

신작 흥행 실패로 적자 전환

2024년 11월 7일

✓ 투자판단	중립 (유지)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (11월 6일)	225,500 원

신한생각 비용 축소만으로 오르기에 벅찬 증가

수 년째 신작 성과 없음. 실적과 멀티플이 모두 낮아지는 국면이기에 비용 축소만으로 주가 반등을 기대하는 것은 이르다고 판단

3Q24 Review: 신작 흥행 실패로 적자 전환

영업수익 4,019억원(YoY -5%, QoQ +9%), 영업손익 -143억원(YoY 적자 전환, QoQ 적자전환, 영업이익률 -3.6%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 79억원을 하회. <리니지M> 매출이 리부트 업데이트로 전분기 대비 +49% 증가했으나, 기존작 업데이트와 신작 <호연>으로 인해 마케팅비 전분기 대비 +180% 증가하며 적자전환. 8/28 출시한 <호연>은 예상보다 훨씬 부진한 성과로, 언론에 따르면 개발팀 절반 이상을 감축하는 구조조정 진행. 10/1 글로벌 출시한 <TL>은 아마존게임즈의 퍼블리싱 효과로 스팀 초기 동시접속자수 20~30만명을 기록. 현재 24시간 최고 동접자 15만명 수준으로 하락. 엔드 콘텐츠가 부실함에 따라 유저 수는 완만한 하락세 전망

4Q24에는 현재 진행 중인 희망퇴직 관련 비용이 수백억원 발생할 것으로 예상. 스튜디오 분사뿐만 아니라 고강도 인력 감축을 진행 중이고, 회사는 현재 4000명대의 인원을 내년 3000명대로 축소하는 것이 목표. 4Q24 <저니오브모나크>, 내년 <택탄>, <LLL>, <브레이커스>, <아이온2> 출시 계획 중이나 <아이온2> 외 작품들의 흥행 가능성 낮다고 판단

Valuation & Risk

투자 의견 '중립' 유지. 비용 효율화는 긍정적이나 퀄리티 프로젝트가 남아 있는지도 의문. 비용 축소는 주가의 하락세를 둔화시킬 수 있지만, 주가 반등의 이유는 될 수 없다고 판단. 기대작 <아이온2> 출시까지 시가총액 대비 미미한 영업이익으로 주가 방어 가능할지 우려

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	1,567.7	(18.2)	115.2	43.0	3.6	1.6	39.2	1.6
2025F	1,649.9	134.8	146.4	33.8	4.6	1.5	15.0	1.8
2026F	1,701.7	175.5	179.4	27.6	5.5	1.5	12.7	1.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[개임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	4,950.6십억원
발행주식수(유동비율)	22.0백만주(78.1%)
52주 최고가/최저가	281,000 원/160,400 원
일평균 거래액 (60일)	22,115백만원
외국인 지분율	35.3%

주요주주 (%)

