

엔씨소프트

036570

Feb 13, 2025

Trading Buy

유지

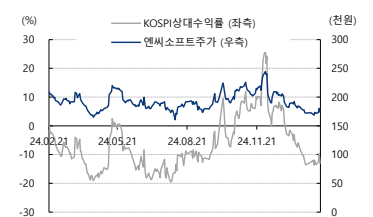
TP 200,000 원

하향

Company Data

현재가(02/12)	174,100 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	244,500 원
52 주 최저가(보통주)	160,400 원
KOSPI (02/12)	2,548.39p
KOSDAQ (02/12)	745.18p
자본금	110 억원
시가총액	38,222 억원
발행주식수(보통주)	2,154 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	69 만주
평균거래대금(60 일)	123 억원
외국인지분(보통주)	37.13%
주요주주	
김택진 외 16 인	12.13%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.26%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	-5.2	-14.9
상대주가	-7.6	-2.6	-12.5

1H25 성장 동력 공백 불가피

4Q24 Review: 매출 & 영업이익(손실) 컨센서스 하회

4Q24 매출은 4,094억원(YoY -6%, QoQ +2%), 영업이익(손실)은 -1,295억원(YoY 적자 전환, QoQ 적자지속)으로 시장 예상치(매출 4,312억원, 영업손실 -971억원) 하회. 모바일 게임 매출은 전분기 리니지M 리부트 월드 효과 제거로 2,156원(QoQ -15%, YoY -28%), PC 온라인 게임 매출은 B&S 네오 출시 성과 및 길드워 2 확장팩 판매 반영으로 934억원(QoQ +16%, YoY +6%) 기록. 로열티 매출은 Throne & Liberty 글로벌 성과 온기 반영되며 735억원(QoQ +93%, YoY +140%)

영업비용 중 마케팅비는 'Journey of Monarch' 출시 마케팅 및 라이브게임 업데이트로 552억원(QoQ +14%, YoY +37%), 인건비는 조직 효율화에 따른 퇴직 위로금 지급으로 3,145억원(QoQ +56%, YoY +54%) 기록. 매출변동비 및 기타는 1,432억원(QoQ +2%, YoY -12%) 기록.

투자 의견 Trading Buy 유지 & 목표주가 200,000원으로 하향

목표주가 200,000원으로 하향(종전 230,000원), 투자 의견은 Trading Buy 유지. 목표주가 하향은 택탄의 출시 시기 지연 및 기존작 매출 추정치 하향을 반영한 2025년 순이익 추정치 1,991억원(종전 2,532억원)에 글로벌 게임사 25년 PER 평균 19.4배를 target PER로 적용함에 따름.

동사는 1) 강도 높은 조직 효율화와 2) 외부 IP(서브컬처, 슈팅 및 액션 RPG 장르 IP 위주) 투자 및 퍼블리싱 계약, 3) 동사가 강점을 가진 MMORPG 기대작 아이온 2 개발 등 이익 정상화를 위한 작업을 수행하고 있어 2025년은 연간 영업이익 1,621억원으로 흑자 전환 전망. 그러나, 택탄 등 신작 출시 지연으로 상반기 전사 매출 성장을 이끌 동력이 부족한 상황으로 모멘텀 축적의 시간이 필요할 것으로 판단. 기대작인 아이온2는 4Q25 출시 예정으로 대부분의 성과는 2026년 반영 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12P	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,572	1,780	1,578	1,711	1,870
YoY(%)	11.4	-30.8	-11.3	8.4	9.3
영업이익(십억원)	559	137	-109	162	213
OP 마진(%)	21.7	7.7	-6.9	9.5	11.4
순이익(십억원)	436	214	94	199	238
EPS(원)	19,847	9,663	4,279	9,067	10,860
YoY(%)	9.8	-51.3	-55.7	111.9	19.8
PER(배)	22.6	24.9	42.8	19.2	16.0
PCR(배)	12.4	18.6	31.5	17.5	15.7
PBR(배)	3.1	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	12.0	15.1	-131.5	8.5	6.5
ROE(%)	13.7	6.6	2.9	5.9	6.8



