

2024. 4. 9



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 350,000 원

현재주가 (4.8) 185,100 원

상승여력 89.1%

KOSPI 2,717.65pt

시가총액 40,637억원

발행주식수 2,195만주

유동주식비율 80.50%

외국인비중 37.94%

52주 최고/최저가 395,500원/185,100원

평균거래대금 214.7억원

주요주주(%)

김택진 외 8 인 12.00

퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26

넷마블 8.88

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.7 -13.5 -50.0

상대주가 -3.0 -23.3 -54.2

주가그래프



엔씨소프트 036570

밖에서 제시될 새로운 기준

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 178억원으로 감익 기조 유지
- ✓ 신작 CBT 2분기 시작되며 중국 <블소2> 및 글로벌 <TL> 등 지난해보다는 나은 올해
- ✓ 시가총액은 청산 가치만큼 하락하며 영업 가치 0에 수렴. 적절한 활용 필요한 시기
- ✓ Stable diffusion 활용하며 생산성 향상 이룬 '시프트업' 상장 임박
- ✓ 라이트한 인력 구조 가진 동종업계 상장이 시장 내 산업의 새로운 기준 제시할 것

신작 없는 1분기, 감익 기조 유지

1분기 엔씨소프트의 연결 매출 및 영업이익은 각각 3,996억원(-17% YoY)과 178억원(-78% YoY)으로 감익을 이어갈 전망이다. 4분기 대비 모바일 매출이 감소하나 1) 지스타 등 마케팅 비용이 QoQ로 크게 감소하고 2) 판교 신사옥 관련 세금 등 4분기 일회성 비용이 감소하는 점을 감안했다. 온라인 게임 매출은 기존 게임의 하락세를 <TL> 온기 반영분이 상쇄하며 전분기와 유사한 실적을 전망한다.

<배틀 크러쉬> CBT 및 <블소S>에 이어지는 신작의 성과가 2분기 이후 점진적으로 반영될 전망이다. 작년 연말 판호가 발급된 <블소2>는 소셜 계정이 만들어지며 마케팅이 시작되어 연내 출시가 예상된다. 아마존의 <TL> 출시는 하반기를 예상한다.

구슬이 서 말이라도 꿰어야 보배

동사는 약 2조원의 현금성 자산을 비롯하여 3채의 부동산 및 넷마블 지분까지 보유해 현재 시가총액은 청산 가치에 근접해 있다. 영업 가치를 0으로 감안한다는 것인데 여기서 벗어나기 위해서는 적절한 활용이 필요하다. 동사는 M&A에 대한 적극적 행보를 약속하며 보유 자산의 주주 환원에 대해 우선순위를 뒤로 배치했다.

지난달 시프트업은 상장예비심사 신청을 접수했다. 300명에 불과한 인원으로는 <승리의 여신: 니케> 라이브 서비스에 더해 4월말 출시 예정인 PS5 독점작 <스텔라 블레이드>를 완성했다. 이미지 생성 AI인 Stable Diffusion을 활용해 생산성을 증대시키고 외부 퍼블리싱을 활용하는 시프트업의 행보는 퍼블리싱으로 확장하는 국내 사업자와 정 반대의 모습으로 투자자의 이목을 끌고 있다. 동사 또한 지분 확보를 통한 퍼블리싱으로 어려움을 타개하고자 하나 5,500명에 달하는 방대한 인력 조정 및 개발에 집중하는 모습으로 사업 목표의 우선 순위를 지정할 필요가 있어 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,308.8	375.2	396.9	18,078	-32.5	143,429	35.6	4.5	27.4	12.6	45.4
2022	2,571.8	559.0	435.7	19,847	10.2	145,587	22.6	3.1	12.1	13.7	38.7
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024E	1,659.9	72.1	148.2	6,750	-30.6	152,875	27.4	1.2	13.2	4.5	27.0
2025E	2,349.0	355.1	367.2	16,725	147.5	164,878	11.1	1.1	4.6	10.5	25.3

표1 엔씨소프트 1Q24 Preview							
(십억원)	1Q24E	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	399.6	478.8	-16.5	437.7	-8.7	418.5	-4.5
영업이익	17.8	81.6	-78.2	3.9	362.9	16.7	7.0
세전이익	55.7	141.3	-60.6	-20.4	흑전	30.6	82.1
지배순이익	43.3	113.7	-61.9	25.0	73.5	26.9	61.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

