

# 엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeyeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

158,500

(25.05.14)

디지털콘텐츠업종

## 신작 기대감으로는 부족, 흥행 성과 증명 필요

- 1Q 실적은 컨센 하회. 인력 감원에도 기존 라인업의 매출 감소세 지속
- 2조 매출 가이던스, 최근 신작 성과, 불확실한 출시 일정 고려 시 과도 판단
- 지속적 주가 우상향을 위해서는 신작 기대감보다 흥행 성과 증명 필요

### 투자의견 Marketperform, 목표주가 180,000원 유지

2026년 EPS 9,592원에 Target PER 19.2배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상되는 2026년을 TP 산출연도로 설정. Target PER은 글로벌 peer의 2026년 멀티플 평균 대비 10% 할인 적용

### 1분기, 인력 감원에도 기존 게임 매출 감소세 지속

1Q25 매출액 3,603억원(YoY -9%, QoQ -12%), 영업이익 52억원(YoY -80%, QoQ 흑전) 기록. 컨센대비 매출 부합, 영업이익은 하회하는 실적 기록

1분기는 모바일 리니지 3종 모두 비수기 구간. 가장 비중이 큰 리니지M의 경우, QoQ -7% 감소, 리니지2M, W는 각각 QoQ -8% 감소, 8% 증가. 로열티매출은 TL의 출시 효과 소멸로 QoQ -39% 감소, 인건비는 전분기에 반영된 퇴직금 제거되며 1,872억원(QoQ -40%) 기록. 이외 비용은 특이사항 없는 것으로 파악. 2, 3분기 영업이익은 기존 라인업 매출 감소와 신작 마케팅비 증가로 지속 감소 전망

### 신작 기대감만으로는 부족, 기대치 뛰어넘는 흥행 성과 증명 필요

회사는 2026년 매출 가이던스 2조 발표. 하지만, 1) 동사의 기존 IP의 매출 감소세 지속, 2) 최근 신작들의 성과(TL 8개월 누적 매출 약 2,300억 추정, TL외 신작들 흥행 부진), 그리고 3) 일정을 발표한 신작 5종 외에 나머지 신작들의 불확실한 출시 일정 고려 시, 회사의 가이던스는 현실적이지 못한 목표치로 판단. 주가는 4분기 신작 기대감이 단기적으로 반영될 수 있겠으나, 5종의 흥행 성과를 반영한 2026년 밸류에이션 역시 부담스러운 수준으로 판단. 그동안 출시한 신작의 흥행 성과 고려 시, 신작 기대감만으로는 부족하며, 시장의 기대치를 뛰어넘는 흥행 성과 증명이 필요하다고 판단. 보수적인 관점으로 접근할 것을 추천

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 1Q24 | 4Q24 | 직전추정 | 잠정치 | 1Q25  |       |           | 2Q25 |       |       |
|------|------|------|------|-----|-------|-------|-----------|------|-------|-------|
|      |      |      |      |     | YoY   | QoQ   | Consensus | 당사추정 | YoY   | QoQ   |
| 매출액  | 398  | 409  | 366  | 360 | -9.5  | -12.0 | 364       | 346  | -6.2  | -4.0  |
| 영업이익 | 26   | -129 | 32   | 5   | -79.7 | 흑전    | 10        | 3    | -69.2 | -47.8 |
| 순이익  | 57   | -7   | 40   | 33  | -43.2 | 흑전    | 31        | 30   | -57.4 | -6.9  |

