

엔씨소프트 (036570)

4분기 금방 온다

1Q25 Review

매출액 3,603억원 YoY -12%, 영업이익 52억원 YoY -80%, QoQ 흑자전환, 지배순이익 378억원 YoY -34%. 시장 컨센서스 하회. 모바일 매출액 2,063억원 YoY -17%, QoQ -4%, PC게임 매출액 833억원 YoY -9%, QoQ -11%로 기존 게임 매출 자연 감소 지속

2분기 및 하반기 전망

1분기에도 기존게임 매출감소가 지속되었으나, 트래픽은 건조한 상황. 4분기까지 신규게임 출시 가능성이 낮아 전체 매출은 1분기와 유사할 것으로 예상. 반면 인력 등 비용효율화는 지속될 것으로 예상되어 흑자기조는 유지 전망

‘아이온2’에 대한 기대. 투자 의견 BUY, 목표주가 31만원 유지

(1) 2008년 11월 출시되었던 ‘아이온’은 국내 PC방 점유율 160주 연속 1위를 기록할 정도로 충성도 높은 IP로서 동 게임에 대한 대기 수요자(구매력 높은 3~40대) 많을 것으로 추정
(2) Legacy IP ‘리니지’도 연매출액 3,755억원(2016년) PC게임을 ‘리니지M’ 9,943억원(2017년), ‘리니지2M’ 8,496억원(2020년), ‘리니지W’ 1조 1,516억원(4Q21~3Q22)의 신규 매출을 창출한바 있음. PC게임 ‘아이온’은 2009년 2,521억원, 2024년 504억원을 기록했으며, 당리서치팀은 모바일&PC 게임 ‘아이온2’의 한국, 대만 연간 매출액을 약 5,000억원으로 가정하였음
(3) ‘아이온2’는 전작 ‘아이온’의 세계관 및 주요 게임요소를 계승하였지만, 2026년 글로벌 출시를 고려 과도한 과금은 지양(리니지라이크에서 탈피)할 것으로 예상되며, 언리얼엔진 5를 사용, 보다 진화된 그래픽이 기대되고, 전작과 달리 크게 확대된 오픈월드 맵에 모든 지역 자유로운 활동이 가능 한 것으로 알려져 있음.

회사측 가이던스처럼 인원 축소 등 현재 효율화 된 비용구조에서 기존 게임 매출만으로도 현재 비용은 커버(BEP)가 가능할 것으로 예상되며, 4분기 출시될 ‘LLL’ 등 신작 4종까지 감안하면 2026년 연간 영업이익 5,435억원 x (1-20%) x 15.3배로 현금 1.8조원, 부동산 1.5조원 가치를 배제하고도 목표주가 31만원은 가능하다는 의견임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,603	-9.5	-12.0	3,644	-1.1
영업이익	52	-79.7	흑전	103	-49.5
세전계속사업이익	313	-60.1	흑전	410	-23.7
지배순이익	378	-34.0	흑전	308	22.6
영업이익률 (%)	1.4	-5.1 %pt	흑전	2.8	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	10.5	-3.9 %pt	흑전	8.5	+2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,798	15,781	15,965	21,340
영업이익	1,373	-1,092	1,014	5,435
지배순이익	2,121	942	1,167	4,373
PER	33.3	45.8	29.4	7.8
PBR	2.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	11.9	3.4
ROE	6.6	3.0	3.9	14.5

자료: 유안타증권



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **310,000원 (M)**

직전 목표주가 **310,000원**

현재주가 (5/14) **158,500원**

상승여력 **96%**

시가총액	34,147억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	134억원
60일 평균 거래량	86,289주
52주 고/저	244,500원 / 135,800원
외인지분율	37.29%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.3	(8.3)	(28.0)
상대	3.5	(10.0)	(25.5)
절대 (달러환산)	11.6	(6.8)	(30.5)

엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,979	3,689	4,019	4,094	3,603	3,554	3,629	5,179	23,088	25,718	17,798	15,774	15,965	21,340
YoY	-17%	-16%	-5%	-6%	-9%	0%	0%	0%	-4%	11%	-31%	-11%	1%	34%
Lineage 1	243	246	265	229	223	247	228	250	1,341	1,067	1,014	982	949	916
Lineage 2	235	212	202	206	191	184	196	216	997	941	847	855	786	747
Aion	143	131	118	112	85	115	98	105	749	683	717	504	403	383
Blade & Soul	41	38	32	140	142	127	121	127	436	263	246	251	516	489
Guild War 2	254	235	190	247	193	191	197	246	737	950	827	926	826	850
Royalty Sales	327	377	381	735	450	417	446	606	1,724	1,570	1,445	1,820	1,919	1,738
기타	243	268	297	269	257	268	283	247	999	901	699	1,077	1,055	1,140
리니지 M	1,051	1,070	1,589	1,218	1,127	1,160	1,251	1,242	5,459	5,165	5,073	4,928	4,780	4,541
리니지2M	559	423	431	413	379	350	334	300	6,526	3,915	2,517	1,818	1,362	1,158
리니지 W	829	655	469	491	531	472	448	460	3,576	9,708	4,127	2,443	1,911	1,680
블소2	56	35	45	35	26	25	26	26	544	556	287	171	102	82
아이온2								1,254					1,254	4,551
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	100	-		-	-	100	2,100
비용총계	3,722	3,600	4,162	5,389	3,551	3,456	3,581	4,363	19,336	20,128	16,425	16,873	14,410	15,905
인건비	2,028	1,880	2,011	3,145	1,872	1,813	1,799	1,752	8,495	8,474	8,229	9,064	7,550	7,316
광고선전비	69	174	487	552	133	132	259	523	2,826	1,886	850	1,282	1,053	980
감가상각비	278	279	265	259	251	266	259	273	936	1,060	1,119	1,081	1,101	1,121
매출변동비 및 기타	1,347	1,268	1,399	1,432	1,294	1,245	1,262	1,814	7,079	8,707	6,228	5,447	4,706	6,487
영업이익	257	88	-143	-1,295	52	98	48	816	3,752	5,590	1,373	-1,100	1,555	5,435
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	2.8%	1.3%	15.8%	16.3%	21.7%	7.7%	-7.0%	9.7%	25.5%
YoY	-68%	-75%	-186%	-	-80%	11%	-134%	-163%	-55%	49%	-75%	-180%	-241%	250%

자료: 유안타증권 리서치센터

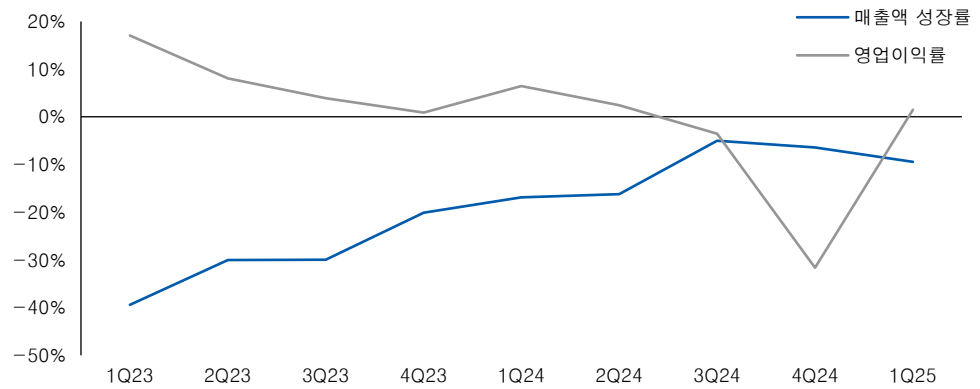
엔씨소프트 목표주가 산정 내역

(단위: 억원)

26년 추정 지배순이익	4,373
Target PER	15.3
영업가치 (A)	66,776
자산가치(순현금) (B)	18,000
기업가치 (A)	66,776
발행주식수	21,544,022
목표주가	309,950

