

엔씨소프트

036570

May 15, 2025

Trading Buy

유지

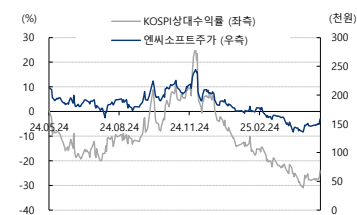
TP 200,000 원

유지

Company Data

현재가(05/14)	158,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	244,500 원
52 주 최저가(보통주)	135,800 원
KOSPI (05/14)	2,640.57p
KOSDAQ (05/14)	739.05p
자본금	110 억원
시가총액	34,147 억원
발행주식수(보통주)	2,154 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	9.7 만주
평균거래대금(60 일)	142 억원
외국인지분(보통주)	37.29%
주요주주	
김택진 외 16 인	12.36%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.3	-22.5	-28.0
상대주가	3.5	-29.0	-25.5

공격적인 26년 매출 가이드نس 제시

1Q25 Review: 영업이익 컨센서스 하회

1Q25 매출은 3,603억원(YoY -9%, QoQ -12%)로 시장 예상치(3,682억원)에 부합, 영업이익은 52억원(YoY -80%, QoQ 흑자전환)으로 컨센서스(87억원) 하회. 모바일 게임 매출은 리니지M(QoQ -7%) 및 2M(QoQ -8%), 사업 활동 강도 조율에 따라 2,063원(QoQ -4%, YoY -17%), PC 온라인 게임 매출은 길드워 2 확장팩 판매 효과 제거와 전반적 사업 활동 강도 조율로 833억원(QoQ -11%, YoY -9%) 기록. 로열티 매출은 Throne & Liberty 글로벌 출시 효과 완화된 450억원(QoQ -39%, YoY +38%).

영업비용 중 마케팅비는 신작 마케팅 활동 부재로 133억원(QoQ -76%, YoY +93%), 인건비는 전분기 지급된 퇴직위로금 효과 축소, 전년동기비로는 인원 감축 효과 반영으로 1,872억원(QoQ -40%, YoY -8%) 기록. 매출변동비 및 기타는 1,294억원(QoQ -10%, YoY -4%) 기록.

투자의견 Trading Buy & 목표주가 200,000원 유지

투자의견 Trading Buy 및 목표주가 200,000원 유지. 당사는 2024년 이루어진 인력 감축을 통해 기존 IP 만으로도 흑자를 달성할 수 있도록 이익 정상화를 이뤘으며, 2026년 매출에 대해 2.0~2.5조원의 가이드نس를 제시하고 공시. 구체적으로 1) 레거시 IP의 라이브 서비스 지속 및 지역 확장, 스핀오프 게임 출시로 1.4~1.5조원, 2) 자체 개발 및 외부작 퍼블리싱 신작을 통한 0.6~1조원의 매출 목표치 제시. 이는 총 3개의 기존 IP 스핀오프 게임과 7종의 신규 IP 게임 출시를 전제로 한 목표치. 이에, 4Q25 출시 예상되는 4종의 주요 신작(아이온2, LLL, Time Takers, Breakers)과 3종의 기존 IP 스핀오프의 25~26년 출시를 가정하여 2026년 매출을 1.87조원(레거시 IP 1.41조원 + 신규 IP 4,645억원), 영업이익은 비용효율화 기조 이어가며 1,929억원 달성 추정. 나머지 신작 출시에 대한 시야 확보시 추정치 상향 가능. 25년 큰 폭의 영업이익 달성은 어렵지만 26년 매출 및 이익에 가장 큰 기여가 예상되는 아이온2(26년 2,818억원 기여 예상)에 대한 라이브 공개(25년 5월 29일)와 이후 FGT, 슈팅/서브컬처 라인업의 글로벌 게임쇼 출품 등 이벤트에 따라 2026년 게임 매출 추정치 및 주가 변동성이 크게 나타날 수 있는 구간이라고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,780	1,578	1,556	1,870	2,209
YoY(%)	-30.8	-11.3	-1.4	20.2	18.2
영업이익(십억원)	137	-109	45	193	357
OP 마진(%)	7.7	-6.9	2.9	10.3	16.2
순이익(십억원)	214	94	100	221	360
EPS(원)	9,663	4,291	4,672	10,235	16,706
YoY(%)	-51.3	-55.6	8.9	119.1	63.2
PER(배)	24.9	42.7	33.9	15.5	9.5
PCR(배)	18.6	46.0	313.4	26.3	12.9
PBR(배)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	15.1	-75,002.9	16.1	7.3	3.8
ROE(%)	6.6	3.0	3.3	6.8	10.3



