

2025. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 200,000 원

현재주가 (2.12) 174,100 원

상승여력 14.9%

KOSPI	2,548.39pt
시가총액	38,222억원
발행주식수	2,154만주
유동주식비율	77.94%
외국인비중	37.20%
52주 최고/최저가	244,500원/160,400원
평균거래대금	188.6억원

주요주주(%)

김택진 외 16 인	12.13
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	-5.2	-14.9
상대주가	-7.6	-2.6	-12.5

주가그래프



엔씨소프트 036570

예상보다 길어진 터널

- ✓ 4분기 신작 효과 누리지 못하고 마케팅비 과도하게 집행되며 기대치 하회
- ✓ 고정비 부담은 크게 완화되나 퍼블리싱 여부 등 고려 시 신작 2026 가능성 높아
- ✓ 넷마블과 같은 비용 감소 및 신작 출시에 따른 정상화 사이클 기대했으나 신작 부재 당분간 지속될 것으로 보여 Hold 하향. 적정주가 20만원은 자산가치
- ✓ 바닥은 지나왔으나 마케팅 전략 및 CBT/신작 정보 공개로 공감대 확보 필요
- ✓ 기대작 <아이온2>의 반응에 기대어 볼 때

신작 효과 누리지 못하고 비용 컷던 4분기

4분기 연결 매출 및 영업이익은 4,094억원(-6.5% YoY)과 -1,295억원(적전 YoY)으로 기대치를 하회했다. 3/4분기 신작이 출시되었으나 <TL> 순매출이 인식된 점을 제외하면 기존작은 3분기 대비 모두 부진했다. 희망퇴직 비용은 예상 대비 200억원 컷고, <저니 오브 모나크>에 대한 마케팅비가 과도하게 집행되었다. 1분기는 <TL> 초반 효과가 사라지고 기존작은 QoQ 하락이 전망된다.

바닥은 지났으나 예상보다 길어진 터널

지난해 대규모 희망퇴직이 이루어지며 2025년 인건비 부담은 크게 경감될 것으로 예상된다. 3분기 <호연> 이후 감원처럼 상반기 추가 감원을 전망한다. 그러나 이와 동시에 이루어진 무차별적 마케팅비 집행은 동사가 변하고 있다는 투자자 공감을 일으키기 어렵다. 마케팅 전략의 계속되는 실패 속에 외부 게임사 지분 확보를 통한 퍼블리싱도 성공 가능성을 점치기 어렵다. <TL> 글로벌 성과에 이어 <저니 오브 모나크> 기대감까지 12월 신작 모멘텀을 지나며 휴지기에 진입했다.

당사는 고정비 부담 감소 및 신작으로 턴어라운드 사이클을 기대했으나 수정된 출시 일정 고려 시 상반기 사실상 신작은 없을 전망이며 하반기 대기작들은 실제 퍼블리싱 계약이 성사될 경우 글로벌 신작 스케줄을 고려 시 2026년으로 이연될 가능성이 높아 보인다. <아이온2>까지 반전 요소를 기대하기 어려워 적정주가를 20만원으로 하향하며 Hold로 투자 의견을 하향한다. 적정주가는 동사의 자산가치 수준이다. 바닥은 지나왔으나 부적절한 마케팅 전략은 출시해야 할 신작에 대한 기대를 저해하는 요소다. 그 사이 CBT, 신작 정보 공개를 통해 공감대를 얻지 못한다면 추가 상승의 트리거는 부재하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024P	1,578.1	-109.2	-0.4	-18	적전	142,135	-11,895.6	1.5	930.8	0.0	27.3
2025E	1,462.4	-25.3	251.9	11,641	흑전	156,531	15.0	1.1	23.5	7.8	23.2
2026E	1,792.7	94.9	89.0	4,131	-64.5	159,524	42.1	1.1	11.1	2.6	22.8
2027E	1,589.5	67.2	188.8	8,765	114.0	167,152	19.9	1.0	13.0	5.4	19.8

