 축소로 어닝 서프 기록
- 회사의 자사주 매입(2024년 반영), 인원 감축(2025년 반영) 계획은 긍정적
- 단, 이를 반영하더라도 아직은 밸류 부담 지속과 모멘텀 부족 판단

투자의견 Marketperform, 목표주가 220,000원 유지

2025년 EPS 12,657원에 Target PER 17.1배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상 되는 2025년을 목표주가 산출연도로 설정. Target PER은 글로벌 peer의 2025년 멀티플 평균 대비 10% 할인 적용. 멀티플 할인은 2025년 신작 출시까지 모멘텀 공백을 고려하였기 때문

1분기, 비용 통제로 어닝 서프 기록

1Q24 매출액 3,979억원(YoY -17%, QoQ -9%), 영업이익 257억원(YoY -69%, QoQ 569%) 기록. 컨센서스 매출 4% 하회, 영업이익 85% 상회. 기존 게임의 매출 안정화에도 마케팅비 통제가 영업이익 컨센서스 상회 요인으로 판단

PC. PC 5종은 전분기와 유사한 수준의 매출 기록. TL의 1분기 매출 약 103억원 (일매출 약 1억원) 추정. 모바일. 매출 리니지M, 2M, W 모두 4분기에 있었던 업데이트 효과 소멸에 따라 QoQ 매출 감소. 2분기 역시 매출 하향 지속 전망. 리니지 M의 7주년 업데이트는 6월말 예정으로 3분기에 효과 나타날 것으로 예상. 마케팅 비 69억원(QoQ -83%). 기존 게임의 콘텐츠와 신작 부재로 마케팅비는 기존 추정 대비 큰 폭으로 절감. 신작 출시가 예정된 2분기부터 마케팅비 증가 예상

엔씨는 변화 시도 중. 다만, 아직은 밸류 부담과 낮은 모멘텀

회사는 1) 자사주 매입, 2) 본사 현재 인원 약 4,800명을 4,000명 중반 수준으로 인원 감축 계획을 발표. 자사주 매입 효과는 2024년, 인원 감축 효과는 2025년에 반영되는 긍정 요소로 판단. 다만, 자사주 매입 효과와 2024년 신작 5종(6월 배틀 크러쉬, 3Q BSS, 2H24 TL 글로벌, 블소2 중국, 기존IP 스피노프 예상)을 감안하더라도 당사 추정치기준 12MF PER은 26배 수준. 2024년 신작들의 기대감 역시 낮은 편. 회사의 변화되는 모습은 긍정적이나 단기간 밸류에이션 부담, 모멘텀 부족으로 Marketperform 의견 유지

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24				2Q24			
			직전추정	집중치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	479	438	405	398	-16.9	-9.1	413	378	-14.2	-5.1
영업이익	82	4	3	26	-68.5	569.2	14	1	-97.1	-96.0
순이익	103	16	8	28	-73.2	72.7	26	16	-72.0	-43.3

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,664	2,102	2,311
영업이익	559	137	112	313	353
세전순이익	624	217	237	415	454
총당기순이익	452	224	176	311	340
자배분순이익	452	212	168	289	316
EPS	20,587	9,657	7,630	13,143	14,387
PER	22.2	47.4	26.7	15.5	14.2
BPS	158,595	162,831	166,211	175,088	184,087
PBR	2.9	2.8	1.2	1.2	1.1
ROE	13.6	6.0	4.6	7.7	8.0

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출/ 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,744	2,060	1,664	2,102	-4.6	2.0
판매비와 관리비	1,661	1,764	1,552	1,788	-6.6	1.4
영업이익	82	296	112	313	35.7	5.8
영업이익률	4.7	14.4	6.7	14.9	2.0	0.5
영업외손익	51	52	125	101	143.7	92.9
세전순이익	134	349	237	415	77.2	18.9
자배지분순이익	106	276	168	289	57.9	4.4
순이익률	6.1	13.5	10.6	14.8	4.4	1.3
EPS(자배지분순이익)	4,831	12,591	7,630	13,143	57.9	4.4

