

엔씨소프트 (036570)

예상된 호재와 예상하지 못한 호재

“블레이드앤소울2” 국내런칭과 “리니지2M” 대만서비스

“블레이드앤소울2”의 2021년 1분기 런칭이 가시화될 예정이다. 1월중 관련 마케팅, 사전예약이 시작될 것으로 예상된다. 12월은 계절적인 이벤트가 많아 마케팅효과가 분산되는 경향이 커 1월부터 본격적인 리소스 배분 및 지출이 시작될 전망이다. “리니지2M”의 대만서비스도 예정대로 1분기 중 대만 시장에 선보일 것이다. 엔씨소프트는 이미 대만시장에서 “리니지M” 런칭(퍼블리싱) 후 2년 10개월간 1위자리를 지키고 있으며, 누적 8500억원 매출을 기록했다. 특히, 처음 1년간 매출은 5,000억원으로 일매출 평균 14억원 내외를 기록한 바가 있다. “리니지2M”의 경우 “리니지M” 대비 매출규모는 작을 것으로 예상되나, 퍼블리싱이 아닌 직접서비스로 유입되는 수익은 적지 않을 것으로 기대된다. 이 외에도 내년 하반기 진출 예정이었던 일본시장도 속도가 빨라질 전망이다. “리니지2” IP가 상대적으로 일본에서 흥행했다는 점에서 폭넓은 유저기반을 확보하고 있는 것으로 판단되며, 신작 출시 기간이 짧아지면서 해외진출에도 속도를 낼 것으로 기대하기 때문이다.

중국 진출에 대한 기대도 수면위로 부상 중

최근 판호관련 뉴스플로우 등을 고려했을 때 중국시장 진출 환경은 다소 우호적으로 변하고 있는 상황으로 판단된다. 중국 정부인사의 공식적인 판호 발급 확인이 있었던 만큼, 이어지는 판호발급에 따른 기대도 높아지고 있다. 엔씨소프트 역시 “리니지2M”의 중국진출을 위한 준비를 서두를 것으로 예상된다. 대만서비스를 준비하고 있는 만큼 중국 진출에 대비한 컨텐츠 준비에도 크게 무리가 없을 것으로 판단된다. 다만 퍼블리셔 선정 및 세부 로컬라이징, 사전 마케팅 등을 고려했을 때 서두르더라도 다소 시간은 걸릴 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 중국시장을 가시권에 놓을 수 있는 환경이 되었다는 점만으로도 긍정적이다

무망지복(毋望之福) “트릭스터M”

자회사 엔트리브소프트가 개발하고 엔씨소프트가 퍼블리싱하는 “트릭스터M”의 성과에 대한 기대도 높아지고 있다. 엔씨소프트 고유의 MMORPG IP는 아니지만 과거 2003년부터 2014년까지 서비스된 2D 도트 그래픽과 ‘드릴 액션’으로 유명한 온라인게임으로써 오랜 기간 국내의 서비스를 통해 소프트코어 RPG 유저기반을 확보했던 게임이다. 이번 모바일버전 출시에 앞서 시작된 사전예약에서 약 1개월 만에 300만의 유저를 모았다는 점에서 시장은 놀라고 있고, 엔씨소프트 전통의 하드코어 유저들과는 결이 다른 방향의 게임이라는 점에서 성과가 주목되는 게임이다. 2020년 초 출시 계획이며, 궁극적으로 매출뿐만 아니라 유저기반 확대에도 기여할 수 있다는 점이 긍정적이다. 또한 태국, 일본 등의 시장에서도 흥행을 기록한 바가 있는 만큼 출시 후 해외시장진출도 빠른 속도로 이루어질 예정이다.

Report

BUY

| TP(12M): 1,020,000원 | CP(12월 08일): 874,000원

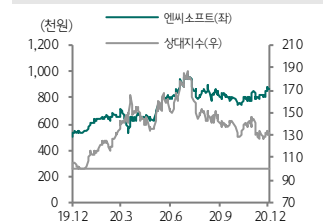
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,700.93
52주 최고/최저(원)	995,000/ 530,000
시가총액(십억원)	19,187.8
시가총액비중(%)	1.03
발행주식수(천주)	21,954.0
60일 평균 거래량(백만주)	100.8
60일 평균 거래대금(십억원)	81.3
20년 배당금(예상, 원)	5,220
20년 배당수익률(예상, %)	0.65
외국인지분율(%)	48.33
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 9인	12.00
국민연금공단	11.75
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.1 9.7 62.2
상대	(7.8) (11.3) 25.0

