

엔씨소프트 (036570)

호연, TL 그리고 2025년 7개



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

'TL' 변화된 콘텐츠에 해외 반응 증가

'TL' 글로벌 퍼블리셔 아마존게임즈는 'TL'의 글로벌 론칭 일정을 10/1로 공개함. 지난해 국내 출시 때 단점으로 지적된 전투방식, 초반 성장의 문제를 수정하며 지난 7/18~23 진행한 글로벌 OBT는 8.4만여명이 길드(Guild)에 참여하고, 협력 던전 완료 수도 2.4만회에 달했음을 아마존게임즈는 공개함. 또한, OBT 첫날 스팀 동접자수가 6.1만명, 8/26 기준 스팀 팔로워수 82,500명에 달하고, 해외 Twitch에서 1.6만명의 스트리머가 'TL' 게임플레이를 방송, 누적 380만명의 시청자수 기록, 국내에서 외면 받았던 것과 달리 해외에서는 높은 관심과 기대가 있는 것으로 확인됨. 10/1 글로벌 출시될 'TL'에는 7/24 국내 업데이트에서 호평을 받은 '스킬특화시스템'과 '생활형 콘텐츠(낚시, 요리 등)' 등도 적용. (1) 제한 없는 스킬로 전투 재미 증가 (2) PVE 콘텐츠 증가 (3)초반성장시간 단축 (4) 게임재화로도 배틀패스 구매 가능 등 단점들을 보완하며 해외에서의 부활을 계획 중임

계속될 신작, 계속될 다이어트

사용자수(대중성)와 매출액(수익성)이 가장 높은 장르인 수집형 RPG 장르의 신작 '호연' 8/28 한국, 대만, 일본 론칭. 4분기 '블스 2' 중국 론칭, '리니지 2M' 동남아 론칭. 2025년 상반기 '프로젝트 G(SLG)', 하반기 '아이온 2', 'LLL(슈팅게임)' 등 2025년 총 7개의 신작 출시 예정으로 새로운 IP, 장르의 도전이 과거와 달리 빠른 호흡으로 전개될 예정임. 또한, 인원 구조조정으로 2분기 인건비 YoY 10%, QoQ 7% 감소. 향후에도 인력 효율화 지속. 부동산 매각/유동화, 자사주 소각, 주주환원 강화 등 ROE 증가를 통한 밸류 증가 기대

투자의견 BUY, 목표주가 26만원 상향조정

동사 주가의 현재 저평가 상황은 신작에 대한 낮은 기대에 기인한다는 판단임. 그러나, 과거 대비 증가된 신작 출시의 속도 및 양과, 다양한 IP, 다양한 장르, 다양한 플랫폼 게임 출시는 향후 실적 개선 가능성이 높다는 의견임. 2025년 실적을 반영한 새로운 목표주가 26만원을 제시하고, 투자의견 BUY를 유지함.

목표주가 **260,000원 (U)**

현재주가 (8/26) **193,400원**

상승여력 **34%**

시가총액	42,459억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	153억원
60일 평균 거래량	82,292주
52주 고/저	281,000원 / 160,400원
외인지분율	36.24%
배당수익률	1.30%
주요주주	김택진 외 12인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.3	(9.0)	(21.7)
상대	8.7	(9.3)	(26.9)
절대 (달러환산)	12.1	(6.1)	(21.8)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,965	-6.3	7.5	3,988	-0.6
영업이익	93	-44.0	4.6	171	-45.9
세전계속사업이익	492	6.6	-42.0	378	30.4
지배순이익	369	-15.5	-48.1	339	8.8
영업이익률 (%)	2.3	-1.6 %pt	-0.1 %pt	4.3	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	9.3	-1.0 %pt	-9.9 %pt	8.5	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	25,718	17,798	15,876	18,136
영업이익	5,590	1,373	1,033	3,261
지배순이익	4,357	2,121	2,241	3,261
PER	21.7	33.3	19.0	13.0
PBR	2.7	2.0	1.2	1.2
EV/EBITDA	11.5	22.4	14.4	6.9
ROE	13.7	6.6	7.0	10.1

