

2023. 12. 12

Tech팀

오동환

Senior Analyst  
dh1.oh@samsung.com

유승민

Research Associate  
seungmin.you@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>HOLD</b>	
목표주가	210,000원	-12.9%
현재주가	241,000원	
시가총액	5,330원	
Shares (float)	21,954,022주 (80.5%)	
52주 최저/최고	212,500원/476,500원	
60일-평균거래대금	341.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
엔씨소프트 (%)	-7.7	-23.5	-48.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-11.9	-20.0	-51.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	210,000	240,000	-12.5%
2023E EPS	7,365	7,824	-5.9%
2024E EPS	7,140	12,410	-42.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	17
Target price	304,375
Recommendation	3.6
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

## 엔씨소프트 (036570)

### 한 방 없었던 TL, 24년은 보릿고개

- 7일 국내 출시된 TL의 초기 트래픽 부진. 아마존의 글로벌 출시가 남아있으나, 국내 매출이 시장 기대를 하회할 가능성이 높은 만큼 24년 실적 눈높이 조절 필요
- 아이온 2, LLL 등 대작들이 출시되는 25년에는 매출 반등이 예상되나, 그 전까지는 기존 모바일게임 매출 감소로 실적 부진이 이어질 전망. 추가 주가 하락에 유의

#### WHAT'S THE STORY?

**TL, 아쉬운 국내 성과:** TL은 7일 21개 서버로 국내에 정식 출시됨. 주말에도 추가 서버 증설 없이 대부분의 서버가 원활한 모습을 보임. 서버 한 개 당 수용 가능한 최대 동시접속자 수는 5천 명에서 1만 명 수준. 주말에도 대부분 서버가 원활한 모습을 보이고 있는 점을 고려하면 현재 동접자 수는 10만명 이하로 추정됨. 패스 중심의 수익모델(BM)로 이용자당 매출(ARPU)이 낮은 만큼 실제 매출은 트래픽이 유사한 경쟁 게임보다도 낮을 것으로 판단됨. 당사는 TL의 국내 24년 매출 추정치를 기존 2,500억원에서 1,000억원으로 하향함.

**이제 희망은 아마존의 글로벌 출시:** 이제 남은 희망은 아마존을 통해 출시될 글로벌 시장의 성과. 국내 피드백을 바탕으로 최적화 등 기술적 문제점을 해결하고 수동 이동 등 불편한 UI를 개선하는 등 콘텐츠 수정을 거쳐 출시된다면 국내보다 나은 성과를 낼 가능성 존재.

**구조 조정으로 보릿고개 지나기:** 엔씨소프트는 박병무 VIG 대표를 신임 공동 대표 후보로 내정하여 경영 쇄신 의지를 내보임. 외부 인사가 대표로 선임된 만큼 현재 진행 중인 사업 부 개편과 구조조정이 보다 탄력을 받을 수 있을 전망. 기존 모바일게임의 매출 감소와 TL의 성과 부진으로 24년에도 실적 부진이 예상되는 만큼, 24년 진행될 경영 쇄신의 성과에 따라 25년 아이온 2, LLL 등 대작 출시를 통한 실적 개선의 강도가 결정될 전망.

**단기 눈높이 조정 필요:** TL의 24년 매출 추정치를 기존 3,700억원에서 1,500억원(순매출 기준)으로 하향하며, 이를 반영하여 24년 영업이익 역시 2,500억원에서 1,200억원으로 하향함. 목표주가 역시 기존 24만원에서 21만원(차기작 매출이 반영되는 25년 예상 EPS에 목표 P/E 14.4배 적용. 목표 P/E는 국내외 게임 기업 25년 P/E 평균에 이익 부진에 따른 할인율 20% 적용)으로 12.5% 하향함. 24년 구조조정과 신작 개발로 25년부터는 반등의 발판을 마련 중이나, 24년에는 실적 부진이 불가피한 만큼 추가 주가 하락에 유의할 필요.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	2,572	1,769	1,822	2,318
영업이익 (십억원)	559	132	118	304
순이익 (십억원)	436	194	144	308
EPS (adj) (원)	19,495	7,365	7,140	14,493
EPS (adj) growth (%)	15.6	-62.2	-3.1	103.0
EBITDA margin (%)	25.9	13.9	13.1	19.0
ROE (%)	13.7	6.1	4.4	9.0
P/E (adj) (배)	23.0	32.7	33.8	16.6
P/B (배)	2.8	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	13.7	18.2	18.2	9.2
Dividend yield (%)	1.5	1.2	0.9	0.9

