

2012. 11. 08

Analysts

최 훈 02) 3777-8075
hchoi@kbsec.co.kr김준환 02) 3777-8493
joonhkim@kbsec.co.kr

엔씨소프트 (036570)

Earnings Review

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **360,000 (원)**

Upside / Downside (%)	69.0
현재가 (11/08, 원)	213,000
Consensus target price (원)	350,000
Difference from consensus (%)	2.9

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	609	724	848	947
영업이익 (십억원)	135	169	306	363
순이익 (십억원)	118	141	246	290
EPS (원)	5,484	6,677	11,628	13,745
증감률 (%)	(28.4)	21.8	74.1	18.2
PER (X)	38.6	31.9	18.3	15.5
EV/EBITDA (X)	23.8	19.7	10.9	8.6
PBR (X)	5.1	4.5	3.7	3.0
ROE (%)	13.8	14.5	21.4	20.7

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(12.7)	(9.4)	(22.1)	(41.3)
KOSPI대비 상대수익률	(9.8)	(12.1)	(21.2)	(42.3)



Trading Data

시가총액 (십억원)	4,664
유통주식수 (백만주)	15
Free Float (%)	68.5
52주 최고/최저 (원)	374,000 / 202,500
거래대금 (3M, 십억원)	62
외국인 소유지분율 (%)	40.4
주요주주 지분율 (%)	Nexon Co., LTD 14.7
자료: Fnguide, KB투자증권	

3Q12 Review: 엔씨 불패 신화는 지속될 수 있을까

3Q12 실적은 기존 게임 실적 하락세가 나타나면서 컨센서스를 하회하였다. 신작게임 길드워2 예상치를 충족시켰으나, 국내 B&S는 아이온 출시 초기 대비 저조한 실적을 나타냈다. 엔씨소프트의 국내 온라인게임시장 내 불패 신화가 소멸될 위기에 봉착해 있으며, 2013년 하반기 중국에서의 강한 실적 모멘텀이 필요한 상황이다. 4Q12~3Q13 영업이익 증가와 Historical 12개월 forward PER 및 Global peers 비교 시 주가는 저점이다. 그러나 2013년 실적 하향 조정에 따른 목표주가 하향 조정은 불가피하며, 과거 대비 눈높이를 낮추어야 한다는 확신을 심어준 실적 발표였다.

3Q12 기존 게임 실적 하락으로 컨센서스 하회

3Q12 매출액은 1,822억원 (+23.4% YoY), 영업이익은 506억원 (+49.8% YoY)로 컨센서스 대비 각각 -16.7%와 -20.9% 하회하였다. 신작게임 길드워2 (458억원)와 국내 B&S (327억원) 실적이 반영되었지만 국내 리니지2 및 아이온이 전년 대비 각각 -53.0%와 -53.7% 하락하면서 신작 게임 출시에 따른 영업 레버리지 효과가 반감된 것으로 판단된다.

명암이 엇갈린 신작게임 실적

길드워2 매출액은 458억원으로 예상치 448억원과 유사한 실적을 나타냈다. 길드워2 아이템 판매 효과가 내부 예상치를 상회하고 있으며 4Q12에는 사전 판매량 2개월분 인식 영향으로 1,002억원의 매출액 발생이 예상된다. 반면 국내 B&S 매출액은 327억원으로 예상치 420억원을 하회하였다. 이는 1Q09 국내 아이온 초반 매출액 426억원 대비 -23.2% 하회한 실적이다. 엔씨소프트 신작게임의 국내 시장 수용력 감소라는 측면에서 실망스러운 실적이다.

잠식효과 고착화로 중국 실적 모멘텀 중요성 부각

국내 리니지2 실적은 2010년부터 지속되고 있으며 2011년부터는 분기 마다 하락세를 나타내고 있다. 아이온 역시 1Q12 이후 분기 평균 -32.1% 급락한 상황이다. 국내 온라인게임 시장에서 엔씨소프트 불패 신화가 점차 소멸되고 있다는 판단이며, 이를 만회하기 위해서는 중국에서의 실적 모멘텀이 필요한 상황이다. 이에 따라 B&S와 길드워2의 중국에서의 성공이 주가 상승을 결정 지을 변수로 판단된다.

