

Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680

dozed@ibks.com

매수 (상향)

목표주가 250,000원

현재가 (2/8) 204,500원

KOSPI (2/8)	2,620.32pt
시가총액	4,490십억원
발행주식수	21,954천주
액면가	500원
52주 최고가	474,500원
최저가	188,200원
60일 일평균거래대금	35십억원
외국인 지분율	39.5%
배당수익률 (2023F)	1.3%

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

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-28%	-59%
절대기준	-6%	-27%	-57%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	Trading	▲
목표주가	250,000	280,000	▼
EPS(23)	9,663	8,884	▲
EPS(24)	6,657	15,133	▼

엔씨소프트 주가추이



본 조식분석자료는 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)

빅딜을 위한 강한 의지에 주목

4분기 영업이익의 예상보다 부진

엔씨소프트는 4분기 매출액 4,377억원(YoY -20%, QoQ 3%), 영업이익 39억원(YoY -92%, QoQ -77%)을 기록. 컨센서스 기준 매출액(4,410억원), 영업이익(138억원) 모두 하회. 외형은 리니지2M, 리니지W의 업데이트 효과로 모바일 게임 매출이 QoQ 9% 성장. 전사적인 비용은 효율화 노력 지속으로 YoY -13% 하락했으나 TL 출시 마케팅 및 연말 인건비 증가로 QoQ 7% 증가하면서 시장 기대치를 상회

2024년 TL과 신작 게임이 하반기 성장을 견인

2024년 TL의 글로벌 출시 및 신작 게임 3개가 하반기 실적 개선에 기여할 것으로 전망. 지난 12월 국내 출시한 신작 TL 매출은 부진하지만 올해 글로벌 출시를 앞두고 PvE 콘텐츠 밸런스, 조작 편의성 등의 문제 개선 등 게이머와 적극적으로 소통. 해외 유저들의 관심도가 높은 것으로 파악되는 가운데 아마존은 경쟁작을 고려해 최적의 퍼블리싱 시기를 탐색 중. 상반기 말에 신작 배틀크러쉬와 프로젝트 BSS의 출시가 예정되어 있으며 대작 아이온2와 LLL의 2025년 출시를 위해 회사 역량을 집중. 작년부터 시작된 비용 효율화 작업으로 하반기 반영되는 신작 성과에 따라 영업 레버리지 효과가 강하게 나타날 수 있을 것으로 분석

목표주가 25만원 하향, 투자의견 Buy 상향

목표주가는 2024년 예상 BPS에 Target Multiple 1.7배를 적용하여 산출. Target Multiple은 최근 2년간의 하단값으로 연간 적자전환 가능성이 낮고 높은 현금성자산을 고려할 때 용인할 수 있는 수준으로 판단. 현재 현금성자산 1.9조원과 유동화 가능 자산(부동산, 지분증권 등)을 다수 보유. 비록 TL의 글로벌 흥행 기대감이 낮고 올해 신작 모멘텀이 약하지만 현 주가는 대부분의 악재를 반영된 것으로 판단하여 투자의견을 Buy로 상향. 의지가 강한 Inorganic한 성장을 위한 빅딜(M&A, 신규 IP 및 판권 확보 등)이 진행될 경우 기업가치가 가파르게 상승할 것으로 전망

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,794	2,186
영업이익	375	559	137	138	236
세전이익	491	609	206	194	290
지배주주순이익	397	436	212	146	219
EPS(원)	18,078	19,847	9,663	6,657	9,965
증가율(%)	-32.4	9.8	-51.3	-31.1	49.7
영업이익률(%)	16.2	21.7	7.7	7.7	10.8
순이익률(%)	17.2	17.0	12.0	8.1	10.0
ROE(%)	12.6	13.7	6.7	4.5	6.5
PER	35.6	22.6	24.9	30.7	20.5
PBR	4.5	3.1	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	30.2	13.6	18.0	14.4	9.8

