

Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	270,000원
현재가 (11/6)	225,500원

KOSPI (11/6)	2,563.51pt
시가총액	4,951십억원
발행주식수	21,954천주
액면가	500원
52주 최고가	281,000원
최저가	160,400원
60일 일평균거래대금	22십억원
외국인 지분율	35.3%
배당수익률 (2024F)	1.4%

주주구성	
김택진 외 12 인	12.01%
퍼블릭인베스트먼트펀드외1인	9.26%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8%	31%	-15%
절대기준	8%	25%	-13%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	270,000	270,000	-
EPS(24)	4,525	7,724	▼
EPS(25)	10,347	12,294	▼

엔씨소프트 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

엔씨소프트 (036570)

턴어라운드를 위한 마지막 퍼즐을 맞추다

3분기 실적 컨센서스 하회

엔씨소프트는 2024년 3분기 매출액 4,019억원(YoY -5.0%, QoQ +9.0%), 영업손실 143억원(YoY 적전, QoQ 적전)을 기록. 컨센서스(매출액 3,917억원, 영업이익 79억원)기준 매출액은 상회했으나 영업이익이 크게 하회. 모바일 게임 매출이 전분기 대비 +16% 증가. 리니지M의 강력한 성과(QoQ +49%)가 주요 요인으로 작용. 반면, Legacy PC 온라인 게임 매출은 807억 원으로 전분기 대비 -6% 감소했으며, 해외 및 로열티 매출도 1,157억 원으로 -10% 감소. 영업비용은 전분기 대비 +16% 증가. 신작 게임 출시로 마케팅 비용이 전분기 대비 +180% 급증

체질 개선을 통해 게임사로서의 경쟁력 제고

향후 당사는 고정비 절감과 비용 효율화에 주력하며 조직 개편을 통한 사업 구조 개선을 계획. 프로젝트 6개를 중단하고, 희망퇴직을 시행하며 일부 조직을 해체하는 등 비용 구조를 재편. 2025년까지 인원을 3천명 수준까지 축소, 고정비를 줄여 영업 레버리지 문제를 해소할 것으로 기대. 또한, 전문 개발 스튜디오 체제로 전환해 창의성과 독립성을 강화하고 각 분사 조직이 자산화 될 수 있도록 지원하며, 필요 시 투자 유치 및 IPO 가능성도 검토 중. 마케팅 측면에서는 기존 IP 유지와 신작 출시에 중점을 두며 총 매출의 10% 이하로 마케팅비를 통제할 방침

2025년 다수의 신작 출시 모멘텀

2025년에는 글로벌 시장을 겨냥한 다수의 신작 출시로 새로운 성장 모멘텀 기대. 5종의 신작 라인업이 준비 중이며 대표작으로는 PvE 중심의 스토리와 차별화된 콘텐츠로 글로벌 시장을 공략할 MMORPG 아이온2를 기대. 이외 새로운 장르와 IP를 기반으로 한 LLL과 택탄이 포함되며, 빅게임스튜디오와 협업한 브레이커스, 그리고 기존 IP를 활용한 새로운 장르 게임이 라인업에 추가. 다양한 장르 확장을 통해 동사는 모바일과 PC를 넘나드는 포트폴리오를 강화하고, MMO에 국한되지 않은 신규 콘텐츠로 유저층을 확대하며 경쟁력을 높일 방침

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,610	1,817	2,060
영업이익	559	137	1	242	330
세전이익	609	206	128	301	389
지배주주순이익	436	212	99	227	293
EPS(원)	19,847	9,663	4,525	10,347	13,361
증가율(%)	9.8	-51.3	-53.2	128.7	29.1
영업이익률(%)	21.7	7.7	0.1	13.3	16.0
순이익률(%)	17.0	12.0	6.1	12.5	14.2
ROE(%)	13.7	6.6	3.1	7.0	8.5
PER	22.6	24.9	49.8	21.8	16.9
PBR	3.1	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.6	17.5	41.6	12.1	9.1