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

TL 주말 서버 현황 (1)



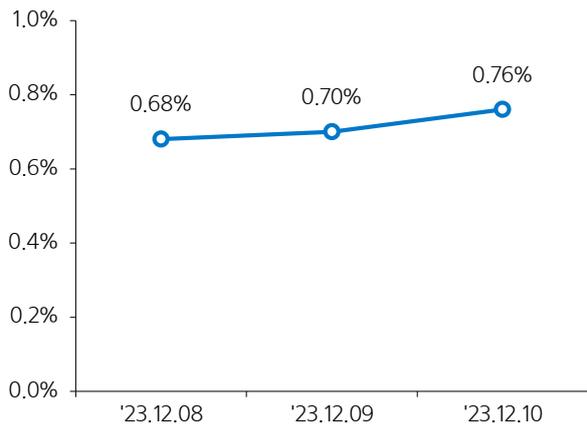
참고: 12월 9일 17:00시 기준  
자료: 삼성증권

TL 주말 서버 현황 (2)



참고: 12월 9일 17:00시 기준  
자료: 삼성증권

TL 국내 PC방 점유율 추이



자료: 게임트릭스, 삼성증권

국내 PC방 점유율 순위

순위	게임명	사용시간 점유율
1	리그 오브 레전드	45.64%
2	FC온라인	8.43%
3	발로란트	6.74%
4	서든어택	5.86%
5	배틀그라운드	4.40%
6	오버워치	4.30%
7	메이플 스토리	3.65%
8	루스타이크	3.26%
9	던전앤파이터	2.14%
10	스타크래프트	1.99%
11	디아블로4	0.92%
12	월드 오브 워크래프트	0.84%
13	쓰론 앤 리버티	0.76%
14	아이온	0.65%
15	워크래프트 3	0.55%

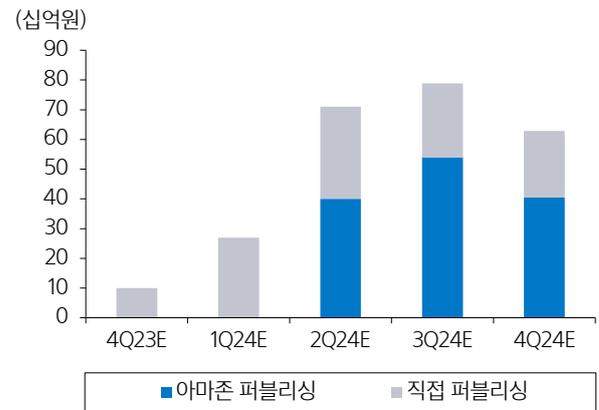
참고: 12월 10일 기준  
자료: 게임트릭스

국내 주요 PC MMORPG 최고 동접자 및 연간 매출

출시년도	게임명	개발사	최대 동접자수	연간 최대 매출
1998	리니지	엔씨소프트	22만명	3,500억원
2003	리니지2	엔씨소프트	15만명	700억원
2008	아이온	엔씨소프트	28만명	1,800억원
2011	테라	블루홀스튜디오	20만명	500억원
2012	블레이드&소울	엔씨소프트	25만명	800억원
2013	아키에이지	XL게임즈	10만명	300억원*
2014	검은사막	펄어비스	비공개	380억원
2018	로스타이크	스마일게이트RPG	35만명	5,600억원

