

엔씨소프트 (036570)

신작 흥행 실패와 기존작 하락세 지속

2024년 8월 9일

✓ 투자판단	중립 (유지)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (8월 8일)	180,200 원

신한생각 실적 성장 및 기대 신작 부재에 투자 매력 낮음

인센티브 총당금 축소로 비용은 감소했지만 기존작 하락세도 완만하지 않아 실적 회복 힘들 전망. 기대 신작도 부재해 투자매력 낮다고 판단

2Q24 Review

[실적] 영업수익 3,689억원(YoY -16.2%, QoQ -7.3%), 영업이익 88억원(YoY -74.9%, QoQ -65.6%, 영업이익률 2.4%)을 기록하며 컨센서스 영업손익 -14억원 상회. <배틀크러쉬>는 6월 27일 출시되었으나 흥행에 실패했으며, 기존 모바일 MMORPG 매출 하락세 지속. 마케팅비는 신작 출시와 기존작 업데이트로 증가했고 인건비는 인센티브 총당금 축소에 감소

스웨덴 개발사 '문 로버'에 초기 투자, <블랙클로버 모바일>로 알려진 '빅 게임스튜디오'에 지분 투자 및 신작 <브레이커스> 퍼블리싱 권한 확보. 동남아 진출을 위해 베트남 기업 VNG와의 조인트벤처 설립. 이번 달 내에 퍼플에 외부 작품 4종 입점 계획 공개 예정.

[전망] <호연>과 <TL 글로벌> 성과 모두 부정적 전망. 동사의 작품만이 가질 수 있는 특색이 부족하며 게이머 평가도 회복되지 않는 분위기. <택탄>과 <LLL> 또한 향후 테스트 및 개선된 콘텐츠 확인 필요. 구조 조정 통한 인건비 축소 지속될 것이며 마케팅비는 최저 수준까지 도달했다고 판단

Valuation & Risk

투자 의견 '중립' 유지. <퍼즈업>과 <배틀크러쉬>를 통해 모바일 MMO 외 타 장르에 강점이 없음을 보임. 이에 따라 훌륭한 평가를 받는 새로운 장르의 신작을 증명하기 전까지 기대감 형성되기 어려울 전망. 연간 실적 추정치 또한 시가총액 대비 저조해 투자 매력 낮음

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,571.8	559.0	435.7	22.6	13.7	3.1	12.1	1.5
2023	1,779.8	137.3	212.1	24.9	6.6	1.6	15.3	1.3
2024F	1,547.4	84.7	194.6	20.3	5.9	1.2	12.8	1.9
2025F	1,602.0	130.9	143.4	27.6	4.3	1.2	10.1	2.2
2026F	1,736.5	166.1	172.4	22.9	5.0	1.1	8.6	2.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[개입]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	3,956.1 십억원
발행주식수(유동비율)	22.0 백만주 (78.1%)
52주 최고가/최저가	281,000 원/160,400 원
일평균 거래액 (60일)	16,573 백만원
외국인 지분율	36.5%

주요주주 (%)

김택진 외 12인	12.0
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.3

수익률 (%)

