

엔씨소프트 (036570/KS)

엄중한 재정비

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 260,000 원(상향)

현재주가: 219,500 원

상승여력: 18.5%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

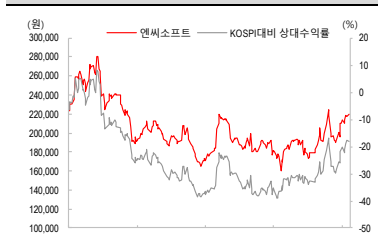
Company Data

발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,819 십억원
주요주주	
김택진(외12)	12.01%
자사주	9.93%

Stock Data

주가(24/11/04)	219,500 원
KOSPI	2,588.97pt
52주 최고가	281,000 원
52주 최저가	160,400 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24 Review: 모바일 매출 반등 vs. 어마어마했던 마케팅비

3 분기 매출액 4,019 억원(+9.0% QoQ, 이하 동일), 영업손실 143 억원(적전), 순손실 265 억원(적전)으로 영업이익은 2012 년 이후 처음으로 적자를 기록했다. <호연>과 리니지 M, 2M 관련 마케팅 집행(마케팅비 487 억원, +180% QoQ)이 컸던 영향이다. <호연>은 높은 내부 기대감으로 적극적인 마케팅 활동을 전개했으나 흥행에 실패했다. <리니지 M>은 리부트월드 업데이트 이후 잠재 유저 유입에 성공, 매출액은 전분기대비 +48.5% 증가했다. 로열티 매출은 381 억원으로 +1.2%, TL 얼리엑세스 성과 반영되었으나 불소 중국 로열티 감소로 영향이 상쇄되었다.

결국 잘하는 것에 집중

10/1 글로벌 출시한 <TL>은 출시 초반 최고동접자 수는 약 33.6 만명 기록하며 예상치 상회, 현재 15 만명 수준으로 견조한 트래픽을 유지 중이다. 이를 통해 향후 글로벌 시장 조준을 위한 MMORPG 개발 및 운영 노하우를 터득하고 글로벌 유저 파악에 한층 더 가까워졌을 것이다. 내년에는 동사가 경쟁력 있는 장르 신작 <아이온 2>, <LLLL>, <택탄>을 출시하고, 외부 스튜디오를 통해 <브레이커스>를 출시할 계획이다.

증명이 필요한 시간

동사는 높은 고정비 구조 개선을 위해 적극적인 구조조정을 진행하고 있다. 지난 6 월 QA 와 IDS 분할에 이어 최근 개발 조직(TL, LLL, 택탄)과 AI 서비스 연구 조직을 4 개 회사로 물적 분할했다. 개발 부문을 분리함으로써 개발 역량 강화, 퀄리티 개선, 의사결정 간소화에 따른 출시 일정 준수 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 본사 인력은 연초 5 천명대-> 내년 상반기에는 3 천명대로 감소할 것으로 예상된다. 당분간은 위로금, 퇴직금 등이 발생하며 눈에 띄는 비용 개선은 보기 어려울 것이나 25 년 하반기부터는 비용 효율화 효과가 뚜렷하게 나타날 것으로 전망한다. 목표주가 산정 구간을 25 년으로 조정하며 목표주가는 26 만원으로 상향한다. 4 분기 <저니오브모나크>, TL 대규모 업데이트, 1H25 <택탄> 출시까지 확인할 수 있는 요소는 많다. 굵직한 조직 개편이 변화를 일으킬 수 있을지 증명해야 할 시간이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,607	1,856	2,069
영업이익	십억원	375	559	137	18	229	305
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	74	258	316
EPS	원	18,078	19,847	9,663	3,364	11,761	14,413
PER	배	35.6	22.6	24.9	65.2	18.7	15.2
PBR	배	3.7	2.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	28.5	10.2	8.4
ROE	%	12.6	13.7	6.6	2.3	7.9	9.0

