



KB 증권



더 많은 리포트 보기

엔씨소프트 (036570)

옳게 된 주식이란 이런 거야

2024년 6월 13일

인터넷/게임/엔터/레저 Analyst 이선화 연구원 류은애
02-6114-2939 leesunhwa@kbfq.com 02-6114-2979 eunae.ryu@kbfq.com

투자 의견 Buy, 목표주가 27만원 유지

엔씨소프트에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 270,000원을 유지한다. 리니지 모바일 3종의 매출 감소세가 안정화됨을 확인했고, 2024년에는 경영 효율화를 통해 마진 하방을 확보할 계획이다. 신작 라인업도 다양하다. 6월 배틀 크러쉬를 시작으로 3분기 프로젝트 BSS, 연내 TL 글로벌이 출시를 앞두고 있으며, 2025년 1분기 프로젝트 G, 2025년 연내 아이온2와 프로젝트 LLL이 론칭을 준비 중이다. 레거시 IP 기반 신규 장르 게임은 올해 1개, 내년 상/하반기 1개씩 총 3종이 발매될 예정이다. 한편 지난해 말 중국 판호를 발급 받은 블레이드&소울 2는 연내 중국 출시가 예상된다.

2Q24 Preview: 영업이익 49억원 (-86.0% YoY)으로 컨센서스 하회 전망

엔씨소프트의 2분기 연결기준 매출액은 4,002억원 (-9.1% YoY, +0.6% QoQ), 영업이익은 49억원 (-86.0% YoY, -80.8% QoQ, 영업이익률 1.2%)을 기록하며 영업이익 기준 시장 예상치인 87억원을 하회할 것으로 전망한다. 매출 단에서는 리니지 3종의 매출 안정화로 큰 변화가 없으나 5월부터 연말까지 인력 구조조정이 점진적으로 진행되면서 퇴직금 및 위로금이 발생, 인건비가 6.2% QoQ 증가할 것으로 전망한다. 또한 6월 배틀 크러쉬 출시로 마케팅 비용이 77.7% QoQ 증가하면서 영업이익이 시장 기대치를 다소 하회할 것이다.

2024년 경영 효율화로 체질 개선, 2025년 M&A와 신작 출시로 외형 확장 기대

인력 구조조정 등 2024년에는 경영 효율화를 위한 노력으로 이익 모멘텀은 다소 약화될 수 있으나, 체질 개선을 통해 마진 하방을 확보하고 장르/지역/플랫폼 다양화를 통해 밸류에이션 리레이팅이 기대된다. 또한 2025년에는 아이온2, 프로젝트 LLL 등 트리플 A급 신작 출시를 앞두고 있어 외형 성장이 기대되고, M&A를 통한 신성장 동력 확보 및 새로운 주주환원정책으로 본격적인 턴어라운드 시작될 것으로 예상된다.

하반기 불소2 출시로 중국 공략

한편 문체부와 기재부가 중국 판호 발급 확대를 위해 이르면 7월부터 중국 당국과 추가 협의를 이어간다는 뉴스가 발표되면서 중국 판호를 기 보유하고 있는 엔씨소프트에 관심이 쏠리고 있다. 지난해 12월 판호를 발급받은 블레이드&소울 2는 중국에서 4월 9일부터 사전 예약에 돌입하여 100만여 명이 등록한 상태이며, 5월 9일부터 CBT를 진행한 바 있다. 7월 말 차이나조이 등 현지 게임 행사에서 마케팅을 진행할 예정으로, 연내 성공적인 중국 출시가 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) 270,000

Dividend yield* (%)	1.9
Total return (%)	47.1
현재가 (6/12, 원)	185,900
Consensus target price (원)	248,750
시가총액 (조원)	4.1

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	79.6
거래대금 (3m, 십억원)	21.7
외국인 지분율 (%)	37.7
주요주주 지분율 (%)	김택진 외 8인 12.0
	퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인 9.3

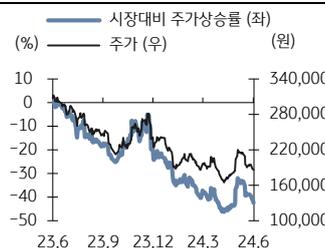
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	-5.3	-18.1	-39.1
시장대비 상대수익률	-8.9	-7.4	-25.1	-42.5