김택진 외 12인	12.0
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.3

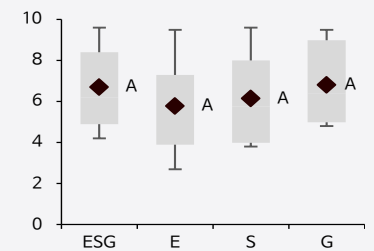
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.9	31.3	(12.9)	(6.0)
상대	8.2	29.2	(15.0)	(2.1)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	3Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	401.9	399.0	1,779.8	1,567.7	1,649.9
(% YoY)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(8.8)	(30.8)	(0.1)	5.2
(% QoQ)	(12.6)	(8.0)	(3.9)	3.5	(9.1)	(7.3)	9.0	(0.7)			
[매출구성]											
리니지	24.5	24.3	26.4	25.3	24.3	24.6	26.5	25.4	96.5	100.7	98.2
리니지2	21.5	23.0	20.5	21.8	23.5	21.2	20.2	21.4	87.3	86.3	81.3
아이온	17.6	15.8	19.3	20.4	14.3	13.1	11.8	12.5	67.9	51.7	46.0
블레이드앤소울	7.3	5.8	6.0	5.7	4.1	3.8	3.2	3.1	24.2	14.2	12.1
길드워2	20.4	19.2	21.0	20.1	25.4	23.5	19.0	18.3	84.5	86.1	69.1
리니지M	130.1	127.8	119.6	117.2	105.1	107.0	158.9	135.1	496.1	506.0	532.2
리니지2M	73.1	62.0	54.9	53.3	55.9	42.3	43.1	44.0	262.9	185.3	156.4
리니지W	122.6	102.8	90.1	86.5	82.9	65.5	46.9	48.3	414.0	243.5	185.3
TL				7.5	8.2	8.6	8.4	30.3	7.5	55.5	99.3
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	30.2	38.1	39.4	144.5	147.9	145.5
기타	19.3	23.2	30.0	49.3	21.7	29.1	25.8	21.3	94.4	90.5	224.4
[매출비용]											
리니지	5.1	5.5	6.2	5.8	6.1	6.7	6.6	6.4	5.4	6.4	6.0
리니지2	4.5	5.2	4.9	5.0	5.9	5.8	5.0	5.4	4.9	5.5	4.9
아이온	3.7	3.6	4.6	4.7	3.6	3.6	2.9	3.1	3.8	3.3	2.8
블레이드앤소울	1.5	1.3	1.4	1.3	1.0	1.0	0.8	0.8	1.4	0.9	0.7
길드워2	4.3	4.4	5.0	4.6	6.4	6.4	4.7	4.6	4.7	5.5	4.2
리니지M	27.2	29.0	28.3	26.8	26.4	29.0	39.5	33.8	27.9	32.3	32.3
리니지2M	15.3	14.1	13.0	12.2	14.0	11.5	10.7	11.0	14.8	11.8	9.5
리니지W	25.6	23.4	21.3	19.8	20.8	17.7	11.7	12.1	23.3	15.5	11.2
TL	0.0	0.0	0.0	1.7	2.1	2.3	2.1	7.6	0.4	3.5	6.0
로열티	8.8	8.2	8.3	7.0	8.2	8.2	9.5	9.9	8.1	9.4	8.8
기타	4.0	5.3	7.1	11.3	5.5	7.9	6.4	5.3	5.3	5.8	13.6
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	416.2	437.5	1,642.5	1,585.9	1,515.1
(% YoY)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(6.3)	(11.1)	2.4	0.8	(18.4)	(3.4)	(4.5)
(% QoQ)	(20.7)	2.0	0.4	6.7	(14.2)	(3.3)	15.6	5.1			
[비용구성]											
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	201.1	254.0	822.9	845.9	735.3
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	48.7	26.8	85.0	99.7	108.4
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	26.5	26.8	111.9	108.9	112.5
변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	139.9	129.9	622.8	531.4	558.9
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	(14.3)	(38.5)	137.3	(18.2)	134.8
(% YoY)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(75.4)	적전	흑전
(% QoQ)	72.1	(56.8)	(53.1)	(76.7)	567.6	(65.6)	적전	적지			
(% OPM)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	(3.6)	(9.6)	7.7	(1.2)	8.2
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	18.8	(31.7)	213.9	115.3	146.7
(% YoY)	(32.2)	(74.3)	(75.8)	흑전	(50.0)	132.8	(57.3)	적전	(52.7)	(46.1)	27.2
(% QoQ)	흑전	(73.3)	44.1	(42.8)	126.8	24.5	(73.6)	적전			
(% NPM)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	19.3	4.7	(8.0)	12.0	7.4	8.9
자배기업순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	71.0	18.7	(31.7)	212.1	115.2	146.4
(% YoY)	(32.7)	(74.8)	(76.0)	흑전	(49.7)	137.6	(57.0)	적전	(53.1)	(45.7)	27.1
(% QoQ)	흑전	(73.7)	46.0	(42.8)	129.1	24.2	(73.6)	적전			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엔씨소프트 3Q24P 실적 Review