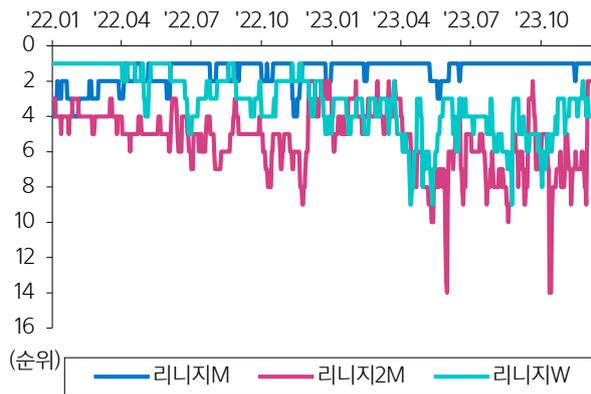
참고: 국내 기준; \*해외 매출 포함  
자료: 각 사, 언론, 삼성증권 추정

TL 매출 추정



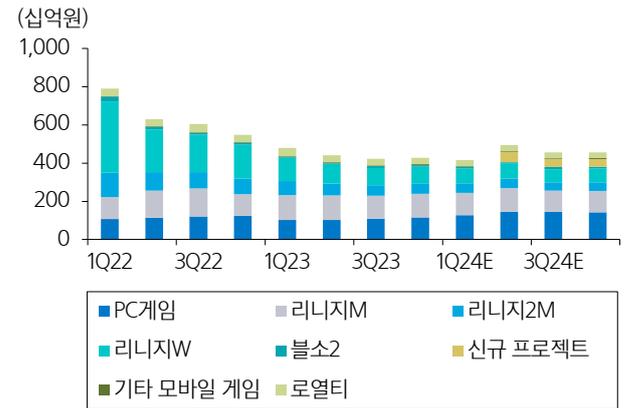
참고: 총매출 기준  
자료: 삼성증권 추정

주요 모바일게임 국내 매출 순위 변동



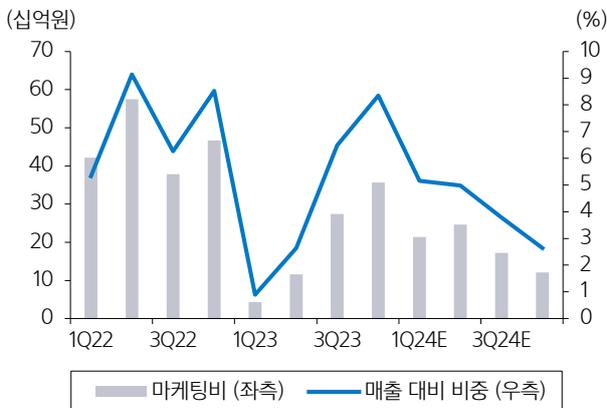
참고: 구글플레이 게임 매출 순위  
자료: 센서타워, 삼성증권

게임별 매출 추이



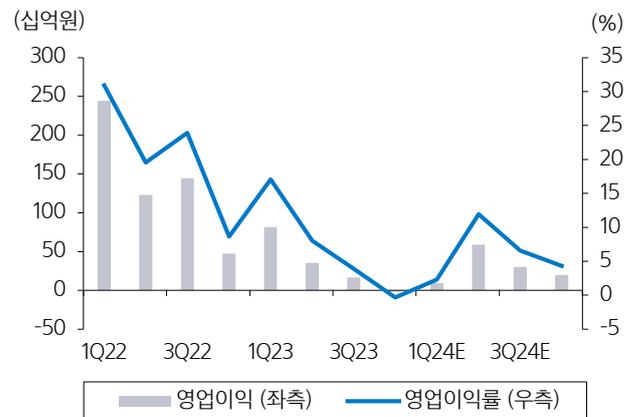
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