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

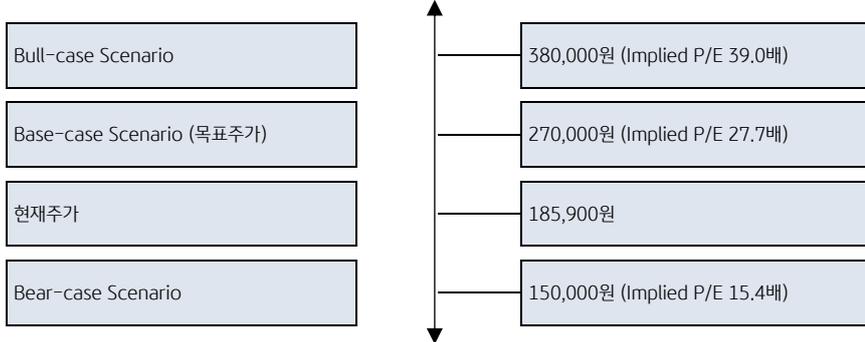


자료: 엔씨소프트, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,780	1,718	2,001	2,304
영업이익 (십억원)	137	117	273	342
지배주주순이익 (십억원)	212	173	272	339
EPS (원)	9,663	7,860	12,397	15,451
증감률 (%)	-51.3	-18.7	57.7	24.6
P/E (x)	24.9	23.7	15.0	12.0
EV/EBITDA (x)	15.1	11.1	6.1	5.7
P/B (x)	1.6	1.2	1.1	1.2
ROE (%)	6.6	5.2	7.9	9.6
배당수익률 (%)	1.3	1.9	3.0	3.2

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2024E-26E 연결 매출액성장률 +5%~+30%
- 2) 2024E-26E 연결 영업이익성장률 +15%~+80%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2024E-26E 연결 매출액성장률 +30%를 상회
- 2) 2024E-26E 연결 영업이익성장률 +80%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2024E-26E 연결 매출액성장률 +5%를 하회
- 2) 2024E-26E 연결 영업이익성장률 +15%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,718	2,001	1,718	2,001	0.0	0.0
영업이익	124	303	117	273	-5.3	-9.7
지배주주순이익	180	296	173	272	-4.4	-7.9

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

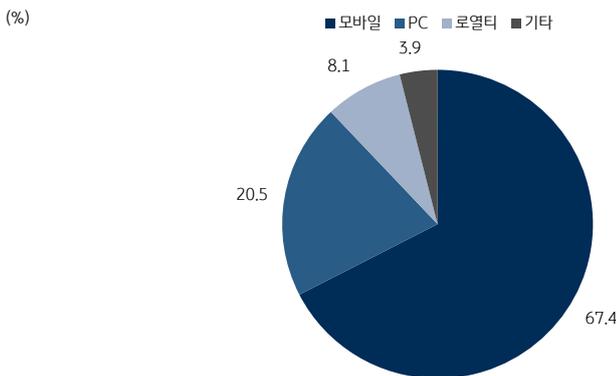
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,718	2,001	1,708	2,038	0.6	-1.8
영업이익	117	273	109	278	7.6	-1.6
지배주주순이익	173	272	159	266	8.3	2.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 9.43%, 영구성장률 3.73% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 380,000원 ~ 150,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd, Implied P/E 25.9배, P/B 1.7배

매출액 구성 (2023년 기준)



자료: 엔씨소프트, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	-2.5	-1.3
금리 1%p 상승 시	7.2	3.5

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
엔씨소프트	4,081	22.6	15.3	1.2	1.1	11.8	7.2	5.2	7.1	1.7	2.0
크래프톤	12,690	16.8	15.3	2.0	1.8	9.9	8.7	12.0	11.6	0.0	0.0
넥슨	20,252	22.0	19.5	2.3	2.1	12.8	10.5	10.5	10.9	0.4	0.5
Take Two Interactive	37,425	61.5	21.8	5.1	4.5	51.5	17.3	8.2	20.6	0.0	0.0

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

표 1. 문화체육관광부-중국 정부 판호 발급 확대 논의

개요	문화체육관광부, 7월 중국 정부와 판호 발급 확대 논의 예정
내용	윤양수 문화체육관광부 콘텐츠산업국장, 제3회 ICT 포럼 (5/23)에서 화상 한중 경제장관회의에서 판호 문제를 한한령 발생 이전인 2017년으로 돌아가야한다고 강력 주장 한국 기획재정부 역할을 하는 중국 국가발전개혁위원회와 별도의 추가적 협의 예정임을 밝힘
비고	7월 기획재정부가 중국에 방문할 때 문화체육관광부도 동행해 판호 관련 협의를 진행할 예정

자료: 언론 보도, KB증권

표 2. 엔씨소프트 게임 외자 판호 발급 내역

판호 발급일	중국 서비스명	한국 서비스명	비고
2009-04-01	永恒之塔	아이온	2009년 4월 출시
2012-02-06	天堂	리니지	2003년 4월 출시
2012-09-25	天堂II	리니지2	2004년 11월 출시
2012-11-12	永恒之塔4.0版本	아이온4.0	
2013-03-15	剑灵	블레이드&소울	2013년 11월 출시
2013-09-29	激战2	Guild Wars 2	자회사 ArenaNet 개발, 2014년 5월 출시
2023-12-22	剑灵2	블레이드&소울 2	

