

엔씨소프트 (036570)

멀티플 하향도 불가피



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 박수영 suyoun.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Hold (하향)

목표주가(하향): 700,000원

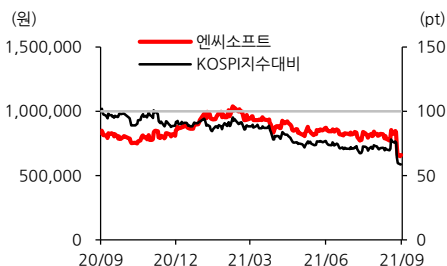
| | |
|----------------|----------------------|
| 현재 주가(8/31) | 660,000원 |
| 상승여력 | ▲6.1% |
| 시가총액 | 144,897억원 |
| 발행주식수 | 21,954천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 1,038,000 / 649,000원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 1,059.2억원 |
| 외국인 지분율 | 48.3% |
| 주주 구성 | |
| 김택진 (외 9인) | 12.0% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 9.9% |
| 넷마블 (외 1인) | 8.9% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -19.9 | -24.0 | -29.5 | -20.0 |
| 상대수익률(KOSPI) | -19.8 | -23.8 | -35.7 | -57.5 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,701 | 2,416 | 2,266 | 2,951 |
| 영업이익 | 479 | 825 | 484 | 1,018 |
| EBITDA | 531 | 891 | 587 | 1,129 |
| 지배주주순이익 | 358 | 587 | 406 | 706 |
| EPS | 16,321 | 26,756 | 18,492 | 32,179 |
| 순차입금 | -1,406 | -1,776 | -1,632 | -2,088 |
| PER | 33.1 | 34.8 | 35.7 | 20.5 |
| PBR | 4.8 | 6.5 | 4.3 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 21.0 | 21.9 | 11.0 |
| 배당수익률 | 1.0 | 0.9 | 1.3 | 1.3 |
| ROE | 14.7 | 20.8 | 12.5 | 19.6 |

주가 추이



동사의 기대 신작이었던 <블소 2>의 초기 성과는 매우 부진합니다. 당분간 모멘텀은 부재할 것으로 예상하며, 차기 신작인 <리니지 W>의 흥행 가시성이 주가 상승의 변수가 될 것으로 전망합니다.

기대치를 크게 하회한 블레이드&소울2

<블&소2>는 지난 8월 26일 출시 이후, 현재까지 매출 순위 iOS 14위, 구글 4위를 기록하고 있다. 사전예약자수 746만 명(LM 550만, L2M 738만, 오딘 400만)을 기록하면서 1~2위에 머물 것으로 예상했던 시장의 기대 대비 매우 부진한 성과다. 과금 모델이 당초 예상과 다르게 기존 리니지 시리즈와 크게 다르지 않았으며, 초기 유저들은 과도한 과금 유도에 대해 부정적인 반응을 나타냈다. 출시 이틀 만에 일부 아이템의 개편안을 발표했지만 여전히 유저 트래픽은 나아지지 않은 것으로 파악된다. 우리는 <블&소2>의 3분기와 4분기 일평균 매출액을 기존 35억 원, 30억 원에서 각각 10억 원, 8억 원으로 하향 조정한다.

기존 리니지 모바일 매출도 감소 예상, 3분기 실적 부진 전망

우리는 동사의 3분기 매출액과 영업이익으로 5467억 원, 1156억 원을 전망한다. 기존 대비 추정치를 하향한 이유는 <블&소2> 매출 부진뿐만 아니라 기존 모바일 게임들의 매출 반등도 예상보다 어려울 것으로 판단하기 때문이다. <리니지2M> 국내 매출은 <오딘>의 흥행 지속으로 인해 전분기 대비 감소할 것으로 전망되고, 일본과 대만에서의 매출도 감소가 예상된다. <리니지M> 매출도 7월 4주년 업데이트 효과로 인해 반등한 것으로 파악되지만, 그 폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

