

## Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680

dozed@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 250,000원

현재가 (4/23) 170,500원

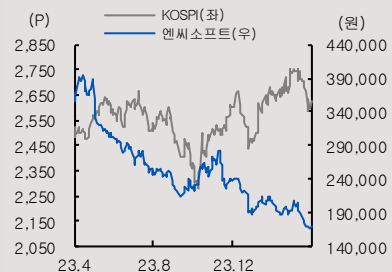
KOSPI (4/23)	2,623.02pt
시가총액	3,743십억원
발행주식수	21,954천주
액면가	500원
52주 최고가	395,500원
최저가	164,900원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	37.5%
배당수익률 (2024F)	1.9%

주주구성	
김택진 외 8 인	12.00%
퍼블릭 인베스트먼트 펀	9.26%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-32%	-55%
절대기준	-11%	-24%	-54%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	250,000	250,000	▼
EPS(24)	6,958	6,657	▲
EPS(25)	11,738	9,965	▲

## 엔씨소프트 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 엔씨소프트 (036570)

## 작은 호재에도 급등할 수 있는 주가 레벨

## 1분기 실적 컨센서스 소폭 하회 전망

엔씨소프트는 1분기 매출액 4,001억원(YoY -16.4%, QoQ -8.6%), 영업이익 132억원(YoY -83.8%, QoQ 243.3%)을 달성할 것으로 추정. 컨센서스 매출액(4,136억원), 영업이익(140억원) 대비 각각 -3.3%, -5.5% 하회할 것으로 예상. 모바일게임은 리니지W와 리니지2M의 작년 4분기의 대규모 업데이트 효과가 사라지면서 전분기 대비 외형이 -10.2% 감소. 한편 작년부터 지속적으로 비용 효율화 기조 이어지는 가운데 마케팅비가 대폭 축소되어 영업이익이 전분기 대비 3배 이상 증가할 것으로 전망

## 강해지는 신작 모멘텀과 자산가치에 주목

2분기부터 시작되는 신작 게임 출시와 글로벌 진출 모멘텀이 내년까지 이어질 것으로 전망. 상반기에는 배틀크러쉬(난투형 대전 액션)와 BSS(수집형 RPG)가 출시, 하반기에는 TL의 글로벌 출시 및 블레이드&소울2의 중국 출시 그리고 신작 모바일게임이 출시될 예정. 2025년 프로젝트G(MMORTS), 아이온2(MMORPG) 및 LLL(MMO슈팅) 등의 대작 출시 모멘텀이 지속될 것으로 예상

TL의 글로벌 CBT가 4월 10일에서 17일까지 북미에서 진행. 비공개 서약에 따라 테스트가 진행되었기 때문에 리뷰가 제한적이었으나 공성전, 전투 등이 긍정적이었던 것으로 파악. 하반기 아마존게임즈가 웨스턴 지역 출시 일정을 결정. 관련 로열티 매출 및 대만 등 동남아 지역은 동사가 직접 서비스하면서 전체 매출을 인식할 예정. 한편 상반기 중으로 출시 예정인 배틀크러쉬는 3월 긍정적인 테스트 결과를 기반으로 출시 준비 중. 2분기 출시 예정인 BSS는 수집형RPG로 3분기부터 전체 매출 기여도가 높을 것으로 기대

동사는 현금성자산 2.1조원(순현금 1.7조원)을 포함해서 운영 가능한 유동자산이 3.5조원 이상으로 시가총액이 청산가치 수준까지 하락. 실적 개선 가능성이 높고 신작 출시 및 해외 진출과 M&A 등 일부 모멘텀에서 급등할 수 있기 때문에 매수 추천

