



Outperform(Maintain)

목표주가: 260,000원
주가(11/4): 219,500원
시가총액: 48,189억원



인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/4)		2,588.97pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	281,000원	160,400원
등락률	-21.9%	36.8%
수익률	절대	상대
1M	5.0%	4.2%
6M	22.1%	26.3%
1Y	-16.1%	-21.5%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	110천주
외국인 지분율	35.2%
배당수익률(24E)	0.6%
BPS(24E)	149,844원
주요 주주	김택진 외 12인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,596.8	1,851.3
영업이익	559.0	137.3	-25.6	216.1
EBITDA	664.9	249.2	99.7	349.0
세전이익	609.1	206.2	112.9	328.1
순이익	436.0	213.9	87.6	251.4
지배주주지분순이익	435.7	212.1	87.6	251.4
EPS(원)	19,847	9,663	3,990	11,451
증감률(% YoY)	9.8	-51.3	-58.7	187.0
PER(배)	22.6	24.9	55.0	19.2
PBR(배)	3.08	1.62	1.46	1.39
EV/EBITDA(배)	12.1	15.3	33.4	9.2
영업이익률(%)	21.7	7.7	-1.6	11.7
ROE(%)	13.7	6.6	2.7	7.4
순차입금비율(%)	-56.6	-45.4	-45.3	-46.3

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

복합적 변수를 고려할 필요



동사 목표주가로 26만원을 유지하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 추정치 미만영 신작에 대한 잠재력을 밸류에이션에 투영하여 타겟 멀티플을 22.5배에서 25배로 상향 적용했지만 해당 신작별 성공 리스크가 상존함을 고려할 때 당사가 부여한 밸류에이션은 우호적인 수준임을 염두할 필요가 존재한다.

>>> 동사 목표주가 26만원 유지

동사의 목표주가를 26만원으로 유지하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 목표주가 산정은 25E 지배주주지분 2,514억원에 목표 PER 25배와 연 할인율 10%를 적용한 결과이다. 추정치 미만영 신작에 대한 잠재력을 밸류에이션에 투영하여 타겟 멀티플을 기존 22.5배에서 25배로 상향 적용하였다.

>>> 주요 신작별 추정치 분석 결과

동사 주요 모바일 게임인 리니지M, 리니지2M 및 리니지W 25E 매출은 각각 4,881억원, 1,785억원 및 2,095억원으로 전년비 증감율은 각각 -3.5%, -5.4% 및 -15.9%로 제시한다. 저니 오브 모나크는 올해 12월 출시를 가정하여 해당 분기 일평균 매출 5억원과 25E 일평균 매출 2억원 및 총매출 674억원을 추정 반영했다. 아이온2는 3Q25E 기준 초기 분기 일평균 매출 13억과 25E 일평균 매출 11억원 및 총매출 2,013억원을 추정 반영했다. TL은 최근 유저 트래픽의 레벨 다운이 잠재 리스크로 작동할 수 있으나, 스팀 주간 글로벌 매출 순위가 Top5 내에 위치하는 등 예상 대비 높은 ARPU 효과 등을 감안해 25E 국내를 포함 총매출 기준 1,273억원 및 순매출 기준 564억원으로 추정치를 보정했다. LLL은 최근 동사가 공시한 분할 대상 스튜디오 개발 신작으로서 분할을 통한 독립성과 자율성이 수반되지만 이에 따른 책임 역시 상존함을 고려할 때 보다 냉정한 시장 법리를 추가하는 것이 합리적이라는 판단 하에, 4Q25E 기준 초기 분기 패키지 판매고 50만장 및 이후 4년간 누적 판매 100만장으로 추정치를 하향 조정했음을 밝힌다. 이외 불소2 중국은 올해 12월 출시를 가정해 일평균 총매출 3억원과 RS 30%를 적용해 매출을 추산했고, 25E 일평균 매출 2억원과 순매출 170억원을 반영하면서 현실적 매출 목표로 조정했다. 리니지2M 중국 매출은 4Q25E 초기 일평균 총매출 5억원과 RS 30%를 적용해 산출했다.

