

# 엔씨소프트 (036570)

## TL 해외 성공과 구조조정은 변화의 시작

### 3Q24 Review

매출액 4,019억원(YoY -5%), 영업손실 143억원(적자전환), 지배순손실 265억원(적자전환) 시장기대치 하회.

'LM' 대규모 업데이트 효과에 따른 Q-Q 519억원 증가에도 불구하고, 'TL' 매출이 Early Access 부분만 반영되고, 'LW' 매출 감소(Q-Q 186억원), 마케팅비 증가(313억원 증가) 등 비용 증가로 영업손실 발생

### 4분기 및 2025년 전망

10/1 글로벌 공식 론칭 되어 10/29~11/5 Steam 매출 순위 4위 기록 중인 'TL' 매출 추가, 11월 론칭 예상되는 '저니 오브 모나크' 매출 추가 예상되어, 4분기 매출은 QoQ, YoY 증가 전망. 반면 전사적인 구조조정(희망퇴직 신청, 6개 프로젝트 중단, 조직정리 등)에 따른 인건비(퇴직급여) 증가로 이익 개선은 제한적일 것으로 예상

2025년은 고정비 감소되어 낮아진 비용 기저 위에, 상반기 'TACTAN', 하반기 '아이온2', 'LLL' 등 자체개발 게임 4종, '브레이커스' 등 외부 퍼블리싱 게임 2종 총 6개 게임 출시되며, 실적 개선 전망

### 투자의견 BUY, 목표주가 26만원 유지

국내, 모바일, MMORPG 중심 수익구조에서 해외 PC, 콘솔 게임 'TL'의 성공과 강도 높은 고정비 절감 계획은 동사가 그간 추진해온 노력에 대한 결과의 시작이란 의견임. 향후 전문 개발 스튜디오 체제로의 조직 변화를 통한 조직의 독립성, 전문성 강화로 새로운 IP, 플랫폼 게임의 증가, 게임 출시/라인업 확대의 본격적인 체질 개선을 기대

투자의견 BUY, 목표주가 26만원 유지



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **260,000원 (M)**

현재주가 (11/5) **223,000원**

상승여력 **17%**

시가총액	48,957억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	220억원
60일 평균 거래량	112,315주
52주 고/저	281,000원 / 160,400원
외인지분율	35.16%
배당수익률	1.30%
주요주주	김택진 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.7	39.0	(13.7)
상대	6.4	31.7	(20.7)
절대 (달러환산)	3.2	38.6	(17.2)

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,019	-5.0	9.0	3,917	2.6
영업이익	-143	적전	적전	79	-282.0
세전계속사업이익	-320	적전	적전	309	-203.6
지배순이익	-265	적전	적전	283	-193.7
영업이익률 (%)	-3.6	적전	적전	2.0	-5.6 %pt
지배순이익률 (%)	-6.6	적전	적전	7.2	-13.8 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	25,718	17,798	16,852	17,707
영업이익	5,590	1,373	162	2,133
지배순이익	4,357	2,121	1,328	2,161
PER	21.7	33.3	36.9	22.7
PBR	2.7	2.0	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.5	22.4	31.0	12.8
ROE	13.7	6.6	4.2	7.1

