

엔씨소프트(036570)

중립(유지)

아쉬움을 넘어선 실망감

연말 기대작이었던 저니오브모나크 출시

지난 12월 4일 연말 기대작이었던 저니오브모나크를 출시했다. 저니오브모나크는 최근 시장의 핵심 트렌드인 방치형 RPG 게임으로 리니지IP를 바탕으로 제작되었다. 사전예약자가 출시 전까지 800만을 돌파하며 시장에 흥행에 대한 기대감을 불러 일으켰다. 여기에 더해 1,400여명에 달하는 구조조정도 진행하고 있어 2025년에는 비용이 큰 폭으로 축소되고 신작 출시로 매출 또한 성장하며 실적이 크게 개선되리라는 전망이 지배적이었다. 그만큼 저니오브모나크의 성과가 중요했다.

호연과 마찬가지로 아쉬운 결과물

결과적으로는 호연과 마찬가지로 출시 전에 받았던 기대감에 비해 실망스러운 성과였다. 버섯커키우기, 소울스트라이크 등 다양한 방치형 RPG의 시스템을 특별한 변경 없이 그대로 차용했으며 리니지W 스타일의 3D 그래픽과 인터페이스는 퀄리티가 낮았고 가시성 또한 떨어졌다. 단순히 IP의 높은 인지도와 팬덤을 기반으로 흥행을 노리기에 유저들의 높아진 눈높이를 충족시키기 어려운 작품이었다고 평가한다. 출시한지 이틀째인 현재 iOS 매출순위 9위를 기록하고 있으며 통상적으로 출시 이후 매출 순위가 점차 하락한다는 점을 감안하면 의미있는 실적을 내기는 어려울 전망이다.

신뢰도 하락에 대한 리스크가 커져간다

호연에 이어 저니오브모나크까지 유저들의 부정적 평가를 받으면서 개발력에 대한 신뢰도 하락이 생겨날 리스크가 존재한다. 다양한 장르와 새로운 플랫폼으로의 진출이 2025년 이후의 가장 중요한 전략인 상황에서 기존 게임들의 스타일을 낮은 퀄리티로 답습하는 것은 개발력에 대한 의구심과 신작의 흥행에 대한 시장의 기대치가 전반적으로 하락할 수 있다. 새롭게 시도하는 장르에 대한 이해도를 높이고 이에 맞는 개발 방식을 가져가야 할 것이다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
53	26	66	63

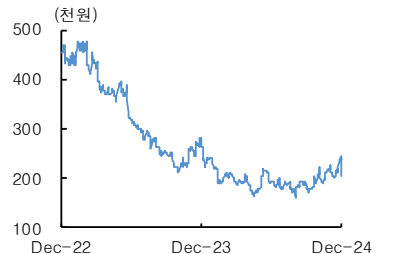
Stock Data

KOSPI(12/5)	2,442
주가(12/5)	206,000
시가총액(십억원)	4,523
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	268,000/160,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,770
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.1/36.3
주요주주(%)	김택진 외 13 인 12.0
	퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.6)	5.7	(23.1)
KOSPI 대비(%p)	(2.4)	14.9	(21.0)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	2,572	559	436	21,456	11.1	665	20.9	11.2	2.6	13.7	1.5
2023A	1,780	137	212	10,446	(51.3)	249	23.0	12.8	1.4	6.6	1.3
2024F	1,603	(135)	(29)	(1,450)	NM	(14)	NM	NM	1.2	(0.9)	1.5
2025F	1,810	288	263	13,303	NM	417	15.5	6.6	1.2	8.2	1.5
2026F	2,218	567	472	23,850	79.3	704	8.6	3.6	1.0	13.4	1.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

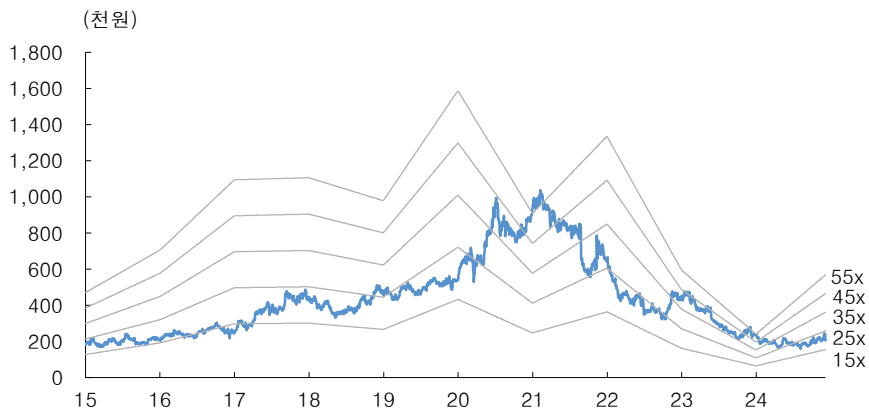
김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

