

엔씨소프트(036570)

중립(유지)

2Q24 Review: 핵심 주가 변수는 호연의 성과

비용절감을 통한 서프라이즈 기록

2Q24 매출액은 3,689억원(-16.2% YoY, -7.3% QoQ), 영업이익은 88억원(-74.9% YoY, -65.6% QoQ)으로 컨센서스(매출액 3,864억원, 영업손실 14억원)를 상회했다. 모바일게임 매출액은 2,182억원(-26.5% YoY, -12.5% QoQ)을 기록했다. 대규모 업데이트 영향으로 리니지M 매출은 반등했으나 리니지W와 2M의 매출이 크게 감소했다. PC게임 매출액은 862억원(-2.2% YoY, -5.7% QoQ)을 기록했다. 리니지1을 제외한 PC게임 라인업이 전분기대비 감소했다. 전체 영업비용은 3,600억원(-11.1% YoY, -3.3% QoQ)을 기록했다. 마케팅비가 신작 및 리니지M 업데이트 영향으로 늘어났지만 권고 사직 영향으로 인건비가 감소했다.

중요한 변곡점, 핵심은 호연의 성과

중요한 변곡점이다. 실적이 계속 악화되고 있는 가운데 8월 28일 기대작인 호연의 출시를 시작으로 블레이드앤소울2 중국, 인기 IP의 스핀오프게임 1종, 리니지2M의 동남아 출시 등이 이어질 것이다. 특히 엔씨소프트에게 새로운 시도인 호연이 흥행에 성공한다면 단번에 2025년 신작들에 대한 기대감까지 끌어올릴 수 있다. 반대로 호연 또한 유저들의 혹평 속에 흥행에 실패한다면 미래 신작에 대한 기대감까지 사라져버릴 것이다. 그만큼 호연의 성과는 하반기 이후 엔씨소프트에 대한 투자 의사결정을 하는데 가장 중요한 요소이다.

아직은 중립을 유지, 체질개선의 결과물 확인이 필요

투자의견 중립을 유지한다. 호연이 그 동안 엔씨소프트가 받아온 부정적인 요소들을 극복하고 유저들의 호평을 받을 수 있을 것인가에 대한 확신을 갖기는 아직 이르다. 또한 호연 자체로는 큰 폭의 실적 증가를 기대하기는 어려우며 본격적인 개선은 대형 기대신작들이 나오는 2025년 이후가 될 것이다. 시간을 갖고 천천히 매수해도 늦지 않다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
49	26	60	59

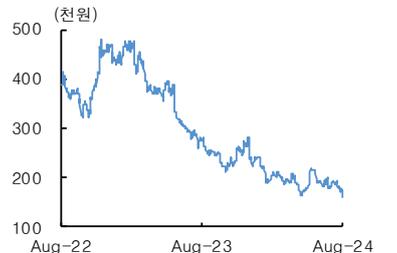
Stock Data

KOSPI(8/5)	2,442
주가(8/5)	160,400
시가총액(십억원)	3,521
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	281,500/160,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,180
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.1/36.4
주요주주(%)	김택진 외 12 인 12.0
	퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.5)	(22.5)	(41.8)
KOSPI 대비(%p)	2.2	(16.7)	(35.6)

주가추이



	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	2,572	559	436	21,456	11.1	665	20.9	11.2	2.6	13.7	1.5
2023A	1,780	137	212	10,446	(51.3)	249	23.0	12.8	1.4	6.6	1.3
2024F	1,654	118	184	9,201	(11.9)	238	17.4	6.1	0.9	5.6	2.0
2025F	2,105	270	240	12,132	31.9	399	13.2	2.4	0.9	7.0	2.0
2026F	2,240	330	286	14,479	19.4	467	11.1	1.8	0.8	7.9	2.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

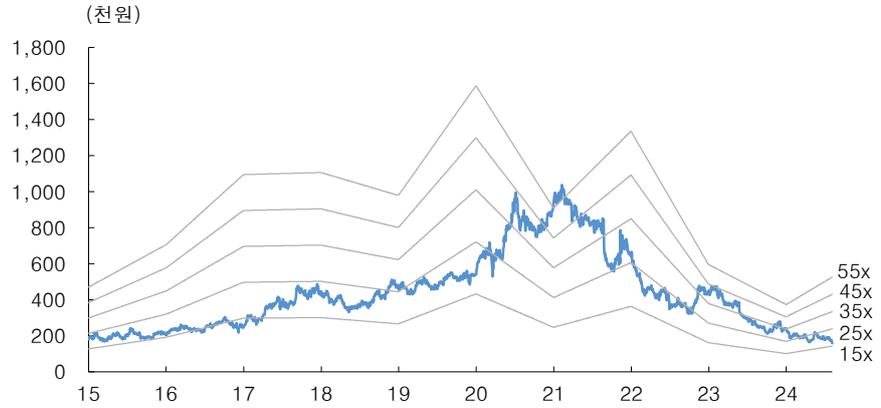
정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

