

BUY (Maintain)

주가(9/21) 255,000원
목표주가 330,000원

키움증권 

Company Brief 2012. 9. 24

엔씨소프트 (036570)

길드워2, 새로운 아이템 판매 모델의 정착

통신서비스/인터넷/SI Analyst 안재민 02) 3787-5155 jmahn@kiwoom.com

- 길드워2가 일부 반영됨을 감안하면 무난한 3분기 실적예상- 매출액 2,211억, OP 635억
- 길드워2, 아이템 판매 매출에 따라 큰 폭의 실적 레버리지 가능
- 3분기 Good. 4분기 Excellent - 길드워2 모멘텀 폭발

길드워2의 일부가 반영됨을 감안하면 무난한 3분기 실적 전망

- 매출액 2,211억, OP 635억원 예상
- B&S는 기대치에 소폭 못미치나, 길드워2는 기대치를 크게 상회 전망

엔씨소프트의 3분기는 매출액 2,211억(49.8% y-y, 50.6% q-q), 영업이익 635억(흑전 q-q, 87.9% y-y), 순이익 498억(흑전 q-q, 78.8% y-y)으로 전망되며, 길드워2의 매출인식 방법(일할 3개월 인식)으로 일부만 반영된 점을 감안하면 무난한 실적을 기록할 것으로 보인다.

길드워2는 출시 이후 상당히 빠른 판매량을 보이며 당초 기대치를 크게 상회하고 있다. 공식적으로 200만장이상 판매가 된 것으로 발표되었으며, 현재 추세를 감안하면 연내 300만장은 무난히 돌파할 것으로 보인다. 뿐만 아니라, 아이템 판매가 예상보다 활성화(Peak 기준으로 일매출 5억원 내외 추정)되고 있어 매출이 크게 성장할 것으로 기대한다.

B&S는 시장의 기대치보다 소폭 하회하겠지만, 매출은 아이온 초기 수준(1Q09 아이온 426억)인 418억원을 예상한다. 초기보다 동접수 및 활동성이 조금씩 하락하고 있는 것으로 파악되나, 지속적인 업데이트가 예정되어 있어 추가적인 하락보다는 반등 가능성에 무게를 둘 필요가 있다.

리니지1은 3분기 아이템 판매 이벤트가 9월말로 예정되어 있어 2분기보다는 소폭 부진하겠으나, 가입자 변화가 거의 없어 크게 우려할 부분은 아니라고 판단한다. 다만, 리니지2와 아이온의 경우 2분기에 보여주었던 매출 감소세가 3분기에도 이어질 것으로 보인다.

길드워2, 아이템 판매 매출에 따라 큰 폭의 실적 레버리지 가능

길드워2는 패키지 판매 뿐만 아니라 아이템 판매도 양호한 모습을 보이고 있다. 최근 Peak 시점을 기준으로 아이템판매 매출이 일평균 5억원을 상회하는 것으로 추정되며, 현재 40만 이상의 동접수도 북미와 유럽의 시차를 감안하면, 국내 기준의 40만 보다는 훨씬 많은 수준이다.

향후 아이템 추가와 유저 활성화 정도에 따라 아이템 판매 매출은 당초 기대치보다 상당히 큰 폭으로 반영될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 및 TP 33만원 유지 - 3분기 Good. 4분기 Excellent - 길드워2 모멘텀 폭발

우리는 엔씨소프트에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 330,000원을 유지한다.

길드워2의 실적이 크게 반영될 4분기 실적은 Earning Surprise가 예상되며, 기대에 못 미치는 B&S도 아직 중국 및 해외 시장 모멘텀을 감안하면 여전히 매력적이다.

- 당사는 9월 21일 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.