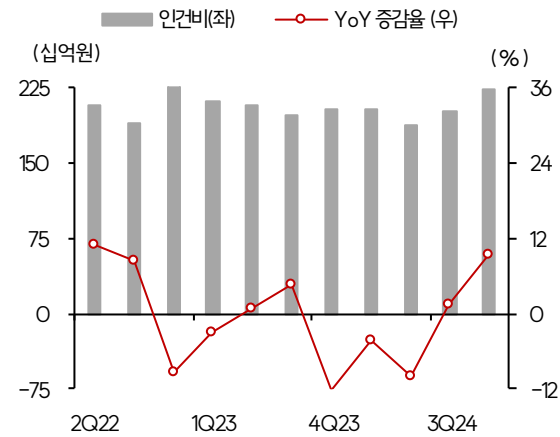
목표주가 산출	
구분	내용
2025년 지배주주지분 순이익(십억원)	258.2
Target P/E	19.9x
목표 시총(십억원)	5,126.4
주식 수(천 주)	19,980.7
적정 주가(원)	256,569
목표 주가(원)	260,000
현재 주가(원)	219,500
상승 여력	18.5%

자료: SK 증권

엔씨소프트 수익 추정 표											
(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	438.7	424.7	446.8	436.6	547.4	1,779.8	1,607.4	1,855.5
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	79.6	78.1	78.4	75.4	98.0	365.1	338.0	329.9
모바일	249.4	218.2	253.4	281.2	271.2	294.1	286.1	370.4	1,200.4	1,002.2	1,221.7
로열티	32.7	37.7	38.1	50.4	47.2	45.7	46.3	50.8	144.5	158.8	190.1
영업비용	372.2	360.0	416.2	440.6	377.3	401.2	394.3	453.6	1,642.5	1,589.0	1,626.4
인건비	202.8	188.0	201.1	223.3	192.9	189.0	187.8	189.5	822.9	815.2	759.3
마케팅비	6.9	17.4	48.7	35.7	17.5	33.5	40.7	58.8	81.4	108.7	150.4
상각비	27.8	27.9	26.5	27.2	27.3	27.2	27.1	27.2	111.9	109.4	108.9
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	154.3	139.5	151.5	138.7	178.1	622.8	555.8	607.8
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-1.8	47.5	45.6	42.2	93.8	137.3	18.4	229.1
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-0.4%	11.2%	10.2%	9.7%	17.1%	7.7%	1.1%	12.3%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-27.8	57.9	55.5	50.9	94.2	213.9	73.9	258.4
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-27.8	57.8	55.5	50.8	94.1	212.1	73.9	258.2
YoY growth rate											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	0.2%	6.7%	21.1%	8.6%	24.8%	-30.8%	-9.7%	15.4%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	-13.8%	-14.6%	-9.1%	-6.6%	23.1%	-6.5%	-7.4%	-2.4%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-5.9%	8.7%	34.8%	12.9%	31.7%	-37.9%	-16.5%	21.9%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	64.7%	44.4%	21.4%	21.6%	0.9%	-8.0%	9.9%	19.7%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	1.5%	1.4%	11.4%	-5.3%	3.0%	-18.4%	-3.3%	2.4%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	9.4%	-4.9%	0.6%	-6.6%	-15.1%	-2.9%	-0.9%	-6.9%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	-2.5%	153.7%	92.5%	-16.4%	64.5%	-56.9%	33.5%	38.4%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	1.6%	-1.5%	-2.3%	2.2%	0.0%	5.5%	-2.2%	-0.4%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-5.1%	3.6%	19.5%	-0.9%	15.4%	-28.5%	-10.8%	9.4%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	84.5%	415.8%	흑전	흑전	-75.4%	-86.6%	1143.4%
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-1.3%	4.7%	7.8%	13.2%	17.6%	-14.0%p	-6.6%p	11.2%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	1.3%	-21.9%	흑전	흑전	-50.9%	-65.5%	249.8%