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	288.4	
Target PER(x)	17.1x	글로벌 peer 9개사 12MF PER 평균 대비 20% 할증
목표 시총(십억원)	4,931.8	
주식 수(천주)	21,954.0	
적정 주가(원)	224,642	
목표 주가(원)	220,000	반올림 적용
현재 주가(원)	204,000	
상승 여력	7.8%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성, 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정
	미정	리니지W	2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입
	23년 8월 23일	블레이드&소울2(대만, 일본)	
	23년 9월 26일	퍼즈업	
	2024.06	배틀크러쉬	
	3Q24	블소 S	
	2H24	블소2 중국	
		기존 IP 스피노프	
	2025	프로젝트 G	상반기 예상
		아이온2	하반기 예상
PC/콘솔 게임	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정
	2024	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
	2025	프로젝트 LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르, 2024년 4분기 외부테스트 예정
미정	미정	프로젝트 E, M	

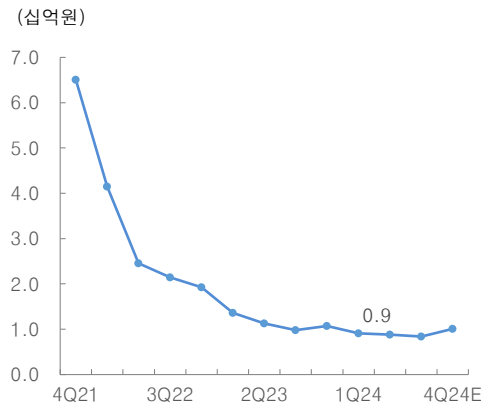
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	377.8	428.3	459.9	1,779.8	1,663.9	2,101.6
게임 매출액	422.2	385.0	367.0	391.2	351.2	332.3	383.2	408.5	1,565.4	1,475.1	1,712.9
리니지	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	21.6	21.7	23.5	96.5	91.0	79.3
리니지 II	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	20.9	22.6	20.2	87.3	87.1	88.0
아이온	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	14.0	14.0	14.4	67.9	56.6	53.7
블레이드&소울	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	4.5	4.6	4.5	24.2	17.8	16.1
길드워2	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	23.8	22.9	24.5	84.5	96.6	96.6
TL		-	-	4.6	10.3	8.9	18.3	28.4	4.6	65.9	88.3
모바일 게임	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	238.6	279.2	292.9	1,200.4	1,060.2	1,290.9
리니지M	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	102.2	118.8	95.1	496.1	421.2	406.4
리니지2M	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	48.3	42.3	50.8	262.9	197.2	137.3
블소2	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.8	6.8	9.4	27.4	25.5	32.7
리니지W	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	80.4	77.2	92.6	414.0	333.1	269.1
모바일 신작						4.0	34.2	45.1	-	83.3	445.4
로열티 매출액	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	31.8	31.6	31.2	144.5	127.3	121.5
기타게임	14.3	19.0	20.8	15.9	14.0	13.7	13.5	20.2	69.9	61.4	267.3
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	376.8	394.6	408.5	1,642.6	1,552.1	1,788.3
인건비	208.5	208.5	198.3	204.2	202.8	205.0	201.8	205.8	819.5	815.4	861.3
자급수수료	110.7	108.5	102.1	115.8	95.8	87.4	99.1	106.4	437.1	388.8	492.7
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.0	25.7	27.6	85.0	77.2	152.6
감가상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	28.0	28.3	28.6	111.9	112.7	117.3
기타 영업비용	45.1	47.9	49.3	46.8	38.9	39.3	39.7	40.1	189.1	158.0	164.4
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.8	25.7	1.0	33.6	51.4	137.3	111.7	313.3
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	0.3%	7.9%	11.2%	7.7%	6.7%	14.9%
지배주주 순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	17.2	40.2	52.9	212.1	167.6	288.4
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	4.6%	9.4%	11.5%	11.9%	10.1%	13.7%

