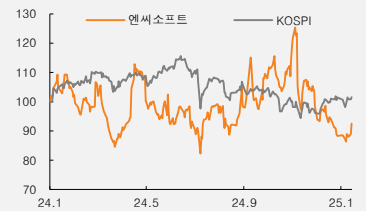


투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(하향)	▼ 210,000원
현재주가(25/2/11)	180,400원
상승여력	16.4%

영업이익(24F,십억원)	-109
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-67
EPS 성장률(24F,%)	-55.6
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.0
P/E(24F,x)	42.7
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,539.05
시가총액(십억원)	3,961
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	77.9
외국인 보유비중(%)	37.2
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	160,400
52주 최고가(원)	244,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.1	-1.4	-11.8
상대주가	-4.0	0.5	-9.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

036570 · 게임

엔씨소프트

26년을 바라볼 시기

4Q24 Review: 대규모 일회성 비용 반영

4분기 매출액 4,090억원(-6% YoY), 영업손실 1,290억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스(4,250억원, 영업손실 960억원)를 하회했다. 실적 부진은 인력 효율화 작업에 따른 대규모 퇴직금 발생에 기인한다. 인건비가 3,140억원(+54% YoY)으로 대폭 증가했는데 일회성 퇴직금이 1,000억원 이상 반영된 것으로 추정된다.

B&S, 길드워2 반등에 성공한 PC 부문 매출액은 930억원(+6% YoY)으로 예상치를 16% 상회했다. 기존작 매출의 하향 안정화가 이어진 모바일 매출액은 2,160억원(-28% YoY)으로 예상치를 13% 하회했다. 업데이트 효과가 제거된 리니지M 매출액이 1,220억원(+3% YoY)으로 예상치를 10% 하회했다.

체질 개선 효과 긍정적이나 레버리지 효과는 26년부터

대규모 인력 효율화 작업이 4분기 단행됨에 따라 25년, 26년의 인건비 부담이 대폭 낮아질 전망이다. 2월 1일 4개 스튜디오의 분사까지 완료되면서 본사 직원은 3,100명까지 감축됐다. 이후에도 지속적으로 효율적 인력 배치와 조직 구성을 유지할 전망이다. 올해부터 연 1,000억원 수준의 인건비 감소가 예상된다.

다만 이익 레버리지 효과는 26년부터 기대할 수 있을 것으로 보인다. 메인 캐시카우인 모바일 게임 3종(리니지 M, 2M, W)의 하향 안정화가 지속되는 가운데 유의미한 규모의 매출이 기대되는 신작 출시가 부재하기 때문이다. 대작으로 기대되는 아이온 2의 경우 연말에 출시될 것으로 기대된다.

투자 의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 210,000원으로 하향

기대작 아이온2 출시 일정을 고려한 실적 기준연도 변경(25년→26년)과 기존작 매출 하향 안정화를 반영한 실적 조정으로 목표주가를 기존 250,000원에서 210,000원(26F 타겟 P/E 22배)으로 하향한다. 26F P/E 19배에서 거래 중이다. 단기보다는 긴 호흡에서의 접근이 필요한 시기다.

