

엔씨소프트 (036570/KS)

하반기보고 질주

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 230,000 원(유지)

현재주가: 158,500 원

상승여력: 45.1%



Analyst
남효지

hjn@sk.com
3773-9288

Company Data

발행주식수	2,154 만주
시가총액	3,415 십억원
주요주주	
김택진(외16)	12.36%
자사주	9.96%

Stock Data

주가(25/05/14)	158,500 원
KOSPI	2,640.57 pt
52주 최고가	244,500 원
52주 최저가	135,800 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Review: 영업이익 52 억원(-79.7% YoY)로 컨센서스 하회

매출액 3,603 억원(-9.5% YoY), 영업이익 52 억원(-79.7% YoY), 지배주주순이익 378 억원(-34.0% YoY)으로 영업이익은 컨센서스를 하회했다. 매출은 PC 833 억원(-10.8% QoQ), 모바일 2,063 억원(-4.3% QoQ), 로열티 450 억원(-38.9%)으로 신작 공백 및 기존작 하향 안정화로 감소했다. 영업비용(-4.6% YoY, -34.1% QoQ)은 4Q24 발생했던 퇴직위로금 영향이 축소되며 전분기대비는 감소했으나 1 분기까지도 개발사 상여금, 위로금 등이 반영되며 인력 구조조정 효과가 뚜렷하게 보이지 않았다. 그러나 2 분기부터는 조직 효율화 효과가 본격적으로 나타나며 고정비 부담을 줄여 나간다.

2026년 매출 가이드스 제시

작년 동사는 전사 리소스 재배치 및 효율화에 집중했다면 올해는 매출 회복에 집중한다. 디테일한 매출 성장 전략을 수립해 중장기 매출 성장을 목표로 한다. 올해 하반기부터 연속적으로 신작들이 출시되어 2026년에는 legacy IP 가 1.4~1.5 조원, 신작이 6 천억원~1 조원의 매출을 기록하며 연결 매출은 2.0~2.5 조원을 달성할 것으로 제시했다. Legacy IP 는 촘촘한 업데이트, 지역 확장, 스피노프 게임 출시를 통해 안정적인 매출 창출해 전사 비용 구조를 커버할 수 있는 체제를 구축한다. 이에 더해 내년 초까지 <아이온 2>, <LLLL>, <Breakers: Unlock the World>, <타임테이커스>를 출시해 매출 성장을 도모한다.

의지는 충분히 확인, 게임만 잘 내놓으면 만사 오케이

이제는 기존작의 매출 하향세도 안정화되었다. 작년 구조조정을 통해 높았던 고정비 구조도 탈피했다. 이제는 신작을 통해 매출의 업사이드를 확보한다면 영업이익은 큰 레버리지 효과를 보일 수 있는 구조다. 3 분기까지는 신작 공백이 이어지며 실적은 부진할 것이나 4 분기 출시 예정인 신작들의 마케팅 활동이 본격화되며 지금부터는 점진적으로 신작에 대한 기대감이 반영될 수 있는 구간이다. 동사에 대한 관심이 필요하다.

영업실적 및 투자지표

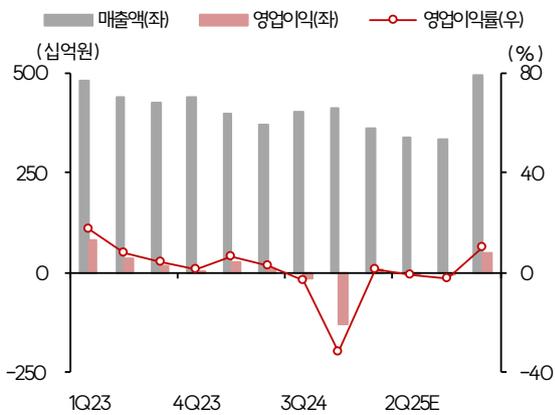
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	2,572	1,780	1,578	1,526	2,054	2,194
영업이익	십억원	559	137	-109	41	286	322
순이익(지배주주)	십억원	436	212	94	302	326	343
EPS	원	19,847	9,663	4,291	14,005	15,148	15,904
PER	배	22.6	24.9	42.7	11.3	10.5	10.0
PBR	배	2.6	1.4	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	12.1	15.3	-76,196.8	12.3	3.9	2.8
ROE	%	13.7	6.6	3.0	9.4	9.4	9.2

