

엔씨소프트 (036570)

이재은

jееun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률 유지

6개월 목표주가

190,000

유지

현재주가

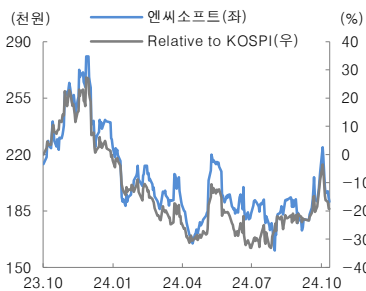
190,700

(24.10.16)

다지털컨텐츠업종

KOSPI	2610.36
시가총액	4,187삼억원
시가총액비중	0.20%
지분급(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	281,000원 / 160,400원
120일 평균거래대금	198억원
외국인지분율	35.65%
주요주주	갑택진 외 12 인 12.01% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.1	3.4	12.6	-14.9
상대수익률	4.6	13.5	12.6	-20.5



리니지의 반등, TL의 초기 서프를 가려버린 호연

- 3Q, 리니지M 반등, TL글로벌 얼액 판매에도 호연 부진으로 컨센 하회 전망
- TL 글로벌의 초기 서프는 긍정적. 단, 4분기 실적 기여에 그칠 것으로 판단
- 2025년 신작 출시 일정 조정에 따라 2025년 영업이익 약 20% 하향 조정

투자의견 Marketperform, 목표주가 190,000원 유지

2025년 EPS 9,494원에 Target PER 19.6배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상 되는 2025년을 목표주가 산출연도로 설정. Target PER은 글로벌 peer의 2025년 멀티플 평균대비 10% 할인 적용. 2025년 신작 2종의 출시 일정 조정에 따라 2025년 EPS를 기존 대비 14% 하향 조정했으나, 글로벌 멀티플 상승에 따라 기존 목표주가 유지

3분기, 리니지M의 반등을 무색하게 만든 호연

3Q24 매출액 3,964억원(YoY -6%, QoQ 8%), 영업이익 25억원(YoY -85%, QoQ -72%) 예상. 매출은 컨센서스 부합, 영업이익은 컨센서스 하회하는 실적 전망. 호연의 흥행 부진이 컨센 하회 요인으로 판단

3분기 매출엔 기대치 못했던 TL 글로벌의 얼리액세스 판매분(순매출), 리니지M의 매출 반등과 리니지2M, W의 지속적인 매출 하향, 호연의 흥행 부진이 혼재되어 컨센에 부합하는 매출 실적이 예상됨. 하지만, 신작 출시 및 기존 게임의 업데이트 관련 마케팅비가 전분기 대비 크게 증가할 것으로 예상되어 이익은 컨센을 하회할 것으로 전망. 세부적으로는, 리니지M의 신서버 업데이트 효과가 3분기까지 이어지며 매출 QoQ 30% 증가 및 TL 글로벌 순매출 약 75억원 추정. 마케팅비는 357억원(QoQ 105%) 추정

