

Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 270,000원
현재가 (5/17) 216,500원

KOSPI (5/17) 2,724.62pt
시가총액 4,753십억원
발행주식수 21,954천주
액면가 500원
52주 최고가 388,500원
최저가 164,900원
60일 일평균거래대금 22십억원
외국인 지분율 38.5%
배당수익률 (2024F) 1.4%

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

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	22%	-20%	-46%
절대기준	29%	-11%	-41%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	270,000	250,000	▲
EPS(24)	7,724	6,958	▲
EPS(25)	12,294	11,738	▲

엔씨소프트 주가추이



본 조시분석자료는 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)

반등의 시작

NDR후기: 신작 출시, 경영 효율화, 주주 환원 정책 관심

엔씨소프트는 5월 16, 17일 국내 주요 기관투자자를 대상으로 NDR(Non-Deal Roadshow)을 진행. 기관투자자들은 1분기 실적을 포함해 신작 게임 출시, 경영 효율화, M&A 전략 및 주주 환원 정책 등에 큰 관심을 보임. 우선 2025년까지 10여종의 게임이 신규 출시와 해외 진출을 통해 실적 개선에 기여할 것으로 전망. 2024년 3개의 신작 출시와 3개의 해외 진출 예상. 6월 배틀크러쉬(난투형 대전 액션) 글로벌 출시, 하반기 BSS(수집형 RPG)와 기존 IP를 활용한 신작 게임이 출시될 예정. 또한 블레이드앤소울2(이하 블소2)의 중국, TL의 북미, 리니지2M의 동남아 출시가 예상. 블소2는 4월부터 사전예약을 받아 현재 100만 명 이상을 기록. 5월 1차 CBT 실시 예정이며 텐센트와 함께 현지화 작업을 통해 중국에 시장 컨센서스 이상의 흥행을 기대. 2025년에는 대작 아이온2(MMORPG), 프로젝트 G(MMO RTS), LLL(Shooting) 등이 출시 예정이기 때문에 신작 모멘텀은 하반기부터 더욱 강화될 것으로 전망

두번째로 인력 구조조정을 포함하여 비용 효율화, 자산 유동화를 포함한 다양한 경영 효율화의 성과를 기대. 단기적으로 인력 조정에 따른 일회성 비용 증가 유발. 그러나 고정비를 낮춰 중장기적으로 신작 출시 후 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 극대화될 것으로 분석. 한편 마케팅 조직을 일원화하여 비용 및 경영 효율화도 가능할 것으로 기대. 1조원 수준으로 평가되는 기존 사옥들을 매각 혹은 유동화하여 신사옥 공사를 위한 비용 확충 후 재무 부담을 낮출 예정

끝으로 현재 풍부한 유동성은 주주 환원 정책을 강화하고 M&A를 통해 기업 가치를 향상시키는데 적극적으로 사용될 예정. 1분기 말 기준 순현금 약 1.6조원을 포함한 유동화 가능한 자산이 약 3.5조원을 보유. 최근 약 1천억원 규모의 자사주 매입 공시했으며, 향후 M&A를 진행하는데 활용하거나 자사주 비중이 10%를 초과할 경우 단계적 소각을 진행할 것으로 발표

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,749	2,104	2,404
영업이익	559	137	121	283	397
세전이익	609	206	229	357	473
지배주주순이익	436	212	170	270	357
EPS(원)	19,847	9,663	7,724	12,294	16,263
증가율(%)	9.8	-51.3	-20.1	59.2	32.3
영업이익률(%)	21.7	7.7	6.9	13.5	16.5
순이익률(%)	17.0	12.0	9.8	12.8	14.9
ROE(%)	13.7	6.6	5.1	7.8	9.6
PER	22.6	24.9	28.0	17.6	13.3
PBR	3.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.6	17.5	17.7	9.5	6.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

1분기 영업이익은 컨센서스 상회

1분기 매출액 3,979억원(YoY -16.9%, QoQ -9.1%), 영업이익 257억원(YoY -68.5%, QoQ +567.6%)을 기록. 컨센서스(매출액 4,127억원, 영업이익 139억원) 대비 영업이익은 상회. 외형은 리니지 IP게임의 성수기 효과가 소멸되면서 전년 대비 -16.9% 축소. 리니지2M와 리니지W는 높은 기저로 전분기 대비 매출이 감소했으나 기존 PC게임 매출액은 업데이트 효과로 +4% 상승. 수익성은 인건비 통제와 마케팅비 축소로 전분기 대비 개선

