

엔씨소프트 (036570)

다 좋은데 결국 신작 한방이 있어야

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 240,000원

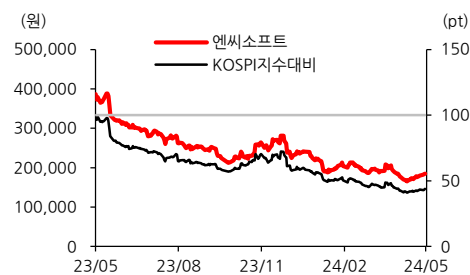
현재 주가(5/10)	204,000 원
상승여력	▲17.6%
시가총액	44,786 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	394,000 / 164,900 원
90 일 일평균 거래대금	207.64 억원
외국인 지분율	37.6%
주주 구성	
김택진 (외 9 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.6	-0.2	-21.8	-47.3
상대수익률(KOSPI)	9.7	-4.3	-35.0	-56.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,775	1,951
영업이익	559	137	141	179
EBITDA	665	249	320	368
지배주주순이익	436	212	242	250
EPS	21,456	10,446	11,922	12,299
순차입금	-748	-891	-1,205	-1,223
PER	20.9	23.0	17.1	16.6
PBR	3.1	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA	13.7	17.6	10.2	8.8
배당수익률	1.3	2.4	2.9	2.9
ROE	13.7	6.6	7.0	6.7

주가 추이



동사의 1Q24 실적은 매출은 하락했지만, 마케팅비를 포함한 전반적인 비용 감소로 영업이익은 컨센서스를 상회했습니다. 경영채신과 강도 높은 비용효율화 기조, 자사주 매입과 소각 등에 대한 정책 제시는 긍정적입니다.

1Q24 영업이익은 전반적인 비용 감소로 컨센서스 상회

동사의 1Q24 실적은 매출액 3979억 원, 영업이익 257억 원을 기록했다. 신작이 없는 가운데 기존 게임들의 매출 하락으로 매출액은 시장 기대치를 하회했고, 비용 통제 효과는 일부 드러나 영업이익은 컨센서스를 상회했다. PC게임 5종 매출은 전분기 수준과 유사했고, TL은 약 100억 원을 기록한 것으로 추정한다. 모바일 게임은 업데이트 효과 소멸에 따라 4종 매출이 모두 감소해 QoQ 17% 하락했다. 인건비는 QoQ 1% 감소했고, 마케팅비와 매출변동비는 대규모 업데이트가 없었고 모바일 매출 감소에 따른 유통수수료 감소로 인해 QoQ 각각 83%, 17% 줄어들었다.

다각도의 변화를 시도, 신작 기대감 낮은편

동사의 주요 전략 방향성은 M&A를 통한 글로벌 시장 진입과 인건비 등 고정비에 대한 강도 높은 체질 개선이다. M&A 관련해서는 1) 퍼블리싱을 위한 외부 IP/스튜디오 지분투자 2) 재무 효과와 시장 포지션 확대가 즉각 반영되는 인수를 검토 중이다. 또한 본사 인원 약 5000명을 4000명 중반 수준으로 인원 감축 계획을 발표했고, 이는 내년 실적에 긍정적으로 반영되는 요소다. 올해 신작 5종(배틀크러쉬, BSS, TL 글로벌, 블소2 중국, 기존IP 스프인오프)에 대한 기대감은 낮은 편으로 일정 수준을 상회하는 성과가 나타날 시 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 24만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 올해 실적 전망치 변경은 미미하다. 경영 채신과 강도 높은 비용 효율화 기조로 인해 올해 영업비용은 전년 수준에 그칠 것으로 예상한다. 자사주 매입과 소각 등 주가 방어를 위한 정책 제시도 긍정적이다. 이제 게임의 흥행을 통한 유의미한 매출 성장만이 남았다. 현재 주가는 실적 부진 우려와 모든 부정적인 센티를 대부분 반영하고 있는 수준이다.