4Q12~3Q13 실적 개선 감안 시 현 주가는 저점 판단

4Q12는 인원 감소에 따른 비용 증가 둔화와 리니지 부문유료화 효과로 인해 전분기 대비 +121.1% 증가한 1,119억원의 영업이익이 발생되면서 강한 실적 모멘텀이 예상된다. 또한 전년 동기 대비 영업이익 증가세는 3Q13까지 지속될 전망이다. 그러나 기존 게임 실적 하락세를 감안하여 2013년 매출액과 영업이익은 기존 대비 각각 -12.0%와 -26.2% 하향 조정한다. 현 주가는 12개월 forward PER 15.9X로 valuation 측면에서 2004년 리니지2 출시 이후 최저점 수준이며, 2013년 PER 기준 Global peers 18.9X 수준으로 저점은 형성하고 있어 투자의견 BUY를 유지한다. 그러나 2013년 실적 추정치 하향 조정을 감안하여 목표주가는 하향 조정할 예정이다.

표 1. 3Q12 실적과 컨센서스 및 KB 추정치 비교

(십억원)	3Q12					2012E			2013E		
	실적	컨센서스	차이	KB 추정치	차이	KB 추정치	컨센서스	차이	KB 추정치	컨센서스	차이
매출액	182.2	218.8	-16.7%	215.7	-15.5%	724.3	796.6	-9.1%	847.7	1,048.1	-19.1%
영업이익	50.6	64.0	-20.9%	65.4	-22.6%	168.6	186.9	-9.8%	306.3	425.8	-28.1%
순이익	47.2	46.6	1.2%	54.7	-13.8%	140.7	151.6	-7.2%	245.7	335.5	-26.8%

자료: 엔씨소프트, KB투자증권, FnGuide

표 2. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	141.2	146.8	182.2	254.1	188.4	210.6	210.6	238.1	608.9	724.3	847.7
(%YoY)	(9.2)	(12.0)	23.4	82.8	33.4	43.5	15.6	(6.3)	(8.5)	19.0	17.0
게임매출	125.9	129.7	167.3	239.1	174.3	171.9	172.0	199.5	552.3	662.0	717.7
리니지1	43.6	58.4	38.3	56.1	47.8	52.2	52.6	60.7	195.7	196.5	213.3
리니지2	18.4	16.9	13.0	9.9	9.3	8.7	7.0	6.2	100.6	58.2	31.3
CoH/CoV	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	12.1	11.8	12.0
길드워	1.7	1.3	45.8	100.2	27.6	17.7	24.0	36.0	7.9	149.1	105.3
아이온	52.9	36.4	26.9	28.1	29.5	29.4	29.3	29.2	223.2	144.3	117.4
B&S	-	2.6	32.7	34.3	49.6	53.4	48.6	47.2	n/a	69.5	198.8
기타	6.3	11.2	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	17.1	12.8	32.5	39.5
로열티매출	15.2	17.1	14.9	15.0	14.1	38.7	38.6	38.7	56.6	62.3	130.1
영업이익	13.7	(7.6)	50.6	111.9	58.3	71.1	77.0	99.9	134.7	168.6	306.3
(%YoY)	(66.2)	(117.6)	49.8	570.9	324.2	흑전	52.1	(10.7)	(23.8)	25.2	81.6
세전이익	18.3	(3.2)	54.2	117.0	62.1	75.3	81.2	104.7	156.4	186.4	323.3
(%YoY)	(60.7)	(106.5)	39.6	447.1	238.6	흑전	49.8	(10.6)	(21.1)	19.2	73.5
순이익	12.4	(7.8)	47.2	89.0	47.2	57.2	61.7	79.6	119.6	140.7	245.7
(%YoY)	(64.1)	(120.0)	74.9	425.6	280.7	흑전	30.9	(10.6)	(18.5)	17.6	74.6

자료: 엔씨소프트, KB투자증권

Appendices- Peers Comparison

표 1. 국내 동종 업체 비교 (인터넷/게임)