자료: 국가신문출판서, KB증권

주1: 당초 리니지 중국 서비스는 2003년 1월 Sina.com과 설립한 합작 법인 (엔씨소프트 49%, 중국 시나닷컴 51%)이 서비스했지만 2012년 텐센트가 서비스를 담당하게 되면서 새로 판호 발급

주2: 엔씨소프트는 2021년 9월 10일 모바일 IP 5종 글로벌 퍼블리싱 계약 공시, 해당 5종에 중국항 IP 포함되는 것으로 추정

그림 1. 블레이드&소울 2 중국 사전예약 사이트



자료: 엔씨소프트, KB증권

표 3. 엔씨소프트 DCF Valuation

(십억원)		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
현금흐름추정														
영업이익	a	559	137	117	273	342	419	502	589	674	754	822	875	908
한계법인세율(%)	b	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
NOPLAT	$c=a*(1-b)$	424	104	89	207	259	318	381	446	511	571	623	663	688
감가상각비	d	106	112	113	123	117	114	110	107	104	101	98	95	92
총 현금흐름	$e=c+d$	530	216	202	330	377	431	491	553	615	672	721	758	780
운전자본 증감	f	50	-96	-60	56	-71	-99	-96	-91	-87	-83	-78	-74	-71
설비투자(Capex)	g	-253	-158	-156	-152	-153	-259	-273	-282	-290	-299	-308	-317	-326
총투자	$h=f+g$	-203	-254	-216	-96	-223	-358	-370	-373	-377	-381	-386	-391	-397
FCFF	$i=e+h$	327	-38	-14	234	153	168	122	180	238	291	335	367	383
Adjusted FCF					88	201	159	149	146	204	260	309	322	355
현금흐름의 현재 가치														
WACC					9.43%									
Discount Factor					1.00	0.91	0.84	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.49	0.44
PV of Adjustd FCF					88	183	133	114	102	130	151	164	157	158
영구성장률					3.73%									
영구가치					6,460									
PV of Terminal Value					2,871									
Valuation														
현금흐름 합산	j				4,251									
순현금	k				1,655									
비연결 관계기업투자	l				24									
비지배주주지분	m				3									
스탁옵션	n				0									
적정 기업가치	$o=j+k+l-m-n$				5,927									
유통주식수 (천 주)	p				21,954									
목표주가 (원)	$q=o/p$				270,000									
현재주가 (6/12, 원)					185,900									
상승여력 (%)					45.2									
12M Fwd. EPS					9,750									
12M Fwd. BVPS					157,127									
목표주가의 12M Fwd. P/E (X)					27.7									
목표주가의 12M Fwd. P/B (X)					1.7									

자료: 엔씨소프트, KB증권 추정

표 4. 엔씨소프트 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

WACC →	Terminal Growth →										
	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%
8.8%	244,173	248,323	252,765	257,529	262,654	268,181	274,160	280,648	287,714	295,438	303,916
9.0%	238,170	241,999	246,089	250,466	255,161	260,211	265,658	271,549	277,943	284,905	292,516
9.2%	232,544	236,086	239,860	243,890	248,203	252,830	257,806	263,173	268,979	275,280	282,141
9.4%	227,263	230,544	234,034	237,753	241,725	270,000	250,535	255,439	260,729	266,450	272,659
9.6%	222,295	225,342	228,576	232,015	235,680	239,594	243,783	248,276	253,109	258,322	263,961
9.8%	217,615	220,448	223,450	226,637	230,027	233,639	237,496	241,624	246,053	250,816	255,953
10.0%	213,198	215,837	218,629	221,588	224,729	228,070	231,630	235,431	239,499	243,864	248,558

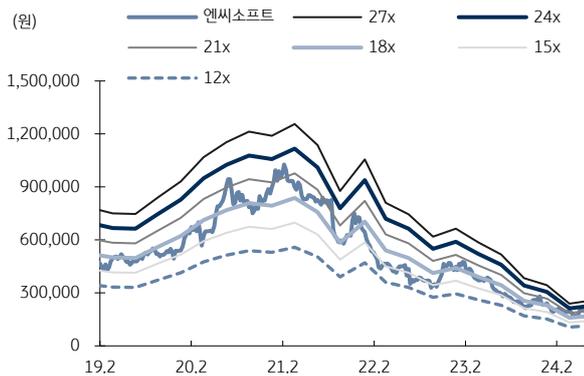
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 5. 엔씨소프트 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

