

# 엔씨소프트 (036570)

## 올해 하반기가 좋아 보인다

투자의견

**HOLD**(유지)

목표주가

**210,000** 원(유지)

현재주가

**186,100** 원(01/10)

시가총액

**4,086**(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 4,116억원(-6%yoy), 영업적자 900억원(+적자전환%yoy)으로 컨센서스(-565억원) 하회 전망
- 전분기 7주년 이벤트 및 리부트 서버 업데이트 효과로 높은 일매출(17억원)을 기록했던 리니지M은 4분기에도 일부 효과가 이어지며 준수한 일매출(13억원)이 예상됨. 리니지2M은 8/21 업데이트 효과와 11월 5주년 이벤트 효과를, 리니지W도 리부트 이벤트 효과로 매출 하향 방어에 성공한 것으로 보임
- 10/1 출시된 TL글로벌은 출시 초반 글로벌 스팀 매출 순위 3위권 및 동접자도 30만명을 기록. 하지만 11월에는 10만명대, 12월에는 그 이하를 기록해 다소 아쉬운 모습을 보임. 그럼에도 4분기 로열티 매출에는 상당 부분 기여할 것으로 전망. 12/4 출시된 모바일 방치형RPG '저니 오브 모나크'는 최고 매출 순위 5위를 기록한 뒤 빠르게 우하향해 12월 말 기준 10위권 밖으로 밀려남. 유의미한 매출 기여는 어려울 것으로 판단됨
- 영업비용에서는 약 700여명 규모의 회망퇴직을 실시해 이로 인한 일회성 인건비가 크게 증가할 것. 또한 저니오브 모나크 신작 마케팅 비용도 유의미하게 증가할 전망
- 올해 신작 라인업을 보면 상반기(스핀오프 게임 1종, 탭탄, 블소2 중국)보다는 하반기 신작(아이온2, LLL, 퍼블리싱 2종 등)에 대한 기대감이 더 높아 보임. 상반기까지 진행될 비용 효율화 과정이 마무리되고, 그에 따른 효과와 기대 신작의 성과가 더해질 하반기에 주가 또한 유의미하게 반등할 수 있을 것이라 판단

주가(원, 1/10)	186,100
시가총액(십억원)	4,086
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	248,000원
최저가	156,900원
52주 일간 Beta	0.81
60일 일평균거래대금	217억원
외국인 지분율	37.0%
배당수익률(2024F)	1.7%

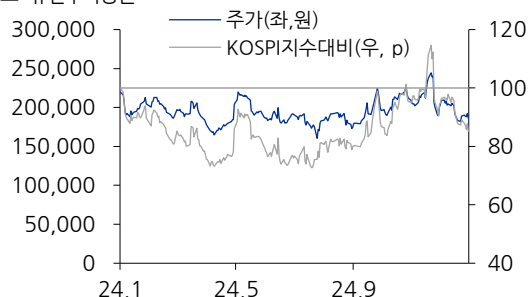
주주구성	
김택진 (외 14인)	12.0%
자사주 (외 1인)	9.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-6.1	9.3	-15.0
절대기준	-2.1	-3.0	-16.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	210,000	210,000	-
영업이익(24)	-70	-13	▼
영업이익(25)	127	166	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,572	1,780	1,580	1,628
영업이익	559	137	-70	127
세전손익	609	206	57	201
당기순이익	436	214	42	155
EPS(원)	19,847	9,663	1,917	7,061
증감률(%)	9.8	-51.3	-80.2	268.3
PER(배)	22.6	24.9	97.1	26.4
ROE(%)	13.7	6.6	1.3	5.0
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	153.9	21.3