[그림 1] 엔씨소프트 PER band chart



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 엔씨소프트 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경전		변경후		차이	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,775	2,232	1,654	2,105	(6.8)	(5.7)
영업이익	100	301	118	270	17.9	(10.1)
세전이익	147	324	239	318	62.6	(1.8)
순이익	109	246	186	242	70.4	(1.7)

자료: 한국투자증권

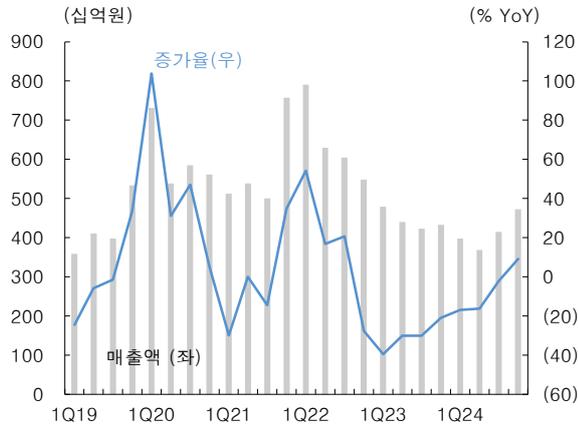
<표 2> 엔씨소프트 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	433	398	369	415	473	2,572	1,775	1,654	2,105
YoY(%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(21.0)	(16.9)	(16.2)	(2.0)	9.1	11.4	(31.0)	(6.8)	27.3
PC/콘솔	91	88	93	88	91	86	116	144	390	360	502	673
리니지1	25	24	26	21	24	25	25	25	107	97	98	100
리니지2	21	23	21	22	23	21	33	30	94	87	107	83
모바일	331	297	274	299	249	218	240	270	1,934	1,200	978	1,317
리니지 M	130	128	120	119	105	107	106	104	516	496	422	753
리니지2M	73	62	55	73	56	42	41	39	391	263	177	245
리니지 W	123	103	90	99	83	65	63	60	971	414	271	379
로열티 및 기타	57	55	56	46	57	64	59	58	157	144	143	130
영업비용	397	405	407	434	372	360	384	419	2,013	1,643	1,536	1,835
YoY(%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(6.3)	(11.1)	(5.4)	(3.3)	4.1	(18.4)	(6.5)	19.5
영업이익	82	35	17	4	26	9	30	53	559	137	118	270
YoY(%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(68.5)	(74.9)	82.5	1,279.4	49.0	(75.4)	(14.1)	129.5
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	7.3	11.2	21.7	7.7	7.1	12.8
세전이익	141	39	46	(20)	78	85	43	32	609	206	239	318
YoY(%)	(39.4)	(76.0)	(81.5)	(45.8)	(44.5)	117.2	(6.1)	(258.6)	24.0	(66.1)	15.9	33.2
순이익	114	31	44	25	57	71	33	25	436	214	186	242
YoY(%)	(32.2)	(74.3)	(75.8)	(176.1)	(50.0)	132.8	(25.1)	(2.5)	10.2	(50.9)	(13.2)	30.2

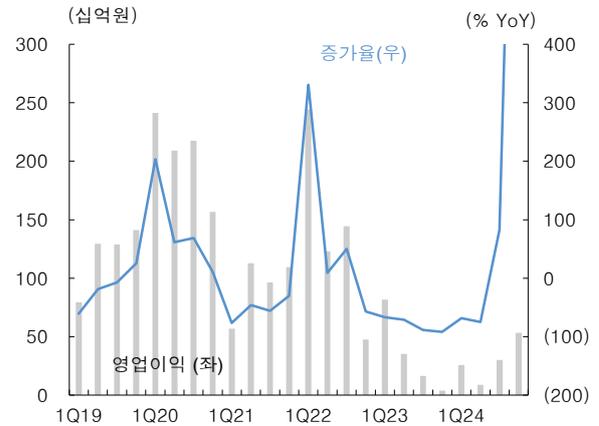
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 2] 리니지W와 2M의 실적 부진으로 매출 컨센 하회



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 3] 다만 영업이익은 비용 효율화로 컨센 상회



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

<표 1> Peer valuation

(단위: 십억원)

