

2024.05.22.(수) 증권사리포트

삼성에스디에스

AI의 수익화

[출처] 하나증권 이준호 애널리스트

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 12M Forward EPS 10,138원에 Target PER Multiple 22배를 적용했다. Target Multiple은 높은 영업이익률을 기록했던 2018~2020년의 12M Forward PER이다. 삼성에스디에스는 생성형 AI의 수익화를 확인할 수 있는 기업이다. 기업용 생성형 AI 서비스는 2024년 하반기를 시작으로 2025년부터 실적에 기여가 본격화될 전망이다. 고객사의 AI 도입이 실적으로 가시화되면서 리레이팅이 이뤄질 것으로 판단한다. 5.4조원의 풍부한 현금성자산을 활용한 M&A와 주주환원 가능성 역시 잠재적인 상승 요인이다.

클라우드 성장으로 수익성 개선

삼성에스디에스는 2024년 매출액 13조 5,652억원(+2.2%YoY), 영업이익 9,063억원(+12.1%YoY, OPM 6.7%)를 기록할 전망이다. 향후 성장 동력은 클라우드다. IT서비스 매출액은 6조 5,785억원(+7.7%YoY)으로 추정한다. 연간 클라우드 매출액은 2조 4,335억원(+29.4%YoY)으로 추정한다. 2023년(+61.8%YoY)에 이어 안정적인 성장을 예상하였고, SI와 TO 대비 높은 사업 부문이기에 수익성 개선(OPM +0.6%pYoY)을 반영했다. 2023년 3월 개소한 동탄 HPC센터의 가동률은 고성능 클라우드 서비스에 대한 수요 증가로 빠르게 증가하고 있다. SAP의 ERP 서비스의 클라우드화가 촉발한 국내 클라우드 전환기에 생성형 AI가 더해져 2024년 하반기부터 2026년까지 가파른 성장을 전망한다.

패브릭스와 브리티코파일럿. 생성형 AI를 통한 수익화 시작

삼성에스디에스는 5월 2일 기업용 생성형 AI 서비스인 패브릭스와 브리티코파일럿을 출시했다. 패브릭스는 대규모언어모델(LLM)에 고객사의 업종에 맞는 용어, 기존 데이터를 학습시켜 업무에 적용할 수 있도록 하는 플랫폼이다. 오픈AI의 GPT, 알파벳의 제미니, 네이버의 하이퍼클로바X를 비롯하여 오픈소스 모델인 메타의 라마, 업스테이지의 솔라LLM 등 다양한 LLM을 고객사의 업무에 맞춰 파인튜닝하여 사용할 수 있도록 제공한다. 브리티코파일럿은 업무 솔루션으로 영상 회의 통역, 메일/메신저 요약, 스크립트 작성 기능으로 고객사의 업무 효율성을 높인다. 기업용 생성형 AI 서비스에 대한 가능성은 글로벌 클라우드 3사(아마존, 마이크로소프트, 알파벳)의 실적발표에서 확인했다. 3사 모두 클라우드 매출에 기업용 생성형 AI의 실적 기여가 나타나고 있다. 삼성에스디에스의 강점은 1) 한국어 특화 AI 서비스, 2) 유연한 가격 모델(글로벌 대비 70% 이하), 3) 퍼블릭/프라이빗 클라우드 제공이다. 하반기부터 생성형 AI의 실적 기여가 나타날 전망이며 관계사를 중심으로 쌓은 레퍼런스를 바탕으로 고객사 확장을 기대한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

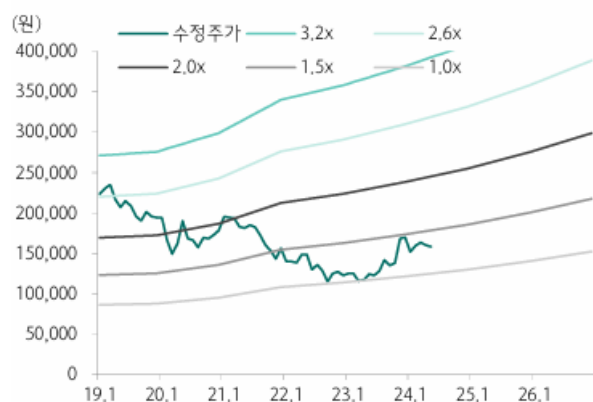
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,234.7	13,276.8	13,565.2	14,636.5
영업이익	916.1	808.2	906.3	1,013.4
세전이익	1,132.1	985.5	1,104.1	1,192.7
순이익	1,099.7	693.4	779.6	845.9
EPS	14,213	8,962	10,076	10,932
증감율	79.93	(36.95)	12.43	8.50
PER	8.65	18.97	15.73	14.50
PBR	1.16	1.52	1.33	1.24
EV/EBITDA	3.92	6.23	4.81	4.08
ROE	14.23	8.22	8.72	8.86
BPS	106,294	111,913	119,290	127,522
DPS	3,200	2,700	2,700	2,700

