

# 엔씨소프트 (036570)

## 매출로 증명해야 한다

투자의견

**HOLD**(유지)

목표주가

**210,000** 원(유지)

현재주가

**219,500** 원(11/10)

시가총액

**4,819**(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_ uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 4,019억원(-5.0%yoy), 영업적자 143억원(적자전환%yoy) 기록. 영업이익 컨센서스(79억원) 하회
- 리니지M은 7주년 이벤트 및 리부트 서버 업데이트 효과로 7월부터 국내 월간 모바일 매출 1위 탈환에 성공해 전분기 대비 49% 매출 성장 기록(일매출 17.3억원). 리니지2M은 8/21 업데이트 효과가 9월 한달 반영돼 전분기와 유사한 매출(일매출 4.7억원). 반면 리니지W는 전분기 대비 매출이 28.4% 감소
- 영업비용에서는 신작 호연 및 모바일 리니지 업데이트에 따른 마케팅 비용이 전분기 대비 다소 증가함. 최근 전사적으로 실시한 희망퇴직 등으로 일회성 인건비 비용이 발생. 이는 4분기에도 유의미하게 발생할 것으로 전망함
- 10/1 정식 글로벌 출시된 'TL'(아마존게임즈 퍼블리싱)은 출시 초기 최고 동접자 32.6만명을 기록했지만 이후 지금까지 우하향함. 현재는 트래픽은 17만명 수준이나 향후 업데이트에 따른 트래픽 반등도 가능. 4분기 로열티 수익에 반영한 TL 매출은 약 150억원
- 4분기 신작인 '저니 오브 모나크'(방치형RPG 추정)는 사전예약자수 400만명을 돌파. 다만 신작으로 인한 높은 매출 기대감은 갖기 어려운 상황
- 전사적인 차원에서 비용 절감을 위한 노력은 내년도 수익성 개선으로 드러날 것으로 기대됨. 다만 노력이 결실을 맺기 위해서는 신작 흥행을 통한 매출로의 증명이 필요함. 투자의견 HOLD와 목표주가 21만원을 유지

주가(원, 11/10)	219,500		
시가총액(십억원)	4,819		
발행주식수	21,954천주		
52주 최고가	286,500원		
최저가	156,900원		
52주 일간 Beta	0.89		
3개월 일평균거래대금	216억원		
외국인 지분율	35.2%		
배당수익률(2024F)	1.4%		
주주구성			
김택진 (외 7인)	12.0%		
퍼블릭 인베스트 (외 1인)	9.3%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.3	25.4	-24.4
절대기준	5.0	22.1	-15.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	210,000	210,000	-
영업이익(24)	-13	54	▼
영업이익(25)	166	135	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,570	1,672
영업이익	559	137	-13	166
세전손익	609	206	113	240
당기순이익	436	214	87	185
EPS(원)	19,847	9,663	3,976	8,434
증감률(%)	9.8	-51.3	-58.8	112.1
PER(배)	22.6	24.9	55.2	26.0
ROE(%)	13.7	6.6	2.7	5.6
PBR(배)	3.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	62.4	19.2

자료: 유진투자증권

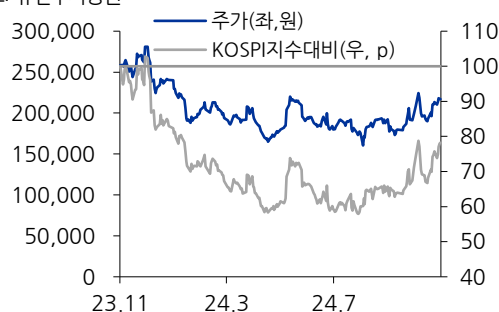
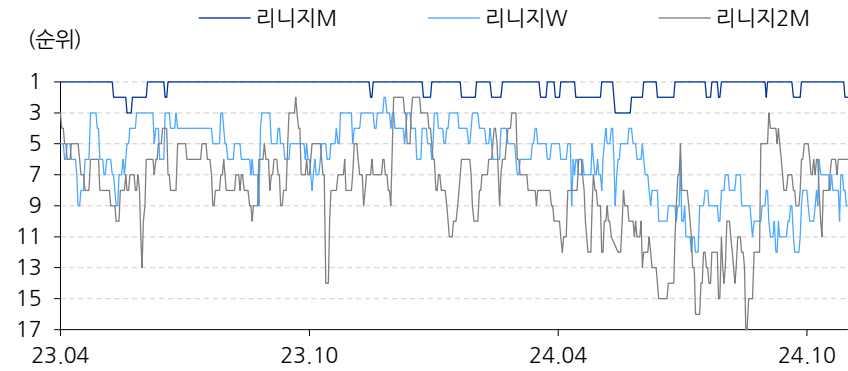


