

# 엔씨소프트 (036570)

## 변화는 좋지만, 시간은 걸린다

투자의견

**HOLD**(유지)

목표주가

**210,000** 원(유지)

현재주가

**204,000** 원(05/10)

시가총액

**4,479**(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 3,979억원(-16.9%yoy), 영업이익 257억원(-68.5%yoy) 기록. 매출 컨센서스 하회, 영업이익은 상회
- 전년 12월 출시된 신작 TL의 성과는 기대치 대비 부진했으며 1분기에도 매출 기여도는 미미
- 모바일 부문에서는 캐주얼 장르 중심의 국내 모바일 게임 시장 트렌드 변화로 인해 리니지 게임 모두 매출 감소
- 영업비용에서는 성과금 충당금 감소로 인건비가 감소했고, 신작 마케팅 감소로 마케팅비는 전분기 대비 크게 감소. 인력 효율화를 위한 내부 권고사직 및 분사 추진으로 인해 2분기 인건비는 일시적으로 늘어날 전망
- 전날 980억 규모의 자사주 취득 공시. 보유 자사주는 향후 M&A 자금으로 활용될 수 있으며 유의미한 규모의 M&A가 성사되지 않을 경우 자사주 소각도 고려되고 있음
- 올해 기점으로 개발 방향성을 다변화하는 등 다양한 시도가 이뤄지고 있음. 향후 신작 준비과정은 기존과 다른 행보가 이어질 것으로 전망. 다만 이와 같은 전사적 노력이 올해 모바일 리니지 매출 감소를 전부 만회하기는 어려울 것으로 예상. 내년도 기대 신작인 아이온2, LLL, 프로젝트G의 출시까지의 시간은 아직 남은 상황. 변화 방향성은 긍정적이지만, 이에 대한 아웃풋이 확인될 때 까지 시간은 다소 걸릴 것으로 전망

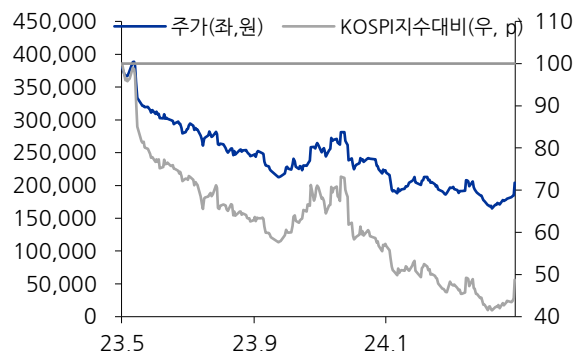
주가(원, 5/10)	204,000
시가총액(십억원)	4,479
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	393,000원
최저가	163,600원
52주 일간 Beta	1.32
3개월 일평균거래대금	206억원
외국인 지분율	37.9%
배당수익률(2024F)	1.5%
주주구성	
김택진 (외 7인)	12.0%
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	9.7%	-35.0%	-56.5%
절대기준	10.6%	-21.8%	-47.3%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	210,000	210,000	-
영업이익(24)	108	121	▼
영업이익(25)	251	247	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,665	1,936
영업이익	559	137	108	251
세전손익	609	206	235	326
당기순이익	436	214	183	259
EPS(원)	19,847	9,663	8,310	11,812
증감률(%)	9.8	-51.3	-14.0	42.1
PER(배)	22.6	24.9	24.5	17.3
ROE(%)	13.7	6.6	5.5	7.4
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	21.8	10.9

자료: 유진투자증권



## 1Q24 Review: 비용

엔씨소프트 1 분기 실적은 매출액 3,979 억원(-16.9%yoy), 영업이익 257 억원(-68.5%yoy, OPM +6.5%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(194 억원) 및 시장 컨센서스(139 억원)를 상회했다. 이는 매출액은 추정치에 미치지 못했지만 비용 감축 효과가 크게 작용한 결과다.

12 월 출시된 신작 TL 의 성과가 기대치에 크게 미치지 못했고, 1 분기에도 매출 기여는 미미했다. 참고로 이번 분기부터 TL 매출은 기존 PC 에서 기타 매출로 이동하면서 4 분기 46 억원을 매출을 올린 것으로 파악된다. 모바일 부문에서는 연 초 이후 국내 모바일 게임 시장에서 불어온 캐주얼 열풍에 주력인 리니지 M, 리니지 2M, 리니지 W 모두 qoq, yoy 매출이 감소했다. PC 부문에서는 리니지, 리니지 2, 길드워 2 매출 상승으로 전분기 대비 PC 매출은 증가했다. 영업비용에서는 성과금 충당금 감소로 인건비가 감소했고, 신작 마케팅 감소 및 마케팅 효율화로 마케팅비가 전분기 대비 크게 감소했다.