자료: 유진투자증권



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 엔씨소프트 실적 추이

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>397.9</b>	<b>368.9</b>	<b>401.9</b>	<b>411.6</b>	<b>352.1</b>	<b>359.0</b>	<b>367.8</b>	<b>548.8</b>	<b>1,580.3</b>	<b>1,627.8</b>
(%yoy)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.0%	-11.5%	-2.7%	-8.5%	33.3%	-11.2%	3.0%
PC 게임	91.5	86.2	80.7	83.1	79.8	82.7	79.4	73.8	341.5	315.8
모바일게임	249.4	218.2	253.4	230.9	198.1	203.3	220.2	407.8	952.0	1,029.4
리니지 M	105.1	107.0	158.9	119.6	108.0	109.2	119.6	110.4	490.6	447.2
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	46.0	36.0	41.0	36.8	36.8	187.3	150.6
리니지 W	82.9	65.5	46.9	55.2	45.9	36.4	36.8	38.6	250.4	157.7
기타	24.3	26.8	29.7	29.5	26.1	25.0	25.2	23.6	110.3	99.9
로열티	32.7	37.7	38.1	68.1	48.1	48.0	43.0	43.6	176.6	182.7
<b>영업비용</b>	<b>372.2</b>	<b>360.0</b>	<b>416.2</b>	<b>501.7</b>	<b>341.4</b>	<b>349.6</b>	<b>344.1</b>	<b>465.7</b>	<b>1,650.1</b>	<b>1,500.8</b>
(%yoy)	-6.3%	-11.1%	2.4%	15.6%	-8.3%	-2.9%	-17.3%	-7.2%	0.5%	-9.0%
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>8.8</b>	<b>-14.3</b>	<b>-90.0</b>	<b>10.6</b>	<b>9.4</b>	<b>23.8</b>	<b>83.1</b>	<b>-69.8</b>	<b>126.9</b>
(%yoy)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-58.6%	6.3%	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-21.9%	3.0%	2.6%	6.5%	15.1%	-4.4%	7.8%
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	-74.5	30.1	28.4	38.8	103.6	56.7	200.9
<b>지배순이익</b>	<b>57.2</b>	<b>71.0</b>	<b>-26.5</b>	<b>-59.6</b>	<b>23.5</b>	<b>21.9</b>	<b>29.9</b>	<b>79.8</b>	<b>42.1</b>	<b>155.0</b>
(%yoy)	-49.7%	137.6%	적자전환	적자전환	-58.9%	-69.2%	흑자전환	흑자전환	-80.2%	268.3%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,571.8	1,779.8	1,580.3	1,627.8
영업이익	559.0	137.3	-69.8	126.9
세전이익	624.0	203.5	56.7	200.9
지배순이익	452.3	212.1	42.1	155.0
EPS(원)	19,847	9,663	1,917	7,061
PER(배)	22.6	24.9	97.1	26.4
OPM(%)	21.7%	7.7%	-4.4%	7.8%
NPM(%)	17.6%	11.9%	2.7%	9.5%

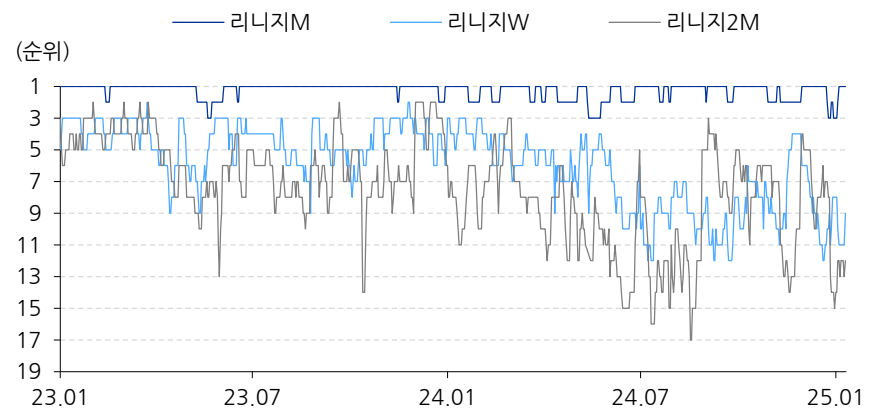
자료: 유진투자증권

도표 3. 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,580	1,628	1,570	1,672	0.6%	-2.6%
영업이익	-70	127	-13	166	적자지속	-23.5%
세전이익	57	201	113	240	-49.6%	-16.3%
지배순이익	42	155	87	185	-51.7%	-16.2%
% of Sales						
영업이익	-4.4%	7.8%	-0.8%	9.9%		
세전이익	3.6%	12.3%	7.2%	14.4%		
지배순이익	2.7%	9.5%	5.5%	11.1%		

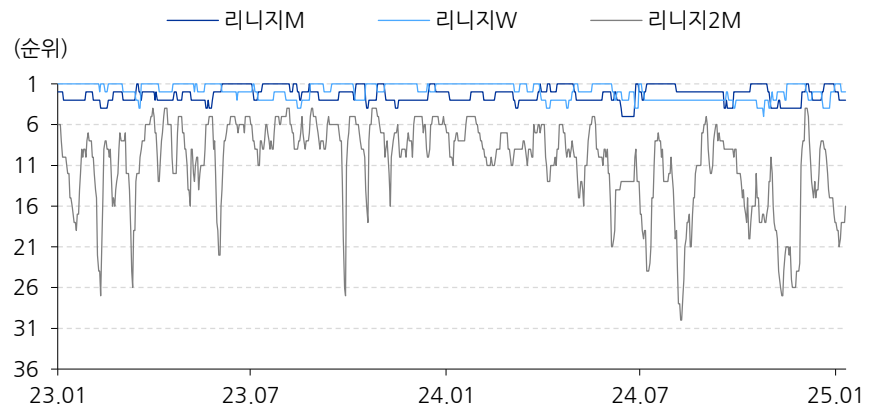
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



