

엔씨소프트 (036570/KS)

다이어트 중인데 디저트를 먹어버렸다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 260,000 원(유지)

현재주가: 183,200 원

상승여력: 41.9%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

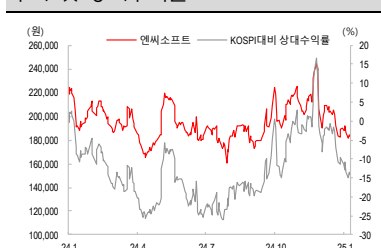
Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,022 십억원
주요주주	
김택진(와13)	12.01%
자사주	9.93%

Stock Data

주가(25/01/15)	183,200 원
KOSPI	2,496.81pt
52주 최고가	244,500 원
52주 최저가	160,400 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Preview: 영업손실 1,155 억원 전망

매출액 4,111 억원(+2.3% QoQ, 이하 동일), 영업손실 1,155 억원(적전), 순손실 1,066 억원(적전)으로 영업이익은 컨센서스를 하회할 전망이다. 리니지 M(-23.9%)은 업데이트 효과 소멸되며 전분기대비 감소, 2M, W 도 순위 반등에 실패해 모바일 매출은 2,371억원(-6.4%)으로 예상된다. <TL> 글로벌은 피크 동접자 수가 33.6만-> 현재 4.4 만 수준으로 빠르게 감소했지만 4 분기에는 출시 초반 스팀 매출 상위권을 기록한 효과로 로열티 매출이 327 억원 수준 반영될 것으로 추정한다. 12 월 출시한 <저니 오브모나크>는 예상대비 저조한 성과를 보이며 매출 기여는 제한적이다.

영업비용은 5,266 억원(+26.5%)으로 큰 폭으로 증가했다. 하반기 대규모 구조조정에 따른 비용이 일시에 반영되며 인건비는 3,019 억원(+50.1%)으로 전분기대비 약 천억원 수준의 비용이 더해진다. 상반기까지 추가 인력 조정이 마무리될 것으로 예상되어 당사 추정치에는 1 분기까지 관련 비용을 인식할 것으로 반영했다. 마케팅비도 <저니 오브모나크>의 홍보 모델로 티모시 살라메를 기용, 2M 프로모션 전개에 따라 전분기 마케팅비 집행이 컸음에도 이보다 증가한 529 억원(+8.0%)을 기록할 것으로 예상된다.

신작 흥행 입증 필요

현재 삼성동 엔씨타워는 매각 입찰 중, 2 분기에 부동산 매각 이익 약 4 천억원을 반영했다. 타겟 멀티플은 최근 낮아진 hit ratio 를 감안해 기존 적용 멀티플에 30% 할인 적용(14x), 목표주가는 26 만원을 유지한다. 대규모 구조조정이 상반기 내 마무리되고, 비용단에서는 인건비만 연간 천억원 수준 감소한다. 또한 비핵심 프로젝트 및 수익성이 낮은 타이틀의 서비스를 종료함에 따라 지급수수료도 절감된다.

작년에 출시한 신규 게임들은 모두 흥행에 실패했다. 올해 2 분기 <택탄>과 신규 스피드 오프 게임, 하반기 <아이온 2>와 <LLL>의 출시를 준비 중이지만 <아이온 2> 외에는 흥행에 대한 기대치가 높지 않다. 자산가치가 주가 하방을 방어하고 있지만 올해에도 신작의 성공을 입증해보이지 못한다면 추가 하락이 불가피하다.