도표 2. 삼성에스디에스 P/E BAND



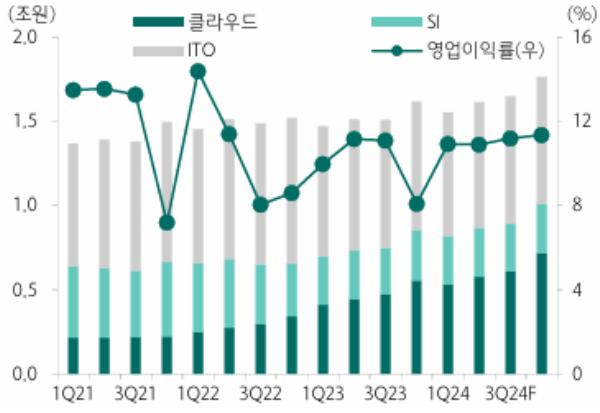
자료: 하나증권

도표 3. 삼성에스디에스 P/B BAND



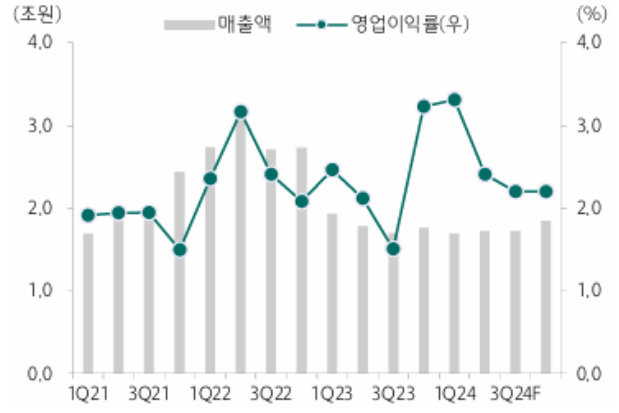
자료: 하나증권

도표 7. IT 서비스 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



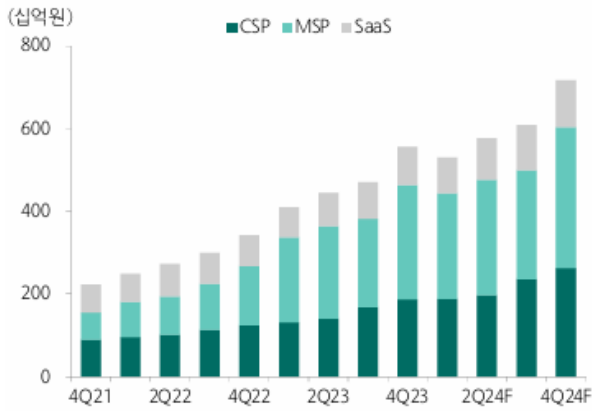
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 8. 물류 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



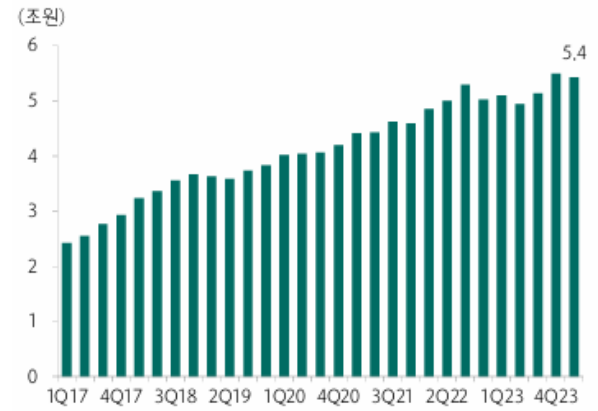
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 9. 클라우드 부문 분기별 매출 추이



자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 10. 현금 및 현금성자산 보유 추이



주: 현금 및 현금성자산 + 단기금융자산
 자료: 삼성에스디에스, 하나증권



피에스케이

신장비 판매 증가와 수출 호조가 실적 견인

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

1Q24 깜짝 실적: 신장비 매출과 수출 호조 덕분

1Q24 매출액은 777억원(-28%QoQ, -7%YoY)을 기록, 컨센서스 대비 11% 하회했으나, 영업이익은 213억원(36%QoQ, 90%YoY)을 기록하여 기대치 대비 57% 대폭 상회하였다. 영업이익률이 27.5%(13%pt QoQ)로 호전된 것은 (1)작년말 수주 받은 Bevel Etch 신장비 출하가 예상했던 것보다 빨리 1Q24부터 출하 실적으로 반영된 점과, (2)수익성 높은 중국향 수출이 호조를 보였기 때문(중국향 매출 비중 약 30%로 추정)이다.