(십억원)	3Q24P	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	401.9	368.9	9.0	423.1	(5.0)	391.7	2.6
영업이익	(14.3)	8.8	적전	16.5	적전	7.9	적자
순이익	18.7	71.0	(73.6)	43.6	(57.0)	28.3	(33.8)
영업이익률	(3.6)	2.4		3.9		2.0	
순이익률	4.7	19.2		10.3		7.2	

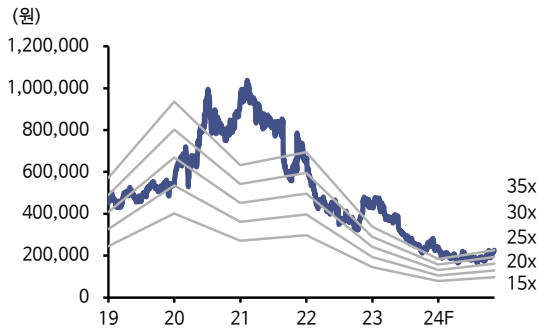
자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔씨소프트 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	1,605.4	1,567.7	(2.3)	1,867.7	1,649.9	(11.7)
영업이익	19.9	(18.2)	(191.6)	230.8	134.8	(41.6)
순이익	111.2	115.2	3.6	244.5	146.4	(40.1)

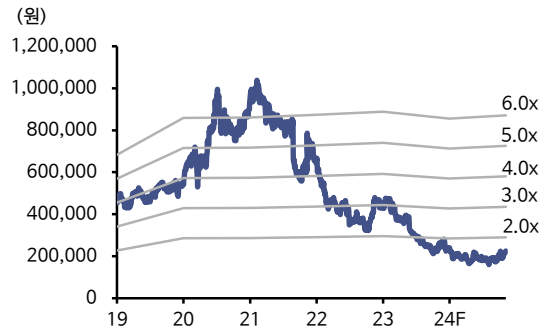
자료: 신한투자증권 추정

엔씨소프트 12개월 선행 PER band



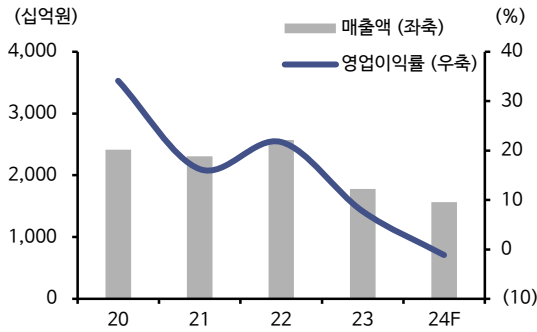
자료: QuantiWise, 신한투자증권

엔씨소프트 12개월 선행 PBR band



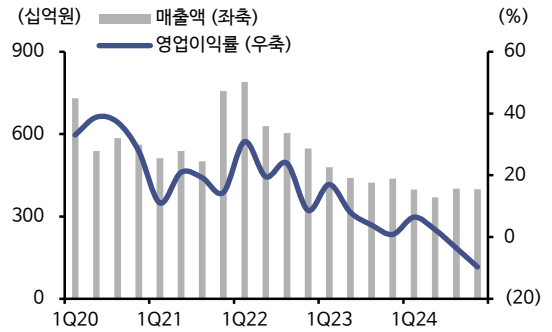
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



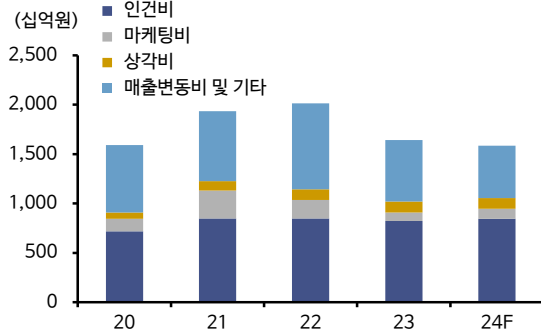
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



