

투자 의견(유지) **Trading Buy**목표주가(상향) **▲ 250,000원**

현재주가(24/11/4) 219,500원

상승여력 13.9%

영업이익(24F, 십억원) 19
Consensus 영업이익(24F, 십억원) 75

EPS 성장률(24F, %) -45.8

MKT EPS 성장률(24F, %) 73.8

P/E(24F, x) 41.9

MKT P/E(24F, x) 10.3

KOSPI 2,588.97

시가총액(십억원) 4,819

발행주식수(백만주) 22

유동주식비율(%) 78.1

외국인 보유비중(%) 35.2

베타(12M) 일간수익률 0.77

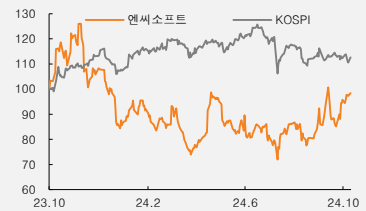
52주 최저가(원) 160,400

52주 최고가(원) 281,000

1M 6M 12M

절대주가 5.0 22.1 -15.1

상대주가 4.2 26.3 -22.3



[인터넷/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

036570 · 게임

엔씨소프트

25년부터의 턀어라운드를 기대

3Q24 Review: 탑라인 부합, 바텀라인 하회

3분기 매출액 4,020억원(-5% YoY), 영업손실 140억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스(매출액 3,920억원, 영업이익 80억원)를 하회했다. 분기 적자를 기록한 것은 12년만이다. 길드워2 매출이 감소한 PC 매출액은 810억원(-6% QoQ, -13% YoY)으로 예상치를 12% 하회했다.

모바일 매출액은 2,530억원(+16% QoQ, -7% YoY)으로 예상치를 16% 상회했다. 모바일 부문 호조는 리니지M 매출 반등에 기인한다. 리니지M 매출액은 1,590억원(+49% QoQ, +33% YoY)으로 반전에 성공했다. 마케팅비 및 인건비가 급증한 영업비용은 4,160억원(+2% YoY)으로 예상치를 16% 상회했다.

적극적인 체질 개선에 더해지는 신작 출시

동사는 현재 강도 높은 체질 개선(개발 프로젝트 6개 중단, 희망퇴직 단행, 일부 조직 해체 등)을 이어나가고 있다. 4분기 일회성 인건비 급증은 불가피한 상황이다. 본사 기준 4천명대 중후반의 인력을 25년까지 3천명대로 감축할 예정이다.

동사는 4분기 저니 오브 모나크 출시를 앞두고 있다. 25년에는 6종의 신작을 출시할 계획이다. 기존에 출시를 예고한 5종 신작 외에도(아이온2, LLL, 택탄, 브레이커스, 기존 IP 기반 신작) 1종의 외부 협력 게임을 추가로 출시할 계획이다.

투자 의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가 25만원으로 상향

기존작 매출 반등과 다수 신작 출시를 반영한 25F 실적 전망 변경으로 목표주가를 기존 190,000원에서 250,000원(25F 타겟 P/E 22배 유지)으로 상향한다. 일회성 비용이 크게 발생할지라도 적극적인 구조조정을 통해 레버리지 효과가 극대화될 수 있는 구조로 변화해나가고 있는 점이 긍정적이다.