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,397.8	3,140.7
영업이익(십억원)	846.1	1,297.2
순이익(십억원)	644.7	966.1
EPS(원)	29,380	44,088
BPS(원)	147,460	187,932

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,715.1	1,701.2	2,429.3	3,393.6	4,043.8
영업이익	십억원	614.9	479.0	856.6	1,492.6	1,686.4
세전이익	십억원	637.3	496.2	869.7	1,480.6	1,674.4
순이익	십억원	418.2	358.2	645.0	1,109.2	1,267.8
EPS	원	19,061	16,320	29,381	50,523	57,746
증감률	%	(5.19)	(14.38)	80.03	71.96	14.30
PER	배	24.47	33.15	29.65	17.24	15.08
PBR	배	3.66	4.05	5.47	4.25	3.38
EV/EBITDA	배	14.05	19.73	17.26	9.57	7.85
ROE	%	16.44	14.72	23.18	31.09	27.27
BPS	원	127,548	133,449	159,326	204,950	257,796
DPS	원	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220



Analyst **황승택**
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA **윤예지**
02-3771-3306
yj.yoon@hanafn.com

클래식서버를 통해 확인한 “아이온” IP의 저력

5개의 클래식서버 흥행 중, 온라인 게임부문 매출증가 기여도 긍정적이거나, “아이온”이라는 IP에 대한 고객의 충성도 확인은 더욱 긍정적

2020년 11월 11일 엔씨소프트는 2008년 11월부터 서비스를 시작한 온라인게임 “아이온”의 클래식 서버를 오픈했다. 1.2버전으로 출시 초기의 콘텐츠를 재현한 클래식서버는 5대가 운영되고 있으며, 저녁시간 수천명의 대기열이 생길 정도로 흥행하고 있다. 라이브서버와는 다르게 월정액 개념의 과금제를 도입했으며 흥행성과에 힘입어 크진 않지만 매출증가에도 기여할 전망이다. 그러나, 중요한 것은 매출이 아니라 “아이온”이라는 IP에 대한 사용자들의 충성도를 재확인할 수 있었다는 점이다. 클래식 서버의 향수에 이끌려 수만명의 유저가 일거에 다시 모여 게임을 즐기고 있다는 점은 고무적이며 이르면 2021년 하반기 중 출시될 모바일게임 “아이온2”의 흥행가능성을 긍정적으로 점쳐볼 수 있는 계기가 되었다고 판단된다.

그림 1. 2021년 초 런칭 예정인 “트릭스터M”

사전예약 1개월 만에 가입자 300만 돌파, 매출 뿐만 아니라 엔씨소프트 유저 저변확대에도 긍정적 기여할 듯



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 1. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2019	2020F	2021F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
총매출액	1,701,185	2,429,273	3,393,603	731,111	538,567	585,170	574,425	716,929	881,783	820,429	974,462
성장률(%)	(0.8)	42.8	39.7	37.0	(26.3)	8.7	(1.8)	24.8	23.0	(7.0)	18.8
게임매출액	1,503,677	2,197,870	3,181,723	678,286	476,278	526,324	516,982	661,693	827,825	768,503	923,703
PC 온라인게임	456,207	460,138	455,243	113,486	103,659	120,689	122,304	116,440	111,496	114,240	113,066
모바일게임	978,584	1,678,614	2,622,473	553,160	357,145	389,633	378,676	529,251	700,327	638,261	754,634
리니지M	834,674	824,067	729,000	212,011	159,876	245,180	207,000	189,000	180,000	180,000	180,000
리니지2M	143,910	834,547	797,896	341,149	197,269	144,453	151,676	166,341	217,408	209,926	204,222
블소2 및 기타	0	20,000	1,095,576	0	0	0	20,000	173,910	302,919	248,335	370,412
기타	68,886	59,118	104,008	11,640	15,474	16,002	16,002	16,002	16,002	16,002	56,002
로열티 및 기타	197,508	231,404	211,879	52,825	62,289	58,846	57,444	55,237	53,958	51,925	50,759
영업비용	1,222,193	1,572,653	1,901,035	489,687	329,583	367,499	385,884	461,398	479,641	460,744	499,252
인건비	555,075	707,200	725,907	211,796	162,342	159,128	173,934	185,573	180,573	172,279	187,482
감가상각비	51,969	63,873	73,078	14,825	15,624	16,465	16,959	17,468	17,992	18,532	19,087
매출변동비	331,850	683,197	922,519	223,493	138,719	162,183	158,802	205,422	231,406	239,193	246,497
마케팅비	107,274	118,383	179,530	39,573	12,898	29,723	36,189	52,935	49,669	30,740	46,185
기타	176,025	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	478,992	856,621	1,492,568	241,424	208,984	217,671	188,542	255,531	402,142	359,685	475,210
성장률(%)	(22.1)	78.8	74.2	71.0	(13.4)	4.2	(13.4)	35.5	57.4	(10.6)	32.1
이익률(%)	28.2	35.3	44.0	33.0	38.8	37.2	32.8	35.6	45.6	43.8	48.8
순이익	359,314	645,508	1,110,426	195,441	158,386	152,525	139,156	189,398	299,357	267,513	354,157
이익률(%)	21.1	26.6	32.7	26.7	29.4	26.1	24.2	26.4	33.9	32.6	36.3

