

엔씨소프트 (036570)

NDR 후기: 반등 트리거 찾기

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 240,000원

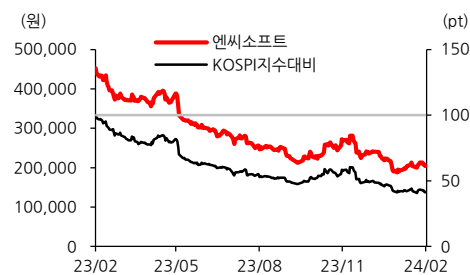
현재 주가(2/23)	205,000원
상승여력	▲17.1%
시가총액	45,006억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	452,500 / 188,200원
90 일 일평균 거래대금	333.34억원
외국인 지분율	39.2%
주주 구성	
김택진 (외 9인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2인)	9.3%
넷마블 (외 1인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.9	-23.5	-16.7	-54.7
상대수익률(KOSPI)	-2.7	-29.6	-23.1	-64.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,812	1,954
영업이익	559	137	140	193
EBITDA	665	269	331	397
지배주주순이익	436	212	232	256
EPS	21,456	10,433	11,418	12,614
순차입금	-748	-1,172	-1,043	-926
PER	20.9	36.5	18.0	16.3
PBR	3.1	2.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	13.7	26.8	10.4	9.0
배당수익률	1.3	1.5	2.9	2.9
ROE	13.7	6.3	6.4	6.9

주가 추이



국내 NDR 에서 기관투자자들의 관심은 1) 신작관련 정보와 출시 일정, 2) M&A 등 향후 사업 방향성, 3) 실적 개선 시점으로 집중되었습니다.

올해 신작 총 5개, 프로젝트G와 아이온2는 2025년

동사는 올해 신작 라인업으로 총 5개를 계획했다. ‘배틀크러쉬’와 ‘BSS’는 상반기, ‘TL글로벌’과 ‘기존IP 스핀오프’는 하반기 출시 가능성이 높아 보인다. ‘블소2’의 중국 출시도 하반기에 예상된다. ‘프로젝트G’와 ‘아이온2’는 내년으로 연기됐다. ‘배틀크러쉬’는 캐주얼 액션 장르로 낮은 강도의 BM이 적합하기에, 매출 기여보다는 신규 유저와 장르 확보의 시도가 될 것으로 예상된다. 상반기까지 신작을 통한 매출 성장은 기대하기 어려운 상황이다.

풍부한 현금성 자산, 강도 높은 M&A 의지

투자자들은 주주환원 정책에 대한 관심이 높았지만 동사는 현재 정책(당기순이익의 30% 현금배당) 이외의 즉각적인 주주환원 강화를 강조하지 않는 모습이었다. 이는 현재 동사의 방향성이 M&A를 통한 글로벌 시장 진입에 먼저 무게를 두어 체질 변화를 시도하고 있기 때문이다. M&A 전략 방향성은 두가지인데 1) 퍼블리싱을 위한 외부 IP/스튜디오 지분투자 2) 재무효과와 시장 포지션 확대가 즉각 나타날 수 있는 글로벌 비MMO 업체 인수를 검토 중이다. 4분기 연결 기준으로 동사의 현금성 자산은 2.1조 원, 부동산 1조 원, 자산주 7.5% 보유하고 있어, 이를 합산시 활용 가능 자산은 약 3.5조 원으로 풍부하다.