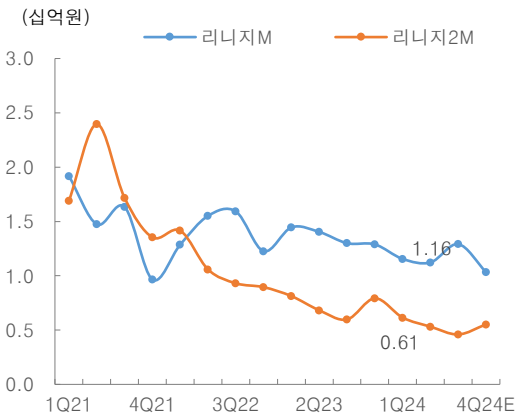
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 1. 리니지W 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 2. 리니지M, 2M 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2023년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 7.3%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

게임별 매출 비중(2023년 기준)

Platform	Share (%)
모바일	67%
PC	21%
로열티	8%
기타	4%

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망

Quarter	Revenue (Billion KRW)
1Q20	550
2Q20	350
3Q20	380
4Q20	380
1Q21	320
2Q21	350
3Q21	320
4Q21	600
1Q22	650
2Q22	480
3Q22	440
4Q22	380
1Q23	320
2Q23	280
3Q23	260
4Q23	300
1Q24	240
2Q24	220
3Q24E	280

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망

Year	Lineage M	Lineage 2M	Blade & Soul 2	Lineage W
2019	850	100	0	50
2020	800	850	0	0
2021	550	700	100	300
2022	500	450	100	950
2023	450	300	100	400
2024E	400	200	100	300

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망

Quarter	Revenue (Billion KRW)
1Q20	115
2Q20	105
3Q20	120
4Q20	120
1Q21	130
2Q21	105
3Q21	100
4Q21	90
1Q22	95
2Q22	98
3Q22	98
4Q22	90
1Q23	105
2Q23	90
3Q23	90
4Q23	100
1Q24	95
2Q24	105
3Q24E	115

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망

Quarter	Personnel Expense	Marketing Expense
2Q21	185	55
3Q21	175	55
4Q21	255	115
1Q22	215	45
2Q22	205	60
3Q22	185	40
4Q22	235	50
1Q23	205	10
2Q23	205	15
3Q23	195	30
4Q23	205	40
1Q24	205	15
2Q24E	205	25

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,664	2,102	2,311
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,664	2,102	2,311
판매비와관리비	2,013	1,643	1,552	1,788	1,968
영업이익	559	137	112	313	353
영업외수익	21.7	7.7	6.7	14.9	15.3
EBITDA	674	277	264	478	533
영업외손익	65	79	125	101	101
관계기업손익	7	14	27	28	28
금융수익	74	120	145	118	118
외환관련이익	35	35	35	35	35
금융비용	-106	-29	-59	-61	-61
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	90	-25	12	16	16
법인세비용차감전순이익	624	217	237	415	454
법인세비용	-172	8	-61	-104	-113
계속사업순이익	452	224	176	311	340
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	452	224	176	311	340
당기순이익률	17.6	12.6	10.6	14.8	14.7
비재계분순이익	0	12	9	22	25
재계분순이익	452	212	168	289	316
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	424	196	148	283	312
비재계분포괄이익	0	11	7	20	22
재계분포괄이익	424	185	141	262	290