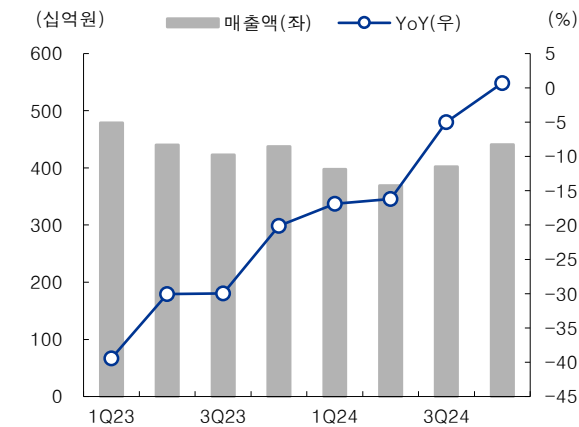
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엔씨소프트 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	398	369	402	441	1780	1610	1817
QoQ	-12.6%	-8.0%	-3.9%	3.5%	-9.1%	-7.3%	9.0%	9.7%			
YoY	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-5.0%	0.7%	-30.8%	-9.6%	12.9%
PC게임	91	88	93	92	91	86	81	82	365	341	328
모바일게임	331	297	274	299	249	218	253	233	1200	954	907
기타	14	19	21	16	24	27	30	26	70	106	118
로열티	42	36	35	31	33	38	38	77	144	185	178
신작								23		23	286
영업이익	82	35	17	4	26	9	-14	-19	137	1	242
OPM	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-4.3%	7.7%	0.1%	13.3%
QoQ	72.1%	-56.8%	-53.1%	-76.7%	567.6%	-65.6%	적전	적지			
YoY	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-75.4%	-99.0%	18,126.5%
세전이익	141	39	46	-20	78	85	-32	-3	206	128	301
QoQ	흑전	-72.3%	18.1%	적전	흑전	8.4%	적전	적지			
YoY	-39.4%	-76.0%	-81.5%	적지	-44.5%	117.2%	적전	적지	-66.1%	-37.9%	134.9%
순이익(지배)	114	30	44	25	57	71	-27	-2	212	99	227
NIM	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	19.2%	-6.6%	-0.5%	11.9%	6.2%	12.5%
QoQ	흑전	-73.7%	46.0%	-42.8%	129.1%	24.2%	적전	적지			
YoY	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑전	-49.7%	137.6%	적전	적전	-51.3%	-53.2%	128.7%

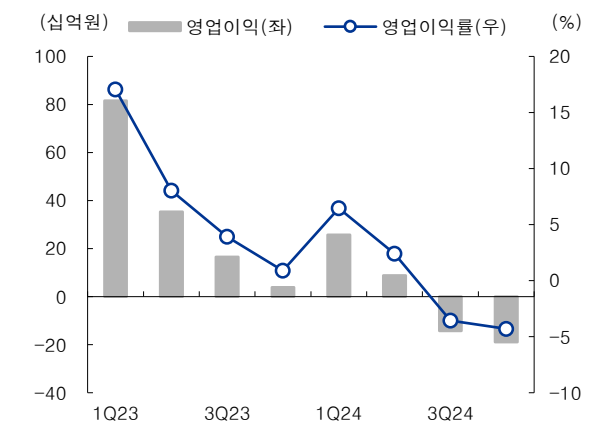
자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 1. 엔씨소프트의 매출액 및 YoY 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

그림 2. 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권 추정

표 2. 엔씨소프트 신작 출시 일정

게임명	장르	출시 일자	비고
저니오브모나크	방치형 RPG	4Q24	PC, 모바일
블레이드&소울2(중국)	MMORPG	4Q24	PC, 모바일
택탄(Tactan)	MMORTS	1H25	모바일
기존 IP 기반 게임	MMO류가 아닌 신규 장르	1H25	미공개
아이온2	MMORPG	2H25	PC, 모바일
LLL	MMO슈팅	2H25	PC, 콘솔
브레이커스: 언락 더 월드	서브컨처	2H25	PC, 모바일
리니지 2M(중국)	MMORPG	25년내	모바일