Bevel Etch 출하 증가와 수출 확대로 올해 수익성 호전

고객사 NAND 설비투자가 여전히 보수적이어서 매출 성장에 한계가 있으나, 고가 신장비 Bevel Etch 출하가 올해는 의미있는 수준(상반기보다는 하반기에 더 많음)으로 크게 증가함과 중국 수출 호조로 올해 전사 매출은 6%YoY 성장할 것으로 예상된다. 올해 동사 수출비중은 70%(vs. 작년 59%)로 높아질 전망이다. 수익성 높은 제품 판매 비중 확대로 올해 영업이익률은 20.2%(4.8%pt YoY)로 호전될 전망이다. 최근 다른 메모리업체로 Bevel Etch 신규 거래 가능성이 높아진 점도 긍정적이다. 한편 차세대 제품 '메탈에치'의 고객사 테스트 결과는 내년으로 늦춰질 전망이다.

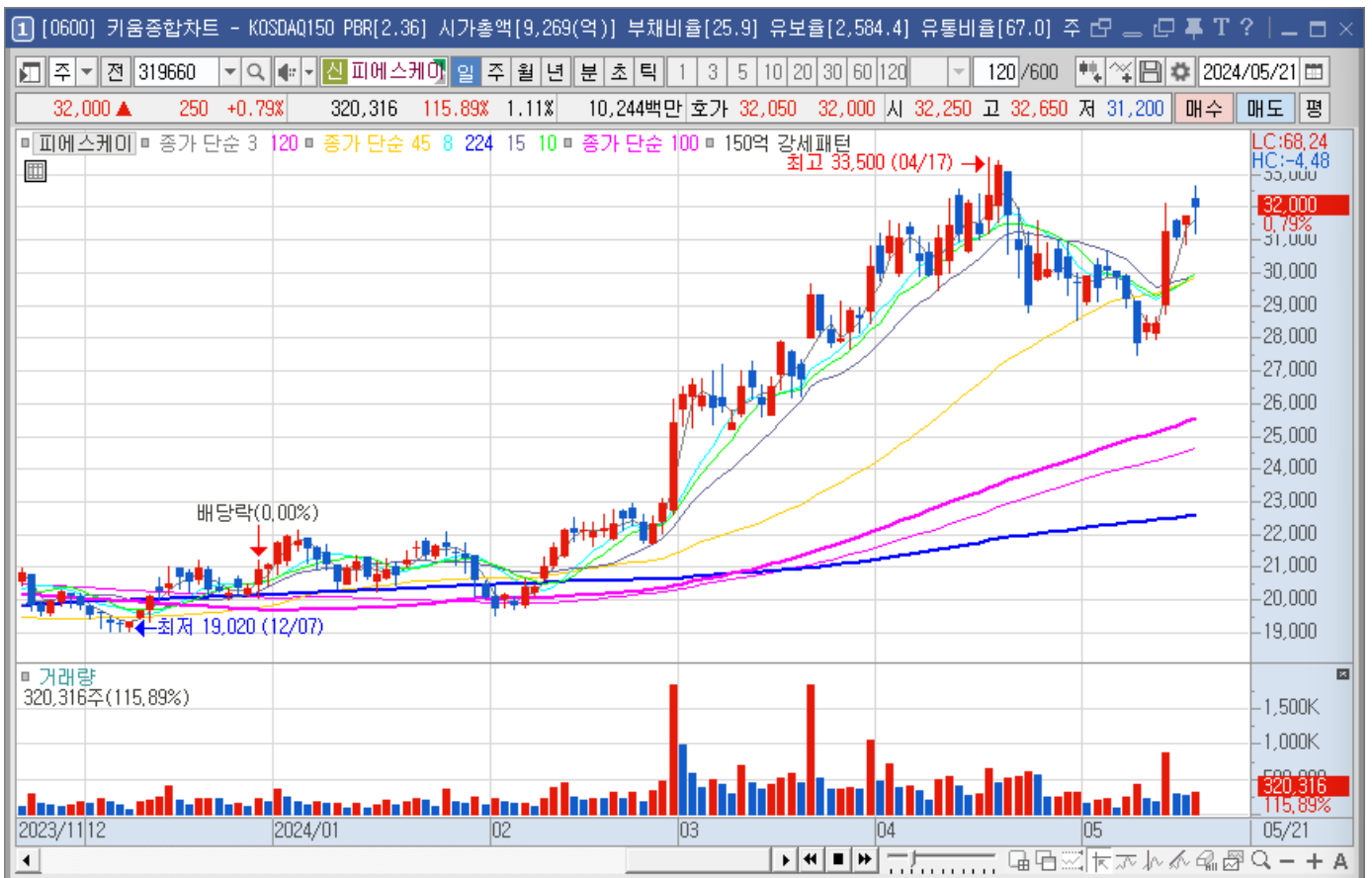
목표주가 38,000원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

예상보다 더 높아진 수익성 개선을 반영하여 2024년 영업이익 추정치를 12% 상향조정하며, 목표주가를 38,000원(24E P/B 2.4x 적용)으로 상향 조정한다. 목표주가는 동사 주가가 역사적으로 P/B 1.2~2.4x에 거래된 점을 고려하여 산정하였다. 올해 장비 업종 내 차별화된 실적으로 계속 Outperform할 수 있을 전망이다.