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,778	2,123	2,339
영업이익	559	137	131	268	331
세전이익	609	206	204	341	404
지배주주순이익	436	212	153	258	305
EPS(원)	19,847	9,663	6,958	11,738	13,901
증가율(%)	9.8	-51.3	-28.0	68.7	18.4
영업이익률(%)	21.7	7.7	7.4	12.6	14.2
순이익률(%)	17.0	12.0	8.7	12.2	13.0
ROE(%)	13.7	6.6	4.6	7.5	8.4
PER	22.6	24.9	24.5	14.5	12.3
PBR	3.1	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.6	17.5	12.6	7.3	5.8

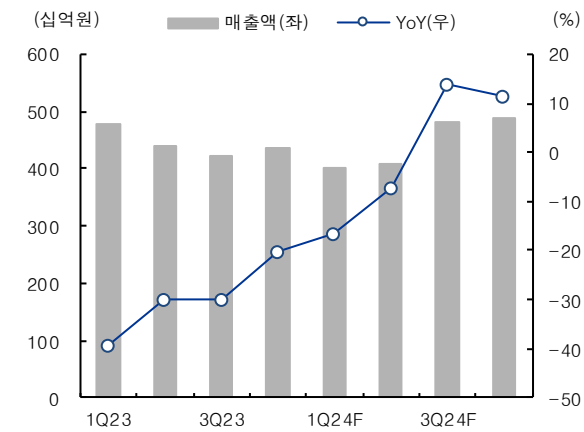
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>479</b>	<b>440</b>	<b>423</b>	<b>438</b>	<b>400</b>	<b>409</b>	<b>481</b>	<b>488</b>	<b>1,780</b>	<b>1,778</b>	<b>2,123</b>
QoQ	-12.6%	-8.0%	-3.9%	3.5%	-8.6%	2.1%	17.8%	1.3%			
YoY	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.4%	-7.2%	13.7%	11.4%	-30.8%	-0.1%	19.4%
PC게임	91	88	93	92	89	86	90	91	365	356	345
모바일게임	331	297	274	299	268	273	271	282	1,200	1,095	1,059
기타	14	19	21	16	14	15	16	17	70	61	68
로열티	42	36	35	31	29	26	25	30	144	110	106
신작						9	79	68		156	546
<b>영업이익</b>	<b>82</b>	<b>35</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>66</b>	<b>47</b>	<b>137</b>	<b>131</b>	<b>268</b>
OPM	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	3.3%	1.1%	13.6%	9.7%	7.7%	7.3%	12.6%
QoQ	72.1%	-56.8%	-53.1%	-76.7%	243.3%	-67.4%	1419.6%	-27.6%			
YoY	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-83.8%	-87.8%	296.8%	1132.5%	-75.4%	-4.9%	105.4%
<b>세전이익</b>	<b>141</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>-20</b>	<b>32</b>	<b>23</b>	<b>84</b>	<b>66</b>	<b>206</b>	<b>204</b>	<b>341</b>
QoQ	흑전	-72.3%	18.1%	적전	흑전	-28.8%	268.1%	-21.7%			
YoY	-39.4%	-76.0%	-81.5%	적지	-77.3%	-41.7%	81.6%	흑전	-66.1%	-0.9%	67.0%
<b>순이익(지배)</b>	<b>114</b>	<b>30</b>	<b>44</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>63</b>	<b>49</b>	<b>212</b>	<b>153</b>	<b>258</b>
NIM	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	6.0%	4.1%	13.0%	10.1%	11.9%	8.6%	12.1%
QoQ	흑전	-73.7%	46.0%	-42.8%	-3.6%	-30.1%	272.9%	-21.7%			
YoY	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑전	-78.8%	-43.7%	43.9%	96.8%	-51.3%	-28.0%	68.7%

