2021. 4. 5

엔씨소프트 (036570.KQ)	단기 주가 상승	중장기 주가 상승	단기 주가 하락	목표주가 1,080,000원
Analyst 이종원	단기 주가 박스권	High risk / High return	Attention	현재주가 885,000원 (상승여력:22.0%)

1년만의 TP 상향: 롤백보단 고(高)백(Back)할 타임!

87만원 -> 108만원 상향: 새로운 성장 전략이 필요했던 인내의 시간

'20년 상반기 당사는 엔씨소프트에 대한 투자의견 HOLD, 목표주가 87만원을 제시한 바 있다. '20년 상반기를 기점으로 동사에 대한 시장의 컨센서스 목표주가는 120만원 이상으로 급하게 상향 변경되였으나, 당사는 이는 다소 빠른 목표주가 상향이라 판단했다. 그 이유는 '20년 연초 이후 외국인 투자가 집중되며, 이미 글로벌 대표 Peer그룹들과의 밸류에이션 격차('19년 11월 기준 PER 14배 수준->'20년 1분기 기준 컨센 PER 25배 이상 수준에서 형성)가 상당부분 해소되었고, 미세하게 리니지2M의 일별 트랙픽 감소추이가 감지됐기 때문이다. 리니지2M 출시 이후 동사 주가는 일별 매출액과 트래픽의 상승기조와 함께 천천히 움직인 바 있다.

1Q20 실적발표 후, 주가는 4분기 이후 출시되는 IP의 막연한 흥행기대감에 근거, 신작트래픽의 하락 움직임을 무시하고 급하게 우상향을 지속했다. 이에 시그널과 실적을 무시하고 주가가 레벨업 하기는 쉽지 않다 판단했다. **이제는 다소의 시간이 흘러 새로운 전략을 수립할 시간이 왔고, '21년 4월을 비중확대 시점으로 제시한다. 주가는 연초 수준으로 회귀한 반면 신작 출시 일정은 6월까지 넉넉하게 이어지고 있다. 미래 실적과 현 주가 수준의 괴리감에 근거, 모멘텀을 받을 만한 구간이라 판단된다.**

향후 주가 방향키는? 블레이드앤소울2 + LM라인업 흥행세 유지

모바일 라인업 증가로 외형이 단기간 급성장하면서 새로운 성장 전략이 필요한 지점에 도달했다. 리니지M과 리니지2M의 국내매출은 출시 후 4분기가 지남에 따라 하향 안정화 구간에 진입했다. 국내 MMORPG 성장에는 한계에 봉착했기 때문에 적극적인 해외 시장 공략이 반드시 필요한 시점이다. 3월 24일 일본과 대만에서 리니지2M이 출시되었고, 상반기내 트릭스터M의 출시가 예정되어 있다. 주요 라인업인 트릭스터M(한국), 리니지2M(일본/대만), 블소2(한국) 등 런칭 일정이 모두 연내 실적 가시권에 들어왔다. 향후 주가 상승을 극대화하기 위한 피크 이벤트는 블레이드앤소울2(이하 블소2)의 국내 출시가 될 것이다. 블소2는 2월9일 사전예약에 들어갔고, 사전예약 기간이 대략 3~4개월내 인점을 감안 시 출시 일정은 대략 5월 중순 이후가 될 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,715.1	614.9	637.3	421.5	19,061	-5.2	642.8	24.5	14.0	4.3	16.4
2019	1,701.3	479.1	496.2	359.3	16,320	-14.4	531.2	33.1	21.1	4.8	14.7
2020	2,416.2	824.8	803.3	587.4	26,756	63.9	890.6	34.8	21.0	6.5	20.8
2021F	2,736.4	1137.6	1150.4	846.7	38,567	44.1	1202.6	22.7	17.6	5.5	24.2

자료 : 엔씨소프트, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

선발부터 중간계투, 마무리까지 FULL 라인업 대기 중

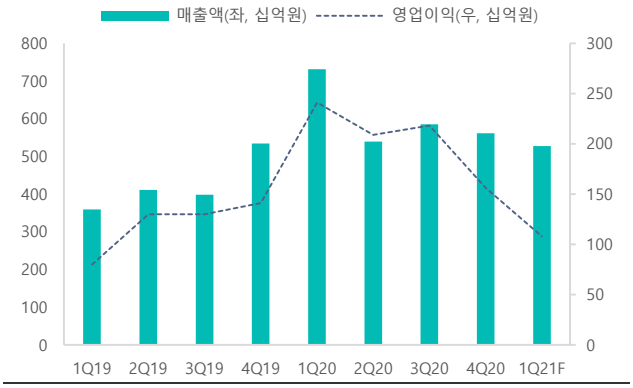
당사는 '20년 상반기 엔씨소프트에 대한 중장기 HOLD 의견을 제시한 바 있다. 이제 대략 4분기가 지나가는 '21년 4월을 적절한 비중확대 시점으로 판단한다. 신작 출시 스케쥴은 상반기까지 넉넉하게 준비되어 있다. 주가 역시 실적 턴어라운드 이슈 이외, 이벤트 모멘텀 확대에 따른 시장의 관심을 받을 구간이다. 리니지2M 해외 진출로 상반기내 출시예정인 블소2의 해외 성과에 대한 센티멘탈도 강화될 것이다.

