

## Company Update

Analyst 이승훈

RA 박은명

02) 6915-5680

dozed@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 235,000원

현재가 (5/15) 155,500원

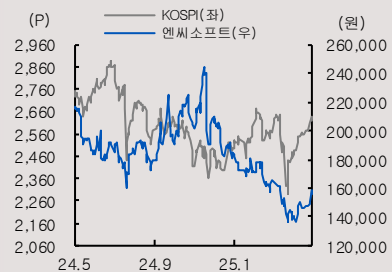
KOSPI (5/15)	2,621.36pt
시가총액	3,350십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
52주 최고가	244,500원
최저가	135,800원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	37.3%
배당수익률 (2025F)	2.0%

주주구성	
김택진 외 16 인	12.36%
퍼블릭 인베스트먼트 펀	9.43%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	3%	-29%	-26%
절대기준	9%	-23%	-29%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	235,000	270,000	▼
EPS(25)	5,039	10,347	▼
EPS(26)	12,635	13,361	▼

## 엔씨소프트 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 엔씨소프트 (036570)

## 침묵은 끝났다. 이제 신작의 시간

## 1분기 영업이익 컨센서스 하회

엔씨소프트는 1분기 연결 기준 매출액 3,603억원(YoY -9.5%, QoQ -12.0%), 영업이익은 52억원(YoY -79.7%, QoQ 흑전)을 기록하여 영업이익이 컨센서스(매출액 3,644억원, 영업이익 103억원)를 하회함. 전분기 대비 모바일 게임 -4.3%, Legacy PC은 -10.8% 감소함. 리니지W가 QoQ +8.2% 증가했으나 리니지M와 리니지M2가 각각 -7.4%, -8.2% 감소함. 반면, 로열티 수익은 글로벌 TL 매출이 하향 안정화되면서 QoQ -38.9% 감소함. 영업비용은 인건비와 마케팅비가 급감하면서 QoQ -34.1% 감소함. 인건비는 구조조정 영향으로 QoQ -40.5%, 마케팅비는 -75.9% 감소하면서 영업이익의 흑자 전환을 달성함

## 신작 출시에 따른 가이드نس 제시로 자신감 표출

신작 7종 이상을 출시하면서 2026년 매출 가이드نس 2조원 이상을 제시함. 4분기 아이온2를 시작으로 LLL, 브레이커스 및 IP스핀오프 게임을 출시하고 2026년 이후 타임케이커즈, 본파이어, 글로벌 IP신작 등 다수의 게임을 연속적으로 출시할 예정임. 최대 기대작인 아이온2는 기존 PC아이온의 한계를 보완하고 PvE, 레이드 콘텐츠 중심의 차별화를 꾀했으며, 리니지와는 BM(비즈니스 모델)과 콘텐츠 구조에서 명확히 구분될 것으로 발표함. 5월 말 생방송, 6월 FGT(포커스 그룹 테스트) 등을 통해 이용자 커뮤니케이션을 강화할 예정임. 회사는 2026년 매출 가이드نس를 Legacy IP 1.4~1.5조원, 신작 6천억원~1조원으로 제시함

## 목표주가 235,000원으로 하향, 투자의견 유지

목표주가를 2025년 예상 EPS(신작 출시 지연에 따라 추정치를 하향)에 Target PER(최근 2년간 12개월 FW PER의 중간값)인 18.6배를 적용하여 -13.0% 하향함. Legacy 게임만으로 손익분기점을 기록할 수 있을 정도로 경영효율화가 마무리 단계에 진입함. 또한, 동사의 흥행 가능성이 가장 높은 IP 신작 게임이 4분기 출시될 예정인 만큼 회사가 제시한 가이드نس의 실현 가능성이 높다고 판단됨

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,524	2,084	2,349
영업이익	137	-109	55	304	374
세전이익	206	121	122	356	428
지배주주순이익	212	94	109	272	323
EPS(원)	9,663	4,291	5,039	12,635	14,987
증가율(%)	-51.3	-55.6	17.4	150.8	18.6
영업이익률(%)	7.7	-6.9	3.6	14.6	15.9
순이익률(%)	12.0	6.0	7.2	13.1	13.8
ROE(%)	6.6	3.0	3.5	8.4	9.3
PER	24.9	42.7	31.5	12.5	10.6
PBR	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.5	-76,035.3	16.1	5.5	4.3

