

<TL> 마케팅비 제거 효과

2024년 5월 13일

✓ 투자판단	중립 (유지)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (5월 10일)	204,000 원

신한생각 외형 성장 및 전략 변화 가시화까지 리레이팅 힘들 전망

빈 수급에서 섹터 자금 유입의 영향으로 단기 반등했으나, 펀더멘털 측면에서의 반등 요인은 부족해 추가 상승 가능성 제한적

1Q24 Review: <TL> 마케팅비 제거 효과

엔씨소프트는 1Q24 영업수익 3,979억원(YoY -16.9%, QoQ -9.1%), 영업이익 257억원(YoY -68.5%, QoQ +567.6%, OPM 6.5%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 139억원을 상회. 기존작들의 매출은 하락했으나 4Q23 발생했던 <TL> 마케팅비 제거 효과(4Q23 403억원 vs 1Q24 69억원)

작년말 출시된 <TL>은 여러 차례 업데이트에도 반등하지 못하는 모습이며 4월 글로벌 CBT에서도 전반적으로 부정적 평가가 나타남. 현재로서는 퍼블리셔인 아마존이 마케팅 집행을 할 의지가 낮을 것으로 예상하며, 당사는 연내 <TL>의 추가 글로벌 CBT 1~2회 진행 후 연말이나 내년 정식 출시할 것으로 전망. 기존작들도 최근 모바일 캐주얼 게임의 인기가 높아짐에 따라 매출 순위 하락세를 보이는 중으로 연내 외형 성장은 어려울 것

올해 신작은 <배틀크러쉬>, <BSS>를 포함한 3종 및 <B&S2> 중국 출시가 예정되어 있음. <배틀크러쉬>는 실적발표에서 6월 글로벌 출시를 확정했으며 <B&S2>는 5/9 1차 CBT 시작해 연내 출시 예상

Valuation

동사에 대한 투자 의견 '중립'을 유지. 마케팅비를 극도로 낮춰야 흑자를 유지할 수 있는 수준으로 기초 체력이 하락했는데, 현재 주가는 2024년 추정 실적 기준 PER 약 42.7배 수준으로 부담. 권고사직이 시작되었으나 스튜디오 자회사인 아닌 본사 중심의 인력 구성으로 진행 속도가 느릴 수 있음. 경영진의 변화된 전략이 가시화되기 전까지는 리레이팅 어려울 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,571.8	559.0	452.6	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	1,621.9	61.7	104.8	42.7	3.2	1.4	17.6	1.7
2025F	1,658.1	107.0	115.1	38.9	3.5	1.4	13.9	2.0
2026F	1,790.3	124.8	91.0	49.2	2.8	1.4	13.9	2.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

[개임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	4,478.6십억원
발행주식수(유동비율)	22.0백만주(80.5%)
52주 최고가/최저가	388,500 원/164,900 원
일평균 거래액 (60 일)	20,574백만원
외국인 지분율	37.9%

주요주주 (%)

