



BUY (유지)

목표주가(12M) 230,000원
현재주가(2.12) 174,100원

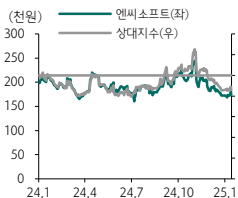
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,548.39
52주 최고/최저(원)	244,500/160,400
시가총액(십억원)	3,822.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	93.2
60일 평균 거래대금(십억원)	18.9
외국인지분율(%)	37.13
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 16 인	12.13
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,593.4	1,751.9
영업이익(십억원)	(66.8)	176.8
순이익(십억원)	33.0	210.8
EPS(원)	1,521	9,904
BPS(원)	157,734	168,302

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,578.1	1,492.5
영업이익	559.0	137.3	(109.2)	(32.2)
세전이익	609.1	206.2	120.9	49.8
순이익	435.7	212.1	94.2	39.1
EPS	19,847	9,663	4,291	1,781
증감률	9.79	(51.31)	(55.59)	(58.49)
PER	22.57	24.89	42.67	97.75
PBR	2.58	1.37	1.05	1.00
EV/EBITDA	12.08	15.28(1,677.29)		57.21
ROE	13.73	6.58	2.97	1.26
BPS	173,629	176,065	174,123	174,589
DPS	6,680	3,130	1,460	1,460



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 2월 13일 | 기업분석_Earnings Review

엔씨소프트 (036570)

아이온2까지 가는 길

4Q24 Re: 일회성 비용에 가려진 레거시 IP의 가파른 하향세

엔씨소프트는 4분기 연결 기준 매출액 4,094억원(-6.5%YoY, +1.9%QoQ), 영업이익 -1,295억원(적지YoY, 적전QoQ)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 가장 큰 요인은 구조조정으로 인한 일회성 비용이지만 레거시 IP의 가파른 매출 하락과 과도한 마케팅비 집행도 주요했다. 4분기 모바일 부문 매출액은 2,156억원(-27.9%YoY, -14.9%QoQ)을 기록했다. [리니지 M]는 전년 대비 소폭 성장했으나 그 외 IP의 하락을 방어하기엔 역부족이었다. 영업비용은 5,389억원(+24.2%YoY, +29.5%QoQ)을 기록했다. 인건비는 3,145억원(+54.0%YoY, +56.4%QoQ)로 퇴직위로금 등 일시 위로금 지급이 반영됐다. 2025년부터 효율화된 비용 구조 확인 가능할 전망이다. 마케팅비는 552억원(+37.1%YoY, +13.5%QoQ)으로 [저니 오브 모나크], [리니지W] 등에 집중 집행됐으나 성과로 이어지지 않아 적자폭을 키웠다. 이번 실적발표에서 ROI를 면밀히 검토한 마케팅비 집행을 예고했기에 3, 4분기 이어진 성과 대비 과도한 마케팅비 집행은 줄어들 전망이다.

2026년이 중요해진 시점

엔씨소프트는 2025년 영업수익 1조 4,925억원(-5.4%YoY), 영업적자 322억원(적지YoY)를 기록할 전망이다. 모바일 부문은 8,422억원(-10.1%YoY), PC/콘솔 게임은 3,756억원(+6.8%YoY)으로 추정했다. 레거시 IP의 하락세가 가팔라지고 있다. 2024년 리부트 월드 업데이트까지 모두 진행했기에 2025년 탄력적인 반등 어렵다고 전망한다. 상반기 출시 예정 신작이 부재하고, [아이온2], [프로젝트 LLL]도 연말 출시가 예상되는 만큼 2025년 실적 공백은 불가피하다. [아이온2]는 2분기 게임에 대한 정보를 공개할 예정이며 한국/대만 지역을 우선 출시 후 북미 확장을 계획하고 있다. 12월 한국/대만 출시로 추정한다. [프로젝트 LLL]은 2분기부터 테스트 진행할 계획이며 연말 출시 예상한다. 엔씨소프트는 구조조정을 통해 파이프라인을 효율화 했고 레거시 IP 그리고 기존 개발작 [아이온2]에 집중하고 있다. 2026년은 [아이온2]의 실적이 온기 반영되는 해다. 향후 기업 가치의 방향을 결정할 중요한 시점이 다가오고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 230,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 230,000원을 유지한다. 아이온2의 실적이 온기 반영되는 2026년으로 실적 기준연도를 변경하고 Target Multiple은 20배로 유지했다. [호연], [저니 오브 모나크]의 실패로 실적 부진이 길어지고 있다. 인력 효율화에도 불구하고 상반기 신작이 없기에 실적 반등은 어렵다. 현재 2026년 추정치는 연간 [아이온2]의 일매출을 14억원으로 반영했다. 2분기 [아이온2]와 [프로젝트 LLL]의 구체적 정보 확인으로 2026년 실적에 대한 가시성이 높아진 후 접근하는 것이 유효한 전략이라 판단한다.

