

엔씨소프트 (036570)

영업적자보다 뼈 아픈 건

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

190,000 원(하향)

현재주가

174,100 원(02/12)

시가총액

3,822(십억원)

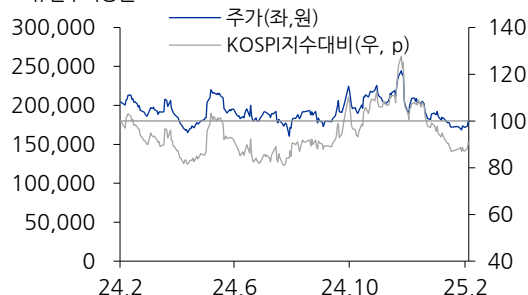
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 4,094억원(-7%yoy), 영업적자 1,295억원(적자전환yoy) 기록, 시장 컨센서스(-958억원) 하회
- 전분기 7주년 이벤트 및 리부트 서버 업데이트 효과로 높은 일매출(17억원)을 기록했던 리니지M은 4분기에도 일부 효과가 이어지며 준수한 일매출(13.2억원)을 기록
- 리니지2M은 8/21 업데이트 효과와 11월 5주년 이벤트 효과, 리니지W는 리부트 이벤트 효과로 매출 하향 방어에 성공. 다만 리니지2M과 리니지W의 매출 하향은 올해도 이어질 전망
- 블소네오 업데이트, 길드워2 확장팩 출시로 인한 PC 매출 반등과 TL 글로벌의 예상 외 선전에 따른 로열티 매출 반등이 나타났으나, 1분기에는 이러한 효과가 제거되며 qoq 하락이 예상됨
- 영업비용에서는 대규모 희망퇴직 실시로 인한 일회성 인건비가 크게 증가했으며, 저니오브모나크 신작 마케팅 비용도 다소 반영됨
- 동사의 주가는 부진한 분기 실적보다 불확실한 올해 신작 출시 일정에 더 민감하게 반응할 것으로 예상함. 결국 리니지M을 제외하면 실적 우하향은 불가피하기 때문에 이를 만회할 신작 흥행이 주가 반등을 위해 필수적인 상황
- 하지만 현재 상반기 신작 출시 계획이 부재한 데다 하반기 아이온2, LLL 등을 포함한 5종의 신작 출시 또한 단언할 수 없는 상황. 이에 몇몇 신작 출시 지연을 반영해 올해 실적 추정치를 하향하고, 목표주가를 기존 21만원에서 19만원으로 하향함

주가(원, 02/12)	174,100		
시가총액(십억원)	3,822		
발행주식수	21,954천주		
52주 최고가	248,000원		
최저가	156,900원		
52주 일간 Beta	0.67		
60일 일평균거래대금	188억원		
외국인 지분율	37.2%		
배당수익률(2024P)	1.8%		
주주구성			
김택진 (외 17인)	12.1%		
자사주 (외 1인)	9.9%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-7.7	-2.5	-12.1
절대기준	-6.4	-5.2	-14.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	190,000	210,000	▼
영업이익(24)	-109	-70	▼
영업이익(25)	104	127	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025E
매출액	2,572	1,780	1,578	1,568
영업이익	559	137	-109	104
세전손익	609	206	121	215
당기순이익	436	214	94	166
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	7,554
증감률(%)	9.8	-51.3	-55.6	76.0
PER(배)	22.6	24.9	40.6	23.0
ROE(%)	13.7	6.6	2.9	5.2
PBR(배)	3.1	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	na	22.4