동사는 현재 인력 효율화를 위해 내부 권고사직 및 분사를 추진하고 있어 2 분기 인건비는 일시적으로 늘어날 전망이지만 이후에는 감소 효과가 예상된다. 또한 연내 서울 삼성동 타워를 매각해 신사옥 건축 비용 충당 계획도 밝혔다(삼성동 건물의 공정가치는 약 3,900 억원 수준).

전날 동사는 약 980 억 규모의 자사주 취득을 공시했다. 이번에 매입하는 자사주 수(533,417 주)는 상장 주식수의 약 2.4% 비율로 취득 후 자사주 비율은 9.9%다. 이와 관련해 실적 발표회에서 보유한 자사주는 향후 M&A 자금으로 활용될 수 있으며, 유의미한 규모의 M&A 가 성사되지 않을 경우 소각도 고려한다고 밝혔다.

## 변화는 좋지만, 시간은 걸린다

올해를 기점으로 회사의 개발 방향성을 다변화하는 등 다양한 시도가 이뤄지고 있다. 올해 신작 또한 6 월 난투형 대전 액션 '배틀크러시', 3 분기 수집형 RPG 'BSS', 4 분기 기존 IP 기반 신작 등 기존과는 다른 행보가 이어질 전망이다. 물론 이같은 시도가 올해는 기존 모바일 리니지 매출 감소를 전부 만회하긴 힘들 것으로 예상된다. 내년도 기대 신작인 아이온 2, LLL, 프로젝트 G 로 꽃 피우기까지의 시간은 남았다.

도표 1. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

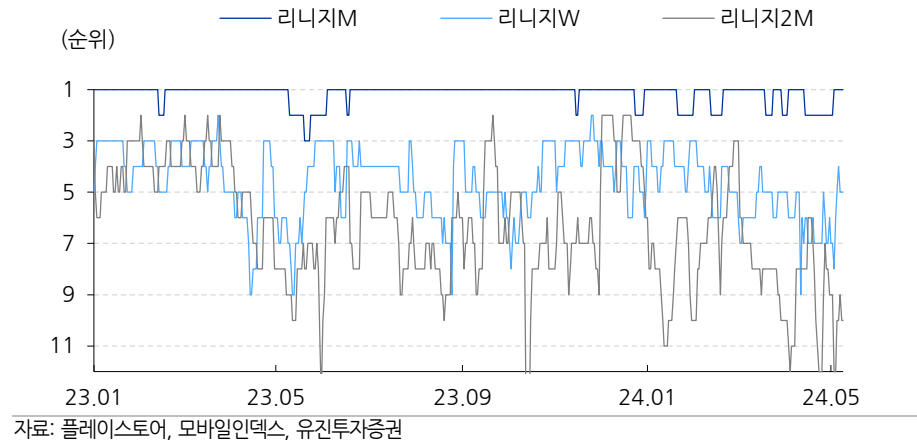


도표 2. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)

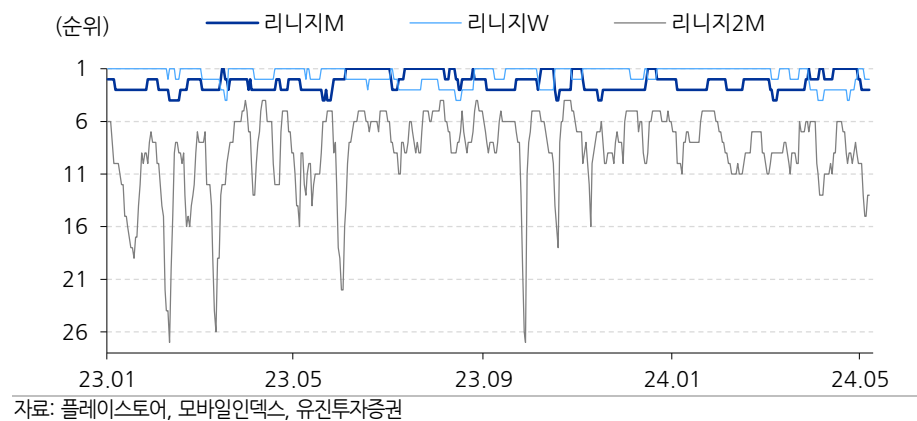


도표 3. 자기주식 취득결정

취득예정주식(주)	보통주식	533,417		
	기타주식	-		
취득예정금액(원)	보통주식	98,095,386,300		
	기타주식	-		
취득예상기간	2024.05.10~2024.08.09			
취득 전 자기주식 보유현황	보통주식	1,646,583	비율	7.5%
	기타주식	-		-
취득 후 예상 자기주식 보유현황	보통주식	2,180,000	비율	9.9%
	기타주식	-		-