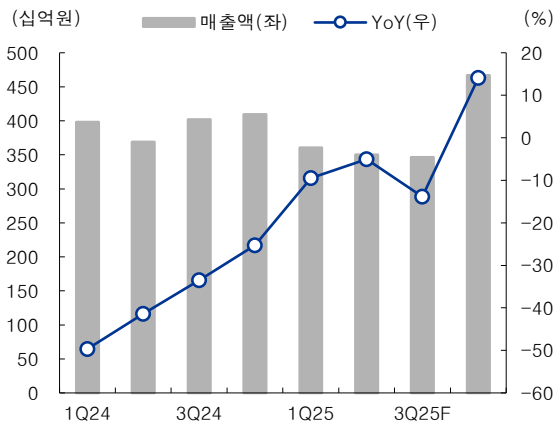
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>398</b>	<b>369</b>	<b>402</b>	<b>409</b>	<b>360</b>	<b>350</b>	<b>346</b>	<b>467</b>	<b>1,578</b>	<b>1,524</b>	<b>2,084</b>
QoQ	-27.4%	-7.3%	9.0%	1.9%	-12.0%	-2.8%	-1.2%	34.9%			
YoY	-49.7%	-41.4%	-33.5%	-25.3%	-9.5%	-5.0%	-13.9%	14.1%	-11.3%	-3.4%	36.7%
PC게임	91	86	81	93	83	80	78	84	352	326	315
모바일게임	249	218	253	216	206	204	203	203	937	816	769
기타	24	27	30	27	26	26	28	30	108	109	121
로열티	33	38	38	74	45	40	37	38	182	160	154
신작	-	-	-	-	-	-	-	113	-	113	725
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>9</b>	<b>-14</b>	<b>-129</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>44</b>	<b>-109</b>	<b>55</b>	<b>304</b>
OPM	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	1.5%	0.2%	9.5%	-6.9%	3.6%	14.6%
QoQ	-45.8%	-65.6%	적전	적지	흑전	-0.4%	-88.7%	7460.5%			
YoY	-89.5%	-92.8%	적전	적전	-79.7%	-41.2%	흑전	흑전	적전	흑전	447.6%
<b>세전이익</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>58</b>	<b>86</b>	<b>83</b>	<b>77</b>	<b>110</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>356</b>
QoQ	흑전	-40.1%	-24.8%	310.9%	48.8%	-3.7%	-7.4%	43.6%			
YoY	-77.9%	-52.1%	-69.5%	흑전	175.5%	343.0%	445.4%	90.6%	-41.4%	0.8%	192.1%
<b>순이익(지배)</b>	<b>38</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>44</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>58</b>	<b>83</b>	<b>94</b>	<b>109</b>	<b>272</b>
NIM	9.5%	4.2%	2.9%	10.8%	18.5%	18.3%	16.7%	17.8%	6.0%	7.2%	13.1%
QoQ	51.3%	-58.8%	-25.2%	278.2%	51.5%	-3.7%	-9.8%	43.6%			
YoY	-66.8%	-47.9%	-73.3%	76.5%	76.7%	312.9%	397.8%	89.0%	-55.6%	15.7%	149.7%

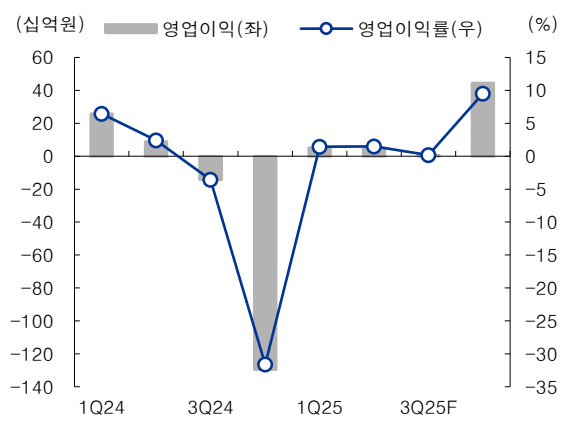
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 3. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이

