

# 엔씨소프트

## 036570

Aug 6, 2024

Trading Buy

유지

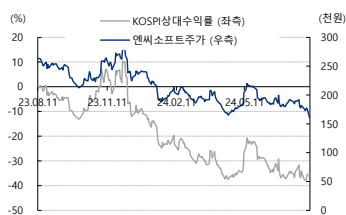
TP 200,000 원

하향

## Company Data

현재가(08/05)	160,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	281,500 원
52 주 최저가(보통주)	160,400 원
KOSPI (08/05)	2,441.55p
KOSDAQ (08/05)	691.28p
자본금	110 억원
시가총액	35,214 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.0 만주
평균거래대금(60 일)	128 억원
외국인지분(보통주)	36.27%
주요주주	
김택진 외 12 인	12.01%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.26%

## Price &amp; Relative Performance



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

## 이익 반등을 위한 준비

## 2Q24 Review: 매출 컨센서스 하회 &amp; 영업이익 상회

2Q24 매출은 3,689억원(YoY -16%, QoQ -7%)을 기록하며 컨센서스(3,864억원)을 소폭 하회, 영업이익은 88억원(YoY -75%, QoQ -66%)으로 시장 예상치(-14억원) 상회. 모바일 게임 매출은 리니지 2M 및 리니지 W의 매출 하락으로 2,182억원(QoQ -13%, YoY -26%), PC 온라인 게임 매출은 주요 PC 게임 매출 소폭 감소로 862억원(QoQ -6%, YoY -2%) 기록.

영업비용 중 인건비는 권고사직에 따른 퇴직 위로금 반영에도 장기 인센티브 충당금 감소로 1,880억원(QoQ -7%, YoY -10%), 마케팅비는 신작 부재 영향 및 효율적 마케팅으로 174억원(QoQ +152%, YoY +42%) 기록. 매출변동비 및 기타는 모바일게임 매출 감소에 따른 유통수수료 감소로 1,268억원(QoQ -6%, YoY -19%).

## 투자의견 Trading Buy 유지 &amp; 목표주가 200,000원으로 하향

목표주가 200,000원으로 하향(종전 230,000원), 투자의견은 Trading Buy 유지. 목표주가 하향은 12MF 순이익 추정치 2,188억원(종전 2,330억원)에 글로벌 게임사 Peer 12MF PER 평균인 18.0배(종전 19.4배)를 target PER로 적용함에 따름. 권고사직 및 분사를 통한 고정비 절감이 이루어지고 있는 가운데 2H24 5종, 2025년 7종의 자체 개발 신작 출시가 예정되어 있어 2025년 영업이익의 반등을 기대. 다만 그 정도에 있어서는 기존작의 매출 하향과 '배틀크러쉬' 성과를 반영해 12MF 순이익 추정치를 소폭 하향조정.

24년 8월 5일 동사는 '빅게임스튜디오'에 370억 규모 지분 및 판권 투자를 밝혔으며, 신작 서브컬처 게임인 '브레이커스: 언락 더 월드'의 글로벌 퍼블리싱 판권을 확보. 7월 30일에는 스웨덴 소재 슈팅 게임 개발사 '문로버게임즈'에 대한 투자를 진행. 2nd party 퍼블리싱 라인업 확보라는 전략의 결과가 일부 나타나고 있는 점이 긍정적으로 1) 지분 투자에 따른 라인업의 출시 시기 구체화 및 추가적인 지분 투자 성과, 2) M&A를 통한 게임 라인업 확충시 이익 추정치의 상승이 가능할 것으로 전망.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,572	1,780	1,585	1,747	1,908
YoY(%)	11.4	-30.8	-11.0	10.3	9.2
영업이익(십억원)	559	137	89	228	313
OP 마진(%)	21.7	7.7	5.6	13.1	16.4
순이익(십억원)	436	214	209	229	293
EPS(원)	19,847	9,663	9,498	10,432	13,343
YoY(%)	9.8	-51.3	-1.7	9.8	27.9
PER(배)	22.6	24.9	16.9	15.4	12.0
PCR(배)	12.4	18.6	16.3	15.3	12.7
PBR(배)	3.1	1.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	12.0	15.1	9.6	5.2	3.4
ROE(%)	13.7	6.6	6.3	6.6	8.0