올해 출시 예정 신작 라인업은 트릭스터M(1H21), 블레이드앤소울2(1H21), 아이온2(2H21)로 예상된다. '트릭스터M'은 '03년에 출시, '14년까지 서비스했던 '트릭스터' IP를 엔씨소프트 자회사인 엔트리브소프트가 모바일로 컨버전된 게임이다. '21년 3월 26일 출시 예정이었으나 게임내 밸런스 조정으로 일정이 연기되었으며, 2Q21내 런칭이 유력해 보인다. 주요 라인업대비 대박 가능성이 높지는 않다. 하지만 사전예약자가 예상보다 많아('20년 10월 사전예약 시작, 300만 이상 사전예약자 모집) 매출 증가에 대한 눈높이가 상향된 상황이다.

'21년 3월 24일 일본과 대만에서 '리니지2M' 서비스를 시작했다. 리니지2M은 일본/대만 출시 목표로 1/8부터 사전예약에 들어갔고, 사전예약 수요만 대만 300만명, 일본 200만명을 돌파했다. 대만에선 기존 출시된 전작 '리니지M'이 매출 1위에 등극한 바 있다. 리니지2M의 일본/대만 사전예약자도 일주일만에 120만명을 돌파했다. 대만은 출시 후 iOS 다운로드 최고 순위1위를 시현하였으며 매출순위는 5위권내로 안착했다. 일본 다운로드 순위는 출시 후 5위권내로 유지되었으나, 기대했던 매출 순위는 30위 수준에 머물며 다소 소강상태를 나타내고 있다.

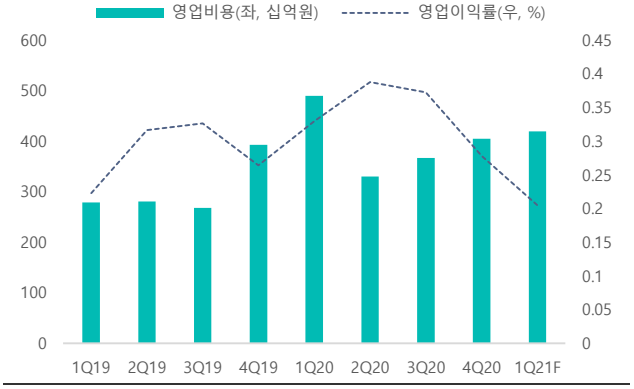
향후 주가의 핵심 키팩터인 '블소2'의 경우, 20시간안에 사전예약자수 200만명을 돌파했다. 블소2는 2월 9일 쇼케이스를 진행했으며 이후 사전예약자수가 400만명을 넘어섰다. 이는 현재 매출 순위 2위를 기록하고 있는 리니지2M의 출시전과 매우 유사한 페이스다. 사전예약자수 증가속도는 리니지2M보다 좀 더 빠른 속도로, 블소2는 게임 타켓층이 리니지보다 다양한 편이다. 따라서 리니지2M에 비해 매출 등락폭이 크지 않을 것으로 전망된다. 4월22일 사전 캐릭터 생성을 개시할 예정이며 리니지2M의 해외 진출 타임라인 감안 시, 블소2 역시 '22년부터 적극적인 해외 진출 모멘텀을 형성할 것으로 전망된다.