TL 글로벌 초기 흥행은 서프, 그러나 2025년 실적 견인엔 역부족

TL 글로벌은 9월말 얼리액세스 판매를 시작으로 초기 스팀 트래픽 30만명 이상 돌파, 스팀 매출 상위권 진입까지 시장 예상과 달리 초기 흥행 서프를 보임. TL 글로벌의 시장 기대치가 상당히 낮았던 것 대비해서는 긍정적. 4분기 TL 글로벌 순매출 추정치를 기존 약 230억원에서 약 410억원으로 상향 조정. 다만, 이는 아마존 게임즈의 트위치 프로모션을 통한 대규모 마케팅 및 무료 MMORPG 게임의 전형적인 초기 트래픽 유입 효과로 판단. 과거 아마존 게임즈의 MMORPG 게임 뉴월드, 로스트아크 역시 빠른 트래픽 하향을 경험. 또한 TL 글로벌은 엔씨소프트의 과거 MMORPG 게임대비 약한 BM이며, 향후 트래픽과 같이 하향되는 매출 속도 감안 시 TL 글로벌의 실적 기여는 4분기에 그칠 것으로 판단. 2025년 TL 글로벌 순매출 추정치는 기존 추정치 약 580억원 유지. 뿐만 아니라 2025년 기대적인 택탄, 아이온2의 출시 일정이 기존 계획 대비 다소 지연된 것으로 파악. 이에 따라 2025년 영업이익 추정치를 기존 대비 약 20% 하향 조정. TL 글로벌을 통해 엔씨소프트를 글로벌 유저들에게 어느정도 알린 만큼, 이후 차기 MMORPG적인 아이온2의 글로벌 출시 시 다시 기대감은 가져볼 수 있겠으나 아직은 이른 시점으로 판단. 2025년 예상 실적이 현재 밸류에이션을 설명하기에 부족하다고 판단하고, 기존 Marketperform의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24(F)				4Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	423	369	399	396	-6.3	7.5	393	445	1.7	12.3
영업이익	17	9	10	2	-85.1	-72.2	10	49	1,174.2	1,894.1
순이익	44	71	46	40	-7.9	-43.4	33	43	74.0	8.1

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,608	1,833	2,165
영업이익	559	137	86	154	203
세전순이익	609	206	272	271	321
총당기순이익	436	214	212	209	247
지배지분순이익	436	212	212	208	246
EPS	19,847	9,663	9,645	9,490	11,227
PER	22.6	24.9	19.8	20.1	17.0
BPS	145,587	148,023	155,943	163,762	172,187
PBR	3.1	1.6	1.2	1.2	1.1
ROE	13.7	6.6	6.3	5.9	6.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,591	1,963	1,608	1,833	1.1	-6.6
판매비와 관리비	1,522	1,767	1,522	1,679	0.0	-5.0
영업이익	69	197	86	154	24.3	-21.8
영업이익률	4.4	10.0	5.4	8.4	1.0	-1.6
영업외손익	186	117	186	117	0.0	0.0
세전순이익	255	314	272	271	6.6	-13.6
지배지분순이익	199	241	212	208	6.5	-13.6
순이익률	12.5	12.3	13.2	11.4	0.7	-0.9
EPS(지배지분순이익)	9,060	10,988	9,645	9,490	6.5	-13.6

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2025 지배주주지분 순이익(십억원)	208.4	
Target PER(x)	19.6x	글로벌 peer 9개사 2025 PER 평균 대비 10% 할인
목표 시총(십억원)	4,089.5	
주식 수(천주)	21,954.0	
적정 주가(원)	186,276	
목표 주가(원)	190,000	반올림 적용
현재 주가(원)	190,700	
상승 여력	-0.4%	