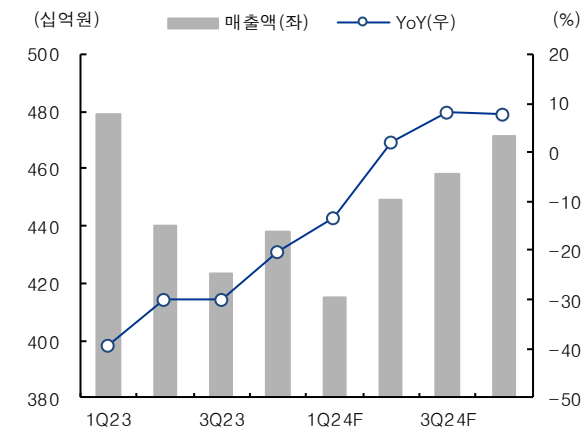
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	415	449	458	472	1,780	1,794	2,186
QoQ	-12.6%	-8.0%	-3.9%	3.5%	-5.2%	8.2%	2.0%	2.9%			
YoY	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-13.3%	2.0%	8.3%	7.8%	-30.8%	0.8%	21.9%
PC게임	91	88	93	92	89	82	86	88	365	344	428
모바일게임	331	297	274	299	282	278	273	291	1,200	1,124	1,059
기타	14	19	21	16	14	15	16	17	70	61	68
로열티	42	36	35	31	30	30	30	31	144	121	116
신작						45	54	45		144	516
영업이익	82	35	17	4	15	31	53	38	137	138	236
OPM	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	3.6%	6.9%	11.7%	8.1%	7.7%	7.7%	10.8%
QoQ	72.1%	-56.8%	-53.1%	-76.7%	286.0%	109.7%	71.5%	-28.9%			
YoY	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-81.8%	-11.6%	223.5%	887.0%	-75.4%	0.2%	71.3%
세전이익	141	39	46	-20	29	45	67	52	206	194	290
QoQ	흑전	-72.3%	18.1%	적전	흑전	54.8%	48.9%	-23.1%			
YoY	-39.4%	-76.0%	-81.5%	적지	-79.3%	15.7%	45.8%	흑전	-66.1%	-6.1%	49.7%
순이익(지배)	114	30	44	25	22	34	51	39	212	146	219
NIM	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	5.3%	7.6%	11.1%	8.3%	11.9%	8.1%	10.0%
QoQ	흑전	-73.7%	46.0%	-42.8%	-11.6%	54.8%	48.9%	-23.1%			
YoY	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑전	-80.6%	14.3%	16.6%	56.6%	-51.3%	-31.1%	49.7%

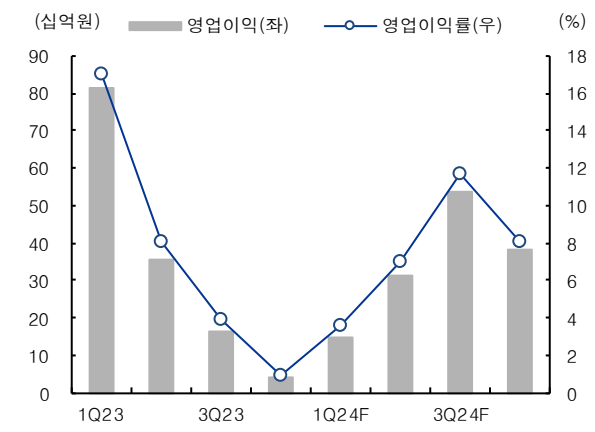
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



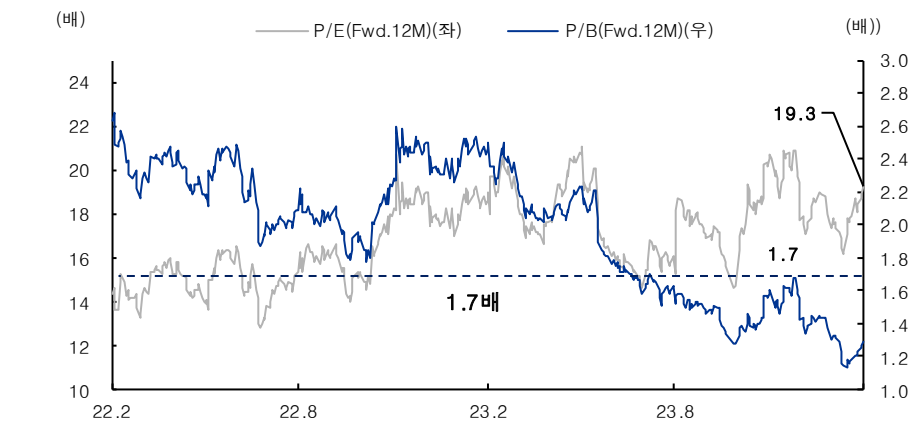
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