>>> 분기별 영업이익 주요 포인트

동사 3분기 영업이익은 -143억원으로 호연 등 마케팅비 증가로 당사 추정치를 하회했으며, 4Q24E 영업이익은 458억원 적자를 예상하는데, 이는 회망퇴직에 따른 일회성 보상액을 670억원으로 추정 반영한 것이 주 요인으로 작용했고, 이는 세부적으로 23년 1인 평균 급여인 1.1억원에 25개월을 적용한 2.2억원에 300명을 대상으로 산정한 금액임을 밝힌다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	428.1	1,779.8	1,596.8	1,851.3
PC 게임	91.4	88.2	93.2	92.3	101.7	95.2	89.4	95.4	365.1	381.6	382.4
모바일 게임	335.6	303.5	279.8	303.0	253.9	223.5	259.4	261.2	1,221.9	998.0	1,207.1
콘솔 게임											14.6
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	38.1	59.4	144.5	167.8	196.9
기타	9.5	12.3	14.8	11.8	9.7	12.6	15.1	12.1	48.4	49.4	50.4
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	473.9	1,642.5	1,622.3	1,635.1
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	-14.3	-45.8	137.3	-25.6	216.1
영업이익률(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	-3.6%	-10.7%	7.7%	-1.6%	11.7%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	-24.2	52.6	76.1	-17.7	27.5	68.9	138.5	112.0
법인세차감전순이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	78.4	84.9	-32.0	-18.3	206.2	112.9	328.1
법인세차감전순이익률(%)	29.5%	8.9%	10.9%	-4.7%	19.7%	23.0%	-8.0%	-4.3%	11.6%	7.1%	17.7%
법인세비용	27.1	8.6	2.2	-45.6	21.2	13.8	-5.5	-4.2	-7.7	25.3	76.7
법인세율(%)	19.2%	21.9%	4.7%	223.7%	27.1%	16.3%	17.2%	23.1%	-3.7%	22.4%	23.4%
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	-26.5	-14.1	213.9	87.6	251.4
당기순이익률(%)	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	-6.6%	-3.3%	12.0%	5.5%	13.6%
지배주주지분	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	71.0	-26.5	-14.1	212.1	87.6	251.4
비지배주주지분	0.5	0.7	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	1,555.7	1,887.4	1,838.4	1,596.8	1,851.3	1,812.9	2.6%	-1.9%	-1.4%
영업이익	51.3	242.9	162.3	-25.6	216.1	154.2	적전	-11.0%	-5.0%
영업이익률	3.3%	12.9%	8.8%	-1.6%	11.7%	8.5%	-4.9%	-1.2%	-0.3%
법인세차감전순이익	240.1	364.9	286.3	112.9	328.1	268.2	-53.0%	-10.1%	-6.3%
당기순이익	187.3	278.5	220.2	87.6	251.4	206.2	-53.2%	-9.7%	-6.3%
지배주주지분	187.1	278.2	219.9	87.6	251.4	206.2	-53.2%	-9.6%	-6.2%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	389.7	399.3	419.2	408.4	401.9	428.1	397.3	406.5	3.2%	7.2%	-5.2%	-0.5%
영업이익	5.2	11.5	26.9	26.0	-14.3	-45.8	14.2	29.6	적전	적전	-47.4%	13.8%
영업이익률	1.3%	2.9%	6.4%	6.4%	-3.6%	-10.7%	3.6%	7.3%	-4.9%	-13.6%	-2.8%	0.9%
법인세차감전순이익	35.2	41.5	57.4	56.5	-32.0	-18.3	42.2	57.6	적전	적전	-26.5%	1.9%
당기순이익	27.1	31.9	43.8	43.1	-26.5	-14.1	32.3	44.1	적전	적전	-26.2%	2.3%
지배주주지분	27.0	31.9	43.7	43.1	-26.5	-14.1	32.3	44.1	적전	적전	-26.2%	2.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,596.8	1,851.3	1,812.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,596.8	1,851.3	1,812.9
판관비	2,012.8	1,642.5	1,622.3	1,635.1	1,658.7
영업이익	559.0	137.3	-25.6	216.1	154.2
EBITDA	664.9	249.2	99.7	349.0	292.9
영업외손익	50.0	68.9	138.5	112.0	114.0
이자수익	47.0	83.8	84.4	88.9	93.0
이자비용	9.5	14.6	14.6	14.6	14.6
외환관련이익	124.0	29.6	29.6	29.6	29.6
외환관련손실	31.8	38.8	38.8	38.8	38.8
종속 및 관계기업손익	-8.1	4.1	7.2	12.0	14.0
기타	-71.6	4.8	70.7	34.9	30.8
법인세차감전이익	609.1	206.2	112.9	328.1	268.2
법인세비용	173.1	-7.7	25.3	76.7	61.9
계속사업손익	436.0	213.9	87.6	251.4	206.2
당기순이익	436.0	213.9	87.6	251.4	206.2
지배주주순이익	435.7	212.1	87.6	251.4	206.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.4	-30.8	-10.3	15.9	-2.1
영업이익 증감율	49.0	-75.4	-118.6	-944.1	-28.6
EBITDA 증감율	41.8	-62.5	-60.0	250.1	-16.1
지배주주순이익 증감율	9.8	-51.3	-58.7	187.0	-18.0
EPS 증감율	9.8	-51.3	-58.7	187.0	-18.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	21.7	7.7	-1.6	11.7	8.5
EBITDA Margin(%)	25.9	14.0	6.2	18.9	16.2