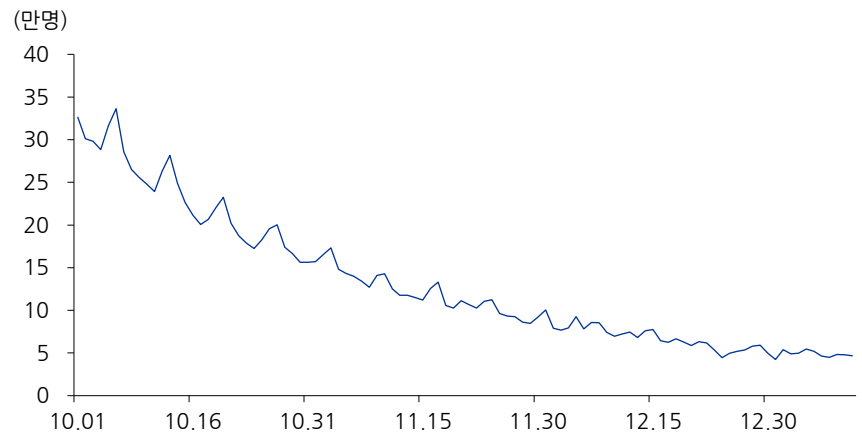
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 5. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



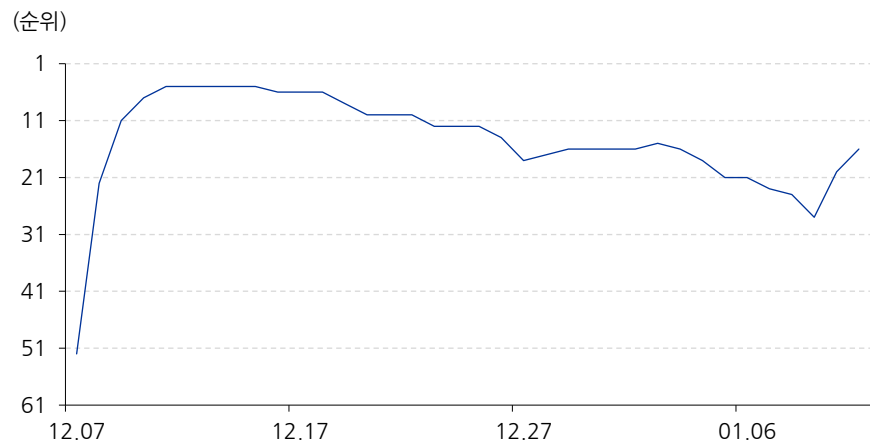
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. TL 스팀 동시접속자수 추이



자료: Steamdb, 유진투자증권

도표 7. 저니 오브 모나크 매출순위



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 엔씨소프트 신작 출시 일정

출시 일정	게임	장르	직접개발 /퍼블리싱	비고
2025년 상반기	기존 IP 활용 스핀오프	-	직접개발	-
	택탄	전략	직접개발	분사된 조직에서 개발
	리니지 2M	MMORPG	직접개발	지역 확장
	블소 2	MMORPG	직접개발	중국 출시
2025년 하반기	아이온 2	MMORPG	직접개발	기출시작들과는 다른 색깔. 경쟁보다는 함께 즐기고 성장하는 것에 초점을 맞춤. PVE 콘텐츠에 주력. 구체적인 내용은 25년 초에 공개될 예정
	LLL	슈팅	직접개발	분사된 조직에서 개발
	퍼블리싱 2종	-	퍼블리싱	문로버, 빅게임 이외 추가 개발사 투자 및 판권 계약 발표 예정