Company Data		
KOSPI (9/21)	2,002.37pt	
시가총액	55,941억원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고최저가 대비	380,500원	203,000원
등락률	-32.85%	25.86%
수익률	절대	상대
1M	5.1%	2.0%
6M	-19.4%	-18.4%
1Y	-24.6%	-30.2%
발행 주식수	21,895천주	
일평균 거래량(3M)	299천주	
외국인 지분율	42.49%	
배당수익률(12E)	0.23%	
BPS(12E)	44,439원	
주요 주주	넥슨	19.7%

투자지표(IFRS연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	6,597	6,089	7,743	10,489	12,841
보고영업이익(억원)	1,736	1,351	1,607	3,541	5,233
핵심영업이익(억원)	2,223	1,357	1,607	3,541	4,738
EBITDA(억원)	2,434	1,612	1,872	3,875	5,135
세전이익(억원)	1,951	1,572	1,783	3,752	5,569
순이익(억원)	1,443	1,177	1,235	2,720	4,032
지배기업 주주순이익(억원)	1,437	1,207	1,225	2,710	4,021
EPS(원)	6,602	5,529	5,597	12,376	18,367
증감율(%YoY)	N/A	-16.2	1.2	121.1	48.4
PER(배)	31.6	55.6	45.7	20.6	13.9
PBR(배)	6.1	7.9	5.7	4.5	3.4
EV/EBITDA(배)	16.2	37.4	27.3	12.6	8.8
보고영업이익률(%)	26.3	22.2	20.7	33.8	40.7
핵심영업이익률(%)	33.7	22.3	20.7	33.8	36.9
ROE(%)	19.0	14.4	13.3	24.3	27.6
순부채비율(%)	-80.9	-60.2	-43.7	-55.0	-62.4

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준이며, 2011년 이후에는 IFRS 연결 기준

길드워2, 아이템 판매 매출에 따라 큰 폭의 실적 레버리지 가능

- 단순한 장신구와 무기, Boosting 아이템 판매 뿐만 아니라, - 유저간 아이템 Trading 및 Transmuting 가능

최근 길드워2의 판매량과 양호한 아이템 판매를 감안하여 매출(길드워2) 추정치를 기존 745억원(2012년), 1,289억원(2013년)에서 1,368억원(2012년), 1,799억원(2013년)으로 크게 상향 조정한다.

길드워2의 아이템 판매가 예상보다 크게 활성화되는 이유는 1) 단순한 장신구와 무기의 판매 뿐만 아니라, 2) 시간제 Boosting 아이템 판매, 3) 게임 내 화폐인 Gem과 골드 를 통해 유저들간의 아이템 Trading과 4) 아이템 Transmuting(변환)을 통한 업그레이드 등이 가능함에 따라, 게임 유저들의 아이템 Gem 소모가 예상보다 빨리 이루어질 수 있게 만들어졌기 때문이다.

최근 Peak 시점을 기준으로 아이템판매 매출이 일평균 5억원을 상회하는 것으로 추정되며, 현재 40만 이상의 동접수도 북미와 유럽의 시차를 감안하면, 국내 기준의 40만보다는 훨씬 많은 수준이다.

향후 아이템 추가와 유저 활성화 정도에 따라 아이템 판매 매출은 당초 기대치보다 상당히 큰 폭으로 반영될 것으로 전망한다.

길드워2 연간 매출 가정 (북미/유럽)

(단위: 천원)

패키지 판매량 (누적)	400 만장		500 만장		600 만장	
	미국	유럽	미국	유럽	미국	유럽
패키지 판매 매출	\$40	€40	\$40	€40	\$40	€40
	2,000 억원		2,500 억원		3,000 억원	
부분유료화 효과 (일매출 가정)	3 억원	5 억원	3 억원	5 억원	3 억원	5 억원
	1,095 억원	1,825 억원	1,095 억원	1,825 억원	1,095 억원	1,825 억원
예상매출액 (누적)	3,095 억원	3,825 억원	4,095 억원	3,825 억원	3,595 억원	4,325 억원
당사 전망치	2012년 1,368 억원(240 만장) 2013년 1,799 억원(260 만장, 부분유료화 일매출 2 억원 가정)					