[그림1] 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 상상인증권

[그림2] 분기별 OPM 추이



자료: 엔씨소프트, 상상인증권

너무 높았던 시장 눈높이, 진짜 레벨업 시점은 3분기부터

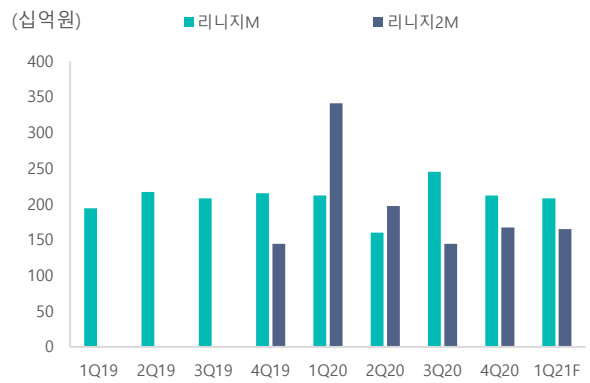
1Q20 실적은 매출액 5,274억원(YoY -27.3%, QoQ -5.3%), 영업이익 1,081억원(YoY -55.1%, QoQ -30.7%)을 예상한다. 1분기 실적은 대규모 인센티브 지급 영향으로 시장 컨센서스(1,550억원)를 하회할 것으로 전망된다. '21년 1분기 실적은 리니지2M의 역기저 및 신작 런칭 직전 마케팅이 집중 집행되는 시기이고 전직원 대상 특별 인센티브(400억원 수준)도 지급된다. 1분기 리니지2M의 대만 및 일본 런칭과 블소2, 그리고 트릭스터M 런칭까지 주요 게임 라인업의 출시가 몰려 있어 마케팅 비용 상승에 따른 영업이익 감익이 예상된다. 그러나 실망할 필요는 없다. 시장의 눈높이는 1분기 감익이슈보다, 신작 흥행 성과가 온기 반영되는 3분기 영업이익에 포커싱 될 것이기 때문이다.

'21년 온기매출은 리니지M 8,030억원, 리니지2M 7,329억원으로 전망된다. 블소2의 출시 직후 1분기 일평균 매출액은 전작인 리니지2M과 유사한 약 37억원 수준으로 예상되며, '21년 온기 매출액은 5,900억원 수준으로 전망된다. 리니지 IP 기반 라인업의 매출 기조가 견조하게 유지되고 있다. 기존 게임의 매출이 안정적으로 유지되고 있어, 신작 출시에 따른 탑라인 상향과 밸류에이션 레벨업이 현실화될 전망이다.

리니지2M, 아이온2, 블소2등 기대작 라인업의 국내 출시 이후 순차적인 해외 런칭 로테이션도 진행될 예정이다. 리니지2M의 일본/대만 론칭이 직접 퍼블리싱으로 이어지면서 종전 해외진출과 달리 매출 기여도 상향이 예상되며 신작인 블소2의 매출도 반영된다. 실적이 상향 안정화되는 시기는 2개분기 내외로, 기술한 사항 감안 시 온기 매출상승률은 역대 최고 수준을 나타낼 전망이다.

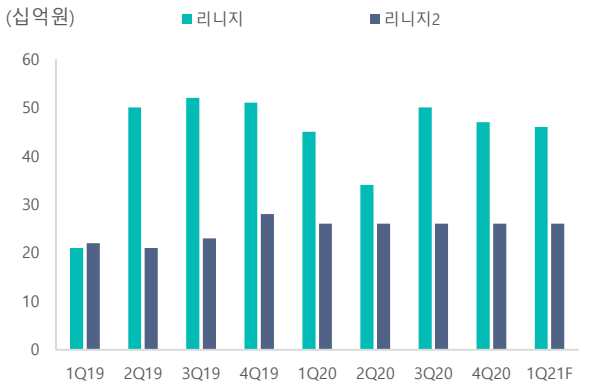
결론적으로 '21년은 리니지2M의 해외 런칭 및 신작 게임 출시로 포트폴리오의 다양화와 탑라인의 점프업이 예상된다. 아시아 권역 확장, 블소2 국내 출시 등 상반기 주요 이벤트들이 몰려 있다. 타임라인 감안 시 3분기부터 관련 성과가 Fully 반영될 것으로 예상된다. 기존 라인업의 해외 출시, 신규 포트폴리오 확장으로 글로벌 Peer Group과의 밸류에이션 격차는 점차 축소될 것이다.

[그림3] 주요 모바일 라인업 매출추이



자료: 엔씨소프트, 상상인증권

[그림4] 주요 온라인 라인업 매출추이



자료: 엔씨소프트, 상상인증권

목표주가 87만원 ->108만원으로 상향: 트레이딩 or 중장기 성장관점 모두 좋은시점

적정주가는 '21년 추정 EPS에 Target PER 27배(글로벌 Peer Group: 블리자드, 스퀘어에닉스, EA, 닌텐도, 텐센트 등의 '21년 평균치)를 적용해 108만원으로 산출했다. 기존 추정 주가 87만원 대비 23% 상향된 내용이다. 온기 최대 관심작인 블소2는 기존 신작들의 사전예약 기간을 고려 시 늦어도 6월내 출시가 전망된다. 리니지2M의 해외 반응이 호의적일 경우, 블소2의 해외 출시에 대한 흥행 기대감도 주가 센티멘탈에 긍정적 영향을 미칠 것이다. 현재 주가는 중단기 리스크 요인인 확률형 아이템 공개 이슈, 롤백 이벤트 불성실 응대 및 출시 예정작의 지연 이슈로 지지부진한 흐름을 형성하고 있다.