자료: 유안타증권

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	3,689	4,019	5,165	25,718	17,798	16,852	17,707
YoY	-39%	-30%	-30%	-20%	-17%	-16%	-5%	18%	11%	-31%	-5%	5%
Lineage 1	245	243	264	262	243	246	265	251	1,067	1,014	1,005	968
Lineage 2	215	230	205	197	235	212	202	216	941	847	865	821
Aion	176	158	193	190	143	131	118	131	683	717	523	545
Blade & Soul	73	58	60	54	41	38	32	37	263	246	148	146
Guild War 2	204	192	210	221	254	235	190	226	950	827	905	821
Royalty Sales	423	363	353	306	327	377	381	1,157	1,570	1,445	2,242	2,340
리니지 M	1,301	1,278	1,196	1,297	1,051	1,070	1,589	1,513	5,165	5,073	5,223	4,771
리니지2M	731	620	549	617	559	423	431	439	3,915	2,517	1,852	1,575
블소2	50	43	92	102	56	35	45	49	556	287	185	148
리니지 W	1,226	1,028	901	973	829	655	469	422	9,708	4,127	2,375	1,407
TL								300			300	960
프로젝트 G												600
아이온2												500
LLL												200
기타 신작								200			200	900
비용총계	3,971	4,050	4,066	4,339	3,722	3,600	4,162	5,207	20,128	16,425	16,691	15,573
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	1,880	2,011	2,918	8,474	8,229	8,837	7,661
광고선전비	49	122	277	403	69	174	487	310	1,886	850	1,040	1,020
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	1,706	8,707	6,228	5,720	5,778
영업이익	816	353	165	39	257	88	-143	-41	5,590	1,373	162	2,133
YoY	-67%	-71%	-89%	-92%	-68%	-75%	적전	적지	49%	-75%	-88%	1217%
영업이익률	17%	8%	4%	1%	6%	2%	-4%	-1%	22%	8%	1%	12%

자료: 유안타증권 리서치센터

TL Steam 주간 글로벌 베스트 셀러

**Steam 주간 글로벌 베스트 셀러**  
이번 주 Steam 매출 기준 가장 많이 팔린 게임

무료 아이템 포함    현재 글로벌 베스트 셀러 게임

< 주 44    **주 45**    주 46 >

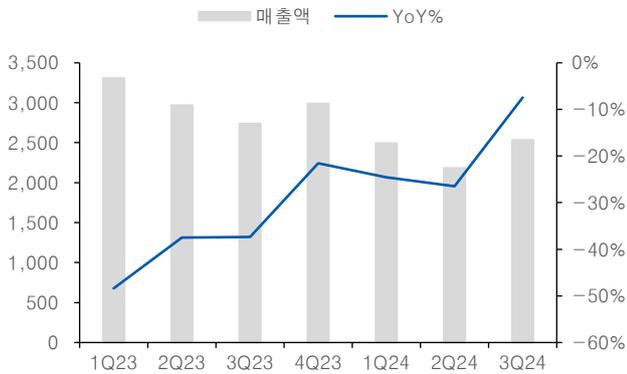
2024년 10월 29일 ~ 11월 5일 주간 베스트 셀러 주 45

#	이름	개발자	출시일
#1 ↗	콜 오브 듀티®: 블랙 오퍼스 6 #1 지난주	트레아크	2024년 10월 25일
#2 ↗	카운터 스트라이크 2 무료 #2 지난주	판막	2012년 8월 21일
#3 ↑	드래곤 에이지™: 베일가드 #24 지난주	바이오웨어	2024년 10월 31일
#4 ↓	왕좌와 자유 무료 #3 지난주	엔씨소프트	2024년 10월 1일
#5 ↑	몬스터 헌터 와일드 #17 지난주	캡콤 주식회사	2025년 2월 28일

자료: Steam DB, 유안타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액

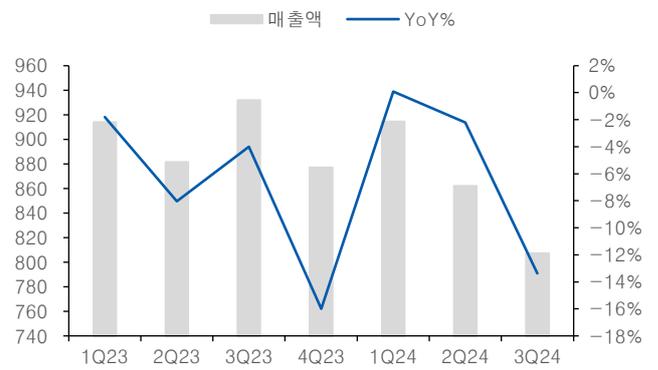
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