WACC →	Terminal Growth →										
	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%
8.8%	32.2	34.4	36.9	39.4	42.2	45.2	48.5	52.0	55.8	60.0	64.6
9.0%	28.9	31.0	33.2	35.6	38.2	40.9	43.9	47.1	50.5	54.3	58.4
9.2%	25.9	27.8	29.9	32.0	34.4	36.9	39.6	42.5	45.7	49.1	52.8
9.4%	23.0	24.8	26.7	28.7	30.9	45.2	35.7	38.3	41.2	44.3	47.7
9.6%	20.3	22.0	23.7	25.6	27.6	29.7	32.0	34.4	37.0	39.9	42.9
9.8%	17.8	19.3	20.9	22.7	24.5	26.5	28.6	30.8	33.2	35.8	38.6
10.0%	15.4	16.8	18.3	19.9	21.6	23.5	25.4	27.5	29.7	32.0	34.6

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

그림 2. 엔씨소프트 12M Fwd. P/E Band



자료: Quantwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

그림 3. 엔씨소프트 12M Fwd. P/B Band



자료: Quantwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

표 6. 엔씨소프트 2Q24E Preview

(십억원, %, %p)	KB 추정치	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	컨센서스	diff.
매출액	400	440	-9.1	398	0.6	399	0.2
영업이익	5	35	-86.0	26	-80.8	9	-43.1
세전이익	25	39	-35.7	78	-67.9	18	37.8
지배주주순이익	19	30	-37.4	57	-67.3	17	10.2
영업이익률	1.2	8.0	-6.8	6.5	-5.2	2.2	-0.9
세전이익률	6.3	8.9	-2.6	19.7	-13.4	4.6	1.7
지배주주순이익률	4.7	6.8	-2.1	14.4	-9.7	4.3	0.4

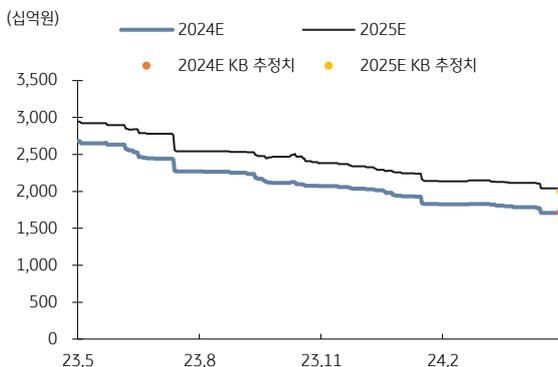
자료: 엔씨소프트, FnGuide, KB증권 추정

표 7. 엔씨소프트 실적 추정 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2024/5/10)			변경 후			diff.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,718	2,001	2,304	1,718	2,001	2,304	0.0	0.0	0.0
영업이익	124	303	352	117	273	342	-5.3	-9.7	-2.9
세전이익	253	418	491	233	364	454	-8.0	-12.8	-7.6
지배주주순이익	180	296	347	173	272	339	-4.4	-7.9	-2.4
% YoY									
매출액	-3.5	16.4	15.1	-3.5	16.4	15.1			
영업이익	-9.6	143.9	16.4	-14.4	132.5	25.2			
세전이익	22.6	65.2	17.6	12.8	56.5	24.6			
지배주주순이익	-14.9	63.8	17.5	-18.7	57.7	24.6			
% margin									
영업이익률	7.2	15.1	15.3	6.8	13.7	14.8			
세전이익률	14.7	20.9	21.3	13.5	18.2	19.7			
지배주주순이익률	10.5	14.8	15.1	10.0	13.6	14.7			

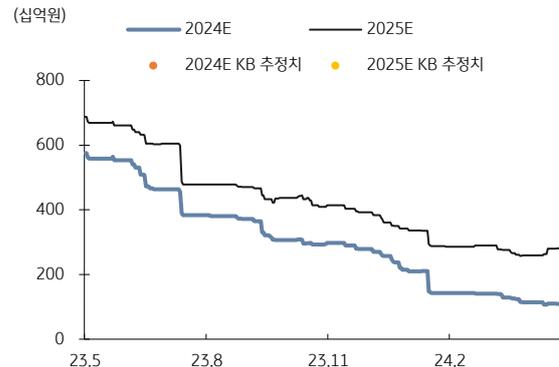
자료: KB증권 추정

그림 4. 매출액 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 5. 영업이익 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: FnGuide, KB증권 추정