자료: 유안타증권 리서치센터

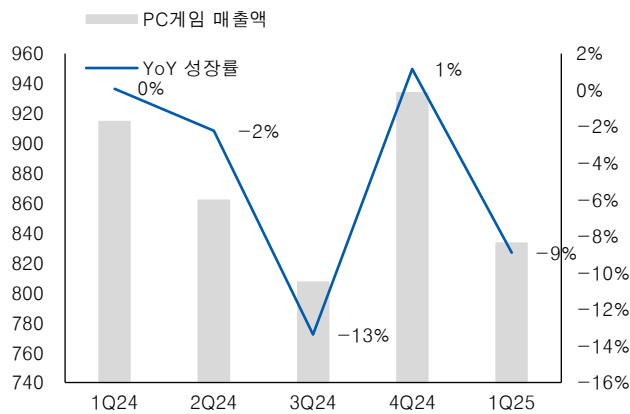
엔씨소프트 매출액 YoY 성장률 vs 영업이익률



자료: 엔씨소프트

PC 게임 매출액 & YoY 성장률

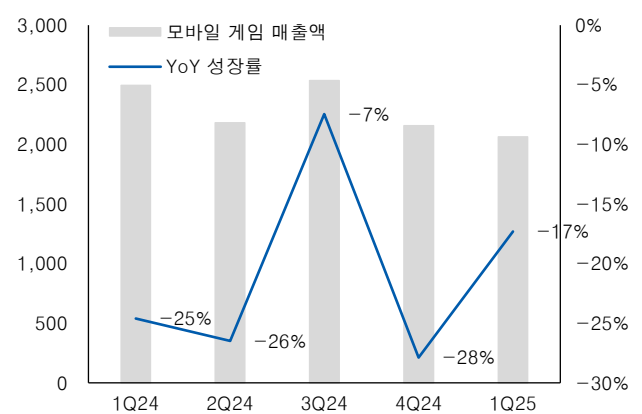
(단위 : 억원)



자료: 엔씨소프트

모바일 게임 매출액 & YoY 성장률

(단위 : 억원)



자료: 엔씨소프트

PEER 기업 밸류에이션 비교

(단위: 억원)

	P/E			ROE		P/B	
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2024	2025E
NETEASE	14.3	13.9	13.2	22.6	22.0	3.0	3.1
ELECTRONIC ARTS	30.4	22.7	18.1	16.1	19.7	5.7	5.2
NEXON	14.7	22.6	19.9	14.1	9.2	1.9	2.0
KRAFTON	10.9	14.8	13.6	21.1	16.0	2.1	2.2
CAPCOM	31.9	32.1	28.3	23.0	23.2	6.8	7.0
NETMARBLE	165.2	25.7	22.7	0.5	3.5	0.8	0.8
SHIFT UP	23.2	16.1	17.9	31.4	27.5	4.8	5.1
평균	20.9	21.1	19.1	18.4	17.3	3.6	3.6
NCSOFT	38.7	18.8	15.6	3.0	5.6	1.2	1.0

자료: Bloomberg

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,798	15,781	15,965	21,340	20,160
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,798	15,781	15,965	21,340	20,160
판매비	16,425	16,873	14,950	15,905	15,477
영업이익	1,373	-1,092	1,014	5,435	4,684
EBITDA	2,492	0	1,963	6,404	5,669
영업외손익	689	2,301	344	356	380
외환관련손익	-91	499	-559	-614	-676
이자손익	691	618	524	557	602
관계기업관련손익	41	44	-47	-48	-48
기타	49	1,141	425	461	501
법인세비용차감전순이익	2,062	1,209	1,358	5,791	5,063
법인세비용	-77	268	199	1,448	1,266
계속사업순이익	2,139	941	1,160	4,343	3,798
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,139	941	1,160	4,343	3,798
지배지분순이익	2,121	942	1,167	4,373	3,823
포괄순이익	1,910	482	-656	2,346	1,600
지배지분포괄이익	1,891	481	-657	2,349	1,602

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,399	1,070	1,706	4,748	4,952
당기순이익	2,139	941	1,160	4,343	3,798
감가상각비	1,101	1,059	880	905	925
외환손익	74	-38	559	614	676
중속, 관계기업관련손익	-8	19	47	48	48
자산부채의 증감	-956	-433	-772	-984	-302
기타현금흐름	-951	-477	-167	-179	-192
투자활동 현금흐름	1,130	12,941	-940	-2,463	-1,731
투자자산	3,448	3,269	307	-785	-533
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,174	-842	-290	-1,000	-1,000
유형자산 감소	6	7	0	0	0
기타현금흐름	-1,150	10,507	-957	-678	-197
재무활동 현금흐름	-1,773	-5,229	-431	-40	-218
단기차입금	47	59	-23	147	-32
사채 및 장기차입금	155	-2,726	-125	96	98
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,357	-636	-283	-283	-283
기타현금흐름	-619	-1,927	0	0	0
연결범위변동 등 기타	41	171	-1,098	-581	-2,308
현금의 증감	796	8,953	-762	1,664	696
기초 현금	2,856	3,652	12,605	11,842	13,506
기말 현금	3,652	12,605	11,842	13,506	14,202
NOPLAT	1,424	-1,092	1,014	5,435	4,684
FCF	225	229	1,416	3,748	3,952