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024P	2025E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	409.4	376.1	365.2	423.6	546.4	2,571.8	1,779.8	1,578.1	1,711.3
성장률(YoY %)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-5.5%	-1.0%	5.4%	33.5%	11.4%	-30.8%	-11.3%	8.4%
게임매출	436.5	404.0	387.8	407.1	365.2	331.2	363.8	335.9	327.4	317.9	377.7	501.8	2,414.8	1,635.4	1,396.1	1,524.8
리니지M	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	108.2	133.7	105.1	516.5	489.9	492.8	459.7
리니지2M	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	43.1	41.3	41.4	39.5	42.4	40.1	391.5	242.9	182.6	163.4
리니지W	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	46.9	49.1	44.9	42.9	42.5	42.4	970.8	403.9	244.3	172.8
B&S 2	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	4.5	3.5	3.0	4.0	6.8	6.2	55.6	27.5	17.1	20.0
리니지	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	26.5	22.9	21.4	21.4	22.6	21.3	106.7	102.0	98.2	86.6
리니지2	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	20.2	20.6	20.4	20.0	19.2	19.7	94.1	85.6	85.5	79.2
아이온	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	11.8	11.2	10.3	9.3	10.3	10.7	68.3	71.5	50.4	40.6
B&S	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	3.8	3.2	14.0	13.5	13.1	12.7	12.4	26.3	25.3	25.1	51.8
길드워2	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	23.5	19.0	24.7	23.0	20.7	20.1	21.4	95.0	79.4	92.6	85.2
텍탄	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0	41.4	-	-	-	51.4
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	78.0	-	-	-	78.0
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.0	-	-	-	30.0
기존 IP 기반 신규 장르 게임	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.0	22.1	17.7	-	-	-	48.7
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.0	18.9	-	-	-	27.9
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.0	-	-	-	10.0
기타	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	26.8	29.7	26.9	36.8	29.8	26.3	26.5	90.1	107.4	107.7	119.5
로열티매출	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	38.1	73.5	48.8	47.3	45.9	44.7	157.0	144.5	182.0	186.6
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	538.9	354.6	354.6	385.9	454.2	2,012.8	1,642.5	1,687.3	1,549.3
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	201.1	314.5	180.7	180.6	181.1	181.6	847.4	822.9	906.4	724.0
매출변동비	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.9	143.2	124.1	121.3	144.0	190.9	870.7	622.8	544.7	580.4
광고선전비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	48.7	55.2	22.6	25.6	33.9	54.6	188.6	85.0	128.2	136.7
감가상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	26.5	25.9	27.2	27.1	26.9	27.0	106.0	111.9	108.1	108.3
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	14.3	129.5	21.6	10.6	37.7	92.2	559.0	137.3	109.2	162.1
성장률(YoY %)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-16.1%	20.1%	후자전환	후자전환	49.0%	-75.4%	적자전환	후자전환
OPM(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	5.7%	2.9%	8.9%	16.9%	21.7%	7.7%	-6.9%	9.5%
순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	26.5	7.6	57.9	53.2	16.0	72.0	436.0	213.9	94.1	199.1
NPM(%)	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	15.4%	14.6%	3.8%	13.2%	17.0%	12.0%	6.0%	11.6%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
2025 지배순이익 추정치	199.1	글로벌 게임사 Peer 25F PER 평균
target PER	19.4	
적정시가총액	3,862.54	자기주식 제외
유통주식수	19,349	
적정주가	199,625	
목표주가	200,000	
현재주가	174,100	
상승여력	14.9%	

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,711	1,870
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,711	1,870
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,013	1,643	1,687	1,549	1,658
영업이익	559	137	-109	162	213
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	9.5	11.4
EBITDA	665	249	-18	237	274
EBITDA Margin (%)	25.9	14.0	-1.1	13.8	14.6
영업외손익	50	69	230	93	93
관계기업손익	-8	4	5	5	5
금융수익	74	120	157	103	103
금융비용	-106	-29	-40	-40	-40
기타	90	-26	109	26	26
법인세비용차감전순이익	609	206	121	255	306
법인세비용	173	-8	27	56	67
계속사업순이익	436	214	94	199	238
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	94	199	238
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.0	11.6	12.7
비지배지분순이익	0	2	0	0	0
지배지분순이익	436	212	94	199	238
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	6.0	11.6	12.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-269	-23	-13	-13	-13
포괄순이익	167	191	82	187	226
비지배지분포괄이익	0	2	1	2	2
지배지분포괄이익	166	189	81	185	224

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	62	125	149
당기순이익	436	214	94	199	238
비현금항목의 가감	359	72	48	57	46
감가상각비	104	110	90	73	59
외환손익	2	7	-30	-30	-30
자본법평가손익	6	-1	-5	-5	-5
기타	247	-45	-7	18	21
자산부채의 증감	50	-96	-124	-149	-151
기타현금흐름	-109	-50	43	17	15
투자활동 현금흐름	-392	113	-74	-80	-86
투자자산	536	345	6	6	6
유형자산	-250	-117	0	0	0
기타	-678	-115	-80	-86	-92
재무활동 현금흐름	-304	-177	-345	-105	-105
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	-140	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-136	-64	-64	-64
기타	-40	-42	-282	-42	-42
현금의 증감	30	80	-155	64	153
기초 현금	256	286	365	210	274
기말 현금	286	365	210	274	426
NOPLAT	400	142	-85	126	166
FCF	306	41	-117	52	76