자료: 유안타증권

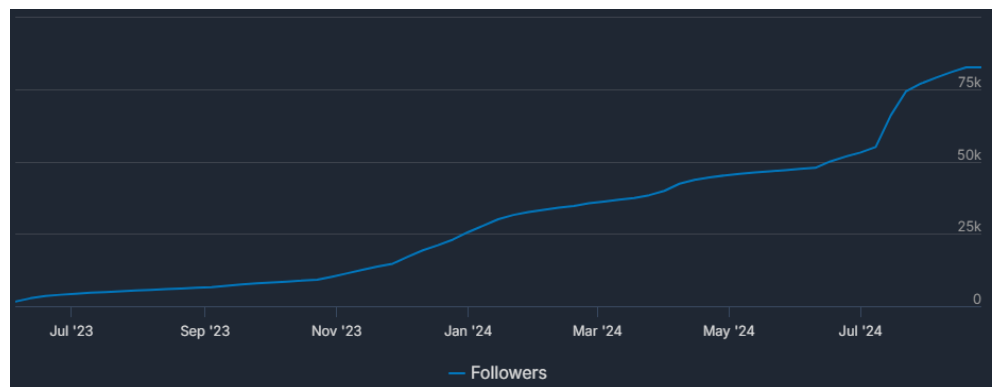
엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	3,689	3,965	4,243	25,718	17,798	15,876	18,136
YoY	-39%	-30%	-30%	-20%	-17%	-16%	-6%	-3%	11%	-31%	-11%	14%
Lineage 1	245	243	264	262	243	246	251	264	1,067	1,014	1,003	968
Lineage 2	215	230	205	197	235	212	203	214	941	847	864	821
Aion	176	158	193	190	143	131	144	156	683	717	574	545
Blade & Soul	73	58	60	54	41	38	36	40	263	246	155	146
Guild War 2	204	192	210	221	254	235	220	224	950	827	933	821
Royalty Sales	423	363	353	306	327	377	356	362	1,570	1,445	1,421	1,380
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,297	1,051	1,070	1,360	1,135	5,165	5,073	4,616	4,385
리니지2M	731	620	549	617	559	423	446	425	3,915	2,517	1,852	1,575
블소2	50	43	92	102	56	35	34	133	556	287	258	207
리니지 W	1,226	1,028	901	973	829	655	631	591	9,708	4,127	2,704	2,163
TL								300			300	960
프로젝트 G												600
아이온2												500
LLL												200
기타 신작							22	86			108	900
비용총계	3,971	4,050	4,066	4,339	3,722	3,600	3,872	3,648	20,128	16,425	14,843	14,876
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	1,880	1,845	1,804	8,474	8,229	7,557	6,937
광고선전비	49	122	277	403	69	174	397	212	1,886	850	851	899
감가상각비	279	279	293	268	278	279	279	276	1,060	1,119	1,112	1,132
매출변동비 및 기타	1,525	1,564	1,514	1,625	1,347	1,268	1,352	1,356	8,707	6,228	5,323	5,907
영업이익	816	353	165	39	257	88	93	595	5,590	1,373	1,033	3,261
YoY	-67%	-71%	-89%	-92%	-68%	-75%	-44%	1444%	49%	-75%	-25%	216%
영업이익률	17%	8%	4%	1%	6%	2%	2%	14%	22%	8%	7%	18%

자료: 유안타증권 리서치센터

Steam 허브 'TL' 팔로워 수



자료: Steam, 유안타증권 리서치센터

수집형 RPG 대표 게임

게임명	개발사	내용 (특징)
퍼즐앤드래곤	경호 온라인	일본에서 9년 이상 매출 상위권 유지한 게임. 가차 시스템을 통한 캐릭터 수집과 다양한 진화 시스템이 특징. 8/26 현재도 일본 앱스토어 매출 6위
포켓몬 GO	Niantic	2023년 기준 한국에서 가장 많은 사용자 수(109만명) 보유한 게임. 현실세계와 결합된 AR 기술을 활용해 포켓몬을 수집하고 육성하는 게임
블루 아카이브	넥슨게임즈	2023년 한국 수집형 RPG 중 최고 매출(761억 원)을 기록한 게임
쿠키런: 킹덤	데브시스터즈	2023년 기준 한국에서 두번째로 많은 사용자 수(62만명) 보유한 게임
세븐나이츠 키우기	넷마블	세븐나이츠 IP 기반 방치형 게임, 2023년 하반기 매출 Top 10, 2023년 하반기 매출 성장 및 다운로드 성장 순위 1위 달성
원신	HoYoverse	출시 후 역대 최단기간인 40개월 만에 글로벌 매출 50억 달러를 돌파한 게임
호연	엔씨소프트	60여 캐릭터 중 5종을 선택해 전투를 진행. 부담없는 플레이 경험 제공, 성장 스트레스를 낮추기 위한 다양한 시스템도 마련