분기별 마케팅비 추이



자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

24년 출시 예정인 배틀크러쉬



자료: 엔씨소프트

25년 출시 예정인 LLL



자료: 엔씨소프트

신작 출시 라인업

출시 시기	게임	플랫폼	장르	비고
4Q23	TL (Throne & Liberty)	PC/콘솔	MMORPG	국내 12월 7일 출시, 글로벌은 1H24 출시 예정
1H24	배틀 크러쉬	모바일/스위치	대전 액션	
	블소S	모바일	수집형 RPG	
2H24	프로젝트 G	PC/모바일	MMORTS	글로벌 출시 목표로 개발 중
2025	아이온 2	모바일	MMORPG	글로벌 콘텐츠, 언리얼5 기반
	프로젝트 E	미공개	미공개	동아시아 지역 배경, TL과 세계관 공유
	프로젝트 M	PC/콘솔	인터랙티브 무비	
미정	LLL	PC/콘솔	3인칭 슈팅	22년 11월 14일 유튜브 최초 공개
미정	스카이라인 프로젝트	미공개	MMORPG	소니의 호라이즌 IP 기반

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

엔씨소프트 밸류에이션

	(원)
2025년 예상 EPS	14,493
목표 P/E (배) *	14.4
적정 주가	208,635
목표주가	210,000
현재 주가 **	241,000
상승 여력 (%)	-12.9%

참고: \*글로벌 게임 기업의 25년 P/E 평균에 이익 부진에 따른 할인율 20% 적용, \*\*12월 11일 종가 기준  
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2023E	2024E	2025E
크래프톤	16.0	17.3	15.5
카카오게임즈	68.4	20.6	15.3
Activision Blizzard	22.5	22.0	20.0
EA	22.7	19.2	17.5
Take Two Interactive	49.7	20.8	20.8
Bandai Namco	21.3	20.0	18.3
Nexon	22.7	20.9	18.6
평균	31.9	20.1	18.0
할인율 (%)	-20.0%	-20.0%	-20.0%
목표 P/E	25.5	16.1	14.4

참고: 12월 11일 종가 기준; 자료: Bloomberg

## 주요 모바일 게임 매출 추정

(백만원)	2022	2023E	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
<b>모바일게임 매출</b>	<b>1,959,212</b>	<b>1,195,913</b>	<b>1,138,609</b>	<b>1,673,232</b>	<b>335,991</b>	<b>302,143</b>	<b>279,295</b>	<b>278,483</b>	<b>257,144</b>	<b>317,203</b>	<b>280,554</b>	<b>283,708</b>
리니지M	516,464	500,717	463,357	404,984	130,148	127,753	119,614	123,202	117,042	122,894	110,605	112,817
일 매출	1,435	1,391	1,287	1,125	1,446	1,419	1,329	1,369	1,300	1,365	1,229	1,254
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지2M	391,471	243,846	187,008	149,845	73,059	62,008	54,926	53,853	48,952	49,903	43,219	44,934
국내	269,771	184,824	140,395	108,453	54,953	46,980	41,852	41,040	37,036	37,629	32,173	33,556
일 매출	749	513	390	301	611	522	465	456	410	418	356	373
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
해외	121,700	59,022	46,614	41,392	18,106	15,028	13,075	12,813	11,916	12,274	11,046	11,378
일 매출	338	164	129	115	201	167	145	142	132	136	123	126
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
블소 2	55,553	26,374	33,051	23,045	5,022	4,274	9,232	7,847	7,062	5,650	11,300	9,040
일 매출	154	73	92	64	56	47	103	87	78	63	126	100
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지 W	970,803	402,833	298,612	231,065	122,557	102,825	90,077	87,374	78,637	80,210	68,178	71,587
일 매출	2,697	1,119	829	642	1,362	1,142	1,001	971	874	891	758	795
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
신규 프로젝트	-	99,495	139,185	429,624	-	-	200	1,350	945	54,000	43,200	41,040
일 매출	-	276	387	1,193	-	-	50	15	11	600	480	456
영업일 수	-	360	360	360	-	-	4	90	90	90	90	90
기타	14,129	14,960	14,455	14,447	3,437	3,781	3,970	3,771	3,583	3,762	3,386	3,724
<b>주요 모바일 로열티</b>	<b>157,009</b>	<b>147,250</b>	<b>124,360</b>	<b>119,078</b>	<b>42,314</b>	<b>36,276</b>	<b>35,289</b>	<b>33,370</b>	<b>31,278</b>	<b>31,473</b>	<b>30,575</b>	<b>31,034</b>
리니지2: 레볼루션	10,694	8,433	5,437	3,708	3,013	1,810	1,892	1,718	1,561	1,418	1,288	1,170
총매출	106,938	84,329	54,368	37,076	30,130	18,099	18,918	17,182	15,606	14,177	12,880	11,704
일 매출	297	234	151	103	335	201	210	191	173	158	143	130
로열티비율 (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
블소 레볼루션	8,652	7,258	4,267	2,659	2,410	1,810	1,608	1,429	1,260	1,121	997	888
총매출	86,518	72,580	42,667	26,592	24,104	18,099	16,083	14,295	12,605	11,211	9,975	8,877
일 매출	240	202	119	74	268	201	179	159	140	125	111	99
로열티비율 (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
리니지M 대만	93,789	75,749	62,938	56,535	22,260	18,921	17,029	17,540	15,786	16,101	15,296	15,755
총매출	312,630	252,496	209,795	188,451	74,199	63,069	56,762	58,465	52,619	53,671	50,988	52,517
일 매출	868	701	583	523	824	701	631	650	585	596	567	584
로열티비율 (%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

