

엔씨소프트 (036570)

가이드스에 미치지 못할지언정

투자의견

BUY(상향)

목표주가

190,000 원(유지)

현재주가

158,500 원(05/14)

시가총액

3,415(십억원)

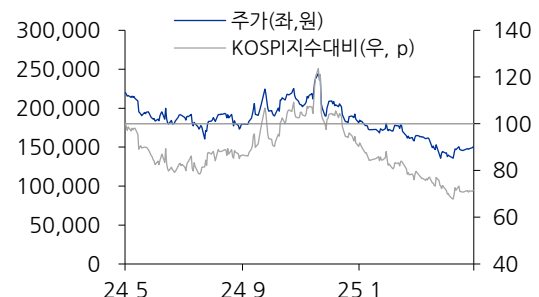
인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 3,603억원(-10%yoy), 영업이익 52억원(흑자전환yoy) 기록. 영업이익 컨센서스(87억원) 하회
- 리니지M은 지난해 하반기 리부트 서버 업데이트 효과가 줄어들어 전분기(13.2억원) 대비 감소한 12.5억원의 일매출을 기록. 2분기 MMORPG 경쟁작 출시에도 매출 순위를 유지하고 있어 2분기에도 이와 유사할 것. 리니지2M과 W 또한 IP 장기화로 인해 올해 큰 폭의 매출 하락은 제한적일 전망
- PC매출은 전분기 길드워2 확장팩 출시 효과 감소 그리고 로열티 매출은 TL 글로벌 매출 하향으로 각각 qoq 감소
- 영업비용에서는 전분기 대규모 희망퇴직 효과로 인건비가 크게 줄었으나 일부 위로금 반영과 추가적인 해외 자회사 인력 조정 등을 감안하면 2분기에 더 감소될 예정.
- 이번 실적 발표회에서 제시한 내년도 매출 성장 전략을 요약하면 기존IP 매출(연 1.4조원)+신규IP 매출(연 6천억원)으로 2조원 달성하겠다는 것. 당사는 2026년 동사 매출액을 약 1.8조원으로 추정함. 이는 기존IP 매출 하향과 아이온2 매출액(약 3,200억원)을 반영한 것. 이외 신규IP의 매출을 공격적으로 추정하는 것은 불확실성이 큼
- 지난해 대규모 구조조정 등 비용 감축 효과가 올해 이어질 가운데, 4분기 아이온2 출시 가시성이 높아지면서 내년도 신규IP 매출 기대까지 반영될 수 있음. 물론 올해 매출 성장은 여전히 제한적인 만큼 목표주가는 19만원을 유지하지만, 하반기로 갈수록 신작에 대한 기대감과 실적 기여는 가시화될 전망. 이에 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향함

주가(원, 05/14)	158,500		
시가총액(십억원)	3,415		
발행주식수	21,544천주		
52주 최고가	248,000원		
최저가	134,600원		
52주 일간 Beta	0.51		
60일 일평균거래대금	133억원		
외국인 지분율	37.4%		
배당수익률(2025F)	2.0%		
주주구성			
김택진 (외 17인)	12.4%		
자사주 (외 1인)	10.0%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.8	-31.7	-24.7
절대기준	11.3	-22.5	-28.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	▲
목표주가	190,000	190,000	-
영업이익(25)	79	104	▼
영업이익(26)	203	142	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,780	1,578	1,550	1,793
영업이익	137	-109	79	203
세전손익	206	121	182	312
당기순이익	214	94	153	240
EPS(원)	9,663	4,291	7,002	10,930
증감률(%)	-51.3	-55.6	63.2	56.1
PER(배)	24.9	43.4	22.6	14.5
ROE(%)	6.6	2.9	4.8	7.3
PBR(배)	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	17.6	na	23.9	11.3

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	347.7	347.7	494.2	1,578.1	1,549.9
(%yoy)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	-5.7%	-13.5%	20.7%	-11.3%	-1.8%
PC 게임	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	82.7	79.4	86.6	351.8	332.1
모바일게임	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	192.0	200.1	340.4	936.7	938.8
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	109.2	119.6	110.4	492.8	451.9
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	41.0	36.8	36.8	182.6	152.4
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	36.4	36.8	38.6	244.3	164.9
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	25.0	25.2	23.6	107.7	99.5
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	48.0	43.0	43.6	182.0	179.6
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	337.9	339.6	438.8	1,687.3	1,471.4
(%yoy)	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-4.6%	-6.1%	-18.4%	-18.6%	2.7%	-12.8%
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	9.8	8.1	55.4	-109.2	78.5
(%yoy)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	11.2%	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	2.8%	2.3%	11.2%	-6.9%	5.1%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	26.0	31.6	21.5	24.2	230.1	103.3
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	41.4	29.6	79.6	120.9	181.8
지배순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	31.9	22.8	61.3	94.2	153.7
(%yoy)	-49.7%	137.6%	적자전환	적자전환	-34.0%	-55.1%	흑자전환	흑자전환	-55.6%	63.2%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,549.9	1,793.3
영업이익	137.3	-109.2	78.5	202.7
세전이익	203.5	120.9	181.8	311.6
지배순이익	212.1	94.2	153.7	240.0
EPS(원)	9,663	4,291	7,002	10,930
PER(배)	24.9	36.9	22.6	14.5
OPM(%)	7.7%	-6.9%	5.1%	11.3%
NPM(%)	11.9%	6.0%	9.9%	13.4%