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 4. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
<b>매출액</b>	<b>478.8</b>	<b>440.2</b>	<b>423.1</b>	<b>437.7</b>	<b>397.9</b>	<b>401.1</b>	<b>448.9</b>	<b>416.8</b>	<b>1,779.8</b>	<b>1,664.7</b>
(%yoy)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-8.9%	6.1%	-4.8%	-30.8%	-6.5%
PC 게임	91.4	88.2	93.2	87.7	91.5	88.7	91.7	85.9	360.5	357.7
모바일게임	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	253.9	295.8	278.8	1,200.4	1,077.9
리니지 M	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	109.2	101.2	111.3	496.1	426.8
리니지 2M	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	52.8	56.1	58.0	262.9	222.7
리니지 W	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	81.9	81.0	88.3	414.0	334.0
기타	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	18.3	19.6	19.1	74.5	81.3
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	40.3	41.8	33.1	144.5	147.8
<b>영업비용</b>	<b>397.1</b>	<b>405.0</b>	<b>406.6</b>	<b>433.9</b>	<b>372.2</b>	<b>398.5</b>	<b>398.4</b>	<b>387.7</b>	<b>1,642.5</b>	<b>1,556.8</b>
(%yoy)	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	-6.3%	-1.6%	-2.0%	-10.6%	-18.4%	-5.2%
<b>영업이익</b>	<b>81.6</b>	<b>35.3</b>	<b>16.5</b>	<b>3.9</b>	<b>25.7</b>	<b>2.6</b>	<b>50.5</b>	<b>29.1</b>	<b>137.3</b>	<b>107.9</b>
(%yoy)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-92.5%	205.5%	654.3%	-75.4%	-21.4%
OPM(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	0.7%	11.3%	7.0%	7.7%	6.5%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	-27.0	52.6	30.0	28.5	15.5	66.2	126.6
세전이익	141.3	39.1	46.2	-23.1	78.4	32.6	79.0	44.6	203.5	234.6
<b>지배순이익</b>	<b>113.7</b>	<b>29.9</b>	<b>43.6</b>	<b>25.0</b>	<b>57.2</b>	<b>26.9</b>	<b>62.7</b>	<b>35.6</b>	<b>212.1</b>	<b>182.4</b>
(%yoy)	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑자전환	-49.7%	-10.0%	43.9%	42.7%	-53.1%	-14.0%

자료: 유진투자증권

도표 5. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	2308.8	2571.8	1779.8	1664.7
영업이익	375.2	559.0	137.3	107.9
세전이익	491.3	624.0	203.5	234.6
지배순이익	396.9	452.3	212.1	182.4
EPS(원)	18,078	19,847	9,663	8,310
PER(배)	35.6	10.3	21.1	24.5
OPM(%)	16.3%	21.7%	7.7%	6.5%
NPM(%)	17.2%	17.6%	11.9%	11.0%