올해도 다양한 신작 출시가 예정되어 있지만 대작으로 기대할 수 있는 신작은 아이온2 정도다. 2분기부터 아이온2에 대한 구체적인 소통이 있을 것으로 보이며 연말 출시 일정을 고려할 시 3분기 이후 CBT 가능성이 높다는 판단이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,572	1,780	1,578	1,441	2,012
영업이익 (십억원)	559	137	-109	-104	237
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	-7.2	11.8
순이익 (십억원)	436	212	94	-48	210
EPS (원)	19,847	9,663	4,291	-2,167	9,549
ROE (%)	13.7	6.6	3.0	-1.6	6.8
P/E (배)	22.6	24.9	42.7	-	18.9
P/B (배)	2.6	1.4	1.0	1.0	1.0
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.5	1.6	1.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	398	369	402	409	371	355	360	355	1,780	1,578	1,441	2,012
(% YoY)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-6.7%	-3.7%	-10.5%	-13.3%	-30.8%	-11.3%	-8.7%	39.6%
PC	91	86	81	93	88	84	83	82	360	352	337	317
리니지	24	25	26	23	23	22	22	22	97	98	90	86
리니지2	23	21	20	21	20	20	20	20	87	85	80	77
아이온	14	13	12	11	11	11	11	10	68	50	43	39
B&S	4	4	3	14	10	6	6	6	24	25	28	22
길드워2	25	23	19	25	24	24	24	24	85	93	96	93
모바일	249	218	253	216	209	200	207	204	1,200	937	820	1,430
리니지M	105	107	159	122	118	112	118	114	496	493	462	424
리니지2M	56	42	43	41	40	39	38	37	263	183	153	135
리니지W	83	65	47	49	48	46	44	42	414	244	179	152
B&S2	6	3	4	4	3	3	3	3	27	17	12	10
기타	0	0	0	0	0	0	5	9	0	0	13	124
기타	24	27	30	27	27	27	27	27	75	108	109	111
로열티	33	38	38	74	47	44	43	41	144	182	175	154
영업비용	372	360	416	539	375	368	379	423	1,643	1,687	1,545	1,775
인건비	203	188	201	314	180	174	176	177	823	906	707	731
마케팅비	7	17	49	55	20	24	31	75	85	128	150	144
D&A	28	28	27	26	24	22	23	22	112	108	91	127
지급수수료	95	82	105	98	85	81	83	82	434	380	330	508
기타	67	73	61	71	67	67	66	66	189	272	266	264
영업이익	26	9	-14	-129	-4	-13	-19	-68	137	-109	-104	237
(% YoY)	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-115.7%	흑전	33.0%	-47.6%	-75.4%	-179.6%	-4.7%	-328.0%
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	-1.1%	-3.7%	-5.3%	-19.1%	7.7%	-6.9%	-7.2%	11.8%
지배주주순이익	57	71	-27	-7	4	-2	-7	-43	212	94	-48	210
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	1.2%	-0.6%	-1.8%	-12.2%	11.9%	6.0%	-3.3%	10.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	1,797	1,846	1,441	2,012	-20%	9%	1,773	2,015	-19%	0%	아이온2 출시 시기를 연말로 가정 마케팅비 증가 반영
영업이익	264	263	-104	237	-	-10%	196	289	-	-18%	
순이익	250	254	-48	210	-	-18%	230	277	-	-24%	
영업이익률	14.7%	14.3%	-7.2%	11.8%	-	-	11.1%	14.3%	-	-	
순이익률	13.9%	13.8%	-3.3%	10.4%	-	-	13.0%	13.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	409	431	-5%	425	-4%
영업이익	-129	-1	-	-96	-
지배주주순이익	-7	13	-	-69	-

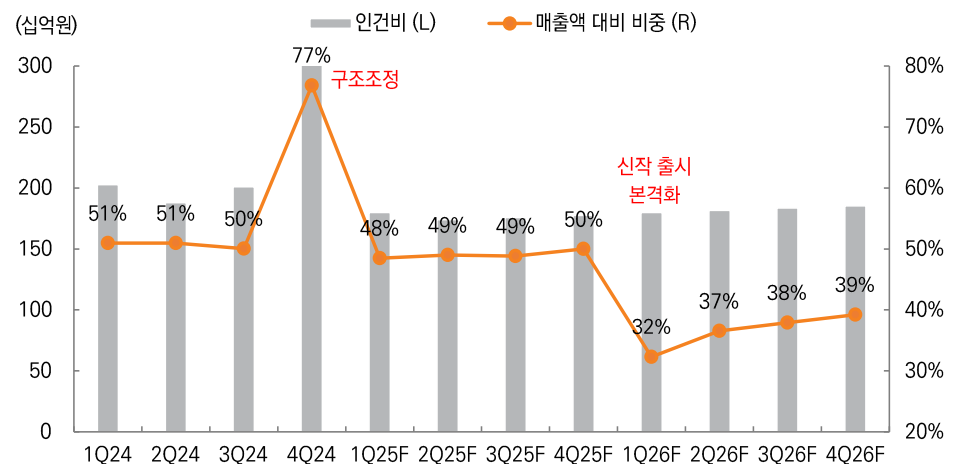
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	210	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	4,612	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	210,000	
현재주가 (원)	180,400	
상승여력	16.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 분기 인건비 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,780	1,578	1,441	2,012
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,441	2,012
판매비와관리비	1,643	1,687	1,545	1,775
조정영업이익	137	-109	-104	237
영업이익	137	-109	-104	237
비영업손익	69	230	41	43
금융손익	69	51	38	40
관계기업등 투자손익	4	176	-1	-1
세전계속사업손익	206	121	-63	280
계속사업법인세비용	-8	27	-16	70
계속사업이익	214	94	-48	210
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	214	94	-48	210
지배주주	212	94	-48	210
비지배주주	2	0	0	0
총포괄이익	191	94	-48	210
지배주주	189	93	-47	208
비지배주주	2	1	0	2
EBITDA	249	-12	-18	316
FCF	22	24	10	228
EBITDA 마진율 (%)	14.0	-0.8	-1.2	15.7
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	-7.2	11.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	6.0	-3.3	10.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,337	1,565	1,512	1,692
현금 및 현금성자산	365	1,013	961	1,120
매출채권 및 기타채권	151	220	217	236
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,820	331	333	335
비유동자산	2,057	2,330	2,287	2,263
관계기업투자등	25	35	35	36
유형자산	1,001	939	890	858
무형자산	96	102	108	116
자산총계	4,394	3,895	3,799	3,955
유동부채	614	258	260	263
매입채무 및 기타채무	73	78	79	79
단기금융부채	280	40	41	41
기타유동부채	261	140	140	143
비유동부채	526	544	545	547
장기금융부채	363	350	350	350
기타비유동부채	163	194	195	197
부채총계	1,141	801	806	810
지배주주지분	3,250	3,090	2,990	3,142
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,503	3,403	3,555
비지배주주지분	3	3	3	3
자본총계	3,253	3,093	2,993	3,145