Fig. 1: 피에스케이 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	461	352	372	410	472
영업이익	92	54	75	91	111
세전이익	100	66	84	103	126
순이익[지배]	77	53	67	81	96
EPS(원)	2,647	1,813	2,296	2,780	3,309
증감률(%)	1.9	-31.5	26.6	21.1	19.0
PER(배)	5.8	11.6	13.8	11.4	9.6
PBR	1.3	1.6	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	2.6	7.2	8.6	6.5	4.8
ROE(%)	24.1	14.1	15.6	16.1	16.3
배당수익률	2.6	1.0	0.7	0.7	0.7

자료: 피에스케이, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결



명신산업

외형 축소에도 영업이익률은 11% 기록

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

1Q24 Review: 영업이익률 11.0% 기록

명신산업의 1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 8%/8% 감소한 4,016억원/441억원(영업이익률 11.0%, +0.1%p (YoY))을 기록했다. 현대차/기아향 매출액은 5% (YoY) 증가한데 비해 글로벌 EV 업체향 매출액(비중 67%)은 원/달러 환율 상승에도 불구하고 고객의 생산 감소와 변동단가 하락 등이 겹치면서 13% (YoY) 감소했다. 미국 법인들 합산 매출액이 19% (YoY) 감소했는데, 텍사스에 위치한 심원북미의 매출액이 23% (YoY) 증가했지만 캘리포니아에 위치한 심원미국의 매출액은 32% (YoY) 감소했다. 중국 법인들 합산 매출액도 6% (YoY) 감소했다. 외형 축소에도 영업이익률은 전년 동기 수준을 유지했는데, 인건비/감가상각비와 같은 고정성 비용의 증가가 제한적이었던 가운데, 운반보관료/수출경비/포장비 등과 같은 수출 관련 비용들이 단가 하락과 비용절감 활동 등으로 감소했기 때문이다. 세전이익과 순이익은 -2%/+5% (YoY) 변동한 502억원/384억원을 기록했는데, 영업이익이 감소했지만 영업외 외환손익이 개선된 영향이다.

고객사의 생산 감소와 높은 기저로 어쩔 수 없는 둔화

2024년은 성장률 둔화가 예상된다. 전방 산업수요 증가율이 2.8%로 낮은 가운데, 주력 고객사인 현대차/기아 및 글로벌 EV 업체의 생산 증가율이 한 자릿수로 낮을 것으로 예상된다. 납품단가에서도 원재료비 변동분에 대한 변동단가분의 하락이 반영될 것이다. 다만, 예상과 달리 원/달러 환율이 높은 수준을 유지하고 있고, 하반기 텍사스 2공장이 완공되어 신규 기여를 시작한다는 점에서 상반기보다 하반기에 외형 성장률이 높아질 것이다. 영업이익률은 하락하는데, 전년 2분기에 원재료가 하락에 대한 납품가 조정이 늦어져 일시적으로 판가-원가 Spread가 크게 벌어졌던 것에 대한 기저가 높기 때문이다(영업이익률 2023년 연간 12.0% vs. 2Q23 16.6%). 2024년 매출액/영업이익은 +0%/-14% 변동한 1.74조원/1,796억원(영업이익률 10.3%, -1.6%p)으로 기존 예상보다 낮아질 것으로 전망한다.

P/E 6배 초반

현재 주가는 2024년 예상 실적 기준으로 P/E 6배 초반이다. 전기차 수요 둔화, 대형 고객사들의 생산 증가율 하락, 그리고 지배구조 관련 언론 보도(관계회사에 대한 은행거래 약정 및 사업 조정 가능성) 등으로 인해 주가는 지난 6개월 동안 약세를 보여 왔다. 2분기까지는 높은 기저의 영향으로 실적 모멘텀이 둔화되겠지만, 하반기에는 글로벌 EV 업체향 텍사스 2공장의 완공으로 성장성이 개선될 것으로 전망한다. 다만, 글로벌 EV 업체의 생산이 하반기에도 계속 부진하거나, 지배구조 문제가 발생할 경우 관련 모멘텀의 주가 반영이 지연될 수 있어 관련 내용들을 주시해야 한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	809	1,108	1,515	1,739
영업이익	66	56	127	208
세전이익	(73)	58	123	200
순이익	(89)	45	86	153
EPS	(2,306)	928	1,634	2,909
증감율	적전	흑전	76.1	78.0
PER	(19.8)	32.4	8.8	6.5
PBR	10.9	5.3	2.0	1.9
EV/EBITDA	22.2	20.9	5.5	3.9
ROE	(48.2)	15.3	22.3	28.5
BPS	4,177	5,662	7,315	10,199
DPS	0	0	0	0