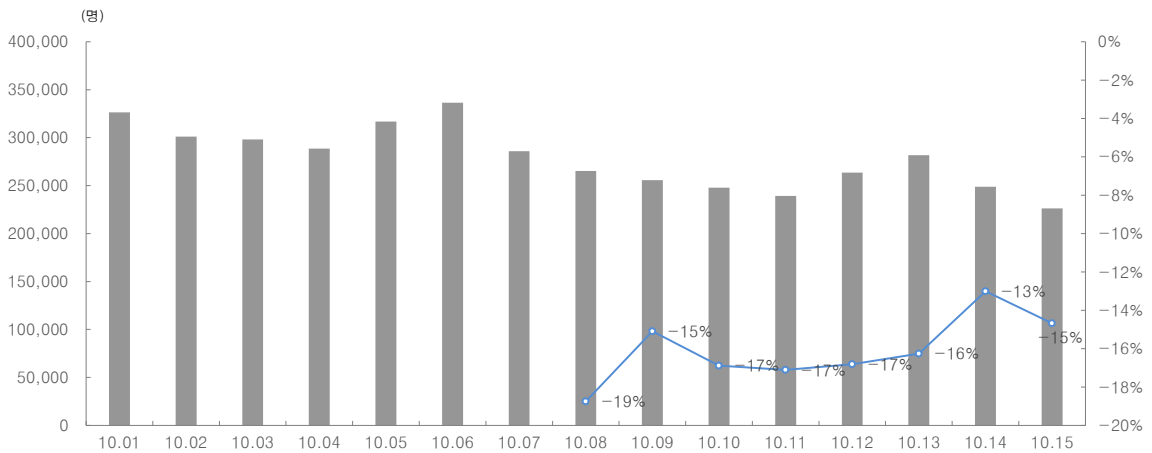
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성, 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정
	미정	리니지W	2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입
	23년 8월 23일	블레이드&소울2(대만, 일본)	
	23년 9월 26일	퍼즈업	
	2024.06	배틀크러쉬	
3Q24	호연	블소 IP 수집형 RPG	
2H24	블소2 중국		
	리니지 키우기		
2025	택탄	상반기 예상	
	아이온2	하반기 예상	
PC/콘솔 게임	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정
	2024.09.17	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
	2025	프로젝트 LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르, 2024년 4분기 외부테스트 예정
미정	미정	프로젝트 E, M	

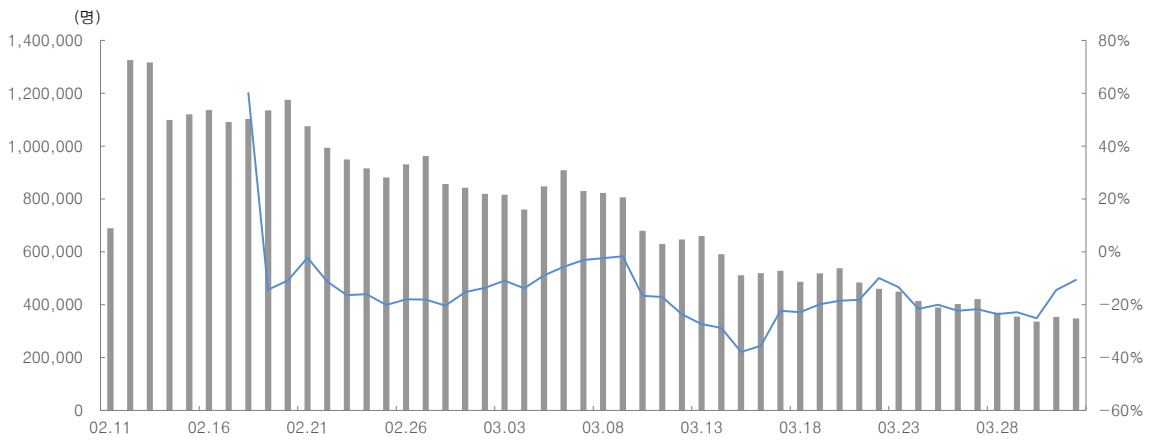
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 1. TL 글로벌 스팀 트래픽 추이 (출시 이후 14일간)