		NCSOFT	Krafton	Netmarble	Com2us	Pearl Abyss	Kakaogames	EA	Square Enix	Nexon
매출	2022A	2,572	1,854	2,673	677	386	1,148	8,162	3,796	3,483
	2023A	1,780	1,911	2,502	740	333	1,025	9,726	3,319	3,942
	2024F	1,679	2,418	2,852	714	340	1,052	9,983	3,258	4,270
	2025F	1,991	2,742	2,961	806	596	1,230	10,358	2,915	4,539
영업이익	2022A	559	752	(109)	(15)	16	176	1,318	616	1,021
	2023A	137	768	(68)	(32)	(16)	75	1,744	429	1,255
	2024F	94	907	184	13	(18)	70	2,004	298	1,349
	2025F	250	1,053	200	40	154	134	3,345	402	1,501
영업이익률	2022A	21.7	40.5	(4.1)	(2.2)	4.2	15.3	16.1	16.2	29.3
	2023A	7.7	40.2	(2.7)	(4.4)	(4.9)	7.3	17.9	12.9	31.8
	2024F	5.6	37.5	6.4	1.8	(5.4)	6.7	20.1	9.1	31.6
	2025F	12.5	38.4	6.8	4.9	25.8	10.9	32.3	13.8	33.1
순이익	2022A	436	500	(819)	33	(43)	(234)	921	530	988
	2023A	212	595	(256)	40	15	(229)	1,050	476	657
	2024F	150	816	110	23	12	42	1,681	136	1,107
	2025F	243	881	147	41	137	93	2,833	293	1,189
PER	2022A	20.9	15.3	-	19.8	-	-	34.8	12.7	25.8
	2023A	23.0	15.1	-	86.7	156.3	-	29.3	15.5	31.0
	2024F	23.6	15.9	38.3	16.2	168.1	31.2	24.1	47.3	18.2
	2025F	14.0	14.7	34.8	10.7	17.4	15.7	19.5	15.8	16.8
PBR	2022A	2.8	1.5	0.9	0.6	3.7	2.2	4.6	2.3	3.0
	2023A	1.5	1.6	1.0	0.5	3.3	1.5	4.5	2.4	2.4
	2024F	1.0	2.0	1.0	0.4	3.3	1.0	4.7	2.2	2.2
	2025F	1.0	1.8	1.0	0.4	2.8	0.9	5.2	1.6	2.0
PSR	2022A	3.5	4.2	1.9	1.0	6.7	3.1	5.1	1.8	7.3
	2023A	2.7	4.7	1.9	0.8	7.1	2.1	4.5	2.2	5.2
	2024F	2.1	5.4	1.8	0.6	7.1	1.4	4.7	2.0	4.7
	2025F	1.8	4.8	1.8	0.6	4.1	1.2	5.2	1.7	4.5
ROE	2022A	13.7	10.3	(14.6)	2.9	(6.1)	(12.4)	10.2	19.3	11.8
	2023A	6.6	11.2	(4.9)	3.5	2.1	(14.9)	10.8	16.4	8.0
	2024F	4.3	13.6	2.8	2.3	2.2	2.8	17.2	4.7	13.1
	2025F	7.2	12.9	2.9	3.5	16.8	6.0	22.8	10.0	12.8
EV/EBITDA	2022A	11.0	6.0	48.6	40.9	57.5	16.4	20.2	7.3	18.1
	2023A	13.8	7.0	50.3	-	221.6	16.6	16.1	11.1	10.9
	2024F	10.4	9.8	18.4	12.6	196.3	13.8	17.1	12.0	10.7
	2025F	6.0	8.6	17.8	7.6	11.8	10.5	14.4	5.9	9.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,654	2,105	2,240
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,654	2,105	2,240
판매관리비	2,013	1,643	1,536	1,835	1,910
영업이익	559	137	118	270	330
영업이익률(%)	21.7	7.7	7.1	12.8	14.7
EBITDA	665	249	238	399	467
EBITDA Margin(%)	25.9	14.0	14.4	19.0	20.9
영업외수익	50	69	121	48	50
금융수익	74	120	162	160	163
금융비용	106	29	59	75	74
기타영업외손익	90	(26)	6	(48)	(49)
관계기업관련손익	(8)	4	12	11	11
세전계속사업이익	609	206	239	318	380
법인세비용	173	(8)	53	76	91
연결당기순이익	436	214	186	242	289
지배주주지분순이익	436	212	184	240	286
지배주주순이익률(%)	16.9	11.9	11.1	11.4	12.8
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	11.4	(30.8)	(7.1)	27.3	6.4
영업이익 증가율	49.0	(75.4)	(14.1)	129.5	22.0
지배주주순이익 증가율	9.8	(51.3)	(13.2)	30.2	19.4
EPS 증가율	11.1	(51.3)	(11.9)	31.9	19.4
EBITDA 증가율	41.8	(62.5)	(4.4)	67.7	17.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	736	140	248	1,018	482
당기순이익	436	214	186	242	289
유형자산감가상각비	104	110	118	126	134
무형자산상각비	2	2	2	3	3
자산부채변동	50	(96)	(45)	648	62
기타	144	(90)	(13)	(1)	(6)
투자활동현금흐름	(392)	113	(75)	(895)	(424)
유형자산투자	(250)	(117)	(189)	(197)	(205)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(136)	271	(22)	(199)	(68)
무형자산순증	(3)	(41)	5	(27)	(10)
기타	(3)	(1)	130	(473)	(142)
재무활동현금흐름	(304)	(177)	(199)	(30)	(30)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(185)	(43)	(136)	34	34
배당금지급	(119)	(136)	(64)	(62)	(62)
기타	0	1	1	(2)	(2)
기타현금흐름	(10)	4	0	0	0
현금의증가	30	80	(26)	93	28
FCF	249	(38)	(16)	731	220