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

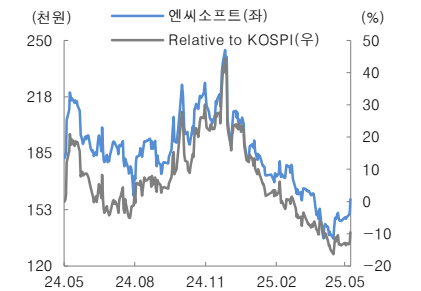
(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 1,780   | 1,578   | 1,559   | 1,794   | 1,916   |
| 영업이익    | 137     | -109    | 18      | 168     | 196     |
| 세전순이익   | 206     | 121     | 121     | 266     | 294     |
| 총당기순이익  | 214     | 94      | 110     | 207     | 229     |
| 지배지분순이익 | 212     | 94      | 110     | 207     | 229     |
| EPS     | 9,663   | 4,291   | 5,089   | 9,595   | 10,615  |
| PER     | 24.9    | 42.7    | 35.4    | 18.8    | 17.0    |
| BPS     | 148,023 | 139,312 | 146,286 | 155,198 | 164,504 |
| PBR     | 1.6     | 1.3     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| ROE     | 6.6     | 3.0     | 3.5     | 6.4     | 6.6     |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

|             |                                                |
|-------------|------------------------------------------------|
| KOSPI       | 2640.57                                        |
| 시가총액        | 3,415십억원                                       |
| 시가총액비중      | 0.16%                                          |
| 자본금(보통주)    | 11십억원                                          |
| 52주 최고/최저   | 244,500원 / 135,800원                            |
| 120일 평균거래대금 | 161억원                                          |
| 외국인지분율      | 37.35%                                         |
| 주요주주        | 김택진 외 16 인 12.36%<br>파블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.43% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 11.3 | -8.3  | -22.5 | -28.0 |
| 상대수익률    | 3.5  | -10.0 | -29.0 | -25.5 |



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전   |       | 수정후   |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
| 매출액          | 1,599 | 1,769 | 1,559 | 1,794 | -2.5  | 1.4   |
| 판매비와 관리비     | 1,511 | 1,600 | 1,540 | 1,626 | 1.9   | 1.6   |
| 영업이익         | 88    | 169   | 18    | 168   | -79.0 | -0.8  |
| 영업이익률        | 5.5   | 9.6   | 1.2   | 9.4   | -4.3  | -0.2  |
| 영업외손익        | 80    | 86    | 102   | 98    | 27.3  | 13.9  |
| 세전순이익        | 168   | 255   | 121   | 266   | -28.2 | 4.2   |
| 지배지분순이익      | 127   | 193   | 110   | 207   | -13.5 | 7.1   |
| 순이익률         | 8.1   | 11.1  | 7.1   | 11.6  | -1.0  | 0.4   |
| EPS(지배지분순이익) | 5,799 | 8,790 | 5,089 | 9,595 | -12.2 | 9.2   |

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출 (단위: 십억원)

| 구분                   | 내용       | 비고                                 |
|----------------------|----------|------------------------------------|
| 2026 지배주주지분 순이익(십억원) | 202.1    |                                    |
| Target PER(x)        | 19.2x    | 글로벌 peer 9개사 2026 PER 평균 대비 10% 할인 |
| 목표 시총(십억원)           | 3,874.1  |                                    |
| 주식 수(천주)             | 21,544.0 |                                    |
| 적정 주가(원)             | 179,822  |                                    |
| 목표 주가(원)             | 180,000  | 반올림 적용                             |
| 현재 주가(원)             | 158,500  |                                    |
| 상승 여력                | 13.6%    |                                    |