목표주가 70만 원으로 하향하고 투자의견 HOLD로 변경

동사에 대한 목표주가를 70만 원, 투자의견을 Hold로 낮춰 제시한다. 올해와 내년 예상 영업이익을 기존 대비 각각 31%, 22% 하향했다. 동사는 과거 수십년간 신작에 대한 히트레이쇼(Hit Ratio)가 매우 높다는 점 때문에 멀티플 프리미엄을 받아 왔다. 이번 흥행 부진으로 차기 신작 성과에 대한 우려감이 존재할 수 있다는 점에서 목표배수도 25배에서 22배로 하향 적용한다. 단기적으로 동사의 주가는 매출 순위 등락에 따라 변동성이 확대되겠지만, 의미있는 주가 상승은 11월 출시 예상되는 리니지W의 해외 성과가 가시화될 때 나타날 것으로 전망한다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

| | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21E | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 731.1 | 538.6 | 585.2 | 561.3 | 512.5 | 538.5 | 546.7 | 668.2 | 1,701 | 2,416 | 2,266 | 2,951 |
| YoY (%) | 103.8 | 31.1 | 47.1 | 5.2 | (29.9) | (0.0) | (6.6) | 19.0 | (0.8) | 42.0 | (6.2) | 30.2 |
| 리니지 1 | 44.8 | 34.3 | 49.9 | 46.8 | 48.9 | 36.4 | 42.3 | 43.6 | 174 | 176 | 171 | 169 |
| 리니지 2 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 | 24 | 24 | 23 | 94 | 104 | 97 | 84 |
| 아이온 | 10 | 8 | 8 | 19 | 23 | 20 | 20 | 21 | 46 | 46 | 84 | 89 |
| 블레이드앤소울 | 20 | 20 | 17 | 16 | 14 | 10 | 9 | 11 | 84 | 72 | 44 | 36 |
| 길드워 2 | 13 | 16 | 19 | 14 | 16 | 16 | 16 | 17 | 59 | 61 | 66 | 72 |
| 모바일&기타 | 572 | 381 | 412 | 397 | 343 | 376 | 375 | 421 | 1,052 | 1,762 | 1,511 | 1,685 |
| Lineage M | 212 | 160 | 245 | 212 | 173 | 134 | 153 | 162 | 835 | 829 | 622 | 567 |
| Lineage2M | 341 | 197 | 144 | 167 | 152 | 218 | 162 | 171 | 144 | 850 | 703 | 639 |
| 블&소 2M | | | | | | | 40 | 72 | | | 112 | 405 |
| 로열티 | 53 | 62 | 59 | 44 | 45 | 43 | 44 | 43 | 198 | 218 | 175 | 173 |
| 영업비용 | 490 | 330 | 367 | 405 | 456 | 426 | 431 | 470 | 1,222 | 1,591 | 1,782 | 1,932 |
| YoY (%) | 75.4 | 17.1 | 36.7 | 3.0 | (6.9) | 29.2 | 17.3 | 16.1 | 31.5 | 30.2 | 12.0 | 8.4 |
| 인건비 | 212 | 162 | 159 | 185 | 233 | 186 | 205 | 215 | 555 | 718 | 838 | 894 |
| 지급수수료 | 223 | 139 | 162 | 158 | 147 | 161 | 149 | 170 | 332 | 548 | 488 | 547 |
| 마케팅비 | 39.6 | 12.9 | 29.7 | 44.8 | 55.0 | 55.6 | 58.4 | 64.2 | 107 | 127 | 233 | 252 |
| 영업이익 | 241.4 | 209.0 | 217.7 | 156.7 | 56.7 | 112.8 | 115.6 | 198.6 | 479 | 825 | 484 | 1,018 |
| YoY (%) | 203.6 | 61.5 | 68.9 | 11.0 | (76.5) | (46.0) | (46.9) | 26.7 | (39.1) | 72.2 | (41.4) | 110.6 |
| 영업이익률 (%) | 33.0 | 38.8 | 37.2 | 27.9 | 11.1 | 20.9 | 21.1 | 29.7 | 28.2 | 34.1 | 21.3 | 34.5 |
| 당기순이익 | 195 | 158 | 153 | 80 | 80 | 94 | 86 | 145 | 359 | 587 | 405 | 706 |
| 순이익률 (%) | 26.6 | 29.4 | 26.1 | 14.3 | 15.6 | 17.5 | 15.7 | 21.7 | 21.1 | 24.3 | 17.9 | 23.9 |

