

# 엔씨소프트 (036570)



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

## 기대보다 빠른 긍정적 변화

### 예상보다 높은 매출 변화

〈저니오브모나크〉 리니지IP 기반 PC/모바일 게임 신작. 12/5 글로벌 출시 예정. 사전 예약 800만명 돌파. 게임 완성도가 높고 리니지를 좋아하는 과거 국내 및 대만 사용자 층이 주 고객, '아이온2' 출시 전까지 신규 매출 공백 메꾸어 줄 것으로 기대

〈TL〉 최근 동접 10만명 전후에서 하향 안정화, 10월 최고 동접 33.6만명 감안 시 4분기 총 매출 1,300억원(회계인식 약 400억원) 예상. 낮은 과금 부담(ARPPU)에도 트래픽 증가에 의한 매출 증가 시현. 최근 공성전 반응도 좋았음. 12월, 3월 대규모 콘텐츠 업데이트 예정. 무기 추가 시 매출 증가 예상. 이러한 동사의 수익 전략은 향후 동사 게임 전반의 BM으로 확산될 수 있을 것으로 기대. 국내 유저에겐 MMORPG가 식상하지만 해외 유저에겐 신선한 장르, 콘텐츠로 다가가는 중. 향후 신규 MMORPG 해외 흥행 기대 커짐

〈아이온2〉 순조롭게 개발 진행, 25년 하반기 지연없이 출시될 예정. 'TL'이 글로벌 배틀패스, 코스튬 판매하는 BM임에도 예상보다 높은 매출 발생, 매출 및 글로벌 흥행에 자신감 높아짐. 2025년 가장 매출이 기대되는 게임.

### 예상보다 깊은 비용 효율화

3분기 누적 약 100여명, 4분기 약 700여명 등 25년 1분기까지 약 1,000여명이 넘는 인력 감축 전망. 이로 인해 24년 4분기 인건비는 퇴직금 포함 약 1,000억원 증가 전망이나 25년 연간으로 약 1,500억원의 인건비 절감 예상. 여기에 최근 이슈되고 있는 모바일 앱마켓 수수료 인하까지 반영된다면 동사의 경우 1,000~2,000억원의 추가적인 비용절감이 가능함

### 투자의견 BUY, 목표주가 31만원으로 상향 조정

동사의 25년 매출 증가 가능성과 비용 감소를 25년 실적 추정지 조정에 반영. 목표주가를 31만원으로 상향조정하고 투자의견 BUY를 계속 유지함

**BUY (M)**

목표주가 **310,000원 (U)**

현재주가 (11/29) **237,500원**

상승여력 **31%**

시가총액 52,141억원

총발행주식수 21,954,022주

60일 평균 거래대금 233억원

60일 평균 거래량 113,941주

52주 고/저 281,000원 / 160,400원

외인자분율 35.40%

배당수익률 1.30%

주요주주 김택진 외 13인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 11.0 23.8 (9.9)

상대 18.3 34.2 (7.5)

절대 (달러환산) 10.3 18.4 (16.7)

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,570	4.4	13.7	4,414	3.5
영업이익	-514	적전	적지	-204	-151.3
세전계속사업이익	-311	적지	적지	243	-228.0
지배순이익	-233	적전	적지	-50	-371.3
영업이익률 (%)	-11.2	적전	적지	-4.6	-6.6 %pt
지배순이익률 (%)	-5.1	적전	적지	-1.1	-4.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	25,718	17,798	16,258	18,694
영업이익	5,590	1,373	-311	3,529
지배순이익	4,357	2,121	783	3,195
PER	21.7	33.3	66.6	16.3
PBR	2.7	2.0	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.5	22.4	53.6	8.7
ROE	13.7	6.6	2.5	9.9

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	3,689	4,019	4,570	25,718	17,798	16,258	18,694
YoY	-39%	-30%	-30%	-20%	-17%	-16%	-5%	4%	11%	-31%	-9%	15%
Lineage 1	245	243	264	262	243	246	265	251	1,067	1,014	1,003	968
Lineage 2	215	230	205	197	235	212	202	216	941	847	865	822
Aion	176	158	193	190	143	131	118	131	683	717	523	496
Blade & Soul	73	58	60	54	41	38	32	37	263	246	149	146
Guild War 2	204	192	210	221	254	235	190	226	950	827	905	899
Royalty Sales	423	363	353	306	327	377	381	782	1,570	1,445	1,866	2,848
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,297	1,051	1,070	1,589	1,513	5,165	5,073	5,223	5,380
리니지2M	731	620	549	617	559	423	431	405	3,915	2,517	1,818	1,545
리니지 W	1,226	1,028	901	973	829	655	469	445	9,708	4,127	2,397	1,515
블소2	50	43	92	102	56	35	45	41	556	287	176	141
TL								420			420	1,440
프로젝트 G												600
아이온2												1,000
LLL												200
기타 신작							200				200	900
비용총계	3,971	4,050	4,066	4,339	3,722	3,600	4,162	5,084	20,128	16,425	16,569	15,165
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	1,880	2,011	3,100	8,474	8,229	9,019	7,513
광고선전비	49	122	277	403	69	174	487	274	1,886	850	1,004	1,188
감가상각비	279	279	293	268	278	279	265	272	1,060	1,119	1,094	1,114
매출변동비 및 기타	1,525	1,564	1,514	1,625	1,347	1,268	1,399	1,437	8,707	6,228	5,452	5,350
영업이익	816	353	165	39	257	88	-143	-514	5,590	1,373	-311	3,529
YoY	-67%	-71%	-89%	-92%	-68%	-75%	적전	적지	49%	-75%	적전	흑전
영업이익률	17%	8%	4%	1%	6%	2%	-4%	-11%	22%	8%	-2%	19%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 목표주가 추정 변경 내역