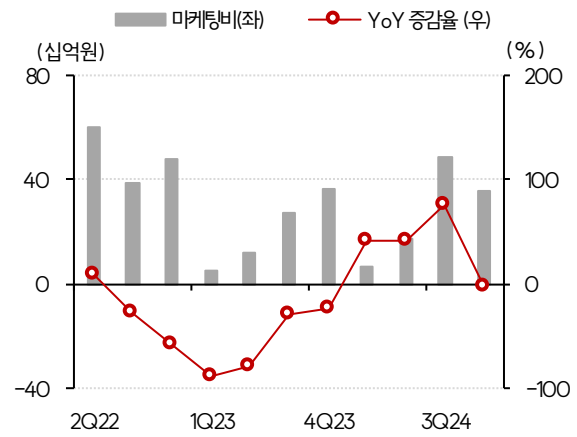
자료: 엔씨소프트, SK 증권

인건비 감소 추세 지속 전망



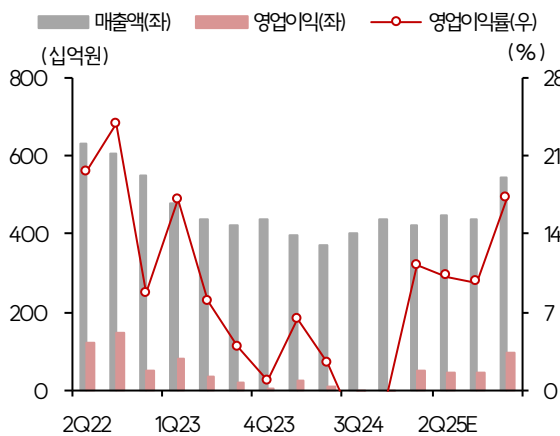
자료: 엔씨소프트, SK 증권

주요 라인업에 마케팅 효율적으로 집행



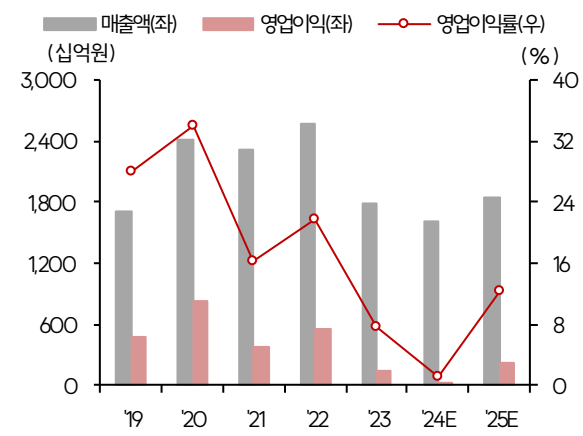
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	370.2	392.8	386.1	412.4	401.9	438.7	424.7	446.8	8.6%	11.7%	10.0%	8.4%
영업이익	17.6	31.6	39.9	63.2	-14.3	-1.8	47.5	45.6	적전	적전	19.0%	-27.8%
지배주주순이익	24.1	35.3	42.5	60.9	-26.5	-27.8	57.8	55.5	적전	적전	36.0%	-8.9%

자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,648.6	1,986.2	2,056.8	1,607.4	1,855.5	2,069.1	-2.5%	-6.6%	0.6%
영업이익	84.7	295.7	328.1	18.4	229.1	305.4	-78.2%	-22.5%	-6.9%
지배주주순이익	136.7	286.2	312.6	73.9	258.2	316.4	-46.0%	-9.8%	1.2%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,090	2,567	2,667
현금및현금성자산	286	365	112	246	253
매출채권 및 기타채권	219	172	173	216	227
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,196	2,134	2,322
장기금융자산	577	709	625	643	647
유형자산	930	1,001	1,195	1,112	1,046
무형자산	43	96	99	97	345
자산총계	4,438	4,394	4,286	4,701	4,989
유동부채	515	614	615	767	808
단기금융부채	35	280	281	350	369
매입채무 및 기타채무	83	73	216	269	284
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	510	535	543
장기금융부채	593	363	343	343	343
장기매입채무 및 기타채무	23	59	61	61	61
장기충당부채	3	3	3	3	4
부채총계	1,239	1,141	1,125	1,303	1,351
지배주주지분	3,196	3,250	3,157	3,394	3,633
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-692	-692	-692
자기주식	-616	-616	-684	-684	-684
이익잉여금	3,409	3,473	3,475	3,712	3,952
비지배주주지분	2	3	4	4	5
자본총계	3,199	3,253	3,161	3,398	3,638
부채와자본총계	4,438	4,394	4,286	4,701	4,989