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715.1	1,701.2	2,429.3	3,393.6	4,043.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,429.3	3,393.6	4,043.8
판매비	1,100.2	1,222.2	1,572.7	1,901.0	2,357.4
영업이익	614.9	479.0	856.6	1,492.6	1,686.4
금융손익	25.6	38.2	22.8	20.0	20.0
종속/관계기업손익	(2.4)	(19.3)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.7)	(1.7)	(9.6)	(32.0)	(32.0)
세전이익	637.3	496.2	869.7	1,480.6	1,674.4
법인세	215.9	137.0	224.2	370.1	405.2
계속사업이익	421.5	359.2	645.5	1,110.4	1,269.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	421.5	359.2	645.5	1,110.4	1,269.2
비배주주지분 손익	3.3	1.0	0.5	1.2	1.4
지배주주순이익	418.2	358.2	645.0	1,109.2	1,267.8
지배주주지분포괄이익	76.8	262.7	675.5	1,108.4	1,266.9
NOPAT	406.6	346.7	635.8	1,119.4	1,278.3
EBITDA	642.8	531.5	916.1	1,543.0	1,728.1
성장성(%)					
매출액증가율	(2.48)	(0.81)	42.80	39.69	19.16
NOPAT증가율	(4.49)	(14.73)	83.39	76.06	14.20
EBITDA증가율	4.52	(17.31)	72.36	68.43	12.00
영업이익증가율	5.11	(22.10)	78.83	74.25	12.98
(지배주주)순이익증가율	(5.17)	(14.35)	80.07	71.97	14.30
EPS증가율	(5.19)	(14.38)	80.03	71.96	14.30
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	37.48	31.24	37.71	45.47	42.73
영업이익률	35.85	28.16	35.26	43.98	41.70
계속사업이익률	24.58	21.11	26.57	32.72	31.39

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	29,381	50,523	57,746
BPS	127,548	133,449	159,326	204,950	257,796
CFPS	29,813	25,497	42,095	68,827	77,259
EBITDAPS	29,301	24,216	41,727	70,285	78,717
SPS	78,176	77,514	110,653	154,578	184,192
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
주가지표(배)					
PER	24.47	33.15	29.65	17.24	15.08
PBR	3.66	4.05	5.47	4.25	3.38
PCR	15.65	21.22	20.69	12.65	11.27
EV/EBITDA	14.05	19.73	17.26	9.57	7.85
PSR	5.97	6.98	7.87	5.63	4.73
재무비율(%)					
ROE	16.44	14.72	23.18	31.09	27.27
ROA	12.93	11.39	17.72	24.46	21.95
ROIC	161.43	102.03	158.79	304.79	397.96
부채비율	23.64	33.21	27.70	25.74	22.27
순부채비율	(51.08)	(55.96)	(62.95)	(73.23)	(79.93)
이자보상배율(배)	184.65	56.89	55.72	74.63	84.32