김택진 외 8 인	12.0
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.3

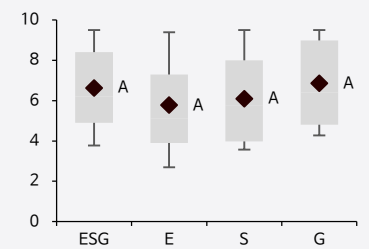
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.6	(0.2)	(47.3)	(15.0)
상대	9.7	(4.2)	(51.8)	(16.8)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	3Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	398.6	405.8	419.6	1,779.8	1,621.9	1,658.1
(% YoY)	(39.4)	(30.0)	(30.0)	(20.1)	(16.9)	(9.5)	(4.1)	(4.1)	(30.8)	(8.9)	2.2
(% QoQ)	(12.6)	(8.0)	(3.9)	3.5	(9.1)	0.2	1.8	3.4			
[매출구성]											
리니지	24.5	24.3	26.4	25.3	24.3	23.5	26.2	25.1	100.6	99.0	97.1
리니지2	21.5	23.0	20.5	21.8	23.5	22.8	23.7	25.1	86.7	95.0	95.3
아이온	17.6	15.8	19.3	20.4	14.3	13.7	14.1	15.0	73.1	57.0	54.9
블레이드앤소울	7.3	5.8	6.0	5.7	4.1	4.2	4.5	4.3	24.9	17.2	17.1
길드워2	20.4	19.2	21.0	20.1	25.4	24.4	26.3	25.3	80.8	101.4	95.7
리니지M	130.1	127.8	119.6	117.2	105.1	111.4	110.4	106.0	494.7	432.9	417.7
리니지2M	73.1	62.0	54.9	53.3	55.9	53.1	51.0	52.0	243.3	211.9	184.8
리니지W	122.6	102.8	90.1	86.5	82.9	83.7	78.7	81.0	401.9	326.3	311.2
TL				7.5	8.2	7.8	7.5	11.5	7.5	35.0	77.4
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	23.9	35.0	45.4	121.8	126.0	201.4
[매출비중]											
리니지	5.1	5.5	6.2	5.8	6.1	5.9	6.4	6.0	5.7	6.1	5.9
리니지2	4.5	5.2	4.9	5.0	5.9	5.7	5.8	6.0	4.9	5.9	5.8
아이온	3.7	3.6	4.6	4.7	3.6	3.4	3.5	3.6	4.1	3.5	3.3
블레이드앤소울	1.5	1.3	1.4	1.3	1.0	1.1	1.1	1.0	1.4	1.1	1.0
길드워2	4.3	4.4	5.0	4.6	6.4	6.1	6.5	6.0	4.5	6.2	5.8
리니지M	27.2	29.0	28.3	26.8	26.4	28.0	27.2	25.3	27.8	26.7	25.2
리니지2M	15.3	14.1	13.0	12.2	14.0	13.3	12.6	12.4	13.7	13.1	11.1
리니지W	25.6	23.4	21.3	19.8	20.8	21.0	19.4	19.3	22.6	20.1	18.8
TL	0.0	0.0	0.0	1.7	2.1	2.0	1.8	2.8	0.4	2.2	4.7
로열티	8.8	8.2	8.3	7.0	8.2	7.6	7.0	6.9	8.1	7.4	6.4
기타	4.0	5.3	7.1	11.3	5.5	6.0	8.6	10.8	6.8	7.8	12.1
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	389.4	392.7	405.9	1,642.5	1,560.2	1,551.2
(% YoY)	(27.3)	(20.0)	(11.6)	(13.3)	(6.3)	(3.9)	(3.4)	(6.4)	(18.4)	(5.0)	(0.6)
(% QoQ)	(20.7)	2.0	0.4	6.7	(14.2)	4.6	0.9	3.4			
[비용구성]											
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	202.9	203.0	207.0	822.9	815.7	804.7
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	10.7	13.4	15.4	85.0	46.3	61.6
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	28.3	28.9	29.5	111.9	114.4	123.9
변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	147.5	147.5	154.1	622.8	583.7	561.0
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	9.3	13.1	13.7	137.3	61.7	107.0
(% YoY)	(66.6)	(71.3)	(88.6)	(91.9)	(68.5)	(73.8)	(20.9)	254.7	(75.4)	(55.0)	73.3
(% QoQ)	72.1	(56.8)	(53.1)	(76.7)	567.6	(64.0)	41.3	4.5			
(% OPM)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.3	3.2	3.3	7.7	3.8	6.5
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	19.8	39.1	(11.0)	213.9	105.0	115.6
(% YoY)	(32.2)	(74.3)	(75.8)	흑전	(50.0)	(35.2)	(11.1)	적전	(52.7)	(50.9)	10.1
(% QoQ)	흑전	(73.3)	44.1	(42.8)	126.8	(65.4)	97.8	적전			
(% NPM)	23.8	6.9	10.4	5.8	14.4	5.0	9.6	(2.6)	12.0	6.5	7.0
자배기업순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	19.7	38.9	(11.0)	212.1	104.8	115.1
(% YoY)	(32.7)	(74.8)	(76.0)	흑전	(49.7)	(34.2)	(10.7)	적전	(53.1)	(50.6)	9.9
(% QoQ)	흑전	(73.7)	46.0	(42.8)	129.1	(65.6)	98.0	적전			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엔씨소프트 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	397.9	437.7	(9.1)	478.8	(16.9)	412.7	(3.6)
영업이익	25.7	3.9	567.6	81.6	(68.5)	13.9	85.1
순이익	57.2	25.0	129.1	113.7	(49.7)	26	119.9
영업이익률	6.5	0.9		17.0		3.4	
순이익률	14.4	5.7		23.7		6.3	