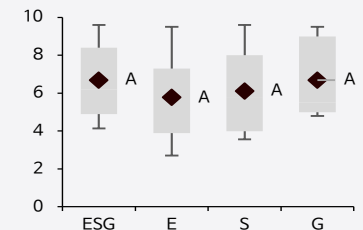
	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.4)	(2.0)	(35.3)	(24.9)
상대	6.9	5.2	(34.9)	(21.6)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	3Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	387.6	393.0	1,779.8	1,547.4	1,602.0
(% YoY)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(16.2)	(8.4)	(10.2)	(30.8)	(13.1)	3.5
(% QoQ)	(12.6)	(8.0)	(3.9)	3.5	(9.1)	(7.3)	5.1	1.4			
[매출구성]											
리니지	24.5	24.3	26.4	25.3	24.3	24.6	27.3	26.2	96.5	102.3	101.4
리니지2	21.5	23.0	20.5	21.8	23.5	21.2	22.1	23.4	87.3	90.2	88.9
아이온	17.6	15.8	19.3	20.4	14.3	13.1	13.5	14.3	67.9	55.2	52.6
블레이드앤소울	7.3	5.8	6.0	5.7	4.1	3.8	4.1	3.9	24.2	16.0	15.5
길드워2	20.4	19.2	21.0	20.1	25.4	23.5	25.4	24.4	84.5	98.6	92.3
리니지M	130.1	127.8	119.6	117.2	105.1	107.0	106.0	101.7	496.1	419.8	401.0
리니지2M	73.1	62.0	54.9	53.3	55.9	42.3	40.6	41.4	262.9	180.2	147.2
리니지W	122.6	102.8	90.1	86.5	82.9	65.5	61.6	63.4	414.0	273.3	243.4
TL				7.5	8.2	8.6	10.4	15.8	7.5	42.9	61.1
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	30.2	28.4	28.8	144.5	120.1	105.5
기타	19.3	23.2	30.0	49.3	21.7	29.1	48.2	49.6	94.4	148.6	293.1
[매출비중]											
리니지	5.1	5.5	6.2	5.8	6.1	6.7	7.0	6.7	5.4	6.6	6.3
리니지2	4.5	5.2	4.9	5.0	5.9	5.8	5.7	6.0	4.9	5.8	5.6
아이온	3.7	3.6	4.6	4.7	3.6	3.6	3.5	3.6	3.8	3.6	3.3
블레이드앤소울	1.5	1.3	1.4	1.3	1.0	1.0	1.1	1.0	1.4	1.0	1.0
길드워2	4.3	4.4	5.0	4.6	6.4	6.4	6.6	6.2	4.7	6.4	5.8
리니지M	27.2	29.0	28.3	26.8	26.4	29.0	27.3	25.9	27.9	27.1	25.0
리니지2M	15.3	14.1	13.0	12.2	14.0	11.5	10.5	10.5	14.8	11.6	9.2
리니지W	25.6	23.4	21.3	19.8	20.8	17.7	15.9	16.1	23.3	17.7	15.2
TL	0.0	0.0	0.0	1.7	2.1	2.3	2.7	4.0	0.4	2.8	3.8
로열티	8.8	8.2	8.3	7.0	8.2	8.2	7.3	7.3	8.1	7.8	6.6
기타	4.0	5.3	7.1	11.3	5.5	7.9	12.4	12.6	5.3	9.6	18.3
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	364.6	365.9	1,642.5	1,462.7	1,471.1
(% YoY)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(6.3)	(11.1)	(10.3)	(15.7)	(18.4)	(10.9)	0.6
(% QoQ)	(20.7)	2.0	0.4	6.7	(14.2)	(3.3)	1.3	0.3			
[비용구성]											
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	188.0	186.1	822.9	764.8	722.7
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	21.7	25.0	85.0	71.0	100.0
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	28.2	28.4	111.9	112.2	119.6
변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	126.8	126.4	622.8	514.7	528.8
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	22.9	27.1	137.3	84.7	130.9
(% YoY)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(68.5)	(74.9)	38.8	604.5	(75.4)	(38.3)	54.6
(% QoQ)	72.1	(56.8)	(53.1)	(76.7)	567.6	(65.6)	159.5	18.3			
(% OPM)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	5.9	6.9	7.7	5.5	8.2
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	47.8	18.8	213.9	194.9	143.7
(% YoY)	(32.2)	(74.3)	(75.8)	흑전	(50.0)	132.8	8.7	(25.4)	(52.7)	(8.9)	(26.3)
(% QoQ)	흑전	(73.3)	44.1	(42.8)	126.8	24.5	(32.7)	(60.7)			
(% NPM)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	19.3	12.3	4.8	12.0	12.6	9.0
자배기업순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	71.0	47.7	18.8	212.1	194.6	143.4
(% YoY)	(32.7)	(74.8)	(76.0)	흑전	(49.7)	137.6	9.3	(24.8)	(53.1)	(8.3)	(26.3)
(% QoQ)	흑전	(73.7)	46.0	(42.8)	129.1	24.2	(32.8)	(60.6)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엔씨소프트 2Q24P 실적 Review