주: 원달러 환율 1,100원/원유료환율 1,400원 가정
자료: 키움증권 리서치센터

길드워2 아이템 상점 - 현금으로 Gem 구매



자료: 키움증권 리서치센터

길드워2 아이템 상점 - Gem과 Gold의 전환



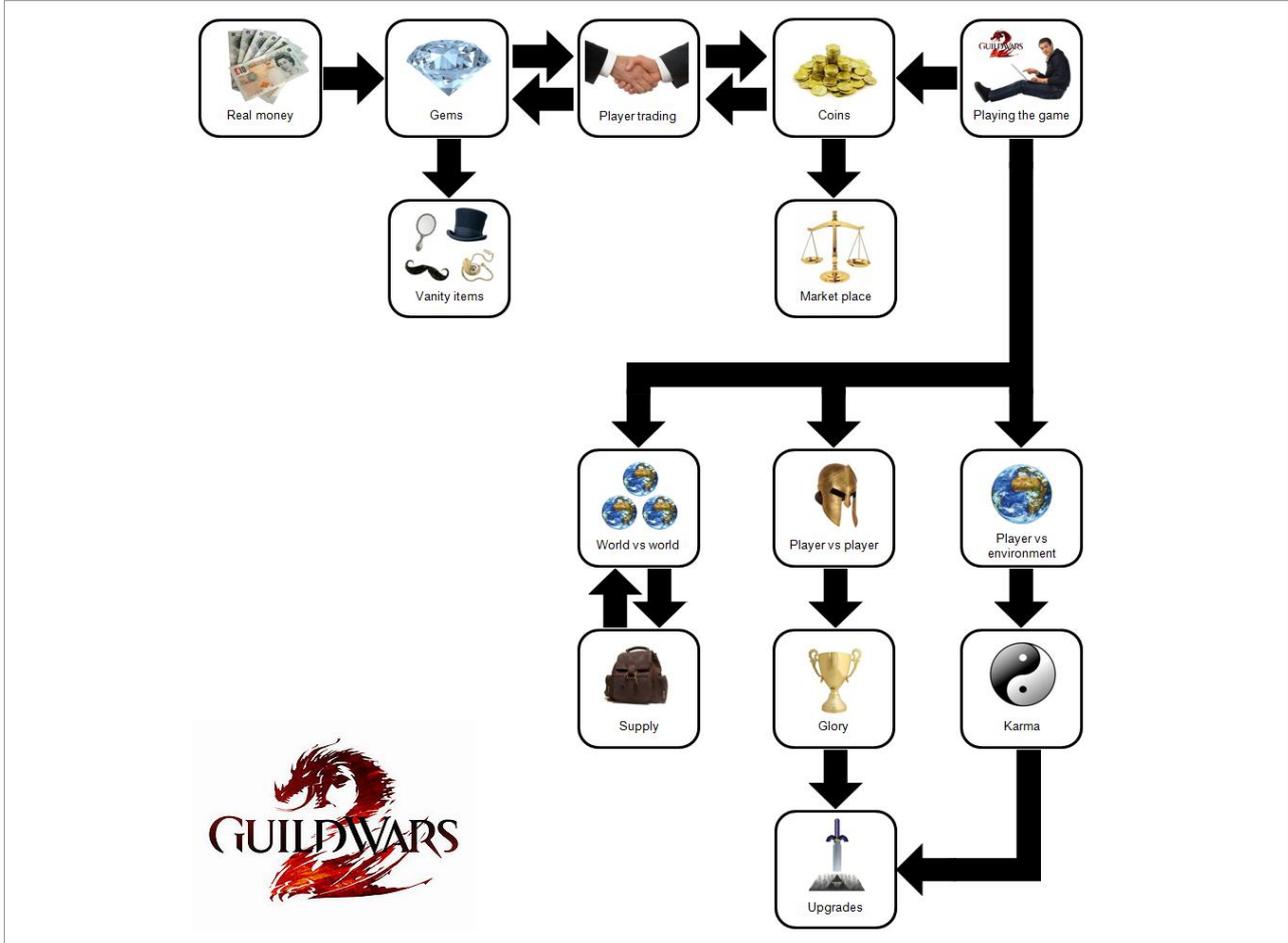
자료: 키움증권 리서치센터

길드워2 아이템 상점 - Gold로 유저간의 아이템 Trading 가능



자료: 키움증권 리서치센터

길드워2 화폐 시스템 구조



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 3분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E				
					현재 추정치	기존 추정치	QoQ 증감율	YoY 증감율	컨센서스
매출액	1,476	1,390	1,412	1,468	2,211	2,198	50.6	49.8	2,248
게임매출	1,357	1,247	1,263	1,233	1,949	1,940	58.0	43.6	-
리니지1	510	400	436	584	458	473	-21.7	-10.2	-
리니지2	212	247	184	169	172	196	1.9	-18.6	-
아이온	558	517	529	364	399	426	9.7	-28.6	-
B&S	-	-	-	-	418	469	-	-	-
길드워2	-	-	-	-	424	278	-	-	-
영업이익	338	167	137	-76	635	677	흑전	87.9	709
영업이익률	22.9	12.0	9.7	-5.2	28.7	30.8	-	-	31.5
법인세차감전순이익	388	219	183	-32	678	720	흑전	74.5	721
당기순이익	279	161	124	-73	498	529	흑전	78.8	589