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

목표주가 변경 내역

(단위: 억원)

변경 전		변경 후	
24년 추정 EBITDA	2,202	24년, 25년 추정 지배순이익 평균	2,751
Target EV/EBITDA	11.1	Target PER	15.3
영업가치 (A)	24,442	영업가치 (A)	42,200
자산가치(순현금) (B)	23,924	자산가치(순현금) (B)	14,803
기업가치 (A) + (B)	48,366	기업가치 (A) + (B)	57,003
발행주식수	21,954,022	발행주식수	21,954,022
목표주가	220,307	목표주가	259,649

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 게임사 밸류에이션 비교

	24E PER	25E PER	25E ROE
TENCENT	15.5	14.0	19.5
NETEASE	11.5	10.5	20.9
ELECTRONIC ARTS	20.6	19.6	21.9
NEXON	19.1	17.8	13.3
크래프톤	11.8	12.8	14.4
평균	15.7	14.9	18.0
엔씨소프트	18.8	12.9	10.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	25,718	17,798	15,876	18,136	19,899
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,718	17,798	15,876	18,136	19,899
판매비	20,128	16,425	14,843	14,876	15,162
영업이익	5,590	1,373	1,033	3,261	4,736
EBITDA	6,649	2,492	2,152	4,167	5,664
영업외손익	500	689	1,880	1,090	1,205
외환관련손익	922	-91	426	-169	-186
이자손익	375	691	673	642	728
관계기업관련손익	-81	41	82	59	53
기타	-716	49	699	559	611
법인세비용차감전순이익	6,091	2,062	2,913	4,351	5,942
법인세비용	1,731	-77	671	1,088	1,485
계속사업순이익	4,360	2,139	2,243	3,264	4,456
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,360	2,139	2,243	3,264	4,456
지배지분순이익	4,357	2,121	2,241	3,261	4,452
포괄순이익	1,666	1,910	953	1,974	3,037
지배지분포괄이익	1,664	1,891	950	1,969	3,030

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,360	1,399	770	1,903	3,192
당기순이익	4,360	2,139	2,243	3,264	4,456
감가상각비	1,040	1,101	1,100	887	909
외환손익	22	74	-235	169	186
중속, 관계기업관련손익	58	-8	-20	-59	-53
자산부채의 증감	495	-956	-2,495	-2,437	-2,385
기타현금흐름	1,385	-951	177	79	78
투자활동 현금흐름	-3,922	1,130	265	-2,740	-4,013
투자자산	5,358	3,455	82	-44	-579
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-1,174	-1,134	0	-1,000
유형자산 감소	3	6	2	0	0
기타현금흐름	-6,787	-1,157	1,315	-2,696	-2,433
재무활동 현금흐름	-3,037	-1,773	-2,725	-2,036	-1,943
단기차입금	-59	47	-12	55	43
사채 및 장기차입금	-1,457	97	-1,291	0	105
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,190	-1,357	-636	-619	-619
기타현금흐름	-331	-561	-786	-1,473	-1,473
연결범위변동 등 기타	-105	41	424	3,982	3,336
현금의 증감	296	796	-1,266	1,109	572
기초 현금	2,559	2,856	3,652	2,386	3,494
기말 현금	2,856	3,652	2,386	3,494	4,066
NOPLAT	5,590	1,424	1,033	3,261	4,736
FCF	4,863	225	-364	1,903	2,192