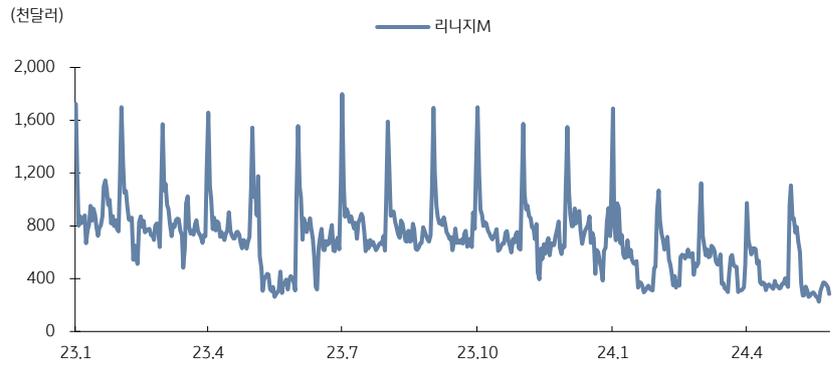
표 8. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	790	629	604	548	479	440	423	438	398	400	457	463	2,572	1,780	1,718	2,001
모바일	641	475	437	381	331	297	274	299	266	261	291	307	1,934	1,200	1,126	1,354
리니지	116	141	147	113	130	128	120	112	101	98	108	116	516	489	424	410
리니지 M	127	96	86	82	73	62	55	71	55	51	58	69	391	261	233	226
블레이드&소울2	24	14	8	9	5	4	9	11	7	4	9	10	56	29	31	30
리니지 W	373	224	197	177	123	103	90	105	103	105	108	102	971	421	418	404
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	9	9	0	0	20	284
PC	93	96	97	104	91	88	93	92	96	94	120	119	390	365	428	505
리니지	26	26	25	29	25	24	26	24	24	24	24	24	107	100	97	97
리니지2	23	23	23	25	21	23	21	19	20	19	19	19	94	84	77	73
TL								4	9	7	35	33		4	84	65
기타	43	48	48	50	45	41	46	45	44	43	42	42	190	178	171	270
로열티	39	36	43	39	42	36	35	31	30	30	29	25	157	144	114	94
기타	18	22	27	24	14	19	21	16	12	15	17	13	90	70	57	48
매출비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	102	100	100	100	100	100	100	100
모바일	81.1	75.5	72.4	69.5	69.1	67.4	64.7	68.3	67.0	65.2	63.7	66.2	75.2	67.4	65.5	67.7
PC	11.8	15.2	16.1	19.0	19.1	20.0	22.0	21.1	24.1	23.5	26.2	25.6	15.2	20.5	24.9	25.2
로열티	4.9	5.7	7.2	7.1	8.8	8.2	8.3	7.0	7.6	7.5	6.4	5.4	6.1	8.1	6.6	4.7
기타	2.2	3.5	4.4	4.3	3.0	4.3	4.9	3.6	3.0	3.8	3.6	2.8	3.5	3.9	3.3	2.4
매출성장률 (% YoY)	54.2	16.8	20.7	-27.6	-39.4	-30.0	-30.0	-20.1	-16.9	-9.1	8.1	5.8	11.4	-30.8	-3.5	16.4
모바일	97.2	35.0	32.1	-36.7	-48.4	-37.5	-37.4	-21.6	-19.4	-12.1	6.4	2.6	20.1	-37.9	-6.2	20.3
PC	-27.8	-9.5	-4.4	16.5	-1.8	-8.0	-4.0	-11.5	4.7	6.6	28.8	28.4	-8.4	-6.5	17.3	18.0
로열티	-14.6	-16.0	6.1	-10.1	8.9	0.8	-18.5	-21.4	-29.0	-17.5	-17.6	-18.4	-8.9	-8.0	-21.1	-17.5
기타	34.9	-41.0	-2.4	7.7	-19.5	-14.6	-21.7	-32.8	-17.1	-19.5	-19.8	-19.3	-9.8	-22.4	-19.1	-15.7
영업비용	546	506	460	501	397	405	407	434	372	395	421	412	2,013	1,643	1,601	1,728
인건비	219	207	190	233	212	209	198	204	203	215	199	192	847	823	809	749
마케팅비	42	60	39	48	5	12	28	40	7	12	33	29	189	85	81	147
D&A	27	27	27	26	28	28	29	27	28	26	30	30	106	112	115	136
매출변동비 및 기타	259	213	205	194	152	156	151	163	135	141	159	161	871	623	595	695
영업이익	244	123	144	47	82	35	17	4	26	5	36	50	559	137	117	273
영업이익률 (%)	30.9	19.5	23.9	8.7	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	1.2	7.9	10.9	21.7	7.7	6.8	13.7
% YoY	330.4	9.0	50.0	-56.7	-66.6	-71.3	-88.6	-91.9	-68.5	-86.0	119.7	1,210.5	49.0	-75.4	-14.4	132.5
세전이익	233	163	250	-38	141	39	46	-20	78	25	58	71	609	206	233	364
세전이익률 (%)	29.5	25.9	41.4	-6.9	29.5	8.9	10.9	-4.7	19.7	6.3	12.8	15.3	23.7	11.6	13.5	18.2
% YoY	151.3	32.6	97.7	적전	-39.4	-76.0	-81.5	적지	-44.5	-35.7	26.3	흑전	79.3	적전	흑전	52.2
지배주주순이익	169	119	182	-34	114	30	44	25	57	19	44	53	436	212	173	272
지배주주순이익률 (%)	21.4	18.8	30.1	-6.1	23.7	6.8	10.3	5.7	14.4	4.7	9.6	11.4	16.9	11.9	10.0	13.6
% YoY	108.8	25.7	82.3	적전	-32.7	-74.8	-76.0	흑전	-49.7	-37.4	1.1	110.8	9.8	-51.3	-18.7	57.7