순이익률	18.9	11.6	8.8	-4.9	22.5	24.1	-	-	26.2

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	1,555	1,668	1,476	1,390	1,412	1,468	2,211	2,652	6,089	7,743	10,489
게임매출	1,395	1,524	1,357	1,247	1,219	1,233	1,949	2,363	5,523	6,765	8,200
리니지 1	385	663	510	400	436	584	458	425	1,957	1,903	1,791
리니지 2	308	239	212	247	184	169	172	159	1,006	685	534
아이온	614	543	558	517	529	364	399	363	2,232	1,655	1,402
블레이드&소울	-	-	-	-	-	-	418	392	-	810	2,351
길드워 2	-	-	-	-	-	-	424	944	-	1,368	1,799
기타	88	80	78	82	69	116	79	79	128	343	323
로열티매출	160	144	119	143	152	171	200	216	566	739	1,551
영업이익	407	435	338	167	137	-76	635	911	1,347	1,607	3,541
영업이익률	26.2	26.1	22.9	12.0	9.7	-5.2	28.7	34.3	22.1	20.7	33.8
법인세차감전순이익	467	494	388	219	183	-32	678	954	1,568	1,783	3,752
당기순이익	345	414	279	161	126	-73	498	684	1,198	1,235	2,720
순이익률	22.2	24.8	18.9	11.6	8.9	-4.9	22.5	25.8	19.7	16.0	25.9