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	359.9	347.7	347.7	512.6	1,578.1	1,567.9
(%yoy)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.6%	-5.7%	-13.5%	25.2%	-11.3%	-0.6%
PC 게임	91.5	86.2	80.7	93.4	81.9	82.7	79.4	86.6	351.8	330.6
모바일게임	249.4	218.2	253.4	215.6	199.8	192.0	200.1	358.8	936.7	950.7
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.5	109.2	119.6	110.4	492.8	451.7
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	36.0	41.0	36.8	36.8	182.6	150.6
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	45.9	36.4	36.8	38.6	244.3	157.7
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	26.1	25.0	25.2	23.6	107.7	99.9
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	52.1	48.0	43.0	43.6	182.0	186.7
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	341.8	339.4	333.4	449.4	1,687.3	1,464.0
(%yoy)	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-8.2%	-5.7%	-19.9%	-16.6%	2.7%	-13.2%
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	18.1	8.3	14.3	63.2	-109.2	103.9
(%yoy)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-29.7%	-5.8%	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	5.0%	2.4%	4.1%	12.3%	-6.9%	6.6%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	33.5	31.6	21.5	24.2	230.1	110.8
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	51.6	39.9	35.8	87.4	120.9	214.7
지배순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	40.2	30.8	27.6	67.3	94.2	165.8
(%yoy)	-49.7%	137.6%	적자전환	적자전환	-29.6%	-56.7%	흑자전환	흑자전환	-55.6%	76.0%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E
매출액	2,571.8	1,779.8	1,578.1	1,567.9
영업이익	559.0	137.3	-109.2	103.9
세전이익	624.0	203.5	120.9	214.7
지배순이익	452.3	212.1	94.2	165.8
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	7,554
PER(배)	22.6	24.9	40.6	23.0
OPM(%)	21.7%	7.7%	-6.9%	6.6%
NPM(%)	17.6%	11.9%	6.0%	10.6%

자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,578	1,568	1,580	1,628	-0.1%	-3.7%
영업이익	-109	104	-70	127	적자지속	-18.1%
세전이익	121	215	57	201	112.3%	7.0%
지배순이익	94	166	42	155	123.8%	7.1%
% of Sales						
영업이익	-6.9%	6.6%	-4.4%	7.8%		
세전이익	7.7%	13.7%	3.6%	12.3%		
지배순이익	6.0%	10.6%	2.7%	9.5%		

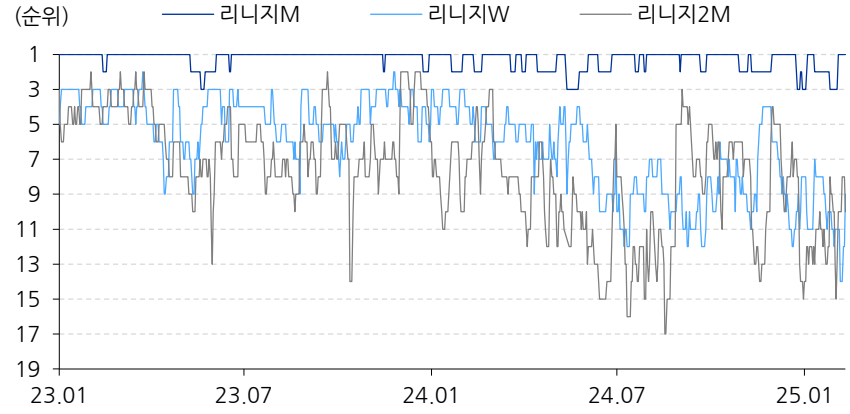
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 4. 엔씨소프트 목표주가 변경

적용 EPS(원)	7,554	12m fwd 추정 EPS
적용 PER(배)	25.0	
목표주가(원)	190,000	기존 21만원 대비 9.5% 하향