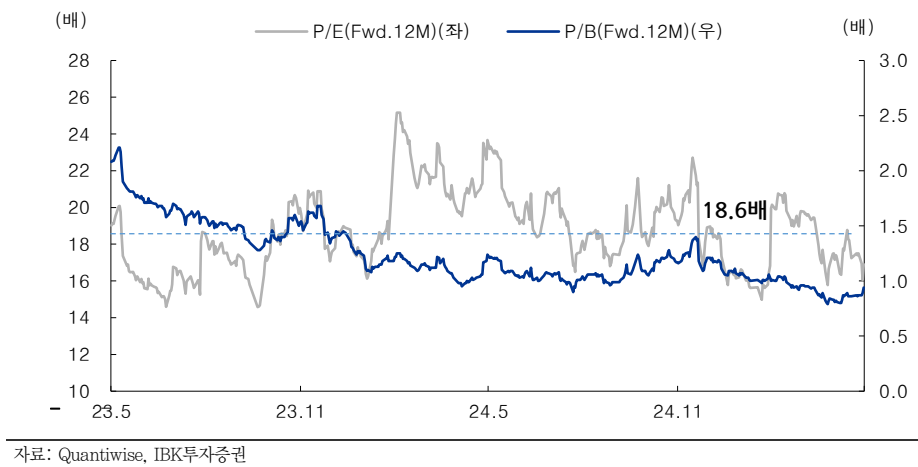


그림 4. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이

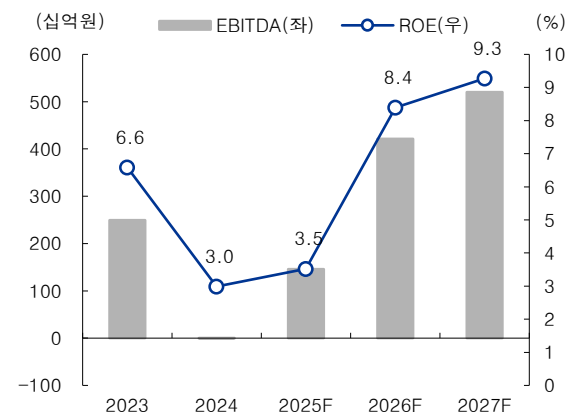


그림 5. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이

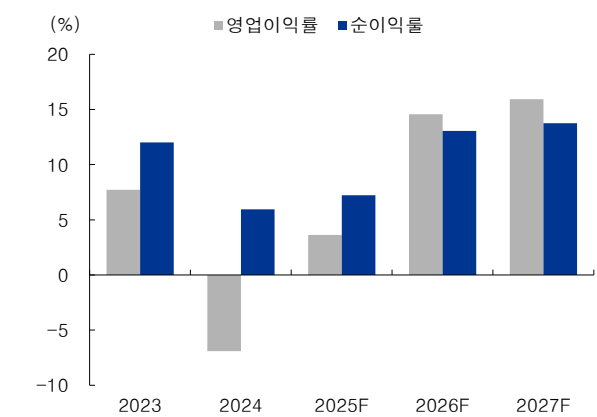


그림 6. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이

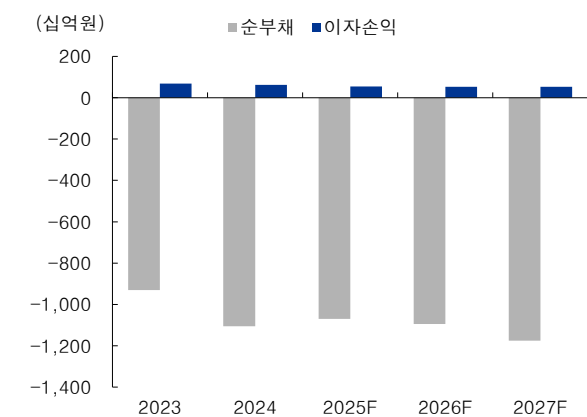
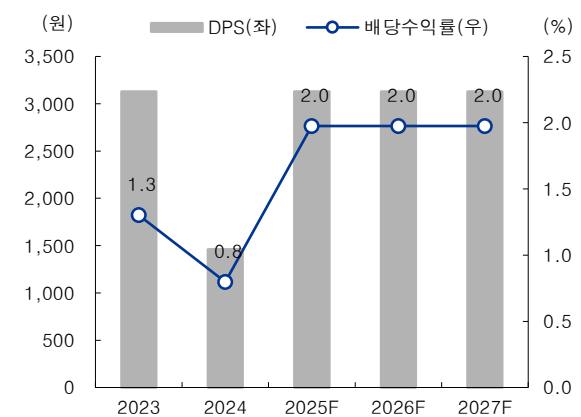