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	390.1	427.9	2,571.8	1,779.8	1,584.8	1,747.3
성장률(YoY %)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-7.8%	-2.2%	11.4%	-30.8%	-11.0%	10.3%
게임매출	751.5	593.3	560.9	509.1	436.5	404.0	387.8	407.1	365.2	331.2	357.0	395.4	2,414.8	1,635.4	1,448.8	1,623.1
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	108.4	103.4	516.5	489.9	423.9	420.9
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	47.9	52.3	391.5	242.9	198.4	209.3
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	58.4	66.4	970.8	403.9	273.1	223.4
B&S 2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	3.7	11.2	55.6	27.5	24.0	48.3
리니지	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	25.8	24.7	106.7	102.0	99.4	84.6
리니지2	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	20.9	21.2	94.1	85.6	86.8	81.9
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	12.1	11.1	68.3	71.5	50.5	40.2
B&S	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	3.8	3.7	3.6	26.3	25.3	15.3	13.4
길드워2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	23.5	25.1	24.8	95.0	79.4	98.7	95.1
호연	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16.0	36.4	-	-	52.4	86.0
택탄	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	97.1
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50.0
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24.0
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	26.8	35.0	40.2	90.1	107.4	126.3	148.8
로열티매출	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	33.2	32.5	157.0	144.5	136.1	124.2
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	369.9	393.9	2,012.8	1,642.5	1,496.0	1,519.7
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	185.7	182.1	847.4	822.9	758.5	715.4
매출비용비	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	132.6	149.8	870.7	622.8	543.9	599.8
광고선전비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	23.4	34.2	188.6	85.0	81.9	91.4
감가상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	27.9	29.3	26.8	27.9	28.2	27.9	28.1	106.0	111.9	112.1	113.1
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	20.3	34.0	559.0	137.3	88.8	227.6
성장률(YoY %)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	22.6%	78.21%	49.0%	-75.4%	-35.3%	156.2%
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	5.2%	7.9%	21.7%	7.7%	5.6%	13.0%
순이익	168.3	118.7	182.1	33.1	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	39.6	40.8	436.0	213.9	208.7	229.0
NPM(%)	21.3%	18.9%	30.1%	-6.0%	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	10.2%	9.5%	17.0%	12.0%	13.2%	13.1%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024-08-28	호연	수집형 RPG	아시아	모바일	자체
2024-09-17	Throne and Liberty	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	자체 (아마존게임즈 퍼블리싱)
4Q24	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 1종	-	-	-	자체
	블레이드 & 소울 2	MMORPG	중국	모바일	자체 (텐센트 퍼블리싱)
	리니지 2M	MMORPG	동남아시아	모바일	자체
1H25	택탄: 나이트 오브 더 가즈	MMORTS	글로벌	모바일	자체
	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 1종	-	-	-	자체
2H25	아이온2	MMORPG	글로벌	비공개	자체
	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 1종	-	-	-	자체
4Q25	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
2025년 내	캐주얼 게임 2종	캐주얼	글로벌	-	자체
2026년 이후	글로벌 IP 기반 신규 MMORPG	MMORPG	글로벌	-	외부 IP, 엔씨소프트 개발

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
12MF 지배순이익	218.8	글로벌 게임사 Peer 12MF PER 평균
target PER	18.0	
적정시가총액	3,938.40	
발행주식수	19,759	
적정주가	199,322	
목표주가	200,000	
현재주가	160,400	
상승여력	24.7%	

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

## 엔씨소프트 [036570]

이익 반등을 위한 준비

### [엔씨소프트 036570]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,585	1,747	1,908
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,585	1,747	1,908
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,013	1,643	1,496	1,520	1,596
영업이익	559	137	89	228	313
영업이익률 (%)	21.7	7.7	5.6	13.0	16.4
EBITDA	665	249	180	302	374
EBITDA Margin (%)	25.9	14.0	11.4	17.3	19.6
영업외손익	50	69	178	78	78
관계기업손익	-8	4	10	10	10
금융수익	74	120	151	104	104
금융비용	-106	-29	-42	-48	-48
기타	90	-26	58	12	12
법인세비용차감전순이익	609	206	266	305	391
법인세비용	173	-8	58	76	98
계속사업순이익	436	214	209	229	293
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	209	229	293
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	13.2	13.1	15.3
비지배지분순이익	0	2	0	0	0
지배지분순이익	436	212	209	229	293
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	13.2	13.1	15.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-269	-23	-13	-13	-13
포괄순이익	167	191	196	216	280
비지배지분포괄이익	0	2	2	2	3
지배지분포괄이익	166	189	194	214	278

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

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	170	147	197
당기순이익	436	214	209	229	293
비현금항목의 가감	359	72	67	64	60
감가상각비	104	110	90	73	59
외환손익	2	7	-30	-30	-30
자본법평가손익	6	-1	-10	-10	-10
기타	247	-45	17	31	41
자산부채의 증감	50	-96	-124	-151	-151
기타현금흐름	-109	-50	18	5	-5
투자활동 현금흐름	-392	113	-74	-80	-86
투자자산	536	345	6	6	6
유형자산	-250	-117	0	0	0
기타	-678	-115	-80	-86	-92
재무활동 현금흐름	-304	-177	-345	-105	-105
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	-140	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-136	-64	-64	-64
기타	-40	-42	-282	-42	-42
현금의 증감	30	80	-41	91	207
기초 현금	256	286	365	324	416
기말 현금	286	365	324	416	623
NOPLAT	400	142	70	171	235
FCF	306	41	37	94	145