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	353.8	376.9	464.7	1,779.8	1,578.1	1,555.7	1,869.7
성장률(YoY %)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	-4.1%	-6.2%	13.5%	-30.8%	-11.3%	-1.4%	20.2%
게임매출	365.2	331.2	363.8	335.9	315.3	307.8	332.4	421.5	1,635.4	1,396.1	1,377.0	1,718.6
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	108.2	133.8	105.2	489.9	492.8	459.9	441.6
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	34.4	39.4	40.3	242.9	182.6	152.0	131.4
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	50.7	50.2	50.1	403.9	244.3	204.1	197.2
B&S 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.3	2.4	2.5	27.5	17.1	9.8	8.9
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	22.2	23.5	22.2	102.0	98.2	90.2	87.2
리니지2	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	18.7	17.9	18.4	85.6	85.5	74.1	69.2
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	7.7	8.5	8.8	71.5	50.4	33.5	30.4
B&S	4.1	3.8	3.2	14.0	14.2	13.8	13.3	12.9	25.3	25.1	54.2	48.0
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	17.3	16.8	17.9	79.4	92.6	71.3	68.3
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	67.5	-	-	67.5	281.8
LLL	-	-	-	-	-	-	-	24.0	-	-	24.0	80.6
기존 IP 스피노프 3종	-	-	-	-	-	-	-	4.0	-	-	4.0	74.4
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	9.0	-	-	9.0	53.8
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	15.0	48.4
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	32.4	26.5	23.6	107.4	107.7	108.2	97.5
로열티매출	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	46.0	44.5	43.2	144.5	182.0	178.7	151.0
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	346.9	369.3	439.1	1,642.5	1,687.3	1,510.3	1,676.8
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	180.0	179.7	179.9	822.9	906.4	726.8	721.1
매출변동비	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	123.4	133.6	170.7	622.8	544.7	557.2	687.5
광고선전비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	17.7	30.2	62.7	85.0	128.2	123.9	163.8
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	25.7	25.8	25.8	111.9	108.1	102.5	104.5
영업이익	25.7	8.8	14.3	129.5	5.2	7.0	7.6	25.6	137.3	109.2	45.4	192.9
성장률(YoY %)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	-21.2%	흑자전환	흑자전환	-75.4%	적자전환	흑자전환	325.0%
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	2.0%	2.0%	5.5%	7.7%	-6.9%	2.9%	10.3%
순이익	57.1	71.1	26.5	7.6	37.5	50.4	7.5	20.0	213.9	94.1	100.4	220.5
NPM(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	14.2%	-2.0%	4.3%	12.0%	6.0%	6.5%	11.8%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
2026 지배순이익 추정치	220.5	
target PER	17.5	글로벌 게임사 Peer 26F PER 평균
적정시가총액	3,858.75	
유통주식수	19,364	자기주식 제외
적정주가	199,274	
목표주가	200,000	
현재주가	158,500	
상승여력	26.2%	

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

엔씨소프트 [036570]

공격적인 26년 매출 가이드선 제시

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,556	1,870	2,209
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,556	1,870	2,209
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,510	1,677	1,852
영업이익	137	-109	45	193	357
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	2.9	10.3	16.2
EBITDA	249	0	133	263	413
EBITDA Margin (%)	14.0	0.0	8.5	14.1	18.7
영업외손익	69	230	67	67	67
관계기업손익	4	4	-4	-4	-4
금융수익	120	157	72	72	72
금융비용	-29	-40	-44	-44	-44
기타	-26	109	42	42	42
법인세비용차감전순이익	206	121	112	259	423
법인세비용	-8	27	12	39	64
계속사업순이익	214	94	100	221	360
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	100	221	360
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	6.5	11.8	16.3
비지배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	212	94	101	221	360
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	6.5	11.8	16.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-46	-17	-17	-17
포괄순이익	191	48	83	203	343
비지배지분포괄이익	2	0	0	0	1
지배지분포괄이익	189	48	83	203	342