	NHN	다음	엔씨소프트	네오위즈게임즈	위메이드	평균
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	323,000	144,000	360,000	26,000	56,000	
현재주가 (11/07, 원)	253,500	89,800	213,000	23,950	50,800	
상승여력 (%)	27.4	60.4	69.0	8.6	10.2	
시가총액 (십억원)	12,200	1,212	4,664	525	853	
절대수익률 (%)						
1M	(10.4)	(20.8)	(12.7)	(10.0)	(21.2)	(15.0)
3M	(3.4)	(16.5)	(9.4)	6.7	3.0	(3.9)
6M	3.9	(16.5)	(22.1)	(9.6)	(54.7)	(19.8)
12M	10.7	(33.6)	(41.3)	(65.1)	(24.5)	(30.8)
초과수익률 (%)						
1M	(7.5)	(17.9)	(9.8)	(7.1)	(18.4)	(12.1)
3M	(6.1)	(19.2)	(12.1)	4.0	0.4	(6.6)
6M	4.9	(15.6)	(21.2)	(8.7)	(53.8)	(18.9)
12M	9.7	(34.5)	(42.3)	(66.0)	(25.5)	(31.7)
PER (X)						
2011	21.5	15.3	38.6	11.9	27.1	22.9
2012E	25.1	14.0	31.9	6.8	180.7	51.7
2013E	20.0	12.6	18.3	8.6	17.0	15.3
PBR (X)						
2011	6.4	3.9	5.1	3.5	3.4	4.5
2012E	6.4	2.6	4.5	2.0	4.5	4.0
2013E	5.0	2.1	3.7	1.6	4.1	3.3
매출액성장률 (%)						
2011	9.3	21.2	(6.3)	38.8	(7.8)	11.0
2012E	65.8	10.1	19.0	20.0	7.1	24.4
2013E	14.2	16.1	17.0	0.2	69.0	23.3
영업이익성장률 (%)						
2011	7.7	19.9	(44.5)	22.5	(42.0)	(7.3)
2012E	(4.0)	(7.9)	25.2	(13.9)	(86.7)	(17.5)
2013E	28.8	7.0	81.6	(16.5)	1711.9	362.6
순이익성장률 (%)						
2011	(4.6)	(5.8)	(29.8)	314.3	25.6	60.0
2012E	3.0	(17.7)	19.7	(2.4)	(88.8)	(17.3)
2013E	25.3	10.7	74.6	(20.7)	1537.4	325.5
영업이익률 (%)						
2011	45.6	28.0	22.1	23.0	16.8	27.1
2012E	26.4	23.5	23.3	16.5	2.1	18.3
2013E	29.8	21.6	36.1	13.7	22.2	24.7
순이익률 (%)						
2011	32.9	25.1	19.3	13.4	22.5	22.6
2012E	20.4	18.8	19.4	10.9	2.3	14.4
2013E	22.4	17.9	29.0	8.6	22.8	20.1
ROE (%)						
2011	31.9	27.4	13.8	31.2	9.9	22.8
2012E	26.9	17.5	14.5	26.3	1.0	17.3
2013E	26.3	16.7	21.4	16.6	15.5	19.3

자료: Fnguide, KB투자증권

표 2. 해외 동종 업체 비교 [게임]

