



BUY (유지)

목표주가(12M) 230,000원  
현재주가(10.17) 189,900원

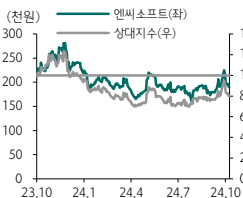
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,609.30
52주 최고/최저(원)	281,000/160,400
시가총액(십억원)	4,169.1
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	21,954.0
60일 평균 거래량(천주)	102.2
60일 평균 거래대금(십억원)	19.5
외국인지분율(%)	35.61
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 12 인	12.01
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,579.0	1,861.3
영업이익(십억원)	73.8	215.0
순이익(십억원)	191.8	240.7
EPS(원)	8,725	10,937
BPS(원)	169,925	178,174

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,621.6	1,905.5
영업이익	559.0	137.3	80.9	228.9
세전이익	609.1	206.2	252.5	324.0
순이익	435.7	212.1	199.4	258.8
EPS	19,847	9,663	9,083	11,789
증감률	9.79	(51.31)	(6.00)	29.79
PER	22.57	24.89	20.91	16.11
PBR	2.58	1.37	1.05	1.00
EV/EBITDA	12.08	15.28	16.65	8.75
ROE	13.73	6.58	6.11	7.65
BPS	173,629	176,065	180,700	189,670
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 18일 | 기업분석\_Earnings Preview

# 엔씨소프트 (036570)

## 4분기가 중요

### 3Q24 Pre: 호연의 부진, 컨센서스 하회

엔씨소프트는 3분기 연결 기준 매출액 4,002억원(-5.4%YoY, +8.5%QoQ), 영업이익 34억원(-79.2%YoY, -61.1%QoQ, OPM 0.9%)를 기록하며 영업이익 컨센서스를 하회할 전망이다. 3분기 모바일 부문 매출액은 2,443억원(-10.8%YoY), +11.9%QoQ)로 추정한다. 전분기 대비 성장 동력은 [리니지 M]의 반등이다. [리니지 M]의 매출액은 1,292억원(+8.0%YoY, +20.8%QoQ)로 예상한다. 6/19일자로 진행된 리부트 월드 업데이트 효과가 3분기 온기 인식되었고 골프 브랜드와의 콜라보 성과를 반영했다. 그 외의 모바일 게임 라인업은 하향 안정화가 지속되고 있는 모습이다. [호연]은 8/28일자로 한국/일본/대만에 출시했으나 포지셔닝에 실패하여 추정치를 하향했다. 출시 이후 캐릭터 체형/비율을 결정하는 등 유저와 소통하여 개선해가고 있으나, 단기간 반등은 어려울 것으로 예상된다. 3분기 영업비용은 3,968억원(-2.4%YoY, +10.2QoQ)로 추정한다. 전분기 대비 증가 요인은 2분기 있었던 장기인센티브 총당금 감액 효과의 부재로 인한 인건비 상승과 [리니지 M] 이벤트, [호연] 출시로 인한 마케팅 비용 증가다.

### TL 글로벌의 성공, 실적 기여는 저니 오브 모나크를 기대

엔씨소프트는 2024년 영업수익 1조 6,216억원(-8.9%YoY), 영업이익 809억원(-41.1%YoY, OPM 5.0%)를 기록할 전망이다. 모바일 부문은 1조 33억원(-16.4%YoY), PC/콘솔 게임은 3,558억원(-2.5%YoY)으로 추정했다. 10/1일자로 정식 출시한 [TL 글로벌]은 아마존게임즈의 퍼블리싱으로 기대 이상의 유저를 확보했다. 엔씨소프트의 개발로 스팀 내에서 20만명 이상의 최대 접속자 수를 유지하고 있다는 점은 유의미한 성공으로 판단한다. 다만 MMORPG 장르이긴 하나 낮은 강도의 BM으로 설계되어 있어 4분기 로열티 약 180억원 수준으로 반영했다. 실적 기여면에서는 연내 출시 예정인 [저니 오브 모나크]의 초기 잠재력이 더 높다고 전망한다. [저니 오브 모나크]는 9월 30일부터 사전 예약을 시작했다. 현재까지 공개된 내용으로 보면, 리니지 IP를 활용한 1대1 PvP 위주의 RPG 게임으로 추정된다. 타겟층은 기존 리니지 레거시를 경험한 고 ARPPU 유저들이다. 12월(예상) 출시 후 월평균 일매출 12억원, 이후 분기 6억원 수준으로 추정한다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 230,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 230,000원을 유지한다. [TL 글로벌], [저니 오브 모나크]의 추정치를 반영하더라도 여전히 2025년 하반기 출시 예정인 [아이온2]의 초기 성과가 중요하다. [TL 글로벌] 출시 이후 확대된 변동성은 동시접속자의 자연 감소와 함께 소강상태로 접어들 것으로 전망한다. 현재 공개된 출시 예정 라인업은 [저니 오브 모나크], [택탄], [아이온 2], [프로젝트 LLL]이다. [아이온2] 외에도 유의미한 성과가 나타난다면 추정치 상향과 함께 추가 회복이 가능하다.

