

엔씨소프트 (036570/KS)

증명해야 할 것이 많다

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 230,000 원(하향)
 현재주가: 193,600 원
 상승여력: 18.8%



Analyst
남효지

hjn@sk.com
 3773-9288

Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,250 십억원
주요주주	
김택진(외8)	12.00%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드(외1)	9.26%

Stock Data

주가(24/01/17)	193,600 원
KOSPI	2,435.90pt
52주 최고가	475,500 원
52주 최저가	193,600 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Preview: 영업이익 39 억원(-76.6% QoQ) 전망

매출액 4,320 억원(+2.1% QoQ), 영업이익 39 억원(-76.6% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스를 하회했을 것으로 추정한다. 모바일 리니지들의 매출 하락세는 안정화되었으나 아쉽게도 12월 출시한 TL은 기대에 못 미쳤다. 리니지 M은 견조, 2M과 W는 각각 4주년, 2주년 업데이트를 진행해 매출을 방어했다. TL은 출시 이후 서버 축소, 4분기 매출 기여는 84 억원으로 추정한다. 비용단에서는 엔트리브 해체로 일회성 인건비 발생, 신작 출시에 따른 마케팅 진행으로 마케팅비는 전분기대비 42.8% 증가한 395 억원으로 예상된다.

목표주가 23 만원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 기존 28 만원에서 23 만원으로 조정, 투자 의견은 중립을 유지한다. TL이 기대를 밑도는 성과를 보이고 있어 올해 실적 기여는 제한적이다. 3개의 신작(배틀크러쉬, BSS, 프로젝트 G)이 올해 출시 대기 중이지만 매출 업사이드를 열기에는 부족하다. TL의 글로벌 출시가 희망이라고 볼 수 있는데 현재는 국내 서비스에 집중하고 있어 단기간 내 글로벌 출시를 기대하기는 어려워 보인다.

주가 하락이 이어지며 24E P/E는 16.9 배까지 하락했다. 현 주가는 대부분 우려를 반영하고 있지만, 올해 출시될 MMORPG 신작 영향으로 모바일 리니지들의 매출이 감소하거나, 조직개편에도 불구하고 체질 개선이 이루어지지 않을 경우 추가적인 하방 리스크가 존재한다. 다만 긍정적인 부분은 회사도 변화를 위한 시도를 하고 있다는 것이다. 신규 공동 대표 선임, 변화경영위원회가 설립되며 기존 리니지 중심에서 다양한 IP로 조직 개편되었다. TL에 대한 해외 스트리머들의 반응은 대체로 긍정적이어서 글로벌 출시 일정도 확정되면 재차 기대감이 형성될 수 있고, 블레이드&소울 2도 중국 퍼블리셔가 결정되어 머지않은 시간에 출시할 것으로 예상된다. 단기간 내 급격히 주가 수준이 낮아졌기 때문에 주가는 작은 이벤트에도 반응할 수 있다. 다만 신작에 대한 hit ratio가 상당히 낮아져 투자자들이 신작에 대한 기대감을 가지기 위해서는 개발력 증명이 필수적이다.

영업실적 및 투자지표

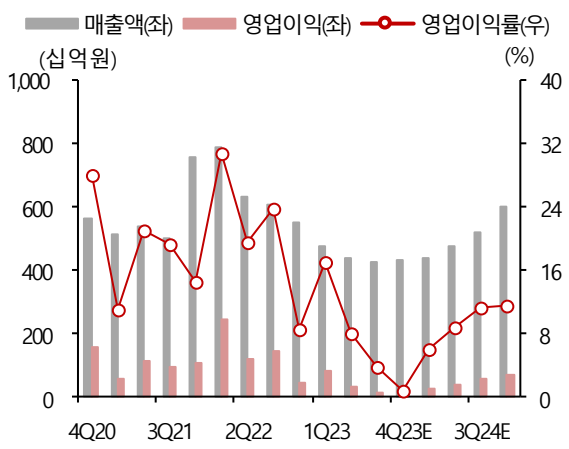
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	2,416	2,309	2,572	1,774	2,030	2,390
영업이익	십억원	825	375	559	137	195	339
순이익(지배주주)	십억원	587	397	436	185	252	393
EPS	원	26,756	18,078	19,847	8,444	11,498	17,892
PER	배	34.8	35.6	22.6	28.5	18.0	11.5
PBR	배	5.7	3.7	2.6	1.4	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	21.0	27.4	12.1	15.4	9.7	6.1
ROE	%	20.8	12.6	13.7	5.8	7.8	11.2