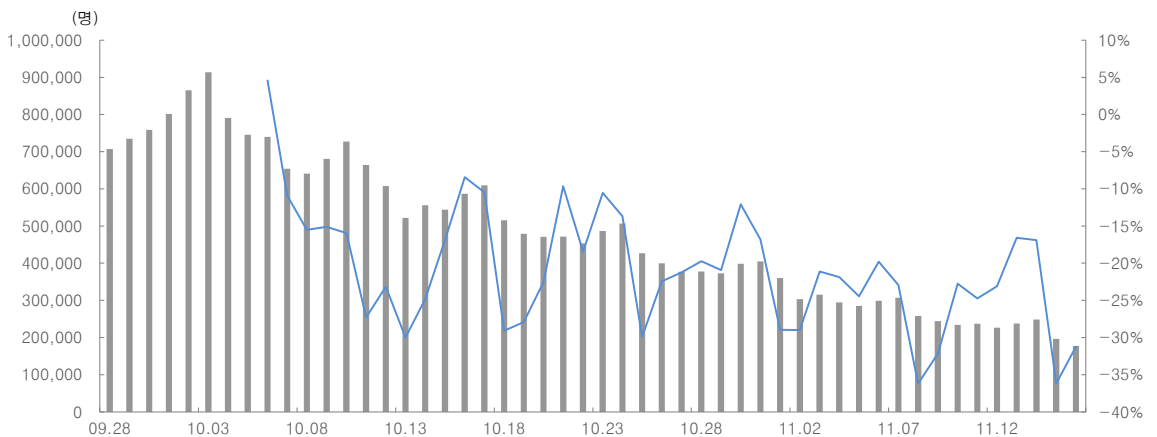
자료: steamdb, 대신증권 Research Center

그림 2. 로스타이크 스팀 트래픽 추이 (출시 이후 50일간)



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

그림 3. 뉴월드 스팀 트래픽 추이 (출시 이후 50일간)



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

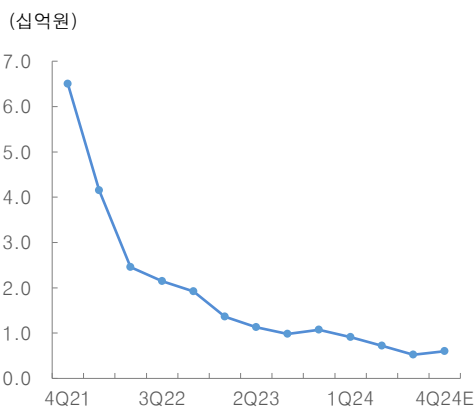
표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	396.4	445.2	388.2	429.4	445.6	569.9	1,779.8	1,608.4	1,833.0
게임 매출액	351.2	312.8	342.2	392.4	336.8	379.6	397.3	522.5	1,565.4	1,398.7	1,636.2
리니지	24.3	24.6	24.6	26.7	24.1	27.4	27.7	27.5	96.5	100.2	106.7
리니지 II	23.5	21.2	22.9	20.5	22.3	23.4	21.2	22.7	87.3	88.1	89.6
아이온	14.3	13.1	12.2	12.6	11.8	10.8	10.0	10.3	67.9	52.1	42.8
블레이드&소울	4.1	3.4	3.5	3.4	2.8	2.3	2.4	2.3	24.2	14.4	9.8
길드워2	25.4	23.5	22.0	23.5	25.0	23.7	22.0	20.9	84.5	94.3	91.6
TL	10.3	8.9	15.6	48.6	23.9	20.6	18.9	15.0	4.6	83.4	78.4
LLL								50.0			50.0
모바일 게임	249.4	218.2	241.4	257.1	226.9	271.3	295.2	373.9	1,200.4	966.1	1,167.3
리니지M	105.1	107.0	147.1	117.7	107.4	103.1	130.1	104.2	496.1	476.8	444.9
리니지2M	55.9	42.3	38.5	45.0	33.9	26.0	23.6	27.6	262.9	181.6	111.2
블소2	5.6	3.5	2.5	5.6	9.6	7.7	6.4	5.8	27.4	17.2	29.5
리니지W	82.9	65.5	48.3	55.6	46.2	36.9	31.7	36.5	414.0	252.2	151.3
택탄					-	75.0	82.8	66.2			224.0
아이온2								115.0			115.0
기타모바일신작		-	5.0	33.3	29.8	22.6	20.5	18.5	-	38.2	91.3
로열티 매출액	32.7	37.7	36.2	34.8	33.8	32.2	31.0	30.0	144.5	141.4	127.0
기타게임	14.0	18.4	18.0	18.0	17.6	17.6	17.3	17.3	69.9	68.3	69.8
영업비용	372.2	360.0	393.9	396.1	375.7	411.3	401.6	490.5	1,642.6	1,522.2	1,679.2
인건비	202.8	188.0	193.5	197.3	196.1	198.3	200.5	230.8	819.5	781.6	825.6
지급수수료	95.8	82.3	91.8	103.2	89.9	99.5	103.2	137.7	437.1	373.1	430.4
마케팅비	6.9	17.4	35.7	22.3	15.5	38.6	22.3	45.6	85.0	82.2	122.0
감가상각비	27.8	27.9	28.0	28.1	28.4	28.7	29.0	29.2	111.9	111.7	115.3
기타 영업비용	38.9	44.4	44.9	45.3	45.8	46.2	46.7	47.2	189.1	173.6	185.9
영업이익	25.7	8.8	2.5	49.1	12.4	18.1	43.9	79.3	137.3	86.1	153.8
영업이익률	6.5%	2.4%	0.6%	11.0%	3.2%	4.2%	9.9%	13.9%	7.7%	5.4%	8.4%
지배주주 순이익	57.2	71.0	23.7	60.0	31.9	36.4	56.4	83.7	212.1	211.8	208.4
순이익률	14.4%	19.2%	6.0%	13.5%	8.2%	8.5%	12.7%	14.7%	11.9%	13.2%	11.4%