## 분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
<b>매출액</b>	<b>790.3</b>	<b>629</b>	<b>604.2</b>	<b>547.9</b>	<b>478.8</b>	<b>440.2</b>	<b>423.1</b>	<b>427.2</b>	<b>415.3</b>	<b>494.1</b>	<b>455.8</b>	<b>456.4</b>
리니지	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.3	26.4	25.1	22.6	23.6	21.2	23.1
리니지 2	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.0	20.5	22.0	20.4	20.9	19.9	21.2
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.8	19.3	17.9	16.1	15.4	15.8	16.8
블레이드 앤 소울	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	5.8	6.0	6.3	6.1	6.0	6.0	6.3
길드워 2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	19.2	21.0	18.9	19.8	17.8	20.5	19.1
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	119.6	123.2	117.0	122.9	110.6	112.8
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	54.9	53.9	49.0	49.9	43.2	44.9
블소2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.3	9.2	7.8	7.1	5.6	11.3	9.0
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	90.1	87.4	78.6	80.2	68.2	71.6
아이온2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
TL	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	27.0	45.1	43.7	36.5
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	19.0	20.8	21.4	20.3	75.2	64.8	63.9
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	33.4	31.3	31.5	30.6	31.0
<b>영업비용</b>	<b>546.1</b>	<b>506.3</b>	<b>459.8</b>	<b>500.5</b>	<b>397.1</b>	<b>405.0</b>	<b>406.6</b>	<b>428.7</b>	<b>405.8</b>	<b>435.1</b>	<b>425.8</b>	<b>436.8</b>
인건비 및 복리후생비	106.9	119.9	95.1	128.8	116.4	113.7	100.0	103.3	101.7	103.2	104.9	113.0
지급수수료	217.4	157.8	174.5	139.6	110.0	107.8	101.2	102.0	96.3	117.1	108.9	109.3
연구개발비	127.4	104.4	113.0	128.3	112.8	114.1	120.1	128.8	128.1	130.1	133.5	137.2
광고선전비	42.1	57.5	37.8	46.7	4.3	11.6	27.4	35.7	21.4	24.6	17.2	12.1
기타	52.3	66.8	39.4	57.2	53.7	57.7	57.8	59.0	58.3	60.0	61.3	65.2
<b>영업이익</b>	<b>244.2</b>	<b>123.0</b>	<b>144.4</b>	<b>47.4</b>	<b>81.6</b>	<b>35.3</b>	<b>16.5</b>	<b>(1.5)</b>	<b>9.5</b>	<b>59.0</b>	<b>30.1</b>	<b>19.7</b>
세전이익	233.2	163.1	250.4	(37.6)	141.3	39.1	46.2	7.3	19.8	73.1	46.2	33.2
당기순이익	168.3	118.7	182.1	(33.1)	114.2	30.5	44.0	5.7	16.4	61.2	39.3	27.3
지배주주순이익	168.9	118.6	181.8	(33.6)	113.7	29.9	43.6	5.6	16.2	60.4	38.8	27.0
수정 EPS (원)*	8,430	3,730	3,907	3,516	3,398	1,964	1,403	600	1,013	2,872	1,827	1,429
<b>이익률 (%)</b>												
영업이익률	30.9	19.5	23.9	8.7	17.0	8.0	3.9	(0.3)	2.3	11.9	6.6	4.3
세전이익률	29.5	25.9	41.4	(6.9)	29.5	8.9	10.9	1.7	4.8	14.8	10.1	7.3
순이익률	21.3	18.9	30.1	(6.0)	23.8	6.9	10.4	1.3	4.0	12.4	8.6	6.0
지배주주순이익률	21.4	18.8	30.1	(6.1)	23.7	6.8	10.3	1.3	3.9	12.2	8.5	5.9