목표주가 27만원 상향, 투자의견 매수 유지

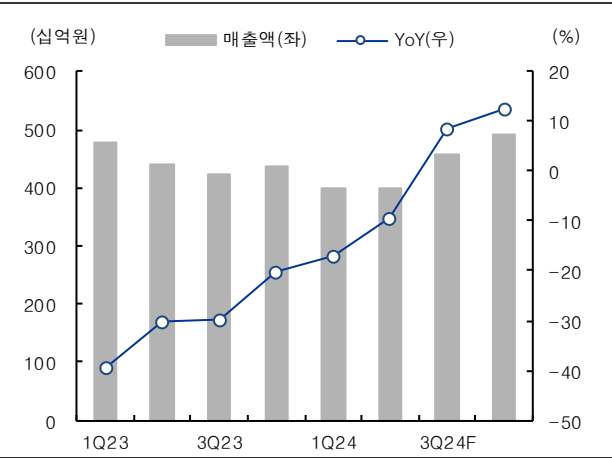
목표주가는 12개월 FW EPS의 추정치가 상향된 부분을 반영하여 산출. 기존 비용 효율화보다 더 강력한 경영쇄신 방안 및 M&A와 연계된 주주 환원 정책 등 주주친화적인 방안을 제시했기 때문에 하방 경직성 강화. 6월부터 출시될 신작 흥행 수준과 하반기 아이온2 등의 신작 모멘텀의 강도에 따라 상승 여력이 충분한 것으로 판단

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	398	400	459	492	1,780	1,749	2,104
QoQ	-12.6%	-8.0%	-3.9%	3.5%	-9.1%	0.4%	14.9%	7.2%			
YoY	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-9.2%	8.5%	12.4%	-30.8%	-1.8%	20.3%
PC게임	91	88	93	92	91	91	90	91	365	364	353
모바일게임	331	297	274	299	249	255	246	255	1,200	1,005	1,059
기타	14	19	21	16	24	25	23	26	70	98	109
로열티	42	36	35	31	33	29	28	33	144	123	118
신작							72	87		159	466
영업이익	82	35	17	4	26	10	43	41	137	121	283
OPM	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.6%	9.5%	8.4%	7.7%	6.9%	13.5%
QoQ	72.1%	-56.8%	-53.1%	-76.7%	567.6%	-60.0%	321.8%	-5.2%			
YoY	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-70.8%	162.9%	968.7%	-75.4%	-12.1%	134.8%
세전이익	141	39	46	-20	78	29	62	60	206	229	357
QoQ	흑전	-72.3%	18.1%	적전	흑전	-63.1%	114.1%	-3.8%			
YoY	-39.4%	-76.0%	-81.5%	적지	-44.5%	-26.0%	34.2%	흑전	-66.1%	11.0%	56.1%
순이익(지배)	114	30	44	25	57	21	46	45	212	170	270
NIM	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	5.4%	10.1%	9.1%	11.9%	9.7%	12.8%
QoQ	흑전	-73.7%	46.0%	-42.8%	129.1%	-62.6%	116.9%	-3.8%			
YoY	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑전	-49.7%	-28.4%	6.4%	78.8%	-51.3%	-20.1%	59.2%

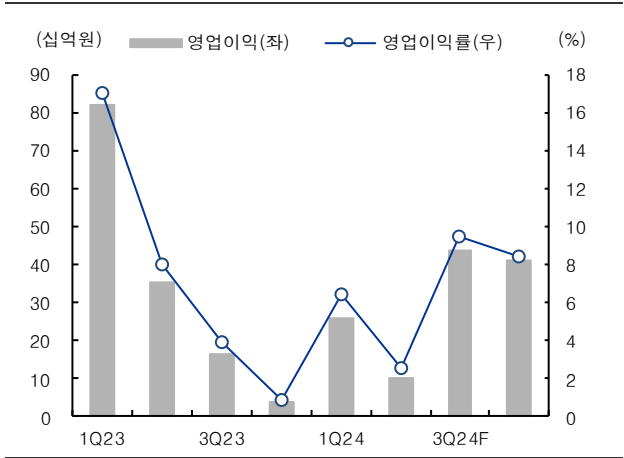
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

표 2. 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	출시 일자	비고
배틀크러쉬	난투형 대전 액션	2Q24	PC, 모바일, 콘솔
BSS	수집형 RPG	3Q24	PC, 모바일
블레이드&소울2(중국)	MMORPG	2H24	PC, 모바일
TL(글로벌)	MMORPG	2H24	PC, 콘솔
프로젝트G	MMORTS	1Q25	PC, 모바일
아이온2	MMORPG	2H25	모바일
프로젝트 M	인터랙티브 어드벤처	2H25	PC, 콘솔
LLL	MMO슈팅	2H25	PC, 콘솔
프로젝트 E	MMORPG	미정	PC, 콘솔