[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	416.6	468.4	492.1	2,572	1,780	1,775	1,951
YoY (%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(5.4)	10.7	12.4	11.4	(30.8)	(0.3)	9.9
리니지 1	25	24	26	21	24	24	25	25	107	97	97	98
리니지 2	21	23	21	22	23	23	24	24	94	87	95	86
아이온	18	16	19	15	14	14	15	15	68	68	59	63
길드워 2	20	19	21	24	25	16	17	18	95	85	76	70
모바일												
Lineage M	130	128	120	119	105	113	110	126	516	496	453	396
Lineage2M	73	62	55	73	56	55	51	51	391	263	212	184
리니지 W	123	103	90	99	83	79	72	81	971	414	315	261
로열티	42	36	35	31	33	35	36	36	157	144	140	152
영업비용	397	405	407	434	372	390	423	449	2,013	1,643	1,634	1,772
YoY (%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(6.3)	(3.7)	4.1	3.5	4.1	(18.4)	(0.5)	8.4
인건비	212	209	198	204	203	207	213	222	847	823	844	904
매출변동비	152	156	151	163	135	146	164	172	871	623	617	644
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	8.6	15.5	23.3	189	85	54	93
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	26.5	45.4	43.1	559	137	141	179
YoY (%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(68.5)	(24.9)	174.4	1017.3	171.7	(75.4)	2.4	27.3
영업이익률 (%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	6.4	9.7	8.7	21.7	7.7	7.9	9.2
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	48.5	66.6	70.3	436	210	242	250
순이익률 (%)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	11.7	14.2	14.3	16.9	11.8	13.6	12.8

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,780	1,775	1,951
매출총이익	2,307	2,567	1,780	1,774	1,949
영업이익	375	559	137	141	179
EBITDA	469	665	249	320	368
순이자손익	35	42	73	54	57
외화관련손익	35	124	30	15	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
세전계속사업손익	491	617	202	299	308
당기순이익	396	444	210	242	250
지배주주순이익	397	436	212	242	250
증가율(%)					
매출액	-4.4	11.4	-30.8	-0.3	9.9
영업이익	-54.5	49.0	-75.4	2.4	27.3
EBITDA	-47.3	41.8	-62.5	28.6	14.9
순이익	-32.5	12.2	-52.8	15.4	3.2
이익률(%)					
매출총이익률	99.9	99.8	100.0	99.9	99.9
영업이익률	16.3	21.7	7.7	7.9	9.2
EBITDA 이익률	20.3	25.9	14.0	18.1	18.9
세전이익률	21.3	24.0	11.4	16.8	15.8
순이익률	17.1	17.3	11.8	13.6	12.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	391	736	233	695	422
당기순이익	396	436	214	242	250
자산상각비	94	106	112	180	189
운전자본증감	35	50	0	-32	-21
매출채권 감소(증가)	-30	101	42	-46	-4
재고자산 감소(증가)	0	5	1	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	35	5
투자현금흐름	-188	-392	9	-310	-335
유형자산처분(취득)	-286	-249	-164	-220	-242
무형자산 감소(증가)	0	-3	-41	-3	-3
투자자산 감소(증가)	100	-156	261	-47	-49
재무현금흐름	-112	-304	-162	-119	-119
차입금의 증가(감소)	249	-185	-43	0	0
자본의 증가(감소)	-361	-119	-119	-119	-119
배당금의 지급	-176	-119	-119	-119	-119
총현금흐름	511	795	233	726	443
(-)운전자본증감(감소)	112	-459	-366	32	21
(-)설비투자	287	250	164	220	242
(+)자산매각	1	-3	-41	-3	-3
Free Cash Flow	113	1,001	394	472	178
(-)기타투자	-145	393	413	39	41
잉여현금	258	609	-19	433	137
NOPLAT	302	402	100	114	145
(+) Dep	94	106	112	180	189
(-)운전자본투자	112	-459	-366	32	21
(-)Capex	287	250	164	220	242
OpFCF	-3	717	413	42	71