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,361	2,551	2,863
현금및현금성자산	286	365	324	416	623
매출채권 및 기타채권	219	172	154	163	171
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	2,185	1,799	1,882	1,972	2,068
비유동자산	1,747	2,057	1,958	1,956	1,897
유형자산	930	1,001	911	918	869
관계기업투자금	26	25	19	13	7
기타금융자산	512	648	648	648	648
기타비유동자산	278	384	380	377	374
자산총계	4,438	4,394	4,319	4,507	4,761
유동부채	515	614	380	386	392
매입채무 및 기타채무	292	215	215	215	215
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	240	0	0	0
기타유동부채	224	159	164	170	177
비유동부채	724	526	541	557	575
차입금	60	0	0	0	0
사채	349	170	170	170	170
기타비유동부채	314	357	372	388	405
부채총계	1,239	1,141	921	943	967
지배지분	3,196	3,250	3,395	3,560	3,789
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,618	3,783	4,012
기타자본변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배지분	2	3	3	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,398	3,564	3,793
총차입금	593	603	373	383	394

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

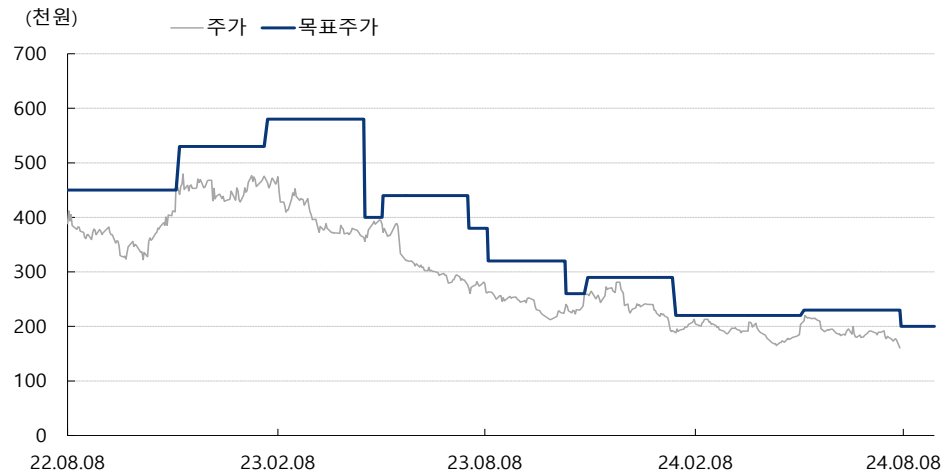
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	9,498	10,432	13,343
PER	22.6	24.9	16.9	15.4	12.0
BPS	145,587	148,023	154,626	162,162	172,609
PBR	3.1	1.6	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	30,288	11,349	8,207	13,767	17,028
EV/EBITDA	12.0	15.1	9.6	5.2	3.4
SPS	117,144	81,071	72,188	79,588	86,930
PSR	3.8	3.0	2.2	2.0	1.8
CFPS	13,933	1,880	1,672	4,297	6,593
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.4	-30.8	-11.0	10.3	9.2
영업이익 증가율	49.0	-75.4	-35.3	156.2	37.4
순이익 증가율	10.2	-50.9	-2.5	9.8	27.9
수익성					
ROIC	55.1	16.4	7.5	19.5	27.2
ROA	9.7	4.8	4.8	5.2	6.3
ROE	13.7	6.6	6.3	6.6	8.0
안정성					
부채비율	38.7	35.1	27.1	26.5	25.5
순차입금비율	13.4	13.7	8.6	8.5	8.3
이자보상배율	59.0	9.4	10.1	25.8	35.5

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	450,000	(15.58)	(9.22)	2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)
2022.08.16	매수	450,000	(22.49)	3.23	2024.05.13	Trading Buy	230,000	(20.56)	(4.55)
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)	2024.08.06	Trading Buy	200,000		
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)					
2023.02.10	매수	580,000	(31.69)	(21.98)					
2023.04.25	매수	400,000	(5.04)	(11.38)					
2023.05.11	Trading Buy	440,000	(39.06)	(13.26)					
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)					
2023.08.11	Trading Buy	320,000	(31.86)	(21.44)					
2023.10.18	Trading Buy	260,000	(11.31)	(0.06)					
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)					

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2%	3.2%	0.6%	0.0%

### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하