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

|          | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24   | 1Q25  | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액      | 397.9 | 368.9 | 401.9 | 409.4  | 360.3 | 346.0 | 355.0 | 497.5 | 1,578.1 | 1,558.8 | 1,793.9 |
| 리니지      | 24.3  | 24.6  | 26.5  | 22.9   | 22.3  | 22.8  | 24.9  | 22.3  | 98.2    | 92.3    | 87.8    |
| 리니지Ⅱ     | 23.5  | 21.2  | 20.2  | 20.6   | 19.1  | 20.3  | 18.6  | 17.7  | 85.5    | 75.6    | 71.0    |
| 아이온      | 14.3  | 13.1  | 11.8  | 11.2   | 8.5   | 7.9   | 7.2   | 6.8   | 50.4    | 30.4    | 25.1    |
| 블레이드&소울  | 4.1   | 3.4   | 3.2   | 14.0   | 14.2  | 11.8  | 11.3  | 11.4  | 24.7    | 48.7    | 44.3    |
| 길드워2     | 25.4  | 23.5  | 19.0  | 24.7   | 19.3  | 18.5  | 15.1  | 14.7  | 92.6    | 67.6    | 55.4    |
| LLL      |       |       |       |        |       |       |       | 20.0  |         | 20.0    | 91.4    |
| 모바일 게임   | 249.4 | 218.2 | 253.4 | 215.6  | 206.6 | 190.9 | 210.6 | 323.6 | 936.7   | 931.8   | 1,084.4 |
| 리니지M     | 105.1 | 107.0 | 158.9 | 121.8  | 112.7 | 115.1 | 139.6 | 118.7 | 492.8   | 486.1   | 463.6   |
| 리니지2M    | 55.9  | 42.3  | 43.1  | 41.3   | 37.9  | 34.6  | 35.5  | 43.1  | 182.6   | 151.0   | 144.3   |
| 블소2      | 5.6   | 3.5   | 4.5   | 3.5    | 3.0   | 2.6   | 2.3   | 2.0   | 17.1    | 9.8     | 5.9     |
| 리니지W     | 82.9  | 65.5  | 46.9  | 49.1   | 53.1  | 38.7  | 33.2  | 34.8  | 244.3   | 159.8   | 141.1   |
| 아이온2     |       |       |       |        |       |       |       | 125.0 |         | 125.0   | 329.6   |
| 로열티 매출액  | 32.7  | 37.7  | 38.1  | 73.5   | 45.0  | 50.7  | 46.5  | 47.6  | 182.0   | 189.7   | 178.5   |
| 기타 게임    | 24.3  | 27.2  | 29.7  | 26.9   | 25.7  | 23.1  | 20.8  | 33.3  | 108.1   | 103.0   | 113.1   |
| 영업비용     | 372.2 | 360.0 | 416.2 | 538.9  | 355.1 | 343.3 | 367.5 | 474.4 | 1,687.3 | 1,540.3 | 1,626.1 |
| 인건비      | 202.8 | 188.0 | 201.1 | 314.5  | 187.2 | 177.4 | 179.4 | 206.6 | 906.4   | 750.5   | 784.1   |
| 지급수수료    | 95.8  | 82.3  | 106.1 | 101.0  | 95.3  | 84.3  | 86.5  | 131.1 | 385.2   | 397.2   | 459.8   |
| 마케팅비     | 6.9   | 17.4  | 48.7  | 55.2   | 13.3  | 17.3  | 39.1  | 64.7  | 128.2   | 134.4   | 109.0   |
| 감가상각비    | 27.8  | 27.9  | 26.5  | 25.9   | 25.1  | 25.4  | 25.7  | 25.9  | 108.1   | 102.1   | 106.3   |
| 기타 영업비용  | 38.9  | 44.4  | 33.8  | 42.2   | 34.1  | 38.9  | 37.0  | 46.2  | 159.4   | 156.2   | 167.0   |
| 영업이익     | 25.7  | 8.8   | -14.3 | -129.5 | 5.2   | 2.7   | -12.5 | 23.0  | -109.2  | 18.4    | 167.8   |
| 영업이익률    | 6.5%  | 2.4%  | -3.6% | -31.6% | 1.4%  | 0.8%  | -3.5% | 4.6%  | -6.9%   | 1.2%    | 9.4%    |
| 지배주주 순이익 | 57.2  | 71.0  | -26.5 | -7.5   | 37.8  | 23.0  | 10.4  | 38.9  | 94.2    | 110.1   | 206.6   |
| 순이익률     | 14.4% | 19.2% | -6.6% | -1.8%  | 10.5% | 6.6%  | 2.9%  | 7.8%  | 6.0%    | 7.1%    | 11.5%   |

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center  
주: TL 글로벌, 블소2 중국 매출은 로열티 매출로 분류