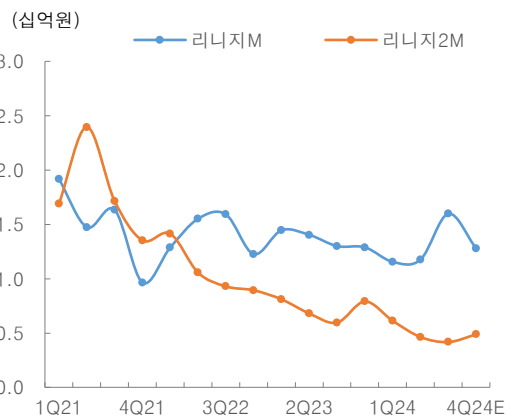
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 4. 리니지W 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 5. 리니지M, 2M 일매출 가정



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

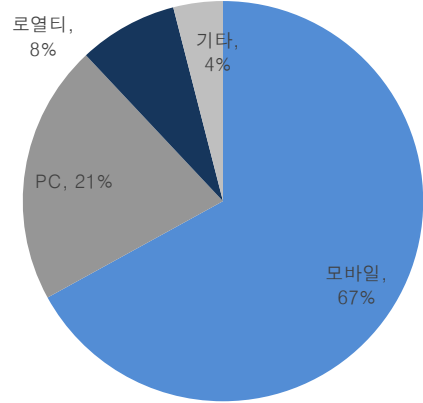
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2023년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 7.3%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

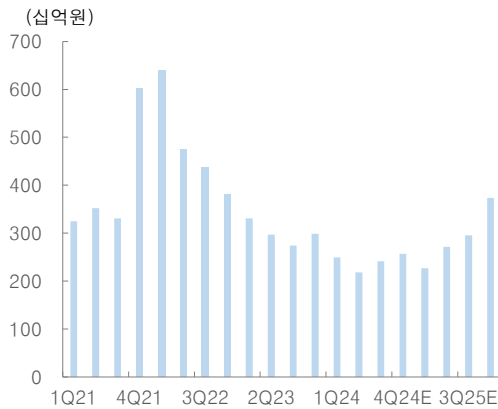
게임별 매출 비중(2023년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

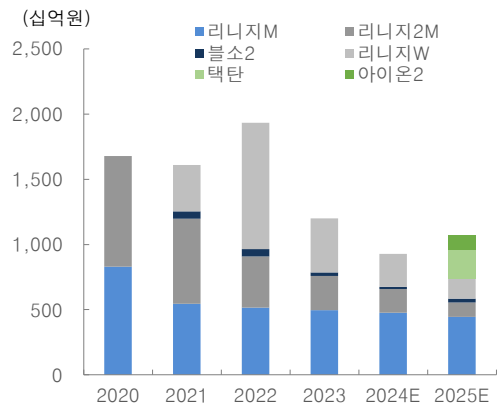
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



