

# 엔씨소프트

036570

Dec 3, 2024

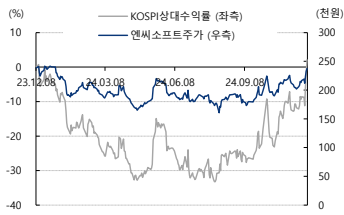
**Trading Buy** 유지

**TP 271,000 원** 상향

### Company Data

현재가(12/02)	244,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	281,000 원
52 주 최저가(보통주)	160,400 원
KOSPI (12/02)	2,454.48p
KOSDAQ (12/02)	675.84p
자본금	110 억원
시가총액	53,678 억원
발행주식수(보통주)	2,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	100 만주
평균거래대금(60 일)	217 억원
외국인지분(보통주)	35.48%
주요주주	
김택진 외 13 인	12.01%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외	9.26%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6개월	12 개월
절대주가	11.0	22.2	-9.9
상대주가	18.3	33.3	-7.5



인터넷게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



**KYOBO** 교보증권

## 계속될 탑라인 성장 시도와 예정된 고정비 절감

### NDR 후기: 2025년 이루어질 이익 정상화

1H24 진행된 권고사직, 4Q24 진행중인 희망퇴직을 포함한 인력 구조조정을 통해 1Q25까지 2024년 초 대비 연결 기준 인원수 약 1천명의 감소가 이루어질 것으로 추정. 전사적인 체질 전환은 단순 고정비 감축에만 집중되는 것이 아니라, 분사 시행 스튜디오들의 경우 성과의 측정을 분사된 자회사의 이익 기준으로 산정함으로써 신작의 출시 지연을 억제하고 구성원들의 이익 성과에 대한 의욕을 고취시켜 hit-ratio 상향 요인으로 작용할 것으로 예상. 이에 따라 2025년 출시 예정 대작인 택탄(MMORTS, 1H25), 아이온2(MMORPG, 2H25), LLL(슈팅, 2H25)를 포함한 5종 신작의 지연 가능성은 낮아진 것으로 판단.

2025년 탑라인 성장 기여는 3Q24 리니지 M을 중심으로 한 기존작들의 매출 감소세 완화와 기대 이상의 트래픽을 보여주고 있는 Throne and Liberty(글로벌) 성과, 24년 12월 4일 밤 출시 예정인 Journey of Monarch(리니지 IP 기반 신규 장르 게임, 사전 예약 800만 달성)으로 1H25 이익 턴어라운드를 확인할 수 있을 것으로 예상하며, 택탄(2Q25 출시 가정) 및 아이온2(4Q25 출시 가정) 출시를 통해 본격적인 영업 레버리지 효과를 누릴 수 있을 것으로 예상. 주요 대작 외에도 2nd Party 퍼블리싱 전략의 일환인 브레이크스(빅게임스튜디오 개발, 2H25), 레거시 IP 기반 스핀오프 게임(1H25)를 통해 자체 대작 출시 사이 공백기의 매출 유지 요인으로 작용할 것으로 전망.

### 투자의견 Trading Buy 유지 & 목표주가 271,000원으로 상향

목표주가 271,000원으로 상향(중전 255,000원), 투자의견은 Trading Buy 유지. 목표주가 상향은 25년 순이익 추정치 3,015억원(중전 2,943억원)에 글로벌 게임사 25년 PER 평균인 17.8배를 target PER로 적용함에 따름. 이익 추정치 상향은 출시일이 확정된 Journey of Monarch 및 스튜디오 체제 하 1H25 출시 예정인 택탄의 매출 추정치를 상향함에 따름. 24년 12월 4일 출시 예정으로 25년 성과가 온기 반영될 Joutney of Monarch의 초기 성과에 따라 주가의 변동성이 클 것으로 예상되어 투자의견 Trading Buy를 유지하나, 중기적 이익 정상화 방향성은 건전하게 형성된 것으로 판단. 2025년 중 출시될 퍼블리싱 라인업이 추가로 발표되거나 M&A 계약이 성사될 경우 이익 추정치 및 주가의 동반 상승 트리거로 작용할 수 있을 것으로 기대.

### Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	2,572	1,780	1,587	1,891	2,218
YoY(%)	11.4	-30.8	-10.8	19.2	17.3
영업이익(십억원)	559	137	-80	284	450
OP 마진(%)	21.7	7.7	-5.0	15.0	20.3
순이익(십억원)	436	214	37	301	427
EPS(원)	19,847	9,663	1,701	13,719	19,453
YoY(%)	9.8	-51.3	-82.4	706.6	41.8
PER(배)	22.6	24.9	139.6	17.3	12.2
PCR(배)	12.4	18.6	64.3	11.4	8.5
PBR(배)	3.1	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	12.0	15.1	331.0	9.4	5.8
ROE(%)	13.7	6.6	1.2	9.0	11.7

엔씨소프트 [036570]

계속될 탐라인 성장 시도와 예정된 고정비 절감

[도표 1] 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	418.3	2,571.8	1,779.8	1,587.0	1,891.3
성장률(YoY %)	54.2%	16.8%	20.7%	-27.6%	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-4.4%	11.4%	-30.8%	-10.8%	19.2%
게임매출	751.5	593.3	560.9	509.1	436.5	404.0	387.8	407.1	365.2	331.2	363.8	360.9	2,414.8	1,635.4	1,421.2	1,704.7
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	127.8	119.6	118.6	105.1	107.0	158.9	131.9	516.5	489.9	502.8	499.6
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	62.0	54.9	72.9	55.9	42.3	43.1	45.2	391.5	242.9	186.5	216.2
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	102.8	90.1	98.6	82.9	65.5	46.9	53.4	970.8	403.9	248.6	187.8
B&S 2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.3	9.2	8.9	5.6	3.5	4.5	5.5	55.6	27.5	19.0	30.1
리니지	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	24.3	26.4	21.3	24.3	24.6	26.5	25.3	106.7	102.0	100.5	95.8
리니지2	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.0	20.5	22.3	23.5	21.2	20.2	20.4	94.1	85.6	85.3	78.6
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.8	19.3	15.2	14.3	13.1	11.8	10.7	68.3	71.5	49.8	38.5
B&S	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	5.8	6.0	5.0	4.1	3.8	3.2	3.1	26.3	25.3	14.3	11.6
길드워2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	19.2	21.0	23.9	25.4	23.5	19.0	18.8	95.0	79.4	86.7	72.1
택탄	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	110.9
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	78.0
LLL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.0
Journey of Monarch	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.0	-	-	13.0	100.2
기존 IP 기반 신규 장르 게임	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7
브레이크스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27.9
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	26.8	29.7	33.8	90.1	107.4	114.6	106.7
로얄티매출	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	38.1	57.4	157.0	144.5	165.8	186.6
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	519.0	2,012.8	1,642.5	1,667.5	1,607.0
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	201.1	312.6	847.4	822.9	904.5	724.0
매출변동비	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.9	137.2	870.7	622.8	538.6	638.8
광고선전비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	48.7	41.8	188.6	85.0	114.8	133.7
감가상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	26.5	27.5	106.0	111.9	109.6	110.5
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	14.3	100.8	559.0	137.3	80.5	284.3
성장률(YoY %)	330.4%	9.0%	50.0%	-56.7%	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	49.0%	-75.4%	적자전환	후자전환
OPM(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-24.1%	21.7%	7.7%	-5.1%	15.0%
순이익	168.3	118.7	182.1	33.1	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	26.5	64.3	436.0	213.9	37.4	301.5
NPM(%)	21.3%	18.9%	30.1%	-6.0%	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	-6.6%	-15.4%	17.0%	12.0%	2.4%	15.9%

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 엔씨소프트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
2025 지배순이익 추정치	301.5	
target PER	17.8	글로벌 게임사 Peer 25F PER 평균
적정시가총액	5,366.70	
유통주식수	19,759	자기주식 제외
적정주가	271,608	
목표주가	271,000	
현재주가	244,500	
상승여력	10.8%	