표 2. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

| 구분       | 출시 일정       | 게임명              | 내용                                                                  |
|----------|-------------|------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 모바일 게임   | 19년 5월 29일  | 리니지M(일본)         | 일본 출시                                                               |
|          | 19년 11월 27일 | 리니지2M(한국)        | 풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현<br>사전예약자 수 700만명 이상 달성 |
|          | 21년 3월 24일  | 리니지2M(대만/일본)     | 1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시                                |
|          | 21년 12월 2일  | 리니지2M            | 글로벌 29개국 출시                                                         |
|          | 21년 8월 26일  | 블레이드&소울2(한국)     | 사전예약자 수 746만명 이상 달성, 국내 게임 사전예약자 수 최대                               |
|          | 21년 11월 4일  | 리니지W             | 향후 콘솔/PC 버전 출시 예정                                                   |
|          | 미정          | 리니지W             | 2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입                                         |
|          | 23년 8월 23일  | 블레이드&소울2(대만, 일본) |                                                                     |
|          | 23년 9월 26일  | 퍼즈업              |                                                                     |
|          | 2024.06     | 배틀크러쉬            |                                                                     |
|          | 2024.08     | 호연               | 블소 IP 수집형 RPG                                                       |
|          | 4Q24        | 저니 오브 모나크        | 리니지 IP 기반                                                           |
|          | 2025 상반기    | 블소 2 중국          |                                                                     |
|          |             | 리니지2M(동남아)       |                                                                     |
|          | 4Q25        | 아이온2             | 한국, 대만 출시                                                           |
| PC/콘솔 게임 |             | 브레이커스: 언락더월드     | 서브컬처 RPG 프로젝트                                                       |
|          |             | 기존 IP 스피노프 1종    |                                                                     |
|          | 23년 12월     | TL (국내)          | 23년 5월 CBT 진행, 스팀/콘솔 출시 예정                                          |
|          | 2024.10.01  | TL (글로벌)         | 23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행                                  |
|          | 2025        | LLL              | 오픈월드 MMO 슈팅 장르, 2024년 4분기 외부테스트                                     |
|          | 1Q26        | 타임 테이커즈          | 타임 서바이벌 히어로 슈터                                                      |

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

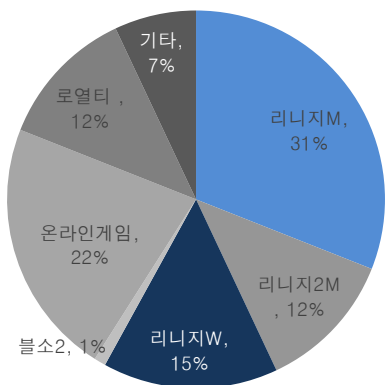
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 14인 12%, 국민연금공단 8.2%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

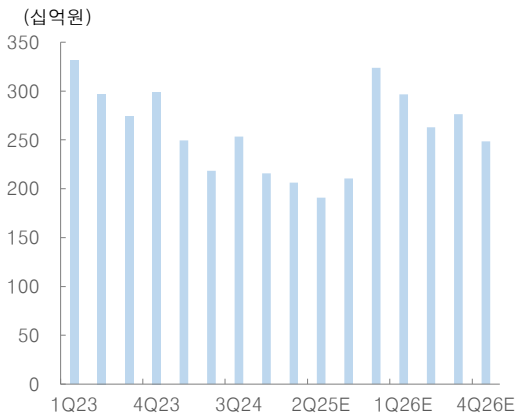
게임별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

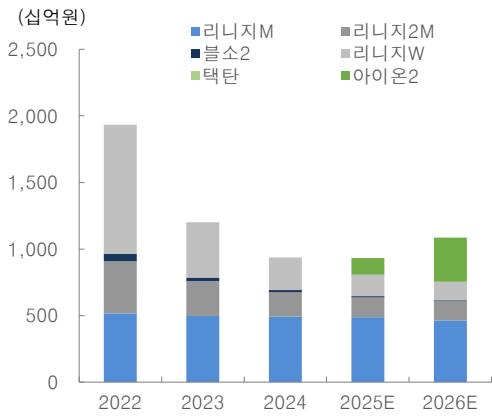
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