자료: 엔씨소프트, KB증권 추정

2024년 5월 월평균 일매출 약 6억원 (마켓 수수료 차감 후 기준)

그림 6. 리니지M 일매출 추이

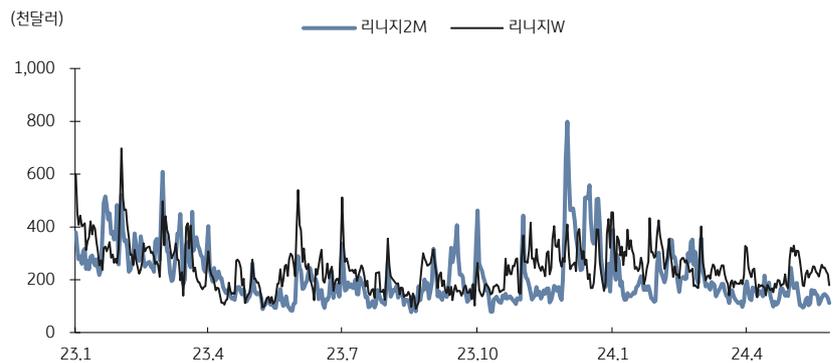


자료: Sensor Tower, KB증권

리니지2M: 2024년 5월 월평균 일매출 약 2억원 (마켓 수수료 차감 후 기준)

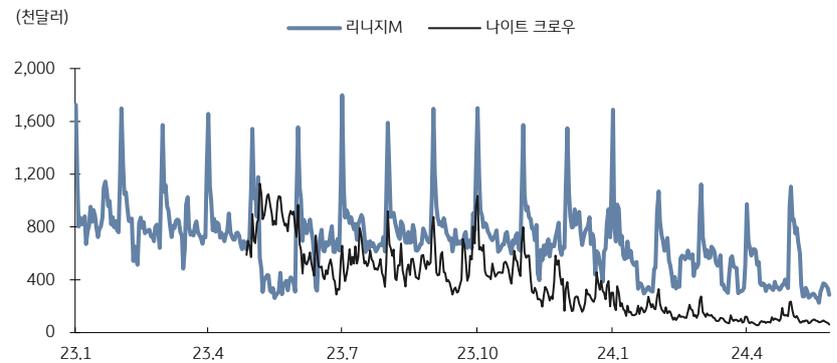
리니지W: 2024년 5월 월평균 일매출 약 3억원 (마켓 수수료 차감 후 기준)

