

# 엔씨소프트 (036570)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

## 이제 MMO & Shooter가 엔씨의 코어

**BUY**

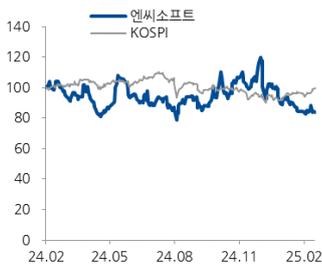
**TP 235,000원**

현재주가 (2/18)	170,800원		
상승여력	37.6%		
시가총액	37,497억원		
발행주식수	21,544천주		
자본금/액면가	110억원/500원		
52주 최고가/최저가	244,500원/160,400원		
일평균 거래대금 (60일)	188억원		
외국인 지분율	37.15%		
주요주주 지분율			
김택진외 16인	12.13%		
<b>주가상승률</b>	1M	3M	6M
<b>절대주가(%)</b>	-6.1	-15.4	-6.6
<b>상대주가(%p)</b>	-9.2	-21.7	-3.5

※ K-FRSXX 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	TP
Before	4,290	9,791	235,000
After	4,290	9,791	235,000
Consensus	1,521	7,910	228,529
Cons. 차이	182.1%	25.6%	2.8%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

### 1분기 흑전 가능: QoQ 매출 줄지만 비용이 더 크게 줄어든 것

-1분기 OP 흑전 가능하다고 보는 이유는 매출 감소보다 비용 감소가 크기 때문. 매출은 모바일 리니지 3종이 4Q24 레벨을 저점으로 트래픽 우상향 추세가 유지되고 있어 QoQ 감소는 없을 전망. 다만 TL 글로벌 하향 안정화 영향으로 전사 매출은 QoQ 300~400억원 감소 예상(3/6 TL 글로벌 대규모 업데이트 흥행시 감소폭 줄어든 것). 반면, QoQ 비용은 인건비 250억원 및 마케팅비 400억원 가량 감소로 예상. 전분기 영업손실이 일회성 제외 200억 수준임을 고려하면 50~150억원 수준의 흑자전환은 가능한 구조로 판단

### 하반기 5종 신작 출시: 자체 개발 3종 & 퍼블리싱 2종

-상반기는 불소2 중국, 리니지 2M 동남아 등 기존작 지역 확장이 주를 이룰 것. 하반기 LLL, 아이온2, 기존 IP 스핀오프 신작 등 3종의 자체 개발작과 브레이커스: 언락 더 월드, 타임 테이커즈 등 2종의 퍼블리싱 신작을 출시 계획. LLL은 상반기 FGT를 거쳐 이르면 3분기 CBT, 4분기 후반 출시 기대. 아이온2는 한국/대만 선출시를 결정지는 만큼 연내 출시에서 지연될 가능성은 거의 없을 것으로 판단. 2분기부터 게임 플레이 영상 공개를 시작으로 촘촘한 간격의 콘텐츠 공개 및 유저와의 소통을 계획 중

### 분기 인건비 250~300억 줄었고, 마케팅도 유저 점점 넓히는 CBT 비중 ↑

-상반기말까지 효율화 작업 거치면 연간 인건비 절감액은 전년비 1,000억원 초반 수준에 도달하는데, 이는 분기 250~300억원 규모에 해당. 마케팅비는 올해 신작수가 많아 전년비 증가가 불가피하나, 마케팅 비용률은 매출 10%(24년 8.1%) 이하에서 관리 목표. 효율적 마케팅 집행을 위해 브랜드 마케팅, 옥외 광고 중심에서 벗어나 FGT, CBT 늘려갈 것

### 2026년 신작도 MMO & Shooter에 집중하고, AI 적용도 활발한 상황

-2026년 신작은 글로벌 유명 IP 기반 MMORPG, 신규 파생 장르의 슈터 등이 개발 중으로 MMO & Shooter를 자체 개발의 양대 축으로 가져갈 계획. 캐주얼을 비롯한 기타 장르는 M&A를 통해 라인업을 갱신 예정. AI 적용은 비용 절감뿐만 아니라 게임 개발에도 일부 적용 중. 분사한 AI 자회사(임직원수 약 180명) 통해 내부 맞춤형 AI 제공, 타사로의 솔루션 공급, 이중 산업으로의 사업 기회 모색 등 추진중