자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 3. 저니오브모나크 사전 예약자



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 4. 출시 예정인 신작 아이온2



자료: 엔씨소프트, IBK투자증권

그림 5. 엔씨소프트의 12개월 FW PER 및 PBR 추이

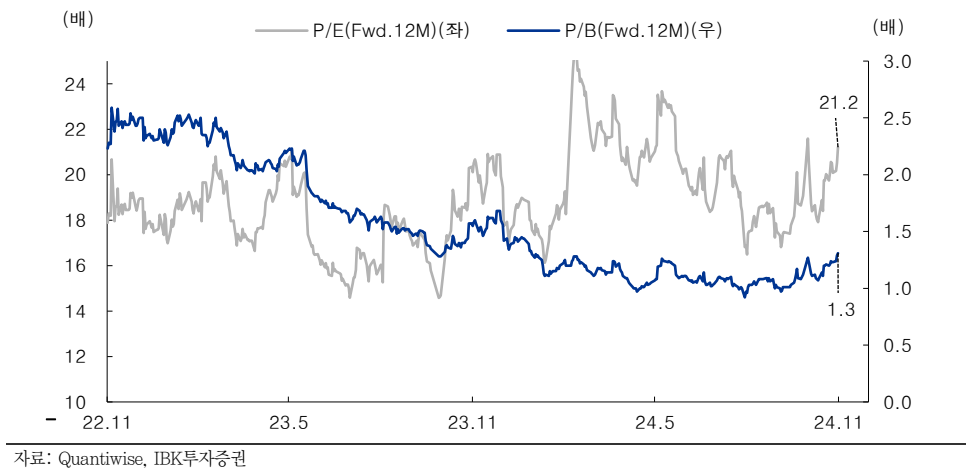


그림 6. 엔씨소프트의 EBITDA 및 ROE 추이

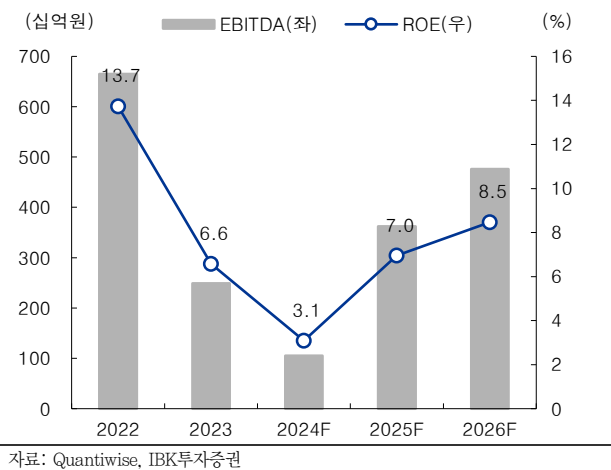


그림 7. 엔씨소프트의 영업이익률 및 순이익률 추이

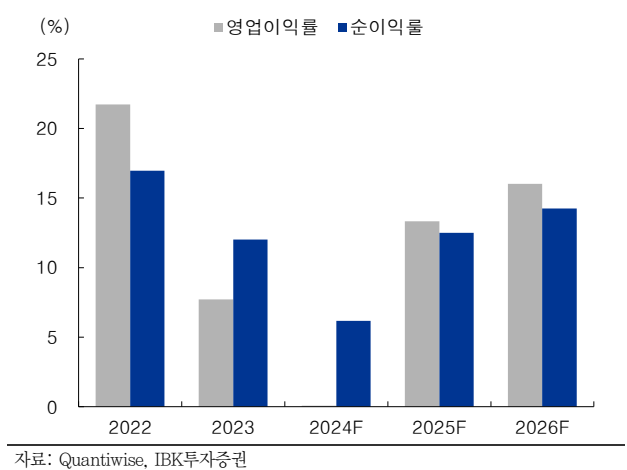


그림 8. 엔씨소프트의 순부채 및 이자손익 추이

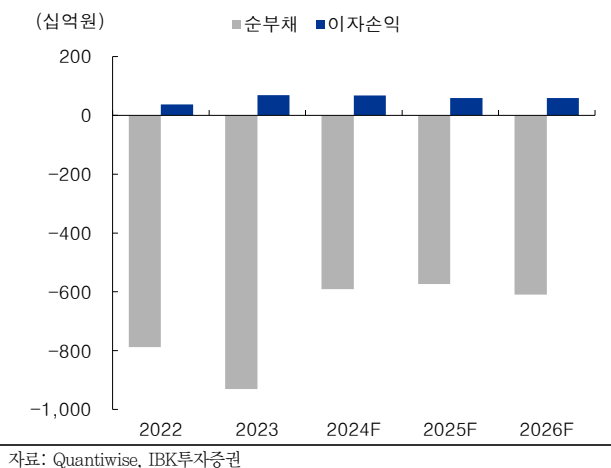
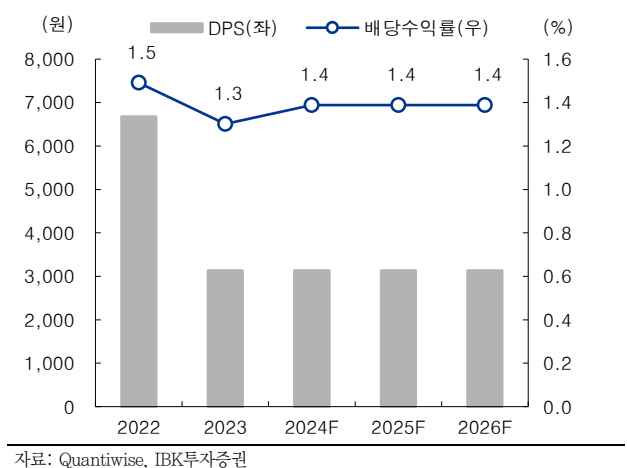


