

변화하려는 자세에 박수를

BUY 상향

목표주가 상향 250,000원

종가(24.05.10) 204,000원
상승여력 22.5%

Stock Data

KOSPI(05/10)	2,727.6pt
시가총액	44,786억원
액면가	500원
52주 최고가	388,500원
52주 최저가	164,900원
외국인지분율	37.9%
90일 일평균거래대금	208억원
주요주주지분율	
김택진 (외 9인)	12.0%
유동주식비율	80.5%

Stock Price



1Q24 Review: 올해 실적은 계속 쉽지 않을 듯

1Q24 엔씨소프트 실적은 매출액 3,979억원(QoQ-9.1%), 영업이익 257억원(QoQ+567%)으로 컨센서스를 상회했다. 매출액은 예상보다 소폭 나뉘었지만, 마케팅비의 절감(QoQ -83%)이 예상치를 뛰어넘으며 서프라이즈 시현했다. 물론 마케팅비를 일시적으로 줄인 데에 따른 서프라이즈이기 때문에 지속가능성이 높지 않다. 신작 매출추정도 지금 공개된 정보만 가지고는 상향 조정할 수 없다. 실적은 아이온2 출시 전까지 어려울 것이라는 입장을 유지한다.

신작,주주환원,비용효율화,M&A,변화의 의지, 모든 것이 짝 담겼던 실적발표

그럼에도 불구하고, 엔씨소프트 투자 의견을 BUY로 상향, 목표주가도 250,000원으로 상향 제시한다. 밸류에이션 적용시점을 '24년 ->'25년으로 변경한 데에 따른 목표주가/투자 의견 상향이다. '25년으로 시점 변경근거는, 1)명확해진 아이온2 출시일('25), 2)인력 구조조정으로 비용효율화 본격적으로 나타날 시기가 '25년이고, 3) '25년에 M&A 통해 재무적인 변화 나올 가능성이 높다는 점을 고려했기 때문이다.

그동안 엔씨소프트 = 리니지라이크로 각종 부정적인 시선이 있었음은 사실이고, 실적과 무관하게 해당이슈로 주가가 제한받은 측면도 크다. 그래도 1)TL의 과금강도가 강하지 않을 것이라는 약속은 지금까지는 지켜졌고, 2)그 전부터 지적받던 부족한 주주환원도 이번 1,000억 자사주 매입 및 구체적인 계획발표를 통해 개선되었다.

몸집이 크면, 그만큼 방향을 선화하기 어렵다. 대한민국의 공룡 게임사, NC다이노스가 이만큼 선화했다면, '25년 실적과 향후 전략은 기대해 볼만하다는 판단이다. 변화가 더 빨랐다면 더 좋았겠지만, 이제라도 변화하려는 자세에 박수를 쳐줄 만하다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	2,572	559	436	19,847	22.6	13.7	3.1	13.7	1.5
2023	1,780	137	212	10,446	23.0	17.6	1.6	6.6	1.3
2024E	1,869	100	153	7,526	27.1	15.1	1.3	4.6	1.6
2025E	2,232	243	255	12,546	16.3	8.8	1.2	7.3	2.1
2026E	2,551	499	440	21,669	9.4	4.8	1.1	11.7	2.1

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

표1. 실적테이블

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	4,179	4,962	5,569	17,798	18,688	22,322
모바일	3,308	2,969	2,738	2,989	2,494	2,658	3,341	3,589	12,004	12,081	15,756
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,317	1,051	1,003	1,111	1,156	5,092	4,321	4,511
리니지2M	731	620	549	645	559	511	465	421	2,545	1,956	1,400
리니지 W	1,256	1,028	901	945	829	832	812	855	4,130	3,327	2,534
PC	913	882	932	923	915	977	1,028	1,102	3,650	4,112	3,555
로열티	423	363	353	306	327	312	395	423	1,444	1,457	1,931
영업비용	3,971	4,050	4,066	4,339	3,722	4,133	4,821	5,008	16,426	17,684	19,888
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	2,156	2,221	2,345	8,229	8,750	8,020
마케팅비	49	122	277	403	69	211	551	488	850	1,319	2,335
영업이익	816	353	165	39	257	46	140	561	1,373	1,004	2,434
OPM (%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	1.1%	2.8%	10.1%	7.7%	5.4%	10.9%
지배순이익	1,137	299	436	250	572	16	351	590	2,121	1,528	2,548
NPM (%)	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	0.4%	7.1%	10.6%	11.9%	8.2%	11.4%

자료: K-IFRS연결기준,상상인증권 추정

표2. Valuation

구분	내용	비고
2025F EPS	12,546원	자기주식 수 제외
적정 PER	20배	글로벌 PEER 15% 할인
적정주가	250,920원	2025F EPS * Target PER
목표주가	250,000원	천단위 절하
현재주가	204,000원	05/10기준
UPSIDE	22.5%	05/10기준

자료: 상상인증권

표 3. 출시예상게임

출시시기	게임	기종	장르
2024.06	배틀크러시 글로벌	스위치,모바일	난투형 액션
3Q24	블레이드&소울 S	모바일	수집형 RPG
2H24	TL 글로벌	PC/콘솔	MMORPG
2H24	IP SPIN-OFF	모바일	
2H24	블소2 중국	모바일	MMORPG
2H24	리니지2M 동남아	모바일	MMORPG
1H25 추정	프로젝트 G	모바일	MMORTS
2H25 추정	아이온2	모바일	MMORPG
2H25 추정	LLL	PC	루트슈터
미정	프로젝트 E	미정	
미정	프로젝트 M	미정	

