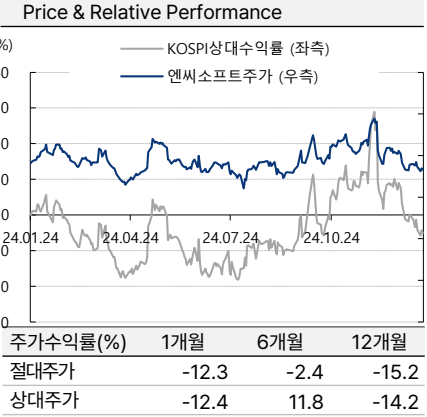


엔씨소프트 (036570) : 25년 이익 정상화를 기대

Trading Buy
TP 230,000원

유지
하향

Company Data	
현재가(01/15)	183,200원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	244,500 원
52주 최저가(보통주)	160,400 원
KOSPI (01/15)	2,496.81p
KOSDAQ (01/15)	711.61p
자본금	110 억원
시가총액	40,220 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	6.7 만주
평균거래대금(60일)	129 억원
외국인지분(보통주)	36.96%
주요주주	김택진 외 13인 12.01%



▶ 저니 오브 모나크 성과는 아쉽지만 이익 정상화 방향성은 지속

• 저니 오브 모나크는 24년 12월 4일 출시 이후 구글플레이 매출 5~10위권 내의 긍정적인 초기 성과를 기록하였으나 이후 순위 하락 하여 25년 1월 14일 기준 14위 기록. 2025년 저니 오브 모나크 매출을 461억원(평균 일매출 1.3억원) 수준 전망하며, 2Q24 출시 전 망하는 택탄(MMORTS) 및 기존 IP 기반 신규 장르 게임 출시까지 신작 성과 기여 제한적으로 1H25 매출은 YoY +2% 성장을 전망. 2024~1Q25 인력 구조조정을 통해 2025년 인건비는 7,240억원(YoY -20%) 수준으로 감축될 것으로 전망하며 1H25 말 택탄 및 레거시 IP 기존 신규 장르 게임, 2H25 아이온2, LLL 및 퍼블리싱 라인업 2종 출시로 하반기 영업 레버리지 효과 기대.

▶ 25년부터 실적 반영될 퍼블리싱 라인업 확장

• 동사는 자체 개발 신작 외에도 외부 개발사 소수 지분 투자 후 판권 확보를 통한 2nd-party 퍼블리싱 라인업을 확대하고 있음. 2H25 'Breakers'(빅게임스튜디오 개발, 서브컬처 RPG), 'Time Takers'(미스틸게임즈 개발, PC/콘솔 배틀로얄 TPS) 출시로 매출 및 이익 성장에 기여할 것으로 전망. 25년 이후에도 문로버게임즈(FPS 개발에 강점) 및 버추얼알케미(전략 RPG에 강점) 개발작 출시 등 퍼블리싱은 동사의 신성장 동력으로 작용할 것으로 전망.

▶ 2025년 매출 1.8조원(YoY +14.2%), 영업이익 2,208억원(YoY 흑자전환, OPM 12.2%) 기록 전망

• 자체 신작 4종 및 퍼블리싱 신작 2종 출시로 매출 +14.2% 예상되며, 신작 마케팅에 따른 마케팅비 증가(+16.1%)에도 영업비용 중 가장 비중이 큰 인건비 감소(-20%)로 영업이익은 2,208억원(흑자전환, OPM 12.2%) 기록 전망. 목표주가는 23만원으로 -15% 하향. 저니 오브 모나크의 매출 하락을 반영해 25년 지배순이익 추정치를 2,532억원으로 -16% 하향, target PER 18.2배 적용에 따름.