	Shanda games	Tencent	PW	Giant	Changyou	Netease	EA	Blizzard	THQ	평균
현재주가 (11/06, 달러)	3.8	35.6	11.8	5.3	25.5	56.0	13.8	11.3	1.5	
시가총액 (백만달러)	1,064	65,813	570	1,247	1,336	7,321	4,199	12,600	10	
절대수익률 (%)										
1M	3.8	4.5	10.1	0.2	(0.8)	4.1	6.3	0.4	(60.9)	(3.6)
3M	11.8	18.1	13.7	12.8	30.0	1.6	12.8	(0.7)	(69.5)	3.4
6M	(24.2)	14.1	(1.9)	0.4	35.6	(6.3)	(9.0)	(8.3)	(75.8)	(8.4)
12M	(8.0)	52.0	4.2	36.9	11.6	17.0	(45.4)	(15.2)	(93.7)	(4.5)
초과수익률 (%)										
1M	6.0	6.6	12.2	2.3	1.4	6.2	8.4	2.5	(58.8)	(1.5)
3M	8.8	15.1	10.7	9.8	27.0	(1.5)	9.8	(3.7)	(72.5)	0.4
6M	(29.6)	8.6	(7.4)	(5.1)	30.1	(11.8)	(14.5)	(13.7)	(81.3)	(13.9)
12M	(24.6)	35.5	(12.3)	20.4	(5.0)	0.4	(61.9)	(31.7)	(110.3)	(21.0)
PER (X)										
2011C	4.3	22.6	3.0	6.8	4.1	11.4	27.5	13.2	n/a	11.6
2012C	5.1	30.9	5.2	6.6	4.8	12.2	13.0	11.2	n/a	11.1
2013C	4.8	24.3	4.5	6.1	4.5	10.8	10.9	10.3	n/a	9.5
PBR (X)										
2011C	1.6	8.1	0.7	2.4	3.6	2.8	2.2	1.3	0.3	2.6
2012C	1.5	9.9	0.8	2.4	1.8	2.8	1.9	1.2	n/a	2.8
2013C	1.2	7.2	0.7	1.9	1.3	2.3	1.9	1.2	n/a	2.2
매출액성장률 (%)										
2011C	22.8	51.9	31.1	41.0	36.8	38.8	15.4	6.9	(26.0)	24.3
2012C	(8.6)	57.2	(4.1)	18.0	26.7	15.6	4.2	(1.4)	24.6	14.7
2013C	5.2	28.7	12.4	15.1	14.4	16.0	5.8	1.8	25.1	13.8
영업이익성장률 (%)										
2011C	15.8	24.6	22.0	52.3	28.2	37.0	흑전	70.2	적지	35.7
2012C	1.4	45.1	(27.8)	17.6	19.7	15.4	721.9	12.4	적지	100.7
2013C	2.3	27.2	15.8	13.8	10.7	15.8	14.1	5.7	적지	13.2
순이익성장률 (%)										
2011C	2.7	32.7	22.6	13.8	26.1	51.7	흑전	159.6	적지	44.2
2012C	1.2	29.8	(30.8)	31.4	13.6	13.4	적지	(20.3)	적지	5.5
2013C	4.7	27.5	15.7	9.9	11.9	13.8	흑전	14.4	흑전	14.0
영업이익률 (%)										
2011C	27.9	40.1	34.3	60.2	58.9	45.6	1.5	28.5	(20.3)	30.7
2012C	30.9	37.0	25.8	60.0	55.6	45.5	10.8	32.4	(8.1)	32.2
2013C	30.1	36.6	26.6	59.3	53.8	45.4	12.1	33.7	(0.2)	33.0
순이익률 (%)										
2011C	23.9	35.8	33.0	49.1	50.7	44.4	1.8	22.8	(20.5)	26.8
2012C	26.5	29.6	23.8	54.7	45.4	43.5	8.5	18.4	(8.4)	26.9
2013C	26.4	29.3	24.5	52.2	44.4	42.7	9.2	20.7	9.3	28.7
ROE (%)										
2011C	34.3	40.6	27.3	20.5	49.1	28.9	3.0	10.5	n/a	26.8
2012C	31.2	36.7	15.4	42.3	44.1	25.4	9.3	10.7	14.6	25.5
2013C	25.4	33.7	17.2	33.5	33.7	22.9	11.8	11.6	1,886.5	230.7

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 초과수익률 비교지수 - S&P 500

손익계산서

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	650	609	724	848	947
증감률 (YoY %)	2.4	(6.3)	19.0	17.0	11.7
매출원가	140	139	201	181	196
판매 및 일반관리비	267	335	354	360	388
기타	0	0	(0)	0	0
영업이익	243	135	169	306	363
증감률 (YoY %)	3.6	(44.5)	25.2	81.6	18.5
EBITDA	269	162	194	333	392
증감률 (YoY %)	5.0	(39.9)	19.9	71.6	17.7
이자수익	23	24	19	18	21
이자비용	1	2	1	1	1
자분법손익	(1)	0	0	0	0
기타	(51)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	215	156	186	323	382
증감률 (YoY %)	(10.5)	(27.4)	19.2	73.5	18.2
법인세비용	53	39	46	78	92
당기순이익	167	118	141	246	290
증감률 (YoY %)	(11.1)	(29.8)	19.7	74.6	18.2
순손익의 귀속					
지배주주	167	120	146	254	300
비지배주주	1	(2)	(5)	(8)	(9)
이익률 (%)					
영업이익률	37.3	22.1	23.3	36.1	38.3
EBITDA마진	41.4	26.6	26.8	39.3	41.4
세전이익률	33.1	25.7	25.7	38.1	40.4
순이익률	25.8	19.3	19.4	29.0	30.7