그림 7. 리니지2M, 리니지W 일매출 추이



자료: Sensor Tower, KB증권

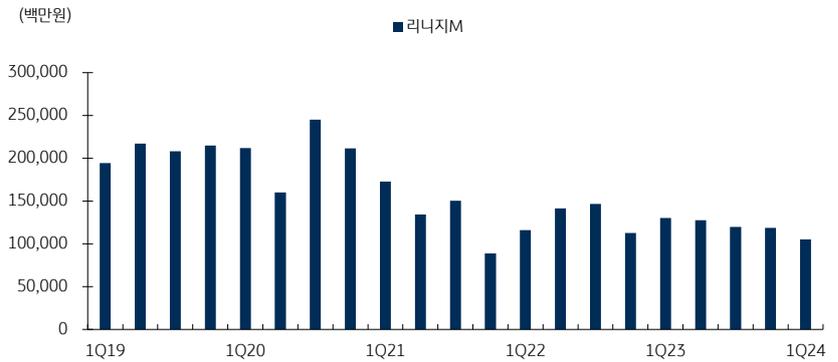
그림 8. 리니지M, 나이트 크로우 일매출 비교



자료: Sensor Tower, KB증권

1Q24 분기 평균 일매출 약 12억원

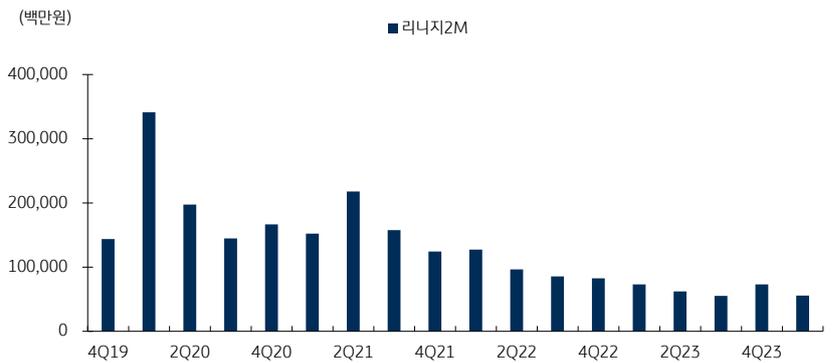
그림 9. 리니지M 매출 추이



자료: 엔씨소프트, KB증권

1Q24 분기 평균 일매출 약 6억원

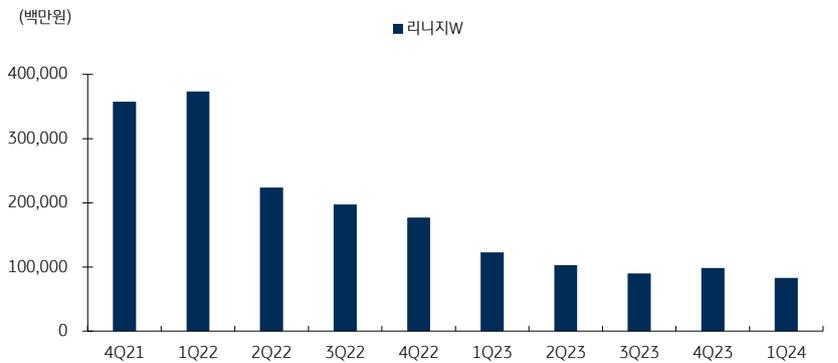
그림 10. 리니지2M 매출 추이



자료: 엔씨소프트, KB증권

1Q24 분기 평균 일매출 약 9억원

그림 11. 리니지W 매출 추이



자료: 엔씨소프트, KB증권

표 9. 엔씨소프트 신작 라인업

게임명	출시 시기	장르	PC	모바일	콘솔	비고
배틀 크러쉬	'24년 6월	난투형 대전 액션	O	O	O	23/10/23 ~ 23/10/30 글로벌 CBT, 콘솔은 닌텐도 스위치로 출시 예정
BSS	3Q24	수집형 RPG	O	O	X	
기존 IP 스핀오프	2H24					
블레이드&소울 2 (중국)	2024년	MMORPG	O	O	X	2024년 연말 출시 예상
Throne and Liberty (글로벌)	2024년	MMORPG	O	X	O	글로벌 출시는 아마존게임즈가 별도 공지 예정
리니지2M (동남아)	2024년	MMORPG	X	O	X	
프로젝트 G	1Q25	MMORTS	O	O	X	3/14 게임 플레이 영상, 4/18 개발자 코멘터리 영상 공개
아이온2	2025	MMORPG	X	O	X	
LLL	2025	MMORPG+슈팅	O	X	O	
기존 IP 스핀오프 2종	2025					
캐주얼 게임 2종	2025					
프로젝트 M	TBD	인터랙티브 어드벤처	O	X	O	
프로젝트 E	TBD	MMORPG	O	X	O	TL과 세계관 공유

자료: 엔씨소프트, 언론 보도, KB증권

표 10. 엔씨소프트 순자산 가치

(십억원)	1Q24 말 기준
현금 및 현금성자산	234
단기금융상품	1,107
단기투자자산	595
장기투자자산	783
관계기업투자주식	24
투자부동산	89
유형자산	983
무형자산	97
주요 자산	3,911
사채 및 차입금 (유동)	130
사채 및 차입금 (비유동)	170
사채 및 차입금	300
순자산 가치	3,612

자료: DART, KB증권

주: 연결 기준

표 11. 엔씨소프트 자사주 매입 계획

항목	단위	내용	비고
자사주 매입 규모	백만원	98,095	
취득 예정 자사주	주	533,417	
평균 취득 단가	원	183,900	
취득 예상 기간		2024년 5월 10일 ~ 2024년 8월 9일	
취득 전 자사주 보유 수	주	1,646,583	발행 주식 수 대비 7.5%
취득 후 자사주 보유 수	주	2,180,000	발행 주식 수 대비 9.9%

자료: DART, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	2,572	1,780	1,718	2,001	2,304
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,718	2,001	2,304
판매비와관리비	2,013	1,643	1,601	1,728	1,962
영업이익	559	137	117	273	342
EBITDA	665	249	231	397	471
영업외손익	50	69	115	91	112
이자수익	47	84	97	126	146
이자비용	9	15	22	31	42
지분법손익	-8	4	20	18	18
기타영업외손익	21	-4	21	-22	-10
세전이익	609	206	233	364	454
법인세비용	173	-8	60	91	113
당기순이익	436	214	173	273	341
지배주주순이익	436	212	173	272	339
수정순이익	436	212	173	272	339

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	11.4	-30.8	-3.5	16.4	15.1
영업이익 성장률	49.0	-75.4	-14.4	132.5	25.2
EBITDA 성장률	41.8	-62.5	-7.5	72.0	18.8
지배기업순이익 성장률	9.8	-51.3	-18.7	57.7	24.6
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	21.7	7.7	6.8	13.7	14.9
EBITDA이익률	25.9	14.0	13.4	19.8	20.4
세전이익률	23.7	11.6	13.5	18.2	19.7
지배기업순이익률	16.9	11.9	10.0	13.6	14.7