자료: 유진투자증권

## 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>4,582</b>	<b>4,438</b>	<b>4,394</b>	<b>4,559</b>	<b>4,807</b>
유동자산	2,453	2,691	2,337	2,509	2,754
현금성자산	677	1,376	1,534	1,707	1,945
매출채권	327	219	172	165	165
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,057	2,050	2,053
투자자산	1,340	773	960	999	1,040
유형자산	747	930	1,001	954	915
기타	42	43	96	97	98
<b>부채총계</b>	<b>1,431</b>	<b>1,239</b>	<b>1,141</b>	<b>1,143</b>	<b>1,200</b>
유동부채	663	515	614	612	665
매입채무	316	292	215	212	263
유동성이자부채	181	35	280	280	280
기타	166	188	119	120	121
비유동부채	767	724	526	531	535
비유동이자부채	599	593	363	363	363
기타	168	130	163	168	172
<b>자본총계</b>	<b>3,151</b>	<b>3,199</b>	<b>3,253</b>	<b>3,416</b>	<b>3,607</b>
지배지분	3,149	3,196	3,250	3,413	3,604
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,473	3,592	3,782
기타	(367)	(658)	(667)	(623)	(623)
비지배지분	2	2	3	3	3
<b>자본총계</b>	<b>3,151</b>	<b>3,199</b>	<b>3,253</b>	<b>3,416</b>	<b>3,607</b>
총차입금	780	629	643	643	643
순차입금	103	(748)	(891)	(1,064)	(1,302)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>391</b>	<b>736</b>	<b>140</b>	<b>380</b>	<b>348</b>
당기순이익	396	436	214	183	259
자산상각비	94	106	112	49	41
기타비현금성손익	21	253	(40)	(6)	(75)
운전자본증감	35	50	(96)	(1)	46
매출채권감소(증가)	(30)	101	42	7	0
재고자산감소(증가)	(0)	5	1	0	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	(3)	51
기타	66	(57)	(139)	(5)	(5)
<b>투자현금</b>	<b>(188)</b>	<b>(392)</b>	<b>113</b>	<b>(81)</b>	<b>(91)</b>
단기투자자산감소	100	(156)	261	(47)	(49)
장기투자증권감소	9	20	6	(19)	(26)
설비투자	287	250	117	0	0
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	0	(3)	(41)	(3)	(3)
<b>재무현금</b>	<b>(112)</b>	<b>(304)</b>	<b>(177)</b>	<b>(173)</b>	<b>(69)</b>
차입금증가	249	(185)	(43)	0	0
자본증가	(361)	(119)	(136)	(173)	(69)
배당금지급	176	119	136	64	69
<b>현금 증감</b>	<b>99</b>	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>126</b>	<b>189</b>
기초현금	157	256	286	365	491
기말현금	256	286	365	491	680
Gross Cash flow	511	795	286	381	302
Gross Investment	253	187	243	34	(4)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>258</b>	<b>609</b>	<b>42</b>	<b>347</b>	<b>307</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,309</b>	<b>2,572</b>	<b>1,780</b>	<b>1,665</b>	<b>1,936</b>
증가율(%)	(4.4)	11.4	(30.8)	(6.5)	16.3
매출원가	2	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,307</b>	<b>2,572</b>	<b>1,780</b>	<b>1,665</b>	<b>1,936</b>
판매 및 일반관리비	1,932	2,013	1,643	1,557	1,685
기타영업손익	21	4	(18)	(5)	8
<b>영업이익</b>	<b>375</b>	<b>559</b>	<b>137</b>	<b>108</b>	<b>251</b>
증가율(%)	(54.5)	49.0	(75.4)	(21.4)	132.3
<b>EBITDA</b>	<b>469</b>	<b>665</b>	<b>249</b>	<b>156</b>	<b>291</b>
증가율(%)	(47.3)	41.8	(62.5)	(37.2)	86.3
<b>영업외손익</b>	<b>116</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>127</b>	<b>76</b>
이자수익	49	52	87	61	56
이자비용	13	9	15	16	19
지분법손익	16	(8)	3	8	2
기타영업외손익	65	16	(7)	73	37
<b>세전순이익</b>	<b>491</b>	<b>609</b>	<b>206</b>	<b>235</b>	<b>326</b>
증가율(%)	(38.8)	24.0	(66.1)	13.7	39.1
법인세비용	96	173	(8)	52	67
<b>당기순이익</b>	<b>396</b>	<b>436</b>	<b>214</b>	<b>183</b>	<b>259</b>
증가율(%)	(32.5)	10.2	(50.9)	(14.7)	42.1
지배주주지분	397	436	212	182	259
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(14.0)	42.1
비지배지분	(1)	0	2	0	0
<b>EPS(원)</b>	<b>18,078</b>	<b>19,847</b>	<b>9,663</b>	<b>8,310</b>	<b>11,812</b>
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(14.0)	42.1
수정EPS(원)	18,078	19,847	9,663	8,310	11,812
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(14.0)	42.1

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,078	19,847	9,663	8,310	11,812
BPS	143,429	145,587	148,023	155,465	164,147
DPS	5,860	6,680	3,130	3,130	3,130
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	35.6	22.6	21.1	24.5	17.3
PBR	4.5	3.1	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	30.3	13.7	14.4	21.8	10.9
배당수익률	0.9	1.5	1.5	1.5	1.5
PCR	27.6	12.4	15.7	11.8	14.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	16.3	21.7	7.7	6.5	13.0
EBITDA이익률	20.3	25.9	14.0	9.4	15.1
순이익률	17.1	17.0	12.0	11.0	13.4
ROE	12.6	13.7	6.6	5.5	7.4
ROIC	16.5	20.1	5.5	5.0	12.3
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	3.3	(23.4)	(27.4)	(31.2)	(36.1)
유동비율	369.7	522.2	380.4	409.8	414.4
이자보상배율	28.5	59.0	9.4	6.9	13.2
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.6	9.4	9.1	9.9	11.7
재고자산회전율	651.1	653.2	1,590.1	2,257.2	2,356.0
매입채무회전율	8.4	8.5	7.0	7.8	8.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