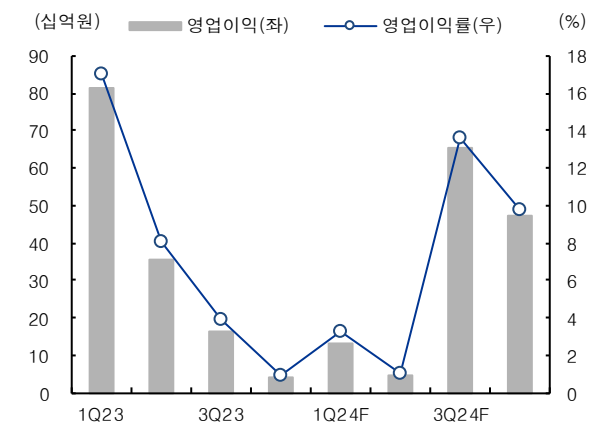
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

표 2. 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	출시 일자	비고
배틀크러쉬	난투형 대전 액션	2Q24	PC, 모바일, 콘솔
BSS	수집형 RPG	2Q24	PC, 모바일
블레이드&소울2	MMORPG	2024	PC, 모바일
TL(글로벌)	MMORPG	2024	PC, 콘솔
프로젝트G	MMORTS	1Q25	PC, 모바일
아이온2	MMORPG	2025	모바일
프로젝트 M	인터랙티브 어드벤처	미정	PC, 콘솔
LLL	MMO슈팅	미정	PC, 콘솔
프로젝트 E	MMORPG	미정	PC, 콘솔

자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 3. 2분기 출시 예정인 배틀크러쉬



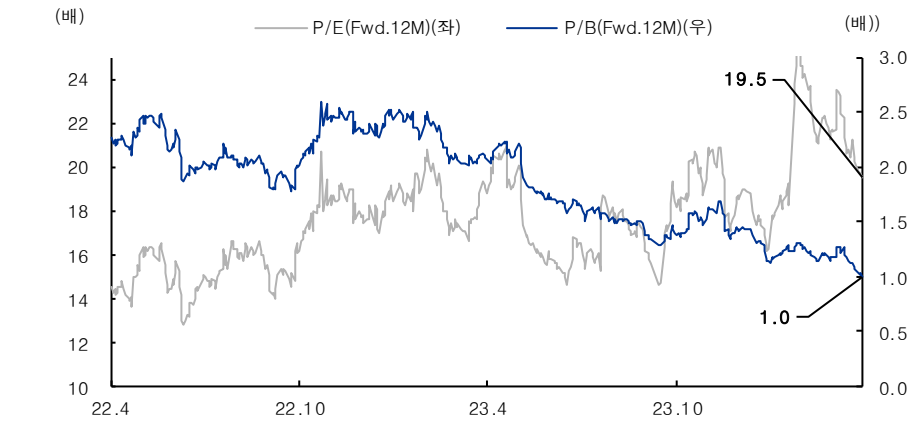
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 4. 2분기 출시 예정인 BSS



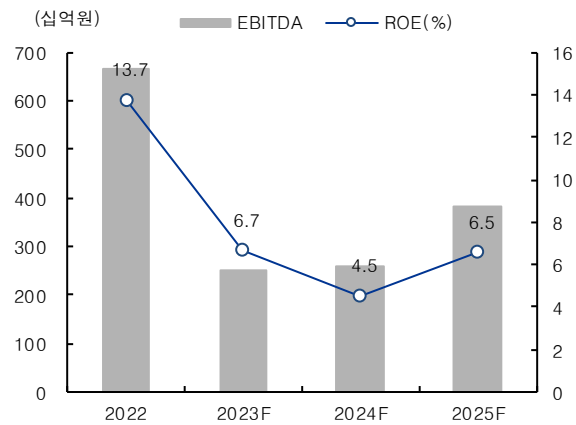
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 5. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



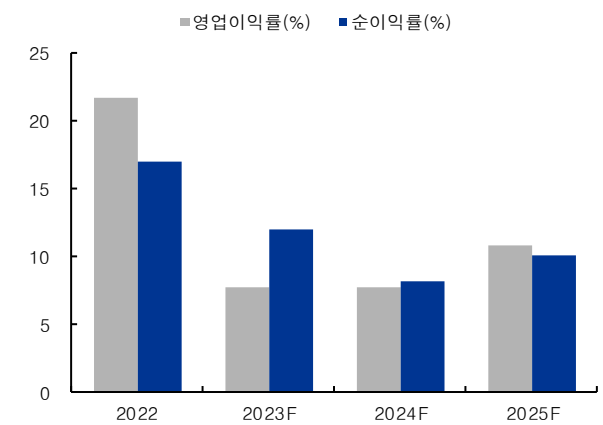
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이



