

엔씨소프트
(036570.KS)

Analyst 이종원

투자의견: 매수(유지)

목표주가: 720,000원(유지) / 현재주가: 608,000원(상승여력 : 18.4%)

PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce
----------	----------	------------	-------------------

하이엔드 게임 시장의 최강자, 실적 개선세는 지속된다

하드코어 RPG 기반의 강력한 성장력 확대 중

글로벌 게임 시장이 PC기반 MMORPG 수준의 고 사양 하이엔드 게임으로 재편되고 있고, 헤비유저의 시장참여도가 점증하고 있다. 동사는 글로벌 시장에서 하드코어 RPG 부문의 경쟁력을 담보하고 있는 몇 안되는 업체이다. 현재 동사의 기존 히트 IP 중 일부만 모바일로 컨버전이 되어있고, 블레이드앤소울 아이온 등 히트게임의 모바일화도 지속될 전망이다. 블레이드앤소울과 아이온이 글로벌 시장에서 보다 큰 성과를 거둘 수 있는 IP라는 점에서 동사의 장기적인 성장성은 여전히 긍정적이다.

리니지M의 안정적인 성과와 점증하는 리니지2M의 매출블룸

동사는 모바일 유료게임차트 1,2위를 '리니지' IP로 채우고 있으며 이에 따른 급격한 실적 상승이 전망된다. 리니지M은 '19년 4분기 일평균 20억원 이상의 일매출을 올렸을 것으로 추정되며, 리니지2M의 경우 '19년 4분기 일평균 35억원 이상의 매출을 달성했을 것으로 전망된다. '리니지2M' 오픈 당일 열린 서버 숫자는 130개로 과거 '리니지M'과 동일한 수준이지만, 서버당 수용인원은 2~3배 정도 많았기에 리니지M의 초창기 성과를 크게 상회하는 수익기조를 실현할 것으로 전망된다. 때문에 다소 보수적인 추정치를 대입하더라도 리니지2M의 전체 매출은 900억원 이상을 시현했을 것으로 판단되며, 리니지2M의 '20년 중반기 이후 일평균 국내 매출액은 최소 25억원 이상을 시현할 것으로 전망된다.

하드코어 RPG에서 가장 중요한 요소, 안정적인 '게임 밸런스' 구현으로 성장성 확대

하드코어 RPG의 특성상 최고수준의 게임난이도와 더불어 혈맹대전 및 보상이라는 게임내 성장과 유관된 라이프 밸런스가 핵심 요인인데, 이러한 게임내 시장경제와 밸런스 퀄리티의 장기적인 유지보수가 가능한 독보적인 업체는 엔씨소프트라고 판단된다. MMO게임류의 라이프 밸런스는 게임 유저들을 장기간 게임내에 체류하게 만드는 핵심적인 요인으로 작용한다. 미드코어 게임과 달리 게임 총이용시간(체류시간)이 매우 중요한 하드코어 장르의 특성상 해당 IP의 장기적인 수명과 수익을 담보한다는 측면에서 매우 중요하며, 현재 일평균 사용시간 순위에서 리니지2M은 견고하게 1위를 나타내고 있어 게임내 라이프 밸런스가 상당부분 안정적인 단계에 접어들었다고 판단된다. 신작게임 출시 후 동사 주가의 상승 흐름은 매출 성장속도에 비해 다소 더디게 진행되었다. 그 이유는 수급을 주도하는 주체들이 신작 출시를 단순히 신규 유저가 유입되고 증가하는 루틴한 과정으로 보았고, 기존 IP와의 카니발리제이션을 더 우려했기 때문이다. 그러나 리니지2M 출시 이후 리니지M의 이용 현황은 리니지2M 출시 전과 큰 차이를 나타내고 있지 않으며, 이를 기반으로 최근 외국인, 기관을 위시로 한 중장기적 관점의 안정적인 수급이 나타나고 있다. 탑라인의 긍정적인 성장 흐름과 함께 주가의 상승흐름은 상반기 내 지속될 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
2019E	1,646.3	500.5	542.8	388.3	17,620	-7.6	544.2	31.8	20.2	4.7	15.5
2020E	2,217.8	868.5	890.5	697.3	34,272	94.5	911.0	14.2	9.3	3.5	24.3