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	736	140	211	435	381
당기순이익	436	214	173	273	341
유무형자산상각비	106	112	113	123	129
기타비현금손익 조정	253	-40	7	73	95
운전자본증감	50	-96	-60	56	-71
매출채권감소 (증가)	101	42	-21	-81	-92
재고자산감소 (증가)	5	1	0	0	-1
매입채무증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타운전자본증감	-57	-139	-39	137	22
기타영업현금흐름	-109	-50	-22	-91	-113
투자활동 현금흐름	-392	113	-117	-254	-256
유형자산투자감소 (증가)	-249	-117	-153	-150	-150
무형자산투자감소 (증가)	-3	-41	-4	-3	-3
투자자산감소 (증가)	535	350	-24	-92	-91
기타투자현금흐름	-675	-79	63	-10	-12
재무활동 현금흐름	-304	-177	-112	-52	-404
금융부채 증감	-185	-43	-121	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-119	-136	-64	-71	-314
기타재무현금흐름	0	1	72	19	-91
기타현금흐름	-10	4	1	0	0
현금의 증가 (감소)	30	80	-17	128	-280
기말현금	286	365	348	476	196
잉여현금흐름 (FCF)	487	23	58	285	231
순현금흐름	519	-328	7	131	-277
순현금 (순차입금)	1,845	1,516	1,524	1,655	1,378

자료: 엔씨소프트, KB증권 추정

재무상태표

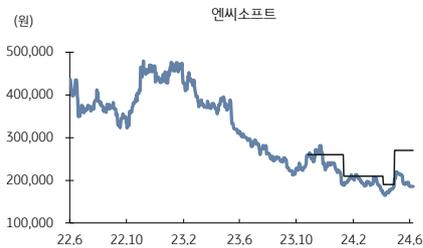
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	4,438	4,394	4,406	4,724	4,643
유동자산	2,691	2,337	2,262	2,453	2,247
현금 및 현금성자산	286	365	348	476	196
단기금융자산	2,145	1,754	1,705	1,708	1,711
매출채권	175	133	155	236	328
재고자산	2	1	1	2	2
기타유동자산	83	84	53	31	10
비유동자산	1,747	2,057	2,144	2,272	2,396
투자자산	628	762	832	924	1,015
유형자산	930	1,001	1,046	1,075	1,098
무형자산	43	96	96	96	97
기타비유동자산	145	199	169	176	185
부채총계	1,239	1,141	1,036	1,156	1,158
유동부채	515	614	517	632	632
매입채무	0	0	0	0	0
단기금융부채	0	240	175	175	175
기타유동부채	515	374	341	456	456
비유동부채	724	526	519	524	527
장기금융부채	586	363	354	354	354
기타비유동부채	138	163	165	170	173
자본총계	3,199	3,253	3,370	3,569	3,484
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본항목	-623	-623	-623	-623	-623
기타포괄손익누계액	-35	-45	-40	-42	-41
이익잉여금	3,409	3,473	3,585	3,786	3,700
지배자본 계	3,196	3,250	3,367	3,566	3,481
비지배자본	2	3	3	3	3

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	22.6	24.9	23.7	15.0	12.0
P/B	3.1	1.6	1.2	1.1	1.2
P/S	3.8	3.0	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.0	15.1	11.1	6.1	5.7
EV/EBIT	14.3	27.4	21.8	8.9	7.9
배당수익률	1.5	1.3	1.9	3.0	3.2
BVPS	19,847	9,663	7,860	12,397	15,451
SPS (주당매출액)	117,144	81,071	78,267	91,134	104,930
DPS (주당배당금)	6,680	3,130	3,500	5,500	6,000
배당성향 (%)	31.1	30.0	41.1	40.9	35.8
수익성지표					
ROE	13.7	6.6	5.2	7.9	9.6
ROA	9.7	4.8	3.9	6.0	7.3
ROIC	11.6	5.9	5.0	7.6	9.4
안정성지표					
부채비율	38.7	35.1	30.7	32.4	33.3
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	5.2	3.8	4.4	3.9	3.6
이자보상배율 (배)	59.0	9.4	5.3	8.7	8.1
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	11.3	11.6	11.9	10.2	8.2
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	653.2	1,590.1	1,789.0	1,406.1	1,158.7

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



엔씨소프트 (036570)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-06	Hold	이선화	260,000	-6.67	8.08
24-01-22	Hold	이선화	210,000	-6.26	1.43
24-04-16	Hold	이선화	190,000	-7.98	-2.89
24-05-10	Buy	이선화	270,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [엔씨소프트]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과 Hold: 15% ~ -15% Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회 Neutral: 시장수익률 수준 Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.