

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

036570 · 게임

엔씨소프트

TL은 아쉽지만 모바일은 회복세 관찰

(유지)

Trading Buy

목표주가

230,000원 ▲

상승여력

12.5%

현재주가(24/2/8)

204,500원

KOSPI	2,620.32	시가총액(십억원)	4,490	발행주식수(백만주)	22	외국인 보유비중(%)	39.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 컨센서스 하회

4분기 매출액 4,380억원(-20% YoY), 영업이익 40억원(-92% YoY)으로 컨센서스를 하회했다. PC 매출액은 920억원(-12% YoY)을 기록하며 예상치를 7% 하회했다. PC 부진은 기대작이었던 TL(12월 국내 출시)의 흥행 실패에 기인한다. 모바일 매출액은 2,990억원(-22% YoY, +9% QoQ)으로 예상치를 5% 상회했다. 리니지M, 리니지2M, 리니지W의 길었던 하향 안정화가 마무리되고 매출 반등이 나타나기 시작했다.

목표주가 5% 상향, 투자의견 'Trading Buy' 유지

실적 기준 연도를 24년에서 25년으로 변경함에 따라 목표주가를 기존 220,000원에서 230,000원(타겟 P/E 22배 유지)으로 상향한다. 동사의 최대 기대작이었던 TL의 흥행 실패는 아쉬운 부분이나 모바일 부문의 매출 하락세가 반전된 점은 긍정적이다. 박병무 신임 공동대표 내정자가 취임을 앞두고 있는 만큼 추가적인 체질개선 작업도 기대해 볼만하다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.4	-26.6	-56.9
상대주가	-8.3	-27.9	-59.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,309	2,572	1,780	1,797	1,990
영업이익 (십억원)	375	559	137	147	245
영업이익률 (%)	16.2	21.7	7.7	8.2	12.3
순이익 (십억원)	397	436	212	152	230
EPS (원)	18,078	19,847	9,663	6,917	10,464
ROE (%)	12.6	13.7	6.6	4.6	6.9
P/E (배)	35.6	22.6	24.9	29.6	19.5
P/B (배)	3.7	2.6	1.4	1.1	1.1
배당수익률 (%)	0.9	1.5	2.8	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 컨센서스 하회

4분기 매출액 4,380억원(-20% YoY), 영업이익 40억원(-92% YoY)으로 컨센서스(매출액 4,410억원, 영업이익 130억원)를 하회했다. PC 매출액은 920억원(-12% YoY)을 기록하며 예상치를 7% 하회했다. PC 부진은 기대작이었던 TL(12월 국내 출시)의 흥행 실패에 기인한다. 모바일 매출액은 2,990억원(-22% YoY, +9% QoQ)으로 예상치를 5% 상회했다. 리니지M, 리니지2M, 리니지W의 길었던 하향 안정화가 마무리되고 매출 반등에 성공하기 시작했다. 영업비용은 4,340억원(-13% YoY)을 기록하며 예상치에 부합했다. 비용 효율화 노력의 결과로 마케팅비가 400억원(-16% YoY)을 기록하며 예상치를 14% 하회했다.

TL 성과는 아쉽지만 모바일 매출 반등은 긍정적

4분기 TL(12/7일 출시) 매출액은 30~40억원 수준으로 일평균 1억원대의 매출을 올린 것으로 추정된다. 이달 초 첫번째 공성전 업데이트를 시행하였고 유저 피드백을 반영해 개선 작업을 실시 중이다. 연내 아마존에서 글로벌 퍼블리싱을 시작할 예정이나 글로벌에서 유의미한 규모의 흥행을 기대하기는 어려운 상황으로 판단한다. 24년 TL 매출 기여액을 600억원 수준으로 예상한다.

하락을 지속해오던 모바일 부문의 매출 반등은 긍정적인 부분이다. 리니지M 매출은 1,200억원으로 전 분기와 동일한 수준으로 추정된다. 리니지2M 매출은 630억원으로 QoQ 15% 성장, 리니지W 매출은 990억원으로 QoQ 10% 성장한 것으로 추정된다. 전분기까지 관찰된 QoQ 10% 수준의 지속적인 하락세는 일단락된 상황이다.