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,715 | 1,701 | 2,416 | 2,266 | 2,951 |
| 매출총이익 | 1,715 | 1,701 | 2,416 | 2,266 | 2,951 |
| 영업이익 | 615 | 479 | 825 | 484 | 1,018 |
| EBITDA | 643 | 531 | 891 | 587 | 1,129 |
| 순이자손익 | 38 | 29 | 26 | 29 | 26 |
| 외화관련손익 | 16 | 22 | -14 | -11 | -25 |
| 지분법손익 | -2 | -19 | -6 | 17 | -1 |
| 세전계속사업손익 | 637 | 496 | 803 | 532 | 981 |
| 당기순이익 | 421 | 359 | 587 | 405 | 706 |
| 지배주주순이익 | 418 | 358 | 587 | 406 | 706 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | -2.5 | -0.8 | 42.0 | -6.2 | 30.2 |
| 영업이익 | 5.1 | -22.1 | 72.2 | -41.4 | 110.6 |
| EBITDA | 4.5 | -17.3 | 67.6 | -34.1 | 92.5 |
| 순이익 | -5.1 | -14.8 | 63.3 | -30.9 | 74.4 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 | 35.9 | 28.2 | 34.1 | 21.3 | 34.5 |
| EBITDA 이익률 | 37.5 | 31.2 | 36.9 | 25.9 | 38.3 |
| 세전이익률 | 37.2 | 29.2 | 33.2 | 23.5 | 33.3 |
| 순이익률 | 24.6 | 21.1 | 24.3 | 17.9 | 23.9 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 353 | 392 | 708 | 403 | 778 |
| 당기순이익 | 421 | 359 | 587 | 405 | 706 |
| 자산상각비 | 28 | 52 | 66 | 103 | 111 |
| 운전자본증감 | -56 | -71 | -46 | 24 | -47 |
| 매출채권 감소(증가) | 45 | -106 | 11 | 40 | -90 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | -1 | 3 | 3 | 39 | 35 |
| 투자현금흐름 | 68 | -234 | -696 | 49 | -204 |
| 유형자산처분(취득) | -26 | -50 | -62 | -171 | -79 |
| 무형자산 감소(증가) | -4 | -3 | 0 | 1 | -2 |
| 투자자산 감소(증가) | 125 | -177 | -600 | 257 | -70 |
| 재무현금흐름 | -424 | -46 | -159 | -199 | -188 |
| 차입금의 증가(감소) | 5 | 86 | -40 | -23 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -155 | -125 | -108 | -176 | -188 |
| 배당금의 지급 | -155 | -125 | -108 | -176 | -188 |
| 총현금흐름 | 654 | 560 | 904 | 504 | 825 |
| (-)운전자본증감(감소) | 115 | 20 | -51 | 86 | 47 |
| (-)설비투자 | 27 | 51 | 64 | 171 | 79 |
| (+)자산매각 | -3 | -2 | 2 | 1 | -2 |
| Free Cash Flow | 509 | 486 | 892 | 248 | 698 |
| (-)기타투자 | -33 | 55 | 130 | -73 | 54 |
| 잉여현금 | 542 | 432 | 762 | 321 | 644 |
| NOPLAT | 407 | 347 | 602 | 369 | 733 |
| (+) Dep | 28 | 52 | 66 | 103 | 111 |
| (-)운전자본투자 | 115 | 20 | -51 | 86 | 47 |
| (-)Capex | 27 | 51 | 64 | 171 | 79 |
| OpFCF | 292 | 328 | 654 | 215 | 718 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,576 | 2,088 | 2,444 | 2,420 | 2,969 |
| 현금성자산 | 1,370 | 1,772 | 2,119 | 2,135 | 2,591 |
| 매출채권 | 152 | 257 | 275 | 226 | 316 |
| 재고자산 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 1,365 | 1,259 | 1,637 | 1,948 | 1,970 |
| 투자자산 | 1,077 | 859 | 1,212 | 1,297 | 1,350 |
| 유형자산 | 234 | 350 | 368 | 606 | 575 |
| 무형자산 | 54 | 50 | 50 | 45 | 45 |
| 자산총계 | 2,941 | 3,346 | 4,081 | 4,368 | 4,939 |
| 유동부채 | 473 | 450 | 509 | 534 | 580 |
| 매입채무 | 27 | 50 | 80 | 89 | 124 |
| 유동성이자부채 | 155 | 43 | 42 | 192 | 192 |
| 비유동부채 | 89 | 384 | 427 | 477 | 484 |
| 비유동이자부채 | 0 | 324 | 301 | 310 | 310 |
| 부채총계 | 562 | 834 | 937 | 1,012 | 1,064 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 433 | 436 | 433 | 433 | 433 |
| 이익잉여금 | 2,164 | 2,382 | 2,857 | 3,069 | 3,588 |
| 자본조정 | -240 | -329 | -160 | -160 | -160 |
| 자기주식 | -431 | -431 | -431 | -431 | -431 |
| 자본총계 | 2,379 | 2,512 | 3,145 | 3,357 | 3,875 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 19,061 | 16,321 | 26,756 | 18,492 | 32,179 |
| BPS | 107,923 | 113,836 | 143,098 | 152,773 | 176,402 |
| DPS | 6,050 | 5,220 | 8,550 | 8,550 | 8,550 |
| CFPS | 29,813 | 25,498 | 41,161 | 22,962 | 37,582 |
| ROA(%) | 12.9 | 11.4 | 15.8 | 9.6 | 15.2 |
| ROE(%) | 16.4 | 14.7 | 20.8 | 12.5 | 19.6 |
| ROIC(%) | N/A | 71.4 | 115.4 | 53.4 | 84.3 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 24.5 | 33.1 | 34.8 | 35.7 | 20.5 |
| PBR | 4.3 | 4.8 | 6.5 | 4.3 | 3.7 |
| PSR | 6.0 | 7.0 | 8.5 | 6.4 | 4.9 |
| PCR | 15.6 | 21.2 | 22.6 | 28.7 | 17.6 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 19.7 | 21.0 | 21.9 | 11.0 |
| 배당수익률 | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 1.3 | 1.3 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 23.6 | 33.2 | 29.8 | 30.1 | 27.5 |
| Net debt/Equity | -51.1 | -56.0 | -56.5 | -48.6 | -53.9 |
| Net debt/EBITDA | -189.0 | -264.5 | -199.4 | -278.2 | -184.9 |
| 유동비율 | 333.2 | 464.2 | 479.9 | 453.0 | 512.1 |
| 이자보상배율(배) | 184.7 | 56.9 | 91.9 | 41.1 | 83.4 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 15.5 | 16.5 | 13.6 | 20.0 | 18.3 |
| 현금+투자자산 | 84.5 | 83.5 | 86.4 | 80.0 | 81.7 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 6.1 | 12.7 | 9.8 | 13.0 | 11.5 |
| 자기자본 | 93.9 | 87.3 | 90.2 | 87.0 | 88.5 |

