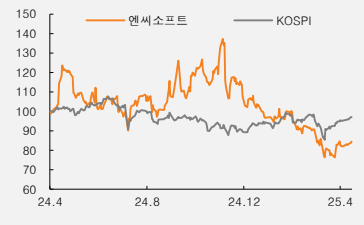


투자 의견(상향)	매수
목표주가(상향)	▲ 220,000원
현재주가(25/5/13)	150,400원
상승여력	46.3%

영업이익(25F,십억원)	-67
Consensus 영업이익(25F,십억원)	100
EPS 성장률(25F,%)	-93.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.0
P/E(25F,x)	497.4
MKT P/E(25F,x)	9.5
KOSPI	2,608.42
시가총액(십억원)	3,240
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	77.7
외국인 보유비중(%)	37.4
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	135,800
52주 최고가(원)	244,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.3	-26.5	-28.4
상대주가	-2.7	-31.8	-25.1



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

036570 · 게임

엔씨소프트

공격적인 26년 가이드런스 제시

1Q25 Review: 컨센서스 부합

매출액 3,600억원(-9% YoY), 영업이익 50억원(-80% YoY)으로 컨센서스(3,660억 원, 영업이익 90억원)에 부합했다. 아이온, 길드워2의 하향세가 가속화된 PC 매출액은 830억원(-9% YoY)으로 예상치를 6% 하회했다. 모바일 매출액은 2,060억원(-17% YoY)으로 예상치에 부합했다. 리니지M, 리니지2M은 QoQ 역성장이 지속됐으나 리니지W는 QoQ 8% 반등에 성공했다.

영업비용은 3,550억원(-5% YoY)으로 예상치를 5% 하회했다. 인건비는 1,870억원(-8% YoY)으로 QoQ 40% 감소했는데 이는 전분기 지급된 퇴직위로금 효과 축소에 기인한다. 마케팅비(130억원)는 마케팅 축소 영향으로 QoQ 76% 감소하였다.

26년에 대한 공격적인 가이드런스 제시

26년 2조원에서 2.5조원의 매출액 가이드를 제시하였다. 동사는 레거시 IP의 지속 확장 및 신작 출시를 통해 26년 2조원의 매출 달성, 신작 성과에 따라서는 2.5조원까지 매출을 기대하고 있음을 밝혔다. 기존 레거시 IP는 적극적인 스피노프 개발을 통해 1.4~1.5조원의 매출을 창출하고자 한다.

자체 개발 및 외부 IP 퍼블리싱 신작의 경우 6천억원에서 1조원의 매출을 목표로 하고 있다. 하반기부터 본격적으로 신작이 출시되기 시작할 예정이다. 1종의 스피노프 게임과 4가지 신규 IP(아이온2, LLL, 브레이커스, 타임테이커즈) 게임이 출시 대기 중에 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 220,000원으로 상향

26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 210,000원에서 220,000원(타겟 P/E 22배 유지)으로 상향하며, 투자 의견은 'Trading Buy'에서 '매수'로 상향한다. 26F P/E 15배에서 거래 중이다. 하반기 이어질 신작 모멘텀을 보고 편하게 접근 가능한 구간이다.

이번 실적 발표에서 신작 출시 일정들에 대한 재확인과 26년에 대한 컨센서스(매출액 1.9조원)를 뛰어넘는 공격적인 가이드를 제시한 점이 고무적이다. 동사 투자의 가장 큰 리스크인 주요 신작의 출시 일정 연기 불확실성이 낮아졌다는 판단이다. 연내 출시 목표인 아이온2는 5/29일 라이브 방송을 통해 상세 정보가 공개된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,780	1,578	1,380	1,901	1,837
영업이익 (십억원)	137	-109	-67	245	195
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	-4.9	12.9	10.6
순이익 (십억원)	212	94	7	215	181
EPS (원)	9,663	4,291	302	10,001	8,423
ROE (%)	6.6	3.0	0.2	6.9	5.5
P/E (배)	24.9	42.7	497.4	15.0	17.9
P/B (배)	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	1.3	0.8	1.1	1.3	1.3

