

2021. 9. 6



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 920,000 원

현재주가 (9.3) 622,000 원

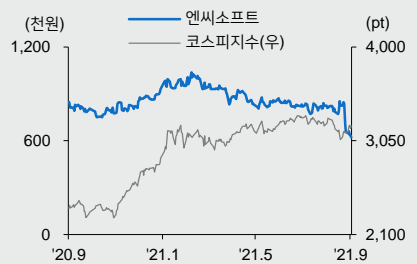
상승여력 47.9%

KOSPI	3,201.06pt
시가총액	136,554억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	47.46%
52주 최고/최저가	1,038,000원/622,000원
평균거래대금	1,197.6억원

주요주주(%)	
김택진 외 8 인	11.99
국민연금공단	9.94
넷마블	8.88

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.2	-35.3	-25.5
상대주가	-22.3	-37.7	-44.2

주가그래프



엔씨소프트 036570

끝날 때까지 끝난게 아니다

- ✓ 8월 26일 출시된 '블레이드앤소울2'의 초기 성과는 예상보다 부진했으나 끝날 때까지 끝난 것은 아님. 'B&S2'의 국내 구글플레이 게임 매출 순위는 28일 7위, 30일 4위, 9월 2일 3위, 4일 4위로 점진적으로 상승세
- ✓ 위기를 기회로. 11월 '리니지W'부터 22년 상반기 '아이온2', 'B&S2'의 해외 출시 등을 통해 실적 성장성과 기업가치 회복될 것
- ✓ 다만 '블소2'의 예상보다 못 미친 성과로 인해 2022년 매출액과 영업이익 추정치를 기존대비 각각 7.8%, 10.7% 하향한 2,99조원, 9,107억원 제시
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 92만원으로 14% 하향 조정

끝날 때까지 끝난게 아니다

엔씨소프트 주가는 연초대비 36.4% 하락, KOSPI 대비 45.1%p underperform 하고 있다. 그 이유는 1) 8월 26일 출시된 기대작, '블레이드앤소울2'의 성과가 예상보다 부진하다는 점, 2) 연초부터 문양롤백 이슈로 불거진 리니지 불매운동, win to pay 에 지친 게이머들의 변화된センチ먼트, 3) 크래프톤, 펠어비스, 카카오게임즈(라이언 하트) 등의 다양한 게임 업종의 투자 대안들이 대두되고 있다는 점 등에 근거한다.

8월 26일 출시된 '블레이드앤소울2'의 초기 성과는 예상보다 부진했으나 끝날 때까지 끝난 것은 아니다. 'B&S2'의 국내 구글플레이 게임 매출 순위는 28일 7위, 30일 4위, 9월 2일 3위로 점진적으로 상승세를 시현하고 있다. 엔씨소프트는 게이머들의 의견을 적극 반영하여 '영기' 시스템을 없애는 등 노력하고 있어 향후 순위는 좀더 상승하거나 견조하게 유지될 가능성이 있다고 판단한다.

리니지W를 서두르는 이유

엔씨소프트의 '리니지W'는 8월 19일 쇼케이스 및 사전예약이 시작되었으며 11월 출시를 목표로 준비하고 있다. 24년 리니지 시리즈를 집대성하였으며 4년 가까이 개발을 진행한 엔씨소프트의 히든 카드로 글로벌 배틀 커뮤니티 구현을 위해 글로벌 원빌드로 서비스된다. 또한 2022년에는 PC게임인 '프로젝트TL'과 새로운 모바일 게임인 '아이온2'의 출시를 준비하고 있어 신작 라인업의 빠른 가동에 근거한 실적과 기업가치 회복이 충분히 가능하다.