(십억원)	2Q24P	1Q24	%QoQ	2Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	368.9	397.9	(7.3)	440.2	(16.2)	386.4	(4.5)
영업이익	8.8	25.7	(65.6)	35.3	(74.9)	(1.4)	흑자
순이익	71.0	57.2	24.2	29.9	137.6	11.1	539.6
영업이익률	2.4	6.5		8.0		(0.4)	
순이익률	19.2	14.4		6.8		2.9	

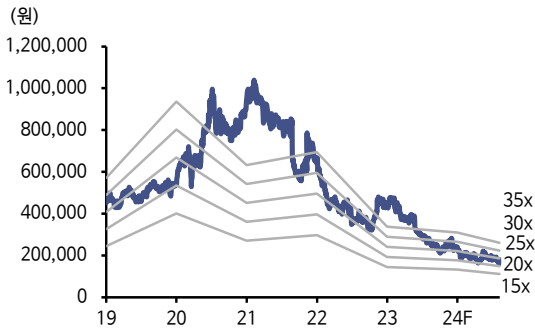
자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔씨소프트 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	1,618.6	1,547.4	(4.4)	1,928.6	1,602.0	(16.9)
영업이익	87.4	84.7	(3.1)	243.0	130.9	(46.2)
순이익	179.4	194.6	8.5	250.3	143.4	(42.7)

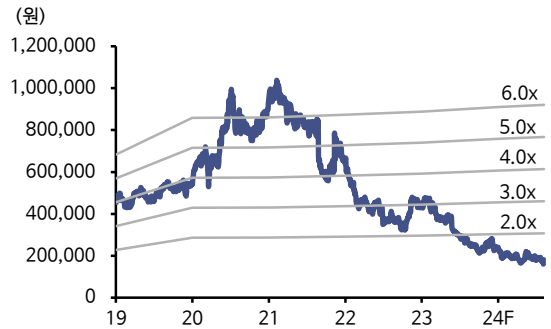
자료: 신한투자증권 추정

엔씨소프트 12개월 선행 PER band



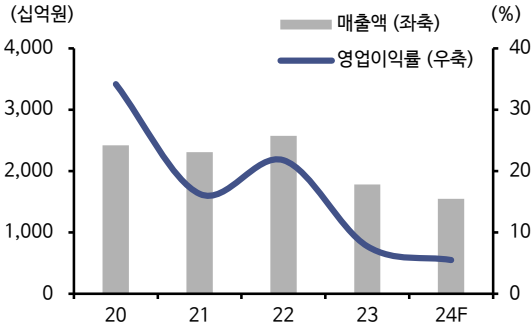
자료: QuantiWise, 신한투자증권

엔씨소프트 12개월 선행 PBR band



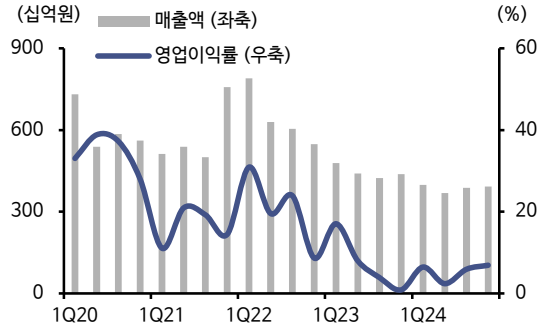
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



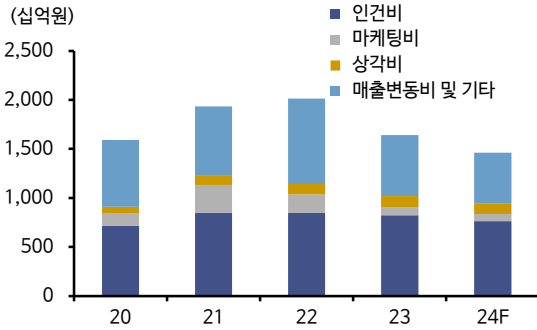
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



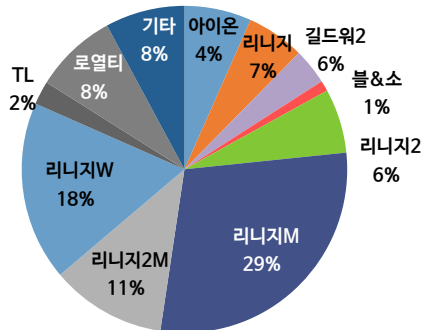
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