주: 2010년 이전은 K-GAAP 연결기준이며, 2011년 이후에는 IFRS 연결 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	6,597	6,089	7,743	10,422	12,751
매출원가	1,248	1,391	2,215	2,993	3,661
매출총이익	5,349	4,697	5,528	7,429	9,090
판매비및일반관리비	3,126	3,340	3,921	3,930	4,406
영업이익(보고)	1,736	1,351	1,607	3,499	5,171
영업이익(핵심)	2,223	1,357	1,607	3,499	4,684
영업외손익	-272	215	176	211	336
이자수익	217	229	183	220	344
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	44	33	0	0	0
이자비용	3	8	28	28	28
외환손실	36	33	0	0	0
관계기업지분법손익	39	59	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	19	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	9	0	0	0
기타	-531	-93	21	20	20
법인세차감전이익	1,951	1,572	1,783	3,710	5,507
법인세비용	508	395	558	1,031	1,530
유효법인세율 (%)	26.0%	25.1%	31.3%	27.8%	27.8%
당기순이익	1,443	1,177	1,235	2,690	3,987
지배주주지분 당기순이익	1,437	1,207	1,225	2,680	3,977
EBITDA	2,434	1,612	1,872	3,832	5,079
현금순이익(Cash Earnings)	1,654	1,432	1,501	3,022	4,382
수정당기순이익	1,444	1,156	1,235	2,690	3,987
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	-7.7	27.2	34.6	22.3
영업이익(보고)	N/A	-22.2	19.0	117.8	47.8
영업이익(핵심)	N/A	-38.9	18.4	117.8	33.9
EBITDA	N/A	-33.8	16.1	104.7	32.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	-16.0	1.5	118.8	48.4
EPS	N/A	-16.2	1.2	118.7	48.4
수정순이익	N/A	-20.0	6.9	117.7	48.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	2,205	1,386	4,245	2,926	3,898
당기순이익	1,443	1,177	1,235	2,690	3,987
감가상각비	173	215	190	231	274
무형자산상각비	38	40	76	102	121
외환손익	-16	-5	0	0	0
자산처분손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	566	132	-527	160	-170
기타	0	-175	3,271	-256	-314
투자활동현금흐름	-2,525	-1,274	312	-430	-793
투자자산의 처분	-1,901	843	463	-353	-647
유형자산의 처분	0	9	0	0	0
유형자산의 취득	-400	-1,909	0	0	0
무형자산의 처분	-166	-64	0	0	0
기타	-58	-153	-152	-77	-146
재무활동현금흐름	-52	-117	-4,954	-117	-126
단기차입금의 증가	-2	17	-124	0	0
장기차입금의 증가	-1	-87	-5,000	0	0
자본의 증가	49	60	0	0	0
배당금지급	-98	-119	-119	-120	-120
기타	2	11	289	2	-6
현금및현금성자산의순증가	-357	-3	-398	2,379	2,980
기초현금및현금성자산	951	595	592	194	2,573
기말현금및현금성자산	595	592	194	2,573	5,553
Gross Cash Flow	1,639	1,253	4,772	2,766	4,068
Op Free Cash Flow	1,855	-571	956	3,145	3,776

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	7,228	6,390	6,079	8,728	12,434
현금및현금성자산	595	592	194	2,573	5,553
유동금융자산	5,604	4,758	4,108	4,341	4,760
매출채권및유동채권	981	1,028	1,257	1,245	1,474
재고자산	13	13	13	13	13
기타유동비금융자산	35	0	507	556	634
비유동자산	3,008	4,745	6,887	7,190	7,689
장기매출채권및기타비유동채권	179	321	613	672	766
투자자산	464	361	546	663	889
유형자산	1,965	3,663	3,855	3,908	3,940
무형자산	271	303	1,625	1,623	1,623
기타비유동자산	129	96	248	325	471
자산총계	10,235	11,134	12,965	15,918	20,123
유동부채	1,917	1,987	2,304	2,548	2,761
매입채무및기타유동채무	1,542	1,787	0	0	0
단기차입금	0	124	0	0	0
유동성장기차입금	37	0	0	0	0
기타유동부채	338	76	2,304	2,548	2,761
비유동부채	706	463	811	826	839
장기매입채무및비유동채무	37	66	125	137	157
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	669	397	686	688	682
부채총계	2,623	2,450	3,116	3,374	3,600
자본금	109	109	109	109	109
주식발행초과금	2,100	2,132	2,101	2,101	2,101
이익잉여금	6,227	7,254	8,449	11,139	15,126
기타자본	-954	-940	-931	-915	-913
지배주주지분자본총계	7,481	8,556	9,730	12,435	16,424
비지배지분자본총계	131	129	120	110	100
자본총계	7,613	8,685	9,850	12,545	16,523
순차입금	-6,162	-5,225	-4,302	-6,915	-10,313
총차입금	37	124	0	0	0