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

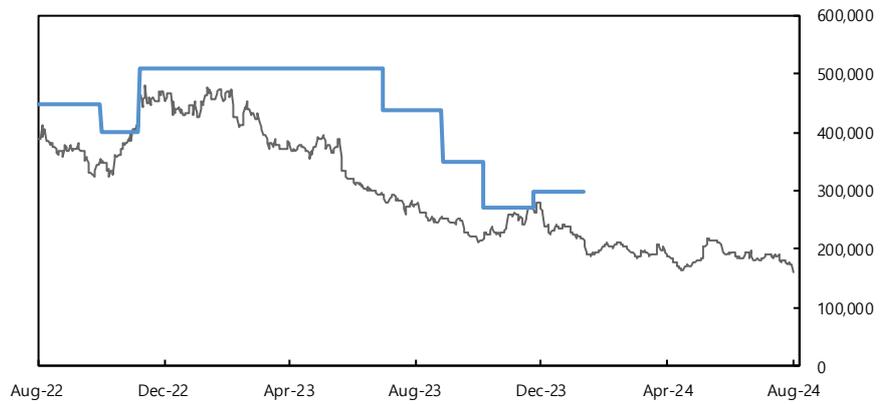
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	4,438	4,394	4,284	5,231	5,563
유동자산	2,691	2,337	2,172	2,764	2,941
현금성자산	286	365	339	432	460
매출채권및기타채권	219	172	160	204	217
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,112	2,467	2,622
투자자산	538	673	685	872	927
유형자산	930	1,001	1,071	1,141	1,211
무형자산	43	96	89	114	121
부채총계	1,239	1,141	930	1,720	1,848
유동부채	515	614	575	1,314	1,421
매입채무및기타채무	292	215	165	211	224
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	240	260	280	300
비유동부채	724	526	355	406	427
사채	349	170	0	0	0
장기차입금및금융부채	244	193	203	212	222
자본총계	3,199	3,253	3,354	3,511	3,715
지배주주지분	3,196	3,250	3,349	3,505	3,706
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(623)	(623)	(623)	(623)	(623)
이익잉여금	3,409	3,473	3,595	3,773	3,997
비지배주주지분	2	3	5	7	9
순차입금	(1,802)	(1,476)	(1,462)	(1,966)	(2,092)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	21,456	10,446	9,201	12,132	14,479
BPS	173,629	176,065	180,603	187,676	196,865
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
수익성(%)					
ROA	9.7	4.8	4.3	5.1	5.3
ROE	13.7	6.6	5.6	7.0	7.9
배당수익률	1.5	1.3	2.0	2.0	2.0
배당성향	31.1	30.0	33.6	25.8	21.6
안정성					
부채비율(x)	38.7	35.1	27.7	49.0	49.8
차입금/자본총계비율(%)	19.7	19.8	15.1	15.4	15.5
이자보상배율(x)	59.0	9.4	8.6	19.5	23.6
순차입금/EBITDA(x)	-2.7	-5.9	-6.1	-4.9	-4.5
Valuation(x)					
PER	20.9	23.0	17.4	13.2	11.1
최고	32.1	46.0	26.2	19.9	16.6
최저	14.8	20.3	17.1	12.9	10.8
PBR	2.6	1.4	0.9	0.9	0.8
최고	4.0	2.7	1.3	1.3	1.2
최저	1.8	1.2	0.9	0.8	0.8
PSR	3.8	3.0	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.2	12.8	6.1	2.4	1.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2022.07.11	매수	450,000원	-18.2	-8.4
	2022.10.05	매수	400,000원	-7.2	3.0
	2022.11.11	매수	510,000원	-21.3	-6.0
	2023.07.05	매수	440,000원	-38.4	-33.1
	2023.08.31	매수	350,000원	-31.6	-27.4
	2023.10.10	매수	270,000원	-9.3	0.9
	2023.11.28	매수	300,000원	-19.8	-6.3
	2024.01.15	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 8월 5일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.