

엔씨소프트 (036570)

아직 크게 움직이기 어렵다

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 220,000원

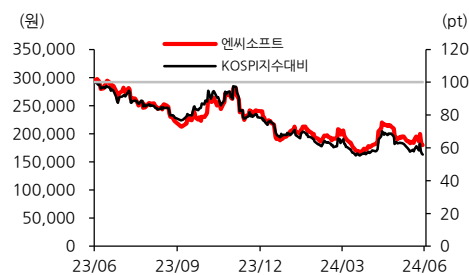
현재 주가(7/1)	184,100 원
상승여력	▲19.5%
시가총액	40,417 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	298,500 / 164,900 원
90 일 일평균 거래대금	210.75 억원
외국인 지분율	36.8%
주주 구성	
김택진 (외 9 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%
자사주 (외 1 인)	9.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.3	-10.6	-23.5	-37.6
상대수익률(KOSPI)	-9.6	-12.7	-29.1	-47.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,708	1,933
영업이익	559	137	69	185
EBITDA	665	249	185	303
지배주주순이익	436	212	105	220
EPS	19,847	9,663	5,181	10,832
순차입금	-748	-891	-806	-911
PER	22.6	24.9	35.5	17.0
PBR	3.1	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA	13.7	17.6	17.5	10.3
배당수익률	1.5	1.3	1.7	1.7
ROE	13.7	6.6	3.2	6.5

주가 추이



동사의 2Q24 실적은 영업손실을 기록하며 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 현재 주가는 실적 우려를 포함한 모든 부정적인 센터를 반영하고 있는 수준이지만, 신작 흥행을 통한 유의미한 매출 성장만이 주가 흐름 반전을 나타낼 것으로 예상합니다.

2Q24 실적은 영업이익 컨센서스 하회 추정

동사의 2Q24 실적은 매출액 3822억 원, 영업손실 72억 원으로 영업이익 컨센서스 86억 원을 하회한 것으로 추정한다. 신작 관련 비용이 증가하는 가운데 기존 게임 매출 하락이 이를 상쇄하지 못해 분기 영업이익 적자가 불가피할 것으로 예상된다. PC 라인업 매출은 전분기와 유사하겠지만 리니지M을 제외한 모바일 매출액이 전분기 대비 크게 하락한 것으로 파악한다. 대규모 업데이트도 없었던 리니지2M과 리니지W 매출액은 QoQ 각각 14%, 13% 감소한 것으로 추정한다. 인건비는 QoQ 2% 증가, 마케팅비는 신작 관련 집행으로 인해 QoQ 190% 늘어난 200억 원을 예상한다.

시가총액 4조 이하 수준에서는 당연히 고민이 되지만

동사가 보유하고 있는 현금성 자산과 부동산, 그리고 자사주를 포함한 투자자산을 모두 합산한 가치는 약 3조 원으로 추산된다. 시가총액이 4조 원 수준까지 낮아진 상황은 영업가치에 대한 저평가 고민이 충분히 되는 구간이다. 하지만 장르와 노출 지역의 한계, 신작의 hit ratio, 라이브 매출의 하락 추세를 고려할 때 과거의 멀티플 잣대를 동일하게 적용할 수는 없다고 판단한다. 지난주 배틀크러쉬를 시작으로 호연, 길드워2 확장팩, TL글로벌, 블소2중국, 리니지IP까지 다수의 신작이 하반기에 예정되어 있다. 신작에 대한 기대감은 낮은 편으로 일정 수준을 상회하는 성과가 나타날 시 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

목표주가 22만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 22만 원('25E EPS에 P/E 20배)으로 하향한다. 모바일 매출 감소와 비용 증가세를 반영해 '24년과 '25년 예상 영업이익을 기존 대비 각각 22%, 6% 하향했다. 경영 채신과 강도 높은 비용 효율화 기조는 긍정적이다. 현재 주가는 실적 우려를 포함한 모든 부정적인 센터를 반영하고 있는 수준이지만, 신작 흥행을 통한 유의미한 매출 성장만이 주가 흐름 반전을 나타낼 것으로 예상된다.



[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	382.2	462.1	466.0	2,572	1,780	1,708	1,933
YoY (%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(13.2)	9.2	6.5	11.4	(30.8)	(4.0)	13.1
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	99	108	109	516	496	421	396
Lineage2M	73	62	55	73	56	48	51	51	391	263	205	184
리니지 W	123	103	90	99	83	72	72	77	971	414	303	261
로열티	42	36	35	31	33	35	36	36	157	144	140	152
영업비용	397	405	407	434	372	389	431	446	2,013	1,643	1,639	1,748
YoY (%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(6.3)	(3.8)	6.0	2.9	4.1	(18.4)	(0.2)	6.6
인건비	212	209	198	204	203	207	209	217	847	823	836	842
매출변동비	152	156	151	163	135	134	162	163	871	623	593	638
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	20.0	34.0	35.7	189	85	97	134
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	(7.2)	31.1	19.5	559	137	69	185
YoY (%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(68.5)	적전	88.0	405.7	171.7	(75.4)	(49.7)	167.6
영업이익률 (%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	(1.9)	6.7	4.2	21.7	7.7	4.0	9.6
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	(3.3)	36.6	14.8	436	210	105	220
순이익률 (%)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	(0.9)	7.9	3.2	16.9	11.8	6.2	11.4