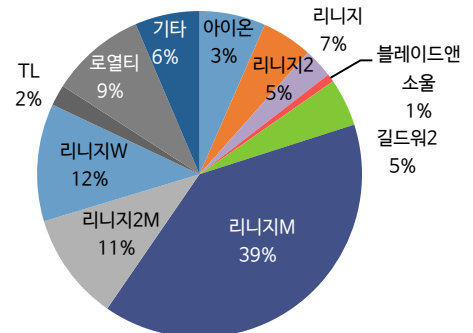
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



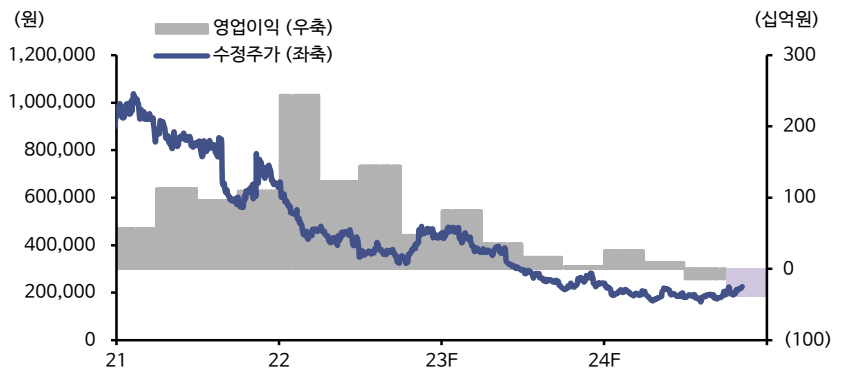
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(3Q24P)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔씨소프트 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

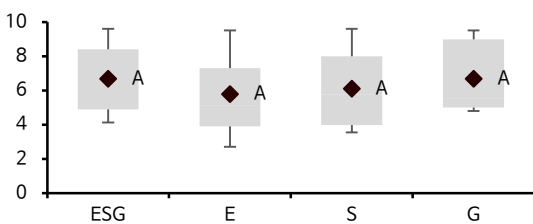
ESG Insight

Analyst Comment

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

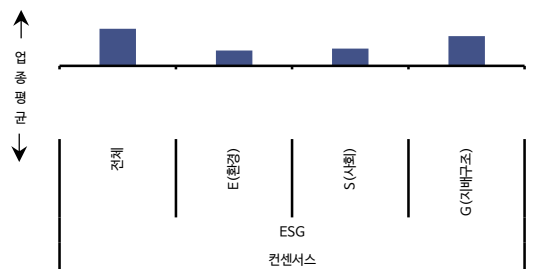
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

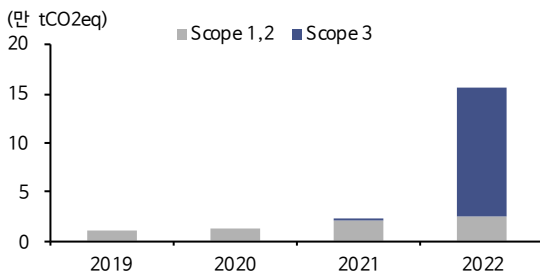
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

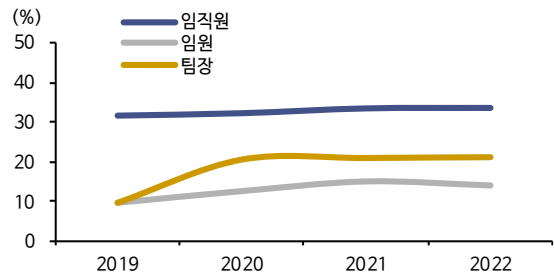
Key Chart

엔씨소프트 온실가스 배출량 추이



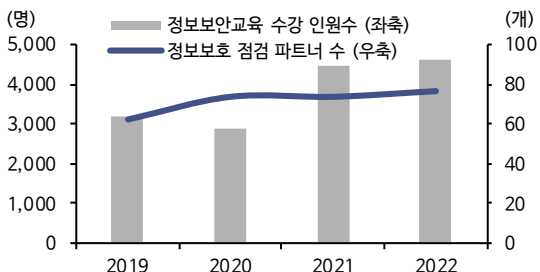
자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