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	151	414	406
당기순이익(손실)	436	214	74	258	317
비현금성항목등	359	72	2	87	74
유형자산감가상각비	104	110	105	84	66
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	253	-40	-105	1	6
운전자본감소(증가)	50	-96	-19	66	18
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	2	-43	-12
재고자산의감소(증가)	5	1	0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	44	53	14
기타	-248	-170	99	-83	-108
법인세납부	-139	-120	6	-86	-106
투자활동현금흐름	-392	113	-13	-318	-339
금융자산의감소(증가)	-156	266	58	-290	-78
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-293	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	-5	0	-250
기타	16	6	227	-27	-10
재무활동현금흐름	-304	-177	-161	48	-58
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	102	70	19
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	-132	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-64	-22	-77
기타	0	1	-68	0	0
현금의 증가(감소)	30	80	-253	134	7
기초현금	256	286	365	112	247
기말현금	286	365	112	247	253
FCF	487	23	-143	414	406

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

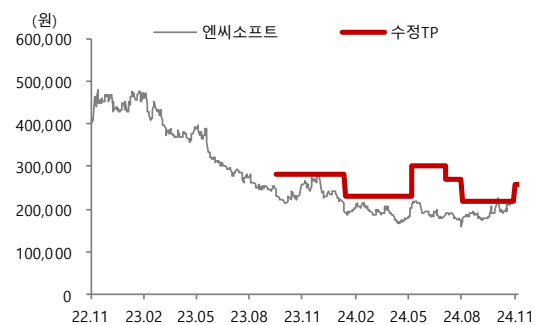
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,607	1,856	2,069
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,607	1,856	2,069
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,589	1,626	1,764
영업이익	559	137	18	229	305
영업이익률(%)	21.7	7.7	1.1	12.3	14.8
비영업손익	50	69	79	115	117
순금융손익	38	69	69	76	89
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	-0	1	1
세전계속사업이익	609	206	98	345	422
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	6.1	18.6	20.4
계속사업법인세	173	-8	24	86	106
계속사업이익	436	214	74	258	317
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	74	258	317
순이익률(%)	17.0	12.0	4.6	13.9	15.3
지배주주	436	212	74	258	316
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	4.6	13.9	15.3
비지배주주	0	2	0	0	0
총포괄이익	167	191	40	258	317
지배주주	166	189	40	256	313
비지배주주	0	2	-0	3	3
EBITDA	665	249	125	315	373

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-9.7	15.4	11.5
영업이익	49.0	-75.4	-86.6	1,143.4	33.3
세전계속사업이익	24.0	-66.1	-52.7	252.9	22.6
EBITDA	41.8	-62.5	-49.7	151.5	18.5
EPS	9.8	-51.3	-65.2	249.6	22.6
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	1.7	5.8	6.5
ROE	13.7	6.6	2.3	7.9	9.0
EBITDA마진	25.9	14.0	7.8	17.0	18.0
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	339.7	334.6	329.9
부채비율	38.7	35.1	35.6	38.3	37.1
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-39.5	-47.2	-45.9
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	11.5	32.5	36.3
배당성향	31.1	30.0	29.3	29.7	29.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	3,364	11,761	14,413
BPS	173,629	176,065	174,980	185,756	196,670
CFPS	24,672	14,759	8,231	15,673	17,510
주당 현금배당금	6,680	3,130	1,094	3,884	4,760
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	65.2	18.7	15.2
PBR	2.6	1.4	1.3	1.2	1.1
PCR	18.2	16.3	26.7	14.0	12.5
EV/EBITDA	12.1	15.3	28.5	10.2	8.4
배당수익률	1.5	1.3	0.5	1.8	2.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.05	매수	260,000원	6개월		
2024.08.06	매수	220,000원	6개월	-11.83%	2.05%
2024.07.10	매수	270,000원	6개월	-32.67%	-28.89%
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 05일 기준)

매수	96.36%	중립	3.64%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------