하반기 비용통제 효과 서서히, 본격 실적 개선은 2025년 이후

하락세가 일단락된 모바일 게임 매출액은 1분기에 QoQ 14% 감소할 것으로 전망한다. M은 견조한 수준을 유지하겠지만 업데이트 효과로 매출이 크게 오른 2M과 W의 하향 정상화가 불가피하다. 다만 경영쇄신과 비용효율화 정책으로 인해 올해 인건비는 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 하지만 지난해 급감(-55%)한 마케팅비는 재차 늘어날 수밖에 없어 24E 영업이익은 YoY 2% 성장에 그칠 것으로 전망한다. 현재 주가는 실적 부진 우려와 모든 부정적인 센터를 대부분 반영하고 있는 수준이지만 상승할만한 트리거가 아직 보이지 않는다. 단기적으로 신작 정보 공개에 따라 주가 변동성이 나타날 것으로 예상된다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	413.7	429.1	475.5	494.0	2,572	1,780	1,812	1,954
YoY (%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(13.6)	(2.5)	12.4	12.9	11.4	(30.8)	1.8	7.8
리니지 1	25	24	26	24	23	24	25	25	107	99	96	98
리니지 2	21	23	21	20	19	19	20	20	94	85	78	71
아이온	18	16	19	18	18	18	19	19	68	71	74	79
길드워 2	20	19	21	23	15	16	17	18	95	83	66	70
모바일												
Lineage M	130	128	120	123	115	113	110	126	516	501	464	396
Lineage2M	73	62	55	66	53	55	51	51	391	256	210	184
리니지 W	123	103	90	95	82	79	72	81	971	411	314	261
로열티	42	35	34	34	34	35	36	36	157	146	141	152
영업비용	397	405	407	434	394	406	427	444	2,013	1,643	1,672	1,761
YoY (%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(0.7)	0.4	5.1	2.4	4.1	(18.4)	1.8	5.3
인건비	212	209	198	204	206	204	202	204	847	823	817	833
매출변동비	152	156	151	163	141	150	166	173	871	623	630	645
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	18.1	21.0	26.9	33.7	189	85	100	134
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	19.3	22.6	48.3	49.8	559	137	140	193
YoY (%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(76.4)	(35.8)	192.4	1192.0	171.7	(75.4)	2.0	37.8
영업이익률 (%)	17.0	8.0	3.9	0.9	4.7	5.3	10.2	10.1	21.7	7.7	7.7	9.9
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	44.8	44.4	67.9	74.8	436	214	232	256
순이익률 (%)	23.8	6.9	10.4	5.8	10.8	10.3	14.3	15.1	16.9	12.0	12.8	13.1

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,780	1,812	1,954
매출총이익	2,307	2,567	1,779	1,811	1,952
영업이익	375	559	137	140	193
EBITDA	469	665	269	331	397
순이자손익	35	42	67	53	56
외화관련손익	35	124	33	15	0
지분법손익	0	0	-2	-4	-4
세전계속사업손익	491	617	204	286	316
당기순이익	396	444	213	232	256
지배주주순이익	397	436	212	232	256
증가율(%)					
매출액	-4.4	11.4	-30.8	1.8	7.8
영업이익	-54.5	49.0	-75.4	2.0	37.8
EBITDA	-47.3	41.8	-59.6	23.2	20.0
순이익	-32.5	12.2	-52.1	9.1	10.5
이익률(%)					
매출총이익률	99.9	99.8	100.0	99.9	99.9
영업이익률	16.3	21.7	7.7	7.7	9.9
EBITDA 이익률	20.3	25.9	15.1	18.3	20.3
세전이익률	21.3	24.0	11.5	15.8	16.2
순이익률	17.1	17.3	11.9	12.8	13.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	391	736	572	414	445
당기순이익	396	436	213	232	256
자산상각비	94	106	131	191	204
운전자본증감	35	50	30	-18	-24
매출채권 감소(증가)	-30	101	25	-27	-5
재고자산 감소(증가)	0	5	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	30	33	6
투자현금흐름	-188	-392	17	-468	-489
유형자산처분(취득)	-286	-249	-164	-225	-243
무형자산 감소(증가)	0	-3	-81	-162	-162
투자자산 감소(증가)	100	-156	271	-44	-46
재무현금흐름	-112	-304	-151	-119	-119
차입금의 증가(감소)	249	-185	-32	0	0
자본의 증가(감소)	-361	-119	-119	-119	-119
배당금의 지급	-176	-119	-119	-119	-119
총현금흐름	511	795	541	432	469
(-)운전자본증감(감소)	112	-459	-287	18	24
(-)설비투자	287	250	164	225	243
(+)자산매각	1	-3	-81	-162	-162
Free Cash Flow	113	1,001	583	27	40
(-)기타투자	-145	393	265	37	38
잉여현금	258	609	318	-10	2
NOPLAT	302	402	100	113	156
(+) Dep	94	106	131	191	204
(-)운전자본투자	112	-459	-287	18	24
(-)Capex	287	250	164	225	243
OpFCF	-3	717	354	62	94