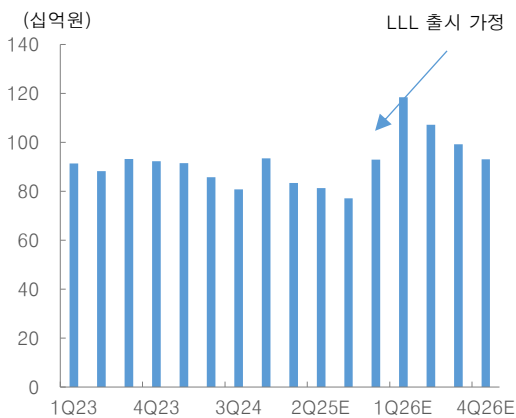
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



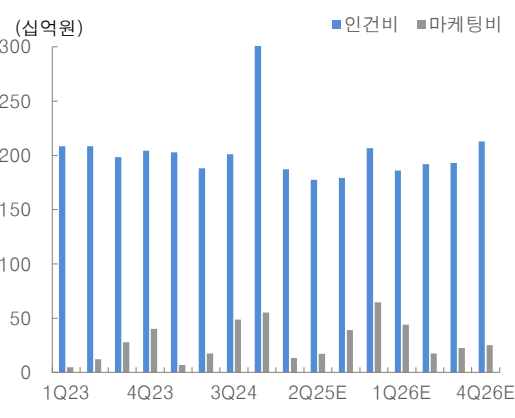
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2023A     | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액         | 1,780     | 1,578 | 1,559 | 1,794 | 1,916 |
| 매출원가        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익       | 1,780     | 1,578 | 1,559 | 1,794 | 1,916 |
| 판매비와관리비     | 1,643     | 1,687 | 1,540 | 1,626 | 1,720 |
| 영업이익        | 137       | -109  | 18    | 168   | 196   |
| 영업외수익       | 7.7       | -6.9  | 1.2   | 9.4   | 10.2  |
| EBITDA      | 249       | 0     | 117   | 263   | 289   |
| 영업외손익       | 69        | 230   | 102   | 98    | 98    |
| 관계기업손익      | 4         | 4     | -8    | -9    | -9    |
| 금융수익        | 120       | 157   | 107   | 103   | 103   |
| 외환포괄이익      | 30        | 81    | 81    | 81    | 81    |
| 금융비용        | -29       | -40   | -72   | -75   | -75   |
| 외환포괄손실      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타          | -26       | 109   | 76    | 79    | 79    |
| 법인세비용차감전순이익 | 206       | 121   | 121   | 266   | 294   |
| 법인세비용       | 8         | -27   | -11   | -58   | -65   |
| 계속사업순이익     | 214       | 94    | 110   | 207   | 229   |
| 중단사업순이익     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 214       | 94    | 110   | 207   | 229   |
| 당기순이익률      | 12.0      | 6.0   | 7.1   | 11.6  | 12.0  |
| 비재계분순이익     | 2         | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 재계분순이익      | 212       | 94    | 110   | 207   | 229   |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | -2        | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 포괄순이익       | 191       | 48    | 64    | 161   | 183   |
| 비재계분포괄이익    | 2         | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 재계분포괄이익     | 189       | 48    | 64    | 161   | 183   |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배 %) |         |         |         |         |
|--------------|-------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2023A       | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| EPS          | 9,663       | 4,291   | 5,089   | 9,595   | 10,615  |
| PER          | 249         | 42.7    | 30.1    | 16.0    | 14.4    |
| BPS          | 148,023     | 139,312 | 146,286 | 155,198 | 164,504 |
| PBR          | 1.6         | 1.3     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| EBITDAPS     | 11,349      | -2      | 5,419   | 12,229  | 13,424  |
| EV/EBITDA    | 15.3        | NA      | 17.8    | 7.3     | 6.1     |
| SPS          | 81,071      | 71,883  | 72,045  | 83,265  | 88,954  |
| PSR          | 30          | 2.5     | 2.2     | 1.9     | 1.8     |
| CFPS         | 13,017      | 3,975   | 6,131   | 12,740  | 13,934  |
| DPS          | 3,130       | 1,460   | 1,460   | 1,460   | 1,460   |