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	409.4	437.7	-6.5	401.9	1.9	425.3	-3.7	426.6	-4.0
영업이익	-129.5	3.9	적전	-14.3	적지	-95.8	N/A	-75.4	N/A
세전이익	-10.3	-20.4	적지	-32.0	적지	-75.5	N/A	-97.9	N/A
지배순이익	-7.5	25.0	적전	-26.5	적지	-69.0	N/A	-68.8	N/A

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 일본/대만	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.12.07	TL 국내	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
4Q24	블레이드 앤 소울 2 중국	모바일	엔씨소프트	자체개발/중국 퍼블리셔
	저니 오브 모나크	모바일	엔씨소프트	자체개발
2025 이후	브레이커스: 언락 더 월드	PC, 모바일	빅게임스튜디오(16.8%)	퍼블리싱
	리니지2M 중국	모바일	엔씨소프트	자체개발/중국 퍼블리셔
	프로젝트LLL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	아이온2	모바일	엔씨소프트	자체개발
	프로젝트 스카이라인(호라이즌 IP)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
	택탄(프로젝트G)	모바일	엔씨소프트	자체개발

자료: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 2025년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

(십억원)	New		Old		% diff.	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1462.4	1792.7	1,539.1	1,859.0	-5%	-4%
영업이익	-25.3	94.9	47.9	156.2	적전	-39%
세전이익	333.5	119.3	408.6	180.6	-18%	-34%
지배주주순이익	251.9	89.0	305.9	134.2	-18%	-34%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출	397.9	368.9	401.9	409.4	348.1	328.1	353.7	432.5	1,779.8	1,578.1	1,462.4	1,792.7
온라인	91.5	86.2	80.7	93.4	83.9	79.2	74.3	86.2	360.5	351.8	323.5	299.0
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	195.0	174.0	209.9	294.2	1,200.4	936.7	873.1	1,278.2
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	28.7	30.5	28.0	24.2	74.5	107.7	111.4	105.7
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	40.5	44.5	41.5	28.0	144.5	182.0	154.5	109.8
% YoY												
매출	-16.9	-16.2	-5.0	-6.5	-12.5	-11.1	-12.0	5.7	-30.8	-11.3	-7.3	22.6
온라인	0.1	-2.2	-13.4	6.5	-8.3	-8.2	-8.0	-7.8	-7.7	-2.4	-8.0	-7.6
모바일	-24.6	-26.5	-7.5	-27.9	-21.8	-20.3	-17.1	36.5	-37.9	-22.0	-6.8	46.4
기타	70.3	41.3	43.0	30.9	18.1	13.9	-5.8	-10.0	-17.3	44.5	3.5	-5.1
로열티	-22.8	3.8	8.0	140.5	23.8	18.0	9.0	-61.9	-8.0	26.0	-15.1	-28.9
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	339.3	348.4	353.0	446.9	1,642.5	1,687.3	1,487.7	1,697.8
% to sales	93.5	97.6	103.6	131.6	97.5	106.2	99.8	103.3	92.3	106.9	101.7	94.7
% YoY	-6.3	-11.1	2.4	24.2	-8.8	-3.2	-15.2	-17.1	-18.4	2.7	-11.8	14.1
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	119.6	115.4	124.4	169.1	622.8	544.7	528.4	659.4
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	28.9	29.3	29.4	28.7	111.9	108.1	116.3	118.9
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	5.9	34.5	24.1	50.9	85.0	128.2	115.4	186.0
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	185.0	169.1	175.1	198.3	822.9	906.4	727.5	733.5
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	8.7	-20.4	0.7	-14.4	137.3	-109.2	-25.3	94.9
% YoY	-68.5	-74.9	적전	적전	-66.0	적전	흑전	적지	-75.4	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	6.5	2.4	-3.6	-31.6	2.5	-6.2	0.2	-3.3	7.7	-6.9	-1.7	5.3
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	6.0	-15.0	355.6	-5.6	206.2	120.9	340.9	122.4
% YoY	-44.5	117.2	적전	적지	-92.4	적전	흑전	적지	-66.1	-41.4	182.0	-64.1
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	4.4	-11.2	266.7	-4.1	212.1	94.2	255.7	91.1
% YoY	-49.7	137.6	적전	적전	-92.4	적전	흑전	적지	-51.3	-55.6	171.4	-64.4