(단위: 억원, 원)

변경 전		변경 후	
24년, 25년 추정 지배순이익 평균	2,751	25년 추정 지배순이익 평균	3,195
Target PER	15.3	Target PER	17.2
영업가치 (A)	42,200	영업가치 (A)	54,954
자산가치(순현금) (B)	14,803	자산가치(순현금) (B)	13,095
기업가치 (A) + (B)	57,003	기업가치 (A) + (B)	68,049
발행주식수	21,954,022	발행주식수	21,954,022
목표주가	259,649	목표주가	309,961

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 추정 변경 내역 (단위: 억원)

	변경 전		변경 후	
	2024년(E)	2025년(E)	2024년(E)	2025년(E)
매출액	16,852	17,707	16,258	18,694
영업이익	162	2,133	-311	3,529
지배순이익	1,328	2,161	783	3,195

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 기업 밸류에이션 비교

기업명	P/E		EPS Growth		P/B		ROE	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
TENCENT	16.0	14.5	41.4	10.5	3.6	3.0	21.5	20.4
NETEASE	12.8	11.7	-2.8	9.6	2.8	2.4	23.4	22.7
EA	22.9	20.9	7.0	12.5	5.8	5.7	21.7	23.5
NEXON	13.8	13.6	79.6	1.6	1.7	1.5	12.8	12.2
SQUARE ENIX	21.4	22.7	-69.8	113.6	2.1	2.1	10.9	9.8
크래프톤	14.8	13.9	64.7	6.4	2.3	2.0	16.6	15.1
넷마블	19.8	16.1	178.7	-15.9	0.9	0.8	4.2	3.4
플레이비스	219.3	25.9	-27.1	1,011.5	3.5	3.0	1.5	15.5
평균	17.4	17.2	34.0	19.8	2.8	2.6	14.1	15.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: Outlier 는 평균 계산에서 배제함

글로벌 TL 스팀 사용자수 추이



자료: Steam DB

엔씨소프트 신작 라인업

게임명	장르	자체개발 여부	플랫폼	출시예정시기
저니오브모나크	방치형 RPG	자체개발	모바일/PC	2024년 12월 05일
블레이드앤소울2 (중국)	MMORPG	자체개발	PC/콘솔	2025년 상반기 예상
TACTAN	MMORTS	자체개발	모바일	2025년 상반기
LLL	MMO 슈팅	자체개발	PC/콘솔	2025년 하반기
아이온2	MMORPG	자체개발	모바일/PC	2025년 하반기
리니지2M(중국)	MMORPG	자체개발	모바일	2025년
브레이커스: 연락	서브컬처	외부 퍼블리싱	모바일/PC	2025년 하반기

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	25,718	17,798	16,258	18,694	20,600
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,718	17,798	16,258	18,694	20,600
판매비	20,128	16,425	16,568	15,165	15,383
영업이익	5,590	1,373	-311	3,529	5,218
EBITDA	6,649	2,492	791	4,420	6,134
영업외손익	500	689	1,312	732	888
외환관련손익	922	-91	-144	-514	-565
이자손익	375	691	605	557	710
관계기업관련손익	-81	41	26	24	21
기타	-716	49	824	665	722
법인세비용차감전순손익	6,091	2,062	1,001	4,260	6,106
법인세비용	1,731	-77	218	1,065	1,527
계속사업순손익	4,360	2,139	784	3,195	4,580
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,360	2,139	784	3,195	4,580
지배지분순이익	4,357	2,121	783	3,195	4,579
포괄순이익	1,666	1,910	1,089	3,501	4,916
지배지분포괄이익	1,664	1,891	1,091	3,506	4,923

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,360	1,399	1,238	3,187	4,704
당기순이익	4,360	2,139	784	3,195	4,580
감가상각비	1,040	1,101	1,078	868	894
외환손익	22	74	248	514	565
중속, 관계기업관련손익	58	-8	36	-24	-21
자산부채의 증감	495	-956	-1,101	-1,642	-1,587
기타현금흐름	1,385	-951	193	275	274
투자활동 현금흐름	-3,922	1,130	3,585	689	-569
투자자산	5,358	3,455	-30	-47	-631
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-1,174	-1,147	0	-1,000
유형자산 감소	3	6	6	0	0
기타현금흐름	-6,787	-1,157	4,755	735	1,061
재무활동 현금흐름	-3,037	-1,773	-5,166	-3,437	-3,350
단기차입금	-59	47	18	63	49
사채 및 장기차입금	-1,457	97	-2,696	0	101
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,190	-1,357	-636	-619	-619
기타현금흐름	-331	-561	-1,851	-2,880	-2,880
연결범위변동 등 기타	-105	41	-881	2,136	1,730
현금의 증감	296	796	-1,224	2,575	2,515
기초 현금	2,559	2,856	3,652	2,428	5,003
기말 현금	2,856	3,652	2,428	5,003	7,518
NOPLAT	5,590	1,424	-311	3,529	5,218
FCF	4,863	225	91	3,187	3,704

