

엔씨소프트 (036570)

비용 감축 포인트만으로는 부족, 개발력 입증 필요

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(하향): 260,000원

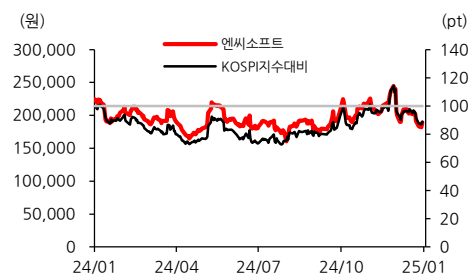
현재 주가(1/3)	189,000 원
상승여력	▲37.6%
시가총액	41,493 억원
발행주식수	21,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	244,500 / 160,400 원
90 일 일평균 거래대금	250.12 억원
외국인 지분율	37.0%
주주 구성	
김택진 (외 14 인)	12.0%
자사주 (외 1 인)	9.9%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2 인)	9.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.9	-5.0	4.9	-17.8
상대수익률(KOSPI)	-18.6	-0.3	17.5	-11.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,780	1,595	1,746	1,912
영업이익	137	-93	179	272
EBITDA	249	19	298	391
지배주주순이익	212	3	189	223
EPS	9,663	169	9,289	10,976
순차입금	-891	-832	-931	-1,058
PER	24.9	1,218.7	20.3	17.2
PBR	1.6	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	17.6	193.0	10.8	7.9
배당수익률	1.3	1.5	1.7	1.7
ROE	6.6	0.1	6.2	6.9

주가 추이



동사의 4Q24 영업이익의 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 부진한 신작 성과와 상반기 모멘텀이 부족해 단기 주가 반등 가능성은 제한적입니다. 다만 디레이팅 요인들의 전략이 구조적으로 변하고 있기에 시가총액 4 조 수준에서는 매수 대응이 유효하다고 판단합니다.

4Q24 실적은 희망퇴직 관련 비용으로 큰 폭의 적자 추정

동사의 4Q24 실적으로 매출액 4,267억 원, 영업손실 1,131억 원을 추정한다. 기존 라인업들의 매출은 감소하겠지만 TL글로벌 로열티가 온기로 반영되고 신작의 일부 성과가 반영되며 매출액은 QoQ 6.2% 증가를 예상한다. 리니지M 매출액은 업데이트 효과가 제거되며 QoQ 20% 감소, 2M과 W는 하락세를 멈추고 안정화 된 것으로 파악된다. 저니오브모나크의 4분기 매출은 86억 원(일평균 3.2억 원)으로 추정한다. 인건비는 퇴직 관련 일회성 비용 반영으로 QoQ 58% 증가, 마케팅비는 신작 관련 글로벌 마케팅 집행으로 QoQ 2% 증가를 예상한다.

비용 감축 포인트만으로는 어려워진 상황, 개발력 입증 필요

1분기 영업이익은 193억 원으로 흑자전환을 예상한다. 연결 기준 인력은 희망퇴직을 포함해 스튜디오 분사, 비효율 사업부 정리, 자연감소 등으로 인해 일년 전 대비 약 1,000명 감소할 것으로 예상, 올해 인건비는 YoY 22% 감소를 추정한다. 강도 높은 비용 슬림화 정책은 긍정적이지만 800만 이상의 사전예약자 수 기록에도 흥행하지 못한 최근 사례가 더해졌기에, 이제는 반드시 글로벌 시장에서의 성공 개발력이 입증되어야 비용 감축 효과가 메리트로 드러날 것으로 예상한다. 택탄, 기존IP의 신규 장르, 아이온2, LLL이 올해 예정되어 있지만 상반기 신작 모멘텀은 부족하다.

