



BUY(Maintain)

목표주가: 650,000원
주가(11/14): 526,000원
시가총액: 115,478억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/14)	2,139.23pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	552,000원	430,500원
등락률	-4.7%	22.2%
수익률	절대	상대
	1M	-1.9%
	6M	5.2%
	1Y	11.1%
		8.4%

Company Data

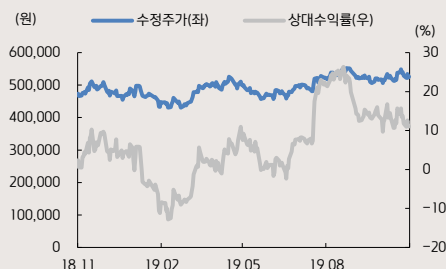
발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	49.9%
배당수익률(19E)	1.2%
BPS(19E)	120,939원
주요 주주	김택진 외 7인 12.0%
	국민연금공단 11.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,637.3	2,374.9
영업이익	585.0	614.9	472.9	879.6
EBITDA	615.0	642.8	501.2	904.2
세전이익	610.2	637.3	540.8	938.5
순이익	444.0	421.5	416.4	722.7
지배주주지분순이익	441.0	418.2	413.2	717.0
EPS(원)	20,104	19,061	18,827	32,660
증감률(% YoY)	61.9	-5.2	-1.2	73.5
PER(배)	22.3	24.5	27.8	16.0
PBR(배)	3.61	4.32	4.32	3.54
EV/EBITDA(배)	13.7	14.0	19.9	10.5
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.9	37.0
ROE(%)	19.1	16.4	16.5	24.3
순차입금비율(%)	-51.1	-51.1	-56.6	-61.9

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

성공 History에 대한 상기가 필요할 때



엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 3,978억원(QoQ, -3.2%), 영업이익 1,289억원(QoQ, -0.4%)를 기록하면서 기대치를 상회하였습니다. 리니지M의 매출이 일정 수준 유지되었고 PC게임의 반등이 있었으며 인건비 일회성 요인 제거 때문입니다. 올해 최고 기대작인 리니지2M의 출시가 11월 27일에 이루어지는 가운데 동사의 성공 History에 대한 상기가 필요한 시점입니다.

>>> 3Q Review: 유지되는 리니지M, 반등하는 PC매출

엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 3,978억원(QoQ, -3.2%), 영업이익 1,289억원(QoQ, -0.4%)를 기록하면서 당사 예상치를 상회하는 실적을 거두었다. 매출에서 가장 큰 부분을 차지하는 리니지M은 일평균 23억원 수준(전분기 24억원)을 달성하며 소폭 낮아졌지만 안정적인 흐름을 이어갔다. 다만, 로열티 매출은 불소:레볼루션 및 대만 리니지M의 부진으로 감소하였다. PC 리니지1은 리마스터 출시효과가 이번 분기까지 이어졌으며 리니지2도 대규모 업데이트와 과금체계 변화로 매출이 증가하였다. 비용적인 측면에서는 인건비가 일회성 비용 및 복리후생비 감소로 크게 낮아졌으며 마케팅비용도 감소함에 따라 이익이 전분기와 비슷한 수준을 기록하였다.

4Q에도 기존 주요 게임들의 성과는 유지될 것으로 전망된다. 리니지M의 트래픽이 최근 출시된 경쟁작들에 영향을 전혀 받지 않고 있고 업데이트가 진행됨에 따라 리니지2M이 출시된다고 하더라도 큰 흔들림 없는 성과가 예상된다. PC 리니지1은 리마스터 출시의 성과가 지속될 것으로 전망됨에 따라 로열티 매출과 PC리니지2를 제외한 성과 확대가 기대된다.

>>> 엔씨소프트라는 브랜드의 대표작 성공 History를 상기

11월 27일에 출시되는 리니지2M은 현재 사전예약자 700만명 이상을 바탕으로 기대치를 확대하고 있다. 리니지M과 PC리니지2에 대한 카니발 우려는 존재하지만 실적발표에서 리니지M과 리니지2M 사전예약자 유저층이 다르게 나타나고 있다고 밝힘에 따라 기존 리니지M 매출에 대한 큰 우려를 할 필요는 없다. 관건은 리니지2M의 성과 수준이다. 당사에서는 리니지2M의 첫 달 일평균 매출을 21억원으로 추정하고 있다. 사전예약자가 역대 최고 수준을 기록함에 따라 직전 보고서 대비 3억원 높게 추정하였다.