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	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	398	369	402	409	360	343	341	337	1,780	1,578	1,380	1,901
(% YoY)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	-7.0%	-15.3%	-17.8%	-30.8%	-11.3%	-12.5%	37.7%
PC	91	86	81	93	83	75	74	73	360	352	304	282
리니지	24	25	26	23	22	22	22	22	97	98	88	84
리니지2	23	21	20	21	19	19	19	19	87	85	75	72
아이온	14	13	12	11	8	8	8	8	68	50	33	30
B&S	4	4	3	14	14	6	6	6	24	25	33	22
길드워2	25	23	19	25	19	19	19	19	85	93	76	73
모바일	249	218	253	216	206	200	199	197	1,200	937	803	1,362
리니지M	105	107	159	122	113	112	110	107	496	493	442	389
리니지2M	56	42	43	41	38	37	36	35	263	183	145	127
리니지W	83	65	47	49	53	49	47	46	414	244	195	169
B&S2	6	3	4	4	3	2	2	2	27	17	10	8
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	574
기타	0	0	0	0	0	0	4	8	0	0	11	96
기타	24	27	30	27	26	26	26	26	75	108	104	106
로열티	33	38	38	74	45	43	41	40	144	182	169	151
영업비용	372	360	416	539	355	341	351	400	1,643	1,687	1,447	1,656
인건비	203	188	201	314	187	182	184	186	823	906	739	746
마케팅비	7	17	49	55	13	18	26	75	85	128	132	144
D&A	28	28	27	26	25	24	24	23	112	108	96	133
지급수수료	95	82	105	98	94	79	78	77	434	380	328	479
기타	67	73	61	71	35	39	39	39	189	272	152	154
영업이익	26	9	-14	-129	5	1	-10	-64	137	-109	-67	245
(% YoY)	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	-84.5%	적지	적지	-75.4%	적전	적지	흑전
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	0.4%	-3.0%	-18.9%	7.7%	-6.9%	-4.9%	12.9%
지배주주순이익	57	71	-27	-7	38	9	0	-40	212	94	7	215
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	2.5%	0.0%	-11.9%	11.9%	6.0%	0.5%	11.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	1,441	2,012	1,380	1,901	-4%	-6%	1,630	1,893	-15%	0%	모바일 주요 작품 매출 하향안정화 반영 비용 추정치 하향
영업이익	-104	237	-67	245	-	3%	100	226	-	8%	
순이익	-48	210	7	215	-	3%	179	236	-	-9%	
영업이익률	-7.2%	11.8%	-4.9%	12.9%	-	-	6.1%	12.0%	-	-	
순이익률	-3.3%	10.4%	0.5%	11.3%	-	-	11.0%	12.5%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 1Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	360	371	-3%	366	-1%
영업이익	5	-4	-	9	-40%
지배주주순이익	38	4	-	31	21%

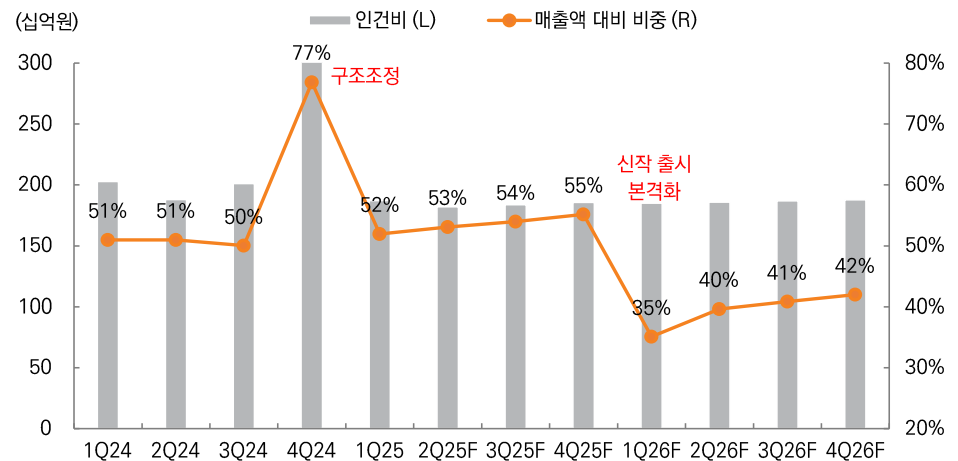
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	215	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	4,740	
주식 수 (천주)	21,544	
목표주가 (원)	220,000	
현재주가 (원)	150,400	
상승여력	46.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 분기 인건비 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,578	1,380	1,901	1,837
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,380	1,901	1,837
판매비와관리비	1,687	1,447	1,656	1,641
조정영업이익	-109	-67	245	195
영업이익	-109	-67	245	195
비영업손익	230	57	42	47
금융손익	62	53	58	66
관계기업등 투자손익	4	-9	-29	-33
세전계속사업손익	121	-10	287	242
계속사업법인세비용	27	-17	72	60
계속사업이익	94	6	215	181
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	94	6	215	181
지배주주	94	7	215	181
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	48	6	215	181
지배주주	48	6	215	181
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	0	41	341	284
FCF	23	-23	260	218
EBITDA 마진율 (%)	0.0	3.0	17.9	15.5
영업이익률 (%)	-6.9	-4.9	12.9	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	0.5	11.3	9.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,789	1,845	2,079	2,252
현금 및 현금성자산	1,260	1,316	1,536	1,706
매출채권 및 기타채권	157	155	165	165
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	371	373	377	380
비유동자산	2,165	2,060	2,015	1,990
관계기업투자등	50	51	51	52
유형자산	998	1,003	955	925
무형자산	104	105	107	112
자산총계	3,954	3,905	4,094	4,242
유동부채	322	368	371	375
매입채무 및 기타채무	71	71	72	73
단기금융부채	46	46	47	47
기타유동부채	205	251	252	255
비유동부채	568	496	497	499
장기금융부채	336	336	336	336
기타비유동부채	232	160	161	163
부채총계	890	863	868	874
지배주주지분	3,059	3,037	3,220	3,364
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,452	3,636	3,779
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	3,064	3,042	3,225	3,369