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

## 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>4,438</b>	<b>4,394</b>	<b>3,960</b>	<b>4,112</b>	<b>4,177</b>
유동자산	2,691	2,337	1,733	1,867	1,906
현금성자산	1,376	1,534	871	924	1,020
매출채권	219	172	225	300	237
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
<b>부채총계</b>	<b>1,239</b>	<b>1,141</b>	<b>869</b>	<b>934</b>	<b>892</b>
유동부채	515	614	344	404	356
매입채무	292	215	177	236	187
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
<b>자본총계</b>	<b>3,199</b>	<b>3,253</b>	<b>3,091</b>	<b>3,177</b>	<b>3,285</b>
지배지분	3,196	3,250	3,087	3,173	3,281
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,441	3,527	3,635
기타	(658)	(667)	(799)	(799)	(799)
비지배지분	2	3	4	4	4
<b>자본총계</b>	<b>3,199</b>	<b>3,253</b>	<b>3,091</b>	<b>3,177</b>	<b>3,285</b>
총차입금	629	643	380	380	380
순차입금	(748)	(891)	(491)	(544)	(640)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	<b>736</b>	<b>140</b>	<b>(312)</b>	<b>177</b>	<b>221</b>
당기순이익	436	214	42	155	176
자산상각비	106	112	93	39	34
기타비현금성손익	253	(40)	(24)	(69)	(79)
운전자본증감	50	(96)	(498)	(21)	8
매출채권감소(증가)	101	42	18	(75)	63
재고자산감소(증가)	5	1	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	0	0	3	59	(50)
기타	(57)	(139)	(519)	(5)	(5)
<b>투자현금</b>	<b>(392)</b>	<b>113</b>	<b>987</b>	<b>(69)</b>	<b>(71)</b>
단기투자자산감소	(156)	261	1,026	(14)	(14)
장기투자증권감소	20	6	(2)	(34)	(34)
설비투자	250	117	55	0	0
유형자산처분	0	1	1	0	0
무형자산처분	(3)	(41)	25	(11)	(11)
<b>재무현금</b>	<b>(304)</b>	<b>(177)</b>	<b>(511)</b>	<b>(69)</b>	<b>(69)</b>
차입금증가	(185)	(43)	(274)	0	0
자본증가	(119)	(136)	(239)	(69)	(69)
배당금지급	119	136	64	69	69
<b>현금 증감</b>	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>167</b>	<b>39</b>	<b>82</b>
기초현금	256	286	365	532	571
기말현금	286	365	532	571	653
Gross Cash flow	795	286	134	198	213
Gross Investment	187	243	537	77	48
<b>Free Cash Flow</b>	<b>609</b>	<b>42</b>	<b>(403)</b>	<b>121</b>	<b>165</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>2,572</b>	<b>1,780</b>	<b>1,580</b>	<b>1,628</b>	<b>1,734</b>
증가율(%)	11.4	(30.8)	(11.2)	3.0	6.5
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,572</b>	<b>1,780</b>	<b>1,580</b>	<b>1,628</b>	<b>1,734</b>
판매 및 일반관리비	2,013	1,643	1,650	1,501	1,586
기타영업손익	4	(18)	0	(9)	6
<b>영업이익</b>	<b>559</b>	<b>137</b>	<b>(70)</b>	<b>127</b>	<b>147</b>
증가율(%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	16.1
<b>EBITDA</b>	<b>665</b>	<b>249</b>	<b>23</b>	<b>166</b>	<b>181</b>
증가율(%)	41.8	(62.5)	(90.6)	611.7	8.9
<b>영업외손익</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>126</b>	<b>74</b>	<b>77</b>
이자수익	52	87	73	54	54
이자비용	9	15	13	19	19
지분법손익	(8)	3	5	2	3
기타영업외손익	16	(7)	62	37	39
<b>세전순이익</b>	<b>609</b>	<b>206</b>	<b>57</b>	<b>201</b>	<b>224</b>
증가율(%)	24.0	(66.1)	(72.5)	254.4	11.6
법인세비용	173	(8)	15	46	48
<b>당기순이익</b>	<b>436</b>	<b>214</b>	<b>42</b>	<b>155</b>	<b>176</b>
증가율(%)	10.2	(50.9)	(80.3)	268.5	13.6
지배주주지분	436	212	42	155	176
증가율(%)	9.8	(51.3)	(80.2)	268.3	13.6
비지배지분	0	2	(0)	0	0
<b>EPS(원)</b>	<b>19,847</b>	<b>9,663</b>	<b>1,917</b>	<b>7,061</b>	<b>8,019</b>
증가율(%)	9.8	(51.3)	(80.2)	268.3	13.6
수정EPS(원)	19,847	9,663	1,917	7,061	8,019
증가율(%)	9.8	(51.3)	(80.2)	268.3	13.6

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	19,847	9,663	1,917	7,061	8,019
BPS	145,587	148,023	140,614	144,545	149,434
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	22.6	24.9	97.1	26.4	23.2
PBR	3.1	1.6	1.3	1.3	1.2
EV/ EBITDA	13.7	17.6	153.9	21.3	19.0
배당수익률	1.5	1.3	1.7	1.7	1.7
PCR	12.4	18.5	30.6	20.6	19.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	21.7	7.7	(4.4)	7.8	8.5
EBITDA이익률	25.9	14.0	1.5	10.2	10.4
순이익률	17.0	12.0	2.7	9.5	10.2
ROE	13.7	6.6	1.3	5.0	5.5
ROIC	20.1	5.5	(3.0)	5.7	6.8
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(23.4)	(27.4)	(15.9)	(17.1)	(19.5)
유동비율	522.2	380.4	503.4	461.6	535.5
이자보상배율	59.0	9.4	(5.4)	6.7	7.8
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.4	9.1	8.0	6.2	6.5
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,018.5	1,692.5	1,762.5
매입채무회전율	8.5	7.0	8.1	7.9	8.2

### 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 제작용으로서 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%

(2024.12.31 기준)