두산로보틱스

인내의 시작

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

1분기 영업적자 68.9억원으로 적자 확대

1분기 매출액 108.9억원 (+3.1% YoY, -35.5% QoQ), 영업적자 68.8억원 (적자지속)을 기록했다. 작년 1분기 적자 45억원, 지난 분기 적자 31억 대비 적자 폭이 확대되었다. 사측이 밝힌 실적 부진의 원인은 1) 고금리 지속, 2) 중동 전쟁, 3) 유럽 회복세 지연 등에 따른 시장 부진을 꼽았다. 영업 적자가 확대된 이유 중 일회성 요인으로는 1) CES 행사 참가에 따른 비용 발생, 2) R&D 투자 세액 공제 관련 일회성 용역 수수료 비용으로 밝혔다.

지역별 매출 성장률은 북미 +79.4% (이하 YoY), 국내 +14.4%, 유럽 -47.7%, 기타 아시아 -21%이다. 매출 비중은 국내 46%, 북미 32%, 유럽 18% 및 기타 아시아 국가 4%이다.

협동 로봇 시장 기대보다 더디게 성장 중

부진한 실적에도 긍정적인 부분인 1) 솔루션 매출이 28.9% YoY성장한 점, 2) 북미 지역의 회복에 따른 높은 성장이다. 다만 동사의 상장 이후 확인된 것은 협동 로봇 시장이 혁신적인 마켓이라고 하기에는 1) 산업 성장률이 너무 낮다는 점, 2) 경기 민감도가 매우 높다는 점, 3) 협동 로봇 채택률 (penetration 가능 마켓) 아직까지는 높지 않다는 점이다. 산업 성장률은 미국 금리 인상 정책과 유럽 전쟁 여파로 정체에 있다. 혁신 산업이라고 하기에는 경기 민감성이 대단히 높고 산업 로봇과 협동 로봇의 경계가 모호하다는 판단까지 든다. 관련 산업의 동향을 좀 더 살펴볼 필요가 있다. 우선 하반기 적재 전용 30kg 고가반 모델 출시와 기존 H 시리즈의 신규 모델 확장 개발을 진행 중에 있다. 또한 IPO 자금으로 M&A도 모색 중이다.

시작은 좋았으나 매출이 기업 가치를 못 따라가는 중

목표주가 67,000원으로 상향하고 투자 의견 '중립'으로 하향 조정한다. 상장 1년이 되는 시점의 모회사 주주들의 락업 기간이 해제되는데 관련 물량이 일부 출회될 가능성이 있다. 우크라이나 전쟁과 고금리가 당분간 지속되는 상황이라는 점에서 실적 추정치를 상향 조정할 수 있는 요인이 보이지 않는다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	0	0	45	53	79
영업이익	0	0	-13	-19	-5
영업이익률(%)			-29.4	-36.1	-6.1
세전이익	0	0	-13	-16	-3
지배주주지분순이익	0	0	-13	-16	-3
EPS(원)	0	0	-258	-245	-49
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	-6.6	-0.7
PER(배)	n/a	n/a	n/a	-474.1	-1,492.9
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	17.2	11.0
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	0.4	-482.6	2,661.7

자료: 두산로보틱스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



메가스터디교육

#의대정원 확대 #주주환원 # 밸류에이션

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

1분기 실적: 매출은 성장 VS. 이익은 감소

1분기 매출액은 2,493.9억원으로 전년대비 2.8% 증가한 반면, 영업이익은 202.7억원으로 전년대비 16.2% 감소했다. 주력사업부인 고등사업부에서는 매출성장이 이어지고 있다. Q의 증가와 더불어 ASP 증가가 온라인과 오프라인 동시에 진행되고 있다. 이익률 둔화는 판관비 증가에 기인한다. 유아/초등 온라인 교육 경쟁심화에 따른 광고선전비 증가(30억원)가 주요한 영향을 준 것으로 판단된다.

의대정원 확대에 따른 수능응시자 증가 수혜

지난 5월 16일 의료계가 보건복지부와 교육부를 대상으로 제기한 의대정원 배정 처분 취소 집행정지 신청이 기각되었다. 2025년 대입전형에서 전년대비 1500여명 내외 증원이 확정되는 수순으로 진행되고 있다는 것을 알 수 있다. 의대정원 확대시 수능응시자의 증가, 이를 통한 고등사업부의 매출 성장이 기대된다. N수생들 뿐만 아니라 반수생들의 증가가 예상된다. 뿐만 아니라 편입학 학생들도 연쇄적으로 증가할 가능성이 높다고 판단된다. 실제로 지난 1분기 실적에서도 대학사업부문의 매출과 이익이 개선되는 것이 확인되었다.