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	107	87	305	273
당기순이익	94	6	215	181
비현금수익비용가감	-7	26	97	70
유형자산감가상각비	106	105	93	85
무형자산상각비	3	3	3	4
기타	-116	-82	1	-19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-43	-27	-7	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-23	17	-72	-60
투자활동으로 인한 현금흐름	1,294	-116	-53	-65
유형자산처분(취득)	-83	-110	-45	-55
무형자산감소(증가)	41	-4	-6	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	987	-2	-2	-2
기타투자활동	349	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-523	-28	-31	-38
장단기금융부채의 증가(감소)	-267	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-64	-28	-32	-38
기타재무활동	-192	0	1	0
현금의 증가	895	55	220	170
기초현금	365	1,260	1,316	1,536
기말현금	1,260	1,316	1,536	1,706

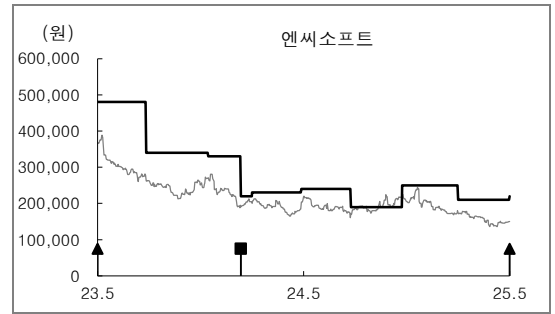
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	42.7	497.4	15.0	17.9
P/CF (x)	46.1	102.0	10.4	12.9
P/B (x)	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	-	51.1	5.5	6.0
EPS (원)	4,291	302	10,001	8,423
CFPS (원)	3,975	1,475	14,489	11,678
BPS (원)	175,362	177,689	186,215	192,870
DPS (원)	1,460	1,606	1,927	1,927
배당성향 (%)	30.1	505.0	17.7	21.0
배당수익률 (%)	0.8	1.1	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-11.3	-12.5	37.7	-3.4
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	734.6	-16.7
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	-20.2
EPS증가율 (%)	-55.6	-93.0	3,207.4	-15.8
매출채권 회전율 (회)	12.0	10.5	14.4	13.8
재고자산 회전율 (회)	1,759.7	1,305.5	1,779.8	1,702.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.3	0.2	5.4	4.4
ROE (%)	3.0	0.2	6.9	5.5
ROIC (%)	-7.3	3.4	15.7	12.9
부채비율 (%)	29.1	28.4	26.9	25.9
유동비율 (%)	555.1	502.0	559.9	600.6
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-38.0	-42.7	-46.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-10.6	-8.8	32.1	25.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2025.05.14	매수	220,000	-	-
2025.02.12	Trading Buy	210,000	-25.64	-15.05
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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(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 무단한 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.