자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 3. 6월 출시 예정인 배틀크러쉬



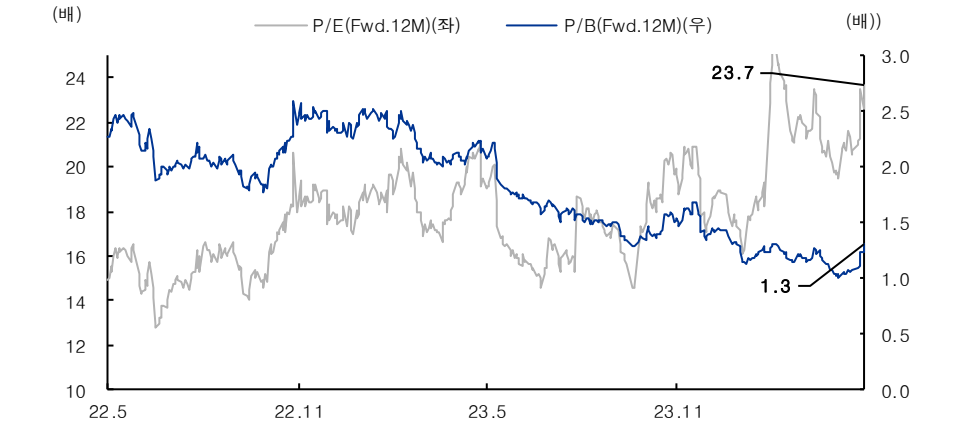
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 4. 3분기 출시 예정인 BSS



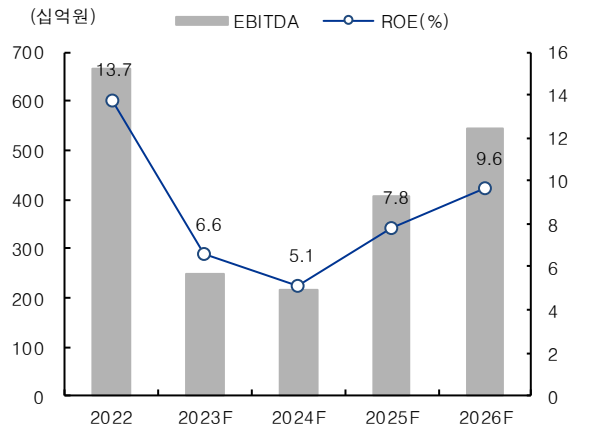
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 5. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이



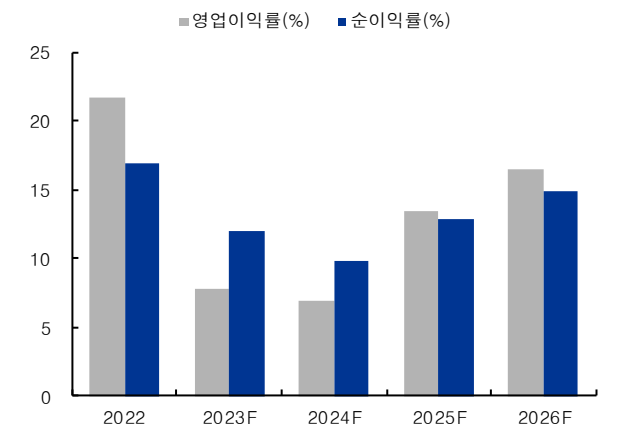
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이



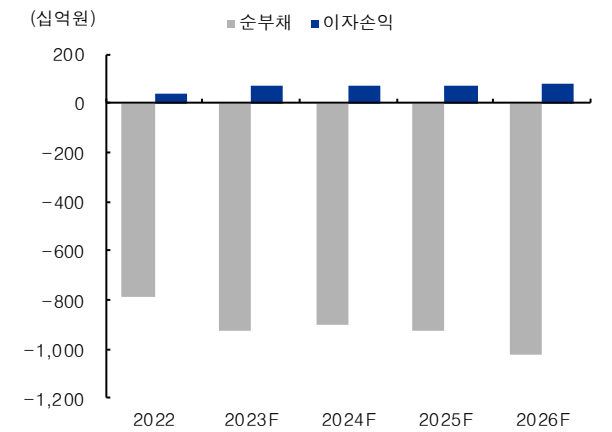
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이