도표 1. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,570	1,672	1,552	1,677	1.2%	-0.3%
영업이익	-13	166	54	135	적전	23.0%
세전이익	113	240	227	218	-50.2%	10.1%
순이익	87	185	179	174	-51.4%	6.3%
% of Sales						
영업이익	-0.8%	9.9%	3.5%	8.1%		
세전이익	7.2%	14.4%	14.6%	13.0%		
순이익	5.5%	11.1%	11.5%	10.4%		

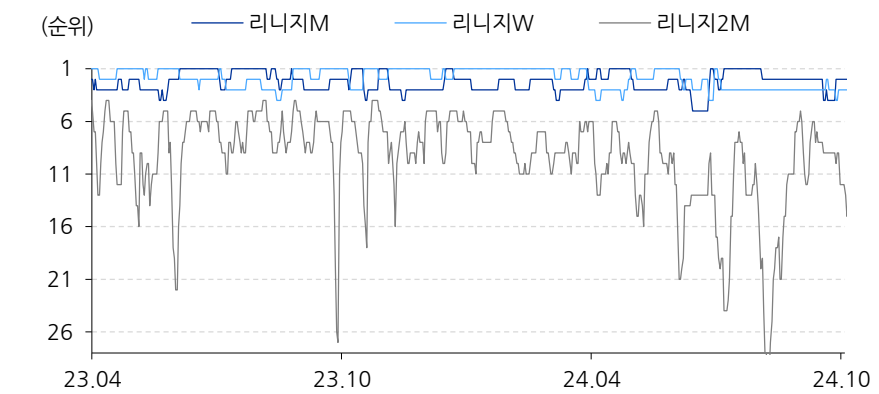
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 2. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



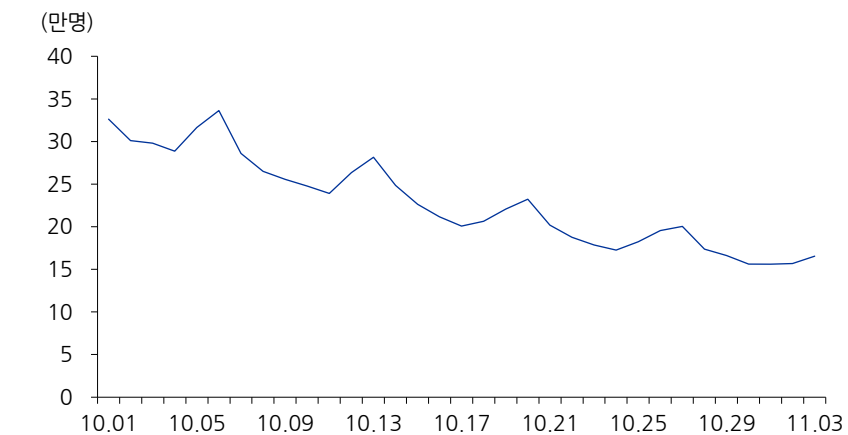
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 3. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 4. TL 스팀 동시접속자수 추이



자료: Steamdb, 유진투자증권

도표 5. 신작 정리

게임	장르	개발사	출시시점	비고
저니 오브 모나크	방치형 RPG	엔씨소프트	4Q24	리니지 기반 게임
아이온 2	MMORPG	엔씨소프트	2025 년	기출시작들과는 다른 색깔. 경쟁보다는 함께 즐기고 성장하는 것에 초점을 맞춘. PVE 콘텐츠에 주력. 구체적인 내용은 25 년초에 공개될 예정
LLL	슈팅	엔씨소프트	2025 년	분사된 조직에서 개발
택탄	전략	엔씨소프트	2025 년	분사된 조직에서 개발
브레이커스	서브컬처 RPG	빅게임스튜디오	2025 년	지분 16.8% 보유. 퍼블리싱 담당
기존 IP 활용 게임	-	엔씨소프트	2025 년	-
퍼블리싱 게임	-	외부 스튜디오	2025 년	문로버, 빅게임 이외 추가 개발사 투자 및 판권 계약 발표 예정