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	336.9	334.8	494.3	1,578.1	1,526.3	2,053.9
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	80.5	78.9	122.4	351.8	365.1	455.3
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	198.0	200.2	318.6	936.7	923.1	1,420.4
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	36.6	34.8	34.3	182.0	150.6	116.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	339.8	343.7	446.2	1,687.3	1,484.8	1,767.7
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	178.1	180.5	191.6	906.4	737.4	770.5
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	16.4	20.3	54.0	128.2	104.0	140.7
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	26.4	26.0	25.9	108.1	103.4	106.7
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	118.9	117.0	174.7	544.7	540.0	749.9
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	-2.9	-9.0	48.1	-109.2	41.5	286.2
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	-0.9%	-2.7%	9.7%	-6.9%	2.7%	13.9%
순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	202.4	-0.1	60.5	94.1	300.3	327.4
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	203.7	-0.1	60.3	94.2	301.7	326.3
YoY growth rate											
매출액	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	-8.7%	-16.7%	20.7%	-11.3%	-3.3%	34.6%
PC/콘솔	0.1%	-2.2%	-13.4%	1.2%	-8.9%	-6.6%	-2.2%	31.0%	-3.6%	3.8%	24.7%
모바일	-24.6%	-26.5%	-7.5%	-27.9%	-17.3%	-9.3%	-21.0%	47.8%	-22.0%	-1.4%	53.9%
로열티	-22.8%	3.8%	8.0%	140.5%	37.5%	-3.0%	-8.7%	-53.3%	26.0%	-17.2%	-22.4%
영업비용	-6.3%	-11.1%	2.4%	24.2%	-4.6%	-5.6%	-17.4%	-17.2%	2.7%	-12.0%	19.1%
인건비	-4.3%	-9.9%	1.4%	54.0%	-7.7%	-5.3%	-10.3%	-39.1%	10.1%	-18.6%	4.5%
마케팅비	42.1%	42.1%	75.9%	50.8%	93.2%	-5.6%	-58.3%	-2.2%	57.5%	-18.8%	35.2%
상각비	-0.5%	0.0%	-9.5%	-3.3%	-9.4%	-5.4%	-2.0%	-0.3%	-3.4%	-4.4%	3.2%
매출변동비 및 기타	-11.6%	-18.9%	-7.6%	-11.9%	-4.0%	-6.2%	-16.4%	22.0%	-12.5%	-0.9%	38.9%
영업이익	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	적전	적지	흑전	적전	흑전	589.8%
영업이익률	-10.6%	-5.6%	-7.5%	-32.5%	-5.0%	-3.3%	0.9%	41.4%	-14.6%p	9.6%p	11.2%p
순이익	-50.0%	132.8%	적전	적전	-34.3%	184.6%	적지	흑전	-56.0%	219.1%	9.0%

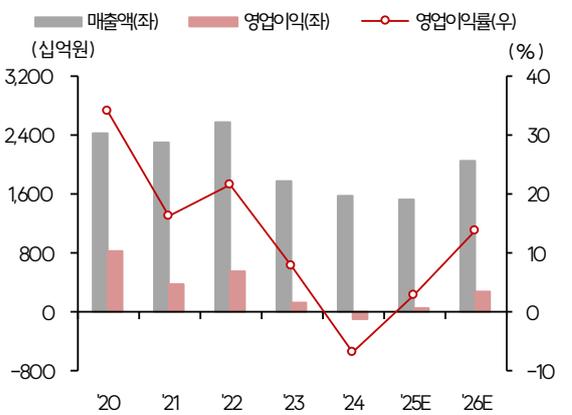
자료: 엔씨소프트, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