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	25,718	5,590	4,357	6,649	19,847	9.8	22.6	3.1	11.8	13.7	1.5
2023	17,798	1,373	2,121	2,492	9,663	-51.3	24.9	1.6	14.5	6.6	1.3
2024F	15,781	-1,092	942	-16	4,290	-55.6	42.7	1.3	NA	3.0	0.8
2025F	18,030	2,225	2,150	3,104	9,791	128.2	17.2	1.2	6.9	6.7	1.7
2026F	20,172	2,854	2,633	3,551	11,992	22.5	14.0	1.1	4.9	7.8	2.0

\* K-FRS 연결 기준

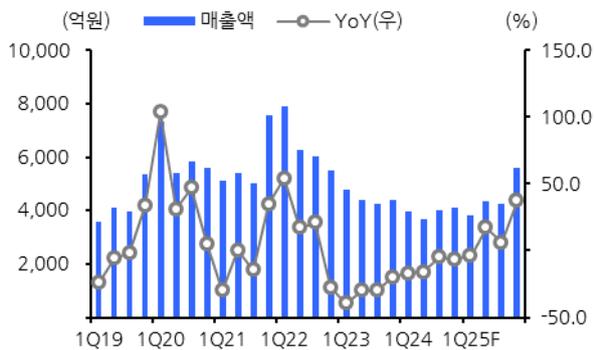
<표1> 엔씨소프트 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	3,689	4,019	4,094	3,811	4,326	4,270	5,623	25,718	17,798	15,781	18,030
리니지M	1,301	1,278	1,196	1,186	1,051	1,070	1,589	1,218	1,086	1,305	1,487	1,196	5,165	4,961	4,928	5,074
리니지2M	731	620	549	729	559	423	431	413	407	450	427	445	3,915	2,629	1,826	1,729
리니지W	1,226	1,028	901	986	829	655	469	491	515	493	475	523	9,708	4,140	2,443	2,006
PC리니지	460	473	469	436	477	458	467	435	497	486	492	452	2,008	1,838	1,837	1,927
기타게임	647	640	763	735	737	707	682	802	794	1,113	959	2,461	3,353	2,786	2,927	5,327
로열티	423	363	353	306	327	377	381	735	512	479	430	546	1,570	1,445	1,820	1,967
% YoY	-39.4	-30.0	-30.0	-20.1	-16.9	-16.2	-5.0	-6.5	-4.2	17.3	6.2	37.3	11.4	-30.8	-11.3	14.3
리니지M	12.3	-9.5	-18.4	5.1	-19.2	-16.3	32.8	2.7	3.3	22.0	-6.4	-1.8	-5.4	-3.9	-0.7	3.0
리니지2M	-42.6	-35.6	-35.8	-11.5	-23.6	-31.8	-21.5	-43.3	-27.2	6.4	-0.9	7.7	-40.0	-32.8	-30.6	-5.3
리니지W	-67.1	-54.0	-54.3	-44.3	-32.4	-36.3	-47.9	-50.2	-37.8	-24.7	1.3	6.5	171.5	-57.4	-41.0	-17.9
PC리니지	-7.4	-2.2	-3.9	-19.2	3.7	-3.2	-0.4	-0.2	4.2	6.2	5.4	3.9	-14.1	-8.5	-0.1	4.9
기타게임	-24.2	-23.7	-7.9	-11.6	13.9	10.4	-10.6	9.1	7.8	57.4	40.6	207.0	-3.3	-16.9	5.1	82.0
로열티	8.9	0.9	-18.5	-21.4	-22.7	3.8	8.1	140.5	56.6	27.2	12.8	-25.8	-8.9	-8.0	26.0	8.1
영업비용	3,972	4,050	4,066	4,339	3,722	3,600	4,162	5,389	3,458	3,956	3,791	4,600	20,128	16,426	16,873	15,805
인건비	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	1,880	2,011	3,145	1,775	1,739	1,803	1,822	8,474	8,229	9,064	7,139
매출연동비	1,525	1,564	1,514	1,625	1,347	1,268	1,399	1,432	1,333	1,504	1,485	1,905	8,707	6,228	5,447	6,227
마케팅비	49	122	277	403	69	174	487	552	85	447	233	601	1,886	851	1,282	1,366
상각비	279	279	293	268	278	279	265	259	265	266	270	272	1,060	1,119	1,081	1,073
영업이익	816	353	165	39	257	88	-143	-1,295	353	370	479	1,023	5,590	1,373	-1,092	2,225
% YoY	-66.6	-71.3	-88.6	-91.9	-68.5	-74.9	적전	적전	37.1	318.4	흑전	흑전	49.0	-75.4	적전	흑전
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	-3.6	-31.6	9.3	8.6	11.2	18.2	21.7	7.7	-6.9	12.3