자료 : 엔씨소프트, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

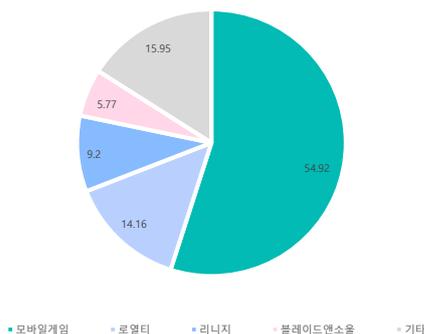
유저가 오랫동안 체류하는 게임의 묘: 현실감 있는 '라이프 발란스'의 최적화가 핵심요인

리니지 프랜차이즈의 PC 기반 성과와 마찬가지로 기존 리니지M 유저들의 동게임에 대한 로열티는 확고하다. 이 때문에 리니지M과 리니지2M의 카니발리제이션 우려는 점차 감소되며 그에 반하는 흥행 원투펀치로서의 기대감이 증폭되고 있다. 리니지M은 '19년 4분기 20억원 수준의 매출을 올렸을 것으로 추정되며, 리니지2M의 경우 일평균 35억원 이상의 매출을 달성했을 것으로 전망된다. 따라서 다소 보수적인 추정치를 대입하더라도 리니지2M의 매출은 900억원 이상을 시현했을 것으로 판단되며, 리니지2M의 '20년 중반기 이후 일평균 매출은 25억원 수준 이상을 나타낼 것으로 전망된다.

필자가 과거 개발자로서 모바일 게임이나 PC기반의 온라인 게임을 개발했을 때, 게임의 흥행성패를 좌우하는 가장 핵심적인 요인은 게임내 '라이프 발란스'를 얼마만큼 안정감있게 현실적으로 잘 구현했느냐가 관건이었다. 하드코어 RPG의 특성상 최고수준의 게임난이도를 장기적으로 끌고가기 위해서는 종족간 스탯-밸런스와 PvP, 혈맹대전 및 보상이라는 게임내 라이프 및 경제 발란스가 핵심 요소가 되는데, 이러한 게임내 경제체제와 라이프발란스의 장기적인 유지보수가 가능한 업체는 국내외를 막론하고 엔씨소프트가 독보적이라고 판단된다. 그간 리니지 프랜차이즈가 여타 하드코어 RPG 대비 통련할 수 있는 기반에는 게임내 캐릭터 성장 속도와 캐릭터 육성과 관련된 콘텐츠 소비 및 경제체제가 균형감 있게 녹아들었기 때문이라고 판단된다. 동사는 기술적인 측면에서도 심리스 오픈월드, 충돌처리 엔진기반의 안정감 있는 구현 등 디바이스의 한계를 끌어올린 기술력을 리니지2M을 통해 지속적으로 보여주고 있다. MMO 게임에서 라이프 발란스와 물리엔진의 기술력은 하드코어 성향의 게임 유저들을 장기간 게임내에 체류하게 만드는 핵심적인 요인으로 작용한다. 게임 총이용시간(체류시간)이 매우 중요한 하드코어 게임의 이러한 특징 때문에 게임내 안정적인 라이프 발란스가 해당 IP의 장기적인 수명과 수익을 담보한다는 측면에서 여타 게임대비 더 중요하게 살펴보아야 하는 부분이다. 현재 일 평균 사용시간 순위에서 리니지2M은 견고하게 1위를 나타내고 있어 라이프발란스 측면에서 준수한 관리 능력을 보여주고 있다고 판단된다.