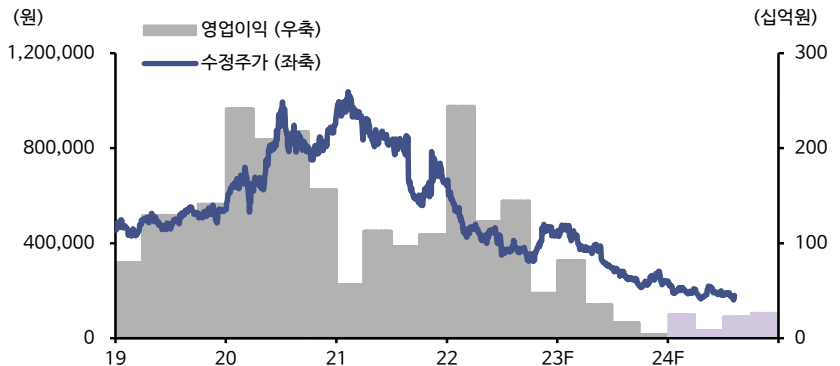
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2Q24P)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔씨소프트 영업이익 및 주가 추이



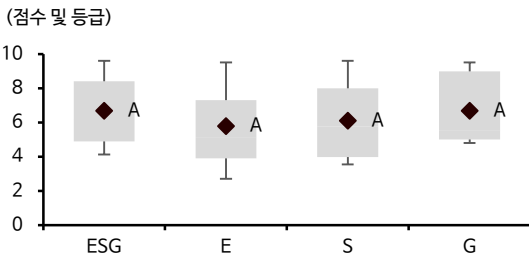
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

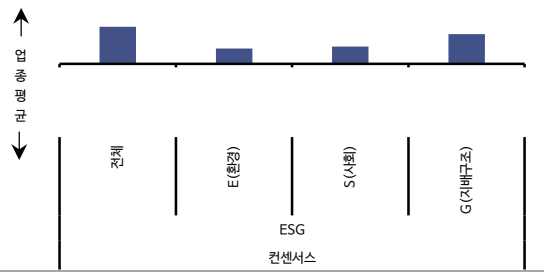
- ◆ 환경: 데이터 측정 및 관리를 통한 에너지 절감
- ◆ 사회: 다양성/포용성 기반 조직문화 지향
- ◆ 지배구조: 다양성과 전문성을 갖춘 이사회

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

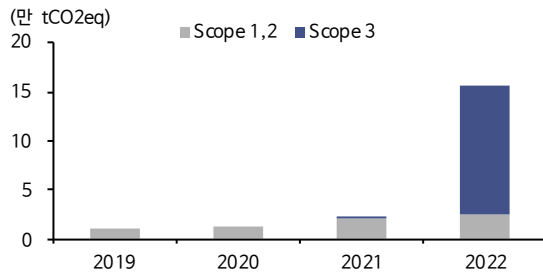
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

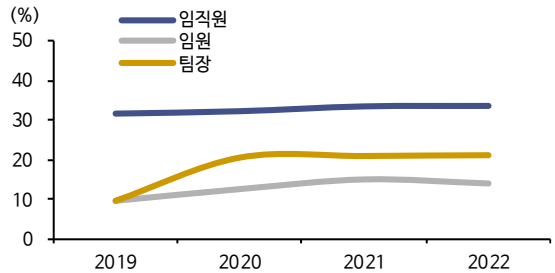
Key Chart

엔씨소프트 온실가스 배출량 추이



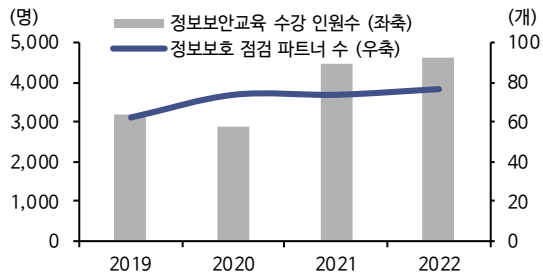
자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