목표주가 26만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 26만 원으로 하향한다. 목표주가는 SOTP 방식 밸류에이션을 통해 영업가치 2.83조 원과 자산가치 2.86조 원을 합산했다. 4분기 추정치는 일회성 비용 반영으로 하향 조정했지만, 25년 추정치는 변동 없다. 부진한 신작 성과와 상반기 모멘텀이 부족하기에 단기 주가 반등 가능성은 제한적이다. 다만 '디레이팅 요인들의 구조적 전략 변화'라는 투자포인트는 25년 실적에서 드러날 것으로 예상해 시가총액 4조 수준에서는 매수 대응이 유효하다고 본다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	426.7	396.6	408.5	428.6	511.9	2,572	1,780	1,595	1,746
YoY (%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(2.5)	(0.3)	10.8	6.6	20.0	11.4	(30.8)	(10.4)	9.4
리니지 1	24	25	26	24	25	23	23	23	107	97	99	95
리니지 2	23	21	20	21	19	19	19	19	94	87	86	77
아이온	14	13	12	11	11	11	11	12	68	68	50	46
길드워 2	25	23	19	18	15	16	20	22	95	85	86	73
모바일												
Lineage M	105	107	159	127	126	122	124	135	516	496	498	507
Lineage2M	56	42	43	41	39	41	46	39	391	263	183	165
리니지 W	83	65	47	53	45	50	55	63	971	414	248	212
로열티	33	38	38	83	60	54	51	48	157	144	191	213
영업비용	372	360	416	540	371	370	390	436	2,013	1,643	1,688	1,566
YoY (%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.4	(0.3)	2.6	(6.3)	(19.2)	4.1	(18.4)	2.8	(7.2)
인건비	203	188	201	318	184	173	175	177	847	823	910	710
매출변동비	135	127	140	145	137	141	148	177	871	623	547	602
마케팅비	6.9	17.4	48.7	49.6	22.3	27.9	39.1	54.7	189	85	123	144
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(113.1)	25.6	39.0	38.8	75.9	559	137	(93)	179
YoY (%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(0.4)	341.3	흑전	흑전	171.7	(75.4)	적전	흑전
영업이익률 (%)	6.5	2.4	(3.6)	(26.5)	6.5	9.6	9.0	14.8	21.7	7.7	(5.8)	10.3
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(98.2)	29.6	40.5	44.3	74.2	436	210	3.5	189
순이익률 (%)	14.4	19.3	(6.6)	(23.0)	7.5	9.9	10.3	14.5	16.9	11.8	0.2	10.8

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엔씨소프트의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

게임 영업 가치	2,831	국내외 기업 평균에 10% 할인 적용
25E EBITDA	298	
Target EV/EBITDA	9.5	
자산 가치	2,863	
순현금	(253)	
금융상품	2,111	
부동산	1,005	
적정 기업가치	5,694	
발행주식수(천주)	21,954	
적정주가(원)	259,360	
목표주가(원)	260,000	
현재주가(원)	189,000	
상승여력	37.6%	

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,595	1,746	1,912
매출총이익	2,572	1,780	1,595	1,746	1,912
영업이익	559	137	-93	179	272
EBITDA	665	249	19	298	391
순이자손익	42	73	63	34	36
외화관련손익	124	30	28	32	0
지분법손익	-8	3	5	0	0
세전계속사업손익	609	206	11	236	279
당기순이익	436	214	3	189	223
지배주주순이익	436	212	3	189	223
증가율(%)					
매출액	206.6	-30.8	-10.4	9.4	9.5
영업이익	100.9	-75.4	적전	흑전	51.8
EBITDA	111.1	-62.5	-92.3	1,458.1	31.4
순이익	91.6	-50.9	-98.4	5,340.8	18.2
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	21.7	7.7	-5.8	10.3	14.2
EBITDA 이익률	25.9	14.0	1.2	17.1	20.5
세전이익률	23.7	11.6	0.7	13.5	14.6
순이익률	17.0	12.0	0.2	10.8	11.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	736	140	48	299	340
당기순이익	436	214	3	189	223
자산상각비	106	112	112	119	119
운전자본증감	50	-96	-73	-14	-8
매출채권 감소(증가)	101	42	10	-47	-22
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	10	37	17
투자현금흐름	-392	113	967	-151	-163
유형자산처분(취득)	-249	-117	-82	-115	-126
무형자산 감소(증가)	-3	-41	25	-11	-11
투자자산 감소(증가)	-156	261	1,026	-14	-14
재무현금흐름	-304	-177	-511	-64	-64
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-274	0	0
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	-64	-64
배당금의 지급	-119	-136	-64	-64	-64
총현금흐름	795	286	70	313	348
(-)운전자본증감(감소)	-459	-366	-329	14	8
(-)설비투자	250	117	83	115	126
(+)자산매각	-3	-41	26	-11	-11
Free Cash Flow	1,001	494	342	173	202
(-)기타투자	393	452	404	10	11
잉여현금	609	42	-62	162	191
NOPLAT	400	100	-28	143	218
(+) Dep	106	112	112	119	119
(-)운전자본투자	-459	-366	-329	14	8
(-)Capex	250	117	83	115	126
OpFCF	715	460	330	133	202