자료: 하나금융투자

대차대조표

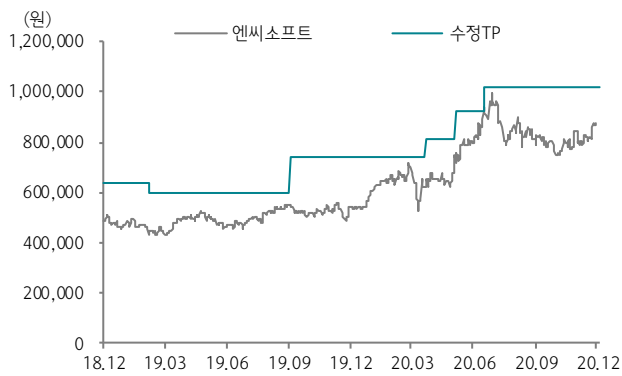
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,644.0	3,872.6	5,180.0
금융자산	1,370.2	1,772.2	2,302.9	3,370.1	4,581.6
현금성자산	185.6	303.4	1,332.2	2,399.3	3,610.9
매출채권	148.5	254.4	273.8	404.4	481.8
채고자산	1.0	2.1	2.2	3.3	3.9
기타유동자산	56.7	59.2	65.1	94.8	112.7
비유동자산	1,364.9	1,258.5	1,290.7	1,262.6	1,234.1
투자자산	951.5	746.9	799.5	821.9	835.2
금융자산	895.1	703.3	752.6	752.6	752.6
유형자산	233.9	350.4	323.8	274.3	233.4
무형자산	54.4	49.6	49.1	48.2	47.3
기타비유동자산	125.1	111.6	118.3	118.2	118.2
자산총계	2,941.3	3,346.4	3,934.7	5,135.3	6,414.2
유동부채	473.1	449.8	490.2	667.0	771.9
금융부채	155.1	42.7	43.8	59.9	69.5
매입채무	1.6	4.6	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	316.4	402.5	446.4	607.1	702.4
비유동부채	89.2	384.4	363.3	384.2	396.6
금융부채	0.0	323.6	319.5	319.5	319.5
기타비유동부채	89.2	60.8	43.8	64.7	77.1
부채총계	562.3	834.2	853.5	1,051.2	1,168.4
지배주주지분	2,367.7	2,499.2	3,067.3	4,068.9	5,229.1
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	435.5	435.8	435.8	435.8
자본조정	(428.2)	(437.8)	(438.0)	(438.0)	(438.0)
기타포괄이익누계액	188.5	108.4	145.8	145.8	145.8
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	2,912.8	3,914.4	5,074.6
비배주주지분	11.3	13.0	14.0	15.2	16.6
자본총계	2,379.0	2,512.2	3,081.3	4,084.1	5,245.7
순금융부채	(1,215.2)	(1,405.9)	(1,939.6)	(2,990.6)	(4,192.6)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	668.2	1,181.0	1,322.9
당기순이익	421.5	359.2	645.5	1,110.4	1,269.2
조정	(1)	10	9	5	4
감가상각비	27.9	52.5	59.5	50.5	41.8
외환거래손익	(11.5)	(5.6)	(5.8)	0.0	0.0
지분법손익	2.4	19.3	0.5	0.0	0.0
기타	(19.8)	(56.2)	(45.2)	(45.5)	(37.8)
영업활동 자산부채 변동	(55.5)	(70.8)	(69.3)	20.1	11.9
투자활동 현금흐름	68.3	(234.2)	474.3	(22.4)	(13.3)
투자자산감소(증가)	385.6	204.5	(52.6)	(22.4)	(13.3)
자본증가(감소)	(25.7)	(50.2)	(17.4)	0.0	0.0
기타	(291.6)	(388.5)	544.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(424.4)	(45.7)	(123.3)	(91.5)	(98.0)
금융부채증가(감소)	5.2	211.3	(3.0)	16.1	9.6
자본증가(감소)	0.0	2.9	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(274.9)	(135.3)	(13.0)	0.0	0.0
배당지급	(154.7)	(124.6)	(107.6)	(107.6)	(107.6)
현금의 증감	(1.7)	117.9	1,028.7	1,067.1	1,211.6
Unlevered CFO	654.1	559.6	924.1	1,511.0	1,696.1
Free Cash Flow	326.1	341.2	650.2	1,181.0	1,322.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.24	BUY	1,020,000		
20.5.13	BUY	920,000	-13.00%	-3.48%
20.3.30	BUY	810,000	-19.46%	-13.70%
19.9.10	BUY	740,000	-22.15%	-2.70%
19.2.13	BUY	600,000	-18.71%	-8.00%
18.11.12	BUY	640,000	-25.20%	-20.00%
18.8.14	Neutral	420,000	-0.89%	8.33%
18.7.2	Neutral	380,000	-0.73%	3.95%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.28%	6.72%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 06일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 12월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 12월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.