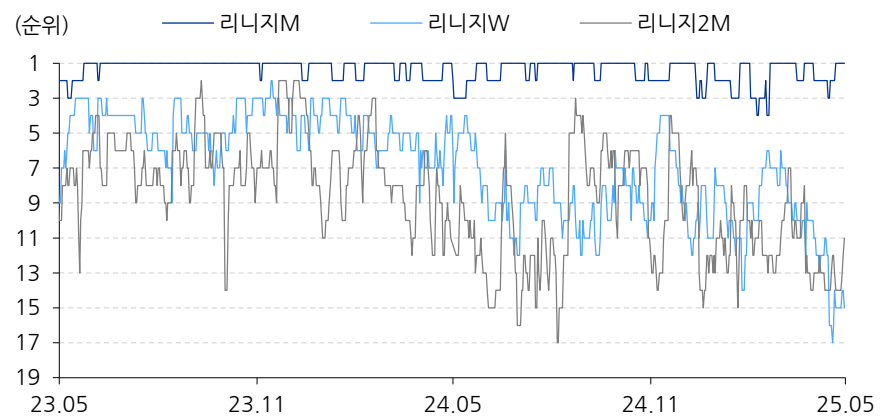
자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,550	1,793	1,568	1,670	-1.1%	7.4%
영업이익	79	203	104	142	-24.0%	43.0%
세전이익	182	312	215	219	-15.3%	42.5%
지배순이익	154	240	166	172	-7.2%	39.5%
% of Sales						
영업이익	5.1%	11.3%	6.6%	8.5%		
세전이익	11.7%	17.4%	13.7%	13.1%		
지배순이익	9.9%	13.4%	10.6%	10.3%		

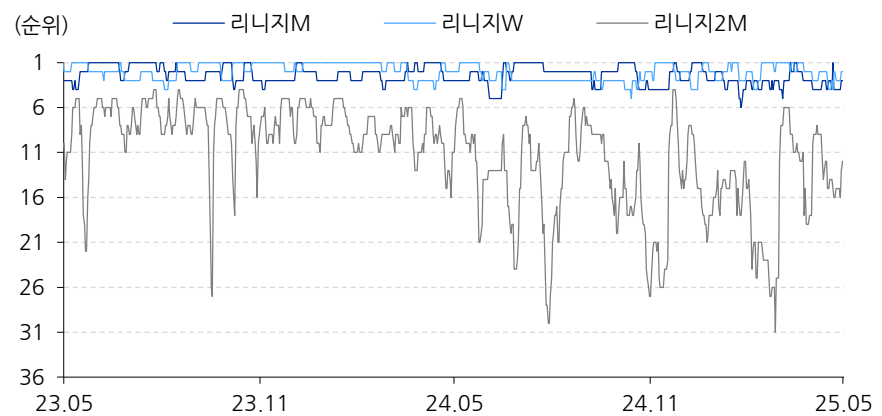
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 5. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 엔씨소프트 신작 출시 일정

출시	게임	장르	플랫폼	자체개발/ 퍼블리싱	비고
4/3	블레이드&소울 2 (중국)	MMORPG	모바일/PC	자체개발	지역 확장 (중국)
5/20	리니지 2M (동남아)	MMORPG	모바일/PC	자체개발	지역 확장 (동남아)
4Q25	아이온 2	MMORPG	콘솔/PC/모바일	자체개발	4Q25 한국-대만 선출시, 1H25 글로벌 출시 목표
2H25 ~2026	LLL	오픈월드 루터 슈터	콘솔/PC	자체개발	-
	기존 IP 기반 스핀오프	-	-	자체개발	-
	브레이커스: 연락 더 월드	서브컬처 RPG	모바일/PC	퍼블리싱	-
	타임 테이커즈	히어로 슈터 배틀로얄	콘솔/PC	퍼블리싱	-
	본파이어	FPS	-	자체개발	-