지배주주순이익률(%)	16.9	11.9	5.5	13.6	11.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736.0	139.9	206.7	267.9	280.4
당기순이익	436.0	213.9	87.6	251.4	206.2
비현금항목의 가감	359.3	71.9	-1.4	48.3	33.3
유형자산감가상각비	104.0	110.1	120.4	127.8	133.4
무형자산감가상각비	1.9	1.8	4.8	5.1	5.3
지분법평가손익	-34.2	-11.4	-7.2	-12.0	-14.0
기타	287.6	-28.6	-119.4	-72.6	-91.4
영업활동자산부채증감	49.5	-95.6	72.5	-33.0	20.9
매출채권및기타채권의감소	101.5	42.5	17.7	-24.6	3.7
재고자산의감소	4.9	0.7	0.1	-0.1	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	5.4	5.5	5.7
기타	-56.9	-138.8	49.3	-13.8	11.5
기타현금흐름	-108.8	-50.3	48.0	1.2	20.0
투자활동 현금흐름	-392.2	113.0	-189.2	-190.7	-192.3
유형자산의 취득	-249.7	-117.4	-150.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.2	-41.4	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	663.5	-134.7	-10.4	-10.8	-11.2
단기금융자산의감소(증가)	-338.9	390.9	-43.9	-45.0	-46.1
기타	-464.2	15.0	25.1	25.1	25.0
재무활동 현금흐름	-303.7	-177.3	-105.3	-66.4	-91.1
차입금의 증가(감소)	-144.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-119.0	-135.7	-63.6	-24.7	-49.4
기타	-39.8	-41.6	-41.7	-41.7	-41.7
기타현금흐름	-10.5	4.1	59.5	59.4	59.2
현금 및 현금성자산의 순증가	29.6	79.6	-28.3	70.1	56.2
기초현금 및 현금성자산	255.9	285.6	365.2	336.9	406.9
기말현금 및 현금성자산	285.6	365.2	336.9	406.9	463.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,336.8	2,478.9	2,579.9
현금 및 현금성자산	285.6	365.2	336.9	406.9	463.2
단기금융자산	2,145.1	1,754.2	1,798.0	1,843.0	1,889.1
매출채권 및 기타채권	219.4	172.3	154.6	179.3	175.5
재고자산	1.5	0.7	0.7	0.8	0.8
기타유동자산	39.5	44.4	46.6	48.9	51.3
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,115.1	2,170.8	2,223.3
투자자산	537.9	672.6	690.2	713.0	738.2
유형자산	930.2	1,000.5	1,030.1	1,052.3	1,068.9
무형자산	43.4	96.1	101.3	106.2	110.9
기타비유동자산	235.1	287.8	293.5	299.3	305.3
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,451.8	4,649.7	4,803.2
유동부채	515.3	614.3	625.6	637.4	649.6
매입채무 및 기타채무	291.7	215.3	220.7	226.2	231.8
단기금융부채	35.3	279.9	279.9	279.9	279.9
기타유동부채	188.3	119.1	125.0	131.3	137.9
비유동부채	723.7	526.5	533.2	540.2	547.6
장기금융부채	585.9	363.1	363.1	363.1	363.1
기타비유동부채	137.8	163.4	170.1	177.1	184.5
부채총계	1,239.1	1,140.8	1,158.8	1,177.6	1,197.2
지배지분	3,196.2	3,249.7	3,289.7	3,468.8	3,602.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	-34.8	-44.5	-67.4	-90.3	-113.2
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,535.5	3,737.5	3,894.3
비지배지분	2.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,293.0	3,472.1	3,606.0
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결					
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	3,990	11,451	9,394
BPS	145,587	148,023	149,844	158,001	164,100
CFPS	36,227	13,017	3,926	13,652	10,910
DPS	6,680	3,130	1,250	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	22.6	24.9	55.0	19.2	23.4
PER(최고)	34.7	49.7	60.4		
PER(최저)	16.0	22.0	39.3		
PBR	3.08	1.62	1.46	1.39	1.34
PBR(최고)	4.73	3.24	1.61		
PBR(최저)	2.19	1.44	1.05		
PSR	3.82	2.97	3.02	2.60	2.66
PCFR	12.4	18.5	55.9	16.1	20.1
EV/EBITDA	12.1	15.3	33.4	9.2	10.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	31.1	29.7	28.2	19.7	24.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.5	1.3	0.6	1.1	1.1
ROA	9.7	4.8	2.0	5.5	4.4
ROE	13.7	6.6	2.7	7.4	5.8
ROIC	40.4	10.1	-2.0	14.5	10.1
매출채권회전율	9.4	9.1	9.8	11.1	10.2
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,270.1	2,577.4	2,375.1
부채비율	38.7	35.1	35.2	33.9	33.2
순차입금비율	-56.6	-45.4	-45.3	-46.3	-47.4
이자보상배율	59.0	9.4	-1.7	14.8	10.5
총차입금	621.2	643.0	643.0	643.0	643.0
순차입금	-1,809.5	-1,476.4	-1,491.9	-1,606.9	-1,709.2
NOPLAT	664.9	249.2	99.7	349.0	292.9
FCF	224.9	-43.8	16.2	103.8	116.4