도표 1. 3Q24 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	3Q24F	3Q23	2Q24	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	400.2	423.1	368.9	(5.4)	8.5	392.4	2.0
영업이익	3.4	16.5	8.8	(79.2)	(61.1)	9.5	(63.8)
당기순이익	19.5	44.0	71.1	흑전	(72.6)	29.4	(33.7)
영업이익률(%)	0.9	3.9	2.4			2.4	
당기순이익률(%)	4.9	10.4	19.3			7.5	

자료: 하나증권

도표 2. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>478.8</b>	<b>440.3</b>	<b>423.1</b>	<b>437.7</b>	<b>397.9</b>	<b>368.9</b>	<b>400.2</b>	<b>454.5</b>	<b>1,779.8</b>	<b>1,621.6</b>	<b>1,905.5</b>
YoY(%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(16.2)	(5.4)	3.8	(30.8)	(8.9)	17.5
<b>PC/콘솔</b>	<b>91.4</b>	<b>88.2</b>	<b>93.2</b>	<b>92.3</b>	<b>91.5</b>	<b>86.2</b>	<b>89.7</b>	<b>88.4</b>	<b>365.1</b>	<b>355.8</b>	<b>350.6</b>
YoY(%)	(1.8)	(8.0)	(4.0)	(11.5)	0.1	(2.2)	(3.7)	(4.2)	(6.5)	(2.5)	(1.5)
리니지	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	26.7	21.5	96.5	97.0	93.1
리니지 II	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	19.9	21.6	87.3	86.2	84.1
아이온	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	16.0	15.5	67.9	58.8	57.1
기타	27.8	25.1	27.0	33.5	29.5	27.3	27.2	29.7	113.3	113.7	116.2
<b>모바일</b>	<b>330.8</b>	<b>296.9</b>	<b>273.8</b>	<b>298.9</b>	<b>249.4</b>	<b>218.2</b>	<b>244.3</b>	<b>291.4</b>	<b>1,200.4</b>	<b>1,003.3</b>	<b>1,295.6</b>
YoY(%)	(48.4)	(37.5)	(37.4)	(21.6)	(24.6)	(26.5)	(10.8)	(2.5)	(37.9)	(16.4)	29.1
리니지 M	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	129.2	112.0	496.1	453.2	418.5
리니지 2M	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	42.0	55.7	262.9	195.9	146.3
리니지 W	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	57.4	62.8	414.0	268.4	210.5
블레이드 & 소울 2	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	5.9	16.0	27.4	30.9	45.9
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	9.9	45.0	0.0	54.9	474.4
기타 매출	56.6	55.2	56.1	46.5	57.0	64.4	66.2	74.8	214.4	262.4	259.3
YoY(%)	0.0	(5.1)	(19.7)	(25.7)	0.7	16.7	18.1	60.8	(13.3)	22.4	(1.2)
<b>영업비용</b>	<b>397.1</b>	<b>405.0</b>	<b>406.6</b>	<b>433.9</b>	<b>372.2</b>	<b>360.0</b>	<b>396.8</b>	<b>411.7</b>	<b>1,642.5</b>	<b>1,540.7</b>	<b>1,676.6</b>
YoY(%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(12.4)	(6.3)	(11.1)	(2.4)	(5.1)	(18.2)	(6.2)	8.8
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	194.3	200.1	822.9	785.2	764.6
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.6	159.8	622.8	560.9	661.2
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	35.1	24.2	85.0	83.6	139.3
감가상각 & 무형자산상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	27.8	27.6	111.9	111.1	111.4
<b>영업이익</b>	<b>81.6</b>	<b>35.3</b>	<b>16.5</b>	<b>3.9</b>	<b>25.7</b>	<b>8.8</b>	<b>3.4</b>	<b>42.9</b>	<b>137.3</b>	<b>80.9</b>	<b>228.9</b>
YoY(%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(92.7)	(68.5)	(74.9)	(79.2)	1012.3	(75.7)	(41.1)	183.1
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	0.9	9.4	7.7	5.0	12.0
<b>당기순이익</b>	<b>114.2</b>	<b>30.5</b>	<b>44.0</b>	<b>25.2</b>	<b>57.1</b>	<b>71.1</b>	<b>19.5</b>	<b>51.9</b>	<b>213.9</b>	<b>199.6</b>	<b>259.2</b>
YoY(%)	(32.2)	(74.3)	(75.8)	(176.1)	(50.0)	132.8	(55.7)	106.0	(5.1)	(0.7)	3.0
당기순이익률(%)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	19.3	4.9	11.4	12.0	12.3	13.6