투자의견 Buy, 적정주가 92만원으로 하향 (참고,p3)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,701.2	479.0	358.3	16,327	-14.8	113,837	33.1	4.8	19.7	14.7	33.2
2020	2,416.2	824.8	587.4	26,756	63.3	143,098	34.8	6.5	21.0	20.8	29.8
2021E	2,310.0	480.5	402.1	18,313	-31.6	157,158	34.0	4.0	21.9	12.2	31.1
2022E	2,998.7	910.7	752.0	34,254	87.4	182,839	18.2	3.4	12.2	20.1	28.8
2023E	3,208.5	1,079.5	853.8	38,890	13.5	211,997	16.0	2.9	10.3	19.7	26.7

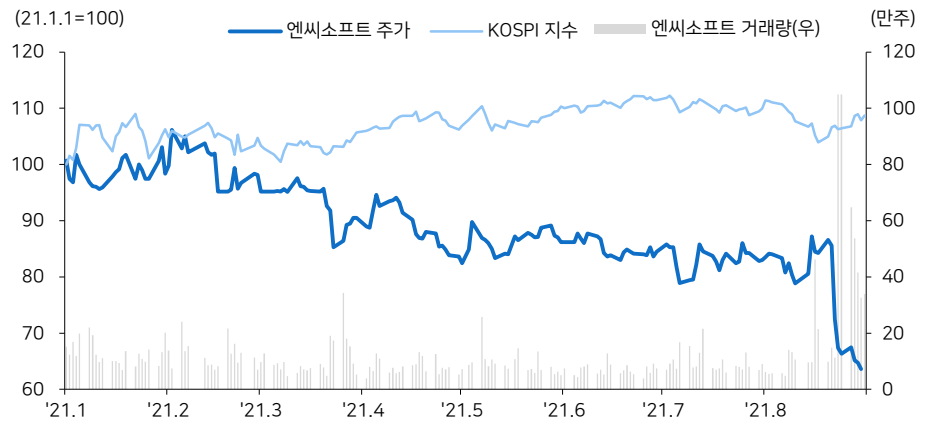
뼈아픈 '블레이드앤소울2'의 부진

그러나 끝날 때까지
끝난 건 아니다

엔씨소프트 주가는 연초대비 36.4% 하락, KOSPI 대비 45.1%p underperform 하고 있다. 그 이유는 1) 8월 26일 출시된 기대작, '블레이드앤소울2'의 성과가 예상보다 부진하다는 점, 2) 연초부터 문양물백 이슈로 불거진 리니지 불매운동, win to pay에 지친 게이머들의 변화된センチ먼트, 또한 3) 크래프톤, 펠어비스, 카카오 게임즈(라이온하트) 등의 다양한 게임 업종의 투자 대안들이 대두되고 있다는 점 등에 근거한다.

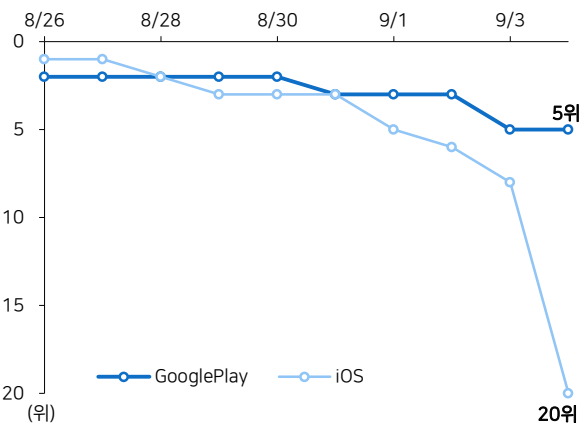
8월 26일 출시된 '블레이드앤소울2'의 초기 성과는 예상보다 부진했으나 끝날 때까지 끝난 것은 아니다. 'B&S2'의 국내 구글플레이 게임 매출 순위는 28일 7위, 30일 4위, 9월 2일 3위, 4일 4위로 점진적으로 상승세를 시현하고 있다. 엔씨소프트는 게이머들의 의견을 적극 반영하여 '영기' 시스템을 없애는 등 노력하고 있어 향후 순위는 좀더 상승하거나 견조하게 유지될 가능성이 있다고 판단한다.