자료: 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 6. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	401.3	381.9	377.5	430.5	481.7	1,570.0	1,671.7
(%yoy)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-8.3%	-4.0%	2.4%	7.1%	20.0%	-11.8%	6.5%
PC 게임	91.5	86.2	80.7	87.6	88.8	82.7	79.4	82.0	346.0	332.8
모바일게임	249.4	218.2	253.4	233.7	216.9	223.9	282.9	334.0	954.7	1,057.6
리니지 M	105.1	107.0	158.9	115.0	103.5	109.2	96.6	101.2	486.0	410.5
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	50.6	49.5	41.0	36.8	46.0	191.9	173.3
리니지 W	82.9	65.5	46.9	62.6	58.5	50.1	46.0	55.2	257.8	209.8
기타	24.3	26.8	29.7	27.0	26.1	25.0	25.2	23.6	107.8	99.9
로열티	32.7	37.7	38.1	53.0	50.1	46.0	43.0	42.2	161.5	181.3
영업비용	372.2	360.0	416.2	434.8	345.0	351.8	395.3	413.8	1,583.2	1,505.9
(%yoy)	-6.3%	-11.1%	2.4%	0.2%	-7.3%	-2.3%	-5.0%	-4.8%	-3.6%	-4.9%
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-33.5	36.9	25.7	35.2	67.9	-13.2	165.7
(%yoy)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	43.4%	190.9%	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-8.3%	9.7%	6.8%	8.2%	14.1%	-0.8%	15.6%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	15.5	19.5	19.0	15.0	20.5	126.5	74.0
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-18.0	56.4	44.7	50.2	88.4	113.3	239.7
지배순이익	57.2	71.0	-26.5	-14.4	44.0	34.4	38.6	68.1	87.3	185.2
(%yoy)	-49.7%	137.6%	적자전환	적자전환	-23.1%	-51.5%	흑자전환	흑자전환	-58.8%	112.1%

자료: 유진투자증권

도표 7. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2571.8	1779.8	1570.0	1671.7
영업이익	559.0	137.3	-13.2	165.7
세전이익	624.0	203.5	113.3	239.7
지배순이익	452.3	212.1	87.3	185.2
EPS(원)	19,847	9,663	3,976	8,434
PER(배)	22.6	24.9	55.2	26.0
OPM(%)	21.7%	7.7%	-0.8%	9.9%
NPM(%)	17.6%	11.9%	5.6%	11.1%

자료: 유진투자증권

## 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	4,582	4,438	4,394	4,271	4,436
유동자산	2,453	2,691	2,337	2,105	2,262
현금성자산	677	1,376	1,534	1,284	1,399
매출채권	327	219	172	183	220
재고자산	6	1	1	1	1
비유동자산	2,129	1,747	2,057	2,166	2,174
투자자산	1,340	773	960	1,091	1,135
유형자산	747	930	1,001	974	936
기타	42	43	96	101	103
부채총계	1,431	1,239	1,141	1,025	1,074
유동부채	663	515	614	518	564
매입채무	316	292	215	220	264
유동성이자부채	181	35	280	178	178
기타	166	188	119	120	121
비유동부채	767	724	526	506	510
비유동이자부채	599	593	363	343	343
기타	168	130	163	163	167
자본총계	3,151	3,199	3,253	3,246	3,362
지배지분	3,149	3,196	3,250	3,242	3,358
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,071	3,409	3,473	3,489	3,605
기타	(367)	(658)	(667)	(692)	(692)
비지배지분	2	2	3	4	4
자본총계	3,151	3,199	3,253	3,246	3,362
총차입금	780	629	643	522	522
순차입금	103	(748)	(891)	(763)	(877)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	391	736	140	193	229
당기순이익	396	436	214	87	185
자산상각비	94	106	112	78	40
기타비현금성손익	21	253	(40)	29	(71)
운전자본증감	35	50	(96)	(35)	2
매출채권감소(증가)	(30)	101	42	(9)	(37)
재고자산감소(증가)	(0)	5	1	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	0	0	0	48	44
기타	66	(57)	(139)	(73)	(5)
투자현금	(188)	(392)	113	29	(85)
단기투자자산감소	100	(156)	261	41	(39)
장기투자증권감소	9	20	6	16	(32)
설비투자	287	250	117	43	0
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	0	(3)	(41)	21	(3)
재무현금	(112)	(304)	(177)	(263)	(69)
차입금증가	249	(185)	(43)	(132)	0
자본증가	(361)	(119)	(136)	(132)	(69)
배당금지급	176	119	136	64	69
현금 증감	99	30	80	(38)	76
기초현금	157	256	286	365	328
기말현금	256	286	365	328	403
Gross Cash flow	511	795	286	188	227
Gross Investment	253	187	243	47	44
Free Cash Flow	258	609	42	140	183