Compliance Notice

- 당사는 11월 4일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

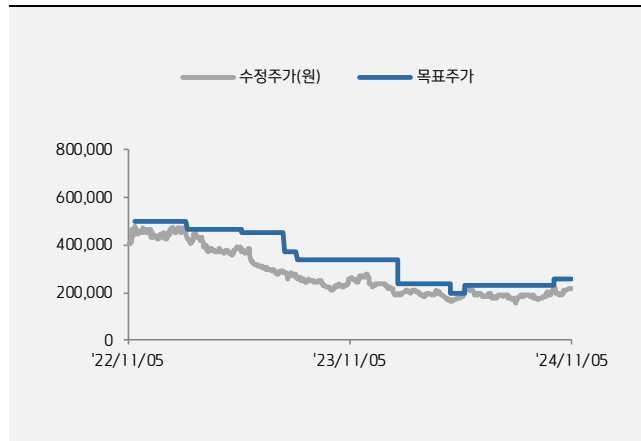
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2022-11-15	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-8.61	-4.10
	2022-12-01	Marketperform(Downgrade)	500,000원	6개월	-9.39	-4.10
	2023-01-31	Marketperform(Maintain)	500,000원	6개월	-9.13	-4.10
	2023-02-10	Marketperform(Maintain)	470,000원	6개월	-16.30	-3.72
	2023-05-11	Outperform(Upgrade)	450,000원	6개월	-29.10	-13.67
	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.47	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

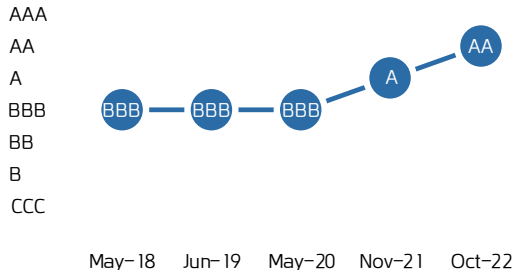
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

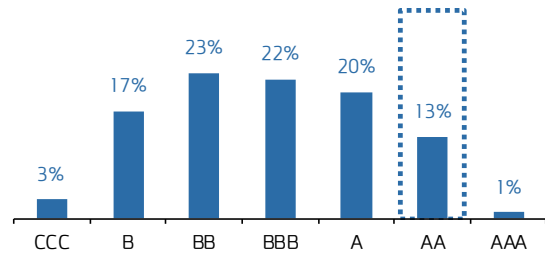
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.7		
환경	7.3	7.6	5.0%	▲0.6
탄소 배출	7.3	8	5.0%	▲0.6
사회	6.6	4.5	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.8	3.1	26.0%	▲0.8
개인정보 보호와 데이터 보안	8.5	5.7	25.0%	▲0.1
지배구조	6.1	4.7	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	7.3	5.4		▲0.4
기업 활동	5.3	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ELECTRONIC ARTS INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	AA	◀▶
NCSoft CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	▲
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶
Oriental Pearl Group Co.,Ltd.	● ●	●	●	● ●	●	B	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치