

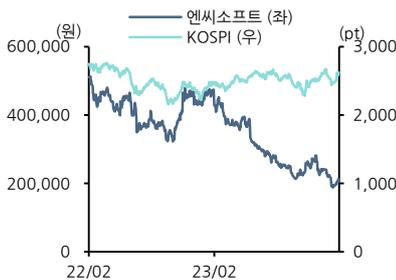
HOLD 하향

목표주가 하향	220,000원
종가(24.02.08)	204,500원
상승여력	7.5%

Stock Data

KOSPI(02/08)	2,620.3pt
시가총액	44,896억원
액면가	500원
52주 최고가	452,500원
52주 최저가	188,200원
외국인지분율	39.5%
90일 일평균거래대금	357억원
주요주주지분율	
김택진 (외 9인)	12.0%
유동주식비율	80.5%

Stock Price



역설: 탈리니지와 리니지가 동시에 필요

아이온 출시 전까지 눈에 띄는 성장 없을 전망

돌이켜 보면 엔씨소프트의 주가 상승/하락요인은 모두 리니지였다. 상승장에서는 리니지 모바일의 역사적인 성공이 주가상승을 견인했고, 하락장에서는 리니지 모바일의 매출감소와 MMORPG 경쟁 심화가 주가하락을 이끌었다. 이 위기를 다시 타개할 쉬운 방법은 리니지라이크의 연속된 출시였으나, 엔씨소프트는 최근들어 모바일 MMORPG외의 장르의 출시와 개발을 앞세우며 다른 방법을 택했다. PC MMORPG TL, 루트슈터 LLL, 수집형RPG 블소S, 인터랙티브 무비 프로젝트M이 그 예시다. 문제는 해당 게임들로는 과거의 매출을 회복하기 대단히 어렵다는 것이다. **장르 다양화와 유저/글로벌 확대를 위해 리니지에서 벗어나야 하지만, 단기실적을 위해서 역설적으로 리니지가 필요하다. 리니지가 조금 더 탄탄할 때 장르 다양화에 힘쓰지 않은 것이 아쉽다.** 결국 믿을 건 사내에서 총력을 다하고 있는 아이온2 출시다. 그 전까지는 신작 지연따라 연간 감익까지도 벌어져야 될 것으로 추정된다.

체질개선은 진행중이지만, 바꿔야 하는게 많다. 장기적 호흡이 필요

4Q23 실적은 매출액 4,377억원, 영업이익 39억원으로 컨센서스를 하회했다. 모바일 라인업은 QoQ 9% 증가하며 반등했지만, TL은 기대치를 대폭 하회해 PC 매출은 오히려 QoQ 1% 감소했다. 여기에 인건비 부담 여전해 이익구조가 계속해서 악화되고 있다. **그나마 다행인 점은, 과거와 다르게 TL에서는 유저 피드백을 적극 수용하며 유저 목소리에 귀를 기울이고 있는 점이며, IP는 견제하다는 것이다.** 인력이 많기 때문에 신규IP 개발과 레저시IP 동시 개발이 가능하다. 모바일 MMORPG 최후의 승자가 리니지와 엔씨소프트가 될 것임에는 의심의 여지가 없고, 블소2 중국도 기대할만한 포인트다. 그러나 지금은 높아진 비용을 지탱하기에는, 라인업이 노후화되어 쉽지 않다. 연간 실적 하향조정에 따라 투자의견을 HOLD로 하향한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	2,309	375	397	18,078	35.6	30.3	4.5	12.6	0.9
2022	2,572	559	436	19,847	22.6	13.7	3.1	13.7	1.5
2023E	1,780	137	212	10,446	19.6	13.7	1.4	6.5	1.5
2024E	1,946	160	152	7,488	27.3	12.1	1.3	4.5	1.6
2025E	2,406	330	270	13,313	15.4	7.6	1.2	7.7	2.1

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

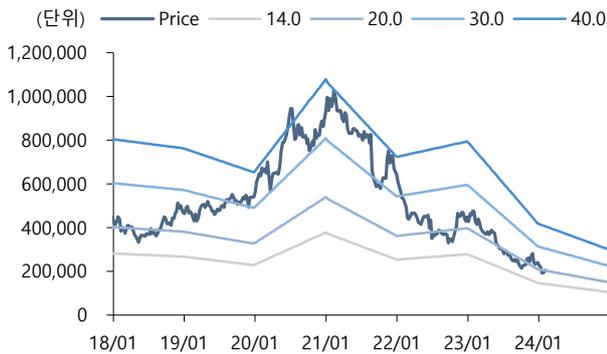
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