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

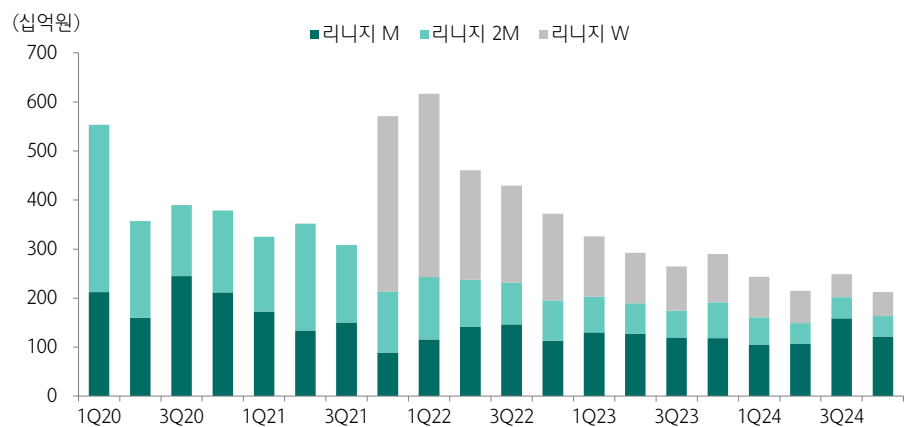
(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F	2026F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	365.4	335.7	332.6	458.9	1,578.1	1,492.5	1,959.3
YoY(%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(8.2)	(9.0)	(17.3)	12.1	(11.3)	(5.4)	31.3
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	90.5	84.5	79.0	121.6	351.8	375.6	477.0
YoY(%)	0.1	(2.2)	(13.4)	1.2	(1.1)	(2.0)	(2.1)	30.2	(3.6)	6.8	27.0
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	23.3	23.6	25.4	22.0	98.2	94.3	90.5
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	23.2	20.3	19.5	19.7	85.5	82.7	79.6
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	13.8	12.7	11.5	10.9	50.4	48.9	47.4
기타	29.5	27.3	22.2	38.7	30.1	27.9	22.7	69.0	117.7	149.7	259.5
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	202.4	180.2	185.8	273.8	936.7	842.2	1,234.7
YoY(%)	(24.6)	(26.5)	(7.5)	(27.9)	(18.9)	(17.4)	(26.7)	27.0	(22.0)	(10.1)	46.6
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	99.9	101.6	111.2	97.4	492.8	410.1	369.1
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	43.9	33.2	31.5	29.6	182.6	138.2	103.0
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	52.8	41.7	38.4	40.2	244.3	173.0	141.6
블레이드 & 소울 2	5.6	3.5	4.5	3.5	5.9	3.7	4.7	3.7	17.1	17.9	17.4
기타								103.0		103.0	603.6
기타 매출	57.0	64.4	67.8	100.4	72.5	71.0	67.7	63.5	289.7	274.7	247.6
YoY(%)	0.7	16.7	21.0	115.9	27.2	10.2	(0.1)	(36.8)	35.1	(5.2)	(9.9)
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	345.7	341.7	376.8	460.5	1,687.3	1,524.7	1,734.2
YoY(%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(7.1)	(5.1)	(9.5)	(14.6)	2.7	(9.6)	13.7
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	182.5	178.6	181.0	188.7	906.4	730.8	752.7
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	121.4	114.3	119.2	185.6	544.7	540.5	713.2
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.8	21.8	51.1	60.8	128.2	147.4	164.9
감가상각 & 무형자산상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	28.0	27.1	25.5	25.4	108.1	106.0	103.4
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(129.5)	19.6	(6.0)	(44.2)	(1.6)	(109.2)	(32.2)	225.1
YoY(%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(23.7)	적전	적전	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	5.4	(1.8)	(13.3)	(0.3)	(6.9)	(2.2)	11.5
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	32.2	11.6	(19.3)	15.4	94.1	39.8	254.5
YoY(%)	(50.0)	132.8	(160.3)	(130.1)	(43.7)	(83.7)	적지	(302.4)	(5.6)	(5.8)	53.9
당기순이익률(%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	8.8	3.5	(5.8)	3.3	6.0	2.7	13.0