영업실적 및 투자지표

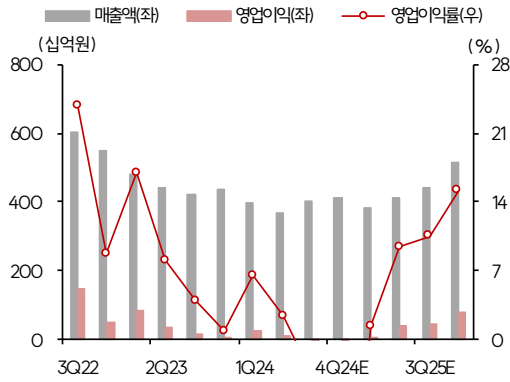
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,580	1,744	1,977
영업이익	십억원	375	559	137	-95	167	261
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	3	375	228
EPS	원	18,078	19,847	9,663	115	17,099	10,399
PER	배	35.6	22.6	24.9	1,596.2	10.8	17.8
PBR	배	3.7	2.6	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	228.1	8.2	5.9
ROE	%	12.6	13.7	6.6	0.1	11.8	6.7

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	411.1	380.5	411.8	438.9	512.6	1,779.8	1,579.8	1,743.8
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	81.9	78.6	78.2	77.2	86.5	365.1	340.3	320.5
모바일	249.4	218.2	253.4	237.1	233.1	267.9	297.9	359.7	1,200.4	958.2	1,158.5
로열티	32.7	37.7	38.1	66.1	44.9	42.1	41.0	45.2	144.5	174.6	173.2
영업비용	372.2	360.0	416.2	526.6	375.6	373.3	392.8	435.5	1,642.5	1,675.0	1,577.1
인건비	202.8	188.0	201.1	301.9	207.5	171.3	169.9	172.3	822.9	893.8	721.1
마케팅비	6.9	17.4	48.7	52.9	15.7	30.8	40.9	59.8	81.4	125.8	147.3
상각비	27.8	27.9	26.5	27.2	27.3	27.2	27.1	27.2	111.9	109.4	108.9
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	144.6	125.0	143.9	154.9	176.1	622.8	546.1	599.9
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-115.5	4.9	38.5	46.1	77.2	137.3	-95.2	166.7
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-28.1%	1.3%	9.3%	10.5%	15.1%	7.7%	-6.0%	9.6%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-106.6	14.9	276.2	45.9	66.5	213.9	-4.9	403.6
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-99.2	13.9	256.9	42.7	61.9	212.1	2.5	375.4
YoY growth rate											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.1%	-4.4%	11.6%	9.2%	24.7%	-30.8%	-11.2%	10.4%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	-11.3%	-14.0%	-9.3%	-4.4%	5.6%	-6.5%	-6.8%	-5.8%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-20.7%	-6.6%	22.8%	17.6%	51.7%	-37.9%	-20.2%	20.9%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	116.3%	37.4%	11.8%	7.6%	-31.7%	-8.0%	20.9%	-0.8%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	21.4%	0.9%	3.7%	-5.6%	-17.3%	-18.4%	2.0%	-5.8%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	47.9%	2.3%	-8.8%	-15.5%	-42.9%	-2.9%	8.6%	-19.3%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	44.3%	127.4%	77.4%	-15.9%	13.2%	-56.9%	54.6%	17.1%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	1.6%	-1.5%	-2.3%	2.2%	0.0%	5.5%	-2.2%	-0.4%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-11.1%	-7.2%	13.5%	10.7%	21.8%	-28.5%	-12.3%	9.9%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-80.8%	334.9%	흑전	흑전	-75.4%	적전	흑전
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-29.0%	-5.2%	6.9%	14.1%	43.2%	-14.0%p	-13.7%p	15.6%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	-73.8%	288.5%	흑전	흑전	-50.9%	적전	흑전

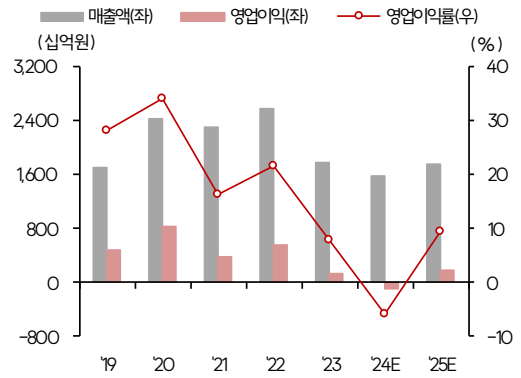
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