대차대조표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
자산총계	1,046	1,187	1,357	1,589	1,874
유동자산	751	880	1,029	1,234	1,490
현금성자산	80	767	840	1,056	1,303
매출채권	75	46	84	78	82
재고자산	2	46	84	78	82
기타	594	22	22	22	22
비유동자산	295	307	328	354	385
투자자산	97	101	106	110	114
유형자산	189	202	221	244	270
무형자산	9	4	1	1	0
부채총계	235	270	312	311	319
유동부채	168	200	240	236	242
매입채무	15	46	84	78	82
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	153	155	156	158	159
비유동부채	67	69	72	75	78
비유동이자부채	4	4	4	4	4
기타	63	66	68	71	74
자본총계	812	918	1,045	1,278	1,555
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	212	212	212	212	212
이익잉여금	675	781	909	1,141	1,418
자본조정	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
지배주주지분	798	904	1,031	1,264	1,541
순차입금	(77)	(764)	(837)	(1,052)	(1,300)
이자지급성부채	4	4	4	4	4

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	217	165	132	282	320
당기순이익	167	118	141	246	290
자산상각비	27	27	25	27	29
기타비현금성손익	(5)	3	3	3	3
운전자본증감	5	18	(37)	7	(3)
매출채권감소 (증가)	33	30	(38)	5	(4)
재고자산감소 (증가)	0	(44)	(38)	5	(4)
매입채무증가 (감소)	(40)	31	38	(5)	4
기타	12	1	1	1	1
투자현금	(246)	(63)	(71)	(80)	(87)
단기투자자산감소 (증가)	(164)	(24)	(25)	(26)	(27)
장기투자증권감소 (증가)	13	(1)	(1)	(1)	(1)
설비투자	(38)	(35)	(42)	(49)	(55)
유무형자산감소 (증가)	(11)	0	0	0	0
재무현금	(1)	(12)	(13)	(13)	(13)
차입금증가 (감소)	(1)	0	0	0	0
자본증가 (감소)	(1)	(12)	(13)	(13)	(13)
배당금지급	10	12	13	13	13
현금 증감	(34)	90	48	189	220
총현금흐름 (Gross CF)	212	147	169	275	322
(-) 운전자본증가 (감소)	201	(591)	37	(7)	3
(-) 설비투자	38	35	42	49	55
(+) 자산매각	(11)	0	0	0	0
Free Cash Flow	(38)	703	90	233	265
(-) 기타투자	(13)	1	1	1	1
잉여현금	(25)	702	89	232	264

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	27.2	38.6	31.9	18.3	15.5
PBR	5.8	5.1	4.5	3.7	3.0
PSR	7.0	7.6	6.4	5.5	4.9
EV/ EBITDA	16.6	23.8	19.7	10.9	8.6
배당수익률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EPS	7,658	5,484	6,677	11,628	13,745
BPS	36,180	41,277	47,230	57,938	70,672
SPS	29,858	27,923	33,216	38,875	43,418
DPS	600	600	600	600	600
수익성지표 (%)					
ROA	17.6	10.5	11.1	16.7	16.8
ROE	23.4	13.8	14.5	21.4	20.7
ROIC	30.3	24.0	81.3	121.6	129.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	28.9	29.4	29.8	24.3	20.5
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	447.9	439.2	429.2	522.8	616.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
매출채권회전율	8.7	10.1	11.2	10.5	11.8
재고자산회전율	455.1	25.8	11.2	10.5	11.8
자산/자본구조 (%)					
투자자본	80.0	13.0	16.2	14.6	13.9
차입금	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2

주: K-IFRS 연결, EPS는 완전희석 EPS

Compliance Notice

2012년 11월 08일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자이력

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	엔씨소프트 주가 및 KB투자증권 목표주가
엔씨소프트	2011/06/16	BUY	360,000		
	2011/06/27	BUY	360,000		
	2011/07/01	BUY	360,000		
	2011/08/01	BUY	360,000		
	2011/08/10	BUY	360,000		
	2011/08/18	BUY	360,000		
	2011/09/09	BUY	360,000		
	2011/09/18	BUY	360,000		
	2011/09/30	BUY	360,000		
	2011/11/16	HOLD	360,000		
	2012/01/06	HOLD	360,000		
	2012/02/16	HOLD	360,000		
	2012/02/28	HOLD	360,000		
	2012/04/23	HOLD	360,000		
	2012/06/11	HOLD	360,000		
	2012/06/22	HOLD	360,000		
	2012/07/13	HOLD	360,000		
	2012/09/11	BUY	360,000		
	2012/09/27	BUY	360,000		
	2012/11/08	BUY	360,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.