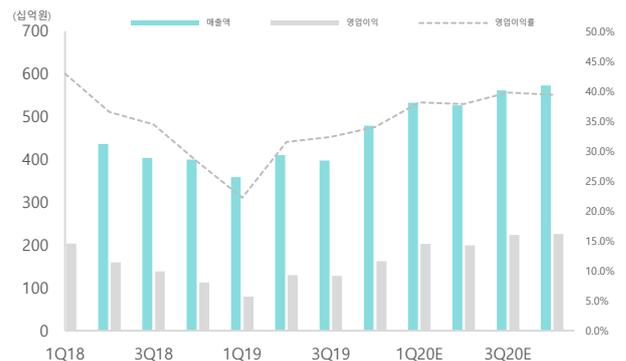
동사는 리니지2M도 있지만 향후 기존 IP들의 안정적인 매출 시현이 예상된다. 이러한 흐름에 힘입어 동사 PC 게임의 국내 매출 역시 전분기 대비 상승기조를 나타낼 것으로 전망된다. 리니지1은 리마스터 효과가 지속되고 있어 '19년 4분기에도 전분기와 유사한 매출 수준이 예상되며, 리니지2는 과금 체계 전환 및 대규모 업데이트에 따른 트래픽의 확장 효과가 발생이 기대된다. 리니지M 역시 '19년 11월부터 업데이트 이벤트를 진행하고 있어 4분기 매출액은 전분기 수준에서 견조하게 유지될 것으로 판단된다. 따라서 거의 유일한 리스크 요인으로 부각되었던 신작 출시에 따른 기존 게임과의 카니발리제이션 우려감은 단발적인 기우에 그칠 것으로 전망된다. 리니지M의 경우 출시 후 2년이 넘는 시간 동안 기타 신작 출시에도 꾸준한 매출을 기록했고, 기존 PC기반 리니지1과 리니지2 사이에도 확연히 다른 유저 층을 기반으로 견조한 매출기조를 유지 중이다.

[그림1] 엔씨소프트 게임별 매출비중



자료: 엔씨소프트, 상상인증권

[그림2] 엔씨소프트 분기별 예상수익 추이



자료: 엔씨소프트, 상상인증권

게임 총 이용시간 1위를 바탕으로, 실적과 주가상승의 연동 흐름 가속화될 전망

리니지2M의 해외 출시는 '20년 7월경 일본 대만 등 기존 흥행 로컬내 아시아권 출시를 최우선으로 가정하고 있다. 때문에 최근 주가 수급이 많이 개선되고 있지만, 리니지M 출시 직전 평균PER(약 19배 수준) 및 Peer그룹 대비 아직도 저평가 상태라고 판단한다. 리니지2M의 글로벌 진출과 함께 아이온 후속작 출시 일정으로 동사에 대한 투자 모멘텀은 올해 하반기까지 유지될 것으로 전망된다. 글로벌 모바일 게임시장은 PC기반 MMORPG 수준의 고 사양 하이엔드 게임으로 재편되고 있으며, 이에 대한 개발력을 보유한 동사의 게임들로 유저 집중 현상은 더 강화 될 전망이다. 동사는' 20~21년을 목표로 PC/콘솔 신작인 프로젝트TL의 CBT와 아이온 후속작의 출시를 진행 예정이다. 과거 PC 신작들이 유의미한 흥행을 시현할 때마다 밸류에이션 확대가 나타났다는 점을 감안 시, CBT 반응 및 출시일정 가시화 여부에 따라 추가적인 주가 리레이팅이 가능할 전망이다.

동사가 20년간 흔들림없이 성장할 수 있는 배경은 전작인 오리지널 리니지의 장기 흥행성과가 있었기에 가능했다. 리니지를 기반으로 출시된 전작인 리니지M 역시 3년에 가까운 시간동안 모바일 게임 매출 1위를 시현해왔다. 후속작인 리니지2M과 함께 동사의 리니지 기반의 모바일 프랜차이즈는 구글플레이 인기순위 1,2위를 독식하는 모습을 보여주고 있다. 다만 신작게임 출시 후 동사 주가는 매출 성장속도에 비해 다소 더디게 진행되었다. 그 이유는 수급을 주도하는 주체들이 신작 출시를 단순히 신규 유저가 유입되고 증가하는 과정으로 보았고, 기존 IP와의 카니발리제이션을 보다 우려했기 때문이다. 이 때문에 리니지2M 출시 후 차익매물과 실망매물이 함께 출회되었고 주가의 변동성이 다소 확대되었다. 그러나 리니지2M 출시 이후 리니지M의 이용 현황은 리니지2M 출시 전과 큰 차이를 나타내지 않았다.

결과적으로 리니지 프랜차이즈의 PC 기반 성과와 마찬가지로 기존 리니지M 유저들의 동게임에 대한 로열티는 확고했다. 이 때문에 리니지M과 리니지2M의 카니발리제이션 우려는 감소, 흥행 원투펀치 기대감은 증폭되며 외국인, 기관을 위시로 한 중장기적 관점의 수급 공급이 지속되고 있다. 따라서 리니지2M의 국내 출시 성과가 올해 1분기까지 긍정적인 페이스를 유지한다면 해외 출시에 대한 기대감이 2분기 이후에는 본격적으로 주가에 반영되며, 탑라인 성장 지속과 함께 주가의 장기적인 상승 가능성은 더 높아질 것으로 판단된다.