투자 의견 중립 유지

투자 의견 중립을 유지한다. 2025년 LLL, 택탄, 아이온2 등 다양한 신작들이 출시되고 구조조정을 통한 인건비 감소로 실적은 개선될 것이다. 그러나 신작의 흥행을 통한 매출 성장 가시성이 낮아진 상황에서 비용절감을 기반으로 한 실적 개선으로는 엔씨소프트를 긍정적으로 바라보기에는 어렵다고 판단한다. 시장에서 인정받는 결과물을 출시하기 전까지는 보수적인 시각을 유지한다.

[그림 1] 엔씨소프트 PER band chart



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 엔씨소프트 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경전		변경후		차이	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,593	1,900	1,603	1,810	0.6	(4.7)
영업이익	9	244	(135)	288	적자전환	18.2
세전이익	103	304	(41)	349	적자전환	14.8
순이익	80	231	(29)	265	적자전환	14.8

자료: 한국투자증권

<표 2> 엔씨소프트 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	398	369	402	434	403	416	458	534	2,572	1,775	1,603	1,810
YoY(%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	0.2	1.3	12.7	13.8	23.1	11.4	(31.0)	(9.7)	13.0
PC/콘솔	91	86	81	118	109	116	127	119	390	360	404	487
리니지1	24	25	26	27	27	27	27	27	107	97	102	107
리니지2	23	21	20	25	25	22	19	19	94	87	90	85
모바일	249	218	253	255	236	240	272	358	1,934	1,200	976	1,106
리니지 M	105	107	159	147	136	132	131	128	516	496	518	1,012
리니지2M	56	42	43	41	38	37	35	33	391	263	182	260
리니지 W	83	65	47	45	41	40	38	36	971	414	240	282
로열티 및 기타	57	64	68	62	58	60	59	57	157	144	146	134
영업비용	372	360	416	589	347	356	376	444	2,013	1,643	1,737	1,522
YoY(%)	(6.3)	(11.1)	2.4	35.8	(6.9)	(1.1)	(9.8)	(24.7)	4.1	(18.4)	5.8	(12.4)
영업이익	26	9	(14)	(155)	57	59	82	90	559	137	(135)	288
YoY(%)	(68.5)	(74.9)	(186.5)	(4,124.6)	120.3	571.1	(674.0)	(158.3)	49.0	(75.4)	(198.2)	(314.0)
영업이익률(%)	6.5	2.4	(3.6)	(35.7)	14.1	14.3	17.9	16.9	21.7	7.7	(8.4)	15.9
세전이익	78	85	(32)	(172)	94	86	98	71	609	206	(41)	349
YoY(%)	(44.5)	117.2	(169.3)	746.2	20.2	0.8	(406.3)	(141.3)	24.0	(66.1)	(119.9)	(948.9)
순이익	57	71	(27)	(131)	72	65	75	54	436	214	(29)	265
YoY(%)	(50.0)	132.8	(160.3)	(620.0)	25.4	(8.5)	(381.2)	(141.3)	10.2	(50.9)	(113.7)	(1,005.8)

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

〈표 3〉 Peer valuation

(단위: 십억원)

