



BUY (유지)

목표주가(12M) 230,000원
현재주가(11.20) 215,000원

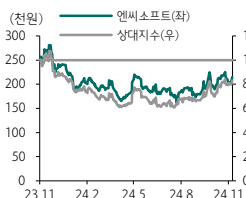
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,482.29
52주 최고/최저(원)	281,000/160,400
시가총액(십억원)	4,720.1
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	21,954.0
60일 평균 거래량(천주)	109.7
60일 평균 거래대금(십억원)	22.0
외국인지분율(%)	34.95
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 13 인	12.01
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,608.1	1,858.8
영업이익(십억원)	4.6	230.1
순이익(십억원)	100.7	243.0
EPS(원)	4,580	11,052
BPS(원)	162,786	171,415

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,628.0	1,822.9
영업이익	559.0	137.3	(30.9)	243.0
세전이익	609.1	206.2	96.0	311.4
순이익	435.7	212.1	72.4	248.8
EPS	19,847	9,663	3,300	11,331
증감률	9.79	(51.31)	(65.85)	243.36
PER	22.57	24.89	63.03	18.36
PBR	2.58	1.37	1.19	1.13
EV/EBITDA	12.08	15.28	42.78	8.88
ROE	13.73	6.58	2.26	7.66
BPS	173,629	176,065	174,916	183,428
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 21일 | 기업분석_Earnings Review

엔씨소프트 (036570)

저니 오브 모나크에 집중

3Q24 Re: 호연의 부진, 마케팅비 증가로 컨센서스 하회

엔씨소프트는 3분기 연결 기준 매출액 4,019억원(-5.0%YoY, +9.0%QoQ), 영업이익 -143억원(적전YoY, 적전QoQ)을 기록했다. 모바일 부문의 약진이 있었으나 전반적인 게임 라인업의 매출 하향 평준화에 마케팅비를 포함한 비용 증가가 더해져 분기 적자를 피할 수 없었다. 3분기 모바일 부문 매출액은 2,534억원(-7.5%YoY, +16.1%QoQ)로 전분기 대비 성장했다. 주요 동력은 [리니지 M]이다. [리니지 M]은 매출액 1,589억원(+48.5%YoY, +32.8%QoQ)로 리부트 월드 업데이트의 큰 효과를 확인했다. 영업비용은 4,162억원(+2.4%YoY, +15.6%QoQ)을 기록했다. 마케팅비는 487억원(+75.9%YoY, +180.0%QoQ) 8/28일자로 출시한 [호연]에 마케팅을 집중했으나 포지셔닝에 실패하며 비용 부담이 가중됐다. 이번 엔씨소프트의 구조조정에 [호연] 팀이 포함되어있기에 향후 실적 기여는 어렵다고 판단한다.

12월 4일 저니 오브 모나크 출시 확정.TL 글로벌은 하향 안정화 단계

엔씨소프트는 2025년 영업수익 1조 8,229억원(+12.0%YoY), 영업이익 2,430억원(흑전YoY, OPM 13.3%)를 기록할 전망이다. 모바일 부문은 1조 2,144억원(+19.9%YoY), PC/콘솔 게임은 3,367억원(-1.4%YoY)으로 추정했다. [저니 오브 모나크]의 매출액은 4분기 399억원, 2025년 2,063억원으로 추정한다. [저니 오브 모나크]는 [리니지 W] 이후 3년만의 리니지 IP 게임으로 12월 4일 글로벌 출시 예정이다. 인게임은 공개되지 않았으나 방치형 RPG 게임으로 예상된다. 타겟층은 기존 리니지 IP를 경험한 고 ARPPU 유저들이다. 1대1 PvP를 엔드 콘텐츠로 추정하며 출시 초기 성장을 위한 과금이 집중될 것으로 예상된다. 다만 혈맹 간의 경쟁 콘텐츠가 없을 것으로 보이기에 기존 리니지 IP보다 가파른 하향 안정화를 반영했다. [TL 글로벌]은 로열티 매출 기여를 올해 4분기 270억원으로, 2025년 432억원으로 추정한다. [TL 글로벌]은 10/1일자로 정식 출시한 이후 출시 초기 아마존게임즈의 퍼블리싱으로 최대 동시 접속자 20만명을 이상 확보했고 11월 2주차까지는 글로벌 스팀 매출 5위권 내를 유지하며 기대 이상의 성과를 보였다. 다만 11월 20일 기준 최대 동시 접속자 10만명, 글로벌 스팀 10위권으로 하락하였다. 하향 안정화 지속될 것으로 전망한다.

2025년 비용 감소 예상, 추가 신작 성과가 중요

엔씨소프트는 이번 4분기 강도 높은 구조조정을 진행, 2025년부터 새로운 비용 구조를 갖출 계획이다. 재무적 관점에서 고정비 감소는 긍정적이나 개발 중이던 프로젝트 다수가 중단되었으며 결국 출시 예정인 신작들의 성과가 더욱 중요해졌다. 금일 [저니 오브 모나크] 출시일 확정으로 +3.4% 상승하며 변동성 확대된 상황이다. 현재 실적 추정은 [저니 오브 모나크]를 비롯한 [택탄], [아이온2], [브레이커스: 언락 더 월드]의 유의미한 실적 기여를 반영하고 있다. 향후 신작에서 기대 이상의 매출 기여가 확인된다면 목표주가 상향도 가능하다.

