

엔씨소프트 (036570/KS)

신작 성공이 절실

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 230,000 원(하향)

현재주가: 174,100 원

상승여력: 32.1%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

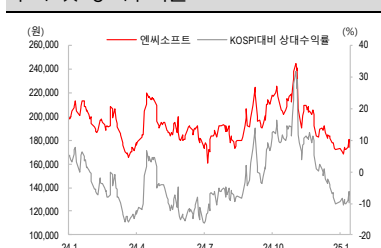
Company Data

발행주식수	2,154 만주
시가총액	3,822 십억원
주요주주	
김택진(와16)	12.13%
자사주	9.93%

Stock Data

주가(25/02/12)	174,100 원
KOSPI	2,548.39 pt
52주 최고가	244,500 원
52주 최저가	160,400 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Review: 대규모 구조조정으로 영업손실 1,295 억원 기록

4 분기 매출액 4,094 억원(+1.9% QoQ, 이하 동일), 영업손실 1,295 억원(적지), 순손실 76 억원(적지)을 기록했다. 조직 효율화를 위해 강도 높은 구조조정 단행, 퇴직 위로금 약 천 억원 수준이 일시에 반영되며 인건비가 3,145 억원(+56.4%)으로 크게 증가해 예상보다 큰 영업 적자를 기록했다. 매출은 PC(934 억원, +15.7%)가 불소네오, 길드워 2 확장팩 출시 효과로 전분기대비 반등했고, 모바일(2,156 억원, -14.6%)은 3 주년 업데이트를 진행한 리니지W를 제외한 기존작 매출 감소로 전분기대비 감소했다. 로열티 매출은 TL 글로벌 출시 효과로 735 억원(+93.0%)을 기록했다. TL의 4 분기 기여분은 약 450 억원 수준으로 추정되며 현재 동접자는 4 만명 수준, 3/6 대형 업데이트를 앞두고 트랙픽 반등이 나올지 지켜볼 필요가 있다. 마케팅비는 552 억원으로 +13.5%, 12 월 출시한 JOM와 기존작 라이브서비스 마케팅이 병행되며 증가했다.

낮아진 비용 레벨, 신작 성공만 따라준다면...

작년 인력 재배치를 통해 개발/AI 조직으로 약 천여명, 희망퇴직 8~900명 수준 감소해 본사 인력은 5 천명→3,100 명 수준으로 감소했다. 올해 인건비는 7,400 억원으로 전년대비 18.4% 감소할 것으로 전망한다. 규모있는 신작 매출만 더해진다면 이익은 큰 폭으로 성장할 수 있다. 올해 신작 라인업은 2Q <택탄>, 3Q <아이온 2>, 4Q <LLL> 출시로 반영했다. 작년에 내놓은 신작 3종 모두 흥행에 실패해 신작에 대한 눈높이를 높게 가져가기엔 무리가 있으나 아직까지 분기 2 천억원 이상의 매출을 창출하는 MMORPG 장르에 대해서는 동사의 서비스 경쟁력을 확인할 수 있다. <아이온 2>가 출시되는 하반기부터는 본격적인 이익 레버리지 효과가 나타날 것으로 전망한다.

목표주가 23 만원으로 하향

신작에 대한 추정치를 하향함에 따라 25E 추정치를 기존대비 11.2% 하향, 목표주가를 기존 26 만원에서 23 만원으로 조정한다. 현 수준에서 기대감이 형성되기 위해서는 신작 흥행으로 개발력을 입증해야 한다. 그 전까지는 하반기 기대작에 대한 콘텐츠 정보를 확인해가며 트레이딩하는 전략이 유효해보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,578	1,640	1,839
영업이익	십억원	375	559	137	-109	96	185
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	94	333	236
EPS	원	18,078	19,847	9,663	4,291	15,466	10,976
PER	배	35.6	22.6	24.9	42.7	11.7	16.4
PBR	배	3.7	2.6	1.4	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	-1,368.5	10.3	6.8
ROE	%	12.6	13.7	6.6	3.0	10.2	6.7