그림 7. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



엔씨소프트 (036570)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,524	2,084	2,349
증가율(%)	-30.8	-11.3	-3.4	36.7	12.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,524	2,084	2,349
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,643	1,687	1,468	1,780	1,975
판매비율(%)	92.3	106.9	96.3	85.4	84.1
영업이익	137	-109	55	304	374
증가율(%)	-75.4	-179.6	-150.8	447.6	23.2
영업이익률(%)	7.7	-6.9	3.6	14.6	15.9
순금융손익	91	117	55	52	54
이자손익	69	62	55	52	54
기타	22	55	0	0	0
기타영업외손익	-26	109	0	0	0
중속/관계기업손익	4	4	12	0	0
세전이익	206	121	122	356	428
법인세	-8	27	12	84	105
법인세율	-3.9	22.3	9.8	23.6	24.5
계속사업이익	214	94	110	272	323
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	110	272	323
증가율(%)	-50.9	-56.0	16.8	147.7	18.6
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	7.2	13.1	13.8
지배주주당기순이익	212	94	109	272	323
기타포괄이익	-23	-46	0	0	0
총포괄이익	191	48	110	272	323
EBITDA	249	0	146	421	520
증가율(%)	-62.5	-100.0	na	188.6	23.3
EBITDA마진율(%)	14.0	0.0	9.6	20.2	22.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	5,039	12,635	14,987
BPS	148,023	139,312	145,700	155,517	167,745
DPS	3,130	1,460	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	24.9	42.7	31.5	12.5	10.6
PBR	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.5	-76,035.3	16.1	5.5	4.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-30.8	-11.3	-3.4	36.7	12.7
EPS증가율	-51.3	-55.6	17.4	150.8	18.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	0.8	2.0	2.0	2.0
ROE	6.6	3.0	3.5	8.4	9.3
ROA	4.8	2.3	2.7	6.5	7.2
ROIC	25.8	9.6	10.5	23.0	23.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	35.1	29.1	29.1	28.7	28.0
순차입금 비율(%)	-28.6	-36.1	-34.0	-32.6	-32.5
이자보상배율(배)	9.4	-10.6	10.1	56.9	70.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.6	12.0	10.9	12.4	11.5
재고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,353.2	1,534.9	1,426.2
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	1,687	1,772	1,911
현금및현금성자산	365	1,260	1,217	1,235	1,308
유가증권	1,167	178	186	193	201
매출채권	133	130	149	188	220
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	2,057	2,165	2,374	2,548	2,724
유형자산	1,001	998	1,059	1,195	1,329
무형자산	96	104	110	117	124
투자자산	673	872	872	873	874
자산총계	4,394	3,954	4,061	4,320	4,635
유동부채	614	322	336	353	369
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	0	0	0
비유동부채	526	568	580	611	645
사채	170	170	170	170	170
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,141	890	916	964	1,015
지배주주지분	3,250	3,058	3,139	3,350	3,614
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-623	-799	-799	-799	-799
기타포괄이익누계액	-45	-61	-61	-61	-61
이익잉여금	3,473	3,474	3,555	3,766	4,030
비지배주주지분	3	5	6	6	6
자본총계	3,253	3,064	3,145	3,356	3,620
비이자부채	539	556	582	630	681
총차입금	602	334	334	334	334
순차입금	-930	-1,105	-1,069	-1,094	-1,175

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	173	354	439
당기순이익	214	94	110	272	323
비현금성 비용 및 수익	72	-7	24	65	92
유형자산감가상각비	110	106	89	116	143
무형자산상각비	2	3	2	2	2
운전자본변동	-96	-43	-15	-36	-29
매출채권등의 감소	42	20	-18	-39	-33
재고자산의 감소	1	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-50	63	54	53	53
투자활동 현금흐름	113	1,294	-222	-320	-355
유형자산의 증가(CAPEX)	-117	-84	-150	-252	-277
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-41	41	-8	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	10	-20	-91	-1	-1
기타	260	1356	27	-58	-67
재무활동 현금흐름	-177	-523	6	-17	-12
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-177	-523	6	-16	-11
기타 및 조정	4	17	0	0	1
현금의 증가	80	895	-43	17	73
기초현금	286	365	1,260	1,217	1,235
기말현금	365	1,260	1,217	1,235	1,308

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