참고: \* 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨  
K-IFRS 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

## 엔씨소프트 연간 수익 추정 변경

(십억원)	2023E			2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
<b>매출액</b>	<b>1,789.4</b>	<b>1,769.4</b>	<b>(1.1)</b>	<b>2,016.8</b>	<b>1,821.6</b>	<b>(9.7)</b>	<b>2,538.3</b>	<b>2,318.0</b>	<b>(8.7)</b>
리니지	100.3	100.3	0.0	90.5	90.5	0.0	83.5	83.5	0.0
리니지 2	86.9	86.9	0.0	82.4	82.4	0.0	78.4	78.4	0.0
아이온	70.6	70.6	0.0	64.1	64.1	0.0	62.9	62.9	0.0
블레이드 앤 소울	25.5	25.5	0.0	24.4	24.4	0.0	24.3	24.3	0.0
길드워 2	79.5	79.5	0.0	77.3	77.3	0.0	74.5	74.5	0.0
리니지M	500.7	500.7	0.0	463.4	463.4	0.0	405.0	405.0	0.0
리니지2M	243.8	243.8	0.0	179.3	187.0	4.3	143.8	149.8	4.2
블소2	26.4	26.4	0.0	31.2	33.1	5.9	21.8	23.0	5.9
리니지W	402.8	402.8	0.0	282.0	298.6	5.9	218.2	231.1	5.9
아이온2	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n/a	418.7	418.7	0.0
TL	30.0	10.0	(66.7)	374.8	152.3	(59.4)	297.5	123.0	(58.7)
기타	75.4	75.4	0.0	223.1	224.3	0.5	590.6	524.7	(11.2)
로열티	147.2	147.2	0.0	124.4	124.4	0.0	119.1	119.1	0.0
<b>영업비용</b>	<b>1,644.7</b>	<b>1,637.4</b>	<b>(0.4)</b>	<b>1,764.2</b>	<b>1,703.4</b>	<b>(3.4)</b>	<b>2,054.8</b>	<b>2,014.3</b>	<b>(2.0)</b>
인건비 및 복리후생비	433.4	433.4	0.0	422.8	422.8	0.0	453.3	453.3	0.0
지급수수료	424.1	420.9	(0.7)	452.8	431.6	(4.7)	618.7	586.3	(5.2)
연구개발비	475.9	475.9	0.0	528.9	528.9	0.0	586.1	586.1	0.0
광고선전비	83.1	79.0	(5.0)	115.0	75.3	(34.5)	122.2	113.9	(6.8)
기타	228.1	228.2	0.0	244.7	244.8	0.0	274.5	274.6	0.1
<b>영업이익</b>	<b>144.7</b>	<b>132.0</b>	<b>(8.8)</b>	<b>252.6</b>	<b>118.2</b>	<b>(53.2)</b>	<b>483.5</b>	<b>303.7</b>	<b>(37.2)</b>
세전이익	247.5	233.9	(5.5)	302.0	172.4	(42.9)	550.0	369.0	(32.9)
당기순이익	205.0	194.4	(5.2)	252.7	144.2	(42.9)	459.5	308.2	(32.9)
지배주주순이익	203.3	192.8	(5.2)	249.5	142.4	(42.9)	453.8	304.4	(32.9)
수정 EPS (원)*	7,824	7,365	(5.9)	12,410	7,140	(42.5)	21,589	14,493	(32.9)
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익률	7.1	6.5		11.5	5.5		18.0	12.1	
세전이익률	12.8	12.2		14.0	8.5		20.7	14.9	
순이익률	10.5	10.0		11.5	6.9		17.1	12.3	
지배주주순이익률	10.4	9.9		11.4	6.8		16.9	12.1	