표1. 실적테이블

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	4,351	4,471	5,148	5,489	25,718	17,798	19,459
모바일	3,308	2,969	2,738	2,989	2,978	3,043	3,597	3,820	20,298	12,004	17,506
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,317	1,233	1,156	1,311	1,356	5,219	5,092	5,056
리니지2M	731	620	549	645	445	511	465	421	3,915	2,545	1,842
리니지 W	1,256	1,028	901	945	1,055	921	901	855	9,708	4,130	3,732
PC	913	882	932	923	953	951	1,031	1,133	3,904	3,650	4,068
로열티	423	363	353	306	255	312	355	371	1,570	1,444	1,293
영업비용	3,971	4,050	4,066	4,339	4,103	4,484	4,560	4,708	20,128	16,426	17,856
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,111	2,156	2,051	2,095	8,474	8,229	8,413
마케팅비	49	122	277	403	125	411	351	328	1,886	850	1,215
영업이익	816	353	165	39	248	-13	588	781	5,590	1,373	1,604
OPM (%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	5.7%	-0.3%	11.4%	14.2%	21.7%	7.7%	8.2%
지배순이익	1,137	299	436	250	188	-52	661	725	3,969	2,121	1,521
NPM (%)	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	4.3%	-1.2%	12.8%	13.2%	15.4%	11.9%	7.8%

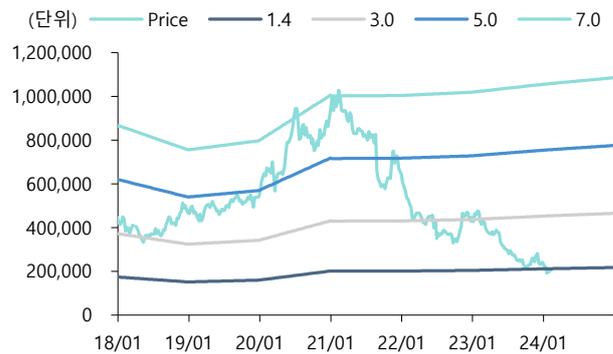
자료: K-IFRS연결기준,상상인증권 추정

그림 1. PER BAND



자료: workflow,상상인증권

그림 2. PBR BAND



자료: workflow,상상인증권

표 2. 글로벌 RDI 센터 신규시설투자 공시(2/7)

투자대상	글로벌 RDI 센터(가칭) 건립
투자금액	5,800억원
투자목적	업무효율성 증대 및 안정적 업무 공간 확보
투자기간(시작일)	2024-04-01
투자기간(종료일)	2024-09-30
기타 투자판단과 관련한 중요사항	1. 투자금액은 건축,전기,정보통신 공사를 포함한 사옥 신축 금액이며, 부가가치세 및 취득 부대비용을 제외한 금액임 2.글로벌 RDI 센터 신축예정부지는 2023년 3월 24일 취득한 성남시 분당구 삼평동 641번지(25,719.9㎡)임.