엔씨소프트 수익추정표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	478.8	440.2	423.1	432.0	435.5	473.8	522.1	598.6	2,571.8	1,774.1	2,030.1
PC/콘솔	91.4	88.2	93.2	101.9	116.6	114.1	117.2	126.6	390.4	374.6	474.5
모바일	330.8	296.9	273.8	279.7	270.6	316.4	359.5	423.3	1,934.3	1,181.2	1,369.8
로열티	42.3	36.3	35.3	35.8	38.0	35.2	38.7	43.8	157.0	149.7	155.8
영업비용	397.1	405.0	406.6	428.1	409.4	432.7	462.8	530.2	2,012.8	1,636.8	1,835.2
인건비	211.9	208.5	198.3	227.9	219.4	223.6	226.2	254.5	847.4	846.6	923.8
마케팅비	4.9	12.2	27.7	39.5	20.6	29.1	34.8	59.0	188.6	84.2	143.5
상각비	27.9	27.9	29.3	28.3	28.6	28.8	29.0	29.0	106.0	113.4	115.5
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	132.4	140.8	151.2	172.7	187.7	870.7	592.6	652.4
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	26.1	41.1	59.4	68.4	559.0	137.3	194.9
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.0%	8.7%	11.4%	11.4%	21.7%	7.7%	9.6%
순이익	114.2	30.5	44.0	-1.8	39.1	56.3	74.1	85.2	436.0	186.9	254.7
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	-1.8	38.8	55.8	73.4	84.5	435.8	185.4	252.4
YoY growth rate											
매출액	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-21.2%	-9.0%	7.6%	23.4%	38.6%	11.4%	-31.0%	14.4%
PC/콘솔	-1.8%	-8.0%	-4.0%	-2.4%	27.6%	29.5%	25.8%	24.2%	-8.4%	-4.0%	26.7%
모바일	-48.4%	-37.5%	-37.4%	-26.6%	-18.2%	6.6%	31.3%	51.3%	20.1%	-38.9%	16.0%
로열티	8.9%	0.8%	-18.5%	-7.9%	-10.2%	-3.0%	9.8%	22.3%	-8.9%	-4.7%	4.1%
영업비용	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-14.5%	3.1%	6.9%	13.8%	23.9%	4.1%	-18.7%	12.1%
인건비	-3.0%	0.9%	4.5%	-2.0%	3.6%	7.2%	14.1%	11.7%	-0.2%	-0.1%	9.1%
마케팅비	-88.4%	-79.6%	-28.8%	-17.9%	323.6%	138.3%	25.9%	49.4%	-33.2%	-55.3%	70.4%
상각비	5.1%	4.0%	9.6%	9.1%	2.6%	3.4%	-0.8%	2.4%	13.3%	6.9%	1.8%
매출변동비 및 기타	-41.2%	-26.6%	-26.0%	-31.7%	-7.7%	-3.3%	14.1%	41.8%	23.0%	-31.9%	10.1%
영업이익	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.1%	16.5%	259.1%	1669.1%	49.0%	-75.4%	42.0%
영업이익률	-13.8%	-11.5%	-20.0%	-7.8%	-11.1%	0.7%	7.5%	10.5%	5.5%p	-14.0%p	1.9%p
순이익	-32.2%	-74.3%	-75.8%	적지	-65.8%	84.4%	68.3%	흑전	10.2%	-57.1%	36.3%

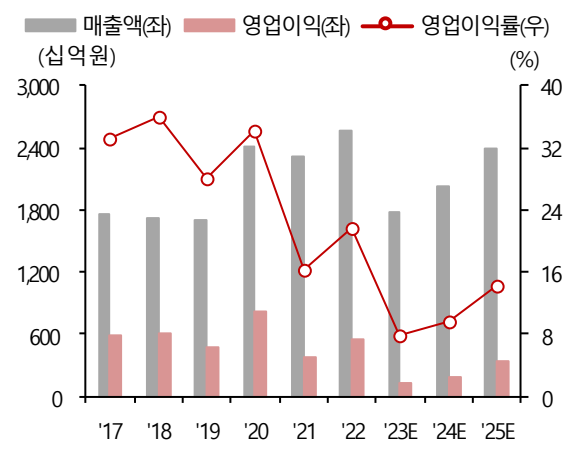
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	511.1	529.5	496.6	618.4	432.0	435.5	473.8	522.1	-15.5%	-17.8%	-4.6%	-15.6%
영업이익	39.6	83.8	41.8	99.2	3.9	26.1	41.1	59.4	-90.2%	-68.9%	-1.7%	-40.2%
지배주주순이익	51.3	87.2	52.5	102.9	-1.8	38.8	55.8	73.4	-103.5%	-55.6%	6.3%	-28.7%