그림1 엔씨소프트 주가, 연초대비 36.4% 하락한 수준



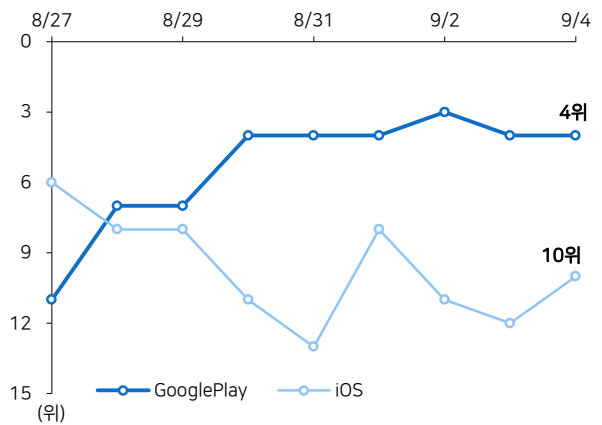
자료: wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '블레이드앤소울2' 다운로드 순위



주: 2021. 9. 4 구글플레이, iOS 게임 다운로드 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '블레이드앤소울2' 매출 순위



주: 2021. 9. 4 구글플레이, iOS 게임 매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

실적 추정치 하향 조정 불가피

투자의견 Buy 유지하나 적정주가는 92만원으로 하향 조정

'블소2'의 예상보다 못 미친 성과로 인해 2022년 매출액과 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 7.8%, 10.7% 하향한 2,992조원, 9,107억원으로 하향 조정한다. 2021년 '블소2' 매출액은 932억원(일평균 7.3억원)으로 기존 2,376억원(일평균 18.5억원) 대비 하향 조정했다. 2022년 '블소2' 매출액은 2,622억원(일평균 6.9억원)으로 추정하는데 2분기 해외출시(대만, 일본 등) 가정하였다.

'블소2'의 예상보다 못미친 성과로 인해 엔씨소프트의 신작 사이클은 오히려 빨라질 전망이다. 21년 11월 '리니지W', 2022년 상반기 '아이온2', '블소2'의 해외 확장, 그리고 '프로젝트TL'로 PC게임 라인업 확장이 예상된다. 전작들처럼 연간 1조원 이상의 수익을 창출하는 메가히트 IP의 출현은 아니더라도 꾸준한 신작 가동을 통해 매출과 이익 성장성이 회복될 수 있다.

표1 적정주가 92만원 하향 조정

	단위	2021E	2022E
매출액	(십억원)	2,310.0	2,998.2
순이익률	(%)	17.40%	25.08%
순이익	(십억원)	402.1	752.0
EPS	(원)	18,314	34,254
3yrs EPS CAGR ('20~'23)	(%)	34.4%	34.4%
22E EPS (a)	(원)		34,254
적정 PER (b)	(배)		26.7
12개월 적정주가 (a×b)	(원)		920,000
적정 시가총액	(조원)		20.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 엔씨소프트 실적 추정치 조정 내역

(십억원)		2021E	2022E
매출액	수정후	2,310.0	2,998.7
	수정전	2,424.4	3,252.9
	% diff	-4.7%	-7.8%
영업이익	수정후	480.5	910.7
	수정전	558.1	1,019.5
	% diff	-13.9%	-10.7%
지배순이익	수정후	402.1	752.0
	수정전	461.6	801.1
	% diff	-12.9%	-6.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

리니지W를 서두르는 이유

엔씨소프트 변화의 기로

엔씨소프트의 '리니지W'는 8월 19일 쇼케이스 및 사전예약이 시작되었으며 11월 출시를 목표로 준비하고 있다. '리니지W'는 24년 리니지 시리즈를 집대성하였으며 4년 가까이 개발을 진행한 엔씨소프트의 히든 카드이며 글로벌 배틀 커뮤니티 구현을 위해 글로벌 원빌드로 서비스된다. 한국형 MMO의 비즈니스 모델인 페이투윈(pay to win)과 확률형 아이템 구조를 극복하는 것이 관건이지만 리니지IP의 팬덤에 근거하여 아시아 시장에서 성공할 가능성이 꽤 높다. 또한 2022년에는 PC게임인 '프로젝트TL'과 새로운 모바일 게임인 '아이온2'의 출시를 준비하고 있어 신작 라인업의 빠른 가동에 근거한 실적과 기업가치 반등이 가능하다.