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,780	1,708	1,933
매출총이익	2,307	2,572	1,780	1,708	1,933
영업이익	375	559	137	69	185
EBITDA	469	665	249	185	303
순이자손익	35	42	73	73	77
외화관련손익	35	124	30	11	32
지분법손익	16	-8	3	7	0
세전계속사업손익	491	609	206	139	272
당기순이익	396	436	214	105	220
지배주주순이익	397	436	212	105	220
증가율(%)					
매출액	205.1	11.4	-30.8	-4.0	13.1
영업이익	82.8	49.0	-75.4	-49.7	167.6
EBITDA	94.9	41.8	-62.5	-25.9	64.1
순이익	149.4	10.2	-50.9	-50.8	109.2
이익률(%)					
매출총이익률	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	16.3	21.7	7.7	4.0	9.6
EBITDA 이익률	20.3	25.9	14.0	10.8	15.7
세전이익률	21.3	23.7	11.6	8.1	14.1
순이익률	17.1	17.0	12.0	6.2	11.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	391	736	140	130	325
당기순이익	396	436	214	105	220
자산상각비	94	106	112	116	118
운전자본증감	35	50	-96	-77	-18
매출채권 감소(증가)	-30	101	42	-34	-13
재고자산 감소(증가)	0	5	1	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	30	17
투자현금흐름	-188	-392	113	-181	-203
유형자산처분(취득)	-286	-249	-117	-93	-127
무형자산 감소(증가)	0	-3	-41	-15	-18
투자자산 감소(증가)	100	-156	261	-72	-46
재무현금흐름	-112	-304	-177	-120	-64
차입금의 증가(감소)	249	-185	-43	-121	0
자본의 증가(감소)	-361	-119	-136	-64	-64
배당금의 지급	-176	-119	-136	-64	-64
총현금흐름	511	795	286	189	342
(-)운전자본증감(감소)	112	-459	-366	12	18
(-)설비투자	287	250	117	93	127
(+)자산매각	1	-3	-41	-15	-18
Free Cash Flow	113	1,001	494	70	179
(-)기타투자	-145	393	452	67	11
잉여현금	258	609	42	3	168
NOPLAT	302	400	100	52	150
(+) Dep	94	106	112	116	118
(-)운전자본투자	112	-459	-366	12	18
(-)Capex	287	250	117	93	127
OpFCF	-3	715	460	64	123

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,337	2,190	2,334
현금성자산	677	1,376	1,534	1,335	1,440
매출채권	327	219	172	194	207
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,057	2,175	2,213
투자자산	1,340	773	960	1,083	1,094
유형자산	747	930	1,001	983	994
무형자산	42	43	96	108	124
자산총계	4,582	4,438	4,394	4,364	4,547
유동부채	663	515	614	550	572
매입채무	316	292	215	262	279
유동성이자부채	181	35	280	175	175
비유동부채	767	724	526	517	521
비유동이자부채	599	593	363	354	354
부채총계	1,431	1,239	1,141	1,067	1,092
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,473	3,517	3,674
자본조정	-367	-658	-667	-667	-667
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
자본총계	3,151	3,199	3,253	3,298	3,454

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	18,078	19,847	9,663	5,181	10,832
BPS	143,429	145,587	148,023	150,062	157,187
DPS	5,860	6,680	3,130	3,130	3,130
CFPS	23,268	36,227	13,017	8,631	15,598
ROA(%)	9.2	9.7	4.8	2.4	4.9
ROE(%)	12.6	13.7	6.6	3.2	6.5
ROIC(%)	16.5	20.1	5.5	3.1	8.7
Multiples(x, %)					
PER	35.6	22.6	24.9	35.5	17.0
PBR	4.5	3.1	1.6	1.2	1.2
PSR	6.1	3.8	3.0	2.4	2.1
PCR	27.6	12.4	18.5	21.3	11.8
EV/EBITDA	30.3	13.7	17.6	17.5	10.3
배당수익률	0.9	1.5	1.3	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	45.4	38.7	35.1	32.3	31.6
Net debt/Equity	3.3	-23.4	-27.4	-24.4	-26.4
Net debt/EBITDA	22.0	-112.4	-357.6	-436.2	-300.3
유동비율	369.7	522.2	380.4	398.2	408.2
이자보상배율(배)	28.5	59.0	9.4	4.7	13.0
자산구조(%)					
투하자본	50.5	47.2	40.5	41.1	40.7
현금+투자자산	49.5	52.8	59.5	58.9	59.3
자본구조(%)					
차입금	19.8	16.4	16.5	13.8	13.3
자기자본	80.2	83.6	83.5	86.2	86.7

[Compliance Notice]

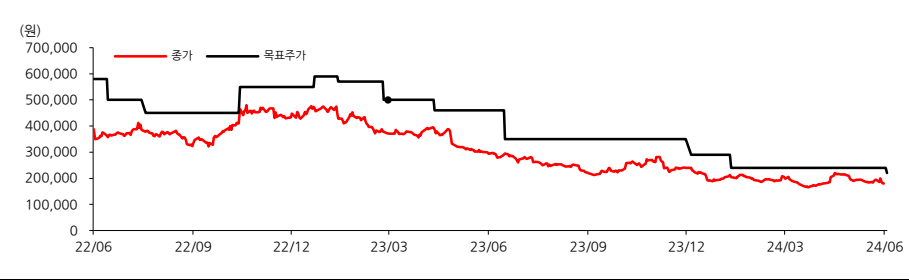
(공표일: 2024년 7월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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	2022.07.12	2022.08.16	2022.08.25	2022.10.11	2022.11.11
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		500,000	450,000	450,000	450,000	550,000
일 시	2022.11.17	2023.01.19	2023.02.10	2023.03.24	2023.04.04	2023.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	550,000	590,000	570,000	500,000	500,000	460,000
일 시	2023.05.23	2023.07.14	2024.01.02	2024.02.08	2024.02.26	2024.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	460,000	350,000	290,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.07.02					
투자의견	Buy					
목표가격	220,000					

[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	-19.65	-8.33
2024.07.02	Buy	220,000		

[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 추정치에 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%