참고: \* 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨

KIFRS 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,769	1,822	2,318
매출원가	2	5	0	0	0
매출총이익	2,307	2,567	1,769	1,822	2,318
(매출총이익률, %)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	1,932	2,008	1,637	1,703	2,014
영업이익	375	559	132	118	304
(영업이익률, %)	16.3	21.7	7.5	6.5	13.1
영업외손익	116	50	102	54	65
금융수익	123	74	140	100	111
금융비용	19	106	28	31	31
지분법손익	16	-8	3	9	9
기타	-4	90	-13	-24	-24
세전이익	491	609	234	172	369
법인세	96	173	39	28	61
(법인세율, %)	19.5	28.4	16.9	16.3	16.5
계속사업이익	396	436	194	144	308
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	396	436	194	144	308
(순이익률, %)	17.1	17.0	11.0	7.9	13.3
지배주주순이익	397	436	193	142	304
비지배주주순이익	-1	0	2	2	4
EBITDA	469	665	245	239	440
(EBITDA 이익률, %)	20.3	25.9	13.9	13.1	19.0
EPS (지배주주)	18,078	19,847	8,782	6,488	13,866
EPS (연결기준)	18,026	19,859	8,855	6,569	14,040
수정 EPS (원)*	16,870	19,495	7,365	7,140	14,493

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	391	736	172	280	460
당기순이익	396	436	194	144	308
현금유출입이없는 비용 및 수익	115	359	66	80	117
유형자산 감가상각비	92	104	112	119	134
무형자산 상각비	1	2	2	1	2
기타	21	253	-47	-41	-19
영업활동 자산부채 변동	35	50	-45	16	17
투자활동에서의 현금흐름	-188	-392	116	-127	-143
유형자산 증감	-286	-249	-110	0	0
장단기금융자산의 증감	215	-670	-15	-127	-143
기타	-117	527	241	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-112	-304	-168	-63	-47
차입금의 증가(감소)	437	-152	16	-3	-3
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-176	-119	-136	-60	-45
기타	-373	-33	-48	0	0
현금증감	99	30	92	-9	163
기초현금	157	256	286	377	368
기말현금	256	286	377	368	532
Gross cash flow	511	795	260	224	425
Free cash flow	105	486	62	280	460

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,418	2,612	3,023
현금 및 현금등가물	256	286	377	368	532
매출채권	278	175	161	172	206
재고자산	6	1	1	1	1
기타	1,912	2,229	1,880	2,072	2,284
비유동자산	2,129	1,747	1,932	1,858	1,773
투자자산	1,201	538	573	620	671
유형자산	747	930	1,001	882	748
무형자산	42	43	121	120	118
기타	138	235	236	236	236
자산총계	4,582	4,438	4,350	4,470	4,796
유동부채	663	515	647	671	698
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	5	0	0	0	0
기타 유동부채	658	515	647	671	698
비유동부채	767	724	537	549	585
사채 및 장기차입금	409	409	170	170	170
기타 비유동부채	358	314	368	379	415
부채총계	1,431	1,239	1,184	1,220	1,283
지배주주지분	3,149	3,196	3,163	3,245	3,505
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,458	3,540	3,800
기타	-367	-658	-739	-739	-739
비지배주주지분	2	2	3	5	9
자본총계	3,151	3,199	3,166	3,250	3,513
순부채	103	-748	-838	-958	-1,265