자료: 엔씨소프트,상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,452.6	2,691.1	2,577.9	2,540.0	2,520.6
현금 및 현금성자산	255.9	285.6	572.7	370.3	290.4
매출채권	326.8	219.4	158.3	216.6	197.7
재고자산	6.4	1.5	1.0	1.3	1.4
비유동자산	2,129.3	1,746.6	2,010.2	2,251.9	2,517.3
관계기업투자등	1,194.2	530.5	560.2	583.0	606.6
유형자산	747.3	930.2	1,038.0	1,090.5	1,177.5
무형자산	42.3	43.4	160.2	310.8	454.7
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,588.1	4,791.8	5,037.9
유동부채	663.4	515.3	689.9	771.4	785.4
매입채무	316.2	291.7	259.9	325.9	357.1
단기금융부채	181.2	35.3	292.2	302.1	279.1
비유동부채	767.3	723.7	585.5	614.2	640.9
장기금융부채	599.0	593.3	417.7	442.1	464.3
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,275.4	1,385.7	1,426.4
지배주주지분	3,148.8	3,196.2	3,309.5	3,403.0	3,608.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,477.4	3,565.9	3,771.3
비지배주주지분	2.4	2.3	3.2	3.2	3.2
자본총계	3,151.2	3,198.5	3,312.7	3,406.2	3,611.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	391.1	736.0	366.4	262.2	480.7
당기순이익(손실)	395.7	436.0	213.9	152.8	271.4
현금수익비용가감	115.1	359.3	218.4	157.9	186.6
유형자산감가상각비	92.5	104.0	117.2	136.4	146.6
무형자산상각비	1.3	1.9	3.1	11.5	18.2
기타현금수익비용	21.4	253.4	71.3	-3.0	9.0
운전자본 증감	35.2	49.5	-7.6	-48.4	22.7
매출채권의 감소(증가)	-30.4	101.5	75.5	-58.3	18.8
재고자산의 감소(증가)	0.0	4.9	0.5	-0.3	-0.1
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	29.5	66.0	31.2
기타영업현금흐름	65.7	-56.9	-113.1	-55.9	-27.2
투자활동 현금흐름	-188.1	-392.2	27.9	-435.4	-494.8
유형자산 처분(취득)	-286.1	-249.4	-152.3	-188.9	-233.6
무형자산 감소(증가)	0.2	-3.2	-81.2	-162.1	-162.1
투자자산 감소(증가)	108.9	-136.3	264.8	-68.5	-88.3
기타투자활동	-11.0	-3.4	-3.3	-15.9	-10.9
재무활동 현금흐름	-112.4	-303.7	-102.4	-29.3	-65.8
차입금의 증가(감소)	248.9	-184.7	32.3	34.3	-0.8
자본의 증가(감소)	-361.3	-119.0	-135.7	-63.6	-65.0
배당금 지급	176.2	119.0	135.7	63.6	65.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0
현금의 증감	98.7	29.6	287.1	-202.4	-79.9
기초현금	157.3	255.9	285.6	572.7	370.3
기말현금	255.9	285.6	572.7	370.3	290.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,308.8	2,571.8	1,779.8	1,945.9	2,405.6
매출원가	1.9	5.0	5.8	5.9	5.5
매출총이익	2,307.0	2,566.8	1,774.1	1,940.0	2,400.2
판매비와 관리비	1,931.7	2,007.8	1,636.8	1,779.6	2,070.3
영업이익	375.2	559.0	137.3	160.4	329.9
EBITDA	468.9	664.9	257.6	308.3	494.6
금융손익	70.4	166.3	109.4	59.4	74.2
관계기업등 투자손익	15.8	-8.1	-3.2	-1.3	-18.4
기타영업외손익	29.9	-108.2	-37.3	-14.7	-23.8
세전계속사업이익	491.3	609.1	206.2	203.7	361.9
계속사업법인세비용	95.6	173.1	-7.7	50.9	90.5
당기순이익	395.7	436.0	213.9	152.8	271.4
지배주주순이익	396.9	435.7	212.1	152.1	270.4
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	99.7	99.7	99.8
영업이익률 (%)	16.3	21.7	7.7	8.2	13.7
EBITDA 마진률 (%)	20.3	25.9	14.5	15.8	20.6
세전이익률 (%)	21.3	23.7	11.6	10.5	15.0
지배주주순이익률 (%)	17.2	16.9	11.9	7.8	11.2
ROA (%)	9.2	9.7	4.7	3.2	5.5
ROE (%)	12.6	13.7	6.5	4.5	7.7
ROIC (%)	16.5	20.1	5.4	6.2	11.4

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (배)					
P/E	35.6	22.6	19.6	27.3	15.4
P/B	4.5	3.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	30.3	13.7	13.7	12.1	7.6
P/S	6.1	3.8	2.5	2.3	1.9
배당수익률 (%)	0.9	1.5	1.5	1.6	2.1
성장성 (%)					
매출액 증가율	-4.4	11.4	-30.8	9.3	23.6
영업이익 증가율	-54.5	49.0	-75.4	16.8	105.7
세전이익 증가율	-38.8	24.0	-66.1	-1.2	77.7
지배주주순이익 증가율	-32.4	9.8	-51.3	-28.3	77.8
EPS 증가율	-32.4	9.8	-47.4	-28.3	77.8
안정성 (%)					
부채비율	45.4	38.7	38.5	40.7	39.5
유동비율	369.7	522.2	373.7	329.3	320.9
순차입금/자기자본	3.3	-23.4	-28.9	-22.5	-20.3
영업이익/금융비용	28.5	59.0	10.4	7.9	16.1
총차입금 (십억원)	780.2	628.6	709.9	744.2	743.4
순차입금 (십억원)	103.2	-747.6	-957.2	-764.9	-732.0
주당지표 (원)					
EPS	18,078	19,847	10,446	7,488	13,313
BPS	143,429	145,587	150,748	155,006	164,361
SPS	105,166	117,144	81,071	88,635	109,574
DPS	5,860	6,680	3,130	3,200	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 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	93.3%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.7%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	