엔씨소프트 실적 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	355.1	379.5	408.0	497.2	1,779.8	1,578.1	1,639.7
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	86.7	84.0	82.3	88.6	365.1	351.8	341.6
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	207.6	235.3	262.3	336.6	1,200.4	936.7	1,041.8
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	39.3	37.1	35.9	37.9	144.5	182.0	150.2
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	340.3	371.2	389.5	443.1	1,642.5	1,687.3	1,544.1
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	184.2	183.5	185.5	186.7	822.9	906.4	740.0
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	7.3	28.4	38.0	59.8	81.4	128.2	133.6
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	26.2	26.6	26.3	26.3	111.9	108.1	105.4
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	122.5	132.6	139.7	170.3	622.8	544.7	565.1
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	14.8	8.3	18.5	54.1	137.3	-109.2	95.7
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	4.2%	2.2%	4.5%	10.9%	7.7%	-6.9%	5.8%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	16.5	235.4	22.0	65.2	213.9	94.1	339.2
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	16.2	231.3	21.6	64.0	212.1	94.2	333.2
YoY growth rate											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-10.8%	2.9%	1.5%	21.5%	-30.8%	-11.3%	3.9%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	1.2%	-5.2%	-2.6%	2.0%	-5.2%	-6.5%	-3.6%	-2.9%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-27.9%	-16.8%	7.8%	3.5%	56.1%	-37.9%	-22.0%	11.2%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	140.5%	20.2%	-1.4%	-5.8%	-48.5%	-8.0%	26.0%	-17.5%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-8.6%	3.1%	-6.4%	-17.8%	-18.4%	2.7%	-8.5%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	54.0%	-9.1%	-2.4%	-7.8%	-40.6%	-2.9%	10.1%	-18.4%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	50.8%	6.1%	63.5%	-21.8%	8.2%	-56.9%	57.5%	4.2%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	-3.3%	-5.6%	-4.5%	-0.7%	1.3%	5.5%	-3.4%	-2.5%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-11.9%	-9.1%	4.6%	-0.2%	18.9%	-28.5%	-12.5%	3.7%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-42.5%	-6.5%	흑전	흑전	-75.4%	적전	흑전
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-32.5%	-2.3%	-0.2%	8.1%	42.5%	-14.0%p	-14.6%p	12.8%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	-71.1%	231.1%	흑전	흑전	-50.9%	-56.0%	260.4%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E
매출액	411.1	380.5	411.8	438.9	409.4	355.1	379.5	408.0	-0.4%	-6.7%	-7.8%	-7.0%
영업이익	-115.5	4.9	38.5	46.1	-129.5	14.8	8.3	18.5	적지	199.2%	-78.5%	-59.9%
지배주주순이익	-99.2	13.9	256.9	42.7	-7.5	16.2	231.3	21.6	적지	16.7%	-10.0%	-49.3%

자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2024E	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
매출액	1,579.8	1,743.8	1,976.7	1,578.1	1,639.7	1,838.9	-0.1%	-6.0%	-7.0%
영업이익	-95.2	166.7	260.5	-109.2	95.7	185.2	적지	-42.6%	-28.9%
지배주주순이익	2.5	375.4	228.3	94.2	333.2	236.5	3641.2%	-11.2%	3.6%