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	4,438	4,394	4,011	4,139	4,295
유동자산	2,691	2,337	1,784	1,894	2,025
현금성자산	1,376	1,534	924	981	1,134
매출채권	219	172	224	270	242
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,227	2,245	2,270
투자자산	773	960	1,134	1,180	1,228
유형자산	930	1,001	988	951	919
기타	43	96	105	114	123
부채총계	1,239	1,141	868	911	896
유동부채	515	614	343	381	360
매입채무	292	215	176	213	190
유동성이자부채	35	280	47	47	47
기타	188	119	120	121	123
비유동부채	724	526	524	530	536
비유동이자부채	593	363	333	333	333
기타	130	163	191	196	202
자본총계	3,199	3,253	3,143	3,228	3,400
지배지분	3,196	3,250	3,139	3,224	3,395
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,493	3,578	3,750
기타	(658)	(667)	(799)	(799)	(799)
비지배지분	2	3	4	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,143	3,228	3,400
총차입금	629	643	380	380	380
순차입금	(748)	(891)	(543)	(601)	(753)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	736	140	(259)	184	277
당기순이익	436	214	94	153	240
자산상각비	106	112	93	39	34
기타비현금성손익	253	(40)	(115)	(74)	(103)
운전자본증감	50	(96)	(497)	(15)	1
매출채권감소(증가)	101	42	19	(46)	28
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	0	0	2	36	(22)
기타	(57)	(139)	(519)	(5)	(5)
투자현금	(392)	113	986	(72)	(71)
단기투자자산감소	(156)	261	1,026	(14)	(14)
장기투자증권감소	20	6	(2)	(36)	(34)
설비투자	250	117	55	0	0
유형자산처분	0	1	1	0	0
무형자산처분	(3)	(41)	25	(11)	(11)
재무현금	(304)	(177)	(511)	(69)	(69)
차입금증가	(185)	(43)	(274)	0	0
자본증가	(119)	(136)	(239)	(69)	(69)
배당금지급	119	136	64	69	69
현금 증감	30	80	219	44	138
기초현금	256	286	365	585	628
기말현금	286	365	585	628	767
Gross Cash flow	795	286	186	199	277
Gross Investment	187	243	537	73	55
Free Cash Flow	609	42	(351)	126	221

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,550	1,793
증가율(%)	11.4	(30.8)	(11.3)	(1.8)	15.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,550	1,793
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,687	1,471	1,591
기타영업손익	4	(18)	3	(13)	8
영업이익	559	137	(109)	79	203
증가율(%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	158.2
EBITDA	665	249	(16)	118	236
증가율(%)	41.8	(62.5)	적전	흑전	100.7
영업외손익	50	69	230	103	109
이자수익	52	87	78	42	42
이자비용	9	15	10	18	18
지분법손익	(8)	3	5	(1)	3
기타영업외손익	16	(7)	158	80	82
세전순이익	609	206	121	182	312
증가율(%)	24.0	(66.1)	(41.4)	50.4	71.4
법인세비용	173	(8)	27	28	72
당기순이익	436	214	94	153	240
증가율(%)	10.2	(50.9)	(56.0)	63.1	56.4
지배주주지분	436	212	94	154	240
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	63.2	56.1
비지배지분	0	2	(0)	(0)	0
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	7,002	10,930
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	63.2	56.1
수정EPS(원)	19,847	9,663	4,291	7,002	10,930
증가율(%)	9.8	(51.3)	(55.6)	63.2	56.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,291	7,002	10,930
BPS	145,587	148,023	142,988	146,860	154,660
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배, %)					
PER	22.6	24.9	36.9	22.6	14.5
PBR	3.1	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/ EBITDA	13.7	17.6	n/a	23.9	11.3
배당수익율	1.5	1.3	2.0	2.0	2.0
PCR	12.4	18.5	18.7	17.5	12.6
수익성(%)					
영업이익율	21.7	7.7	(6.9)	5.1	11.3
EBITDA이익율	25.9	14.0	(1.0)	7.6	13.2
순이익율	17.0	12.0	6.0	9.9	13.4
ROE	13.7	6.6	2.9	4.8	7.3
ROIC	20.1	5.5	(5.0)	3.9	9.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.4)	(17.3)	(18.6)	(22.2)
유동비율	522.2	380.4	519.7	497.3	562.6
이자보상배율	59.0	9.4	(10.6)	4.4	11.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.4	9.1	8.0	6.3	7.0
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,021.3	1,713.0	1,912.0
매입채무회전율	8.5	7.0	8.1	8.0	8.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