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,337	2,722	2,771
현금성자산	677	1,376	1,534	1,848	1,866
매출채권	327	219	172	218	222
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,057	2,139	2,235
투자자산	1,340	773	960	999	1,040
유형자산	747	930	1,001	1,044	1,100
무형자산	42	43	96	96	96
자산총계	4,582	4,438	4,394	4,862	5,006
유동부채	663	515	614	654	664
매입채무	316	292	215	251	255
유동성이자부채	181	35	280	280	280
비유동부채	767	724	526	531	535
비유동이자부채	599	593	363	363	363
부채총계	1,431	1,239	1,141	1,185	1,199
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,473	3,596	3,727
자본조정	-367	-658	-667	-367	-367
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
자본총계	3,151	3,199	3,253	3,676	3,807

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	18,078	21,456	10,446	11,922	12,299
BPS	143,429	145,587	148,023	167,311	173,267
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860
CFPS	23,268	36,227	10,615	33,090	20,198
ROA(%)	9.2	9.7	4.8	5.2	5.1
ROE(%)	12.6	13.7	6.6	7.0	6.7
ROIC(%)	16.5	20.2	5.5	6.6	8.0
Multiples(x, %)					
PER	35.6	20.9	23.0	17.1	16.6
PBR	4.5	3.1	1.6	1.2	1.2
PSR	6.1	3.8	3.0	2.5	2.3
PCR	27.6	12.4	22.7	6.2	10.1
EV/EBITDA	30.3	13.7	17.6	10.2	8.8
배당수익률	0.9	1.3	2.4	2.9	2.9
안정성(%)					
부채비율	45.4	38.7	35.1	32.2	31.5
Net debt/Equity	3.3	-23.4	-27.4	-32.8	-32.1
Net debt/EBITDA	22.0	-112.4	-357.6	-376.0	-332.0
유동비율	369.7	522.2	380.4	416.0	417.3
이자보상배율(배)	28.5	59.0	9.4	6.5	8.3
자산구조(%)					
투하자본	50.5	47.2	40.5	38.5	39.1
현금+투자자산	49.5	52.8	59.5	61.5	60.9
자본구조(%)					
차입금	19.8	16.4	16.5	14.9	14.4
자기자본	80.2	83.6	83.5	85.1	85.6

[Compliance Notice]

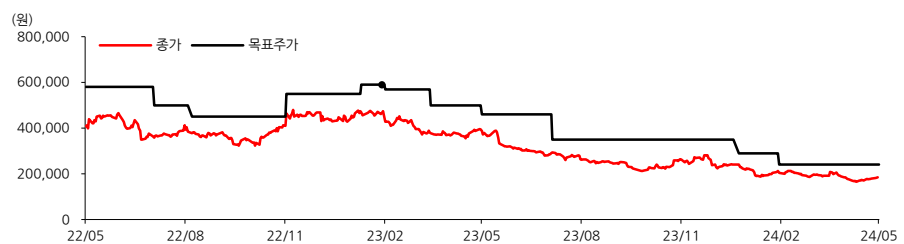
(공표일: 2024년 5월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.05.16	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.12	2022.08.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		580,000	580,000	580,000	500,000	450,000
일 시	2022.08.25	2022.10.11	2022.11.11	2022.11.17	2023.01.19	2023.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	450,000	450,000	550,000	550,000	590,000	570,000
일 시	2023.03.24	2023.04.04	2023.05.10	2023.05.23	2023.07.14	2024.01.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	460,000	460,000	350,000	290,000
일 시	2024.02.08	2024.02.26	2024.05.13			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	240,000	240,000	240,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.07.12	Buy	500,000	-24.77	-17.60
2022.08.16	Buy	450,000	-18.73	-8.44
2022.11.11	Buy	550,000	-17.93	-12.82
2023.01.19	Buy	590,000	-21.26	-19.41
2023.02.10	Buy	570,000	-27.67	-20.61
2023.03.24	Buy	500,000	-24.91	-20.90
2023.05.10	Buy	460,000	-29.86	-15.54
2023.07.14	Buy	350,000	-28.27	-15.86
2024.01.02	Buy	290,000	-28.30	-17.24
2024.02.08	Buy	240,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%