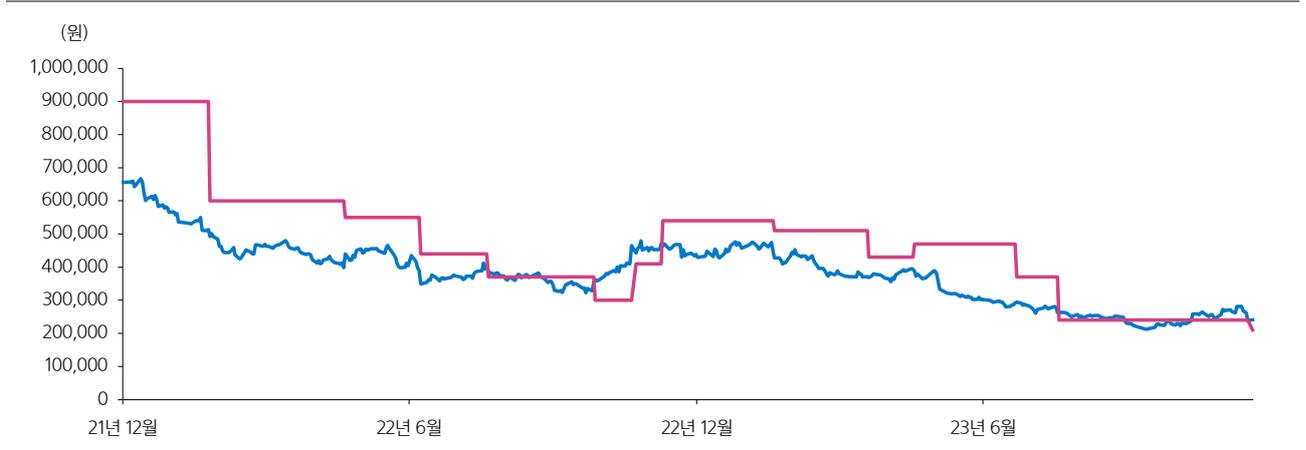
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-4.4	11.4	-31.2	3.0	27.2
영업이익	-54.5	49.0	-76.4	-10.4	156.9
순이익	-32.5	10.2	-55.4	-25.8	113.7
수정 EPS**	-37.0	15.6	-62.2	-3.1	103.0
주당지표					
EPS (지배주주)	18,078	19,847	8,782	6,488	13,866
EPS (연결기준)	18,026	19,859	8,855	6,569	14,040
수정 EPS**	16,870	19,495	7,365	7,140	14,493
BPS	155,059	157,391	155,762	159,798	172,579
DPS (보통주)	5,860	6,680	2,979	2,210	2,210
Valuations (배)					
P/E***	38.1	23.0	32.7	33.8	16.6
P/B***	4.1	2.8	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	30.3	13.7	18.2	18.2	9.2
비율					
ROE (%)	12.6	13.7	6.1	4.4	9.0
ROA (%)	9.1	9.7	4.4	3.3	6.7
ROIC (%)	57.6	50.1	11.3	9.7	28.2
배당성향 (%)	1,476.5	1,533.1	31.4	31.5	14.7
배당수익률 (보통주, %)	0.9	1.5	1.2	0.9	0.9
순부채비율 (%)	3.3	-23.4	-26.5	-29.5	-36.0
이자보상배율 (배)	28.5	59.0	10.1	7.9	20.4

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/11/12	12/17	2022/2/16	5/13	6/30	8/12	10/19	11/14	12/1	2023/2/10	4/11	5/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	1100000	900000	600000	550000	440000	370000	300000	410000	540000	510000	430000	470000
과리율 (평균)	-35.46	-34.20	-25.50	-21.46	-15.28	-3.41	30.78	11.86	-16.10	-21.46	-12.45	-31.66
과리율 (최대or최소)	-30.91	-25.89	-16.50	-15.36	-6.36	-12.84	19.33	9.39	-11.76	-11.27	-8.02	-17.34
일 자	7/14	8/10	12/12									
투자의견	BUY	HOLD	HOLD									
TP (원)	370000	240000	210000									
과리율 (평균)	-25.05	2.89										
과리율 (최대or최소)	-21.35	-11.46										

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2023.09.30 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA