

엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

220,000
유지

현재주가

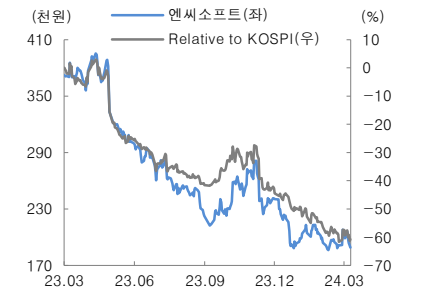
(24.04.05)

189,000

디지털콘텐츠업종

KOSPI	2714.21
시가총액	4,149십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	395,500원 / 186,200원
120일 평균거래대금	295억원
외국인지분율	37.94%
주요주주	김택진 외 8 인 12.00% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	-15.8	-11.3	-50.4
상대수익률	-2.5	-20.0	-21.4	-54.4



쉬어가는 상반기

- 신작 TL 흥행 부진, 모바일 게임 매출 감소에 1Q 실적 컨센 하회 전망
- 게임 매출 감소 지속, 2Q부터 신작 마케팅 집행. 2Q까지 실적 감소세 예상
- 낮은 신작 기대감에 실적, 신작 모멘텀 모두 부족 판단. 보수적 접근 추천

투자의견 Marketperform, 목표주가 220,000원 유지

2025년 EPS 12,590원에 Target PER 17.1배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상되는 2025년을 목표주가 산출연도로 설정. Target PER은 글로벌 peer의 2025년 멀티플 평균 대비 20% 할인 적용. 멀티플 할인은 2025년 신작 출시까지 모멘텀 공백을 고려하였기 때문

신작 온기 반영에도 1분기 부진한 실적 전망

1Q24 매출액 4,051억원(YoY -15.4%, QoQ -7.4%), 영업이익 34억원(YoY -95.8%, QoQ -10.3%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 하회 전망

PC. 2023년 12월 출시한 PC 신작 TL의 온기반영에도 불구하고 흥행 부진으로 PC 매출은 QoQ -2% 감소 전망. **모바일**. 리니지M, 2M, W 모두 4분기에 있었던 업데이트 효과 소멸에 따라 QoQ 매출 감소 예상. M, 2M, W의 1Q24 일매출은 각각 12억원(QoQ -7%), 6억원(QoQ -17%), 10억원(QoQ -10%)으로 추정. 매출 감소 및 신작 공백에 따라 영업이익 역시 전반적으로 감소세 예상. 마케팅비 162억원(QoQ -60%) 추정

동사는 2024년 5개의 신작을 출시할 예정(2Q말 배틀크러쉬/BSS, 2H24 TL 글로벌, 불소2 중국, 기존IP의 스핀오프 예상). 상반기 실적은 기존 게임의 매출 하향과 신작 마케팅에 따라 분기별 실적 하락이 예상됨. 3분기부터 신작 성과가 반영될 예정이나 동사의 기존 모바일 게임 대비 저과금의 BM으로 실적 기여는 낮을 것으로 예상. 실적, 신작 모멘텀 모두 부족하다는 판단. Marketperform 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	당사추정	1Q24(F)			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	479	438	414	405	-15.4	-7.4	419	401	-9.0	-1.1
영업이익	82	4	23	3	-95.8	-10.3	17	2	-95.7	-55.9
순이익	103	16	19	8	-91.8	-46.9	27	7	-86.6	-11.8

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,744	2,060	2,433
영업이익	559	137	82	296	244
세전순이익	624	217	134	349	297
총당기순이익	452	224	107	279	237
지배지분순이익	452	212	106	276	238
EPS	20,587	9,657	4,831	12,591	10,848
PER	22.2	47.4	39.1	15.0	17.4
BPS	158,595	162,831	162,242	169,412	174,839
PBR	2.9	2.8	1.2	1.1	1.1
ROE	13.6	6.0	3.0	7.6	6.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 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	1,767	2,043	1,744	2,060	-1.3	0.8
판매비와 관리비	1,643	1,739	1,661	1,764	1.1	1.4
영업이익	124	304	82	296	-33.4	-2.4
영업이익률	7.0	14.9	4.7	14.4	-2.3	-0.5
영업외손익	51	52	51	52	0.0	0.0
세전순이익	175	356	134	349	-23.6	-2.1
자비자분순이익	139	282	106	276	-23.6	-2.1
순이익률	7.9	13.9	6.1	13.5	-1.8	-0.4
EPS(자비자분순이익)	6,326	12,859	4,831	12,591	-23.6	-2.1

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2025년 지배주주지분 순이익(십억원)	276.4	
Target PER(x)	17.1x	글로벌 peer 8개사 2025년 PER 평균 대비 20% 할인
목표 시총(십억원)	4,726.5	
주식 수(천주)	21,954.0	
적정 주가(원)	215,291	
목표 주가(원)	220,000	반올림 적용
현재 주가(원)	189,000	
상승 여력	16.4%	

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	모바일 게임 2종	블소S(1H24), 배틀크러쉬(1H24),
	2024	기존 IP의 스피오프 게임	
	2025	프로젝트 G	
	미정	아이온2	
PC/콘솔 게임	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정
	2024년 하반기	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
미정	미정	프로젝트 LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르, PC/콘솔, 2023년 개발 완료 목표
	미정	프로젝트 E, M	

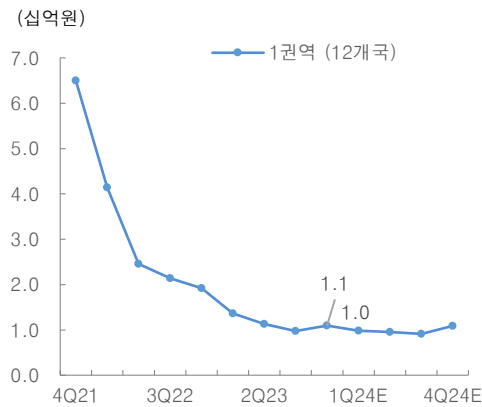
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	405.1	400.7	475.1	462.7	1,779.8	1,743.6	2,059.7
게임 매출액	422.2	385.0	367.0	390.0	354.8	348.1	376.1	369.6	1,565.4	1,448.6	1,294.2
리니지	24.5	24.3	26.4	23.0	21.3	21.4	21.4	22.5	98.2	86.6	85.3
리니지 II	21.5	23.0	20.5	21.6	20.0	20.1	20.1	21.1	86.5	81.2	80.1
아이온	17.6	15.8	19.3	14.4	13.4	13.4	13.4	13.9	67.1	54.2	52.4
블레이드&소울	7.3	5.8	6.0	5.9	5.2	4.1	4.2	4.4	25.0	17.8	13.4
길드워2	20.4	19.2	21.0	22.7	19.9	22.2	24.0	25.2	83.3	91.2	89.0
TL		-	-	4.8	10.9	16.8	28.3	27.1	4.8	83.1	83.6
모바일 4종	330.8	296.9	273.8	297.7	264.1	250.1	264.7	255.6	1,119.2	1,034.5	890.5
리니지M	130.1	127.8	119.6	123.2	113.3	110.2	133.6	100.2	500.7	457.4	428.4
리니지2M	73.1	62.0	54.9	63.1	52.3	46.8	42.4	50.8	253.0	192.4	155.9
블소2	5.0	4.3	9.2	10.5	8.6	6.1	5.0	4.2	29.1	23.8	14.6
리니지W	122.6	102.8	90.1	100.9	89.8	87.1	83.7	100.4	416.3	361.0	291.6
로열티 매출액	42.3	36.3	35.3	30.6	30.6	29.1	29.2	29.1	144.5	118.0	113.1
기타 게임/신작	14.3	19.0	20.8	17.1	19.7	23.5	69.8	64.1	71.1	177.0	652.4
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	401.7	399.2	423.8	436.6	1,642.6	1,661.3	1,763.5
인건비	208.5	208.5	198.3	204.2	214.4	212.5	210.4	216.9	819.5	854.1	822.5
지급수수료	110.7	108.5	102.1	115.8	99.5	98.5	116.7	113.7	437.1	428.4	506.1
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	16.2	16.0	23.8	32.4	85.0	88.4	132.8
감가상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.1	27.3	27.6	27.9	111.9	109.9	114.4
기타 영업비용	45.1	47.9	49.3	46.8	44.4	44.9	45.3	45.8	189.1	180.4	187.8
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.8	3.4	1.5	51.3	26.1	137.3	82.4	296.2
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	0.9%	0.4%	10.8%	5.6%	7.7%	4.7%	14.4%
지배주주 순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	12.7	11.3	50.9	31.1	212.1	106.1	276.4
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	3.1%	2.8%	10.7%	6.7%	11.9%	6.1%	13.4%

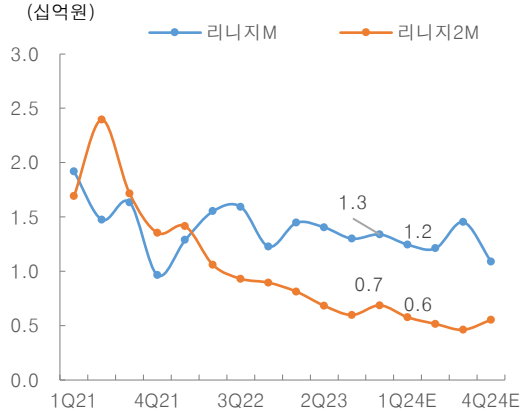
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