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	26	101	224
당기순이익	214	94	100	221	360
비현금항목의 가감	72	-7	-90	-91	-96
감가상각비	110	106	84	67	53
외환손익	7	-4	-81	-81	-81
자본법평가손익	-1	2	4	4	4
기타	-45	-111	-98	-81	-73
자산부채의 증감	-96	-43	-61	-89	-91
기타현금흐름	-50	63	76	60	52
투자활동 현금흐름	113	1,294	150	21	1
투자자산	345	327	-20	-20	-20
유형자산	-117	-84	0	0	0
기타	-114	1,051	170	41	21
재무활동 현금흐름	-177	-523	-62	-62	-62
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-240	10	10	10
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타	-42	-219	-44	-44	-44
현금의 증감	80	895	274	226	334
기초 현금	286	365	1,260	1,535	1,761
기말 현금	365	1,260	1,535	1,761	2,095
NOPLAT	142	-85	41	164	303
FCF	41	-103	67	145	268

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	1,906	2,132	2,489
현금및현금성자산	365	1,260	1,535	1,761	2,095
매출채권 및 기타채권	172	167	163	186	212
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	1,799	360	207	183	180
비유동자산	2,057	2,165	2,108	2,067	2,040
유형자산	1,001	998	913	846	793
관계기업투자금	25	50	79	108	136
기타금융자산	648	822	822	822	822
기타비유동자산	384	296	294	292	290
자산총계	4,394	3,954	4,013	4,199	4,529
유동부채	614	322	329	337	346
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	240	0	0	0	0
기타유동부채	159	126	133	140	149
비유동부채	526	568	549	534	523
차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	180	190	200
기타비유동부채	357	398	369	344	323
부채총계	1,141	890	878	870	868
지배지분	3,250	3,058	3,131	3,323	3,654
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,546	3,738	4,070
기타자본변동	-623	-799	-799	-799	-799
비지배지분	3	5	5	6	6
자본총계	3,253	3,064	3,136	3,328	3,660
총차입금	609	336	319	306	297

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

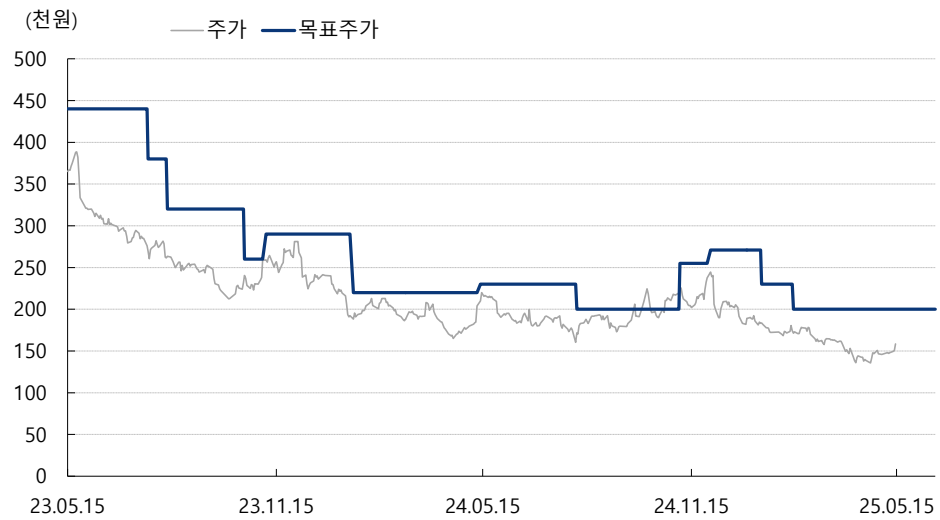
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	4,672	10,235	16,706
PER	24.9	42.7	33.9	15.5	9.5
BPS	148,023	139,312	145,311	154,232	169,623
PBR	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	11,349	-2	6,164	12,207	19,180
EV/EBITDA	15.1	-75,002.9	16.1	7.3	3.8
SPS	81,071	71,883	72,210	86,784	102,547
PSR	3.0	2.5	2.2	1.8	1.5
CFPS	1,880	-4,708	3,104	6,721	12,454
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	-1.4	20.2	18.2
영업이익 증가율	-75.4	적 전	흑 전	325.0	85.0
순이익 증가율	-50.9	-56.0	6.7	119.6	63.2
수익성					
ROIC	16.4	-8.0	3.7	16.1	31.0
ROA	4.8	2.3	2.5	5.4	8.2
ROE	6.6	3.0	3.3	6.8	10.3
안정성					
부채비율	35.1	29.1	28.0	26.2	23.7
순차입금비율	13.9	8.5	7.9	7.3	6.6
이자보상배율	9.4	-10.6	4.3	17.7	31.9

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	(28.05)	(12.11)
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)	2025.05.15	Trading Buy	200,000		
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 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

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