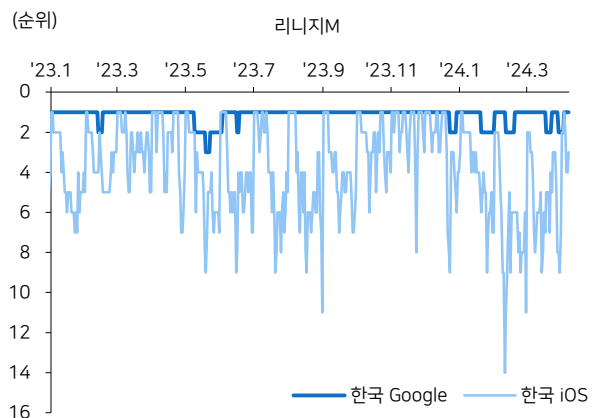
표2 엔씨소프트 게임 출시 일정				
출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 일본/대만	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.12.07	TL 국내	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
2024	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	블레이드 앤 소울 S	모바일	엔씨소프트	자체개발
	배틀 크러쉬	모바일	엔씨소프트	자체개발
2025	프로젝트G 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
	아이온2	모바일	엔씨소프트	자체개발
미정	프로젝트LLL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표3 시프트업 재무제표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출	28.3	17.2	66.1	168.6
게임	27.8	16.2	10.3	4.0
온라인			0.6	0.2
모바일			9.7	3.7
로열티	0.5	0.9	55.6	164.4
기타	0.1	0.1	0.2	0.2
영업비용	39.7	36.3	47.8	57.5
인건비	7.1	7.0	19.8	32.8
% to sales	25%	41%	30%	19%
R&D	11.6	15.6	19.9	15.8
지급수수료	15.5	10.2	5.6	4.0
광고선전비	1.6	0.8	0.1	0.2
상각비	0.4	0.5	0.8	2.2
기타	3.3	2.2	1.5	2.6
영업이익	-11.3	-19.1	18.3	111.1
% OPM	-40%	-111%	28%	66%

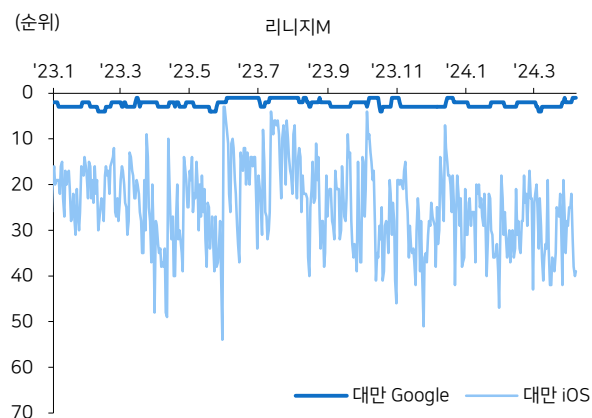
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 리니지M 국내 매출 순위



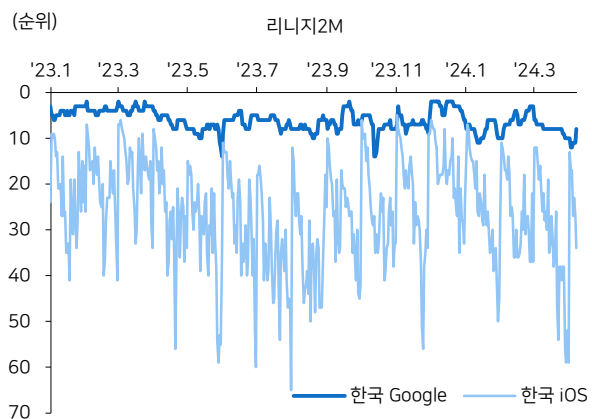
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지M 대만 매출 순위



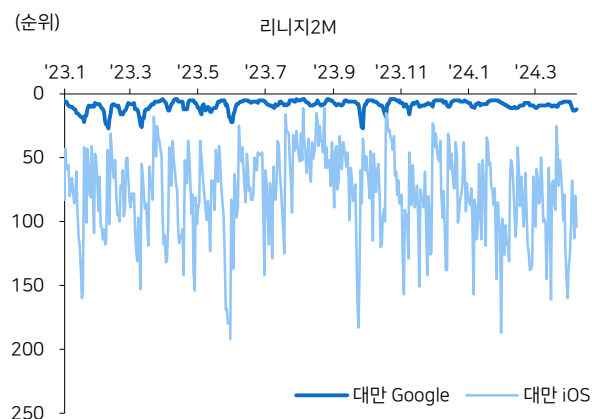
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 리니지2M 국내 매출 순위