자료: 엔씨소프트,상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,503.4	2,666.6	2,993.6
현금 및 현금성자산	285.6	365.2	385.1	487.7	703.9
매출채권	219.4	172.3	219.7	203.2	233.7
재고자산	1.5	0.7	1.0	1.1	1.3
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,151.3	2,267.5	2,405.3
관계기업투자등	530.5	665.3	692.3	720.4	749.6
유형자산	930.2	1,000.5	1,050.7	1,127.5	1,224.2
무형자산	43.4	96.1	94.6	93.1	91.7
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,654.7	4,934.1	5,398.9
유동부채	515.3	614.3	697.2	760.2	865.7
매입채무	291.7	215.3	283.5	314.6	361.8
단기금융부채	35.3	279.9	289.8	266.8	266.8
비유동부채	723.7	526.5	555.1	581.7	586.3
장기금융부채	593.3	363.1	387.5	409.7	409.7
부채총계	1,239.1	1,140.8	1,252.4	1,341.9	1,452.0
지배주주지분	3,196.2	3,249.7	3,399.0	3,588.8	3,943.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,561.9	3,751.7	4,106.5
비지배주주지분	2.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,402.3	3,592.1	3,946.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,571.8	1,779.8	1,868.8	2,232.2	2,551.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,868.8	2,232.2	2,551.2
판매비와 관리비	2,012.8	1,642.5	1,768.4	1,988.8	2,052.4
영업이익	559.0	137.3	100.4	243.4	498.8
EBITDA	664.9	249.2	236.0	387.6	654.0
금융손익	166.3	102.2	66.4	83.8	76.1
관계기업등 투자손익	-8.1	3.0	5.4	-11.7	-11.7
기타영업외손익	-108.2	-57.5	34.2	25.6	25.9
세전계속사업이익	609.1	185.1	206.4	341.1	589.1
계속사업법인세비용	173.1	-7.7	53.3	85.3	147.3
당기순이익	436.0	192.8	153.2	255.8	441.8
지배주주순이익	435.7	212.1	152.8	254.8	440.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	21.7	7.7	5.4	10.9	19.6
EBITDA 마진률 (%)	25.9	14.0	12.6	17.4	25.6
세전이익률 (%)	23.7	10.4	11.0	15.3	23.1
지배주주순이익률 (%)	16.9	11.9	8.2	11.4	17.2
ROA (%)	9.7	4.8	3.4	5.3	8.5
ROE (%)	13.7	6.6	4.6	7.3	11.7
ROIC (%)	20.1	5.5	4.3	10.2	20.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	736.0	139.9	321.1	489.9	657.6
당기순이익(손실)	436.0	213.9	153.2	255.8	441.8
현금수익비용가감	359.3	71.9	194.1	159.4	169.8
유형자산감가상각비	104.0	110.1	131.2	140.0	151.0
무형자산상각비	1.9	1.8	4.3	4.2	4.2
기타현금수익비용	253.4	-58.5	32.3	-11.1	-11.7
운전자본 증감	49.5	-95.6	-26.1	74.7	46.1
매출채권의 감소(증가)	101.5	42.5	-47.4	16.5	-30.5
재고자산의 감소(증가)	4.9	0.7	-0.2	-0.1	-0.2
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	68.2	31.1	47.2
기타영업현금흐름	-56.9	-138.8	-46.7	27.2	29.5
투자활동 현금흐름	-392.2	113.0	-272.0	-321.5	-356.1
유형자산 취득(취득)	-249.4	-116.8	-181.5	-216.7	-247.7
무형자산 감소(증가)	-3.2	-41.4	-2.8	-2.8	-2.8
투자자산 감소(증가)	-136.3	266.7	-69.1	-89.2	-92.4
기타투자활동	-3.4	4.5	-18.7	-12.7	-13.3
재무활동 현금흐름	-303.7	-177.3	-29.3	-65.8	-85.3
차입금의 증가(감소)	-184.7	-43.0	34.3	-0.8	0.0
자본의 증가(감소)	-119.0	-135.7	-63.6	-65.0	-85.3
배당금 지급	119.0	135.7	63.6	65.0	85.3
기타재무활동	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	29.6	79.6	19.9	102.6	216.2
기초현금	255.9	285.6	365.2	385.1	487.7
기말현금	285.6	365.2	385.1	487.7	703.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	22.6	23.0	27.1	16.3	9.4
P/B	3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.7	17.6	15.1	8.8	4.8
P/S	3.8	3.0	2.4	2.0	1.8
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.6	2.1	2.1
성장성 (%)					
매출액 증가율	11.4	-30.8	5.0	19.4	14.3
영업이익 증가율	49.0	-75.4	-26.9	142.4	105.0
세전이익 증가율	24.0	-69.6	11.5	65.2	72.7
지배주주순이익 증가율	9.8	-51.3	-28.0	66.7	72.7
EPS 증가율	9.8	-47.4	-28.0	66.7	72.7
안정성 (%)					
부채비율	38.7	35.1	36.8	37.4	36.8
유동비율	522.2	380.4	359.0	350.8	345.8
순차입금/자기자본	-23.4	-27.4	-27.2	-30.0	-34.1
영업이익/금융비용	59.0	9.4	5.5	13.1	26.3
총차입금 (십억원)	628.6	643.0	677.3	676.5	676.5
순차입금 (십억원)	-747.6	-891.0	-924.1	-1,076.9	-1,344.4
주당지표 (원)					
EPS	19,847	10,446	7,526	12,546	21,669
BPS	145,587	148,023	154,823	163,468	179,627
SPS	117,144	81,071	85,124	101,676	116,207
DPS	6,680	3,130	3,200	4,200	4,200

엔씨소프트 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		