기존 플레이어들은 실제로 높은 등급 아이템이 나올 확률이 매우 낮은 환경에도 아이템을 구매하고 있어 확률 공개가 실적에 미치는 제한적이다. 때문에 관련 이슈가 지속 부각되고 있으나 리스크가 주는 실익은 장기적으로는 크지 않을 전망이다. 롤백 이슈는 기업의 신뢰하락 및 로열티를 담보한 헤비유저의 잠재적 이탈 등 센티멘탈 리스크가 남아있다. 이 부분에 대해서는 사측의 적극적인 해결 의지가 반드시 필요하다고 판단된다.

당사는 지난 '20년 1분기, 미세하게 리니지2M의 일별 트랙픽 감소추이가 감지되기 시작한 시점에서 HOLD 의견을 제시하며 보수적인 종목 대응을 권고한 바 있다. 당시 시장은 당장에라도 120만원을 돌파할 수 있을 만큼 센티멘탈이 강화되며, 주가 상승 기대감도 상향되던 분위기였으나 실제 주가는 주요 라인업의 트래픽 감소에 따른 지속적인 하향세를 나타냈다. 그러나 지금은 정반대의 상황에 놓여 있다.

확률형 아이템 확률 공개 및 롤백 환불, 출시 지연 노이즈, 인센티브를 위시로 한 비용상승 이슈가 부각되며 센티멘탈이 흔들리고 있다. 당사는 주가의 상향 눈높이가 정체되어 있는 현 시점이 역으로 주가 비중을 확대할 전략적 기회라 판단된다. 단기 리스크 확대로 센티멘탈이 약해진 지금, 주가는 연초 수준으로 희귀했다. 주가 조정은 매수 기회로 판단되며 주가 하락 시 분할 매수 관점의 전략적 공략을 권고한다.

※ 주요 리스크요인 쟁점 및 점검

국회에서 사행성 조장 등의 이유로 '확률형 아이템'의 확률을 공개해야 한다는 법안 발의. 아이템 획득 확률 공개 문제는 유럽, 일본 등 주요 지역에선 이미 규제 움직임을 보이고 있는 사안. 다만 국내 시장만을 놓고 봤을 때 확률형 아이템 관련 리스크는 상대적으로 제한적. 자율규제안에 따라 아이템 관련 확률을 일정 수준 공개 중이며, 플레이어들은 좋은 등급 아이템의 낮은 생성 확률을 일정 수준 인지하고 있는 상황. 관련 이슈로 게임 불매운동이 고조되기 시작한 2월 이후 리니지M 이용자 현황을 보면 '20년 4분기 대비 큰 변화는 없는 것으로 추정. 다만 롤백(게임 세상의 시간을 며칠 뒤로 돌리는) 결정 후 헤비유저의 로열티가 하향될 우려는 점증 중. 해당 이슈는 지난 1월 리니지M 업데이트 문제등으로 '롤백'을 진행했는데 롤백이 된 후 거금을 들여 구매했던 아이템이 소멸되게 됨. 이에 대한 사측의 응대에 대한 유저의 불만이 지속되고 있으며 빠른 시일내 적극적인 고객 응대와 진화가 필요한 상황. 오랫동안 쌓아온 고객(유저)과의 신뢰단절 및 헤비 이용자의 이탈 등 심리적 리스크가 확대될 수 있기 때문

Stock Data

KOSDAQ(3/5)	926.2pt
시가총액	2,027 억원
발행주식수	24,134 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	9,420/2,480 원
90 일 일평균거래대금	84 억원
외국인 지분율	0.9%
배당수익률(20.12E)	-0.1%
BPS(20.12E)	7,901 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-1.448	-6.448	9.801	34.909
상대수익률	-2.8	-11.5	-4.6	-36.0

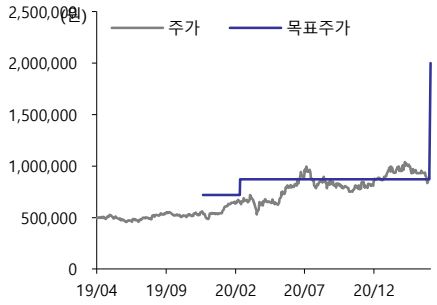
주주구성

김택진 (외 9 인)	12.0%
국민연금공단 (외 1 인)	11.4%
넷마블 (외 1 인)	8.9%

Stock Price



엔씨소프트 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2020.04.05	중장기주가상승	1,080,000원	1년	-	-

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:이종원)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		0.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		85.7%	
		단기 주가 하락		0.0%	
		단기 주가 박스권		7.1%	
		High risk/High return		0.0%	
		Attention		7.1%	
		합계		100.0%	