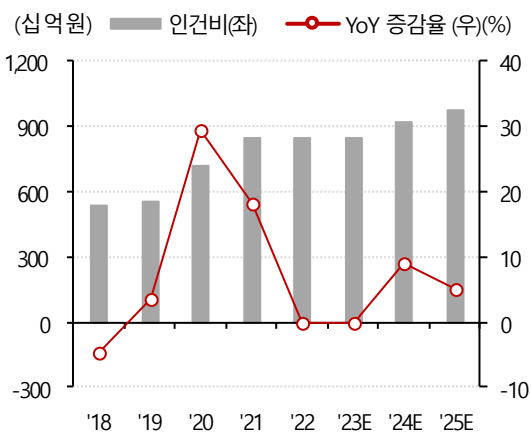
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출총이익	1,861.9	2,246.1	2,575.4	1,774.1	2,030.1	2,390.0	-4.7%	-9.6%	-7.2%
영업이익	179.1	293.0	433.1	137.3	194.9	338.7	-23.3%	-33.5%	-21.8%
지배주주순이익	229.5	320.2	444.6	185.4	252.4	392.8	-19.2%	-21.2%	-11.7%

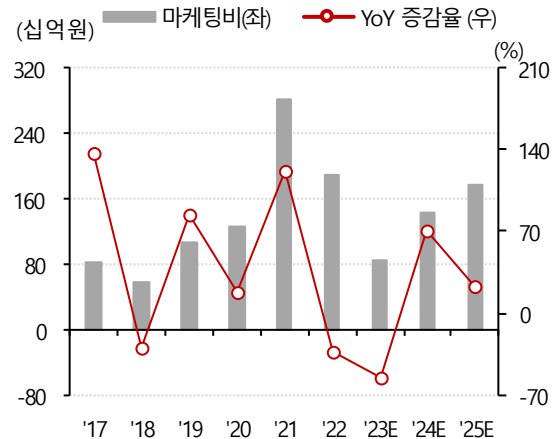
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

인건비 추이 및 전망



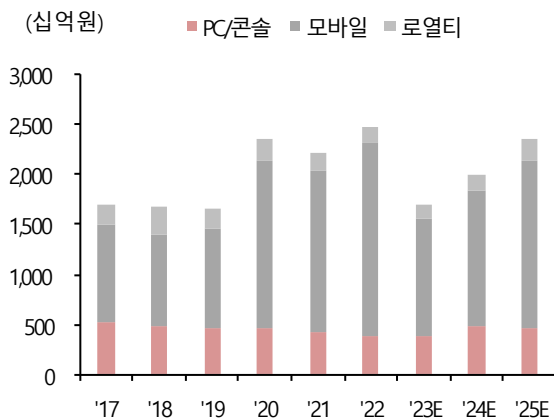
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



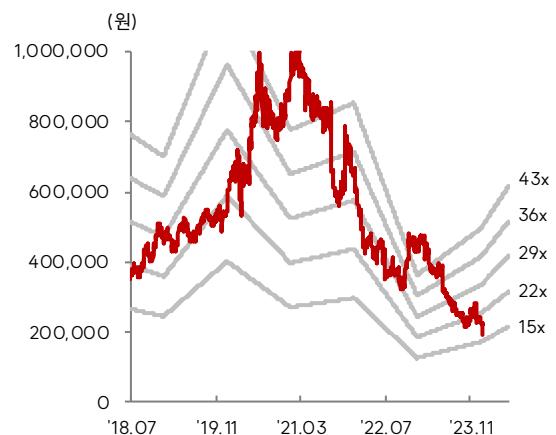
자료 : 엔씨소프트, SK 증권

플랫폼별 매출 추이



자료 : 엔씨소프트, SK 증권

12mf P/E bandchart



자료 : Dataguide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,047	2,426	2,708
현금및현금성자산	256	286	285	252	581
매출채권 및 기타채권	327	219	173	240	232
재고자산	6	1	1	2	2
비유동자산	2,129	1,747	1,967	1,950	1,968
장기금융자산	1,155	577	587	609	607
유형자산	747	930	1,001	905	829
무형자산	42	43	121	170	269
자산총계	4,582	4,438	4,014	4,376	4,676
유동부채	663	515	341	472	457
단기금융부채	181	35	28	39	37
매입채무 및 기타채무	73	83	230	319	309
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	767	724	514	547	543
장기금융부채	599	593	369	369	369
장기매입채무 및 기타채무	29	23	61	61	61
장기충당부채	2	3	2	3	3
부채총계	1,431	1,239	855	1,019	1,000
지배주주지분	3,149	3,196	3,156	3,352	3,667
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-623	-623	-623
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
이익잉여금	3,071	3,409	3,451	3,647	3,962
비지배주주지분	2	2	3	5	9
자본총계	3,151	3,199	3,159	3,357	3,676
부채외자본총계	4,582	4,438	4,014	4,376	4,676