다만 여전히 중장기적 관점에서의 접근이 필요해 보인다. 25F P/E 19배로 밸류에이션 부담이 낮지 않은 상황이다. 차기작에 대한 막연한 기대감, 체질 개선 의지 표출만으로는 리레이팅까지 이어지기 어렵다. 이제는 재무적으로 유의미한 수준의 신작 성과 및 영업 비용의 가파른 감소 확인이 필요한 시기다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,572	1,780	1,600	1,797	1,846
영업이익 (십억원)	559	137	19	264	263
영업이익률 (%)	21.7	7.7	1.2	14.7	14.2
순이익 (십억원)	436	212	115	250	254
EPS (원)	19,847	9,663	5,239	11,366	11,585
ROE (%)	13.7	6.6	3.6	7.8	7.5
P/E (배)	22.6	24.9	41.9	19.3	18.9
P/B (배)	2.6	1.4	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.2	1.3	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	479	440	423	438	398	369	402	431	2,572	1,780	1,600	1,797
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-1.5%	11.4%	-30.8%	-10.1%	12.3%
PC	91	88	93	88	91	86	81	81	390	360	339	311
리니지	25	24	26	21	24	25	26	26	107	97	101	102
리니지2	21	23	21	22	23	21	20	20	94	87	85	78
아이온	18	16	19	15	14	13	12	12	68	68	51	44
B&S	7	6	6	5	4	4	3	3	26	24	14	12
길드워2	20	19	21	24	25	23	19	20	95	85	88	75
모바일	331	297	274	299	249	218	253	248	1,934	1,200	969	1,161
리니지M	130	128	120	119	105	107	159	135	516	496	506	502
리니지2M	73	62	55	73	56	42	43	43	391	263	185	160
리니지W	123	103	90	99	83	65	47	45	971	414	240	163
B&S2	5	4	9	9	6	3	4	4	56	27	18	15
기타	0	0	0	0	0	0	0	21	0	0	21	321
기타	14	19	21	21	24	27	30	30	90	75	111	121
로열티	42	36	35	31	33	38	38	72	157	144	181	204
영업비용	397	405	407	434	372	360	416	432	2,013	1,643	1,581	1,533
인건비	212	209	198	204	203	188	201	248	847	823	840	749
마케팅비	5	12	28	40	7	17	49	25	189	85	98	111
D&A	28	28	29	27	28	28	27	28	106	112	111	118
지급수수료	110	108	101	115	95	82	105	98	689	434	380	426
기타	43	49	50	47	39	45	35	33	181	189	152	129
영업이익	82	35	17	4	26	9	-14	-1	559	137	19	264
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	적전	적전	49.0%	-75.4%	-86.1%	1282.6%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-0.3%	21.7%	7.7%	1.2%	14.7%
지배주주순이익	114	30	44	25	57	71	-27	13	436	212	115	250
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	14.4%	19.2%	-6.6%	3.1%	16.9%	11.9%	7.2%	13.9%

자료: 미래셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	1,523	1,655	1,600	1,797	5%	9%	1,582	1,862	1%	-4%	- 리니지M 매출 상향 - 25년 신작 매출 반영
영업이익	59	187	19	264	-	41%	75	222	-	19%	
순이익	165	190	115	250	-30%	32%	188	242	-39%	3%	
영업이익률	3.9%	11.3%	1.2%	14.7%	-	-	4.8%	11.9%	-	-	
순이익률	10.8%	11.5%	7.2%	13.9%	-	-	11.9%	13.0%	-	-	

자료: 미래셋증권 리서치센터

표 3. 3Q24 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	402	363	11%	392	3%
영업이익	-14	3	-	8	-
지배주주순이익	-27	12	-	28	-

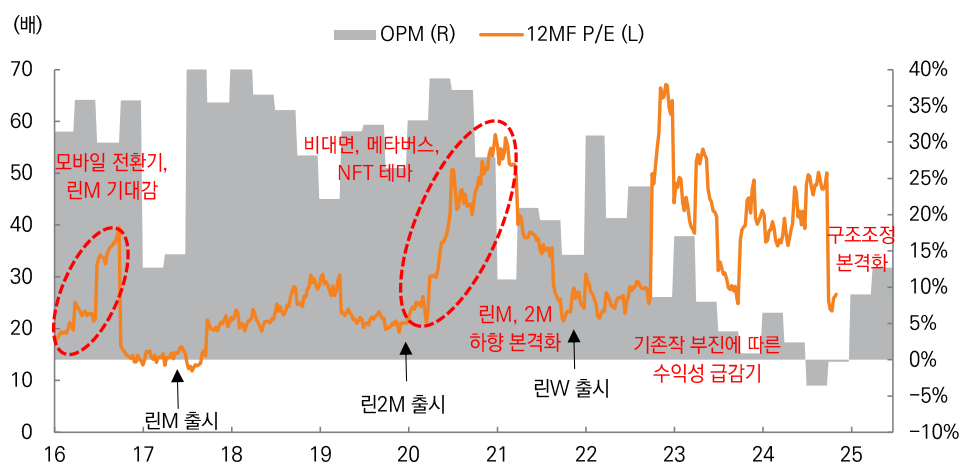
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	250	
Target P/E (배)	22	2022년 P/E 평균. 기대작 출시 이후 대형 신작 부재기
목표 시가총액 (십억원)	5,489	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	250,000	
현재주가 (원)	219,500	
상승여력	13.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엔씨소프트 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,780	1,600	1,797	1,846
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,600	1,797	1,846
판매비와관리비	1,643	1,581	1,533	1,582
조정영업이익	137	19	264	263
영업이익	137	19	264	263
비영업손익	69	130	69	76
금융손익	69	54	49	58
관계기업등 투자손익	4	73	16	14
세전계속사업손익	206	149	333	339
계속사업법인세비용	-8	34	83	85
계속사업이익	214	115	250	254
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	214	115	250	254
지배주주	212	115	250	254
비지배주주	2	0	0	0
총포괄이익	191	115	250	254
지배주주	189	114	247	252
비지배주주	2	1	2	2
EBITDA	249	130	361	351
FCF	22	9	308	298
EBITDA 마진율 (%)	14.0	8.1	20.1	19.0
영업이익률 (%)	7.7	1.2	14.7	14.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	7.2	13.9	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,337	1,779	2,035	2,269
현금 및 현금성자산	365	948	1,192	1,419
매출채권 및 기타채권	151	261	269	272
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	1,820	569	573	577
비유동자산	2,057	2,223	2,170	2,137
관계기업투자등	25	50	50	51
유형자산	1,001	998	938	897
무형자산	96	102	108	116
자산총계	4,394	4,002	4,204	4,406
유동부채	614	366	370	373
매입채무 및 기타채무	73	78	79	79
단기금융부채	280	40	41	41
기타유동부채	261	248	250	253
비유동부채	526	522	524	525
장기금융부채	363	350	350	350
기타비유동부채	163	172	174	175
부채총계	1,141	888	893	899
지배주주지분	3,250	3,111	3,308	3,505
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,524	3,721	3,917
비지배주주지분	3	3	3	3
자본총계	3,253	3,114	3,311	3,508