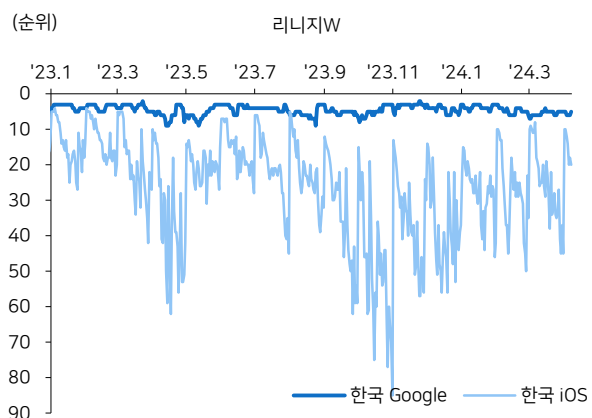
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 리니지2M 대만 매출 순위



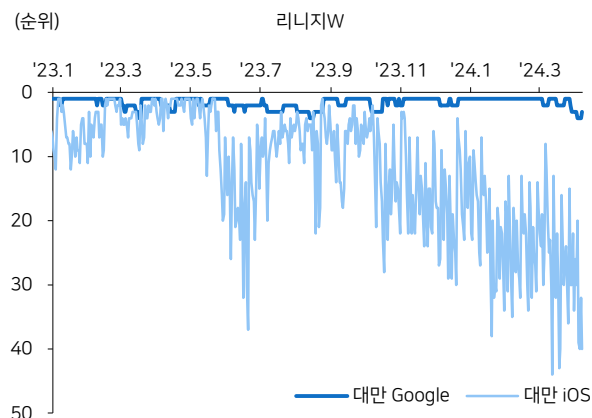
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리니지W 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리니지W 대만 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 실적 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출 추정												
매출	478.8	440.2	423.1	437.7	399.6	397.3	434.2	428.8	2,571.8	1,779.8	1,659.9	2,349.0
온라인	91.4	88.2	93.2	92.3	86.6	83.3	96.9	92.2	390.4	365.1	359.0	345.6
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	271.1	266.0	288.7	293.2	1,934.3	1,200.4	1,119.0	1,833.8
기타	14.3	19.0	20.8	15.9	12.9	17.1	18.7	14.3	90.1	69.9	62.9	56.6
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	29.0	30.8	30.0	29.0	157.0	144.5	118.9	113.0
% YoY												
매출	-39.4	-30.0	-30.0	-20.1	-16.5	-9.8	2.6	-2.0	11.4	-30.8	-6.7	41.5
온라인	-1.8	-8.0	-4.0	-11.5	-5.2	-5.5	3.9	-0.1	-8.4	-6.5	-1.6	-3.7
모바일	-48.4	-37.5	-37.4	-21.6	-18.0	-10.4	5.4	-1.9	20.1	-37.9	-6.8	63.9
기타	-19.5	-14.6	-21.7	-32.8	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-9.8	-22.4	-10.0	-10.0
로열티	8.9	0.8	-18.5	-21.4	-31.3	-15.0	-15.0	-5.0	-8.9	-8.0	-17.7	-5.0
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	381.8	394.4	399.1	412.5	2,012.8	1,642.5	1,587.8	1,994.0
% to sales	83.0	92.0	96.1	99.1	95.5	99.3	91.9	96.2	78.3	92.3	95.7	84.9
% YoY	-27.3	-20.0	-11.6	-13.3	-3.9	-2.6	-1.8	-4.9	4.2	-18.4	-3.3	25.6
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	142.6	138.4	146.3	157.6	870.7	622.8	585.0	823.8
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	30.3	27.3	27.3	28.0	106.0	111.9	112.8	109.2
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	4.9	27.7	27.7	48.1	188.6	85.0	108.3	196.9
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	204.1	201.0	197.8	178.8	847.4	822.9	781.7	864.1
이익 추정												
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	17.8	2.9	35.2	16.3	559.0	137.3	72.1	355.1
% YoY	-66.6	-71.3	-88.6	-91.9	-78.2	-91.8	112.7	322.4	49.0	-75.4	-47.5	392.2
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	4.5	0.7	8.1	3.8	21.7	7.7	4.3	15.1
세전이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	55.7	31.3	80.9	22.2	609.1	206.2	190.0	470.1
% YoY	-39.4	-76.0	-81.5	적지	-60.6	-20.0	75.0	흑전	24.0	-66.1	-7.9	147.4
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	43.3	24.4	63.2	17.3	435.7	212.1	148.2	367.2
% YoY	-32.7	-74.8	-76.0	흑전	-61.9	-18.2	44.8	-30.7	9.8	-51.3	-30.1	147.8