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	359	706	58	441	469
당기순이익(손실)	396	436	187	255	396
비현금성항목등	115	359	64	75	67
유형자산감가상각비	92	104	111	96	77
무형자산상각비	1	2	2	1	1
기타	21	253	-49	-22	-11
운전자본감소(증가)	35	50	-99	85	-10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-30	101	61	-67	8
재고자산의감소(증가)	-0	5	0	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-0	89	-10
기타	66	-57	-160	64	-7
법인세납부	-187	-139	-109	-43	-67
투자활동현금흐름	-142	-346	381	-416	-62
금융자산의감소(증가)	93	-156	510	-332	38
유형자산의감소(증가)	-286	-249	-110	0	0
무형자산의감소(증가)	0	-3	-79	-50	-100
기타	51	62	60	-34	-1
재무활동현금흐름	59	-319	-430	-45	-79
단기금융부채의증가(감소)	0	-5	-249	11	-1
장기금융부채의증가(감소)	249	-180	-32	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-176	-119	-136	-56	-78
기타	-14	-16	-13	-0	0
현금의 증가(감소)	99	30	-1	-33	329
기초현금	157	256	286	285	252
기말현금	256	286	285	252	581
FCF	73	456	-52	441	469

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,774	2,030	2,390
매출원가	2	5	0	0	0
매출총이익	2,307	2,567	1,774	2,030	2,390
매출총이익률(%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,932	2,008	1,637	1,835	2,051
영업이익	375	559	137	195	339
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.7	9.6	14.2
비영업손익	116	50	87	103	125
순금융손익	15	38	68	65	79
외환관련손익	11	92	0	0	0
관계기업등 투자손익	16	-8	-3	-16	-18
세전계속사업이익	491	609	224	298	464
세전계속사업이익률(%)	21.3	23.7	12.6	14.7	19.4
계속사업법인세	96	173	37	43	67
계속사업이익	396	436	187	255	396
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	396	436	187	255	396
순이익률(%)	17.1	17.0	10.5	12.5	16.6
지배주주	397	436	185	252	393
지배주주귀속 순이익률(%)	17.2	16.9	10.4	12.4	16.4
비지배주주	-1	0	2	2	4
총포괄이익	368	167	97	255	396
지배주주	369	166	95	247	385
비지배주주	-1	0	2	7	11
EBITDA	469	665	250	292	417

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-4.4	11.4	-31.0	14.4	17.7
영업이익	-54.5	49.0	-75.4	42.0	73.8
세전계속사업이익	-38.8	24.0	-63.2	33.0	55.6
EBITDA	-47.3	41.8	-62.4	16.7	42.7
EPS	-32.4	9.8	-57.5	36.2	55.6
수익성 (%)					
ROA	9.1	9.7	4.4	6.1	8.8
ROE	12.6	13.7	5.8	7.8	11.2
EBITDA마진	20.3	25.9	14.1	14.4	17.4
안정성 (%)					
유동비율	369.7	522.2	600.6	514.5	593.1
부채비율	45.4	38.7	27.1	30.3	27.2
순차입금/자기자본	-40.7	-56.3	-45.3	-51.2	-54.7
EBITDA/이자비용(배)	35.6	70.2	20.4	23.5	31.2
배당성향	30.0	31.1	30.3	30.8	30.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,078	19,847	8,444	11,498	17,892
BPS	171,471	173,629	171,784	180,723	195,073
CFPS	22,347	24,672	13,594	15,923	21,452
주당 현금배당금	5,860	6,680	2,767	3,828	5,957
Valuation지표 (배)					
PER	35.6	22.6	28.5	18.0	11.5
PBR	3.7	2.6	1.4	1.1	1.1
PCR	28.8	18.2	17.7	13.0	9.6
EV/EBITDA	27.4	12.1	15.4	9.7	6.1
배당수익률	0.9	1.5	1.2	1.9	2.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.18	중립	230,000원	6개월		
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.26%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%
2021.03.30	매수	1,050,000원	6개월	-36.53%	-11.90%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------