엔씨소프트 여성 임직원 비율 추이



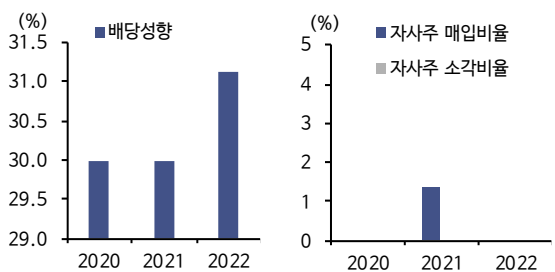
자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

엔씨소프트 개인정보보호 및 정보보안 성과 지표



자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

엔씨소프트 주주환원 성과 추이



자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,300.5	4,434.5	4,492.4
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,128.7	2,360.6	2,399.9
현금및현금성자산	285.6	365.2	288.7	341.7	473.3
매출채권	175.5	132.7	119.2	136.3	127.4
재고자산	1.5	0.7	0.7	0.8	0.7
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,171.8	2,073.9	2,092.5
유형자산	930.2	1,000.5	1,001.9	901.0	920.8
무형자산	43.4	96.1	97.7	96.5	97.4
투자자산	537.9	672.6	811.5	815.7	813.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,239.1	1,140.8	966.7	1,036.1	1,000.3
유동부채	515.3	614.3	466.1	514.4	489.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	240.0	130.0	130.0	130.0
비유동부채	723.7	526.5	500.6	521.7	510.8
사채	349.4	169.7	169.7	169.7	169.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	243.9	193.4	184.2	184.2	184.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,333.8	3,398.4	3,492.0
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)
기타포괄이익누계액	(34.8)	(44.5)	(29.1)	(29.1)	(29.1)
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,537.6	3,601.9	3,695.3
지배주주지분	3,196.2	3,249.7	3,330.1	3,394.4	3,487.7
비지배주주지분	2.3	3.3	3.7	4.0	4.3
*총차입금	628.6	643.0	519.8	524.9	522.3
*순차입금(순현금)	(1,802.1)	(1,476.4)	(1,413.6)	(1,612.3)	(1,668.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	736.0	139.9	139.0	272.0	253.9
당기순이익	436.0	213.9	194.9	143.7	172.8
유형자산상각비	104.0	110.1	113.7	100.9	98.7
무형자산상각비	1.9	1.8	1.2	1.2	1.2
외환환산손실(이익)	2.2	7.4	0.9	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(0.3)	(2.2)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	8.1	(3.0)	(6.7)	0.0	0.0
운전자본변동	49.5	(95.6)	(169.0)	26.3	(18.7)
(법인세납부)	(139.2)	(119.6)	(25.1)	(41.7)	(48.4)
기타	273.1	25.2	31.3	41.6	48.3
투자활동으로인한현금흐름	(392.2)	113.0	(87.0)	(155.0)	(40.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(249.7)	(117.4)	(111.4)	0.0	(118.5)
유형자산의감소	0.3	0.6	0.1	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.2)	(41.4)	(3.7)	0.0	(2.0)
투자자산의감소(증가)	535.8	345.5	39.3	(4.2)	2.1
기타	(675.4)	(74.3)	(111.3)	(150.8)	77.9
FCF	383.5	34.9	56.1	216.6	98.1
재무활동으로인한현금흐름	(303.7)	(177.3)	(129.8)	(64.1)	(81.8)
차입금의 증가(감소)	(144.9)	0.0	(119.6)	5.2	(2.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(119.0)	(135.7)	(0.0)	(69.2)	(79.1)
기타	(39.8)	(41.6)	(10.2)	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(10.5)	4.1	1.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.6	79.6	(76.5)	53.0	131.6
기초현금	255.9	285.6	365.2	288.7	341.7
기말현금	285.6	365.2	288.7	341.7	473.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

