



엔씨소프트 (036570)

집행검에 NFT가 붙으면?

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (상향)

목표주가(상향): 1,100,000원

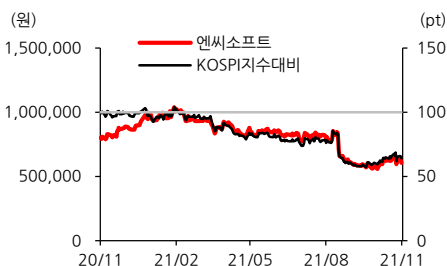
현재 주가(11/11)	786,000원
상승여력	▲39.9%
시가총액	172,559억원
발행주식수	21,954천주
52 주 최고가 / 최저가	1,038,000 / 558,000원
90 일 일평균 거래대금	2,287.34억원
외국인 지분율	43.7%
주주 구성	
김택식 (외 9인)	12.0%
넷마블 (외 1인)	8.9%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	36.0	-0.5	-7.5	-1.9
상대수익률(KOSPI)	37.0	8.7	1.3	-19.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,701	2,416	2,361	3,957
영업이익	479	825	547	1,578
EBITDA	531	891	650	1,692
지배주주순이익	358	587	480	1,071
EPS	16,321	26,756	21,842	48,802
순차입금	-1,406	-1,776	-1,674	-2,458
PER	33.1	34.8	36.0	16.1
PBR	4.8	6.5	5.0	4.0
EV/EBITDA	19.7	21.0	24.0	8.7
배당수익률	1.0	0.9	1.1	1.1
ROE	14.7	20.8	14.6	27.7

주가 추이



동사의 3분기 실적은 시장 기대치를 하회했습니다. 하지만, 11월 출시된 리니지 W의 글로벌 성과는 예상을 크게 상회하고, NFT를 접목한 신작 출시도 내년에 예정되어 있습니다.

3분기 실적은 시장 기대치 하회

동사의 3분기 실적은 매출액 5006억 원, 영업이익 963억 원을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 24% 하회했다. 8월 출시된 <블&소2> 성과가 부진했는데, 일평균 매출 6억 원 수준에 그쳤다. 4주년 업데이트를 진행한 <리니지M> 일평균 매출은 16억 원으로 전분기 14억 원 대비 증가했고, <리니지2M>은 17억 원으로 감소했다. 리니지1 매출액은 클래식 서버 오픈 연기로 사업활동 공백이 생김에 따라 전분기 대비 20% 감소했다. 인건비와 마케팅비는 전분기와 유사한 수준을 나타냈으며, 이를 통해 영업이익률은 19.2%를 기록했다.

리니지W, 사상 최대 매출과 지표 기록 중

동사의 4분기와 내년 실적은 11월 글로벌 지역에 출시된 <리니지W>의 대규모 흥행 성과가 반영되며 큰 폭의 성장을 나타낼 것으로 전망한다. <리니지W>의 일주일 간 일평균 매출은 120억 원 수준으로 파악되고, 기존 과거의 게임과는 다르게 동접자수와 트래픽이 출시 이후 지속 상승하고 있다는 점은 고무적이다. 내년 2분기 미국, 유럽을 포함한 2권역 출시가 예정되어있는데, 그동안 서구권 지역에서 보여주지 못한 성과가 나타나면 리레이팅 요인이 될 것으로 판단한다. 한편, 동사는 NFT와 블록체인 시스템을 도입한 게임을 글로벌 시장에 론칭한다고 공개하며, 기술적인 검토가 완료된 상황이라고 밝혔다(2p 참고).

목표주가 110만 원으로 상향하고 투자의견 BUY로 변경

동사에 대한 목표주가를 글로벌 신작 흥행 성과를 반영해 110만 원으로 상향한다. 내년 예상 EPS에 목표배수 22배를 적용했다. 동사는 지난 8월 기대작이었던 <블&소2> 흥행 부진으로 이익 성장이 제한적이었던 만큼 당사는 Hold 투자의견을 제시했었다. 그러나, 이번 <리니지W>의 성과는 역대 동사의 게임 중 최고 수준을 기록하고 있고, 유저 확대와 글로벌 지역 확장 전략을 확인시켜줬다. 이는 동사의 멀티플 할인 요인을 제거하는 요인이라고 판단해 투자의견을 Buy로 상향한다.