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	1,681	1,836	1,996
현금성자산	1,376	1,534	1,212	1,311	1,439
매출채권	219	172	233	280	301
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,227	2,246	2,274
투자자산	773	960	1,125	1,136	1,147
유형자산	930	1,001	997	996	1,005
무형자산	43	96	105	114	123
자산총계	4,438	4,394	3,908	4,082	4,270
유동부채	515	614	376	419	442
매입채무	292	215	184	220	238
유동성이자부채	35	280	47	47	47
비유동부채	724	526	524	530	536
비유동이자부채	593	363	333	333	333
부채총계	1,239	1,141	900	949	978
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,403	3,528	3,687
자본조정	-658	-667	-843	-843	-843
자기주식	-616	-616	-719	-719	-719
자본총계	3,199	3,253	3,008	3,133	3,292

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	19,847	9,663	169	9,289	10,976
BPS	145,587	148,023	136,826	142,523	149,780
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	36,227	13,017	3,180	14,253	15,856
ROA(%)	9.7	4.8	0.1	4.7	5.3
ROE(%)	13.7	6.6	0.1	6.2	6.9
ROIC(%)	20.1	5.5	-1.9	10.9	16.1
Multiples(x, %)					
PER	22.6	24.9	1,218.7	20.3	17.2
PBR	3.1	1.6	1.5	1.3	1.3
PSR	3.8	3.0	2.8	2.4	2.2
PCR	12.4	18.5	64.8	13.3	11.9
EV/EBITDA	13.7	17.6	193.0	10.8	7.9
배당수익률	1.5	1.3	1.5	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	38.7	35.1	29.9	30.3	29.7
Net debt/Equity	-23.4	-27.4	-27.7	-29.7	-32.1
Net debt/EBITDA	-112.4	-357.6	-4,349.8	-312.4	-270.4
유동비율	522.2	380.4	447.0	438.6	451.5
이자보상배율(배)	59.0	9.4	n/a	25.1	38.1
자산구조(%)					
투하자본	47.2	40.5	35.9	35.3	34.5
현금+투자자산	52.8	59.5	64.1	64.7	65.5
자본구조(%)					
차입금	16.4	16.5	11.2	10.8	10.4
자기자본	83.6	83.5	88.8	89.2	89.6

[Compliance Notice]

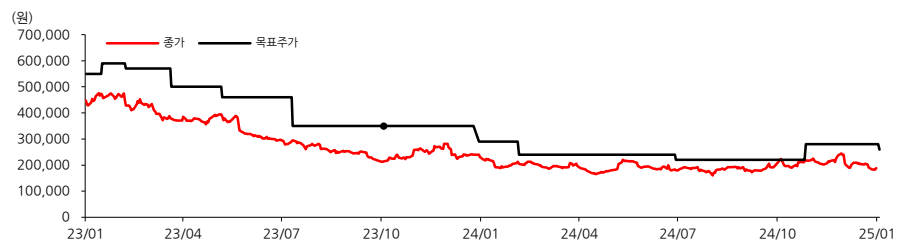
(공표일: 2025년 1월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.01.19	2023.02.10	2023.03.24	2023.04.04	2023.05.10
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		590,000	570,000	500,000	500,000	460,000
일 시	2023.05.23	2023.07.14	2024.01.02	2024.02.08	2024.02.26	2024.05.13
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	460,000	350,000	290,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.07.02	2024.08.06	2024.09.03	2024.10.25	2024.10.30	2024.11.01
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	220,000	220,000	220,000	220,000	280,000	280,000
일 시	2024.11.05	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.06	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	280,000	280,000	280,000	280,000	260,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.11	Buy	550,000	-17.93	-12.82
2023.01.19	Buy	590,000	-21.26	-19.41
2023.02.10	Buy	570,000	-27.67	-20.61
2023.03.24	Buy	500,000	-24.91	-20.90
2023.05.10	Buy	460,000	-29.86	-15.54
2023.07.14	Buy	350,000	-28.27	-15.86
2024.01.02	Buy	290,000	-28.30	-17.24
2024.02.08	Buy	240,000	-19.68	-8.33
2024.07.02	Buy	220,000	-14.14	2.05
2024.10.30	Buy	280,000	-24.86	-12.68
2025.01.06	Buy	260,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%