목표주가 5% 상향, 투자 의견 'Trading Buy' 유지

실적 기준 연도를 24년에서 25년으로 변경함에 따라 목표주가를 기존 220,000원에서 230,000원(타겟 P/E 22배 유지)으로 상향한다. 동사의 최대 기대작이었던 TL의 흥행 실패는 아쉬운 부분이나 모바일 부문의 매출 하락세가 반전된 점은 긍정적이다. 박병무 신임 공동대표 내정자가 취임을 앞두고 있는 만큼 추가적인 체질개선 작업도 기대해 볼만하다. 동사는 23년 이후 비용효율화 작업을 가속화하면서 이미 최소 규모의 마케팅비를 집행하고 있다. 이제는 비대해진 인력 구조에 대한 개편 작업이 이어질 시간이다. 동사 인건비는 매출액 대비 비중이 50%에 육박하는 상황이다. 이는 인력 개편 작업이 본격화될 시 레버리지 효과가 강하게 나타날 것을 의미한다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	422	428	461	487	2,572	1,780	1,797	1,990
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-11.9%	-2.8%	8.9%	11.1%	11.4%	-30.8%	1.0%	10.7%
PC	91	88	93	92	97	95	111	102	390	365	406	376
모바일	331	297	274	299	278	287	303	338	1,934	1,200	1,206	1,415
기타	14	19	21	16	16	16	16	17	90	70	65	72
로열티	42	36	35	31	30	30	30	30	157	144	121	127
영업비용	397	405	407	434	407	402	415	426	2,013	1,643	1,650	1,744
인건비	212	209	198	204	205	206	207	208	847	823	827	860
마케팅비	5	12	28	40	22	15	17	19	189	85	73	75
D&A	28	28	29	27	25	25	26	26	106	112	102	86
지급수수료	110	108	101	115	108	110	119	127	689	434	463	519
기타	43	49	50	47	47	47	46	46	181	189	185	205
영업이익	82	35	17	4	15	26	46	60	559	137	147	245
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-81.8%	-26.4%	178.0%	1466.4%	49.0%	-75.4%	7.2%	66.8%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	3.5%	6.1%	10.0%	12.4%	21.7%	7.7%	8.2%	12.3%
지배주주순이익	114	30	44	25	20	29	45	57	436	212	152	230
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	4.8%	6.9%	9.8%	11.7%	16.9%	11.9%	8.4%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	
매출액	1,781	1,856	1,780	1,797	0%	-3%	1,783	1,932	0%	-7%	출시 변동 사항 반영
영업이익	142	222	137	147	-3%	-34%	147	210	-6%	-30%	
순이익	205	220	212	152	4%	-31%	205	225	4%	-33%	
영업이익률	8.0%	11.9%	7.7%	8.2%	-	-	8.2%	10.9%	-	-	
순이익률	11.5%	11.8%	11.9%	8.4%	-	-	11.5%	11.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	438	439	0%	441	-1%
영업이익	4	8	-54%	13	-71%
지배주주순이익	25	17	44%	14	82%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	230	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	5,054	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	230,000	
현재주가 (원)	204,500	
상승여력	12.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,572	1,780	1,797	1,990
매출원가	5	0	0	0
매출총이익	2,567	1,780	1,797	1,990
판매비와관리비	2,008	1,643	1,650	1,744
조정영업이익	559	137	147	245
영업이익	559	137	147	245
비영업손익	50	69	55	61
금융손익	38	43	44	46
관계기업등 투자손익	-8	3	0	0
세전계속사업손익	609	206	202	306
계속사업법인세비용	173	-8	51	77
계속사업이익	436	214	152	230
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	436	214	152	230
지배주주	436	212	152	230
비지배주주	0	2	0	0
총포괄이익	167	214	152	230
지배주주	166	214	152	229
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	665	202	211	309
FCF	486	217	175	249
EBITDA 마진율 (%)	25.9	11.3	11.7	15.5
영업이익률 (%)	21.7	7.7	8.2	12.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.0	11.9	8.5	11.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,691	2,767	2,817	2,947
현금 및 현금성자산	286	299	280	334
매출채권 및 기타채권	202	207	217	229
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	2,202	2,260	2,319	2,383
비유동자산	1,747	1,728	1,722	1,724
관계기업투자등	26	28	29	30
유형자산	930	912	905	908
무형자산	43	42	40	38
자산총계	4,438	4,496	4,539	4,671
유동부채	515	498	520	551
매입채무 및 기타채무	83	57	58	64
단기금융부채	35	24	25	27
기타유동부채	397	417	437	460
비유동부채	724	720	726	734
장기금융부채	593	593	593	593
기타비유동부채	131	127	133	141
부채총계	1,239	1,219	1,246	1,284
지배주주지분	3,197	3,273	3,289	3,383
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,486	3,502	3,596
비지배주주지분	2	4	4	4
자본총계	3,199	3,277	3,293	3,387