Forecast earnings & Valuation		2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)						
매출액 (십억원)		2,572	1,780	1,582	1,806	2,036
YoY(%)		11.4	-30.8	-11.1	14.2	12.7
영업이익(십억원)		559	137	-93	221	292
OP마진(%)		21.7	7.7	-5.9	12.2	14.3
순이익(십억원)		436	214	28	253	308
EPS(원)		19,847	9,663	1,274	11,535	14,015
YoY(%)		9.8	-51.3	-86.8	805.1	21.5
PER(배)		22.6	24.9	143.7	15.9	13.1
PCR(배)		12.4	18.6	77.1	13.5	11.8
PBR(배)		3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)		12.0	15.1	-2,086.2	7.5	5.4
ROE(%)		13.7	6.6	0.9	7.7	8.7

엔씨소프트(036570): 25년 이익 정상화를 기대

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	413.4	393.7	390.9	469.1	552.5	2,571.8	1,779.8	1,582.1	1,806.2
성장률(YoY %)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-5.5%	-1.1%	6.0%	16.7%	33.6%	11.4%	-30.8%	-11.1%	14.2%
게임매출	436.5	404.0	387.8	407.1	365.2	331.2	363.8	356.1	345.0	343.7	423.2	507.8	2,414.8	1,635.4	1,416.3	1,619.6
리니지M	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	158.9	131.9	122.0	117.2	144.8	115.7	516.5	489.9	502.8	499.6
리니지2M	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	43.1	45.2	47.1	49.2	55.2	50.8	391.5	242.9	186.5	202.3
리니지W	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	46.9	48.5	44.4	42.4	42.0	41.9	970.8	403.9	243.7	170.7
B&S 2	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	4.5	5.5	9.2	7.7	6.9	6.3	55.6	27.5	19.0	30.1
리니지	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	26.5	25.3	23.6	23.5	24.9	23.8	106.7	102.0	100.5	95.8
리니지2	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	20.2	20.4	20.3	19.8	19.0	19.5	94.1	85.6	85.3	78.6
아이온	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	11.8	10.7	9.8	8.8	9.8	10.0	68.3	71.5	49.8	38.5
B&S	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	3.8	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	26.3	25.3	14.3	11.6
길드워2	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	23.5	19.0	18.8	18.6	18.4	17.9	17.2	95.0	79.4	86.7	72.1
택탄	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0	44.2	39.7	-	-	-	95.9
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	78.0	-	-	-	78.0
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.0	-	-	-	30.0
Journey of Monarch	-	-	-	-	-	-	-	13.0	18.0	12.7	9.0	6.3	-	-	13.0	46.1
기존 IP 기반 신규 장르 게임	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.0	22.1	17.7	-	-	-	48.7
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.0	18.9	-	-	-	27.9
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0	-	-	-	10.0
기타	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	26.8	29.7	33.8	29.0	19.9	15.6	19.3	90.1	107.4	114.6	83.8
로열티매출	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	38.1	57.4	48.8	47.3	45.9	44.7	157.0	144.5	165.8	186.6
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	526.2	359.2	363.7	404.8	457.6	2,012.8	1,642.5	1,674.7	1,585.3
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	201.1	312.6	180.7	180.6	181.1	181.6	847.4	822.9	904.5	724.0
매출변동비	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.9	135.3	127.3	128.2	158.7	193.0	870.7	622.8	536.8	607.1
광고선전비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	48.7	50.9	23.6	27.4	37.5	55.2	188.6	85.0	123.8	143.8
감가상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	26.5	27.5	27.6	27.6	27.5	27.8	106.0	111.9	109.6	110.5
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	14.3	112.8	34.5	27.2	64.2	94.8	559.0	137.3	92.5	220.8
성장률(YoY %)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	34.2%	207.7%	흑자전환	흑자전환	49.0%	-75.4%	적자전환	흑자전환
OPM(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-27.3%	8.8%	7.0%	13.7%	17.2%	21.7%	7.7%	-5.8%	12.2%
순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	26.5	73.7	66.3	75.9	35.8	75.4	436.0	213.9	28.0	253.2
NPM(%)	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	-6.6%	-17.8%	16.8%	19.4%	7.6%	13.6%	17.0%	12.0%	1.8%	14.0%