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 9월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2016.08.12 | 2019.11.15 | 2019.11.25 | 2020.01.13 | 2020.02.13 | 2020.03.10 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 660,000 | 660,000 | 750,000 | 800,000 | 800,000 |
| 일 시 | 2020.04.01 | 2020.05.13 | 2020.06.30 | 2020.08.14 | 2020.10.13 | 2020.11.17 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 800,000 | 900,000 | 1,200,000 | 1,200,000 | 1,100,000 | 1,100,000 |
| 일 시 | 2020.12.15 | 2021.07.27 | 2021.08.12 | 2021.09.01 | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Hold | | |
| 목표가격 | 1,100,000 | 1,050,000 | 1,000,000 | 700,000 | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|-----------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2020.01.13 | Buy | 750,000 | -14.43 | -10.40 |
| 2020.02.13 | Buy | 800,000 | -18.68 | -6.63 |
| 2020.05.13 | Buy | 900,000 | -9.20 | 4.78 |
| 2020.06.30 | Buy | 1,200,000 | -29.67 | -17.08 |
| 2020.10.13 | Buy | 1,100,000 | -20.58 | -5.64 |
| 2021.07.27 | Buy | 1,050,000 | -22.28 | -19.90 |
| 2021.08.12 | Buy | 1,000,000 | -22.96 | -14.70 |
| 2021.09.01 | Hold | 700,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 06월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 96.1% | 3.9% | 0.0% | 100.0% |