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	736	262	230	314
당기순이익	436	214	152	230
비현금수익비용가감	359	9	65	90
유형자산감가상각비	104	63	62	62
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	253	-56	1	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	50	-17	15	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	101	-9	-9	-10
재고자산 감소(증가)	5	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-139	8	-51	-77
투자활동으로 인한 현금흐름	-392	-100	-113	-126
유형자산처분(취득)	-249	-45	-55	-65
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-670	-55	-58	-61
기타투자활동	530	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-304	-147	-135	-133
장단기금융부채의 증가(감소)	-152	-11	0	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-119	-136	-136	-136
기타재무활동	-33	0	1	0
현금의 증가	30	14	-19	54
기초현금	256	286	299	280
기말현금	286	299	280	334

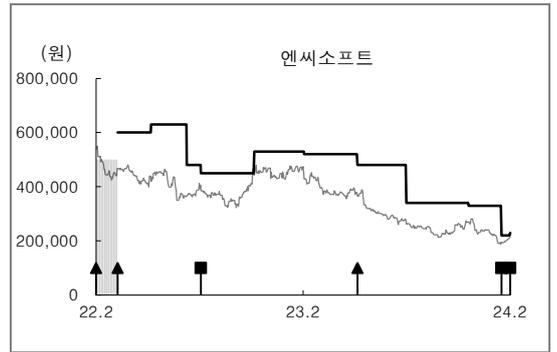
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	22.6	24.9	29.6	19.5
P/CF (x)	12.4	23.7	20.7	14.1
P/B (x)	2.6	1.4	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	13.7	16.8	12.2	8.0
EPS (원)	19,847	9,663	6,917	10,464
CFPS (원)	36,227	10,150	9,876	14,543
BPS (원)	173,629	177,113	177,851	182,136
DPS (원)	6,680	6,680	6,680	6,680
배당성향 (%)	31.1	63.4	89.3	59.1
배당수익률 (%)	1.5	2.8	3.3	3.3
매출액증가율 (%)	11.4	-30.8	1.0	10.7
EBITDA증가율 (%)	41.8	-69.6	4.3	46.7
조정영업이익증가율 (%)	49.0	-75.4	7.2	66.8
EPS증가율 (%)	9.8	-51.3	-28.4	51.3
매출채권 회전율 (회)	11.3	9.9	9.5	10.0
재고자산 회전율 (회)	653.2	1,405.2	1,726.1	1,805.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.7	4.8	3.4	5.0
ROE (%)	13.7	6.6	4.6	6.9
ROIC (%)	50.1	16.7	13.2	22.3
부채비율 (%)	38.7	37.2	37.8	37.9
유동비율 (%)	522.2	555.1	541.7	535.0
순차입금/자기자본 (%)	-23.4	-57.4	-58.3	-59.9
조정영업이익/금융비용 (x)	59.0	16.4	17.7	29.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2024.02.13	Trading Buy	230,000	-	-
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.62	-3.18
2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98
2022.11.14	Trading Buy	530,000	-14.27	-9.53
2022.08.12	Trading Buy	450,000	-18.36	3.33
2022.07.18	매수	480,000	-21.06	-14.17
2022.05.16	매수	630,000	-34.56	-26.11
2022.03.18	매수	600,000	-26.20	-20.00
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.