		NCSOFT	Krafton	Netmarble	Com2us	Pearl Abyss	Kakao games	EA	Square Enix	Nexon
매출	2022A	2,572	1,854	2,673	677	386	1,148	8,162	3,796	3,483
	2023A	1,780	1,911	2,502	740	333	1,025	9,726	3,319	3,942
	2024F	1,598	2,748	2,707	677	330	835	9,983	3,258	4,461
	2025F	1,828	3,083	2,783	795	595	922	10,767	3,040	4,721
영업이익	2022A	559	752	(109)	(15)	16	176	1,318	616	1,021
	2023A	137	768	(68)	(32)	(16)	75	1,744	429	1,255
	2024F	(6)	1,196	215	7	(22)	18	2,004	298	1,395
	2025F	222	1,317	212	43	145	82	3,413	409	1,495
영업이익률	2022A	21.7	40.5	(4.1)	(2.2)	4.2	15.3	16.1	16.2	29.3
	2023A	7.7	40.2	(2.7)	(4.4)	(4.9)	7.3	17.9	12.9	31.8
	2024F	(0.4)	43.5	8.0	1.0	(6.8)	2.1	20.1	9.1	31.3
	2025F	12.1	42.7	7.6	5.4	24.3	8.9	31.7	13.4	31.7
순이익	2022A	436	500	(819)	33	(43)	(234)	921	530	988
	2023A	212	595	(256)	40	15	(229)	1,050	476	657
	2024F	90	999	203	20	10	(13)	1,681	136	1,158
	2025F	233	1,061	171	41	126	63	2,837	292	1,157
PER	2022A	20.9	15.3	-	19.8	-	-	34.8	12.7	25.8
	2023A	23.0	15.1	-	86.7	156.3	-	29.3	15.5	31.0
	2024F	47.4	14.8	23.6	28.4	227.4	-	24.1	47.3	14.3
	2025F	19.3	14.0	28.5	14.9	18.4	24.7	21.3	22.9	14.2
PBR	2022A	2.8	1.5	0.9	0.6	3.7	2.2	4.6	2.3	3.0
	2023A	1.5	1.6	1.0	0.5	3.3	1.5	4.5	2.4	2.4
	2024F	1.3	2.3	0.9	0.6	3.2	1.1	4.7	2.2	1.7
	2025F	1.3	2.0	0.9	0.5	2.8	1.1	5.8	2.1	1.6
PSR	2022A	3.5	4.2	1.9	1.0	6.7	3.1	5.1	1.8	7.3
	2023A	2.7	4.7	1.9	0.8	7.1	2.1	4.5	2.2	5.2
	2024F	2.9	5.5	1.8	0.9	7.2	1.8	4.7	2.0	3.8
	2025F	2.5	4.9	1.7	0.8	4.0	1.7	5.7	2.3	3.5
ROE	2022A	13.7	10.3	(14.6)	2.9	(6.1)	(12.4)	10.2	19.3	11.8
	2023A	6.6	11.2	(4.9)	3.5	2.1	(14.9)	10.8	16.4	8.0
	2024F	2.8	16.7	4.1	1.9	1.4	(1.2)	17.2	4.7	12.6
	2025F	7.2	15.1	3.3	3.6	15.5	4.0	23.5	9.5	11.9
EV/EBITDA	2022A	11.0	6.0	48.6	40.9	57.5	16.4	20.2	7.3	18.1
	2023A	13.8	7.0	50.3	-	221.6	16.6	16.1	11.1	10.9
	2024F	34.4	9.1	14.3	24.1	498.8	18.2	17.1	12.0	8.0
	2025F	10.6	8.4	14.5	11.2	12.1	11.7	15.3	9.5	7.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,603	1,810	2,218
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,603	1,810	2,218
판매관리비	2,013	1,643	1,737	1,522	1,651
영업이익	559	137	(135)	288	567
영업이익률(%)	21.7	7.7	(8.4)	15.9	25.6
EBITDA	665	249	(14)	417	704
EBITDA Margin(%)	25.9	14.0	(0.9)	23.0	31.8
영업외수익	50	69	94	61	59
금융수익	74	120	147	167	166
금융비용	106	29	44	58	56
기타영업외손익	90	(26)	(16)	(52)	(55)
관계기업관련손익	(8)	4	7	4	3
세전계속사업이익	609	206	(41)	349	626
법인세비용	173	(8)	(12)	84	150
연결당기순이익	436	214	(29)	265	476
지배주주지분순이익	436	212	(29)	263	472
지배주주순이익률(%)	16.9	11.9	(1.8)	14.5	21.3
성장성(% YoY)					
매출 증가율	11.4	(30.8)	(10.0)	13.0	22.5
영업이익 증가율	49.0	(75.4)	NM	NM	96.6
지배주주순이익 증가율	9.8	(51.3)	NM	NM	79.3
EPS 증가율	11.1	(51.3)	NM	NM	79.3
EBITDA 증가율	41.8	(62.5)	NM	NM	68.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	736	140	(57)	385	740
당기순이익	436	214	(29)	265	476
유형자산감가상각비	104	110	118	126	134
무형자산상각비	2	2	2	2	3
자산부채변동	50	(96)	(137)	(11)	119
기타	144	(90)	(11)	3	8
투자활동현금흐름	(392)	113	(2)	(533)	(844)
유형자산투자	(250)	(117)	(189)	(197)	(205)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(136)	271	(7)	(105)	(188)
무형자산순증	(3)	(41)	7	(14)	(25)
기타	(3)	(1)	186	(218)	(427)
재무활동현금흐름	(304)	(177)	23	190	188
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(185)	(43)	84	254	254
배당금지급	(119)	(136)	(64)	(62)	(62)
기타	0	1	3	(2)	(4)
기타현금흐름	(10)	4	0	0	0
현금의증가	30	80	(36)	43	84
FCF	249	(38)	(286)	109	422