| 재무비율      | (단위: 원 배 %) |       |       |       |       |
|-----------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2023A       | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 성장성       |             |       |       |       |       |
| 매출액 증/감률  | -30.8       | -11.3 | -1.2  | 15.1  | 6.8   |
| 영업이익 증/감률 | -75.4       | 작전    | 흑전    | 810.1 | 16.8  |
| 순이익 증/감률  | -50.9       | -56.0 | 17.0  | 88.3  | 10.6  |
| 수익성       |             |       |       |       |       |
| ROIC      | 13.2        | -6.9  | 1.4   | 11.3  | 13.1  |
| ROA       | 3.1         | -2.6  | 0.4   | 3.8   | 4.3   |
| ROE       | 6.6         | 3.0   | 3.5   | 6.4   | 6.6   |
| 안정성       |             |       |       |       |       |
| 부채비율      | 35.1        | 29.1  | 35.7  | 33.8  | 31.8  |
| 순차입금비율    | -45.2       | -35.9 | -41.9 | -44.4 | -47.0 |
| 이자보상비율    | 9.4         | -10.6 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 유동자산        | 2,337     | 1,789  | 2,256  | 2,431  | 2,623  |
| 현금및현금성자산    | 365       | 1,260  | 1,883  | 2,063  | 2,250  |
| 매출채권 및 기타채권 | 172       | 167    | 163    | 180    | 188    |
| 재고자산        | 1         | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 기타유동자산      | 1,799     | 360    | 208    | 186    | 184    |
| 비유동자산       | 2,057     | 2,165  | 2,045  | 2,049  | 2,057  |
| 유형자산        | 1,001     | 998    | 982    | 969    | 959    |
| 관계기업투자지급    | 25        | 50     | 77     | 104    | 131    |
| 기타비유동자산     | 1,032     | 1,118  | 986    | 975    | 967    |
| 자산총계        | 4,394     | 3,954  | 4,301  | 4,480  | 4,680  |
| 유동부채        | 614       | 322    | 562    | 562    | 562    |
| 매입채무 및 기타채무 | 215       | 196    | 196    | 196    | 196    |
| 차입금         | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유동상채무       | 240       | 0      | 240    | 240    | 240    |
| 기타유동부채      | 159       | 126    | 126    | 126    | 126    |
| 비유동부채       | 526       | 568    | 568    | 568    | 568    |
| 차입금         | 170       | 170    | 170    | 170    | 170    |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 357       | 398    | 398    | 398    | 398    |
| 부채총계        | 1,141     | 890    | 1,130  | 1,130  | 1,130  |
| 자본부분        | 3,250     | 3,058  | 3,165  | 3,344  | 3,544  |
| 자본금         | 11        | 11     | 11     | 11     | 11     |
| 자본잉여금       | 433       | 433    | 458    | 458    | 458    |
| 이익잉여금       | 3,473     | 3,474  | 3,556  | 3,734  | 3,935  |
| 기타자본변동      | -667      | -860   | -860   | -860   | -860   |
| 비재계부분       | 3         | 5      | 5      | 6      | 6      |
| 자본총계        | 3,253     | 3,064  | 3,170  | 3,349  | 3,550  |
| 순차입금        | -1,471    | -1,099 | -1,329 | -1,485 | -1,668 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2023A     | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 영업활동 현금흐름 | 140       | 107   | 73    | 146   | 175   |
| 당기순이익     | 214       | 94    | 110   | 207   | 229   |
| 비현금항목의 가감 | 72        | -7    | 23    | 67    | 71    |
| 감가상각비     | 112       | 109   | 99    | 96    | 93    |
| 외환손익      | 7         | -4    | -50   | -50   | -50   |
| 지분법평가손익   | -1        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | -47       | -114  | -26   | 21    | 28    |
| 자산부채의 증감  | -96       | -43   | -62   | -83   | -73   |
| 기타현금흐름    | -50       | 63    | 2     | -46   | -52   |
| 투자활동 현금흐름 | 113       | 1,294 | 178   | -70   | -90   |
| 투자자산      | 349       | 327   | -28   | -28   | -28   |
| 유형자산      | -117      | -83   | -83   | -83   | -83   |
| 기타        | -120      | 1,051 | 289   | 42    | 22    |
| 재무활동 현금흐름 | -177      | -523  | 193   | -72   | -72   |
| 단기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0         | -240  | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0         | 0     | 25    | 0     | 0     |
| 현금배당      | -136      | -64   | -28   | -28   | -28   |
| 기타        | -42       | -219  | 196   | -44   | -44   |
| 현금의 증감    | 80        | 895   | 623   | 180   | 187   |
| 기초 현금     | 286       | 365   | 1,260 | 1,883 | 2,063 |
| 기말 현금     | 365       | 1,260 | 1,883 | 2,063 | 2,250 |
| NOPLAT    | 142       | -85   | 17    | 131   | 153   |
| FCF       | 95        | -19   | 149   | 142   | 162   |