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

**엔씨소프트 [036570]**

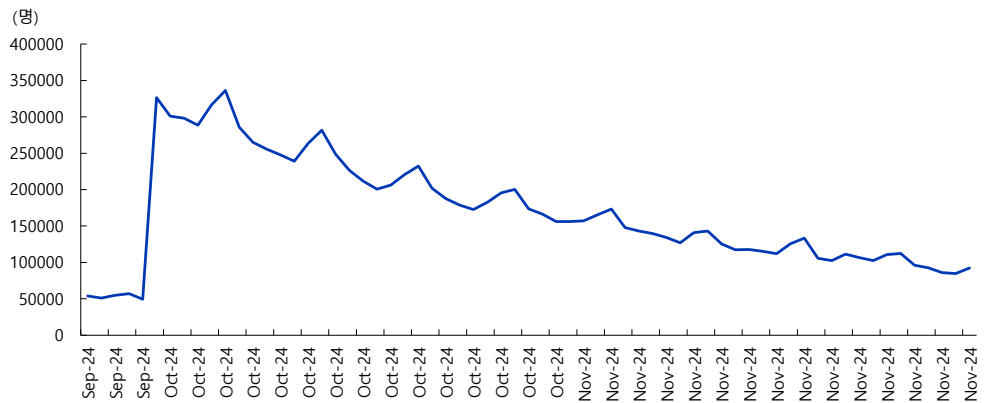
계속될 탐라인 성장 시도와 예정된 고정비 절감

[도표 3] 엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024-10-01	Throne and Liberty	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	자체 (아마존게임즈 퍼블리싱)
2024-12-04	Journey of Monarch	리니지 IP 기반 신규 장르 게임	글로벌	모바일	자체
4Q24	블레이드 & 소울 2	MMORPG	중국	모바일	자체 (텐센트 퍼블리싱)
1H25	리니지 2M	MMORPG	동남아시아	모바일	자체
	택탄: 나이트 오브 더 가즈	MMORTS	글로벌	모바일	자체
	레거시 IP 기반 신규 장르 게임 1종	-	-	-	자체
2H25	아이온2	MMORPG	글로벌	모바일	자체
	브레이커스: 언락 더 월드	애니메이션 RPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱 (빅게임스튜디오 개발)
	Project LLL	슈팅	글로벌	PC/콘솔	자체
2025	리니지 2M	MMORPG	중국	모바일	자체

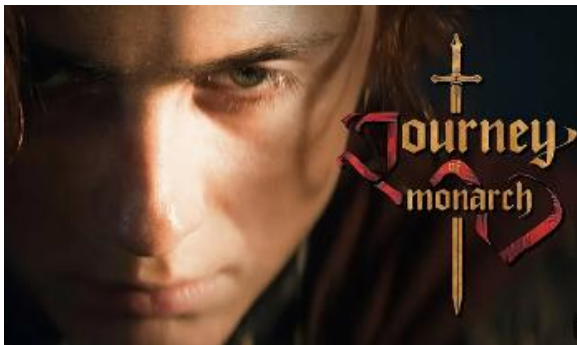
자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 4] Throne and Liberty Steam 일간 동시접속자수 추이



자료: SteamDB, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Journey of Monarch 사전 등록 트레일러



자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 택탄: 나이트 오브 더 가즈 (MMORTS, 1H25)



자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

**엔씨소프트 [036570]**

계속될 탐라인 성장 시도와 예정된 고정비 절감

**[엔씨소프트 036570]**

**포괄손익계산서**

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,587	1,891	2,218
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,587	1,891	2,218
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,013	1,643	1,667	1,607	1,768
영업이익	559	137	-80	284	450
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-5.1	15.0	20.3
EBITDA	665	249	11	359	511
EBITDA Margin (%)	25.9	14.0	0.7	19.0	23.0
영업외손익	50	69	129	112	112
관계기업손익	-8	4	8	8	8
금융수익	74	120	117	103	103
금융비용	-106	-29	-37	-37	-37
기타	90	-26	42	39	39
법인세비용차감전순손익	609	206	49	396	562
법인세비용	173	-8	11	95	135
계속사업순손익	436	214	37	301	427
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	37	301	427
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	2.4	15.9	19.3
비지배지분순이익	0	2	0	0	0
지배지분순이익	436	212	37	301	427
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	2.4	15.9	19.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-269	-23	-13	-13	-13
포괄순이익	167	191	25	289	415
비지배지분포괄이익	0	2	0	3	4
지배지분포괄이익	166	189	25	286	410

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

**현금흐름표**

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	1	211	321
당기순이익	436	214	37	301	427
비현금항목의 가감	359	72	32	91	99
감가상각비	104	110	90	73	59
외환손익	2	7	-30	-30	-30
자본법평가손익	6	-1	-8	-8	-8
기타	247	-45	-20	56	77
자산부채의 증감	50	-96	-124	-162	-163
기타현금흐름	-109	-50	55	-20	-42
투자활동 현금흐름	-392	113	-74	-80	-86
투자자산	536	345	6	6	6
유형자산	-250	-117	0	0	0
기타	-678	-115	-80	-86	-92
재무활동 현금흐름	-304	-177	-345	-105	-105
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	-140	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-136	-64	-64	-64
기타	-40	-42	-282	-42	-42
현금의 증감	30	80	-213	153	329
기초 현금	256	286	365	153	306
기말 현금	286	365	153	306	635
NOPLAT	400	142	-62	216	342
FCF	306	41	-95	129	239