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

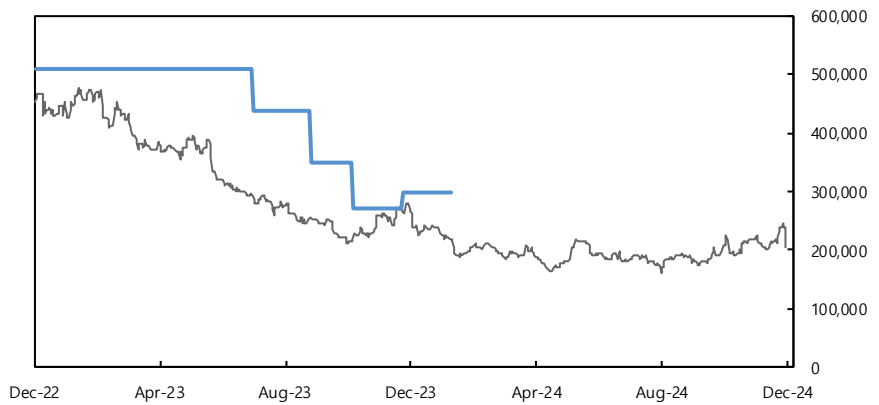
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	4,438	4,394	4,184	4,658	5,519
유동자산	2,691	2,337	2,104	2,377	2,912
현금성자산	286	365	329	371	455
매출채권및기타채권	219	172	155	175	215
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,080	2,281	2,608
투자자산	538	673	663	749	918
유형자산	930	1,001	1,071	1,141	1,211
무형자산	43	96	87	98	120
부채총계	1,239	1,141	1,045	1,338	1,809
유동부채	515	614	695	960	1,384
매입채무및기타채무	292	215	194	219	268
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	240	480	720	960
비유동부채	724	526	350	378	425
사채	349	170	0	0	0
장기차입금및금융부채	244	193	203	212	222
자본총계	3,199	3,253	3,139	3,319	3,710
지배주주지분	3,196	3,250	3,136	3,315	3,702
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(623)	(623)	(623)	(623)	(623)
이익잉여금	3,409	3,473	3,382	3,583	3,993
비지배주주지분	2	3	3	5	9
순차입금	(1,802)	(1,476)	(1,181)	(1,174)	(1,405)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	21,456	10,446	(1,450)	13,303	23,850
BPS	173,629	176,065	170,889	179,017	196,646
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
수익성(%)					
ROA	9.7	4.8	(0.7)	6.0	9.3
ROE	13.7	6.6	(0.9)	8.2	13.4
배당수익률	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
배당성향	31.1	30.0	NM	23.5	13.1
안정성					
부채비율(x)	38.7	35.1	33.3	40.3	48.8
차입금/자본총계비율(%)	19.7	19.8	23.2	29.6	33.3
이자보상배율(x)	59.0	9.4	(11.6)	25.7	50.4
순차입금/EBITDA(x)	(2.7)	(5.9)	84.4	(2.8)	(2.0)
Valuation(x)					
PER	20.9	23.0	NM	15.5	8.6
최고	32.1	46.0	NM	18.6	10.4
최저	14.8	20.3	NM	11.8	6.6
PBR	2.6	1.4	1.2	1.2	1.0
최고	4.0	2.7	1.5	1.4	1.3
최저	1.8	1.2	0.9	0.9	0.8
PSR	3.8	3.0	2.8	2.5	2.0
EV/EBITDA	11.2	12.8	NM	6.6	3.6

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2022.11.11	매수	510,000원	-21.3	-6.0
	2023.07.05	매수	440,000원	-38.4	-33.1
	2023.08.31	매수	350,000원	-31.6	-27.4
	2023.10.10	매수	270,000원	-9.3	0.9
	2023.11.28	매수	300,000원	-19.8	-6.3
	2024.01.15	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 12월 6일 현재 엔씨소프트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.4%	15.6%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.