화끈한 주주환원정책

동사는 지난 3월 M&A 불발 이후 4월 15일 주주가치 제고를 위한 주주환원정책(24~26년)을 제시했다. 자사주매입 및 배당을 통해서 별도 당기순이익의 60% 내외를 주주환원을 위해 활용한다고 밝혔다. 최근 3년(21~23년)과 유사한 별도기준 당기순이익이 나올 경우 올해부터 향후 3년간 1,600억원 이상이 주주환원정책으로 활용된다는 의미이다. 주주환원정책전 시가총액+주주환원정책 추정금액을 감안시 현재 주가는 이를 반영하지 못하고 있다고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	7,039	8,360	9,352	10,100
영업이익	990	1,354	1,274	1,507
지배순이익	812	1,036	946	1,230
PER	9.7	9.5	7.6	5.6
PBR	2.3	2.3	1.5	1.1
EV/EBITDA	4.4	5.3	4.0	2.9
ROE	26.8	27.3	21.1	23.3

자료: 유안타증권



솔브레인
업황 회복과 원가 효과

[출처] 하나증권 김민경 애널리스트

1Q24 Review: 영업이익 서프라이즈 시현

솔브레인의 24년 1분기 매출액 2,107억원(YoY -13%, QoQ +8%), 영업이익 460억원(YoY -6%, QoQ +102%)을 기록. 반도체, 디스플레이, 2차전지 소재 매출이 각각 1,602억, 196억, 308억을 기록해 전 사업 부문 매출이 전분기대비 증가 반도체 소재의 경우 메모리 반도체 가동률 회복과 생산 라인 초기 가동 시 발생하는 일회성 매출이 반영되며 Etchant 매출이 전분기대비 20% 이상 증가한 것으로 추정 영업이익은 컨센서스를 대폭 상회했는데 상회 요인은 1) 전 사업부문 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화, 2) 원재료비 하락에 따른 수익성 증가, 3) 디스플레이 부문의 인원 감축 및 판가 상승에 따른 마진 개선

2Q24 Preview: 가동률 상승에 따른 실적개선 지속 전망

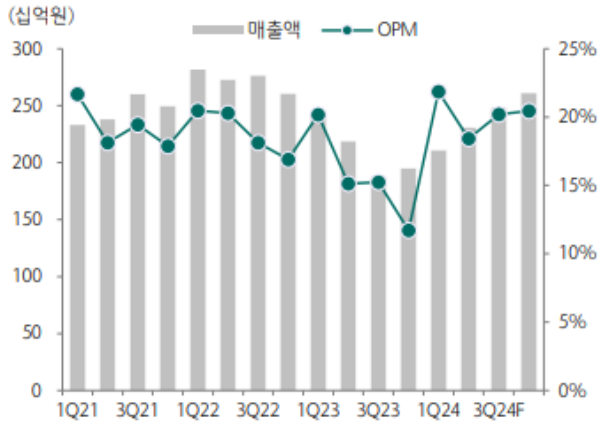
솔브레인의 24년 2분기 매출액 2,305억원(YoY +5%, QoQ +9%), 영업이익 425억원(YoY +29%, QoQ -8%)을 기록할 전망. 반도체, 디스플레이, 2차전지 소재 매출이 각각 1,788억, 198억, 278억을 기록할 것으로 전망 반도체 부문이 전사 외형 회복을 견인할 것으로 추정했는데 1) DRAM과 NAND 가동률이 지속 상승하고 있고 2) DRAM 선단공정 비중이 확대되며 step 수 증가로 소재 사용량이 증가할 것으로 예상되기 때문 원재료비 하락이 판가에 반영될 가능성이 상존해 매출액이 전분기 증가함에도 불구하고 영업이익은 감소할 것으로 추정. 다만, 디스플레이 사업부문의 인력 감축에 따른 마진 개선효과는 지속될 것으로 예상

뚜렷한 우상향 방향성

솔브레인에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 370,000원을 유지 전방 메모리 업황의 개선으로 반도체 소재 부문의 가동률 회복 기조가 이어짐에 따라 25년까지 실적 상승세가 지속될 것으로 예상. 또한 수익성이 저조했던 디스플레이 부문의 인건비 축소 및 가동률 상승으로 전사 영업이익에 긍정적인 효과가 있을 것으로 기대. 3나노 GAA 공정에 사용되는 초산계 식각액 또한 24년 말~25년 초 공급이 시작될 것으로 파악 판가 결정 구조에 따라 1분기와 같은 영업이익 서프라이즈가 연중으로 지속되기는 어려울 것으로 판단하지만 고객사 내 탄탄한 입지를 기반으로 메모리 업황 회복에 따른 실적 개선이 이어질 것으로 예상