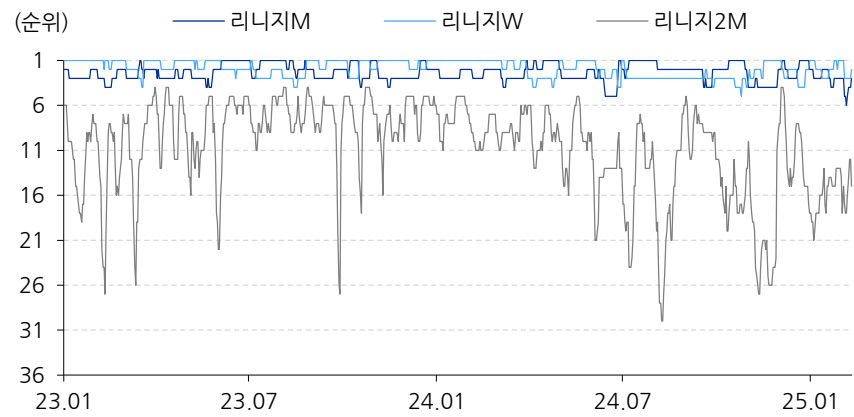
자료: 유진투자증권

도표 5. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
자산총계	4,438	4,394	4,011	4,159	4,228
유동자산	2,691	2,337	1,784	1,914	1,958
현금성자산	1,376	1,534	924	991	1,080
매출채권	219	172	224	280	228
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,227	2,245	2,270
투자자산	773	960	1,134	1,180	1,228
유형자산	930	1,001	988	951	919
기타	43	96	105	114	123
부채총계	1,239	1,141	868	919	885
유동부채	515	614	343	389	349
매입채무	292	215	176	221	180
유동성이자부채	35	280	47	47	47
기타	188	119	120	121	123
비유동부채	724	526	524	530	536
비유동이자부채	593	363	333	333	333
기타	130	163	191	196	202
자본총계	3,199	3,253	3,143	3,240	3,343
지배지분	3,196	3,250	3,139	3,236	3,339
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,493	3,590	3,693
기타	(658)	(667)	(799)	(799)	(799)
비지배지분	2	3	4	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,143	3,240	3,343
총차입금	629	643	380	380	380
순차입금	(748)	(891)	(543)	(611)	(700)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업현금	736	140	(259)	191	214
당기순이익	436	214	94	166	172
자산상각비	106	112	93	39	34
기타비현금성손익	253	(40)	(115)	(69)	(98)
운전자본증감	50	(96)	(497)	(17)	6
매출채권감소(증가)	101	42	19	(56)	52
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	0	0	2	44	(41)
기타	(57)	(139)	(519)	(5)	(5)
투자현금	(392)	113	986	(69)	(71)
단기투자자산감소	(156)	261	1,026	(14)	(14)
장기투자증권감소	20	6	(2)	(34)	(34)
설비투자	250	117	55	0	0
유형자산처분	0	1	1	0	0
무형자산처분	(3)	(41)	25	(11)	(11)
재무현금	(304)	(177)	(511)	(69)	(69)
차입금증가	(185)	(43)	(274)	0	0
자본증가	(119)	(136)	(239)	(69)	(69)
배당금지급	119	136	64	69	69
현금 증감	30	80	219	54	75
기초현금	256	286	365	585	638
기말현금	286	365	585	638	713
Gross Cash flow	795	286	186	209	208
Gross Investment	187	243	537	73	50
Free Cash Flow	609	42	(351)	136	158

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,568	1,670
증가율(%)	11.4	(30.8)	(11.3)	(0.6)	6.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,568	1,670
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,687	1,464	1,528
기타영업손익	4	(18)	3	(13)	4
영업이익	559	137	(109)	104	142
증가율(%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	36.6
EBITDA	665	249	(16)	143	176
증가율(%)	41.8	(62.5)	적전	흑전	22.7
영업외손익	50	69	230	111	77
이자수익	52	87	78	44	44
이자비용	9	15	10	19	19
지분법손익	(8)	3	5	2	3
기타영업외손익	16	(7)	158	83	49
세전순이익	609	206	121	215	219
증가율(%)	24.0	(66.1)	(41.4)	77.6	1.9
법인세비용	173	(8)	27	49	47
당기순이익	436	214	94	166	172
증가율(%)	10.2	(50.9)	(56.0)	76.2	3.6
지배주주지분	436	212	94	166	172
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	76.0	3.6
비지배지분	0	2	(0)	0	0
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	7,554	7,825
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	76.0	3.6
수정EPS(원)	19,847	9,663	4,291	7,554	7,825
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	76.0	3.6

주요투자지표

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,291	7,554	7,825
BPS	145,587	148,023	142,988	147,413	152,108
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배, %)					
PER	22.6	24.9	40.6	23.0	22.2
PBR	3.1	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/ EBITDA	13.7	17.6	n/a	22.4	17.8
배당수익율	1.5	1.3	1.8	1.8	1.8
PCR	12.4	18.5	20.5	18.3	18.3
수익성(%)					
영업이익율	21.7	7.7	(6.9)	6.6	8.5
EBITDA이익율	25.9	14.0	(1.0)	9.1	10.5
순이익율	17.0	12.0	6.0	10.6	10.3
ROE	13.7	6.6	2.9	5.2	5.2
ROIC	20.1	5.5	(5.0)	4.7	6.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.4)	(17.3)	(18.8)	(20.9)
유동비율	522.2	380.4	519.7	492.3	560.8
이자보상배율	59.0	9.4	(10.6)	5.5	7.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.4	9.1	8.0	6.2	6.6
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,021.3	1,698.3	1,793.0
매입채무회전율	8.5	7.0	8.1	7.9	8.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