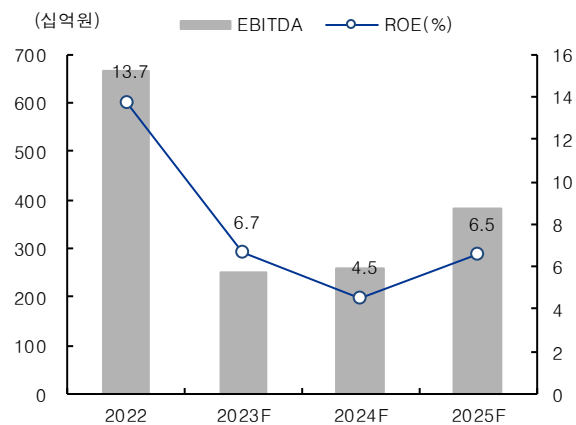
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 3. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



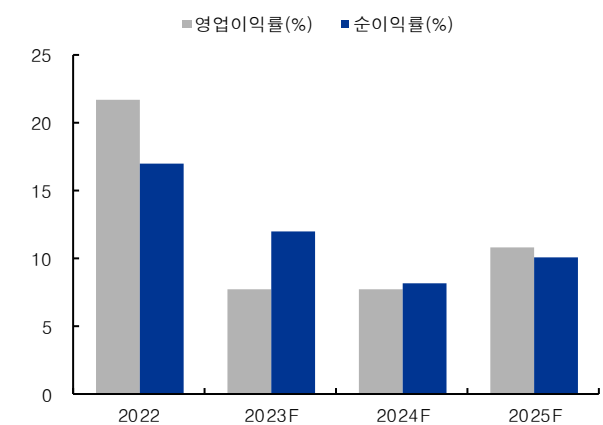
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이



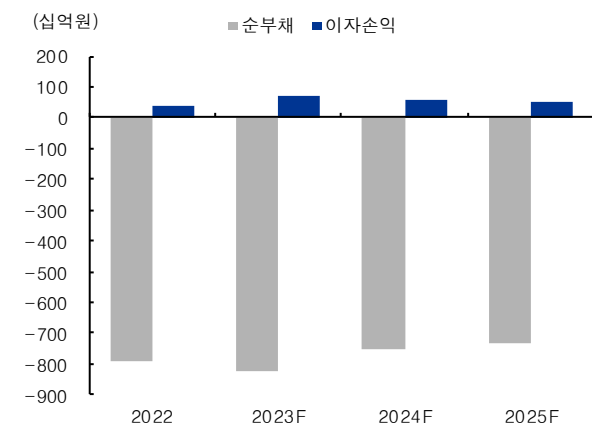
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이