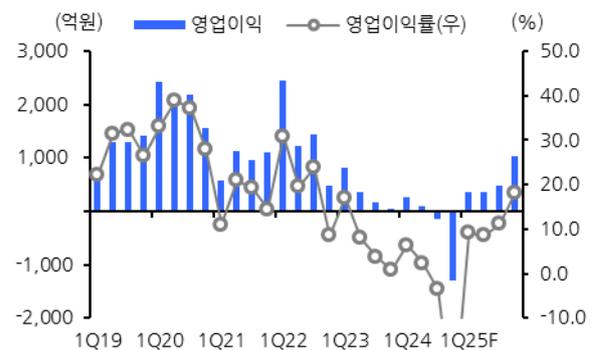
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림1> 엔씨소프트 영업수익 & YoY 전망



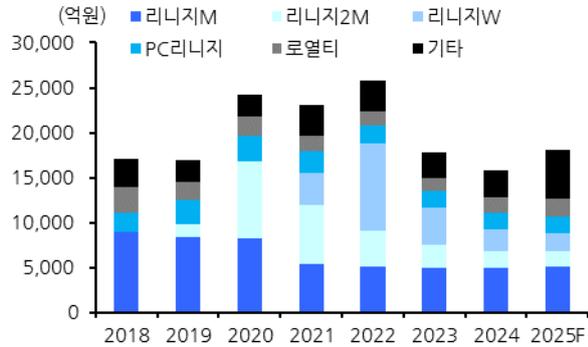
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림2> 엔씨소프트 영업이익 & OPM 전망



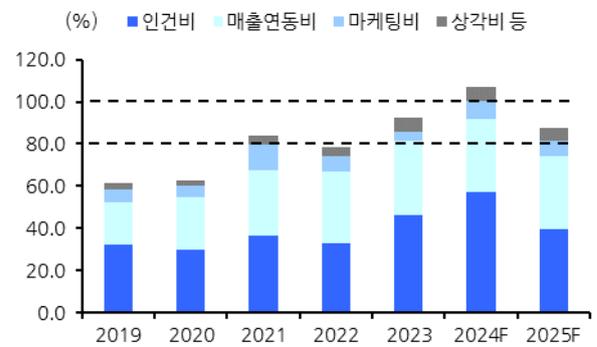
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림3> 엔씨소프트 게임별 매출액 전망



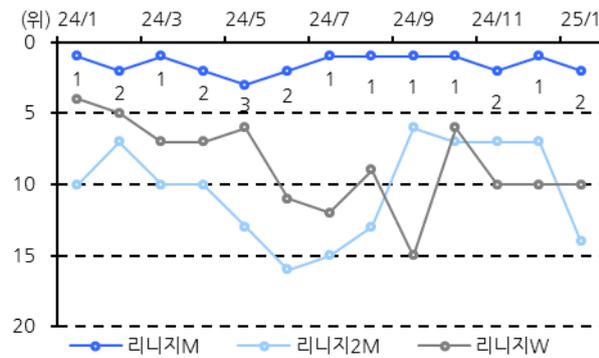
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림4> 엔씨소프트 항목별 영업비용률 전망