엔씨소프트 여성 임직원 비율 추이



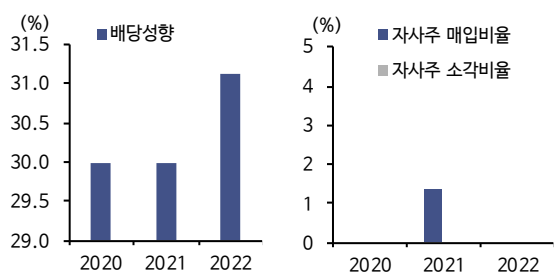
자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

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	4,097.1	4,243.3	4,298.0
유동자산	2,691.1	2,336.8	1,917.7	2,160.3	2,196.5
현금및현금성자산	285.6	365.2	64.6	104.5	259.2
매출채권	175.5	132.7	121.0	140.4	129.0
재고자산	1.5	0.7	0.7	0.8	0.7
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,179.4	2,083.0	2,101.5
유형자산	930.2	1,000.5	1,009.6	910.9	932.5
무형자산	43.4	96.1	101.2	98.9	98.5
투자자산	537.9	672.6	817.3	822.0	819.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,239.1	1,140.8	963.5	1,042.1	996.2
유동부채	515.3	614.3	471.2	525.9	494.0
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	492.3	516.2	502.2
사채	349.4	169.7	169.7	169.7	169.7
장기차입금(경기금융부채 포함)	243.9	193.4	173.6	173.6	173.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,133.6	3,201.2	3,301.9
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)	(691.5)	(691.5)	(691.5)
기타포괄이익누계액	(34.8)	(44.5)	(71.2)	(71.2)	(71.2)
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,447.6	3,514.9	3,615.2
지배주주지분	3,196.2	3,249.7	3,129.3	3,196.6	3,296.9
비지배주주지분	2.3	3.3	4.3	4.6	5.0
*총차입금	628.6	643.0	509.8	515.6	512.2
*순차입금(순현금)	(1,802.1)	(1,476.4)	(1,209.8)	(1,414.7)	(1,472.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	736.0	139.9	98.1	278.8	255.0
당기순이익	436.0	213.9	115.3	146.7	179.8
유형자산상각비	104.0	110.1	111.7	98.7	96.9
무형자산상각비	1.9	1.8	2.0	2.4	2.3
외환환손실(이익)	2.2	7.4	(1.1)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(0.3)	(23.8)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	8.1	(3.0)	(6.7)	0.0	0.0
운전자본변동	49.5	(95.6)	(118.6)	31.1	(23.9)
(법인세납부)	(139.2)	(119.6)	3.6	(45.5)	(53.7)
기타	273.1	25.2	15.7	45.4	53.6
투자활동으로인한현금흐름	(392.2)	113.0	(127.6)	(175.5)	(17.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(249.7)	(117.4)	(114.4)	0.0	(118.5)
유형자산의감소	0.3	0.6	0.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.2)	(41.4)	20.2	0.0	(2.0)
투자자산의감소(증가)	535.8	345.5	(138.8)	(4.7)	2.8
기타	(675.4)	(74.3)	105.2	(170.8)	99.8
FCF	383.5	34.9	(25.5)	220.6	102.3
재무활동으로인한현금흐름	(303.7)	(177.3)	(275.4)	(63.4)	(82.5)
차입금의 증가(감소)	(144.9)	0.0	(121.9)	5.8	(3.4)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	(68.7)	0.0	0.0
배당금	(119.0)	(135.7)	(63.6)	(69.2)	(79.1)
기타	(39.8)	(41.6)	(21.2)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(10.5)	4.1	4.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.6	79.6	(300.6)	40.0	154.6
기초현금	255.9	285.6	365.2	64.6	104.5
기말현금	285.6	365.2	64.6	104.5	259.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,567.7	1,649.9	1,701.7
증감률 (%)	11.4	(30.8)	(11.9)	5.2	3.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,567.7	1,649.9	1,701.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,012.8	1,642.5	1,585.9	1,515.1	1,526.2
영업이익	559.0	137.3	(18.2)	134.8	175.5
증감률 (%)	49.0	(75.4)	적전	흑전	30.2
영업이익률 (%)	21.7	7.7	(1.2)	8.2	10.3
영업외손익	50.0	68.9	134.1	54.7	41.1
금융손익	(31.8)	91.1	115.0	84.3	90.6
기타영업외손익	90.0	(26.2)	(8.1)	(29.6)	(45.1)
중속 및 관계기업관련손익	(8.1)	4.1	27.1	0.0	(4.4)
세전계속사업이익	609.1	206.2	115.9	189.5	216.6
법인세비용	173.1	(7.7)	25.8	45.5	53.7
계속사업이익	436.0	213.9	92.0	144.0	162.4
중단사업이익	0.0	0.0	8.3	0.0	(1.8)
당기순이익	436.0	213.9	115.3	146.7	179.8
증감률 (%)	10.2	(50.9)	(46.1)	27.2	22.6
순이익률 (%)	17.0	12.0	7.4	8.9	10.6
(지배주주)당기순이익	435.7	212.1	115.2	146.4	179.4
(비지배주주)당기순이익	0.3	1.8	0.1	0.3	0.4
총포괄이익	166.6	191.0	81.3	146.7	179.8
(지배주주)총포괄이익	166.4	189.1	81.3	145.2	177.9
(비지배주주)총포괄이익	0.3	1.9	0.1	1.5	1.9
EBITDA	664.9	249.2	95.5	235.9	274.7
증감률 (%)	41.8	(62.5)	(61.7)	147.0	16.5
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	6.1	14.3	16.1