[도표1] 유료게임 총 이용시간 순위: 독보적이고 안정적인 경쟁력 담보

순위	앱명	마켓 카테고리	업종
1	 리니지2M NCSOFT Corporation	롤플레이	롤플레이게임
2	 리니지M NCSOFT Corporation	롤플레이	롤플레이게임
3	 V4 NEXON Company	롤플레이	롤플레이게임
4	 피망 뉴맞고 : 고스톱으로 대한민국 1등 NEOWIZ corp	카드	카지노게임
5	 배틀그라운드 PUBG CORPORATION	액션	슈팅게임

자료: 모바일인덱스, 상상인증권

리니지2M 흥행모멘텀의 장기화 예상, 상반기 추가흐름은 더욱 좋아질 것

동사는 올해 상반기 리니지2M을 바탕으로 빠른 해외진출을 모색할 것으로 보이고, 늦어도 하반기에는 일본을 위시로 한 글로벌 진출이 현실화될 것으로 판단된다. 전작인 '리니지'를 기반으로 한 리니지M의 경우 아시아권 일부 국가를 제외하고는 성공을 담보하기 어렵다는 한계가 있었다. 그러나 리니지2M은 전작의 인기를 근간으로 한 글로벌 출시 모멘텀이 주가의 강력한 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. 향후 남은 IP게임들의 출시를 통해 신작 모멘텀은 상당기간 지속될 것으로 전망되며 기존 실적은 안정적으로 유지되면서 탑라인의 성장은 더욱 확대될 가능성이 높다고 판단된다.

결론적으로 리니지2M의 글로벌 진출(일본, 대만 등 기존 흥행로컬)과 아이온 후속작 출시 일정으로 동사의 투자 모멘텀은 '20년 하반기까지 안정적으로 유지될 것으로 판단된다. 모바일 게임시장은 PC기반 MMORPG 수준의 고 사양 하이엔드 게임으로 급격하게 재편되고 있으며, 이에 대한 개발력을 보유한 동사의 게임들로 유저 집중 현상은 더 강화될 전망이다. 전작IP에 대한 높은 매출의존도는 동사의 밸류에이션 가치를 훼손하는 요인으로 작용해왔다. 그러나 신작 출시로 이러한 우려는 크게 완화되고 있고, 리니지M과 2M의 연속 흥란으로 국내를 기반으로 해외 기반의 탑라인 성장도 긍정적이다. 향후 큰 공백 없는 지속적인 실적성장과 포트폴리오 다각화가 기대된다.

단기 성과로서는 리니지2M이 온기로 반영되는 올해 1분기 시장의 예상을 크게 상회하는 최대규모의 영업이익을 달성할 전망이다. 기술한 바와 같이 동사는 중장기적으로도 유망종목이라는 판단이며 리니지2의 성과가 '19년 4분기부터 본격적으로 반영되며 추가측면의 단기 업사이드룸도 더 확장될 전망이다. 이를 기반으로 최근 외국인, 기관을 위시로 한 중장기적 관점의 안정적인 수급이 공급되고 있으며, 탑라인 성장과 함께 주가의 상승흐름은 상반기 내 지속될 것으로 전망된다. 현재 밸류에이션과 신작 흥행성과를 감안하여 '20년 상반기 Top Pick 종목으로 제시하며 긍정적인 투자스탠스와 함께 기존 목표주가와 투자 의견을 유지한다.

Stock Data

KOSPI(1/9)	2,186.5pt
시가총액	133,480억원
발행주식수	21,954 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	608,000/424,500 원
90 일 일평균거래대금	431 억원
외국인 지분율	50.8%
배당수익률(19.12E)	1.06%
BPS(19.12E)	119,609원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	12.3	12.5	25.4	28.1
상대수익률	13.6	6.5	24.2	30.1

주주구성

김택진 (외 8 인)	12.0%
국민연금공단	11.95 %
넷마블	8.88 %

Stock Price