표3 엔씨소프트 분기별 실적 전망 - 꾸준한 개선 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	731.1	538.6	585.2	561.3	512.5	538.5	602.4	656.6	2,416.2	2,310.0	2,998.7
증감율(% YoY)	103.8%	31.1%	47.1%	5.2%	-29.9%	0.0%	2.9%	17.0%	42.0%	-4.4%	29.8%
PC	114.4	105.9	122.4	122.7	130.1	108.2	94.2	92.9	465.4	425.3	516.9
리니지	44.8	34.3	49.9	46.8	48.9	36.4	40.5	40.4	175.7	166.3	161.3
리니지2	26.4	25.8	26.3	26.0	26.2	24.2	22.6	22.4	104.5	95.4	88.0
아이온	10.1	8.2	8.5	18.8	23.4	19.5	16.2	14.0	45.6	73.1	55.0
블레이드앤소울	19.6	19.8	17.2	15.6	14.1	9.8	12.0	13.5	72.2	49.4	51.2
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.2	16.3	16.0	11.1	10.9	61.2	54.3	41.4
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.3
로열티	52.8	62.3	58.8	44.1	45.5	42.8	47.1	45.2	218.0	180.7	188.9
모바일	553.2	357.1	389.6	378.4	324.9	352.1	436.0	491.1	1,678.4	1,604.1	2,176.7
리니지M	212.0	159.9	245.2	211.7	172.6	134.2	170.2	175.2	828.7	652.2	580.5
리니지2M	341.1	197.3	144.5	166.7	152.2	218.0	209.4	203.1	849.6	782.8	695.6
트릭스터M	-	-	-	-	-	16.8	27.6	18.4	-	62.8	28.5
B&S2	-	-	-	-	-	-	28.8	64.4	-	93.2	262.2
리니지W	-	-	-	-	-	-	-	30.0	-	30.0	311.0
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	299.0
기타	10.7	13.3	14.3	16.1	12.0	35.4	25.1	27.4	54.4	99.9	116.1
영업비용	489.7	329.6	367.5	404.6	455.8	425.8	456.3	491.8	1,591.4	1,829.6	2,087.9
증감율(% YoY)	75.4%	17.1%	37.4%	2.7%	-6.9%	29.2%	24.2%	21.5%	30.2%	15.0%	14.1%
인건비	102.2	84.3	78.5	138.1	123.2	107.5	112.3	132.4	403.2	475.5	574.2
경상연구개발비	130.5	97.0	99.5	54.6	128.1	97.2	102.1	115.2	381.5	442.6	481.4
지급수수료	182.3	100.0	122.9	134.9	121.2	127.4	142.5	152.2	540.1	543.4	655.9
광고선전비	39.5	12.5	29.6	44.7	45.6	55.6	63.5	55.0	126.3	219.6	217.1
기타	35.1	35.8	37.0	32.4	37.6	38.1	35.9	37.0	140.3	148.5	159.3
영업이익	241.4	209.0	217.7	156.7	56.7	112.8	146.1	164.8	824.8	480.5	910.7
증감율(% YoY)	203.6%	61.5%	68.9%	11.0%	-76.5%	-46.0%	-32.9%	5.2%	72.2%	-41.7%	89.5%
OPM(%)	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	20.9%	24.3%	25.1%	34.1%	20.8%	30.4%
세전이익	255.6	216.4	212.2	119.1	92.8	123.0	138.5	157.1	803.3	511.4	964.0
지배순이익	195.5	158.2	153.2	80.6	80.9	94.4	106.2	120.5	587.4	402.1	752.0

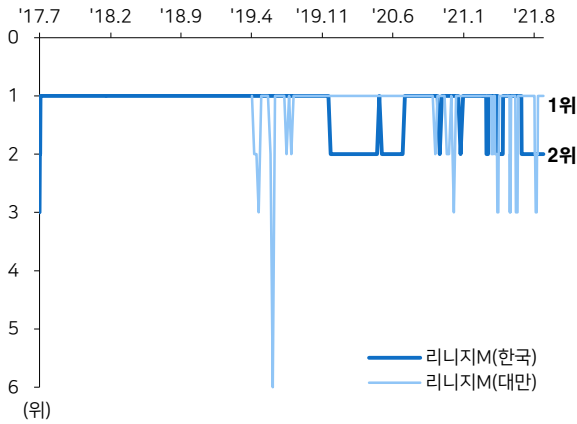
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔씨소프트 2021년 이후 게임 라인업