자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>매출액</b>	<b>2,571.8</b>	<b>1,779.8</b>	<b>1,621.6</b>	<b>1,905.5</b>	<b>2,108.0</b>	
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,621.6	1,905.5	2,108.0	
판매비	2,012.8	1,642.5	1,540.7	1,676.6	1,694.1	
<b>영업이익</b>	<b>559.0</b>	<b>137.3</b>	<b>80.9</b>	<b>228.9</b>	<b>413.9</b>	
금융손익	(31.8)	91.1	116.8	95.1	114.3	
종속/관계기업손익	(8.1)	4.1	6.5	0.0	0.0	
기타영업외손익	90.0	(26.2)	48.3	0.0	0.0	
<b>세전이익</b>	<b>609.1</b>	<b>206.2</b>	<b>252.5</b>	<b>324.0</b>	<b>528.2</b>	
법인세	173.1	(7.7)	52.9	64.8	105.6	
계속사업이익	436.0	213.9	199.6	259.2	422.5	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>436.0</b>	<b>213.9</b>	<b>199.6</b>	<b>259.2</b>	<b>422.5</b>	
비배주주지분 손이익	0.3	1.8	0.2	0.4	0.7	
<b>지배주주순이익</b>	<b>435.7</b>	<b>212.1</b>	<b>199.4</b>	<b>258.8</b>	<b>421.9</b>	
지배주주지분포괄이익	166.4	189.1	164.7	256.5	418.1	
NOPAT	400.2	142.4	63.9	183.1	331.1	
EBITDA	664.9	249.2	187.7	314.8	481.9	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	11.39	(30.80)	(8.89)	17.51	10.63	
NOPAT증가율	32.43	(64.42)	(55.13)	186.54	80.83	
EBITDA증가율	41.80	(62.52)	(24.68)	67.71	53.08	
영업이익증가율	48.99	(75.44)	(41.08)	182.94	80.82	
(지배주주)순이익증가율	9.78	(51.32)	(5.99)	29.79	63.02	
EPS증가율	9.79	(51.31)	(6.00)	29.79	63.01	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	
EBITDA이익률	25.85	14.00	11.57	16.52	22.86	
영업이익률	21.74	7.71	4.99	12.01	19.63	
계속사업이익률	16.95	12.02	12.31	13.60	20.04	

투자지표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	19,847	9,663	9,083	11,789	19,217	
BPS	173,629	176,065	180,700	189,670	206,067	
CFPS	36,227	13,017	10,735	14,968	22,578	
EBITDAPS	30,288	11,349	8,550	14,339	21,949	
SPS	117,144	81,071	73,862	86,794	96,020	
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	22.57	24.89	20.91	16.11	9.88	
PBR	2.58	1.37	1.05	1.00	0.92	
PCFR	12.37	18.48	17.69	12.69	8.41	
EV/EBITDA	12.08	15.28	16.65	8.75	4.96	
PSR	3.82	2.97	2.57	2.19	1.98	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	13.73	6.58	6.11	7.65	11.53	
ROA	9.66	4.80	4.58	5.74	8.76	
ROIC	61.97	16.59	7.09	23.83	48.45	
부채비율	38.74	35.07	31.37	34.78	28.22	
순부채비율	(56.34)	(45.38)	(44.66)	(52.75)	(57.36)	
이자보상배율(배)	59.01	9.38	7.87	26.90	47.80	