그림 9. 엔씨소프트의 DPS 및 배당수익률 추이



포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,610	1,817	2,060
증가율(%)	11.4	-30.8	-9.6	12.9	13.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,610	1,817	2,060
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	2,013	1,643	1,608	1,575	1,730
판매비율(%)	78.3	92.3	99.9	86.7	84.0
영업이익	559	137	1	242	330
증가율(%)	49.0	-75.4	-99.0	18,126.5	36.2
영업이익률(%)	21.7	7.7	0.1	13.3	16.0
순금융손익	-32	91	107	59	59
이자손익	38	69	67	59	59
기타	-70	22	40	0	0
기타영업외손익	90	-26	48	0	0
총속/관계기업손익	-8	4	-28	0	0
세전이익	609	206	128	301	389
법인세	173	-8	29	74	95
법인세율	28.4	-3.9	22.7	24.6	24.4
계속사업이익	436	214	99	227	293
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	99	227	293
증가율(%)	10.2	-50.9	-53.6	128.7	29.1
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.1	12.5	14.2
지배주주당기순이익	436	212	99	227	293
기타포괄이익	-269	-23	-34	0	0
총포괄이익	167	191	65	227	293
EBITDA	665	249	105	362	476
증가율(%)	41.8	-62.5	-57.9	245.2	31.5
EBITDA마진율(%)	25.9	14.0	6.5	19.9	23.1

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	4,525	10,347	13,361
BPS	145,587	148,023	144,969	152,497	163,039
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	22.6	24.9	49.8	21.8	16.9
PBR	3.1	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.6	17.5	41.6	12.1	9.1
성장성지표(%)					
매출증가율	11.4	-30.8	-9.6	12.9	13.4
EPS증가율	9.8	-51.3	-53.2	128.7	29.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
ROE	13.7	6.6	3.1	7.0	8.5
ROA	9.7	4.8	2.3	5.3	6.5
ROIC	63.1	25.8	9.7	19.1	21.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	38.7	35.1	30.2	29.7	28.8
순차입금 비율(%)	-24.6	-28.6	-18.5	-17.1	-17.0
이자보상배율(배)	59.0	9.4	0.1	32.4	44.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.3	11.6	10.7	9.8	9.1
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,225.9	2,328.7	2,161.0
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	1,904	1,941	2,045
현금및현금성자산	286	365	109	53	49
유가증권	1,089	1,167	954	993	1,033
매출채권	175	133	167	203	249
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,245	2,408	2,572
유형자산	930	1,001	1,068	1,202	1,334
무형자산	43	96	104	111	119
투자자산	538	673	819	819	820
자산총계	4,438	4,394	4,149	4,348	4,617
유동부채	515	614	454	467	480
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	240	130	130	130
비유동부채	724	526	509	529	553
사채	349	170	170	170	170
장기차입금	60	0	0	0	0
부채총계	1,239	1,141	962	996	1,033
자배주주지분	3,196	3,250	3,183	3,348	3,579
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-623	-623	-692	-692	-692
기타포괄이익누계액	-35	-45	-71	-71	-71
이익잉여금	3,409	3,473	3,501	3,666	3,898
비지배주주지분	2	3	4	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,187	3,352	3,584
비이자부채	653	539	490	524	561
총차입금	586	602	472	472	472
순차입금	-788	-930	-591	-574	-610

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	105	315	398
당기순이익	436	214	99	227	293
비현금성 비용 및 수익	359	72	53	61	88
유형자산감가상각비	104	110	102	118	145
무형자산상각비	2	2	1	2	2
운전자본변동	50	-96	-120	-32	-42
매출채권등의 감소	101	42	-31	-36	-46
재고자산의 감소	5	1	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-109	-50	73	59	59
투자활동 현금흐름	-392	113	-76	-339	-373
유형자산의 증가(CAPEX)	-250	-117	-163	-252	-277
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-41	18	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	20	10	32	-1	-1
기타	-159	260	37	-77	-85
재무활동 현금흐름	-304	-177	-289	-32	-29
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-304	-177	-289	-31	-28
기타 및 조정	-10	4	4	0	0
현금의 증가	30	80	-256	-56	-4
기초현금	256	286	365	109	53
기말현금	286	365	109	53	49

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.10.01~2024.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	124	91.2
Trading Buy (중립)	10	7.4
중립	2	1.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

엔씨소프트	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2022.08.16	매수	470,000	-18.89	2.02
	2022.11.29	매수	590,000	-26.51	-19.24
	2023.04.03	매수	520,000	-33.00	-23.94
	2023.07.04	매수	420,000	-35.58	-29.88
	2023.09.04	Trading Buy	280,000	-16.40	0.36
	2024.02.13	매수	250,000	-23.30	-12.00
	2024.05.20	매수	270,000	-29.10	-16.85
	2024.11.06	매수	270,000		