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

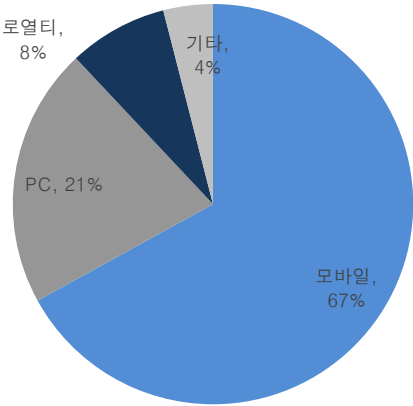
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2023년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 7.3%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

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

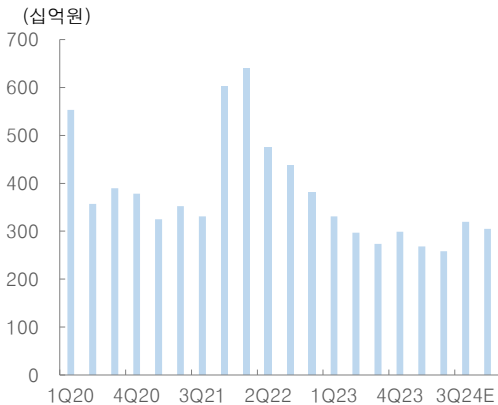
게임별 매출 비중(2023년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

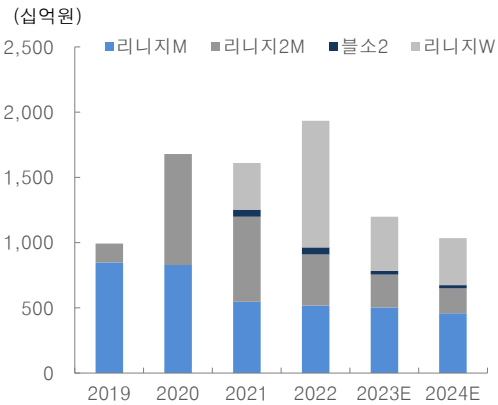
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



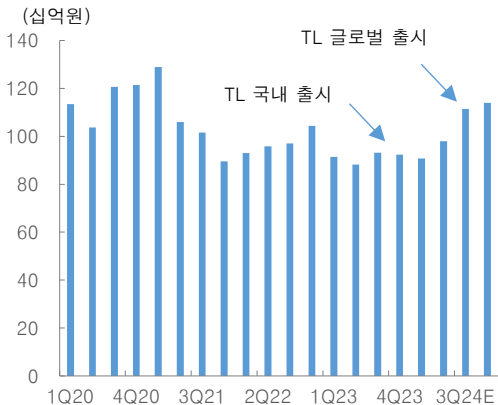
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



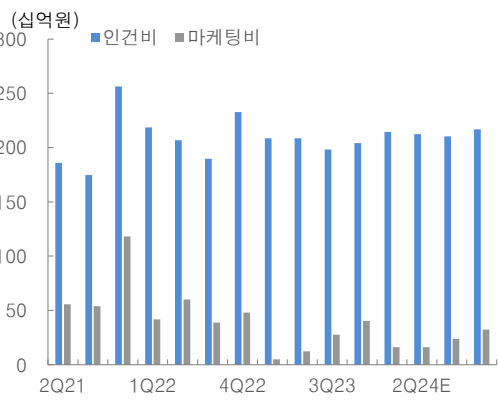
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,744	2,060	2,433
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,744	2,060	2,433
판매비와관리비	2,013	1,643	1,661	1,764	2,189
영업이익	559	137	82	296	244
영업외수익	21.7	7.7	4.7	14.4	10.0
EBITDA	674	277	243	475	438
영업외손익	65	79	51	52	52
관계기업손익	7	14	13	14	14
금융수익	74	120	76	77	77
외환평가이익	35	35	35	35	35
금융비용	-106	-29	-37	-38	-38
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	90	-25	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	624	217	134	349	297
법인세비용	-172	8	-27	-70	-59
계속사업순이익	452	224	107	279	237
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	452	224	107	279	237
당기순이익률	17.6	12.6	6.1	13.5	9.8
비재계분순이익	0	12	1	3	-1
재계분순이익	452	212	106	276	238
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	424	196	79	251	209
비재계분포괄이익	0	11	1	2	-1
재계분포괄이익	424	185	78	249	210