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

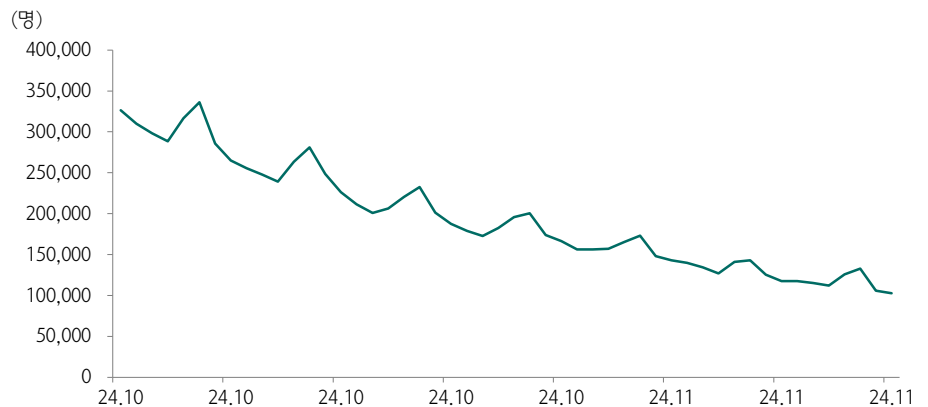
(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	478.8	440.3	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	459.3	1,779.8	1,628.0	1,822.9
YoY(%)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	4.9	(30.8)	(8.5)	12.0
PC/콘솔	91.4	88.2	93.2	92.3	91.5	86.2	80.7	83.2	365.1	341.5	336.7
YoY(%)	(1.8)	(8.0)	(4.0)	(11.5)	0.1	(2.2)	(13.4)	(9.9)	(6.5)	(6.4)	(1.4)
리니지	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	26.5	21.4	96.5	96.6	92.8
리니지 II	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	20.2	22.0	87.3	86.9	85.3
아이온	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	11.8	15.5	67.9	54.7	53.1
기타	27.8	25.1	27.0	33.5	29.5	27.3	22.2	24.3	113.3	103.3	105.6
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	218.2	253.4	292.1	1,200.4	1,013.2	1,214.4
YoY(%)	(48.4)	(37.5)	(37.4)	(21.6)	(24.6)	(26.5)	(7.5)	(2.3)	(37.9)	(15.6)	19.9
리니지 M	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	158.9	130.5	496.1	501.4	417.1
리니지 2M	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	43.1	57.2	262.9	198.5	172.6
리니지 W	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	46.9	59.2	414.0	254.4	181.2
블레이드 & 소울 2	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	4.5	5.3	27.4	18.9	35.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	39.9	0.0	39.9	408.0
기타 매출	56.6	55.2	56.1	46.5	57.0	64.4	67.8	84.0	214.4	273.3	271.8
YoY(%)	0.0	(5.1)	(19.7)	(25.7)	0.7	16.7	21.0	80.7	(13.3)	27.5	(0.5)
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	510.4	1,642.5	1,658.9	1,579.9
YoY(%)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(12.4)	(6.3)	(11.1)	2.4	17.6	(18.2)	1.0	(4.8)
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	201.1	283.1	822.9	875.0	726.1
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.9	155.4	622.8	556.9	620.6
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	48.7	44.3	85.0	117.3	123.9
감가상각 & 무형자산상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	26.5	27.6	111.9	109.8	109.3
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	(14.3)	(51.2)	137.3	(30.9)	243.0
YoY(%)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(92.7)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(75.7)	적전	흑전
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	(3.6)	(11.1)	7.7	(1.9)	13.3
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	(26.5)	(29.3)	213.9	72.4	249.2
YoY(%)	(32.2)	(74.3)	(75.8)	(176.1)	(50.0)	132.8	(160.3)	(216.2)	(5.1)	(6.6)	24.4
당기순이익률(%)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	19.3	(6.6)	(6.4)	12.0	4.4	13.7