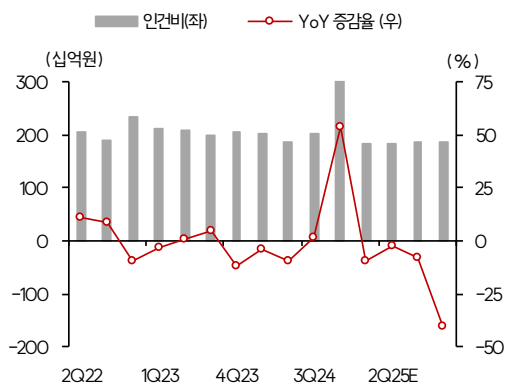
자료: SK 증권

목표주가 산출

구분	내용
2025년 지배주주지분 순이익(십억원)	333.2
Target P/E	14.0x
목표 시총(십억원)	4,678.4
주식 수(천 주)	19,980.7
적정 주가(원)	234,146
목표 주가(원)	230,000
현재 주가(원)	174,100
상승 여력	32.1%

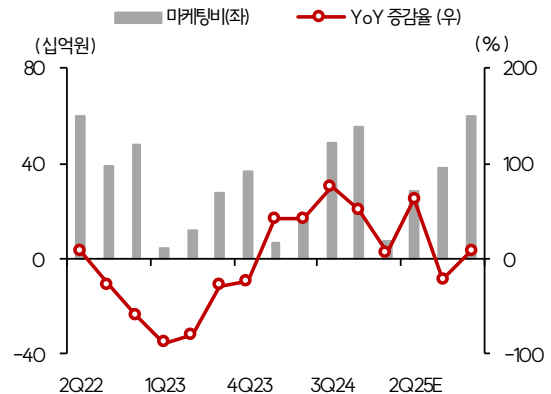
자료: SK 증권

인건비 추이



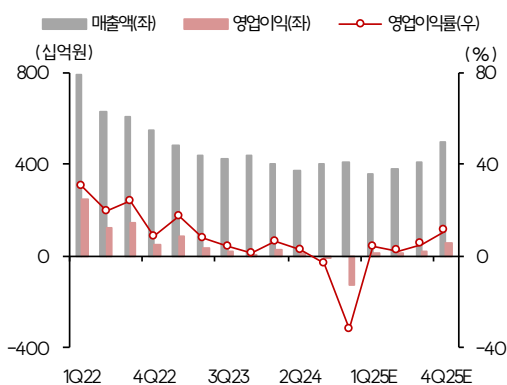
자료: 엔씨소프트, SK 증권

마케팅비 추이



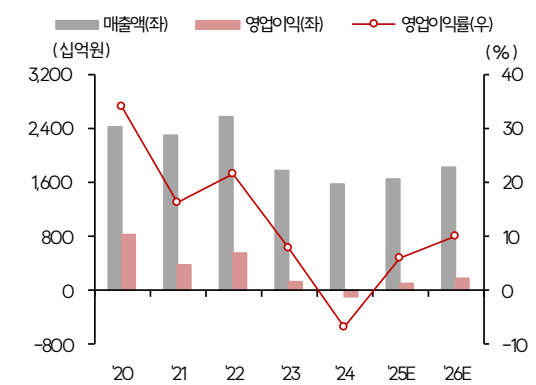
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	2,164	2,978	3,106
현금및현금성자산	286	365	674	1,211	1,457
매출채권 및 기타채권	219	172	161	196	181
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,001	1,534	1,556
장기금융자산	577	709	656	670	664
유형자산	930	1,001	974	490	424
무형자산	43	96	102	99	196
자산총계	4,438	4,394	4,165	4,511	4,662
유동부채	515	614	573	588	544
단기금융부채	35	280	262	318	294
매입채무 및 기타채무	83	73	201	137	126
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	484	505	496
장기금융부채	593	363	333	333	333
장기매입채무 및 기타채무	23	59	52	52	52
장기충당부채	3	3	3	3	3
부채총계	1,239	1,141	1,057	1,093	1,039
지배주주지분	3,196	3,250	3,104	3,408	3,608
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-799	-799	-799
자기주식	-616	-616	-719	-719	-719
이익잉여금	3,409	3,473	3,493	3,798	3,998
비지배주주지분	2	3	4	10	14
자본총계	3,199	3,253	3,108	3,418	3,623
부채와자본총계	4,438	4,394	4,165	4,511	4,662