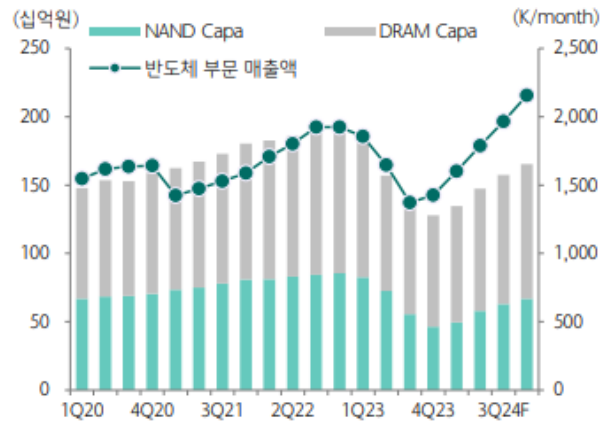
Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	
매출액	1,090.9	844.0	950.3	1,135.2	
영업이익	207.1	133.5	192.0	220.0	
세전이익	215.4	161.3	226.7	233.4	
순이익	162.8	130.4	173.1	182.1	
EPS	20,928	16,759	22,256	23,410	
증감율	9.61	(19.92)	32.80	5.19	
PER	10.41	18.14	13.66	12.99	
PBR	2.16	2.63	2.24	1.93	
EV/EBITDA	5.71	11.42	8.50	7.29	
ROE	23.03	15.61	17.84	16.08	
BPS	100,845	115,654	135,919	157,338	
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	

도표 7. 솔브레인 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



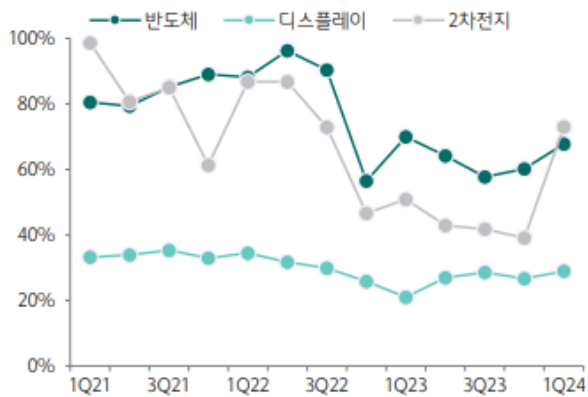
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 8. 삼성전자, SK하이닉스 Capa vs 솔브레인 반도체 매출액



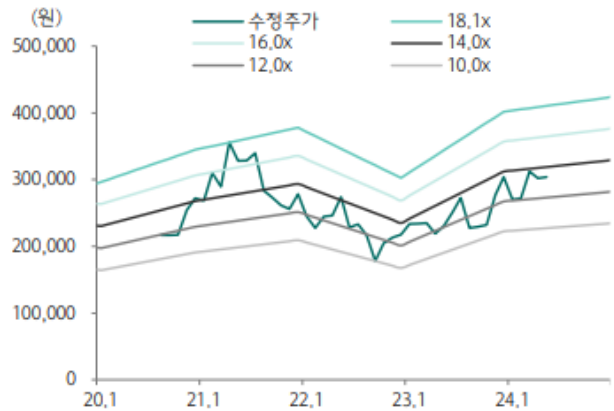
자료: Trendforce, 솔브레인, 하나증권

도표 9. 솔브레인 부문별 가동률 추이



자료: DART, 솔브레인, 하나증권

도표 10. 솔브레인 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 솔브레인, 하나증권



엔씨소프트
반등의 시작

[출처] IBK투자증권 이승훈 애널리스트

NDR후기: 신작 출시, 경영 효율화, 주주 환원 정책 관심

엔씨소프트는 5월 16, 17일 국내 주요 기관투자자를 대상으로 NDR(Non-Deal Roadshow)을 진행. 기관 투자자들은 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