자료: 하나증권

도표 2. 리니지 M, 리니지 2M, 리니지 W 매출 추이

리니지 M 제외 가파른 하향세



자료: 엔씨소프트, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,578.1	1,492.5	1,959.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,578.1	1,492.5	1,959.3
판매비	2,012.8	1,642.5	1,687.3	1,524.7	1,734.2
영업이익	559.0	137.3	(109.2)	(32.2)	225.1
금융손익	(31.8)	91.1	116.5	82.0	93.1
종속/관계기업손익	(8.1)	4.1	4.4	0.0	0.0
기타영업외손익	90.0	(26.2)	109.2	0.0	0.0
세전이익	609.1	206.2	120.9	49.8	318.2
법인세	173.1	(7.7)	26.8	10.0	63.6
계속사업이익	436.0	213.9	94.1	39.8	254.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	436.0	213.9	94.1	39.8	254.5
비배주주지분 손이익	0.3	1.8	(0.1)	0.7	4.5
지배주주순이익	435.7	212.1	94.2	39.1	250.0
지배주주지분포괄이익	166.4	189.1	93.4	40.8	261.1
NOPAT	400.2	142.4	(85.0)	(25.8)	180.1
EBITDA	664.9	249.2	(1.9)	54.7	294.2
성장성(%)					
매출액증가율	11.39	(30.80)	(11.33)	(5.42)	31.28
NOPAT증가율	32.43	(64.42)	적전	적지	흑전
EBITDA증가율	41.80	(62.52)	적전	흑전	437.84
영업이익증가율	48.99	(75.44)	적전	적지	흑전
(지배주주)순이익증가율	9.78	(51.32)	(55.59)	(58.49)	539.39
EPS증가율	9.79	(51.31)	(55.59)	(58.49)	539.53
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	25.85	14.00	(0.12)	3.66	15.02
영업이익률	21.74	7.71	(6.92)	(2.16)	11.49
계속사업이익률	16.95	12.02	5.96	2.67	12.99

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,291	1,781	11,390
BPS	173,629	176,065	174,123	174,589	184,664
CFPS	36,227	13,017	4,592	3,711	14,620
EBITDAPS	30,288	11,349	(88)	2,490	13,399
SPS	117,144	81,071	71,883	67,983	89,247
DPS	6,680	3,130	1,460	1,460	1,460
주가지표(배)					
PER	22.57	24.89	42.67	97.75	15.29
PBR	2.58	1.37	1.05	1.00	0.94
PCFR	12.37	18.48	39.87	46.91	11.91
EV/EBITDA	12.08	15.28	(1,677.29)	57.21	9.65
PSR	3.82	2.97	2.55	2.56	1.95
재무비율(%)					
ROE	13.73	6.58	2.97	1.26	7.75
ROA	9.66	4.80	2.26	0.98	6.06
ROIC	61.97	16.59	(9.19)	(3.05)	23.70
부채비율	38.74	35.07	26.87	28.72	26.80
순부채비율	(56.34)	(45.38)	(38.81)	(42.74)	(48.68)
이자보상배율(배)	59.01	9.38	(10.63)	(4.58)	30.81