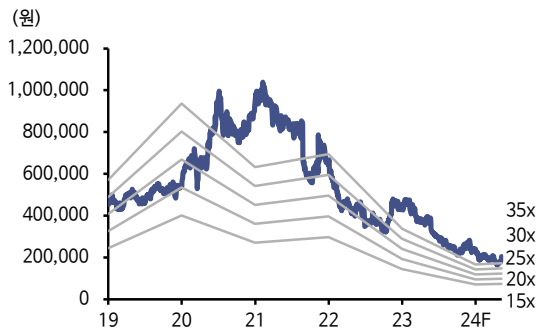
자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔씨소프트 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	1,774.4	1,621.9	(8.6)	2,104.8	1,658.1	(21.2)
영업이익	109.8	61.7	(43.8)	259.7	107.0	(58.8)
순이익	142.4	104.8	(26.4)	254.8	115.1	(54.8)

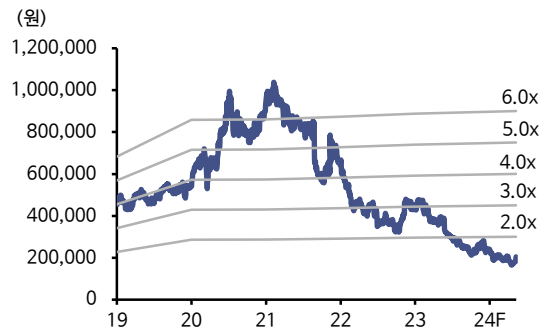
자료: 신한투자증권 추정

엔씨소프트 12개월 선행 PER band



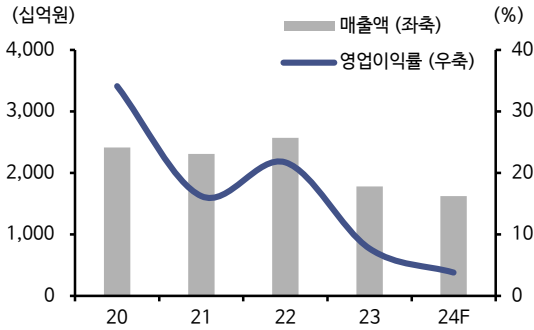
자료: QuantiWise, 신한투자증권

엔씨소프트 12개월 선행 PBR band



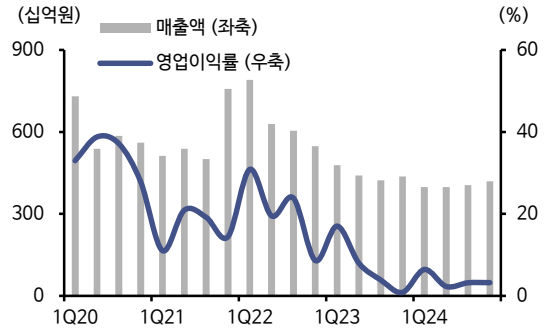
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



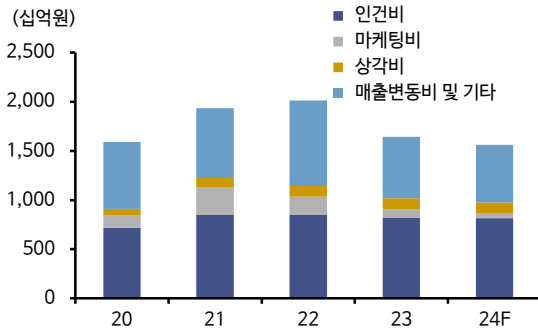
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