자료: 하나증권

도표 2. TL 글로벌 최고 동시 접속자 추이

픽크 대비 -69.5% 수준



자료: SteamDB, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,628.0	1,822.9	1,866.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,628.0	1,822.9	1,866.0
판매비	2,012.8	1,642.5	1,658.9	1,579.9	1,611.2
영업이익	559.0	137.3	(30.9)	243.0	254.8
금융손익	(31.8)	91.1	80.6	68.4	80.4
종속/관계기업손익	(8.1)	4.1	4.6	0.0	0.0
기타영업외손익	90.0	(26.2)	41.7	0.0	0.0
세전이익	609.1	206.2	96.0	311.4	335.2
법인세	173.1	(7.7)	23.5	62.3	67.0
계속사업이익	436.0	213.9	72.4	249.2	268.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	436.0	213.9	72.4	249.2	268.2
비배주주지분 순이익	0.3	1.8	(0.0)	0.4	0.4
지배주주순이익	435.7	212.1	72.4	248.8	267.7
지배주주지분포괄이익	166.4	189.1	38.8	246.6	265.4
NOPAT	400.2	142.4	(23.3)	194.4	203.9
EBITDA	664.9	249.2	75.9	328.9	322.8
성장성(%)					
매출액증가율	11.39	(30.80)	(8.53)	11.97	2.36
NOPAT증가율	32.43	(64.42)	적전	흑전	4.89
EBITDA증가율	41.80	(62.52)	(69.54)	333.33	(1.85)
영업이익증가율	48.99	(75.44)	적전	흑전	4.86
(지배주주)순이익증가율	9.78	(51.32)	(65.87)	243.65	7.60
EPS증가율	9.79	(51.31)	(65.85)	243.36	7.63
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	25.85	14.00	4.66	18.04	17.30
영업이익률	21.74	7.71	(1.90)	13.33	13.65
계속사업이익률	16.95	12.02	4.45	13.67	14.37

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	3,300	11,331	12,196
BPS	173,629	176,065	174,916	183,428	192,804
CFPS	36,227	13,017	4,772	15,383	15,106
EBITDAPS	30,288	11,349	3,459	14,981	14,704
SPS	117,144	81,071	74,154	83,034	84,996
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
주기지표(배)					
PER	22.57	24.89	63.03	18.36	17.05
PBR	2.58	1.37	1.19	1.13	1.08
PCFR	12.37	18.48	43.59	13.52	13.77
EV/EBITDA	12.08	15.28	42.78	8.88	8.40
PSR	3.82	2.97	2.80	2.50	2.45
재무비율(%)					
ROE	13.73	6.58	2.26	7.66	7.77
ROA	9.66	4.80	1.71	5.91	6.09
ROIC	61.97	16.59	(2.59)	24.89	28.59
부채비율	38.74	35.07	28.36	30.28	24.72
순부채비율	(56.34)	(45.38)	(42.52)	(49.98)	(52.98)
이자보상배율(배)	59.01	9.38	(3.06)	31.80	32.97

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691.1	2,336.8	1,938.3	2,321.9	2,469.2
금융자산	2,430.7	2,119.4	1,718.0	2,056.3	2,255.7
현금성자산	285.6	365.2	193.4	336.5	760.4
매출채권	175.5	132.7	139.2	168.3	134.9
재고자산	1.5	0.7	0.8	0.9	0.8
기타유동자산	83.4	84.0	80.3	96.4	77.8
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,117.7	2,038.9	1,962.8
투자자산	537.9	672.6	821.7	828.8	820.6
금융자산	511.7	647.7	795.6	797.2	795.3
유형자산	930.2	1,000.5	945.4	861.7	795.9
무형자산	43.4	96.1	99.3	97.1	94.9
기타비유동자산	235.1	287.8	251.3	251.3	251.4
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,056.0	4,360.8	4,431.9
유동부채	515.3	614.3	392.1	473.8	379.9
금융부채	35.3	279.9	41.9	50.7	40.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	480.0	334.4	350.2	423.1	339.3
비유동부채	723.7	526.5	503.9	539.7	498.6
금융부채	593.3	363.1	332.5	332.5	332.5
기타비유동부채	130.4	163.4	171.4	207.2	166.1
부채총계	1,239.1	1,140.8	896.1	1,013.5	878.4
지배주주지분	3,196.2	3,249.7	3,155.8	3,342.6	3,548.5
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	3,474.1	3,660.9	3,866.8
비지배주주지분	2.3	3.3	4.2	4.6	5.0
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,160.0	3,347.2	3,553.5
순금융부채	(1,802.1)	(1,476.4)	(1,343.6)	(1,673.1)	(1,882.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736.0	139.9	179.9	427.5	229.8
당기순이익	436.0	213.9	72.4	249.2	268.2
조정	250.5	21.6	111.7	85.8	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)	12.7	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	49.5	(95.6)	(4.2)	92.5	(106.4)
투자활동 현금흐름	(392.2)	113.0	46.0	(202.3)	232.7
투자자산감소(증가)	663.5	(133.4)	(149.1)	(7.1)	8.1
자본증가(감소)	(249.4)	(117.4)	(43.2)	0.0	0.0
기타	(806.3)	363.8	238.3	(195.2)	224.6
재무활동 현금흐름	(303.7)	(121.3)	(410.7)	(53.1)	(72.0)
금융부채증가(감소)	(151.6)	14.4	(268.6)	8.8	(10.1)
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)
현금의 증감	29.6	131.6	(179.5)	143.0	424.0
Unlevered CFO	795.3	285.8	104.8	337.7	331.6
Free Cash Flow	486.3	22.5	136.5	427.5	229.8

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 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 11월 21일 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 자신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.75%	5.80%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 11월 18일