PC 게임 매출액

(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 향후 출시 게임 일정

게임명	장르	자체개발 여부	플랫폼	출시예정시기
저니 오브 모나크	방치형 RPG	자체개발	모바일/PC	24년 11월
블레이드앤소울2	MMORPG	자체개발	PC/콘솔	4Q24 (중국)
TACTAN	RTS	자체개발	모바일	2025년 상반기
LLL	슈팅	자체개발	PC/콘솔	2025년 하반기
아이온2	MMORPG	자체개발	모바일/PC	2025년 하반기
레거시 IP 활용 게임	Non MMORPG	외부 퍼블리싱	모바일	2025년 하반기
리니지2M	MMORPG	자체개발	모바일	2025년
브레이커스: 언락 더월드	서브컬처	외부 퍼블리싱	모바일/PC	2025년 하반기

자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	25,718	17,798	16,852	17,707	20,316
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25,718	17,798	16,852	17,707	20,316
판매비	20,128	16,425	16,691	15,573	15,831
영업이익	5,590	1,373	162	2,133	4,486
EBITDA	6,649	2,492	1,282	3,040	5,414
영업외손익	500	689	1,566	749	795
외환관련손익	922	-91	426	-169	-186
이자손익	375	691	636	526	566
관계기업관련손익	-81	41	7	59	53
기타	-716	49	496	334	363
법인세비용차감전순손익	6,091	2,062	1,728	2,883	5,281
법인세비용	1,731	-77	399	721	1,320
계속사업순손익	4,360	2,139	1,329	2,162	3,961
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,360	2,139	1,329	2,162	3,961
지배지분순이익	4,357	2,121	1,328	2,161	3,959
포괄순이익	1,666	1,910	-248	586	2,227
지배지분포괄이익	1,664	1,891	-238	582	2,135

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	-108	918	2,587
당기순이익	4,360	2,139	1,329	2,162	3,961
감가상각비	1,040	1,101	1,100	887	909
외환손익	22	74	-235	169	186
중속, 관계기업관련손익	58	-8	55	-59	-53
자산부채의 증감	495	-956	-2,496	-2,284	-2,458
기타현금흐름	1,385	-951	140	42	42
투자활동 현금흐름	-3,922	1,130	-1,169	-1,856	-4,018
투자자산	5,358	3,455	-1,008	-16	-670
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,497	-1,174	-1,333	0	-1,000
유형자산 감소	3	6	2	0	0
기타현금흐름	-6,787	-1,157	1,170	-1,839	-2,348
재무활동 현금흐름	-3,037	-1,773	-2,641	-2,068	-1,913
단기차입금	-59	47	72	24	73
사채 및 장기차입금	-1,457	97	-1,291	0	105
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,190	-1,357	-636	-619	-619
기타현금흐름	-331	-561	-786	-1,473	-1,473
연결범위변동 등 기타	-105	41	403	3,481	3,207
현금의 증감	296	796	-3,514	475	-138
기초 현금	2,559	2,856	3,652	138	613
기말 현금	2,856	3,652	138	613	475
NOPLAT	5,590	1,424	162	2,133	4,486
FCF	4,863	225	-1,441	918	1,587