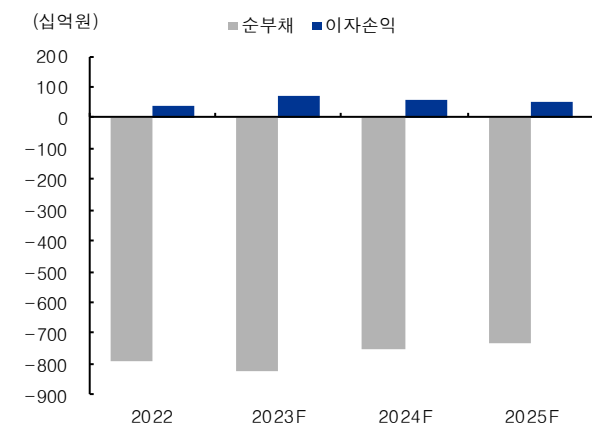
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이



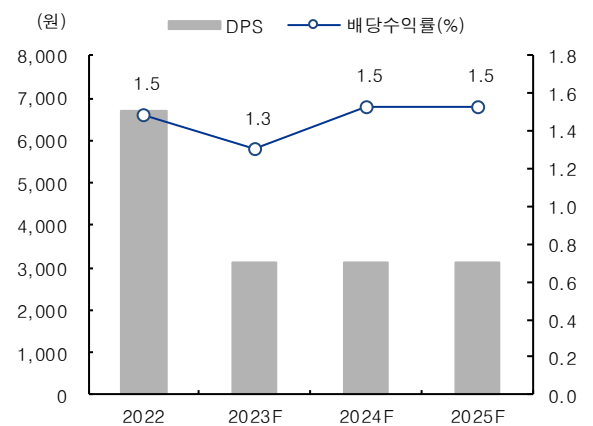
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 8. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 9. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

## 포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,778	2,123	2,339
증가율(%)	11.4	-30.8	-0.1	19.4	10.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,778	2,123	2,339
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	2,013	1,643	1,647	1,854	2,009
판매비율(%)	78.3	92.3	92.6	87.3	85.9
영업이익	559	137	131	268	331
증가율(%)	49.0	-75.4	-4.9	105.4	23.2
영업이익률(%)	21.7	7.7	7.4	12.6	14.2
순금융손익	-32	91	74	73	74
이자손익	38	69	74	73	74
기타	-70	22	0	0	0
기타영업외손익	90	-26	0	0	0
총속/관계기업손익	-8	4	0	0	0
세전이익	609	206	204	341	404
법인세	173	-8	50	84	99
법인세율	28.4	-3.9	24.5	24.6	24.5
계속사업이익	436	214	154	258	305
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	154	258	305
증가율(%)	10.2	-50.9	-27.9	67.0	18.4
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	8.7	12.2	13.0
지배주주당기순이익	436	212	153	258	305
기타포괄이익	-269	-23	0	0	0
총포괄이익	167	191	154	258	305
EBITDA	665	249	228	390	477
증가율(%)	41.8	-62.5	-8.7	71.2	22.5
EBITDA마진율(%)	25.9	14.0	12.8	18.4	20.4