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	20,587	9,657	7,630	13,143	14,387
PER	222	47.4	60.0	34.8	31.8
BPS	158,595	162,831	166,211	175,088	184,067
PBR	29	28	1.2	1.2	1.1
EBITDAPS	30,705	12,613	12,040	21,763	24,290
EV/EBITDA	12.9	31.2	11.4	6.2	5.6
SPS	117,144	81,071	75,789	95,727	105,252
PSR	3.9	5.6	2.7	2.1	1.9
CFPS	30,619	13,186	14,701	23,328	25,855
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	11.4	-30.8	-6.5	26.3	9.9
영업이익 증/감률	49.0	-75.4	-18.6	180.4	12.5
순이익 증/감률	14.3	-50.4	-21.5	76.5	9.5
수익성					
ROIC	38.0	11.9	6.9	19.3	20.1
ROA	12.2	2.9	2.3	6.3	6.7
ROE	13.6	6.0	4.6	7.7	8.0
안정성					
부채비율	31.6	32.5	33.5	33.3	33.2
순차입금비율	-40.0	-39.3	-40.0	-39.9	-37.1
이자보상비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,280	2,273	2,395	2,607	2,695
현금및현금성자산	181	350	528	700	755
매출채권 및 기타채권	372	293	300	380	439
재고자산	7	5	5	6	6
기타유동자산	1,720	1,626	1,563	1,522	1,495
비유동자산	2,306	2,466	2,478	2,521	2,691
유형자산	919	1,067	1,193	1,302	1,395
관계기업투자지급	46	37	28	18	9
기타비유동자산	1,341	1,362	1,257	1,201	1,287
자산총계	4,586	4,739	4,873	5,128	5,386
유동부채	523	523	523	523	523
매입채무 및 기타채무	316	316	316	316	316
차입금	5	5	5	5	5
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	202	202	202	202	202
비유동부채	578	638	698	758	818
차입금	220	280	340	400	460
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	358	358	358	358	358
부채총계	1,102	1,162	1,222	1,282	1,342
자본부분	3,482	3,575	3,649	3,844	4,041
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	459	484	484
이익잉여금	3,404	3,497	3,546	3,716	3,913
기타자본변동	-367	-367	-367	-367	-367
비재계분	3	3	3	3	3
자본총계	3,484	3,578	3,652	3,847	4,045
순차입금	-1,393	-1,407	-1,462	-1,533	-1,502

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	554	480	362	440	514
당기순이익	452	224	176	311	340
비현금항목의 가감	220	65	147	201	227
감가상각비	115	140	153	164	181
외환손익	-11	-11	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	-63	5	48	58
자산부채의 증감	33	163	80	12	40
기타현금흐름	-151	28	-41	-84	-93
투자활동 현금흐름	-142	-193	-84	-138	-279
투자자산	5	3	-1	-7	-16
유형자산	-286	-286	-286	-286	-286
기타	139	91	203	155	23
재무활동 현금흐름	-498	-109	-84	-84	-109
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-249	0	0	0	0
장기차입금	60	60	60	60	60
유상증자	0	0	26	25	0
현금배당	-119	-119	-119	-119	-118
기타	-190	-50	-50	-50	-50
현금의 증감	-183	169	177	172	55
기초 현금	364	181	350	528	700
기말 현금	181	350	528	700	755
NOPLAT	405	142	83	235	264
FCF	234	-5	94	231	159

[Compliance Notice]

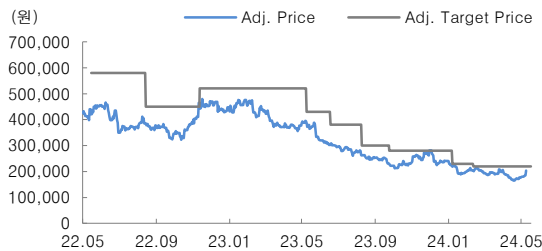
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.13	24.04.08	24.02.12	24.01.08	23.12.25	23.12.02
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	220,000	220,000	220,000	230,000	280,000	280,000
과다율(평균%)			(10.09)	(11.60)	(16.72)	(9.77)
과다율(최대/최소%)			(3.18)	(2.61)	(13.75)	(19.82)
제시일자	23.11.10	23.09.25	23.08.10	23.06.19	23.05.10	23.02.10
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	280,000	300,000	380,000	430,000	520,000
과다율(평균%)	(6.68)	(16.83)	(16.55)	(24.72)	(20.62)	(18.47)
과다율(최대/최소%)	0.36	(5.54)	(12.17)	(18.82)	(9.65)	(7.79)
제시일자	23.01.15	22.12.19	22.11.13	22.11.05	22.08.15	22.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	520,000	520,000	520,000	450,000	450,000	580,000
과다율(평균%)	(12.66)	(13.53)	(12.26)	(18.36)	(19.43)	(30.79)
과다율(최대/최소%)	(7.79)	(7.79)	(7.79)	3.33	(10.11)	(19.74)
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240509)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.0%	5.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상