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,309	2,572	1,780	1,570	1,672
증가율(%)	(4.4)	11.4	(30.8)	(11.8)	6.5
매출원가	2	0	0	0	0
매출총이익	2,307	2,572	1,780	1,570	1,672
판매 및 일반관리비	1,932	2,013	1,643	1,583	1,506
기타영업손익	21	4	(18)	(4)	(5)
영업이익	375	559	137	(13)	166
증가율(%)	(54.5)	49.0	(75.4)	적전	흑전
EBITDA	469	665	249	65	205
증가율(%)	(47.3)	41.8	(62.5)	(73.9)	215.9
영업외손익	116	50	69	126	74
이자수익	49	52	87	71	54
이자비용	13	9	15	13	19
지분법손익	16	(8)	3	5	2
기타영업외손익	65	16	(7)	64	37
세전순이익	491	609	206	113	240
증가율(%)	(38.8)	24.0	(66.1)	(45.1)	111.7
법인세비용	96	173	(8)	26	55
당기순이익	396	436	214	87	185
증가율(%)	(32.5)	10.2	(50.9)	(59.2)	112.1
지배주주지분	397	436	212	87	185
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(58.8)	112.1
비지배지분	(1)	0	2	0	0
EPS(원)	18,078	19,847	9,663	3,976	8,434
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(58.8)	112.1
수정EPS(원)	18,078	19,847	9,663	3,976	8,434
증가율(%)	(32.4)	9.8	(51.3)	(58.8)	112.1

### 주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	9,663	3,976	8,434
BPS	143,429	145,587	148,023	147,662	152,966
DPS	5,860	6,680	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배, %)					
PER	35.6	22.6	24.9	55.2	26.0
PBR	4.5	3.1	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	30.3	13.7	17.6	62.4	19.2
배당수익율	0.9	1.5	1.3	1.4	1.4
PCR	27.6	12.4	18.5	25.7	21.2
수익성(%)					
영업이익율	16.3	21.7	7.7	(0.8)	9.9
EBITDA이익율	20.3	25.9	14.0	4.1	12.3
순이익율	17.1	17.0	12.0	5.6	11.1
ROE	12.6	13.7	6.6	2.7	5.6
ROIC	16.5	20.1	5.5	(0.6)	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	3.3	(23.4)	(27.4)	(23.5)	(26.1)
유동비율	369.7	522.2	380.4	406.0	401.4
이자보상배율	28.5	59.0	9.4	(1.0)	8.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.6	9.4	9.1	8.8	8.3
재고자산회전율	651.1	653.2	1,590.1	1,891.6	1,654.2
매입채무회전율	8.4	8.5	7.0	7.2	6.9

### 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 제작물로서 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	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						엔씨소프트(036570.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 정익훈	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2022-11-14	Buy	560,000	1년	-23.1	-14.4		
2022-11-30	Buy	560,000	1년	-23.8	-14.9		
2023-01-09	Buy	560,000	1년	-25.1	-14.9		
2023-02-10	Buy	560,000	1년	-28.9	-19.2		
2023-04-17	Buy	440,000	1년	-23.9	-10.1		
2023-05-11	Buy	440,000	1년	-27.4	-11.7		
2023-05-31	Buy	440,000	1년	-31.6	-27.0		
2023-07-17	Buy	380,000	1년	-27.2	-24.3		
2023-08-10	Buy	340,000	1년	-28.5	-17.4		
2023-10-17	Buy	340,000	1년	-28.4	-17.4		
2023-11-10	Buy	340,000	1년	-28.1	-17.4		
2023-11-22	Buy	340,000	1년	-28.8	-17.4		
2024-01-17	Hold	210,000	1년	-8.6	6.9		
2024-02-13	Hold	210,000	1년	-8.9	6.9		
2024-05-13	Hold	210,000	1년	-8.7	6.9		
2024-05-30	Hold	210,000	1년	-9.7	6.9		
2024-08-06	Hold	210,000	1년	-7.9	6.9		
2024-10-14	Hold	210,000	1년	-2.2	3.8		
2024-11-05	Hold	210,000	1년				