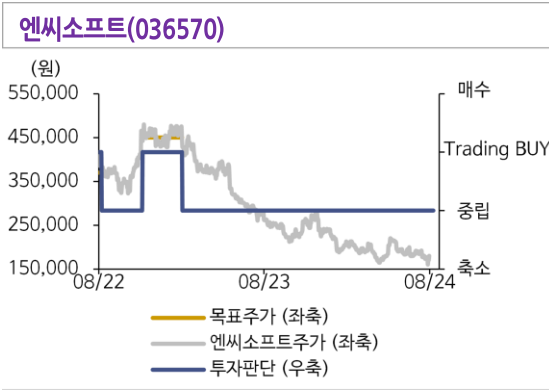
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,547.4	1,602.0	1,736.5
증감률 (%)	11.4	(30.8)	(13.1)	3.5	8.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,547.4	1,602.0	1,736.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,012.8	1,642.5	1,462.7	1,471.1	1,570.4
영업이익	559.0	137.3	84.7	130.9	166.1
증감률 (%)	49.0	(75.4)	(38.3)	54.6	27.0
영업이익률 (%)	21.7	7.7	5.5	8.2	9.6
영업외손익	50.0	68.9	65.2	43.0	29.2
금융손익	(31.8)	91.1	94.3	72.7	78.7
기타영업외손익	90.0	(26.2)	(56.3)	(29.6)	(45.1)
종속 및 관계기업관련손익	(8.1)	4.1	27.3	0.0	(4.4)
세전계속사업이익	609.1	206.2	149.9	173.9	195.4
법인세비용	173.1	(7.7)	37.5	41.7	48.4
계속사업이익	436.0	213.9	114.4	132.2	146.5
중단사업이익	0.0	0.0	8.3	0.0	(1.8)
당기순이익	436.0	213.9	194.9	143.7	172.8
증감률 (%)	10.2	(50.9)	(8.6)	(26.3)	20.2
순이익률 (%)	17.0	12.0	12.6	9.0	9.9
(지배주주)당기순이익	435.7	212.1	194.6	143.4	172.4
(비지배주주)당기순이익	0.3	1.8	0.2	0.3	0.4
총포괄이익	166.6	191.0	213.5	143.7	172.8
(지배주주)총포괄이익	166.4	189.1	213.4	143.6	172.7
(비지배주주)총포괄이익	0.3	1.9	0.1	0.1	0.1
EBITDA	664.9	249.2	199.5	232.9	266.0
증감률 (%)	41.8	(62.5)	(19.9)	16.7	14.2
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	12.9	14.5	15.3

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	19,859	9,744	8,876	6,545	7,870
EPS (지배순이익, 원)	19,847	9,663	8,865	6,532	7,854
BPS (자본총계, 원)	145,693	148,175	151,852	154,794	159,061
BPS (지배지분, 원)	145,587	148,023	151,686	154,614	158,865
DPS (원)	6,680	3,130	3,500	4,000	4,000
PER (당기순이익, 배)	22.6	24.7	20.3	27.5	22.9
PER (지배순이익, 배)	22.6	24.9	20.3	27.6	22.9
PBR (자본총계, 배)	3.1	1.6	1.2	1.2	1.1
PBR (지배지분, 배)	3.1	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	12.1	15.3	12.8	10.1	8.6
배당성향 (%)	31.1	30.0	35.6	55.2	45.9
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.9	2.2	2.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	12.9	14.5	15.3
영업이익률 (%)	21.7	7.7	5.5	8.2	9.6
순이익률 (%)	17.0	12.0	12.6	9.0	9.9
ROA (%)	9.7	4.8	4.5	3.3	3.9
ROE (지배순이익, %)	13.7	6.6	5.9	4.3	5.0
ROIC (%)	44.3	11.9	8.6	10.6	14.0
안정성					
부채비율 (%)	38.7	35.1	29.0	30.5	28.6
순차입금비율 (%)	(56.3)	(45.4)	(42.4)	(47.4)	(47.8)
현금비율 (%)	55.4	59.5	61.9	66.4	96.7
이자보상배율 (배)	59.0	9.4	5.9	9.3	11.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.6)	(10.6)	(13.9)	(14.2)	(14.9)
재고자산회수기간 (일)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회수기간 (일)	32.2	31.6	29.7	29.1	27.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 11일	Trading BUY	370,000	1.7	11.4
2022년 08월 16일	중립	-	-	-
2022년 11월 14일	Trading BUY	450,000	1.0	6.6
2023년 02월 10일	중립	-	-	-
2023년 08월 11일		6개월경과	-	-
2024년 02월 12일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 07일 기준)

매수 (매수)	93.39%	Trading BUY (중립)	5.06%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------