	1H21		2H21		2022	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	리니지2M	대만/일본	블레이드앤소울2	국내	아이온2	국내
	트릭스터M	국내	리니지W	글로벌	블레이드앤소울2	글로벌
PC/콘솔					프로젝트TL	국내

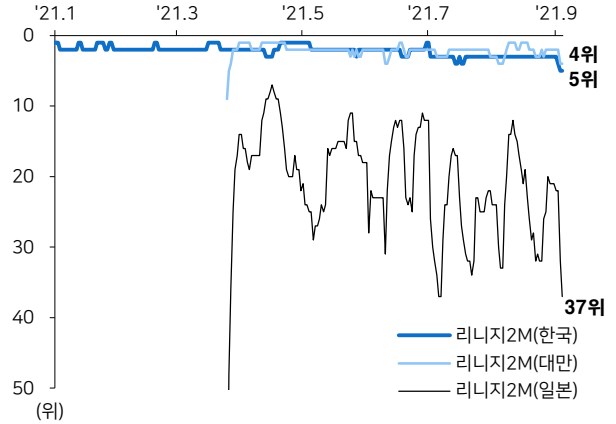
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



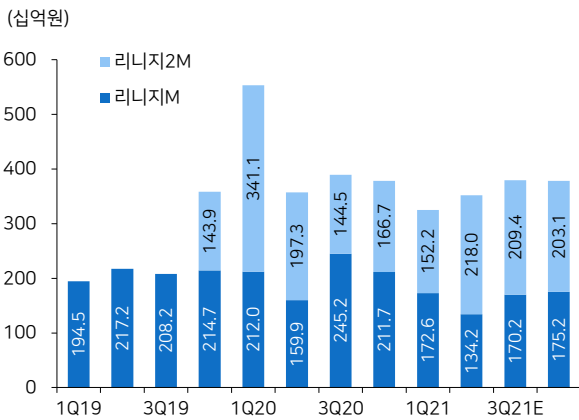
주: 2021. 9. 4 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림5 '리니지2M' 매출 순위 (한국, 대만, 일본)



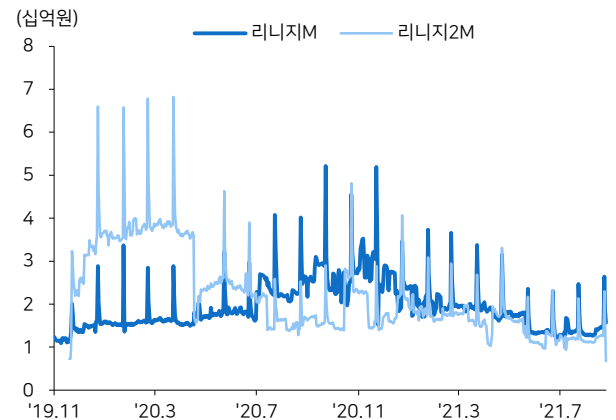
주: 2021. 9. 4 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '리니지M'과 '리니지2M' 분기 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림7 '리니지M'과 '리니지2M' 일매출 추이 (한국)