자료: 유안타증권

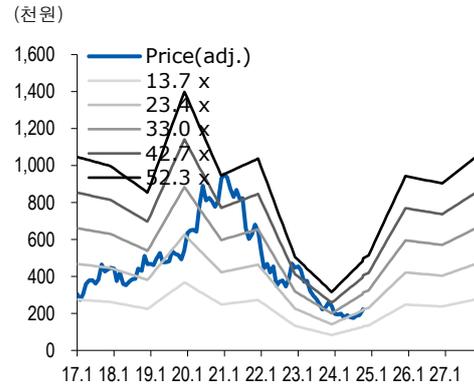
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	26,911	23,368	17,005	18,095	19,537
현금및현금성자산	2,856	3,652	138	613	475
매출채권 및 기타채권	2,194	1,723	2,035	2,149	2,466
재고자산	15	7	9	9	11
비유동자산	17,466	20,570	22,751	21,861	22,819
유형자산	9,302	10,005	10,301	9,415	9,506
관계기업 등 지분관련 자산	262	249	236	248	285
기타투자자산	5,117	6,477	8,949	8,954	9,587
자산총계	44,376	43,938	39,756	39,956	42,356
유동부채	5,153	6,143	4,075	4,221	4,690
매입채무 및 기타채무	2,917	2,153	2,174	2,285	2,621
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,400	1,200	1,200	1,250
비유동부채	7,237	5,265	5,265	5,353	5,675
장기차입금	600	0	0	0	0
사채	3,494	1,697	1,697	1,697	1,697
부채총계	12,391	11,408	9,340	9,573	10,365
지배지분	31,962	32,497	30,373	30,339	31,945
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,094	34,726	35,344	36,886	40,227
비지배지분	23	33	43	44	46
자본총계	31,985	32,530	30,416	30,383	31,991
순차입금	-18,021	-14,764	-9,227	-10,152	-11,017
총차입금	6,286	6,430	5,211	5,235	5,413

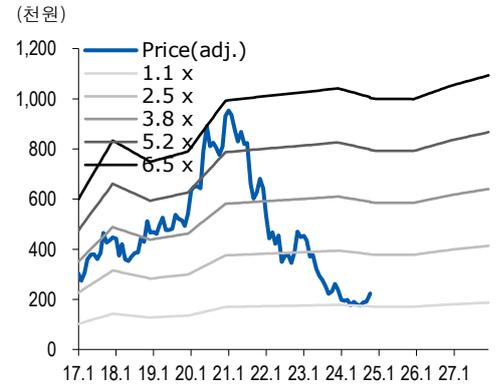
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,847	9,663	6,049	9,844	18,033
BPS	157,391	160,025	153,601	153,429	161,551
EBITDAPS	30,288	11,349	5,838	13,846	24,659
SPS	117,144	81,071	76,763	80,655	92,541
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
PER	21.7	33.3	36.9	22.7	12.4
PBR	2.7	2.0	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.5	22.4	31.0	12.8	7.0
PSR	3.7	4.0	2.9	2.8	2.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	11.4	-30.8	-5.3	5.1	14.7
영업이익 증가율 (%)	49.0	-75.4	-88.2	1,220.5	110.3
지배순이익 증가율 (%)	9.8	-51.3	-37.4	62.7	83.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	21.7	7.7	1.0	12.0	22.1
지배순이익률 (%)	16.9	11.9	7.9	12.2	19.5
EBITDA 마진 (%)	25.9	14.0	7.6	17.2	26.6
ROIC	55.1	16.4	2.3	14.5	30.9
ROA	9.7	4.8	3.2	5.4	9.6
ROE	13.7	6.6	4.2	7.1	12.7
부채비율 (%)	38.7	35.1	30.7	31.5	32.4
순차입금/자기자본 (%)	-56.4	-45.4	-30.4	-33.5	-34.5
영업이익/금융비용 (배)	59.0	9.4	1.6	23.1	47.6

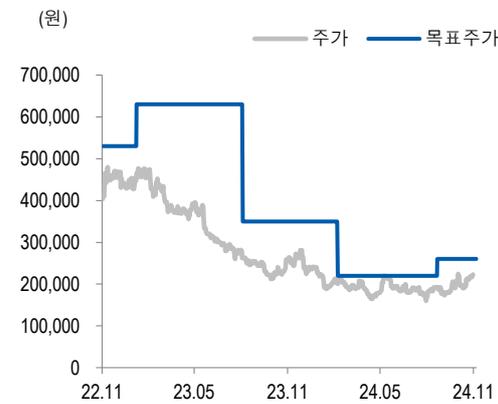
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-06	BUY	260,000	1년		
2024-08-27	BUY	260,000	1년		
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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-06

※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 투자의사결정은 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.