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	19,859	9,744	5,251	6,681	8,189
EPS (지배순이익, 원)	19,847	9,663	5,248	6,668	8,172
BPS (자본총계, 원)	145,693	148,175	142,735	145,814	150,400
BPS (지배지분, 원)	145,587	148,023	142,539	145,604	150,174
DPS (원)	6,680	3,130	3,500	4,000	4,000
PER (당기순이익, 배)	22.6	24.7	42.9	33.8	27.5
PER (지배순이익, 배)	22.6	24.9	43.0	33.8	27.6
PBR (자본총계, 배)	3.1	1.6	1.6	1.5	1.5
PBR (지배지분, 배)	3.1	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA (배)	12.1	15.3	39.2	15.0	12.7
배당성향 (%)	31.1	30.0	60.1	54.0	44.1
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.6	1.8	1.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	6.1	14.3	16.1
영업이익률 (%)	21.7	7.7	(1.2)	8.2	10.3
순이익률 (%)	17.0	12.0	7.4	8.9	10.6
ROA (%)	9.7	4.8	2.7	3.5	4.2
ROE (지배순이익, %)	13.7	6.6	3.6	4.6	5.5
ROIC (%)	44.3	11.9	0.0	10.8	14.6
안정성					
부채비율 (%)	38.7	35.1	30.7	32.6	30.2
순차입금비율 (%)	(56.3)	(45.4)	(38.6)	(44.2)	(44.6)
현금비율 (%)	55.4	59.5	13.7	19.9	52.5
이자보상배율 (배)	59.0	9.4	(1.8)	16.0	20.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.6)	(10.6)	(14.0)	(14.3)	(14.3)
재고자산회수기간 (일)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회수기간 (일)	32.2	31.6	29.5	28.9	28.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

엔씨소프트(036570)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	-	-
2024년 08월 13일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 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 투자의 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 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 05일 기준)

매수 (매수)	93.49%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------