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	140	116	343	343
당기순이익	214	115	250	254
비현금수익비용가감	72	87	128	112
유형자산감가상각비	110	109	95	86
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-40	-24	31	24
영업활동으로인한자산및부채의변동	-96	-110	-4	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	42	-80	-2	-2
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-120	-34	-83	-85
투자활동으로 인한 현금흐름	113	721	-46	-58
유형자산처분(취득)	-117	-107	-35	-45
무형자산감소(증가)	-41	-8	-8	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-78	836	-3	-3
기타투자활동	349	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-177	-507	-52	-57
장단기금융부채의 증가(감소)	14	-253	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-136	-64	-53	-58
기타재무활동	-55	-190	1	1
현금의 증가	80	583	244	227
기초현금	286	365	948	1,192
기말현금	365	948	1,192	1,419

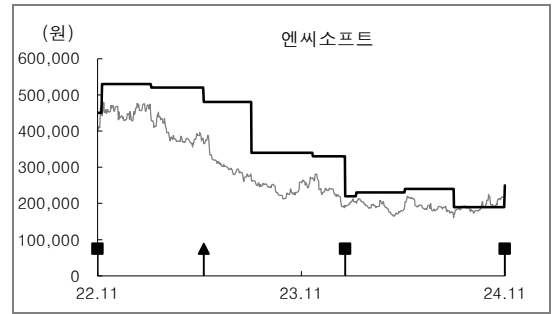
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	24.9	41.9	19.3	18.9
P/CF (x)	18.5	23.8	12.8	13.2
P/B (x)	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	17.6	28.9	9.7	9.3
EPS (원)	9,663	5,239	11,366	11,585
CFPS (원)	13,017	9,225	17,191	16,666
BPS (원)	176,065	178,409	187,379	196,328
DPS (원)	3,130	2,661	2,927	3,512
배당성향 (%)	29.7	45.7	23.2	27.3
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.4	1.6
매출액증가율 (%)	-30.8	-10.1	12.3	2.7
EBITDA증가율 (%)	-62.5	-47.8	177.8	-2.7
조정영업이익증가율 (%)	-75.4	-86.1	1,282.6	-0.2
EPS증가율 (%)	-51.3	-45.8	116.9	1.9
매출채권 회전율 (회)	11.6	9.3	8.4	8.5
재고자산 회전율 (회)	1,590.1	2,146.7	2,387.4	2,428.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.8	2.7	6.1	5.9
ROE (%)	6.6	3.6	7.8	7.5
ROIC (%)	14.6	1.3	16.6	17.1
부채비율 (%)	35.1	28.5	27.0	25.6
유동비율 (%)	380.4	485.9	550.4	607.7
순차입금/자기자본 (%)	-27.4	-34.1	-39.5	-43.8
조정영업이익/금융비용 (x)	9.4	1.6	29.4	29.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트 (036570)				
2024.11.05	Trading Buy	250,000	-	-
2024.08.06	Trading Buy	190,000	2.09	18.16
2024.05.10	Trading Buy	240,000	-20.51	-8.33
2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98
2022.11.14	Trading Buy	530,000	-14.27	-9.53
2022.08.12	Trading Buy	450,000	-18.36	3.33



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.