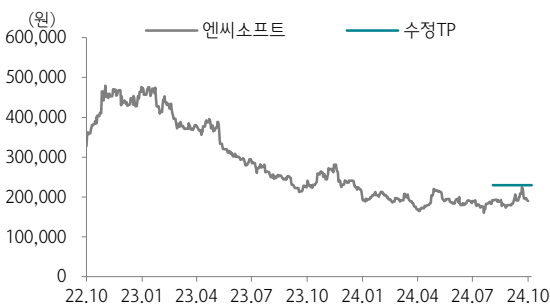
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>유동자산</b>	<b>2,691.1</b>	<b>2,336.8</b>	<b>2,200.8</b>	<b>2,654.1</b>	<b>2,963.4</b>	
금융자산	2,430.7	2,119.4	1,982.7	2,366.3	2,724.6	
현금성자산	285.6	365.2	179.5	168.8	803.8	
매출채권	175.5	132.7	137.8	182.6	151.1	
재고자산	1.5	0.7	0.8	1.0	0.8	
기타유동자산	83.4	84.0	79.5	104.2	86.9	
<b>비유동자산</b>	<b>1,746.6</b>	<b>2,057.0</b>	<b>2,117.3</b>	<b>2,042.3</b>	<b>1,966.7</b>	
투자자산	537.9	672.6	821.4	832.2	824.6	
금융자산	511.7	647.7	795.5	798.0	796.2	
유형자산	930.2	1,000.5	945.4	861.7	795.9	
무형자산	<b>43.4</b>	<b>96.1</b>	<b>99.3</b>	<b>97.1</b>	<b>94.9</b>	
기타비유동자산	<b>235.1</b>	<b>287.8</b>	<b>251.2</b>	<b>251.3</b>	<b>251.3</b>	
<b>자산총계</b>	<b>4,437.6</b>	<b>4,393.8</b>	<b>4,318.2</b>	<b>4,696.4</b>	<b>4,930.2</b>	
<b>유동부채</b>	<b>515.3</b>	<b>614.3</b>	<b>518.1</b>	<b>643.8</b>	<b>555.6</b>	
금융부채	35.3	279.9	171.5	185.0	175.5	
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동부채	480.0	334.4	346.6	458.8	380.1	
<b>비유동부채</b>	<b>723.7</b>	<b>526.5</b>	<b>513.0</b>	<b>568.1</b>	<b>529.4</b>	
금융부채	<b>593.3</b>	<b>363.1</b>	<b>343.3</b>	<b>343.3</b>	<b>343.3</b>	
기타비유동부채	130.4	163.4	169.7	224.8	186.1	
<b>부채총계</b>	<b>1,239.1</b>	<b>1,140.8</b>	<b>1,031.1</b>	<b>1,212.0</b>	<b>1,085.0</b>	
<b>지배주주지분</b>	<b>3,196.2</b>	<b>3,249.7</b>	<b>3,282.7</b>	<b>3,479.7</b>	<b>3,839.6</b>	
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4	
자본조정	(622.8)	(622.8)	(691.5)	(691.5)	(691.5)	
기타포괄이익누계액	(34.8)	(44.5)	(71.2)	(71.2)	(71.2)	
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,601.0	3,798.0	4,158.0	
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.3</b>	<b>3.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>5.5</b>	
<b>자본총계</b>	<b>3,198.5</b>	<b>3,253.0</b>	<b>3,287.1</b>	<b>3,484.5</b>	<b>3,845.1</b>	
순금융부채	(1,802.1)	(1,476.4)	(1,467.9)	(1,838.0)	(2,205.7)	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>736.0</b>	<b>139.9</b>	<b>285.4</b>	<b>487.5</b>	<b>390.6</b>	
당기순이익	436.0	213.9	199.6	259.2	422.5	
조정	250.5	21.6	94.6	85.9	68.0	
감가상각비	105.9	111.9	106.8	85.9	68.0	
외환거래손익	2.2	7.4	(1.1)	0.0	0.0	
지분법손익	8.1	(3.0)	(6.7)	0.0	0.0	
기타	134.3	(94.7)	(4.4)	0.0	0.0	
영업활동 자산부채변동	49.5	(95.6)	(8.8)	142.4	(99.9)	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(392.2)</b>	<b>113.0</b>	<b>(207.1)</b>	<b>(405.1)</b>	<b>284.3</b>	
투자자산감소(증가)	663.5	(133.4)	(148.7)	(10.9)	7.6	
자본증가(감소)	(249.4)	(117.4)	(43.2)	0.0	0.0	
기타	(806.3)	363.8	(15.2)	(394.2)	276.7	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(303.7)</b>	<b>(121.3)</b>	<b>(270.3)</b>	<b>(48.4)</b>	<b>(71.4)</b>	
금융부채증가(감소)	(151.6)	14.4	(128.2)	13.5	(9.5)	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(33.1)	0.0	(78.5)	0.0	(0.0)	
배당지급	(119.0)	(135.7)	(63.6)	(61.9)	(61.9)	
<b>현금의 증감</b>	<b>29.6</b>	<b>131.6</b>	<b>(193.5)</b>	<b>(10.7)</b>	<b>635.0</b>	
Unlevered CFO	795.3	285.8	235.7	328.6	495.7	
Free Cash Flow	486.3	22.5	242.0	487.5	390.6	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY 담당자 변경	230,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 10월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 10월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.15%	4.41%	0.44%	100%

\* 기준일: 2024년 10월 15일