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	20,587	9,657	4,831	12,591	10,848
PER	222	47.4	94.8	36.4	42.2
BPS	158,595	162,831	162,242	169,412	174,839
PBR	29	2.8	1.2	1.1	1.1
EBITDAPS	30,705	12,613	11,069	21,628	19,965
EV/EBITDA	12.9	31.2	12.0	6.3	7.8
SPS	117,144	81,071	79,422	93,818	110,823
PSR	39	5.6	2.4	2.0	1.7
CFPS	30,619	13,186	10,364	20,972	19,310
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	-2.0	18.1	18.1
영업이익 증/감률	49.0	-75.4	-40.0	259.6	-17.5
순이익 증/감률	14.3	-50.4	-52.3	160.6	-14.9
수익성					
ROIC	38.0	11.9	5.2	16.8	12.6
ROA	12.2	2.9	1.7	6.1	4.9
ROE	13.6	6.0	3.0	7.6	6.3
안정성					
부채비율	31.6	32.5	34.3	34.4	34.9
순차입금비율	-40.0	-39.3	-34.5	-31.5	-19.4
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	2,171	2,241	1,955
현금및현금성자산	181	350	294	339	0
매출채권 및 기타채권	372	293	310	374	453
재고자산	7	5	5	6	7
기타유동자산	1,720	1,626	1,563	1,522	1,495
비유동자산	2,306	2,466	2,615	2,762	2,919
유형자산	919	1,067	1,193	1,302	1,395
관계기업투자지급	46	37	28	18	9
기타비유동자산	1,341	1,362	1,394	1,442	1,514
자산총계	4,586	4,739	4,786	5,004	4,874
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	3,562	3,719	3,838
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,404	3,497	3,484	3,642	3,761
기타자본변동	-367	-367	-367	-367	-367
비재계부분	3	3	3	3	3
자본총계	3,484	3,578	3,565	3,722	3,841
순차입금	-1,393	-1,407	-1,228	-1,173	-747

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	554	480	291	438	404
당기순이익	452	224	107	279	237
비현금항목의 가감	220	65	121	181	187
감가상각비	115	140	161	179	194
외환손익	-11	-11	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	-63	-29	14	4
자산부채의 증감	33	163	70	27	20
기타현금흐름	-151	28	-7	-50	-39
투자활동 현금흐름	-142	-193	-229	-256	-279
투자자산	5	3	-1	-7	-16
유형자산	-286	-286	-286	-286	-286
기타	139	91	58	37	23
재무활동 현금흐름	-498	-109	-109	-109	-109
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-249	0	0	0	0
장기차입금	60	60	60	60	60
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-119	-119	-119	-119
기타	-190	-50	-50	-50	-50
현금의 증감	-183	169	-57	45	24
기초 현금	364	181	350	294	339
기말 현금	181	350	294	339	363
NOPLAT	405	142	66	237	195
FCF	234	-5	-60	129	103

[Compliance Notice]

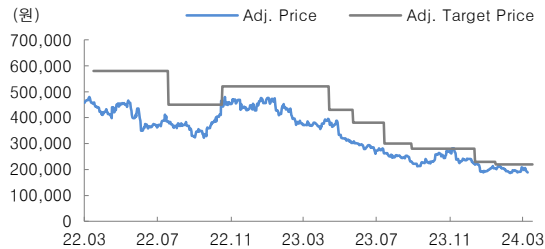
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석서는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.04.08	24.02.12	24.01.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform
목표주가	220,000	220,000	230,000	280,000	280,000	280,000
과다율(평균%)		(9.94)	(11.60)	(16.72)	(9.77)	(6.68)
과다율(최대/최소%)		(3.18)	(2.61)	(13.75)	(19.82)	0.36
제시일자	23.09.25	23.08.10	23.06.19	23.05.10	23.02.10	23.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	300,000	380,000	430,000	520,000	520,000
과다율(평균%)	(16.83)	(16.55)	(24.72)	(20.62)	(18.47)	(12.66)
과다율(최대/최소%)	(5.54)	(12.17)	(18.82)	(9.65)	(7.79)	(7.79)
제시일자	22.12.19	22.11.13	22.11.05	22.08.15	22.05.16	22.04.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	520,000	520,000	450,000	450,000	580,000	580,000
과다율(평균%)	(13.53)	(12.26)	(18.36)	(19.43)	(29.66)	(26.59)
과다율(최대/최소%)	(7.79)	(7.79)	3.33	(10.11)	(19.74)	(20.95)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240405)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상