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림5> 모바일 리니지 3종 월별 국내 매출 순위



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림6> TL 글로벌 스팀 동접자수 하향 안정화



자료 : 엔씨소프트, Steamdb.info, 현대차증권

<표2> 엔씨소프트 2025년 신작 라인업

게임명	출시 예상 시점	구분	장르 및 특징
LLL	2H25	자체 개발	PC/콘솔 TPS. 이르면 3분기 CBT 거쳐 연내 출시
아이온 2	2H25	자체 개발	모바일/PC MMORPG. 연내 한국/대만 선출시 후 미국/유럽 순차 출시 예정
레거시 IP 기반 신작 1종	2H25	자체 개발	-
브레이커스: 언락 더 월드	2H25	퍼블리싱	모바일/PC 서브컬처 RPG. 빅게임스튜디오 개발
타임 테이커즈	2H25	퍼블리싱	PC/콘솔 3인칭 타임 서바이벌 슈팅. 미스틸게임즈 개발
블레이드앤소울 2	1H25	지역 확장	중국 출시 준비중
리니지 2M	1H25	지역 확장	동남아 출시 준비중

자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	25,718	17,798	15,781	18,030	20,172
증가율 (%)	11.4	-30.8	-11.3	14.2	11.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	25,718	17,798	15,781	18,030	20,172
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	11.5	-30.8	-11.3	14.2	11.9
판매관리비	20,128	16,425	16,873	15,805	17,318
판매비율 (%)	78.3	92.3	106.9	87.7	85.9
EBITDA	6,649	2,492	-16	3,104	3,551
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	-0.1	17.2	17.6
증가율 (%)	41.8	-62.5	적전	흑전	14.4
영업이익	5,590	1,373	-1,092	2,225	2,854
영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	12.3	14.1
증가율 (%)	49.0	-75.4	적전	흑전	28.3
영업외손익	582	649	2,255	540	536
금융수익	744	1,199	1,100	755	872
금융비용	1,062	289	297	66	67
기타영업외손익	900	-262	1,452	-150	-269
종속/관계기업관련손익	-81	41	46	0	0
세전계속사업이익	6,091	2,062	1,209	2,765	3,390
세전계속사업이익률	23.7	11.6	7.7	15.3	16.8
증가율 (%)	24.0	-66.1	-41.4	128.7	22.6
법인세비용	1,731	-77	268	611	752
계속사업이익	4,360	2,139	941	2,154	2,638
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,360	2,139	941	2,154	2,638
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.0	11.9	13.1
증가율 (%)	10.2	-50.9	-56.0	129.0	22.5
지배주주지분 순이익	4,357	2,121	942	2,150	2,633
비지배주주지분 순이익	3	18	-1	4	5
기타포괄이익	-2,694	-229	-5	0	0
총포괄이익	1,666	1,910	936	2,154	2,638

(단위: 억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	7,360	1,399	1,804	4,702	4,738
당기순이익	4,360	2,139	941	2,154	2,638
유형자산 상각비	1,040	1,101	1,053	850	668
무형자산 상각비	19	18	23	29	28
외환손익	22	74	75	0	0
운전자본의 감소(증가)	495	-956	-353	1,668	1,403
기타	1,424	-977	66	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-3,922	1,130	10,244	-1,389	-1,168
투자자산의 감소(증가)	3,836	-1,452	-1,708	-113	-95
유형자산의 감소	3	6	6	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,497	-1,174	-547	0	0
기타	-5,265	3,750	12,493	-1,276	-1,074
재무활동으로인한현금흐름	-3,037	-1,773	-5,208	-149	-476
차입금의 증가(감소)	-59	-620	-23	140	117
사채의 증가(감소)	3	-1,797	1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,190	-1,357	-636	-289	-593
기타	-1,790	2,000	-4,550	0	0
기타현금흐름	-105	41	43	0	0
현금의증가(감소)	296	796	6,883	3,163	3,094
기초현금	2,559	2,856	3,652	10,535	13,698
기말현금	2,856	3,652	10,535	13,698	16,792