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	140	58	45	273
당기순이익	214	94	-48	210
비현금수익비용가감	72	70	29	106
유형자산감가상각비	110	96	84	77
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-40	-28	-57	27
영업활동으로인한자산및부채의변동	-96	-134	6	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	42	-39	-2	-2
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-120	-27	16	-70
투자활동으로 인한 현금흐름	113	1,010	-44	-56
유형자산처분(취득)	-117	-34	-35	-45
무형자산감소(증가)	-41	-8	-8	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-78	1,052	-1	-1
기타투자활동	349	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-177	-507	-52	-57
장단기금융부채의 증가(감소)	14	-253	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-136	-64	-53	-58
기타재무활동	-55	-190	1	1
현금의 증가	80	648	-52	159
기초현금	286	365	1,013	961
기말현금	365	1,013	961	1,120

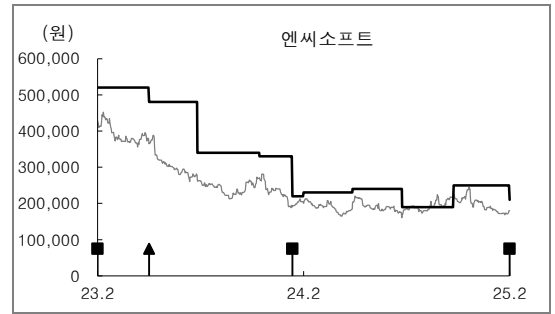
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	24.9	42.7	-	18.9
P/CF (x)	18.5	24.6	-	12.6
P/B (x)	1.4	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	17.6	-	-	9.3
EPS (원)	9,663	4,291	-2,167	9,549
CFPS (원)	13,017	7,454	-851	14,355
BPS (원)	176,065	177,461	172,898	179,811
DPS (원)	3,130	2,661	2,927	3,512
배당성향 (%)	29.7	55.9	-121.6	33.1
배당수익률 (%)	1.3	1.5	1.7	2.1
매출액증가율 (%)	-30.8	-11.3	-8.7	39.6
EBITDA증가율 (%)	-62.5	적전	적지	흑전
조정영업이익증가율 (%)	-75.4	적전	적지	흑전
EPS증가율 (%)	-51.3	-55.6	적전	흑전
매출채권 회전율 (회)	11.6	10.4	8.3	11.5
재고자산 회전율 (회)	1,590.1	2,117.7	1,914.7	2,646.7
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.8	2.3	-1.2	5.4
ROE (%)	6.6	3.0	-1.6	6.8
ROIC (%)	14.6	-7.4	-6.6	15.4
부채비율 (%)	35.1	25.9	26.9	25.8
유동비율 (%)	380.4	607.0	580.7	643.4
순차입금/자기자본 (%)	-27.4	-29.4	-28.7	-32.4
조정영업이익/금융비용 (x)	9.4	-9.2	-11.6	26.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2025.02.12	Trading Buy	210,000	-	-
2024.11.05	Trading Buy	250,000	-20.68	-2.20
2024.08.06	Trading Buy	190,000	2.09	18.16
2024.05.10	Trading Buy	240,000	-20.51	-8.33
2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 올(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급지(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.