최근 경쟁작이었던 V4가 높은 기대에 못 미치는 성과를 보여주어 불확실성에 우려가 높아졌다. 하지만 엔씨소프트에서 대표작으로 내세우는 IP게임들은 대부분 일정 수준 이상의 성과를 거두었다는 것을 상기할 필요가 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 650,000원 유지

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	475	436	404	400	359	411	398	470	1,715	1,637	2,375
게임 매출액	391	344	352	346	301	359	354	427	1,434	1,441	2,211
리니지	28	42	40	39	21	50	52	51	150	174	190
리니지 2	14	13	16	21	22	21	23	13	64	79	67
아이온	19	16	16	13	12	12	13	15	63	53	53
블레이드앤소울	34	31	30	25	23	21	21	23	120	88	78
길드워 2(확장팩)	24	20	21	16	16	16	15	17	80	65	63
기타(모바일,신작)	272	222	229	233	207	239	229	308	957	982	1,760
로열티 매출액	84	92	52	53	57	52	44	43	282	196	164
영업비용	271	277	265	287	279	281	269	335	1,100	1,164	1,495
인건비	125	147	129	136	143	126	116	140	536	525	598
매출변동비	87	71	73	77	65	77	73	105	307	321	559
마케팅비	11	15	17	16	19	24	23	30	58	96	110
감가상각비	7	7	8	7	12	13	13	12	49	51	51
기타	42	38	39	52	40	41	44	49	149	172	177
영업이익	204	160	139	113	80	129	129	135	615	473	880
영업이익률	43%	37%	34%	28%	22%	32%	32%	29%	36%	29%	37%
YOY											
매출액	98%	68.8%	-44%	-25%	-24%	-6%	-1%	18%	-2.5%	-4.5%	45%
영업비용	30%	25.3%	-34%	-17%	3%	2%	2%	17%	-6.3%	5.8%	28%
영업이익	570%	324.6%	-58%	-41%	-61%	-19%	-7%	20%	5.1%	-23.1%	86%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2019년 11월 27일
블소 S	Mobile	MMORPG	해외 선출시, 2020년
프로젝트 TL	PC/Consol	MMORPG	2020년 상반기 CBT
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 M	Mobile	MMORPG	미정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

3Q 실적 및 컨센서스(단위: 십억원, %)

	3Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	3Q 실적	전분기대비	3Q 추정치	추정치대비	3Q 추정치	컨센서스대비
매출액	398	-3.2	397	0.3	398	0.0
영업이익	129	-0.4	108	19.4	114	13.2
당기순이익	114	-2.8	89	28.1	107	6.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 현재 '엔씨소프트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

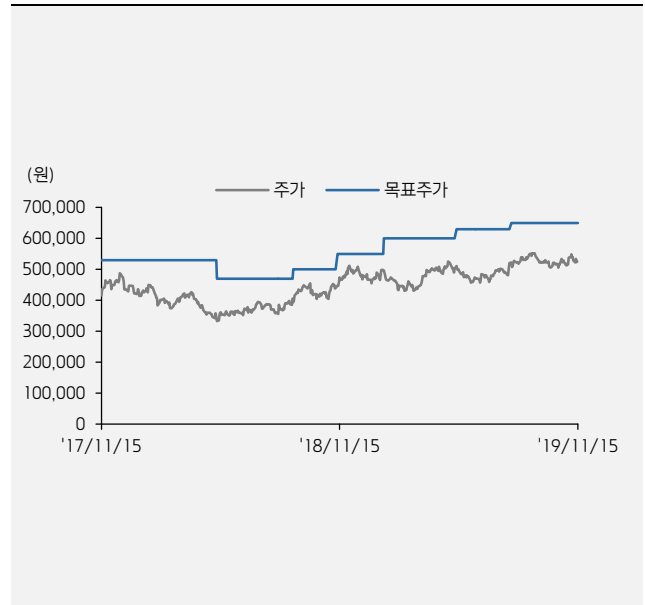
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가려 대상 사원	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엔씨소프트 (036570)	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.61	-7.92
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-17.99	-15.19
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-20.99	-15.19
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-23.13	-15.19
	2018/04/11	BUY(Maintain)	530,000	6개월	-25.02	-15.19
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-25.98	-23.19
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-23.14	-17.55
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.85	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000	6개월	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-14.30	-9.00
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-12.49	-6.91
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-21.95	-17.33
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-23.83	-17.33
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000	6개월	-20.81	-12.33
	2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.98	-18.89
	2019/06/12	BUY(Maintain)	630,000	6개월	-23.31	-17.46
	2019/08/05	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-18.03	-15.08
	2019/09/23	BUY(Maintain)	650,000	6개월	-18.86	-15.08
	2019/11/15	BUY(Maintain)	650,000	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%