MMORPG의 최대 약점은 출시 초반 매출 및 트래픽이 피크라는 것이다. 하지만, P2E 시스템을 접목하면 라이프사이클은 길어질 수 있다고 판단한다. 최근 위메이드의 <미르 4>가 보여줬던 기록이 사례가 될 수 있다.

리니지 집행검에 NFT가 붙으면? 우리는 P2E의 태생은 리니지라고 판단한다. 즉, 게임 내에서 획득한 자산의 가치를 유저들에게 현실로 체감하게 해준 최초의 게임은 리니지 만한게 없다. 결국 동사는 NFT 도입으로 아이템매니아, 아이템베이 같은 게임 자산 거래소를 자체적으로 운영하게 될 것으로 예상하는데, 이 거래 트래픽은 동사가 압도적으로 높을 수 밖에 없다고 판단한다. 또한, NFT가 도입되면 유저들 입장에서 캐릭터/아이템을 거래할 때 소유권이 보장된다. 그래서 캐릭터 판매 후 회수해가는 사기 리스크를 없애주기 때문에 현실 빈도와 규모가 더 커질 것으로 예상된다.

[표1] 엔씨소프트의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

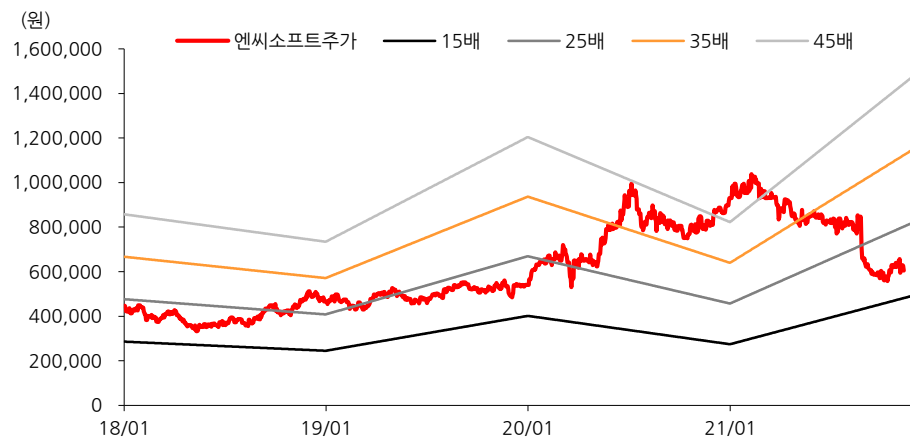
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	731.1	538.6	585.2	561.3	512.5	538.5	500.6	809.2	1,701	2,416	2,361	3,957
YoY (%)	103.8	31.1	47.1	5.2	(29.9)	(0.0)	(14.4)	44.2	(0.8)	42.0	(2.3)	67.6
리니지 1	44.8	34.3	49.9	46.8	48.9	36.4	29.1	42.3	174	176	157	148
리니지 2	26	26	26	26	26	24	25	26	94	104	102	102
아이온	10	8	8	19	23	20	18	18	46	46	79	79
블레이드앤소울	20	20	17	16	14	10	10	11	84	72	46	36
길드워 2	13	16	19	14	16	16	19	18	59	61	70	72
모바일&기타	572	381	412	397	343	376	353	348	1,052	1,762	1,414	1,435
Lineage M	212	160	245	212	173	134	150	131	835	829	588	432
Lineage2M	341	197	144	167	152	218	158	156	144	850	684	524
블&소 2M							23	45			68	405
리니지 W								285			285	1,620
로열티	53	62	59	44	45	43	41	43	198	218	172	173
영업비용	490	330	367	405	456	426	404	528	1,222	1,591	1,814	2,380
YoY (%)	75.4	17.1	36.7	3.0	(6.9)	29.2	10.0	30.4	31.5	30.2	14.0	31.2
인건비	212	162	159	185	233	186	175	192	555	718	785	816
지급수수료	223	139	162	158	147	161	152	243	508	683	703	1,187
마케팅비	39.6	12.9	29.7	44.8	55.0	55.6	53.9	70.1	107	127	235	275
영업이익	241.4	209.0	217.7	156.7	56.7	112.8	96.3	281.5	479	825	547	1,578
YoY (%)	203.6	61.5	68.9	11.0	(76.5)	(46.0)	(55.8)	79.6	(22.1)	72.2	(33.7)	188.3
영업이익률 (%)	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	20.9	19.2	34.8	28.2	34.1	23.2	39.9
당기순이익	195	158	153	80	80	94	99	206	359	587	479	1,071
순이익률 (%)	26.6	29.4	26.1	14.3	15.6	17.5	19.9	25.4	21.1	24.3	20.3	27.1