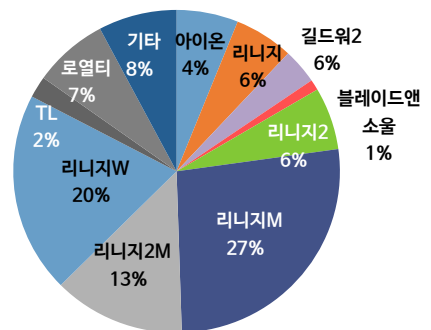
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



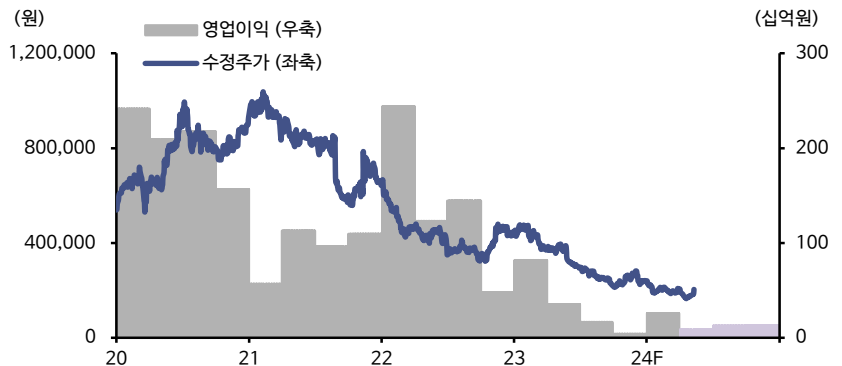
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔씨소프트 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

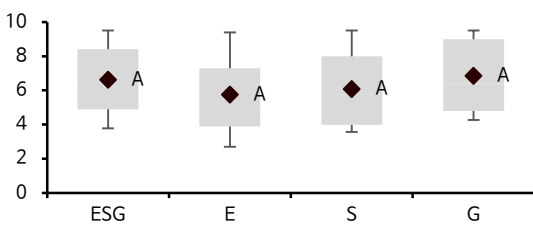
ESG Insight

Analyst Comment

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

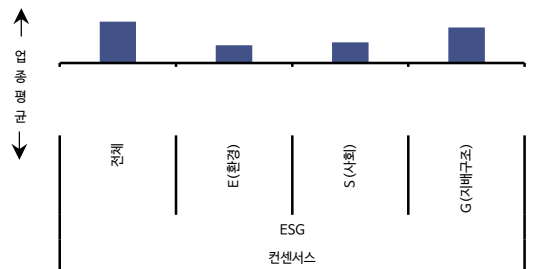
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

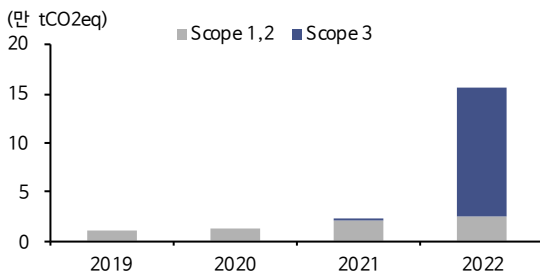
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

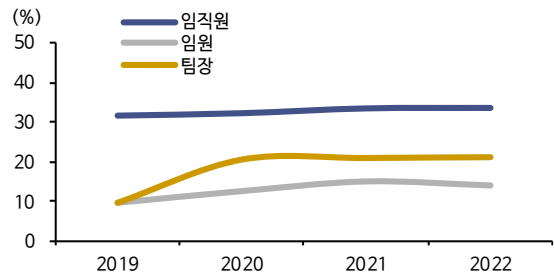
Key Chart

엔씨소프트 온실가스 배출량 추이



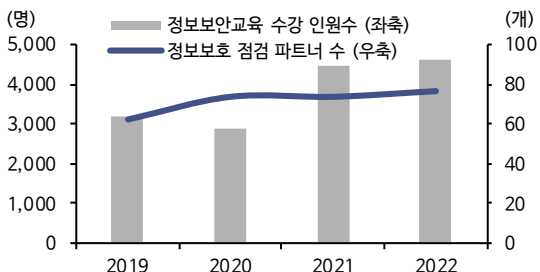
자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