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,246	2,406	2,664
현금및현금성자산	286	365	210	274	426
매출채권 및 기타채권	219	172	153	160	169
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	2,185	1,799	1,882	1,972	2,068
비유동자산	1,747	2,057	1,958	1,956	1,897
유형자산	930	1,001	911	918	869
관계기업투자금	26	25	19	13	7
기타금융자산	512	648	648	648	648
기타비유동자산	278	384	380	377	374
자산총계	4,438	4,394	4,204	4,362	4,562
유동부채	515	614	380	386	392
매입채무 및 기타채무	292	215	215	215	215
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	240	0	0	0
기타유동부채	224	159	164	170	177
비유동부채	724	526	541	557	575
차입금	60	0	0	0	0
사채	349	170	170	170	170
기타비유동부채	314	357	372	388	405
부채총계	1,239	1,141	921	943	967
지배지분	3,196	3,250	3,280	3,416	3,590
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,503	3,639	3,813
기타자본변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배지분	2	3	3	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,283	3,419	3,594
총차입금	593	603	373	383	394

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

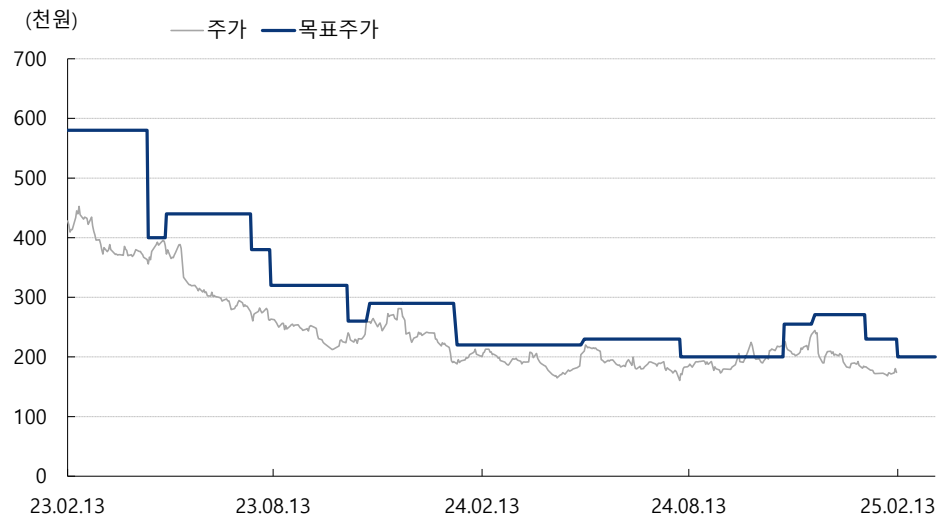
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	4,279	9,067	10,860
PER	22.6	24.9	42.8	19.2	16.0
BPS	145,587	148,023	149,407	155,579	163,544
PBR	3.1	1.6	1.2	1.1	1.1
EBITDAPS	30,288	11,349	-814	10,782	12,461
EV/EBITDA	12.0	15.1	-131.5	8.5	6.5
SPS	117,144	81,071	71,883	77,952	85,190
PSR	3.8	3.0	2.5	2.2	2.0
CFPS	13,933	1,880	-5,344	2,379	3,465
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.4	-30.8	-11.3	8.4	9.3
영업이익 증가율	49.0	-75.4	적전	흑전	31.1
순이익 증가율	10.2	-50.9	-56.0	111.6	19.8
수익성					
ROIC	55.1	16.4	-9.2	14.4	19.3
ROA	9.7	4.8	2.2	4.6	5.3
ROE	13.7	6.6	2.9	5.9	6.8
안정성					
부채비율	38.7	35.1	28.0	27.6	26.9
순차입금비율	13.4	13.7	8.9	8.8	8.6
이자보상배율	59.0	9.4	-12.4	18.4	24.1

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	450,000	(15.58)	(9.22)	2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)
2022.08.16	매수	450,000	(22.49)	3.23	2024.05.13	Trading Buy	230,000	(20.56)	(4.55)
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)	2024.08.06	Trading Buy	200,000	(3.32)	10.91
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)	2024.11.05	Trading Buy	255,000	(18.59)	(7.37)
2023.02.10	매수	580,000	(31.69)	(21.98)	2024.12.03	Trading Buy	271,000	(35.39)	(10.84)
2023.04.25	매수	400,000	(5.04)	(11.38)	2025.01.16	Trading Buy	230,000	(31.43)	(25.27)
2023.05.11	Trading Buy	440,000	(39.06)	(13.26)	2025.02.13	Trading Buy	200,000		
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)					
2023.08.11	Trading Buy	320,000	(31.86)	(21.44)					
2023.10.18	Trading Buy	260,000	(11.31)	(0.06)					
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9%	2.5%	0.6%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하