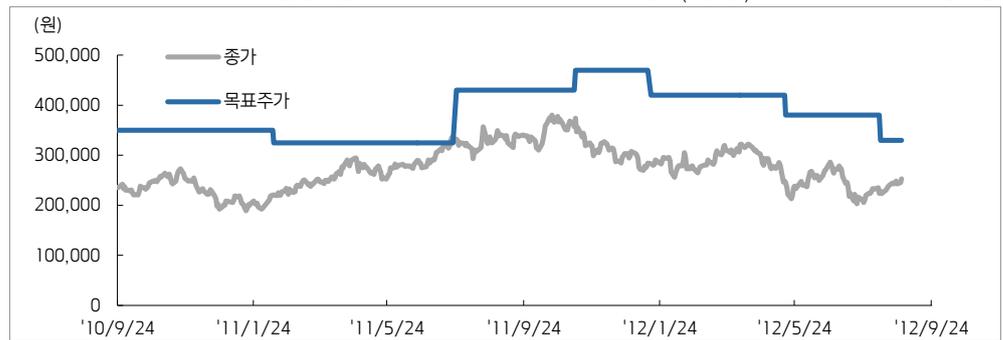
투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	6,602	5,529	5,597	12,238	18,163
BPS	34,309	39,157	44,439	56,794	75,012
주당EBITDA	11,184	7,385	8,555	17,500	23,197
CFPS	7,600	6,559	6,859	13,805	20,013
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	31.6	55.6	45.7	20.6	13.9
PBR	6.1	7.9	5.7	4.5	3.4
EV/EBITDA	16.2	37.4	27.3	12.6	8.8
PCFR	27.4	46.9	37.3	18.3	12.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.3	22.2	20.7	33.8	40.7
영업이익률(핵심)	33.7	22.3	20.7	33.8	36.9
EBITDA margin	36.9	26.5	24.2	36.9	40.0
순이익률	21.9	19.3	16.0	25.9	31.4
자기자본이익률(ROE)	19.0	14.4	13.3	24.3	27.6
투하자본이익률(ROIC)	107.7	41.4	27.6	49.8	65.9
안정성(%)					
부채비율	34.5	28.2	31.6	26.8	21.7
순차입금비율	-80.9	-60.2	-43.7	-55.0	-62.4
이자보상배율(배)	731.0	179.0	57.5	126.6	169.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	6.1	6.8	8.4	9.4
재고자산회전율	504.3	473.4	612.6	829.8	1,015.9
매입채무회전율	4.3	3.7	8.7	N/A	N/A

투자이건 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자이건	목표주가
엔씨소프트 (036570)	2010/08/16	BUY (Maintain)	216,000원
담당자변경	2010/11/16	BUY (Reinitiate)	350,000원
	2010/12/03	BUY (Maintain)	350,000원
	2011/01/06	BUY (Maintain)	350,000원
	2011/02/11	BUY (Maintain)	325,000원
	2011/05/18	BUY (Maintain)	325,000원
	2011/05/30	BUY (Maintain)	325,000원
	2011/06/29	BUY (Maintain)	325,000원
	2011/07/25	BUY (Maintain)	430,000원
	2011/08/18	BUY (Maintain)	430,000원
	2011/09/30	BUY (Maintain)	430,000원
	2011/11/09	BUY (Maintain)	470,000원
	2012/01/16	BUY (Maintain)	420,000원
	2012/02/16	BUY (Maintain)	420,000원
	2012/04/24	BUY (Maintain)	420,000원
	2012/05/16	BUY (Maintain)	380,000원
	2012/06/04	BUY (Maintain)	380,000원
	2012/06/11	BUY (Maintain)	380,000원
	2012/06/20	BUY (Maintain)	380,000원
	2012/08/09	BUY (Maintain)	330,000원
	2012/08/28	BUY (Maintain)	330,000원
	2012/09/24	BUY (Maintain)	330,000원



투자이건 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 (비중 확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중 축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상