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

동사에 대한 목표주가를 올해와 내년 예상 영업이익을 기존 대비 각각 34%, 55% 상향해 110만 원으로 제시한다. 내년 예상 EPS에 목표배수 22배를 적용했다. 동사는 지난 8월 기대작이었던 <블&소2> 흥행 부진으로 이익 성장이 제한적이었던 만큼 당사는 Hold 투자의견을 제시했었다. 그러나, 이번 <리니지W>의 성과는 역대 동사의 게임 중 최고 수준을 기록하고 있고, 유저 확대와 글로벌 지역 확장 전략을 확인시켜줬다. 이는 동사의 멀티플 할인 요인을 제거하는 요인이라고 판단해 투자의견을 Buy로 상향한다.

동사의 주가는 11일 급등했지만, 한국과 대만에서의 <리니지W> 흥행 성과와 내년 상반기 서구권 지역 출시로 인해 실적 성장 기대감이 높아졌고, 내년부터 순차적으로 출시될 신작들도 블록체인 기반 P2E 시스템을 도입한 게임으로 출시될 가능성을 고려하면 주가의 추가 상승여력은 높다고 판단한다.

[그림1] 엔씨소프트의 12개월 선행 PER 밴드 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,715	1,701	2,416	2,361	3,957
매출총이익	1,715	1,701	2,416	2,361	3,957
영업이익	615	479	825	547	1,578
EBITDA	643	531	891	650	1,692
순이자손익	38	29	26	29	26
외화관련손익	16	22	-14	-11	-25
지분법손익	-2	-19	-6	17	-1
세전계속사업손익	637	496	803	632	1,531
당기순이익	421	359	587	479	1,071
지배주주순이익	418	358	587	480	1,071
증가율(%)					
매출액	-2.5	-0.8	42.0	-2.3	67.6
영업이익	5.1	-22.1	72.2	-33.7	188.3
EBITDA	4.5	-17.3	67.6	-27.0	160.2
순이익	-5.1	-14.8	63.3	-18.4	123.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	35.9	28.2	34.1	23.2	39.9
EBITDA 이익률	37.5	31.2	36.9	27.5	42.8
세전이익률	37.2	29.2	33.2	26.8	38.7
순이익률	24.6	21.1	24.3	20.3	27.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	353	392	708	448	1,132
당기순이익	421	359	587	479	1,071
자산상각비	28	52	66	103	114
운전자본증감	-56	-71	-46	-5	-61
매출채권 감소(증가)	45	-106	11	-8	-113
재고자산 감소(증가)	0	-1	0	-1	0
매입채무 증가(감소)	-1	3	3	58	44
투자현금흐름	68	-234	-696	47	-231
유형자산처분(취득)	-26	-50	-62	-174	-106
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	578	1,193
(-)운전자본증감(감소)	115	20	-51	115	61
(-)설비투자	27	51	64	174	106
(+)자산매각	-3	-2	2	1	-2
Free Cash Flow	509	486	892	290	1,025
(-)기타투자	-33	55	130	-73	54
잉여현금	542	432	762	363	972
NOPLAT	407	347	602	414	1,105
(+) Dep	28	52	66	103	114
(-)운전자본투자	115	20	-51	115	61
(-)Capex	27	51	64	174	106
OpFCF	292	328	654	228	1,052