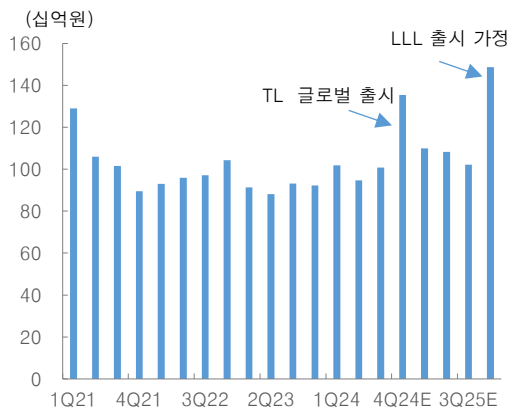
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



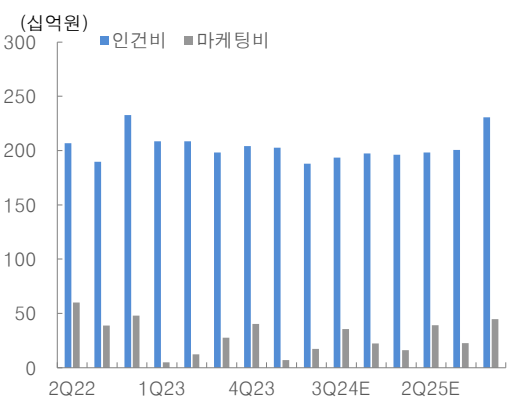
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,608	1,833	2,165
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,608	1,833	2,165
판매비와판매비	2,013	1,643	1,522	1,679	1,962
영업이익	559	137	86	154	203
영업외수익	21.7	7.7	5.4	8.4	9.4
EBITDA	665	249	185	253	305
영업외손익	50	69	186	117	117
관계기업손익	-8	4	7	0	0
금융수익	74	120	176	160	160
외환관련이익	124	30	30	30	30
금융비용	-106	-29	-40	-35	-35
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	90	-26	43	-8	-8
법인세비용차감전순이익	609	206	272	271	321
법인세비용	-173	8	-60	-62	-74
계속사업순이익	436	214	212	209	247
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	212	209	247
당기순이익	17.0	12.0	13.2	11.4	11.4
비재계분순이익	0	2	0	0	0
재계분순이익	436	212	212	208	246
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-27	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	167	191	189	186	224
비재계분포괄이익	0	2	0	0	0
재계분포괄이익	166	189	189	185	224

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	9,645	9,490	11,227
PER	22.6	24.9	19.9	20.3	17.1
BPS	145,587	148,023	155,943	163,762	172,187
PBR	3.1	1.6	1.2	1.2	1.1
EBITDAPS	30,288	11,349	8,427	11,544	13,915
EV/EBITDA	12.1	15.3	13.0	8.6	6.7
SPS	117,144	81,071	73,260	83,492	98,635
PSR	3.8	3.0	2.6	2.3	1.9
CFPS	36,227	13,017	18,670	18,660	21,031
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	11.4	-30.8	-9.6	14.0	18.1
영업이익 증/감률	49.0	-75.4	-37.3	78.6	32.3
순이익 증/감률	10.2	-50.9	-0.9	-1.5	18.3
수익성					
ROIC	40.7	13.2	6.2	12.2	16.5
ROA	12.4	3.1	2.0	3.5	4.4
ROE	13.7	6.6	6.3	5.9	6.7
안정성					
부채비율	38.7	35.1	26.3	25.0	23.8
순차입금비율	-56.3	-45.4	-51.9	-56.1	-56.6
이자보상비율	59.0	9.4	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,383	2,636	2,780
현금및현금성자산	286	365	344	494	520
매출채권 및 기타채권	219	172	156	169	191
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	2,185	1,799	1,882	1,972	2,068
비유동자산	1,747	2,057	1,945	1,864	1,905
유형자산	930	1,001	1,018	1,032	1,044
관계기업투자지분	26	25	19	13	7
기타비유동자산	790	1,032	908	819	854
자산총계	4,438	4,394	4,328	4,500	4,685
유동부채	515	614	374	374	374
매입채무 및 기타채무	292	215	215	215	215
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	240	0	0	0
기타유동부채	224	159	159	159	159
비유동부채	724	526	526	526	526
차입금	409	170	170	170	170
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	314	357	357	357	357
부채총계	1,239	1,141	901	901	901
자본부분	3,196	3,250	3,424	3,595	3,784
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	459	484	484
이익잉여금	3,409	3,473	3,621	3,767	3,952
기타보전비	-658	-667	-667	-667	-667
비재계분	2	3	4	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,427	3,599	3,784
순차입금	-1,802	-1,476	-1,779	-2,018	-2,141