자료: 유안타증권

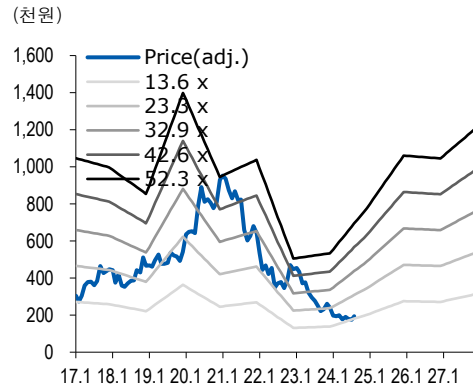
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	26,911	23,368	19,158	21,961	24,075
현금및현금성자산	2,856	3,652	2,386	3,494	4,066
매출채권 및 기타채권	2,194	1,723	2,035	2,336	2,563
재고자산	15	7	7	8	9
비유동자산	17,466	20,570	21,317	20,455	21,323
유형자산	9,302	10,005	10,102	9,215	9,307
관계기업등 지분관련자산	262	249	236	270	296
기타투자자산	5,117	6,477	7,859	7,869	8,422
자산총계	44,376	43,938	40,475	42,416	45,397
유동부채	5,153	6,143	3,762	4,127	4,461
매입채무 및 기타채무	2,917	2,153	2,174	2,484	2,725
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,400	1,200	1,200	1,250
비유동부채	7,237	5,265	5,097	5,319	5,547
장기차입금	600	0	0	0	0
사채	3,494	1,697	1,697	1,697	1,697
부채총계	12,391	11,408	8,859	9,445	10,008
지배지분	31,962	32,497	31,572	32,924	35,338
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,094	34,726	36,257	38,898	42,732
비지배지분	23	33	44	47	51
자본총계	31,985	32,530	31,616	32,971	35,389
순차입금	-18,021	-14,764	-11,559	-13,943	-15,633
총차입금	6,286	6,430	5,126	5,182	5,330

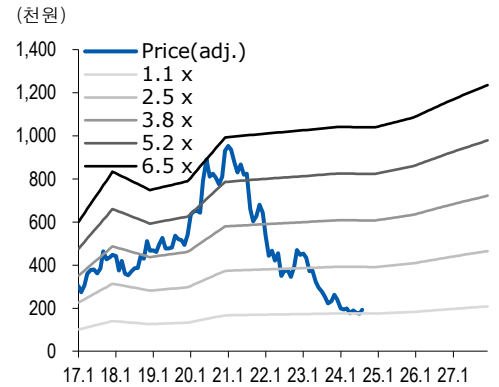
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	10,206	14,852	20,279
BPS	157,391	160,025	159,664	166,500	178,709
EBITDAPS	30,288	11,349	9,804	18,979	25,798
SPS	117,144	81,071	72,315	82,611	90,639
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
PER	21.7	33.3	19.0	13.0	9.5
PBR	2.7	2.0	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.5	22.4	14.4	6.9	4.7
PSR	3.7	4.0	2.7	2.3	2.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	11.4	-30.8	-10.8	14.2	9.7
영업이익 증가율 (%)	49.0	-75.4	-24.8	215.7	45.2
지배순이익 증가율 (%)	9.8	-51.3	5.6	45.5	36.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	21.7	7.7	6.5	18.0	23.8
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	14.1	18.0	22.4
EBITDA 마진 (%)	25.9	14.0	13.6	23.0	28.5
ROIC	55.1	16.4	8.7	22.5	33.2
ROA	9.7	4.8	5.3	7.9	10.1
ROE	13.7	6.6	7.0	10.1	13.0
부채비율 (%)	38.7	35.1	28.0	28.6	28.3
순차입금/자기자본 (%)	-56.4	-45.4	-36.6	-42.4	-44.2
영업이익/금융비용 (배)	59.0	9.4	10.1	35.6	50.7

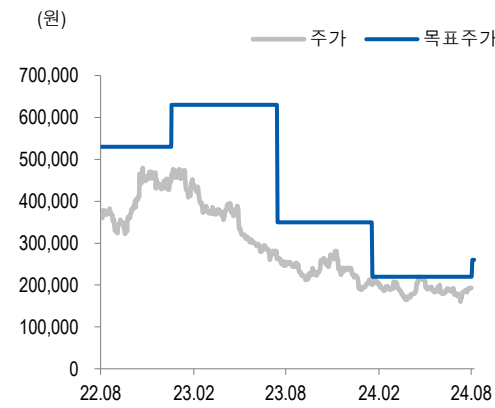
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-27	BUY	260,000	1년		
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.