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,576	2,088	2,444	2,510	3,410
현금성자산	1,370	1,772	2,119	2,177	2,961
매출채권	152	257	275	274	387
재고자산	1	2	1	1	2
비유동자산	1,365	1,259	1,637	1,950	1,996
투자자산	1,077	859	1,212	1,297	1,350
유형자산	234	350	368	608	601
무형자산	54	50	50	45	45
자산총계	2,941	3,346	4,081	4,461	5,406
유동부채	473	450	509	553	608
매입채무	27	50	80	107	152
유동성이자부채	155	43	42	192	192
비유동부채	89	384	427	477	484
비유동이자부채	0	324	301	310	310
부채총계	562	834	937	1,031	1,092
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	436	433	433	433
이익잉여금	2,164	2,382	2,857	3,143	4,026
자본조정	-240	-329	-160	-160	-160
자기주식	-431	-431	-431	-431	-431
자본총계	2,379	2,512	3,145	3,430	4,314

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	19,061	16,321	26,756	21,842	48,802
BPS	107,923	113,836	143,098	156,123	196,375
DPS	6,050	5,220	8,550	8,550	8,550
CFPS	29,813	25,498	41,161	26,315	54,363
ROA(%)	12.9	11.4	15.8	11.2	21.7
ROE(%)	16.4	14.7	20.8	14.6	27.7
ROIC(%)	#VALUE!	71.4	115.4	58.7	120.0
Multiples(x, %)					
PER	24.5	33.1	34.8	36.0	16.1
PBR	4.3	4.8	6.5	5.0	4.0
PSR	6.0	7.0	8.5	7.3	4.4
PCR	15.6	21.2	22.6	29.9	14.5
EV/EBITDA	14.0	19.7	21.0	24.0	8.7
배당수익률	1.3	1.0	0.9	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	23.6	33.2	29.8	30.0	25.3
Net debt/Equity	-51.1	-56.0	-56.5	-48.8	-57.0
Net debt/EBITDA	-189.0	-264.5	-199.4	-257.4	-145.2
유동비율	333.2	464.2	479.9	453.9	561.2
이자보상배율(배)	184.7	56.9	91.9	46.5	129.3
자산구조(%)					
투하자본	15.5	16.5	13.6	20.4	18.1
현금+투자자산	84.5	83.5	86.4	79.6	81.9
자본구조(%)					
차입금	6.1	12.7	9.8	12.8	10.4
자기자본	93.9	87.3	90.2	87.2	89.6

[Compliance Notice]

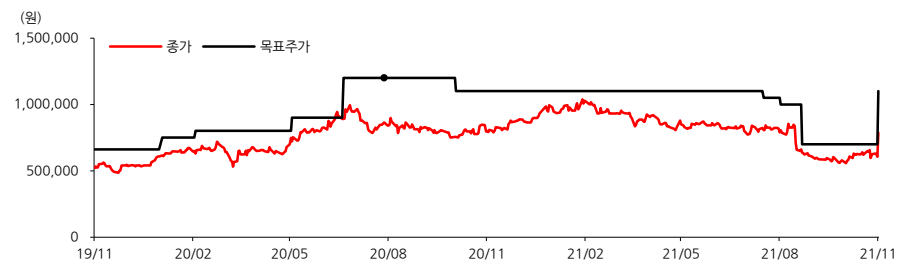
(공표일: 2021년 11월 11일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엔씨소프트의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.11.15	2019.11.25	2020.01.13	2020.02.13	2020.03.10
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		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
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	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	2021.11.11	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	
목표 가격	1,100,000	1,050,000	1,000,000	700,000	1,100,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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	-13.37	-6.14
2021.11.11	Buy	1,100,000		

[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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 전

당사는 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%