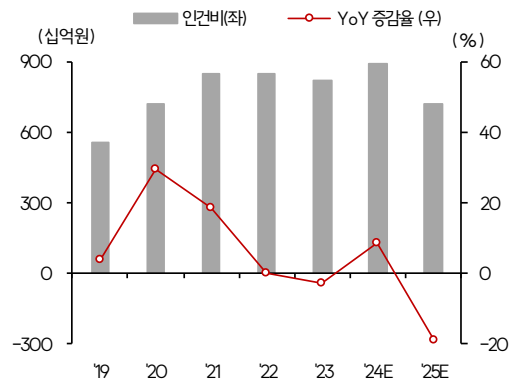
자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



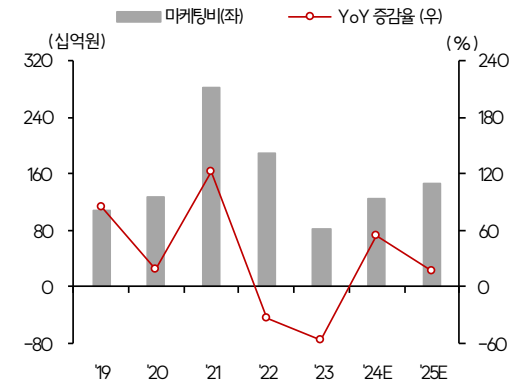
자료: 엔씨소프트, SK 증권

인건비 약 천억원 이상 감소



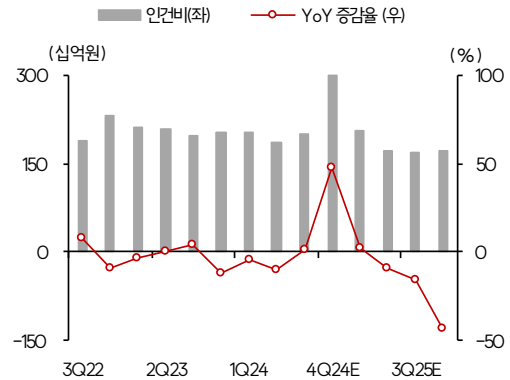
자료: 엔씨소프트, SK 증권

신작 출시에 따라 마케팅비 증가는 불가피



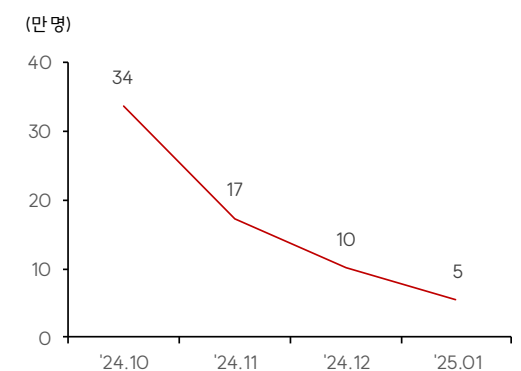
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 인건비 추이



자료: 엔씨소프트, SK 증권

TL 글로벌 Steam 월별 peak 접속자 수



자료: SteamDB, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,067	2,915	3,086
현금및현금성자산	286	365	572	1,100	1,222
매출채권 및 기타채권	219	172	162	202	208
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,001	1,537	1,571
장기금융자산	577	709	656	672	675
유형자산	930	1,001	974	490	424
무형자산	43	96	102	99	196
자산총계	4,438	4,394	4,069	4,452	4,657
유동부채	515	614	576	593	610
단기금융부채	35	280	263	328	337
매입채무 및 기타채무	83	73	202	127	131
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	484	508	512
장기금융부채	593	363	333	333	333
장기매입채무 및 기타채무	23	59	52	52	52
장기충당부채	3	3	3	3	3
부채총계	1,239	1,141	1,060	1,101	1,122
지배주주지분	3,196	3,250	3,012	3,326	3,492
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-799	-799	-799
자기주식	-616	-616	-719	-719	-719
이익잉여금	3,409	3,473	3,402	3,715	3,882
비지배주주지분	2	3	-3	25	42
자본총계	3,199	3,253	3,009	3,351	3,534
부채와자본총계	4,438	4,394	4,069	4,452	4,657