엔씨소프트 여성 임직원 비율 추이



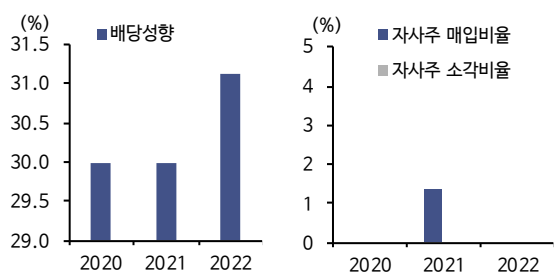
자료: 엔씨소프트, 신한투자증권

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	4,405.4	4,482.2	4,464.5
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,318.2	2,491.0	2,554.7
현금및현금성자산	285.6	365.2	404.0	467.4	584.7
매출채권	175.5	132.7	127.2	137.7	132.5
재고자산	1.5	0.7	0.7	0.8	0.7
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,087.3	1,991.2	1,909.8
유형자산	930.2	1,000.5	1,031.6	934.5	855.8
무형자산	43.4	96.1	96.6	95.1	93.7
투자자산	537.9	672.6	671.3	673.8	672.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,239.1	1,140.8	1,118.5	1,160.9	1,140.1
유동부채	515.3	614.3	598.8	628.3	613.8
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	240.0	240.0	240.0
비유동부채	723.7	526.5	519.7	532.6	526.3
사채	349.4	169.7	169.7	169.7	169.7
장기차입금(경기금융부채 포함)	243.9	193.4	193.4	193.4	193.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,286.9	3,321.3	3,324.4
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)	(44.5)	(44.5)	(44.5)
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,506.3	3,540.3	3,479.0
지배주주지분	3,196.2	3,249.7	3,283.4	3,317.3	3,256.0
비지배주주지분	2.3	3.3	3.5	4.0	68.4
*충차입금	628.6	643.0	641.3	644.5	643.0
*순차입금(순현금)	(1,802.1)	(1,476.4)	(1,468.4)	(1,620.9)	(1,694.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	736.0	139.9	195.2	226.2	224.7
당기순이익	436.0	213.9	105.0	115.6	155.4
유형자산상각비	104.0	110.1	107.9	97.1	78.7
무형자산상각비	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5
외환환산손실(이익)	2.2	7.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	8.1	(3.0)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	49.5	(95.6)	(19.1)	12.0	(10.8)
(법인세납부)	(139.2)	(119.6)	(35.5)	(38.5)	(51.8)
기타	273.1	25.2	35.4	38.5	51.7
투자활동으로인한현금흐름	(392.2)	113.0	(91.2)	(94.8)	46.4
유형자산의증가(CAPEX)	(249.7)	(117.4)	(139.0)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.2)	(41.4)	(2.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	535.8	345.5	1.3	(2.5)	1.2
기타	(675.4)	(74.3)	48.5	(92.3)	45.2
FCF	383.5	34.9	11.6	188.0	169.3
재무활동으로인한현금흐름	(303.7)	(177.3)	(65.2)	(67.9)	(153.9)
차입금의 증가(감소)	(144.9)	0.0	(1.7)	3.2	(1.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(119.0)	(135.7)	(63.6)	(71.1)	(152.3)
기타	(39.8)	(41.6)	0.1	(0.0)	(0.1)
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	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.6	79.6	38.8	63.5	117.3
기초현금	255.9	285.6	365.2	404.0	467.5
기말현금	285.6	365.2	404.0	467.5	584.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,621.9	1,658.1	1,790.3
증감률 (%)	11.4	(30.8)	(8.9)	2.2	8.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,621.9	1,658.1	1,790.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,012.8	1,642.5	1,560.2	1,551.2	1,665.4
영업이익	559.0	137.3	61.7	107.0	124.8
증감률 (%)	49.0	(75.4)	(55.0)	73.3	16.7
영업이익률 (%)	21.7	7.7	3.8	6.5	7.0
영업외손익	50.0	68.9	70.2	47.2	82.4
금융손익	(31.8)	91.1	74.6	76.8	82.4
기타영업외손익	90.0	(26.2)	(24.9)	(29.6)	0.0
종속 및 관계기업관련손익	(8.1)	4.1	20.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	609.1	206.2	131.9	154.2	207.2
법인세비용	173.1	(7.7)	35.5	38.5	51.8
계속사업이익	436.0	213.9	98.6	115.6	155.4
중단사업이익	0.0	0.0	8.5	0.0	0.0
당기순이익	452.6	213.9	105.0	115.6	155.4
증감률 (%)	14.0	(50.9)	(50.9)	10.1	34.4
순이익률 (%)	17.0	12.0	6.5	7.0	8.7
(지배주주)당기순이익	452.3	212.1	104.8	115.1	91.0
(비지배주주)당기순이익	0.3	1.8	0.2	0.5	64.4
총포괄이익	166.6	191.0	105.0	115.6	155.4
(지배주주)총포괄이익	166.4	189.1	104.8	115.4	155.1
(비지배주주)총포괄이익	0.3	1.9	0.2	0.2	0.3
EBITDA	664.9	249.2	171.1	205.6	205.0
증감률 (%)	41.8	(62.5)	(31.3)	20.1	(0.3)
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	10.5	12.4	11.5