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

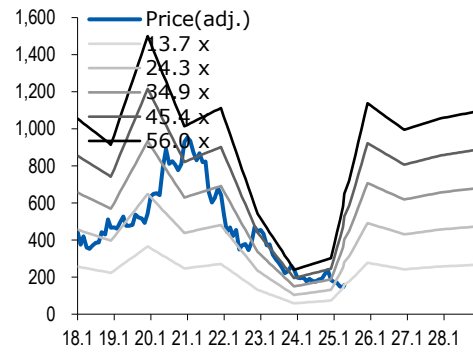
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	23,368	17,885	18,416	21,569	21,746
현금및현금성자산	3,652	12,605	11,842	13,506	14,202
매출채권 및 기타채권	1,723	1,672	2,115	2,762	2,609
재고자산	7	11	13	18	17
비유동자산	20,570	21,654	20,718	21,717	22,467
유형자산	10,005	9,976	9,386	9,481	9,556
관계기업 등 지분관련 자산	249	502	635	849	802
기타투자자산	6,477	8,215	7,775	8,346	8,926
자산총계	43,938	39,539	39,134	43,286	44,213
유동부채	6,143	3,222	3,955	5,030	4,804
매입채무 및 기타채무	2,153	1,963	2,484	3,320	3,136
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2,400	0	0	50	100
비유동부채	5,265	5,682	6,116	7,131	6,966
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,697	1,698	1,698	1,698	1,698
부채총계	11,408	8,904	10,071	12,160	11,770
지배지분	32,497	30,585	29,020	31,111	32,454
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,726	34,739	35,623	39,712	43,252
비지배지분	33	51	43	14	-11
자본총계	32,530	30,636	29,063	31,126	32,443
순차입금	-14,706	-10,990	-10,854	-12,519	-12,915
총차입금	6,488	3,821	3,674	3,917	3,982

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	5,395	20,296	17,746
BPS	160,025	157,673	149,605	160,389	167,311
EBITDAPS	11,349	-2	9,070	29,726	26,312
SPS	81,071	71,883	73,782	99,052	93,578
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER	33.3	45.8	29.4	7.8	8.9
PBR	2.0	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	11.9	3.4	3.7
PSR	4.0	2.7	2.1	1.6	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.8	-11.3	1.2	33.7	-5.5
영업이익 증가율 (%)	-75.4	적전	흑전	435.8	-13.8
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	23.9	274.6	-12.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	6.4	25.5	23.2
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	7.3	20.5	19.0
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	12.3	30.0	28.1
ROIC	16.4	-8.0	7.9	36.4	30.6
ROA	4.8	2.3	3.0	10.6	8.7
ROE	6.6	3.0	3.9	14.5	12.0
부채비율 (%)	35.1	29.1	34.7	39.1	36.3
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-37.4	-40.2	-39.8
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	12.9	68.4	56.6

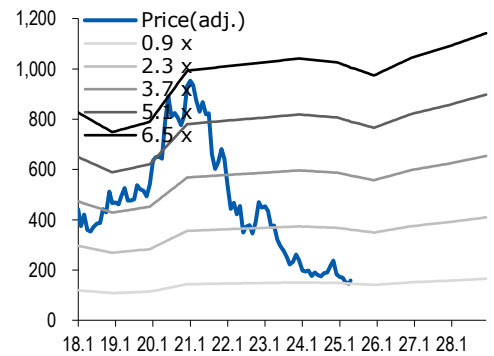
P/E band chart

(천원)



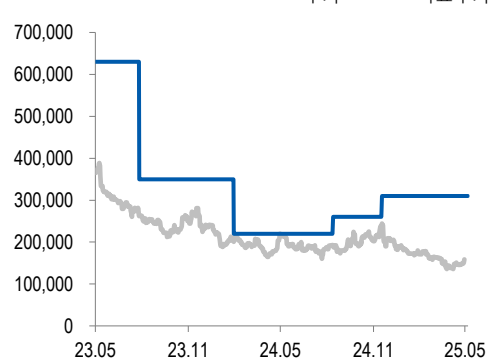
P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-15	BUY	310,000	1년		
2024-12-02	BUY	310,000	1년		
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.