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	62	431	324
당기순이익(손실)	436	214	-5	404	245
비현금성항목등	359	72	31	196	50
유형자산감가상각비	104	110	105	84	66
무형자산상각비	2	2	2	3	3
기타	253	-40	-76	110	-19
운전자본감소(증가)	50	-96	-55	-64	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	81	-40	-6
재고자산의감소(증가)	5	1	0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	28	-75	4
기타	-248	-170	98	-297	-59
법인세납부	-139	-120	8	-191	-82
투자활동현금흐름	-392	113	669	-297	-148
금융자산의감소(증가)	-156	266	498	-271	-40
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-54	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	-8	0	-100
기타	16	6	233	-26	-7
재무활동현금흐름	-304	-177	-295	3	-52
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	216	65	10
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	-274	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-64	-62	-62
기타	0	1	-174	0	0
현금의 증가(감소)	30	80	207	527	123
기초현금	256	286	365	572	1,100
기말현금	286	365	572	1,100	1,222
FCF	487	23	7	431	324

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

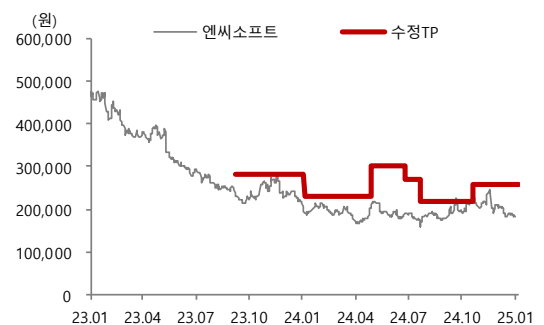
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,580	1,744	1,977
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,580	1,744	1,977
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,675	1,577	1,716
영업이익	559	137	-95	167	261
영업이익률(%)	21.7	7.7	-6.0	9.6	13.2
비영업손익	50	69	98	428	67
순금융손익	38	69	62	77	96
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	0	-2	-4
세전계속사업이익	609	206	2	595	327
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	0.2	34.1	16.6
계속사업법인세	173	-8	7	191	82
계속사업이익	436	214	-5	404	245
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	-5	404	245
순이익률(%)	17.0	12.0	-0.3	23.1	12.4
지배주주	436	212	3	375	228
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	0.2	21.5	11.5
비지배주주	0	2	-7	28	17
총포괄이익	167	191	-5	404	245
지배주주	166	189	-8	414	252
비지배주주	0	2	3	-10	-6
EBITDA	665	249	12	254	330

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-11.2	10.4	13.4
영업이익	49.0	-75.4	적전	흑전	56.3
세전계속사업이익	24.0	-66.1	-98.8	23,956.2	-45.0
EBITDA	41.8	-62.5	-95.2	2,005.4	30.0
EPS	9.8	-51.3	-98.8	14,806.2	-39.2
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	-0.1	9.5	5.4
ROE	13.7	6.6	0.1	11.8	6.7
EBITDA마진	25.9	14.0	0.8	14.5	16.7
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	359.2	491.7	505.6
부채비율	38.7	35.1	35.2	32.9	31.8
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-42.2	-59.8	-61.0
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	1.1	26.4	32.4
배당성향	31.1	30.0	2,457.7	16.5	27.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	115	17,099	10,399
BPS	173,629	176,065	169,946	184,226	191,806
CFPS	24,672	14,759	5,001	21,057	13,545
주당 현금배당금	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	1,596.2	10.8	17.8
PBR	2.6	1.4	1.1	1.0	1.0
PCR	18.2	16.3	36.6	8.8	13.6
EV/EBITDA	12.1	15.3	228.1	8.2	5.9
배당수익률	1.5	1.3	1.7	1.7	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.05	매수	260,000원	6개월		
2024.08.06	매수	220,000원	6개월	-11.83%	2.05%
2024.07.10	매수	270,000원	6개월	-32.67%	-28.89%
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 01월 16일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------