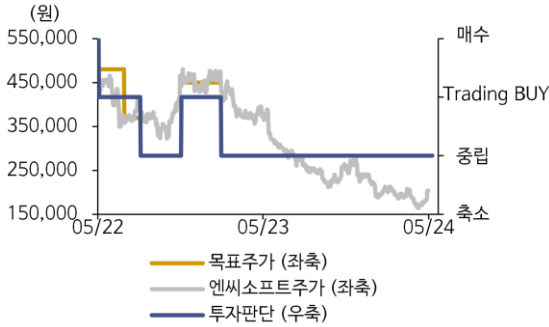
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	19,859	9,744	4,782	5,267	7,078
EPS (지배순이익, 원)	19,847	9,663	4,772	5,245	4,146
BPS (자본총계, 원)	145,693	148,175	149,719	151,286	151,426
BPS (지배지분, 원)	145,587	148,023	149,558	151,102	148,311
DPS (원)	6,680	3,130	3,500	4,000	4,000
PER (당기순이익, 배)	22.6	24.7	42.7	38.7	28.8
PER (지배순이익, 배)	22.6	24.9	42.7	38.9	49.2
PBR (자본총계, 배)	3.1	1.6	1.4	1.3	1.3
PBR (지배지분, 배)	3.1	1.6	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	12.1	15.3	17.6	13.9	13.9
배당성향 (%)	31.1	30.0	67.8	70.5	89.2
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.7	2.0	2.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	10.5	12.4	11.5
영업이익률 (%)	21.7	7.7	3.8	6.5	7.0
순이익률 (%)	17.0	12.0	6.5	7.0	8.7
ROA (%)	9.7	4.8	2.4	2.6	3.5
ROE (지배순이익, %)	13.7	6.6	3.2	3.5	2.8
ROIC (%)	44.3	11.9	4.6	8.3	10.8
안정성					
부채비율 (%)	38.7	35.1	34.0	35.0	34.3
순차입금비율 (%)	(56.3)	(45.4)	(44.7)	(48.8)	(51.0)
현금비율 (%)	55.4	59.5	67.5	74.4	95.3
이자보상배율 (배)	59.0	9.4	2.9	5.0	5.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.6)	(10.6)	(14.2)	(14.2)	(15.0)
재고자산회수기간 (일)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회수기간 (일)	32.2	31.6	29.2	29.2	27.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

엔씨소프트(036570)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 02일	매수	480,000	(13.0)	(8.4)
2022년 05월 16일	Trading BUY	480,000	(12.7)	(3.0)
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 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.
- ◆ 당사는 상기 회사 엔씨소프트를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 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 05월 10일 기준)

매수 (매수)	94.21%	Trading BUY (중립)	3.72%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------