\* KIFRS 연결기준

(단위: 억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	26,911	23,368	18,023	23,249	28,078
현금성자산	2,856	3,652	10,535	13,698	16,792
단기투자자산	10,906	11,688	3,418	4,695	5,768
매출채권	1,755	1,327	1,241	1,705	2,095
채고자산	15	7	7	10	12
기타유동자산	835	840	857	1,177	1,446
비유동자산	17,466	20,570	21,712	20,945	20,343
유형자산	9,302	10,005	9,738	8,888	8,219
무형자산	434	961	1,016	987	958
투자자산	5,379	6,726	8,495	8,607	8,702
기타비유동자산	2,350	2,877	2,464	2,464	2,464
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	44,376	43,938	39,735	44,194	48,421
유동부채	5,153	6,143	3,616	4,966	6,102
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,400	0	0	0
기타유동부채	5,153	3,743	3,616	4,966	6,102
비유동부채	7,237	5,265	5,038	6,282	7,328
사채	3,494	1,697	1,698	1,698	1,698
장기차입금	600	0	0	0	0
장기금융부채	74	7	10	10	10
기타비유동부채	3,069	3,561	3,330	4,574	5,620
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,391	11,408	8,654	11,248	13,430
지배주주지분	31,962	32,497	31,041	32,902	34,942
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
자본조정 등	-6,228	-6,228	-7,985	-7,985	-7,985
기타포괄이익누계액	-348	-445	-350	-350	-350
이익잉여금	34,094	34,726	34,933	36,794	38,833
비지배주주지분	23	33	39	44	49
자본총계	31,985	32,530	31,081	32,946	34,991

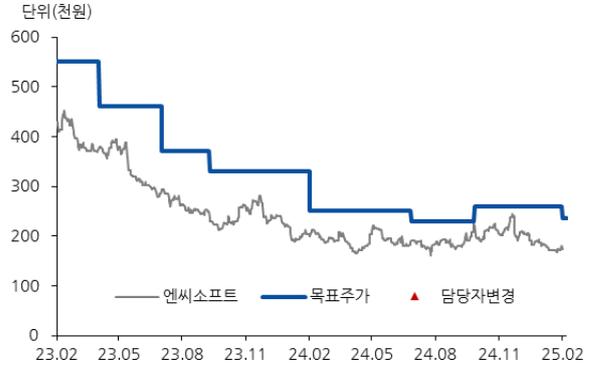
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	19,859	9,744	4,285	9,811	12,016
EPS(지배순이익 기준)	19,847	9,663	4,290	9,791	11,992
BPS(자본총계 기준)	145,693	148,175	141,573	150,069	159,382
BPS(지배지분 기준)	145,587	148,023	141,393	149,869	159,159
DPS	6,680	3,130	1,460	3,000	3,600
P/E(당기순이익 기준)	22.6	24.7	42.7	17.2	13.9
P/E(지배순이익 기준)	22.6	24.9	42.7	17.2	14.0
P/B(자본총계 기준)	3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
P/B(지배지분 기준)	3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	11.8	14.5	-1,656.0	6.9	4.9
배당수익률	1.5	1.3	0.8	1.7	2.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	10.2	-50.9	-56.0	129.0	22.5
EPS(지배순이익 기준)	9.8	-51.3	-55.6	128.2	22.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.7	6.6	3.0	6.7	7.8
ROE(지배순이익 기준)	13.7	6.6	3.0	6.7	7.8
ROA	9.7	4.8	2.2	5.1	5.7
안정성 (%)					
부채비율	38.7	35.1	27.8	34.1	38.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	59.0	9.4	NA	33.9	42.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.14	BUY	550,000	-21.63	-12.82
2023.04.14	BUY	460,000	-26.92	-14.02
2023.07.14	BUY	370,000	-29.29	-21.35
2023.09.21	BUY	330,000	-29.64	-14.85
2024.02.13	BUY	250,000	-23.95	-14.80
2024.07.09	BUY	230,000	-19.23	-9.13
2024.10.08	BUY	260,000	-23.65	-5.96
2025.02.13	BUY	235,000		

▶ 최근 2년간 엔씨소프트 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성사 김현웅의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	170건	93.9%
보유	11건	6.1%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.