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

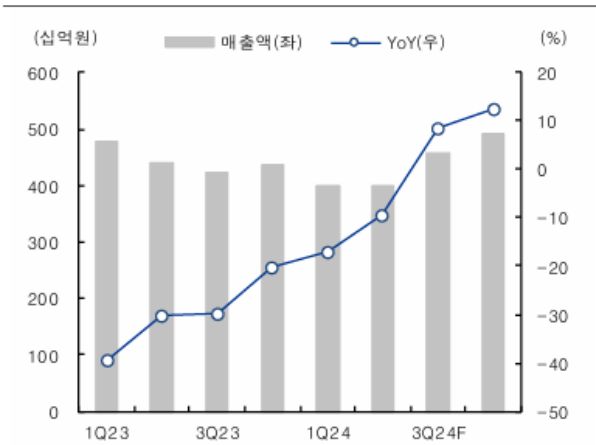
목표주가 27만원 상향, 투자 의견 매수 유지

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

(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

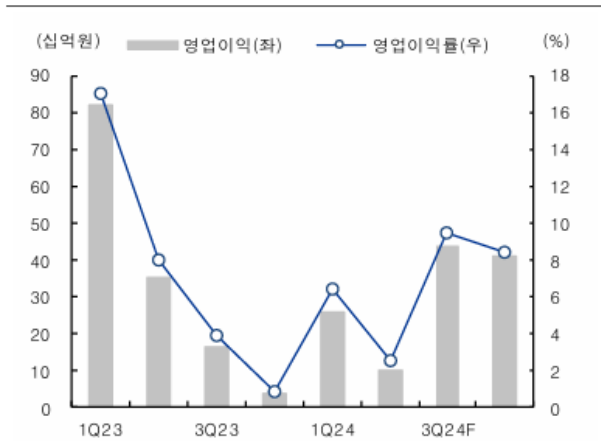
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



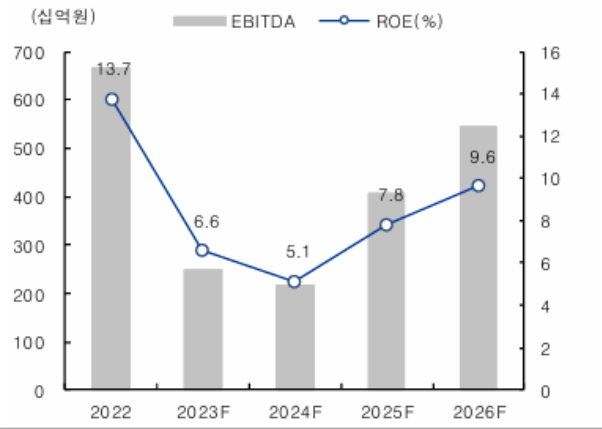
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



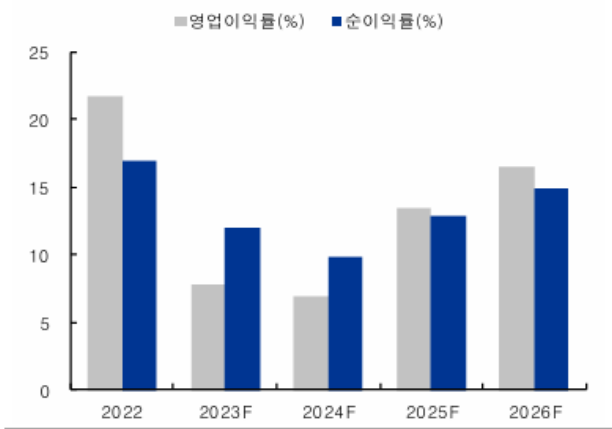
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 6. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이



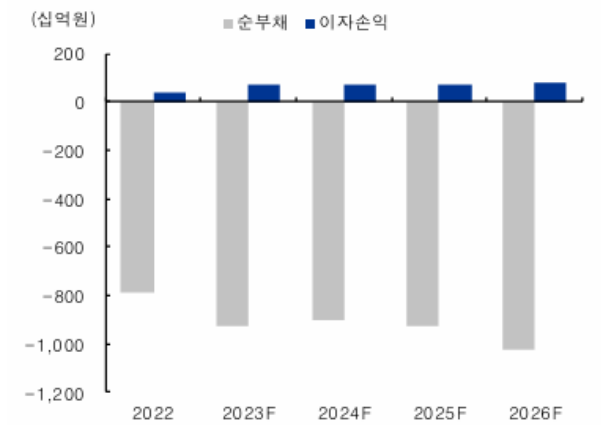
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 7. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이



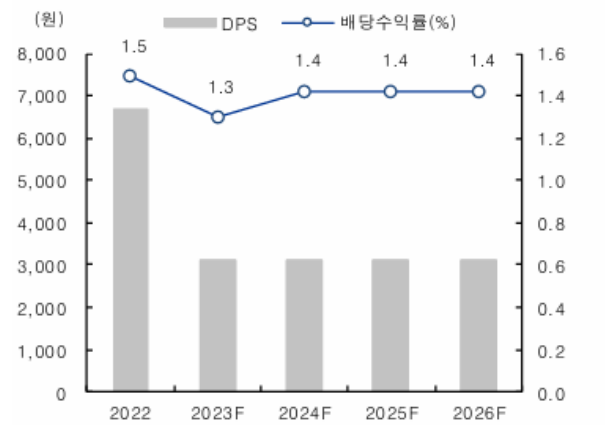
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 8. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 9. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권



엔씨소프트 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴 LC:31.72 HC:-24.78