주: 2021. 9. 3 구글플레이 기준
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트(036570)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,310.0	2,998.7	3,208.5
매출액증가율 (%)	-0.8	42.0	-4.4	29.8	7.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,310.0	2,998.7	3,208.5
판매관리비	1,222.2	1,591.4	1,829.6	2,087.9	2,129.0
영업이익	479.0	824.8	480.5	910.7	1,079.5
영업이익률	28.2	34.1	20.8	30.4	33.6
금융손익	38.2	17.3	59.6	93.5	96.3
중속/관계기업손익	-19.3	-5.6	-5.7	-5.9	-6.1
기타영업외손익	-1.7	-33.3	-57.2	-40.2	-42.2
세전계속사업이익	496.2	803.3	511.4	964.0	1,094.5
법인세비용	137.0	216.6	110.2	212.1	240.8
당기순이익	359.2	586.6	401.2	751.9	853.7
지배주주지분 손이익	358.3	587.4	402.1	752.0	853.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	392.3	707.7	603.4	749.7	934.6
당기순이익(손실)	359.2	586.6	401.2	751.9	853.7
유형자산상각비	51.2	64.8	66.7	68.7	70.8
무형자산상각비	1.2	1.0	0.8	0.5	0.5
운전자본의 증감	-70.8	-45.8	85.8	14.5	15.3
투자활동 현금흐름	-234.2	-695.6	-377.4	-418.3	-470.9
유형자산의증가(CAPEX)	-51.0	-64.4	-66.4	-68.4	-70.4
투자자산의감소(증가)	204.5	-346.9	-357.3	-368.0	-379.0
재무활동 현금흐름	-45.7	-159.3	-438.3	-198.2	-208.1
차입금의 증감	211.3	-22.8	-23.4	-24.1	-24.9
자본의 증가	2.9	-2.1	-0.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	117.9	-146.2	134.9	285.6	306.2
기초현금	185.6	303.4	157.3	292.2	577.8
기말현금	303.4	157.3	292.2	577.8	884.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,648.6	3,004.9	3,383.9
현금및현금성자산	303.4	157.3	292.2	577.8	884.0
매출채권	254.4	243.0	250.3	257.8	265.6
재고자산	2.1	0.7	0.8	0.8	0.8
비유동자산	1,258.5	1,636.9	1,877.9	2,167.8	2,519.1
유형자산	350.4	368.4	479.0	622.7	809.5
무형자산	49.6	49.7	64.6	83.9	109.1
투자자산	746.9	1,093.8	1,203.2	1,323.5	1,455.9
자산총계	3,346.4	4,081.2	4,526.5	5,172.7	5,902.9
유동부채	449.8	509.3	543.5	580.6	620.9
매입채무	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	11.3	5.3	5.4	5.6	5.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	384.5	427.2	529.6	574.9	624.7
사채	249.4	249.6	257.1	264.8	272.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	834.2	936.5	1,073.2	1,155.6	1,245.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	435.5	433.4	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	108.4	278.2	289.5	289.5	289.5
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,158.3	3,722.3	4,362.7
비지배주주지분	13.0	3.1	3.1	3.1	3.1
자본총계	2,512.2	3,144.7	3,453.4	4,017.2	4,657.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	77,514	110,057	105,222	136,588	146,146
EPS(지배주주)	16,327	26,756	18,313	34,254	38,890
CFPS	25,497	41,161	27,080	45,232	51,500
EBITDAPS	24,216	40,567	24,959	44,634	52,414
BPS	113,837	143,098	157,158	182,839	211,997
DPS	5,220	8,550	12,717	16,460	17,563
배당수익률(%)	1.0	0.9	2.0	2.6	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	33.1	34.8	34.0	18.2	16.0
PCR	21.2	22.6	23.0	13.8	12.1
PSR	7.0	8.5	5.9	4.6	4.3
PBR	4.8	6.5	4.0	3.4	2.9
EBITDA	531.5	890.6	548.0	979.9	1,150.7
EV/EBITDA	19.7	21.0	21.9	12.2	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	20.8	12.2	20.1	19.7
EBITDA 이익률	31.2	36.9	23.7	32.7	35.9
부채비율	33.2	29.8	31.1	28.8	26.7
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	56.9	91.9	40.9	74.2	86.9
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	9.4	11.8	12.3
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,733.4	3,151.5	3,890.5	3,958.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.09.06	기업분석	Buy	700,000	김동희	-23.7	-12.3	
2020.01.15	산업브리프	Buy	770,000	김동희	-15.0	-6.5	
2020.03.05	기업브리프	Buy	820,000	김동희	-21.3	-8.9	
2020.05.13	기업브리프	Buy	870,000	김동희	-11.0	-6.2	
2020.06.03	산업분석	Buy	920,000	김동희	-5.1	8.2	
2020.07.08	산업브리프	Buy	1,070,000	김동희	-21.3	-7.0	
2021.01.15	산업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-19.4	-16.0	
2021.02.08	기업브리프	Buy	1,300,000	김동희	-29.8	-20.2	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-30.5	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-25.3	-18.8	
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-	-	