자료: 유안타증권

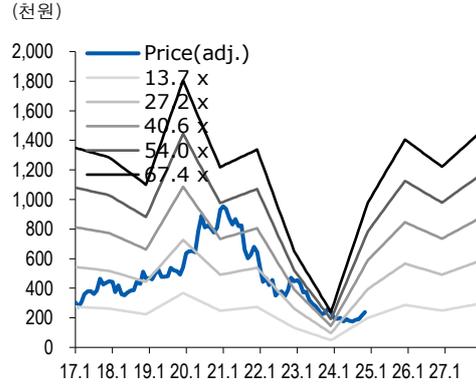
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	26,911	23,368	16,071	20,434	24,391
현금및현금성자산	2,856	3,652	2,428	5,003	7,518
매출채권 및 기타채권	2,194	1,723	2,035	2,352	2,592
재고자산	15	7	8	9	10
비유동자산	17,466	20,570	22,461	21,618	22,557
유형자산	9,302	10,005	10,312	9,444	9,550
관계기업 등 지분관련 자산	262	249	236	272	300
기타투자자산	5,117	6,477	8,560	8,571	9,174
자산총계	44,376	43,938	38,532	42,051	46,948
유동부채	5,153	6,143	2,542	2,930	3,284
매입채무 및 기타채무	2,917	2,153	2,174	2,500	2,755
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,400	-50	-50	0
비유동부채	7,237	5,265	5,043	5,292	5,537
장기차입금	600	0	0	0	0
사채	3,494	1,697	1,698	1,698	1,698
부채총계	12,391	11,408	7,585	8,222	8,821
지배지분	31,962	32,497	30,906	33,788	38,084
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,094	34,726	34,774	37,350	41,310
비지배지분	23	33	41	41	42
자본총계	31,985	32,530	30,947	33,829	38,126
순차입금	-18,021	-14,764	-9,813	-13,727	-17,239
총차입금	6,286	6,430	3,751	3,814	3,963

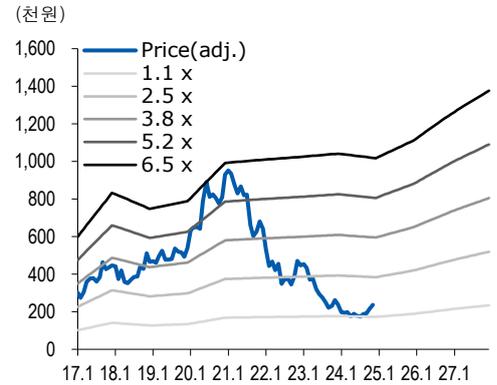
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	3,568	14,552	20,857
BPS	157,391	160,025	156,298	170,870	192,598
EBITDAPS	30,288	11,349	3,601	20,131	27,939
SPS	117,144	81,071	74,053	85,150	93,834
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
PER	21.7	33.3	66.6	16.3	11.4
PBR	2.7	2.0	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.5	22.4	53.6	8.7	5.7
PSR	3.7	4.0	3.2	2.8	2.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	11.4	-30.8	-8.7	15.0	10.2
영업이익 증가율 (%)	49.0	-75.4	적전	혹전	47.9
지배순이익 증가율 (%)	9.8	-51.3	-63.1	307.8	43.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-1.9	18.9	25.3
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	4.8	17.1	22.2
EBITDA 마진 (%)	25.9	14.0	4.9	23.6	29.8
ROIC	55.1	16.4	-1.9	23.5	35.2
ROA	9.7	4.8	1.9	7.9	10.3
ROE	13.7	6.6	2.5	9.9	12.7
부채비율 (%)	38.7	35.1	24.5	24.3	23.1
순차입금/자기자본 (%)	-56.4	-45.4	-31.8	-40.6	-45.3
영업이익/금융비용 (배)	59.0	9.4	-3.1	47.6	68.4

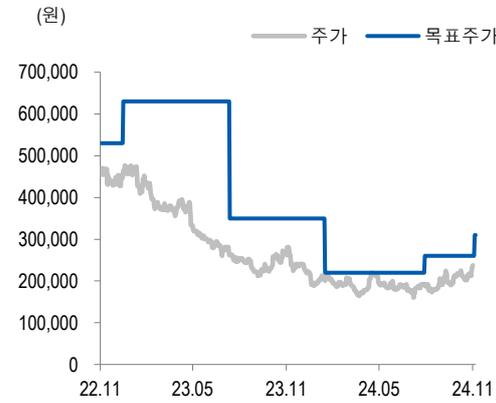
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-12-02	BUY	310,000	1년		
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자등급 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-29

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.