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	227	195	228
당기순이익	436	214	212	209	247
비현금항목의가감	359	72	198	201	215
감가상각비	106	112	99	100	102
외환손익	2	7	9	9	9
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	251	-47	90	92	104
자산부채의증감	50	-96	-126	-156	-164
기타현금흐름	-109	-50	-57	-59	-70
투자활동 현금흐름	-392	113	-50	-83	-207
투자자산	536	350	6	6	6
유형자산	-249	-117	-117	-117	-117
기타	-679	-120	61	28	-96
재무활동 현금흐름	-304	-177	-320	-78	-103
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	-140	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	26	25	0
현금배당	-119	-136	-64	-62	-62
기타	-40	-42	-282	-42	-42
현금의증감	30	80	-21	149	26
기초 현금	256	286	365	344	494
기말 현금	286	365	344	494	520
NOPLAT	400	142	67	118	157
FCF	253	95	194	219	141

[Compliance Notice]

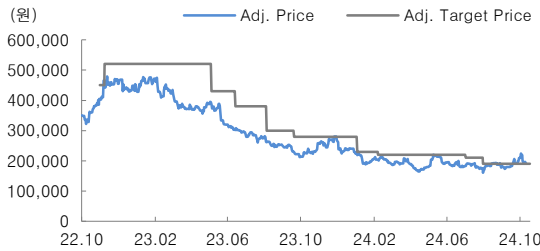
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.10.17	24.09.24	24.08.25	24.08.05	24.07.07	24.05.12
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Marketperform
목표주가	190,000	190,000	190,000	190,000	210,000	220,000
과다율(평균%)		(0.39)	(2.93)	(2.65)	(12.85)	(11.33)
과다율(최대/최소%)		18.16	(10.42)	1.21	(8.57)	0.00
제시일자	24.04.08	24.02.12	24.01.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10
투자의견	Buy	Marketperform	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform
목표주가	220,000	220,000	230,000	280,000	280,000	280,000
과다율(평균%)	(19.82)	(9.94)	(11.60)	(15.97)	(9.77)	(6.68)
과다율(최대/최소%)	(7.27)	(3.18)	(2.61)	(13.75)	(19.82)	0.36
제시일자	23.09.25	23.08.10	23.06.19	23.05.10	23.02.10	23.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	300,000	380,000	430,000	520,000	520,000
과다율(평균%)	(16.83)	(16.55)	(24.72)	(20.62)	(18.47)	(12.66)
과다율(최대/최소%)	(5.54)	(12.17)	(18.82)	(9.65)	(7.79)	(7.79)
제시일자	22.12.19	22.11.13	22.11.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	520,000	520,000	450,000			
과다율(평균%)	(13.53)	(12.26)	(6.62)			
과다율(최대/최소%)	(7.79)	(7.79)	3.33			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241014)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상