출처: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,582	1,806	2,036
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,582	1,806	2,036
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,013	1,643	1,675	1,585	1,744
영업이익	559	137	-93	221	292
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-5.8	12.2	14.4
EBITDA	665	249	-1	295	354
EBITDA Margin (%)	25.9	14.0	-0.1	16.4	17.4
영업외손익	50	69	129	112	112
관계기업손익	-8	4	8	8	8
금융수익	74	120	117	103	103
금융비용	-106	-29	-37	-37	-37
기타	90	-26	42	39	39
법인세비용차감전순손익	609	206	37	333	405
법인세비용	173	-8	9	80	97
계속사업순손익	436	214	28	253	308
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	28	253	308
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	1.8	14.0	15.1
비지배자분순이익	0	2	0	0	0
지배자분순이익	436	212	28	253	308
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	1.8	14.0	15.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-269	-23	-13	-13	-13
포괄순이익	167	191	15	241	295
비지배자분포괄이익	0	2	0	2	3
지배자분포괄이익	166	189	15	238	292

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	-8	169	209
당기순이익	436	214	28	253	308
비현금항목의 가감	359	72	30	79	70
감가상각비	104	110	90	73	59
외환손익	2	7	-30	-30	-30
지분법평가손익	6	-1	-8	-8	-8
기타	247	-45	-22	43	49
자산부채의 증감	50	-96	-124	-156	-156
기타현금흐름	-109	-50	58	-8	-13
투자활동 현금흐름	-392	113	-74	-80	-86
투자자산	536	345	6	6	6
유형자산	-250	-117	0	0	0
기타	-678	-115	-80	-86	-92
재무활동 현금흐름	-304	-177	-345	-105	-105
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	-140	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-136	-64	-64	-64
기타	-40	-42	-282	-42	-42
현금의 증감	30	80	-222	111	217
기초 현금	256	286	365	144	255
기말 현금	286	365	144	255	472
NOPLAT	400	142	-70	168	222
FCF	306	41	-103	87	127

재무상태표

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,180	2,394	2,722
현금및현금성자산	286	365	144	255	471
매출채권 및 기타채권	219	172	154	167	181
채고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	2,185	1,799	1,882	1,972	2,068
비유동자산	1,747	2,057	1,958	1,956	1,897
유형자산	930	1,001	911	918	869
관계기업투자금	26	25	19	13	7
기타금융자산	512	648	648	648	648
기타비유동자산	278	384	380	377	374
자산총계	4,438	4,394	4,138	4,350	4,619
유동부채	515	614	380	386	392
매입채무 및 기타채무	292	215	215	215	215
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	240	0	0	0
기타유동부채	224	159	164	170	177
비유동부채	724	526	541	557	575
차입금	60	0	0	0	0
사채	349	170	170	170	170
기타비유동부채	314	357	372	388	405
부채총계	1,239	1,141	921	943	967
지배자분	3,196	3,250	3,214	3,404	3,648
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,437	3,627	3,871
기타자본변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배자분	2	3	3	3	4
자본총계	3,199	3,253	3,217	3,407	3,652
총차입금	593	603	373	383	394

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	1,274	11,535	14,015
PER	22.6	24.9	143.7	15.9	13.1
BPS	145,587	148,023	146,402	155,042	166,162
PBR	3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	30,288	11,349	-53	13,459	16,103
EV/EBITDA	12.0	15.1	-2,086.2	7.5	5.4
SPS	117,144	81,071	72,066	82,271	92,755
PSR	3.8	3.0	2.5	2.2	2.0
CFPS	13,933	1,880	-4,698	3,957	5,796
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.4	-30.8	-11.1	14.2	12.7
영업이익 증가율	49.0	-75.4	적전	흑전	32.4
순이익 증가율	10.2	-50.9	-86.9	804.0	21.5
수익성					
ROIC	55.1	16.4	-7.6	19.1	25.6
ROA	9.7	4.8	0.7	6.0	6.9
ROE	13.7	6.6	0.9	7.7	8.7
안정성					
부채비율	38.7	35.1	28.6	27.7	26.5
순차입금비율	13.4	13.7	9.0	8.8	8.5
이자보상배율	59.0	9.4	-10.5	25.1	33.2