## 투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	6,958	11,738	13,901
BPS	145,587	148,023	152,086	160,928	171,934
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	22.6	24.9	24.5	14.5	12.3
PBR	3.1	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.6	17.5	12.6	7.3	5.8
성장성지표(%)					
매출증가율	11.4	-30.8	-0.1	19.4	10.2
EPS증가율	9.8	-51.3	-28.0	68.7	18.4
수익성지표(%)					
배당수익률	1.5	1.3	1.9	1.9	1.9
ROE	13.7	6.6	4.6	7.5	8.4
ROA	9.7	4.8	3.5	5.6	6.3
ROIC	63.1	25.8	15.9	23.7	24.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	38.7	35.1	34.9	34.0	32.9
순차입금 비율(%)	-24.6	-28.6	-26.4	-25.5	-25.4
이자보상배율(배)	59.0	9.4	13.5	27.8	34.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.3	11.6	12.7	13.5	13.1
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,267.8	2,407.7	2,340.5
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,309	2,365	2,468
현금및현금성자산	286	365	271	239	245
유가증권	1,089	1,167	1,215	1,264	1,316
매출채권	175	133	148	168	190
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,200	2,375	2,556
유형자산	930	1,001	1,057	1,190	1,324
무형자산	43	96	101	107	113
투자자산	538	673	673	674	675
자산총계	4,438	4,394	4,509	4,741	5,023
유동부채	515	614	629	645	662
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	240	240	240	240
비유동부채	724	526	536	558	582
사채	349	170	170	170	170
장기차입금	60	0	0	0	0
부채총계	1,239	1,141	1,165	1,203	1,244
지배주주지분	3,196	3,250	3,339	3,533	3,775
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-623	-623	-623	-623	-623
기타포괄이익누계액	-35	-45	-45	-45	-45
이익잉여금	3,409	3,473	3,562	3,756	3,998
비지배주주지분	2	3	5	5	5
자본총계	3,199	3,253	3,344	3,538	3,779
비이자부채	653	539	563	601	642
총차입금	586	602	602	602	602
순차입금	-788	-930	-884	-901	-958

## 현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	240	364	435
당기순이익	436	214	154	258	305
비현금성 비용 및 수익	359	72	23	48	73
유형자산감가상각비	104	110	94	118	144
무형자산상각비	2	2	3	3	3
운전자본변동	50	-96	-11	-15	-17
매출채권등의 감소	101	42	-15	-20	-22
재고자산의 감소	5	1	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-109	-50	74	73	74
투자활동 현금흐름	-392	113	-291	-365	-402
유형자산의 증가(CAPEX)	-250	-117	-150	-252	-277
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-41	-8	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	20	10	-2	-1	-1
기타	-159	260	-131	-103	-114
재무활동 현금흐름	-304	-177	-43	-31	-28
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-304	-177	-43	-30	-27
기타 및 조정	-10	4	0	0	0
현금의 증가	30	80	-94	-32	5
기초현금	256	286	365	271	239
기말현금	286	365	271	239	245

### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

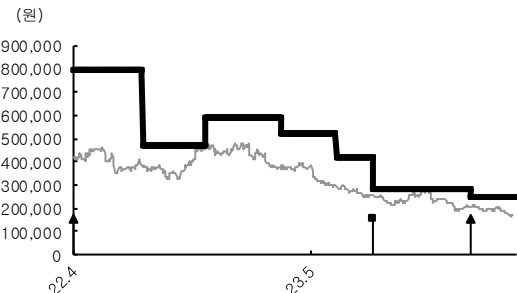
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	136	87.7
Trading Buy (중립)	13	8.4
중립	6	3.9
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

엔씨소프트	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
 <p>(원)</p> <p>900,000 800,000 700,000 600,000 500,000 400,000 300,000 200,000 100,000 0</p> <p>22.4 23.5</p>	2022.02.15	매수	800,000	-46.98	-37.38
	2022.08.16	매수	470,000	-18.89	2.02
	2022.11.29	매수	590,000	-26.51	-19.24
	2023.04.03	매수	520,000	-33.00	-23.94
	2023.07.04	매수	420,000	-35.58	-29.88
	2023.09.04	Trading Buy	280,000	-16.40	0.36
	2024.02.13	매수	250,000	-22.86	-14.80
	2024.04.23	매수	250,000		