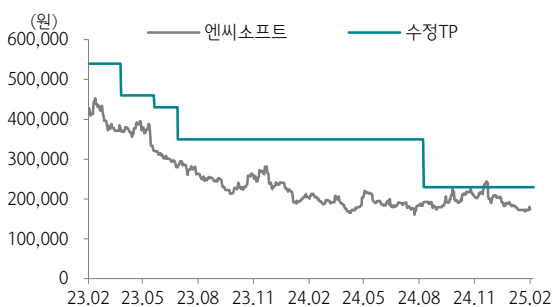
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691.1	2,336.8	1,771.7	1,926.5	2,221.7
금융자산	2,430.7	2,119.4	1,577.1	1,708.5	2,003.6
현금성자산	285.6	365.2	445.6	464.0	758.1
매출채권	175.5	132.7	124.1	139.1	139.2
재고자산	1.5	0.7	0.7	0.8	0.8
기타유동자산	83.4	84.0	69.8	78.1	78.1
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,171.5	2,088.3	2,019.2
투자자산	537.9	672.6	849.5	853.1	853.1
금융자산	511.7	647.7	826.2	827.0	827.0
유형자산	930.2	1,000.5	974.1	890.0	823.7
무형자산	43.4	96.1	101.6	98.8	96.0
기타비유동자산	235.1	287.8	246.3	246.4	246.4
자산총계	4,437.6	4,393.8	3,943.2	4,014.8	4,241.0
유동부채	515.3	614.3	348.8	390.9	391.3
금융부채	35.3	279.9	37.4	41.9	41.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	480.0	334.4	311.4	349.0	349.4
비유동부채	723.7	526.5	486.3	504.8	504.9
금융부채	593.3	363.1	333.5	333.5	333.5
기타비유동부채	130.4	163.4	152.8	171.3	171.4
부채총계	1,239.1	1,140.8	835.1	895.7	896.2
지배주주지분	3,196.2	3,249.7	3,104.1	3,114.4	3,335.6
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(622.8)	(622.8)	(798.5)	(798.5)	(798.5)
기타포괄이익누계액	(34.8)	(44.5)	(35.0)	(35.0)	(35.0)
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,493.3	3,503.5	3,724.7
비지배주주지분	2.3	3.3	4.0	4.7	9.1
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,108.1	3,119.1	3,344.7
순금융부채	(1,802.1)	(1,476.4)	(1,206.3)	(1,333.2)	(1,628.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736.0	139.9	29.3	174.4	324.0
당기순이익	436.0	213.9	94.1	39.8	254.5
조정	250.5	21.6	74.2	86.9	69.1
감가상각비	105.9	111.9	107.3	86.9	69.1
외환거래손익	2.2	7.4	7.5	0.0	0.0
지분법손익	8.1	(3.0)	(4.7)	0.0	0.0
기타	134.3	(94.7)	(35.9)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	49.5	(95.6)	(139.0)	47.7	0.4
투자활동 현금흐름	(392.2)	113.0	463.0	(116.6)	(1.0)
투자자산감소(증가)	663.5	(133.4)	(176.8)	(3.6)	(0.0)
자본증가(감소)	(249.4)	(117.4)	(54.1)	0.0	0.0
기타	(806.3)	363.8	693.9	(113.0)	(1.0)
재무활동 현금흐름	(303.7)	(121.3)	(520.8)	(24.4)	(28.8)
금융부채증가(감소)	(151.6)	14.4	(272.1)	4.5	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(33.1)	0.0	(185.1)	0.0	0.1
배당지급	(119.0)	(135.7)	(63.6)	(28.9)	(28.9)
현금의 증감	29.6	131.6	72.6	18.4	294.1
Unlevered CFO	795.3	285.8	100.8	81.5	321.0
Free Cash Flow	486.3	22.5	(25.4)	174.4	324.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY 담당자 변경	230,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 2월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.15%	6.39%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 10일