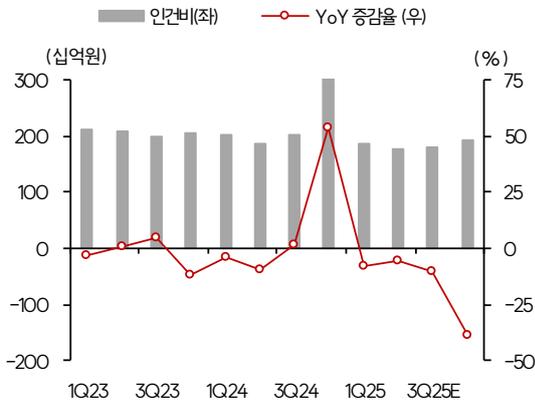
자료: 엔씨소프트, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



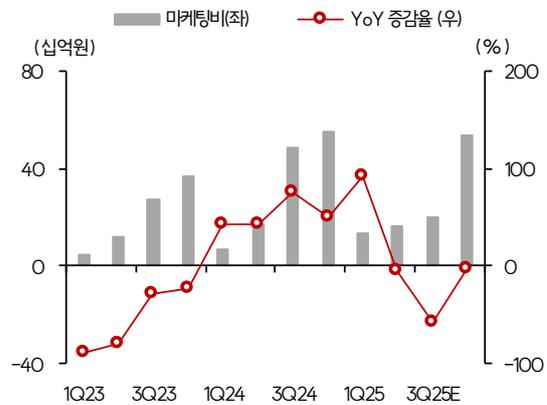
자료: 엔씨소프트, SK 증권

인건비 효율화 효과 2Q25부터 나타날 것



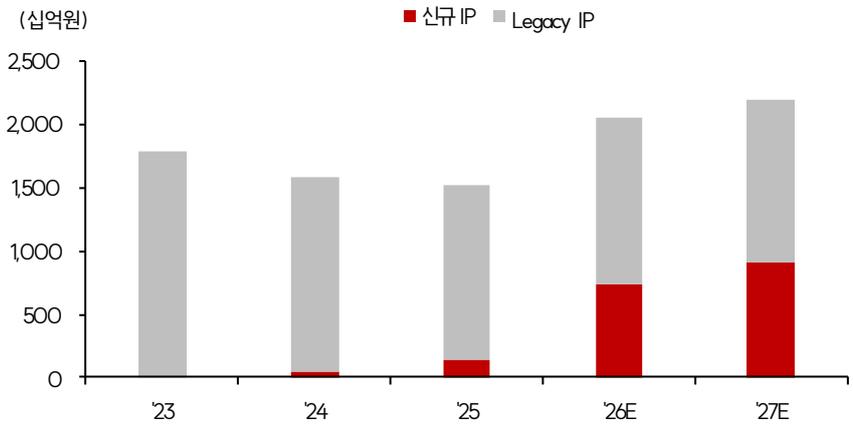
자료: 엔씨소프트, SK 증권

마케팅 방식 변화에 따라 집행 규모 축소



자료: 엔씨소프트, SK 증권

올해 기점으로 신규 IP의 기여도 점차 높아질 것



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,497	2,772	3,123
현금및현금성자산	365	1,260	1,892	2,133	2,440
매출채권 및 기타채권	172	167	202	216	236
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	1,728	1,762	1,713
장기금융자산	709	859	868	872	877
유형자산	1,001	998	510	442	387
무형자산	96	104	97	191	185
자산총계	4,394	3,954	4,226	4,533	4,836
유동부채	614	322	285	304	330
단기금융부채	280	46	55	59	65
매입채무 및 기타채무	73	71	135	145	158
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	526	568	605	621	641
장기금융부채	369	336	336	336	336
장기매입채무 및 기타채무	59	53	53	53	53
장기충당부채	3	3	3	4	4
부채총계	1,141	890	890	925	972
지배주주지분	3,250	3,058	3,332	3,604	3,858
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-799	-799	-799	-799
자기주식	-616	-791	-791	-791	-791
이익잉여금	3,473	3,474	3,747	4,019	4,274
비지배주주지분	3	5	4	5	6
자본총계	3,253	3,064	3,336	3,609	3,864
부채외자본총계	4,394	3,954	4,226	4,533	4,836