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,757	2,685	2,603
현금성자산	677	1,376	1,817	1,688	1,571
매출채권	327	219	209	236	241
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,006	2,235	2,469
투자자산	1,340	773	807	840	874
유형자산	747	930	1,038	1,080	1,130
무형자산	42	43	161	315	465
자산총계	4,582	4,438	4,764	4,919	5,073
유동부채	663	515	669	708	719
매입채무	316	292	260	293	299
유동성이자부채	181	35	277	277	277
비유동부채	767	724	537	541	545
비유동이자부채	599	593	369	369	369
부채총계	1,431	1,239	1,206	1,249	1,265
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,477	3,590	3,727
자본조정	-367	-658	-367	-367	-367
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
자본총계	3,151	3,199	3,558	3,671	3,808

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	18,078	21,456	10,433	11,418	12,614
BPS	143,429	145,587	161,910	167,051	173,298
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860
CFPS	23,268	36,227	24,662	19,657	21,372
ROA(%)	9.2	9.7	4.6	4.8	5.1
ROE(%)	12.6	13.7	6.3	6.4	6.9
ROIC(%)	16.5	20.2	5.3	5.9	7.2
Multiples(x, %)					
PER	35.6	20.9	36.5	18.0	16.3
PBR	4.5	3.1	2.4	1.2	1.2
PSR	6.1	3.8	4.7	2.5	2.3
PCR	27.6	12.4	15.4	10.4	9.6
EV/EBITDA	30.3	13.7	26.8	10.4	9.0
배당수익률	0.9	1.3	1.5	2.9	2.9
안정성(%)					
부채비율	45.4	38.7	33.9	34.0	33.2
Net debt/Equity	3.3	-23.4	-32.9	-28.4	-24.3
Net debt/EBITDA	22.0	-112.4	-436.3	-314.9	-233.0
유동비율	369.7	522.2	412.1	379.2	361.9
이자보상배율(배)	28.5	59.0	10.5	9.3	12.9
자산구조(%)					
투하자본	50.5	47.2	41.0	44.7	48.2
현금+투자자산	49.5	52.8	59.0	55.3	51.8
자본구조(%)					
차입금	19.8	16.4	15.4	15.0	14.5
자기자본	80.2	83.6	84.6	85.0	85.5

[Compliance Notice]

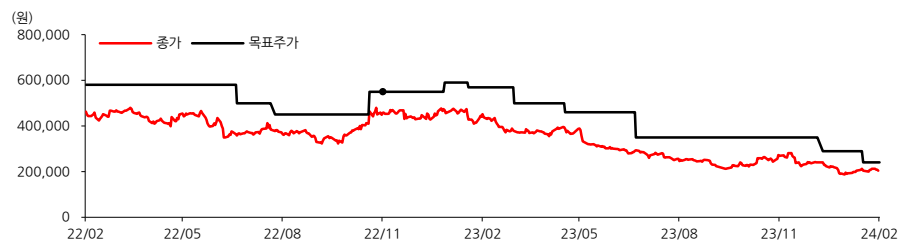
(공표일: 2024년 2월 26일)

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	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.16	2022.05.19	2022.05.24
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격		580,000	580,000	580,000	580,000	580,000
일 시	2022.07.12	2022.08.16	2022.08.25	2022.10.11	2022.11.11	2022.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	450,000	450,000	450,000	550,000	550,000
일 시	2023.01.19	2023.02.10	2023.03.24	2023.04.04	2023.05.10	2023.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	590,000	570,000	500,000	500,000	460,000	460,000
일 시	2023.07.14	2024.01.02	2024.02.08	2024.02.26		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	350,000	290,000	240,000	240,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.16	Hold	580,000	-24.87	-13.62
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 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%