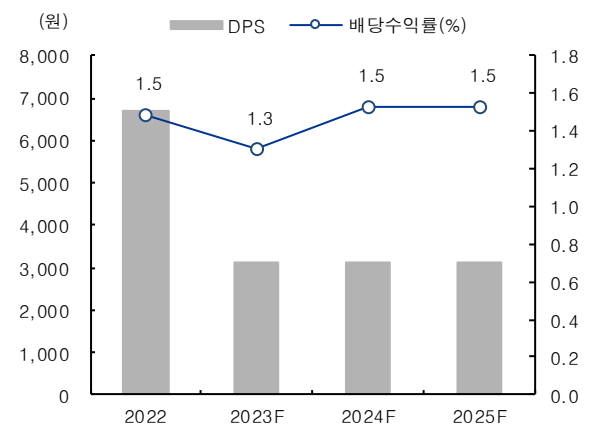
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,794	2,186
증가율(%)	-4.4	11.4	-30.8	0.8	21.9
매출원가	2	5	0	0	0
매출총이익	2,307	2,567	1,780	1,794	2,186
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
판매비	1,932	2,008	1,643	1,656	1,951
판매비율(%)	83.7	78.1	92.3	92.3	89.2
영업이익	375	559	137	138	236
증가율(%)	-54.5	49.0	-75.4	0.2	71.3
영업이익률(%)	16.2	21.7	7.7	7.7	10.8
순금융손익	104	-32	111	56	54
이자손익	15	38	68	56	54
기타	89	-70	43	0	0
기타영업외손익	-4	90	-4	0	0
종속/관계기업손익	16	-8	-39	0	0
세전이익	491	609	206	194	290
법인세	96	173	-8	47	71
법인세율	19.6	28.4	-3.9	24.2	24.5
계속사업이익	396	436	214	146	219
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	396	436	214	146	219
증가율(%)	-32.5	10.2	-50.9	-31.7	49.7
당기순이익률 (%)	17.2	17.0	12.0	8.1	10.0
지배주당당기순이익	397	436	212	146	219
기타포괄이익	-28	-269	-90	0	0
총포괄이익	368	167	124	146	219
EBITDA	469	665	248	260	384
증가율(%)	-47.3	41.8	-62.6	4.8	47.4
EBITDA마진율(%)	20.3	25.9	13.9	14.5	17.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	9,663	6,657	9,965
BPS	143,429	145,587	144,961	148,723	155,793
DPS	5,860	6,680	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	35.6	22.6	24.9	30.7	20.5
PBR	4.5	3.1	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	30.2	13.6	18.0	14.4	9.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-4.4	11.4	-30.8	0.8	21.9
EPS증가율	-32.4	9.8	-51.3	-31.1	49.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	1.5	1.3	1.5	1.5
ROE	12.6	13.7	6.7	4.5	6.5
ROA	9.1	9.7	4.9	3.3	4.8
ROIC	87.7	63.1	24.2	13.0	17.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	45.4	38.7	37.0	37.3	36.8
순차입금 비율(%)	1.9	-24.6	-25.8	-23.0	-21.5
이자보상배율(배)	28.5	59.0	10.5	9.0	15.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.9	11.3	9.9	9.3	10.1
재고자산회전율	651.1	653.2	1,531.8	2,089.0	2,266.5
총자산회전율	0.5	0.6	0.4	0.4	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,453	2,691	2,378	2,341	2,377
현금및현금성자산	256	286	338	225	161
유가증권	420	1,089	1,092	1,137	1,183
매출채권	278	175	185	200	233
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	1,988	2,145	2,305
유형자산	747	930	1,063	1,195	1,328
무형자산	42	43	123	129	135
투자자산	1,201	538	563	563	564
자산총계	4,582	4,438	4,366	4,486	4,682
유동부채	663	515	642	659	676
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	5	0	0	0	0
유동성장기부채	140	0	240	240	240
비유동부채	767	724	538	559	583
사채	349	349	170	170	170
장기차입금	60	60	0	0	0
부채총계	1,431	1,239	1,180	1,218	1,259
자배주주지분	3,149	3,196	3,182	3,265	3,420
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-623	-623	-623	-623	-623
기타포괄이익누계액	256	-35	-117	-117	-117
이익잉여금	3,071	3,409	3,477	3,560	3,715
비지배주주지분	2	2	3	3	3
자본총계	3,151	3,199	3,186	3,268	3,424
비이자부채	694	653	572	610	651
총차입금	737	586	608	608	608
순차입금	60	-788	-822	-753	-736

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391	736	196	258	338
당기순이익	396	436	214	146	219
비현금성 비용 및 수익	115	359	103	67	94
유형자산감가상각비	92	104	110	120	145
무형자산상각비	1	2	2	3	3
운전자본변동	35	50	-77	-11	-29
매출채권등의 감소	-30	101	12	-14	-33
재고자산의 감소	0	5	1	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-155	-109	-44	56	54
투자활동 현금흐름	-188	-392	62	-341	-375
유형자산의 증가(CAPEX)	-287	-250	-170	-252	-277
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-3	-43	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	2	20	6	-1	-1
기타	97	-159	269	-79	-87
재무활동 현금흐름	-112	-304	-201	-30	-27
차입금의 증가(감소)	60	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-172	-304	-201	-29	-26
기타 및 조정	8	-10	-5	0	0
현금의 증가	99	30	52	-113	-64
기초현금	157	256	286	338	225
기말현금	256	286	338	225	161

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 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

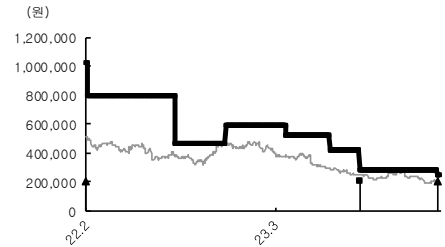
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	88.3
Trading Buy (중립)	14	8.6
중립	5	3.1
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	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2021.07.13	매수	1,030,000	-35.13	-17.18					
	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					
	2024.02.12	매수	250,000							