

엔씨소프트 (036570)

바짝 줄어든 이익과 모멘텀

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

Buy (유지)

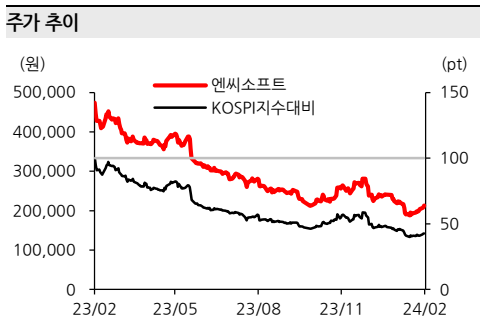
목표주가(하향): 240,000원

현재 주가(2/7)	213,000 원
상승여력	▲12.7%
시가총액	46,762 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	474,500 / 188,200 원
90 일 일평균 거래대금	357.36 억원
외국인 지분율	39.5%
주주 구성	
김택진 (외 9 인)	12.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외	9.3%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	-17.0	-24.3	-54.4
상대수익률(KOSPI)	-6.3	-23.7	-25.5	-60.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,855	2,019
영업이익	559	137	147	237
EBITDA	665	269	339	443
지배주주순이익	436	212	238	293
EPS	21,456	10,433	11,718	14,426
순차입금	-748	-1,172	-1,044	-959
PER	20.9	36.5	18.2	14.8
PBR	3.1	2.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.7	26.8	10.7	8.4
배당수익률	1.3	1.5	2.8	2.8
ROE	13.7	6.3	6.6	7.8



동사의 4Q23 실적은 영업이익 컨센서스를 크게 하회했습니다. 모바일 게임들의 매출 하락세는 일단락된 것으로 파악되지만 실적과 주가의 상승 트리거가 당분간 보이지 않습니다. 단기적으로는 차기 신작 관련 정보 공개에 따라 주가 변동성이 나타날 것으로 예상합니다.

4Q23 실적은 영업이익 컨센서스 하회

동사의 4Q23 실적은 매출액 4377억 원, 영업이익 39억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 131억 원을 하회했다. 우려했던 기존 게임의 매출 하락세는 멈췄지만 신작 흥행 실패로 이익수준이 한단계 더 낮아졌다. PC게임 매출은 QoQ 1% 감소했고, 모바일 매출은 QoQ 9% 증가했다. 리니지M 매출은 견조했고, 2M과 W는 출시 이벤트 효과로 인해 전분기대비 반등한 것으로 파악된다. 인건비는 QoQ 3%, 마케팅비는 신작과 지스타 관련으로 QoQ 46% 늘어났다.

낮은 기대치에도 미치지 못했던 TL

우리는 동사의 2024년 실적으로 매출액 1.86조 원(YoY 4.2%), 영업이익 1469억 원(YoY -7%)을 전망하며 기존 대비 재차 하향 조정했다. 국내 출시 성과가 부진한 TL은 아마존을 통한 글로벌 출시가 남아있긴 하지만 막연한 모멘텀 부여보다는 흥행 성과에 대한 기대감을 조금이라도 높일 수 있는 근거가 필요하다. 회사는 글로벌 경쟁작들의 출시 일정을 고려해 최적의 시기에 출시한다는 계획을 밝혔지만 하반기 가능성이 높다고 본다. 배틀크러쉬 BSS는 상반기, 프로젝트G는 내년초로 연기되어 출시될 것으로 예상된다.

목표주가 24만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 24만 원으로 낮춰 제시한다. 모바일 게임들의 매출 하락세는 일단락된 것으로 파악되지만 실적과 주가의 상승 트리거가 당분간 보이지 않는다. 밸류에이션도 올해 예상실적 기준 PER 18 배로 부진한 실적과 모멘텀을 고려하면 여전히 부담스럽다. 단기적으로는 차기 신작 관련 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	446.7	447.2	468.7	492.6	2,572	1,780	1,855	2,019
YoY (%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(6.7)	1.6	10.8	12.5	11.4	(30.8)	4.2	8.8
리니지 1	25	24	26	24	26	24	24	24	107	99	99	101
리니지 2	21	23	21	20	21	21	21	21	94	85	84	75
아이온	18	16	19	18	18	19	19	20	68	71	76	81
길드워 2	20	19	21	23	15	16	17	18	95	83	66	70
모바일												
Lineage M	130	128	120	116	117	113	110	126	516	494	465	396
Lineage2M	73	62	55	60	60	55	51	51	391	250	216	184
리니지 W	123	103	90	95	86	73	72	81	971	410	311	261
로열티	42	35	34	34	34	35	36	36	157	146	141	152
영업비용	397	405	407	434	415	417	431	446	2,013	1,643	1,708	1,782
YoY (%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	4.6	2.9	5.9	2.7	4.1	(18.4)	4.0	4.3
인건비	212	209	198	204	216	214	219	223	847	823	872	890
지급수수료	152	156	151	163	147	150	157	165	871	623	619	646
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	22.2	22.6	24.9	26.4	189	85	96	121
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	31.3	30.6	38.1	47.0	559	137	147	237
YoY (%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(61.7)	(13.3)	130.5	1119.6	171.7	(75.4)	7.0	61.3
영업이익률 (%)	17.0	8.0	3.9	0.9	7.0	6.8	8.1	9.5	21.7	7.7	7.9	11.7
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	55.2	51.5	57.9	73.4	436	214	238	293
순이익률 (%)	23.8	6.9	10.4	5.8	12.4	11.5	12.4	14.9	16.9	12.0	12.8	14.5