자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

**재무상태표**

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	2,190	2,452	2,898
현금및현금성자산	286	365	153	306	635
매출채권 및 기타채권	219	172	154	173	195
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	2,185	1,799	1,882	1,972	2,068
비유동자산	1,747	2,057	1,958	1,956	1,897
유형자산	930	1,001	911	918	869
관계기업투자금	26	25	19	13	7
기타금융자산	512	648	648	648	648
기타비유동자산	278	384	380	377	374
자산총계	4,438	4,394	4,148	4,408	4,796
유동부채	515	614	380	386	392
매입채무 및 기타채무	292	215	215	215	215
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	240	0	0	0
기타유동부채	224	159	164	170	177
비유동부채	724	526	541	557	575
차입금	60	0	0	0	0
사채	349	170	170	170	170
기타비유동부채	314	357	372	388	405
부채총계	1,239	1,141	921	943	967
지배지분	3,196	3,250	3,223	3,461	3,825
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,446	3,684	4,048
기타자본변동	-623	-623	-623	-623	-623
비지배지분	2	3	3	4	4
자본총계	3,199	3,253	3,227	3,465	3,829
총차입금	593	603	373	383	394

**주요 투자지표**

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	1,701	13,719	19,453
PER	22.6	24.9	139.6	17.3	12.2
BPS	145,587	148,023	146,829	157,652	174,210
PBR	3.1	1.6	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	30,288	11,349	495	16,333	23,257
EV/EBITDA	12.0	15.1	331.0	9.4	5.8
SPS	117,144	81,071	72,287	86,147	101,013
PSR	3.8	3.0	3.3	2.8	2.4
CFPS	13,933	1,880	-4,312	5,867	10,905
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130

**재무비율**

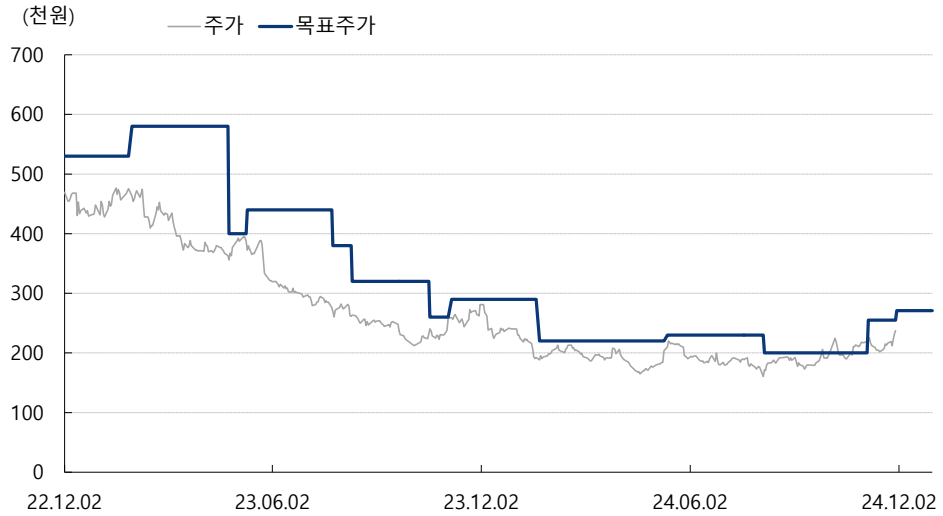
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.4	-30.8	-10.8	19.2	17.3
영업이익 증가율	49.0	-75.4	적전	흑전	58.3
순이익 증가율	10.2	-50.9	-82.5	705.8	41.8
수익성					
ROIC	55.1	16.4	-6.7	24.5	38.8
ROA	9.7	4.8	0.9	7.0	9.3
ROE	13.7	6.6	1.2	9.0	11.7
안정성					
부채비율	38.7	35.1	28.5	27.2	25.3
순차입금비율	13.4	13.7	9.0	8.7	8.2
이자보상배율	59.0	9.4	-9.1	32.2	51.0

**엔씨소프트 [036570]**

계속될 탑라인 성장 시도와 예정된 고정비 절감

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율		일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	450,000	(15.58)	(9.22)	2024.01.22	Trading Buy	220,000	(14.59)	(3.29)
2022.08.16	매수	450,000	(22.49)	3.23	2024.05.13	Trading Buy	230,000	(20.56)	(4.55)
2022.11.14	매수	530,000	(14.58)	(9.53)	2024.08.06	Trading Buy	200,000	(3.32)	10.91
2023.01.30	매수	580,000	(25.38)	(22.23)	2024.11.05	Trading Buy	255,000	(18.59)	(7.37)
2023.02.10	매수	580,000	(31.69)	(21.98)	2024.12.03	Trading Buy	271,000		
2023.04.25	매수	400,000	(5.04)	(11.38)					
2023.05.11	Trading Buy	440,000	(39.06)	(13.26)					
2023.07.25	Trading Buy	380,000	(39.37)	(34.75)					
2023.08.11	Trading Buy	320,000	(31.86)	(21.44)					
2023.10.18	Trading Buy	260,000	(11.31)	(0.06)					
2023.11.06	Trading Buy	290,000	(19.36)	(3.20)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0%	3.3%	0.7%	0.0%

[ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하