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,462.4	1,792.7	1,589.5
매출액증가율(%)	-30.8	-11.3	-7.3	22.6	-11.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,462.4	1,792.7	1,589.5
판매관리비	1,642.6	1,687.3	1,487.7	1,697.8	1,522.4
영업이익	137.3	-109.2	-25.3	94.9	67.2
영업이익률(%)	7.7	-6.9	-1.7	5.3	4.2
금융손익	91.1	31.8	-34.9	-34.9	-38.7
중속/관계기업손익	4.1	7.7	7.3	6.9	0.0
기타영업외손익	-26.2	48.9	388.4	52.4	388.4
세전계속사업이익	206.2	-20.8	335.5	119.3	416.9
법인세비용	-7.7	-20.4	83.6	47.5	226.4
당기순이익	213.9	-0.4	251.9	89.0	190.4
지배주주지분 손이익	212.1	-0.4	251.9	89.0	188.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,336.8	1,975.3	2,176.1	1,950.7	1,873.1
현금및현금성자산	365.2	87.5	411.1	227.8	279.1
매출채권	132.7	193.0	178.9	219.3	194.4
재고자산	0.7	0.8	1.5	1.8	1.6
비유동자산	2,057.0	2,001.8	1,981.3	2,272.5	2,448.1
유형자산	1,000.5	945.4	929.1	1,212.7	1,396.4
무형자산	96.1	101.8	97.7	93.8	90.0
투자자산	672.6	666.9	666.9	678.3	674.0
자산총계	4,393.8	3,977.1	4,157.4	4,223.2	4,321.2
유동부채	614.3	354.3	331.3	406.1	360.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	240.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	526.5	499.0	450.4	376.9	355.0
사채	169.7	169.7	129.7	-0.3	-0.3
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,140.8	853.3	781.7	783.0	715.1
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-44.5	-44.5	-44.5	-44.5	-44.5
이익잉여금	3,472.7	3,443.4	3,568.3	3,632.8	3,797.2
비지배주주지분	3.3	3.4	3.4	3.4	5.0
자본총계	3,253.0	3,123.8	3,375.7	3,440.2	3,606.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	139.9	106.6	264.5	351.8	377.8
당기순이익(손실)	213.9	-0.4	251.9	89.0	190.4
유형자산상각비	110.1	108.6	116.3	116.3	116.3
무형자산상각비	1.8	4.3	4.1	3.9	3.8
운전자본의 증감	-95.6	-36.4	14.9	45.2	-30.0
투자활동 현금흐름	113.0	28.7	127.9	-414.1	-296.5
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-100.0	-100.0	-400.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-134.7	5.7	0.1	-11.4	4.3
재무활동 현금흐름	-177.3	-413.0	-68.9	-121.0	-30.1
차입금의 증감	14.4	-249.4	-40.0	-121.0	-5.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.6	-277.7	323.6	-183.3	51.3
기초현금	285.6	365.2	87.5	411.1	227.8
기말현금	365.2	87.5	411.1	227.8	279.1

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	81,071	71,883	67,586	83,211	73,781
EPS(지배주주)	9,663	-18	11,641	4,131	8,765
CFPS	13,017	2,746	12,516	12,705	26,718
EBITDAPS	11,350	168	4,398	9,986	8,692
BPS	148,023	142,135	156,531	159,524	167,152
DPS	3,130	1,460	0	1,239	1,239
배당수익률(%)	1.3	0.7	0.0	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	24.9	-11,895.6	15.0	42.1	19.9
PCR	18.5	78.8	13.9	13.7	6.5
PSR	3.0	3.0	2.6	2.1	2.4
PBR	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	249.2	3.7	95.2	215.1	187.3
EV/EBITDA	15.3	930.8	23.5	11.1	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	0.0	7.8	2.6	5.4
EBITDA 이익률	14.0	0.2	6.5	12.0	11.8
부채비율	35.1	27.3	23.2	22.8	19.8
금융비용부담률	0.8	0.8	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	9.4	-9.2	-2.9	14.1	12.7
매출채권회전율(x)	11.6	9.7	7.9	9.0	7.7
재고자산회전율(x)	1,590.1	2,026.9	1,264.6	1,075.9	918.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