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,309	2,572	1,780	1,855	2,019
매출총이익	2,307	2,567	1,779	1,854	2,017
영업이익	375	559	137	147	237
EBITDA	469	665	269	339	443
순이자손익	35	42	67	53	56
외화관련손익	35	124	33	15	0
지분법손익	0	0	-2	-4	-4
세전계속사업손익	491	617	204	290	357
당기순이익	396	444	213	238	293
지배주주순이익	397	436	212	238	293
증가율(%)					
매출액	-4.4	11.4	-30.8	4.2	8.8
영업이익	-54.5	49.0	-75.4	7.0	61.3
EBITDA	-47.3	41.8	-59.6	26.1	30.7
순이익	-32.5	12.2	-52.1	11.9	23.1
이익률(%)					
매출총이익률	99.9	99.8	100.0	99.9	99.9
영업이익률	16.3	21.7	7.7	7.9	11.7
EBITDA 이익률	20.3	25.9	15.1	18.3	21.9
세전이익률	21.3	24.0	11.5	15.6	17.7
순이익률	17.1	17.3	11.9	12.8	14.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	391	736	572	420	485
당기순이익	396	436	213	238	293
자산상각비	94	106	131	192	206
운전자본증감	35	50	30	-18	-22
매출채권 감소(증가)	-30	101	25	-26	-13
재고자산 감소(증가)	0	5	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	30	33	16
투자현금흐름	-188	-392	17	-474	-497
유형자산처분(취득)	-286	-249	-164	-230	-251
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	438	507
(-)운전자본증감(감소)	112	-459	-287	18	22
(-)설비투자	287	250	164	230	251
(+)자산매각	1	-3	-81	-162	-162
Free Cash Flow	113	1,001	583	28	73
(-)기타투자	-145	393	265	37	38
잉여현금	258	609	318	-9	34
NOPLAT	302	402	100	120	194
(+) Dep	94	106	131	192	206
(-)운전자본투자	112	-459	-287	18	22
(-)Capex	287	250	164	230	251
OpFCF	-3	717	354	64	127

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	2,453	2,691	2,757	2,686	2,645
현금성자산	677	1,376	1,817	1,689	1,605
매출채권	327	219	209	235	248
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,006	2,239	2,480
투자자산	1,340	773	807	840	874
유형자산	747	930	1,038	1,084	1,141
무형자산	42	43	161	315	465
자산총계	4,582	4,438	4,764	4,925	5,125
유동부채	663	515	669	707	729
매입채무	316	292	260	293	309
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	1,248	1,274
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,477	3,596	3,770
자본조정	-367	-658	-367	-367	-367
자기주식	-616	-616	-616	-616	-616
자본총계	3,151	3,199	3,558	3,677	3,851

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	18,078	21,456	10,433	11,718	14,426
BPS	143,429	145,587	161,910	167,328	175,252
DPS	5,860	5,860	5,860	5,860	5,860
CFPS	23,268	36,227	24,662	19,972	23,116
ROA(%)	9.2	9.7	4.6	4.9	5.8
ROE(%)	12.6	13.7	6.3	6.6	7.8
ROIC(%)	16.5	20.2	5.3	6.2	9.0
Multiples(x, %)					
PER	35.6	20.9	36.5	18.2	14.8
PBR	4.5	3.1	2.4	1.3	1.2
PSR	6.1	3.8	4.7	2.5	2.3
PCR	27.6	12.4	15.4	10.7	9.2
EV/EBITDA	30.3	13.7	26.8	10.7	8.4
배당수익률	0.9	1.3	1.5	2.8	2.8
안정성(%)					
부채비율	45.4	38.7	33.9	33.9	33.1
Net debt/Equity	3.3	-23.4	-32.9	-28.4	-24.9
Net debt/EBITDA	22.0	-112.4	-436.3	-308.1	-216.7
유동비율	369.7	522.2	412.1	379.8	362.8
이자보상배율(배)	28.5	59.0	10.5	9.8	15.8
자산구조(%)					
투하자본	50.5	47.2	41.0	44.8	48.0
현금+투자자산	49.5	52.8	59.0	55.2	52.0
자본구조(%)					
차입금	19.8	16.4	15.4	14.9	14.4
자기자본	80.2	83.6	84.6	85.1	85.6

[Compliance Notice]

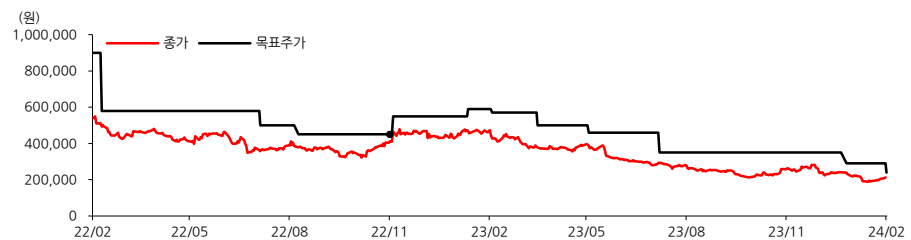
(공표일: 2024년 2월 8일)

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	2022.02.16	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.16	2022.05.19
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격		580,000	580,000	580,000	580,000	580,000
일 시	2022.05.24	2022.07.12	2022.08.16	2022.08.25	2022.10.11	2022.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	580,000	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		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	460,000	350,000	290,000	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 투자 의견]

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%