[Compliance Notice]

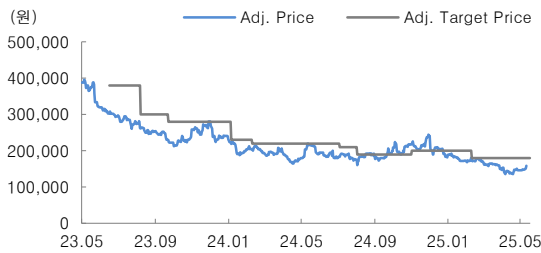
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|             |               |               |               |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 제시일자        | 25.05.15      | 25.02.12      | 24.11.16      | 24.11.04      | 24.10.16      | 24.09.24      |
| 투자의견        | Marketperform | Marketperform | Marketperform | Marketperform | Marketperform | Marketperform |
| 목표주가        | 180,000       | 180,000       | 200,000       | 200,000       | 190,000       | 190,000       |
| 과다율(평균%)    |               | (13.23)       | (0.65)        | 5.72          | 1.65          | (0.40)        |
| 과다율(최대/최소%) |               | (24.56)       | (15.85)       | 1.00          | (10.42)       | 18.16         |
| 제시일자        | 24.08.25      | 24.08.05      | 24.07.07      | 24.05.12      | 24.04.08      | 24.02.12      |
| 투자의견        | Marketperform | Marketperform | Buy           | Marketperform | Buy           | Marketperform |
| 목표주가        | 190,000       | 190,000       | 210,000       | 220,000       | 220,000       | 220,000       |
| 과다율(평균%)    | (3.06)        | (2.65)        | (12.31)       | (11.33)       | (19.82)       | (9.94)        |
| 과다율(최대/최소%) | (10.42)       | 1.21          | (8.57)        | 0.00          | (7.27)        | (3.18)        |
| 제시일자        | 24.01.08      | 23.12.25      | 23.12.02      | 23.11.10      | 23.09.25      | 23.08.10      |
| 투자의견        | Buy           | Buy           | Marketperform | Marketperform | Buy           | Buy           |
| 목표주가        | 230,000       | 280,000       | 280,000       | 280,000       | 280,000       | 300,000       |
| 과다율(평균%)    | (11.60)       | (15.97)       | (9.77)        | (6.68)        | (16.83)       | (16.55)       |
| 과다율(최대/최소%) | (2.61)        | (13.75)       | (19.82)       | 0.36          | (5.54)        | (12.17)       |
| 제시일자        | 23.06.19      |               |               |               |               | 00.06.29      |
| 투자의견        | Buy           |               |               |               |               |               |
| 목표주가        | 380,000       |               |               |               |               |               |
| 과다율(평균%)    | (24.72)       |               |               |               |               |               |
| 과다율(최대/최소%) | (18.82)       |               |               |               |               |               |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250512)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중) | Underperform(매도) |
|----|---------|------------------|------------------|
| 비율 | 92.6%   | 7.4%             | 0.0%             |

**산업 투자의견**  
- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상  
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상  
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**  
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상  
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상  
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상