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	140	107	352	423	430
당기순이익(손실)	214	94	300	327	344
비현금성항목등	72	-7	123	70	52
유형자산감가상각비	110	106	87	69	54
무형자산상각비	2	3	7	6	6
기타	-40	-116	29	-5	-8
운전자본감소(증가)	-96	-43	-45	16	22
매출채권및기타채권의감소(증가)	42	20	-35	-14	-19
재고자산의감소(증가)	1	-0	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-61	10	13
기타	-170	40	-149	-100	-103
법인세납부	-120	-23	-123	-109	-115
투자활동현금흐름	113	1,294	-97	-128	-36
금융자산의감소(증가)	266	1,339	-38	-16	-21
유형자산의감소(증가)	-117	-83	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-41	41	0	-100	0
기타	6	-2	-60	-12	-15
재무활동현금흐름	-177	-523	-19	-51	-83
단기금융부채의증가(감소)	0	0	10	4	5
장기금융부채의증가(감소)	-43	-285	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-136	-64	-28	-54	-88
기타	1	-174	0	0	0
현금의 증가(감소)	80	895	631	241	307
기초현금	286	365	1,260	1,892	2,133
기말현금	365	1,260	1,892	2,133	2,440
FCF	23	24	352	423	430

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

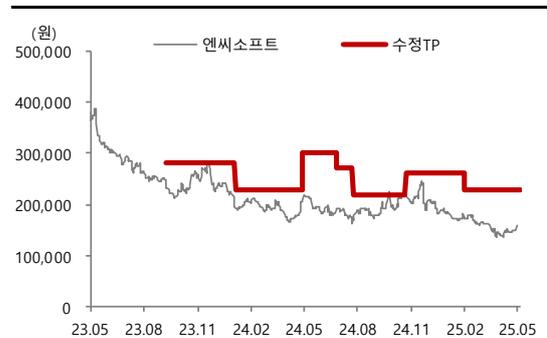
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,526	2,054	2,194
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,526	2,054	2,194
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,643	1,687	1,485	1,768	1,872
영업이익	137	-109	41	286	322
영업이익률(%)	7.7	-6.9	2.7	13.9	14.7
비영업손익	69	230	382	150	137
순금융손익	69	62	70	91	99
외환관련손익	-9	50	0	0	0
관계기업등 투자손익	4	4	-7	-3	-7
세전계속사업이익	206	121	423	437	458
세전계속사업이익률(%)	11.6	7.7	27.7	21.3	20.9
계속사업법인세	-8	27	123	109	115
계속사업이익	214	94	300	327	344
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	300	327	344
순이익률(%)	12.0	6.0	19.7	15.9	15.7
지배주주	212	94	302	326	343
지배주주귀속 순이익률(%)	11.9	6.0	19.8	15.9	15.6
비지배주주	2	-0	-1	1	1
총포괄이익	191	48	300	327	344
지배주주	189	48	301	328	344
비지배주주	2	0	-0	-0	-0
EBITDA	249	-0	135	361	382

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-3.3	34.6	6.8
영업이익	-75.4	적전	흑전	589.8	12.4
세전계속사업이익	-66.1	-41.4	250.0	3.2	5.0
EBITDA	-62.5	적전	흑전	167.0	5.7
EPS	-51.3	-55.6	226.3	8.2	5.0
수익성 (%)					
ROA	4.8	2.3	7.3	7.5	7.3
ROE	6.6	3.0	9.4	9.4	9.2
EBITDA마진	14.0	-0.0	8.9	17.6	17.4
안정성 (%)					
유동비율	380.4	555.1	877.2	911.4	945.8
부채비율	35.1	29.1	26.7	25.6	25.1
순차입금/자기자본	-45.2	-35.9	-52.7	-55.7	-60.4
EBITDA/이자비용(배)	17.0	-0.0	14.2	34.4	36.7
배당성향	30.0	30.1	18.1	27.0	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,663	4,291	14,005	15,148	15,904
BPS	176,065	175,362	191,390	204,008	215,821
CFPS	14,759	9,264	18,358	18,626	18,690
주당 현금배당금	3,130	1,460	2,809	4,544	4,771
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	42.7	11.3	10.5	10.0
PBR	1.4	1.0	0.8	0.8	0.7
PCR	16.3	19.8	8.6	8.5	8.5
EV/EBITDA	15.3	-76,196.8	12.3	3.9	2.8
배당수익률	1.3	0.8	1.8	2.9	3.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 기관투자가 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 05월 15일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------