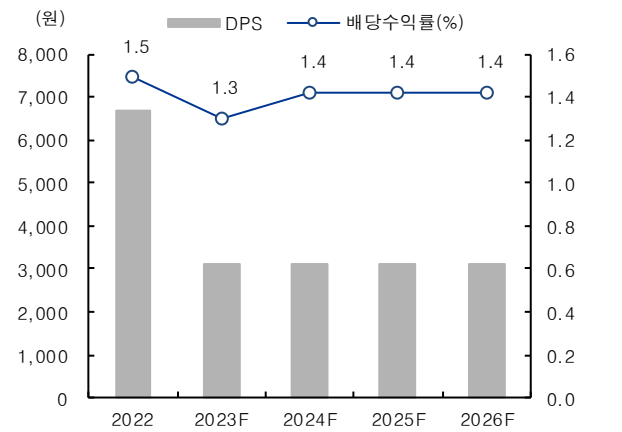
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 8. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 9. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,749	2,104	2,404
증가율(%)	11.4	-30.8	-1.8	20.3	14.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,749	2,104	2,404
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	2,013	1,643	1,628	1,821	2,007
판매비율(%)	78.3	92.3	93.1	86.5	83.5
영업이익	559	137	121	283	397
증가율(%)	49.0	-75.4	-12.1	134.8	40.2
영업이익률(%)	21.7	7.7	6.9	13.5	16.5
순금융손익	-32	91	75	74	76
이자손익	38	69	75	74	76
기타	-70	22	0	0	0
기타영업외손익	90	-26	0	0	0
종속/관계기업손익	-8	4	34	0	0
세전이익	609	206	229	357	473
법인세	173	-8	58	88	116
법인세율	28.4	-3.9	25.3	24.6	24.5
계속사업이익	436	214	171	270	357
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	171	270	357
증가율(%)	10.2	-50.9	-20.1	58.0	32.3
당기순이익률(%)	17.0	12.0	9.8	12.8	14.9
지배주주당기순이익	436	212	170	270	357
기타포괄이익	-269	-23	0	0	0
총포괄이익	167	191	171	270	357
EBITDA	665	249	218	405	544
증가율(%)	41.8	-62.5	-12.7	85.9	34.5
EBITDA마진율(%)	25.9	14.0	12.5	19.2	22.6

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	7,724	12,294	16,263
BPS	145,587	148,023	152,851	162,250	175,618
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	22.6	24.9	28.0	17.6	13.3
PBR	3.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.6	17.5	17.7	9.5	6.9
성장성지표(%)					
매출증가율	11.4	-30.8	-1.8	20.3	14.2
EPS증가율	9.8	-51.3	-20.1	59.2	32.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
ROE	13.7	6.6	5.1	7.8	9.6
ROA	9.7	4.8	3.8	5.8	7.2
ROIC	63.1	25.8	17.5	24.8	28.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	38.7	35.1	34.7	33.7	32.2
순차입금 비율(%)	-24.6	-28.6	-26.8	-25.9	-26.5
이자보상배율(배)	59.0	9.4	12.5	29.4	41.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.3	11.6	12.4	13.1	12.7
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,220.5	2,343.5	2,278.0
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,325	2,394	2,548
현금및현금성자산	286	365	286	263	310
유가증권	1,089	1,167	1,215	1,264	1,316
매출채권	175	133	149	172	205
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,200	2,375	2,556
유형자산	930	1,001	1,057	1,190	1,324
무형자산	43	96	101	107	113
투자자산	538	673	673	674	675
자산총계	4,438	4,394	4,526	4,770	5,104
유동부채	515	614	629	645	662
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	240	240	240	240
비유동부채	724	526	536	558	582
사채	349	170	170	170	170
장기차입금	60	0	0	0	0
부채총계	1,239	1,141	1,165	1,203	1,244
지배주주지분	3,196	3,250	3,356	3,562	3,856
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-623	-623	-623	-623	-623
기타포괄이익누계액	-35	-45	-45	-45	-45
이익잉여금	3,409	3,473	3,579	3,785	4,078
비지배주주지분	2	3	5	5	5
자본총계	3,199	3,253	3,360	3,567	3,860
비이자부채	653	539	563	601	642
총차입금	586	602	602	602	602
순차입금	-788	-930	-899	-925	-1,023

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	222	373	476
당기순이익	436	214	171	270	357
비현금성 비용 및 수익	359	72	-11	47	71
유형자산감가상각비	104	110	94	118	144
무형자산상각비	2	2	3	3	3
운전자본변동	50	-96	-13	-19	-28
매출채권등의 감소	101	42	-16	-23	-33
재고자산의 감소	5	1	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-109	-50	75	75	76
투자활동 현금흐름	-392	113	-291	-365	-402
유형자산의 증가(CAPEX)	-250	-117	-150	-252	-277
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-41	-8	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	20	10	-2	-1	-1
기타	-159	260	-131	-103	-114
재무활동 현금흐름	-304	-177	-9	-31	-28
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-304	-177	-9	-30	-27
기타 및 조정	-10	4	-1	0	0
현금의 증가	30	80	-79	-23	46
기초현금	256	286	365	286	263
기말현금	286	365	286	263	310

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								
해당 사항 없음											

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	136	87.7
Trading Buy (중립)	13	8.4
중립	6	3.9
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	추천일자	투자이견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	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
	2024.02.13	매수	250,000	-23.62	-12.00
	2024.05.20	매수	270,000		