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	160	375	299
당기순이익(손실)	436	214	94	339	241
비현금성항목등	359	72	50	163	46
유형자산감가상각비	104	110	105	84	66
무형자산상각비	2	2	2	3	3
기타	253	-40	-57	76	-24
운전자본감소(증가)	50	-96	-56	-55	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	82	-35	15
재고자산의감소(증가)	5	1	0	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	27	-65	-10
기타	-248	-170	59	-234	-53
법인세납부	-139	-120	-12	-161	-80
투자활동현금흐름	-392	113	674	-258	5
금융자산의감소(증가)	-156	266	502	-235	100
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-54	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	-8	0	-100
기타	16	6	233	-23	4
재무활동현금흐름	-304	-177	-296	27	-61
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	215	56	-24
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	-274	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-64	-29	-37
기타	0	1	-174	0	0
현금의 증가(감소)	30	80	309	537	247
기초현금	256	286	365	674	1,211
기말현금	286	365	674	1,211	1,457
FCF	487	23	105	375	299

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

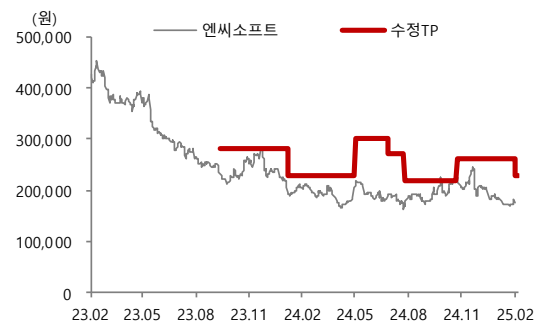
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,578	1,640	1,839
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,640	1,839
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,687	1,544	1,654
영업이익	559	137	-109	96	185
영업이익률(%)	21.7	7.7	-6.9	5.8	10.1
비영업손익	50	69	230	405	136
순금융손익	38	69	63	80	99
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	4	-8	-3
세전계속사업이익	609	206	121	501	321
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	7.7	30.5	17.5
계속사업법인세	173	-8	27	161	80
계속사업이익	436	214	94	339	241
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	94	339	241
순이익률(%)	17.0	12.0	6.0	20.7	13.1
지배주주	436	212	94	333	236
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	6.0	20.3	12.9
비지배주주	0	2	-0	6	4
총포괄이익	167	191	94	339	241
지배주주	166	189	93	348	247
비지배주주	0	2	0	-9	-6
EBITDA	665	249	-2	183	254

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-11.3	3.9	12.1
영업이익	49.0	-75.4	적전	흑전	93.6
세전계속사업이익	24.0	-66.1	-41.4	314.0	-35.9
EBITDA	41.8	-62.5	적전	흑전	39.3
EPS	9.8	-51.3	-55.6	260.4	-29.0
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	2.2	7.8	5.2
ROE	13.7	6.6	3.0	10.2	6.7
EBITDA마진	25.9	14.0	-0.1	11.1	13.8
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	377.5	506.3	571.2
부채비율	38.7	35.1	34.0	32.0	28.7
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-44.0	-60.9	-62.2
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	-0.2	19.3	25.5
배당성향	31.1	30.0	30.6	11.0	27.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	4,291	15,466	10,976
BPS	173,629	176,065	174,123	191,562	200,841
CFPS	24,672	14,759	9,178	19,499	14,182
주당 현금배당금	6,680	3,130	1,460	1,850	3,293
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	42.7	11.7	16.4
PBR	2.6	1.4	1.1	0.9	0.9
PCR	18.2	16.3	20.0	9.3	12.7
EV/EBITDA	12.1	15.3	-1,368.5	10.3	6.8
배당수익률	1.5	1.3	0.8	1.0	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.13	매수	230,000원	6개월		
2024.11.05	매수	260,000원	6개월	-23.87%	-5.96%
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%



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 (2025년 02월 13일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------