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,308.8	2,571.8	1,779.8	1,659.9	2,349.0
매출액증가율(%)	-4.4	11.4	-30.8	-6.7	41.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,308.8	2,571.8	1,779.8	1,659.9	2,349.0
판매관리비	1,931.7	2,012.8	1,642.6	1,587.8	1,994.0
영업이익	375.2	559.0	137.3	72.1	355.1
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.7	4.3	15.1
금융손익	104.3	-31.8	91.1	85.8	85.8
종속/관계기업손익	15.8	-8.1	4.1	9.7	9.3
기타영업외손익	-3.9	90.0	-26.2	22.4	20.0
세전계속사업이익	491.3	609.1	206.2	190.0	470.1
법인세비용	95.6	173.1	-7.7	41.7	103.0
당기순이익	395.7	436.0	213.9	148.4	367.2
지배주주지분 순이익	396.9	435.7	212.1	148.2	367.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,452.6	2,691.1	2,336.8	2,234.9	2,523.5
현금및현금성자산	255.9	285.6	365.2	347.1	636.5
매출채권	277.9	175.5	132.7	193.0	273.2
재고자산	6.4	1.5	0.7	0.8	1.5
비유동자산	2,129.3	1,746.6	2,057.0	2,034.5	2,021.5
유형자산	747.3	930.2	1,000.5	987.7	978.5
무형자산	42.3	43.4	96.1	92.2	88.5
투자자산	1,201.4	537.9	672.6	666.9	666.9
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,393.8	4,269.5	4,545.0
유동부채	663.4	515.4	614.3	394.3	541.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	5.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	140.0	0.0	240.0	0.0	0.0
비유동부채	767.3	723.7	526.5	514.3	376.3
사채	349.1	349.4	169.7	169.7	39.7
장기차입금	60.0	60.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,140.8	908.7	917.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	255.8	-34.8	-44.5	-44.5	-44.5
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,472.7	3,579.2	3,842.7
비지배주주지분	2.4	2.3	3.3	4.6	7.6
자본총계	3,151.2	3,198.6	3,253.0	3,360.8	3,627.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	391.1	736.0	139.9	244.0	441.2
당기순이익(손실)	395.7	436.0	213.9	148.4	367.2
유형자산상각비	92.5	104.0	110.1	112.9	109.2
무형자산상각비	1.3	1.9	1.8	3.9	3.7
운전자본의 증감	35.2	49.5	-95.6	-2.2	-25.2
투자활동 현금흐름	-188.1	-392.2	113.0	41.4	18.9
유형자산의증가(CAPEX)	-286.6	-249.7	-117.4	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	663.5	-134.7	5.7	0.1
재무활동 현금흐름	-112.4	-303.7	-177.3	-303.5	-170.6
차입금의 증감	436.7	-151.6	14.4	-240.0	-130.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	98.7	29.6	79.6	-18.1	289.5
기초현금	157.3	255.9	285.6	365.2	347.1
기말현금	255.9	285.6	365.2	347.1	636.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	105,166	117,145	81,071	75,609	106,996
EPS(지배주주)	18,078	19,847	9,663	6,750	16,725
CFPS	23,268	36,228	13,017	10,065	22,651
EBITDAPS	21,360	30,288	11,350	8,602	21,316
BPS	143,429	145,587	148,023	152,875	164,878
DPS	5,860	6,680	3,130	2,000	4,956
배당수익률(%)	0.9	1.5	1.3	1.1	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	35.6	22.6	24.9	27.4	11.1
PCR	27.6	12.4	18.5	18.4	8.2
PSR	6.1	3.8	3.0	2.4	1.7
PBR	4.5	3.1	1.6	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	468.9	664.9	249.2	188.9	468.0
EV/EBITDA	27.4	12.1	15.3	13.2	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	13.7	6.6	4.5	10.5
EBITDA 이익률	20.3	25.9	14.0	11.4	19.9
부채비율	45.4	38.7	35.1	27.0	25.3
금융비용부담률	0.6	0.4	0.8	0.7	0.3
이자보상배율(x)	28.5	59.0	9.4	6.0	45.6
매출채권회전율(x)	8.9	11.3	11.6	10.2	10.1
재고자산회전율(x)	651.1	653.2	1,590.1	2,131.9	2,031.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.01.12	산업브리프	Buy	920,000	김동희	-53.5	-33.0	
2022.10.11				담당자 변경	-60.6	-56.5	
2022.10.11	Indepth	Buy	430,000	이효진	-15.8	-6.9	
2022.11.03	Indepth	Buy	490,000	이효진	-15.7	-5.1	
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이효진	-22.8	-14.4	
2023.04.12	산업브리프	Buy	530,000	이효진	-38.8	-25.4	
2023.08.10	기업브리프	Buy	430,000	이효진	-44.9	-34.7	
2024.02.13	기업브리프	Buy	350,000	이효진	-	-	