

Target price lowered

Korea / Internet Services & Content				
21 November 2012	<b>BUY</b>			
목표주가	310,000 원			
현재주가 (16 Nov 2012)	156,000 원			
Upside/downside (%)	98.7			
KOSPI	1860.83			
시가총액 (십억원)	3,416			
52 주 최저/최고	154,000/ 330,000			
일평균거래대금 (십억원)	69.4			
외국인 지분율 (%)	39.98			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	609	739	976	1,215
영업이익 (십억원)	135.1	158.8	370.6	464.1
당기순이익 (십억원)	117.7	135.6	316.9	393.7
EPS (원)	5,529	6,207	14,504	18,021
EPS 성장률 (%)	(16.3)	12.3	133.7	24.2
P/E (x)	55.6	25.1	10.8	8.7
P/B (x)	7.9	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA (x)	38.6	14.6	6.9	5.4
배당수익률 (%)	0.2	0.5	1.0	1.1
DPS (원)	600	800	1,500	1,700
ROE (%)	15.1	14.8	28.1	27.0
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(27.8)	(34.5)	(54.7)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(23.6)	(29.5)	(54.9)

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

## 엔씨소프트 (036570 KS)

### 현재의 자신감이 미래의 걸림돌

동사는 지난 6 월말 '블레이드앤소울'을 성공적으로 상용화에 성공했으며, 8 월에는 북미에서 '길드워2' 출시도 성공함. 그러나 한해 2 개의 신규 게임 성공에도 불구하고 동사의 주가는 최근 급락함. 이는 게임 시장의 축이 온라인에서 모바일로 빠르게 진화하고 있음에도 불구하고 동사가 시장 변화에 적절하게 대응하지 못했기 때문임. 또한 기존 주력 게임들의 트래픽 하락과 최대주주의 지분 매각에 대해 투자자들과의 소통에도 다소 문제가 있었으며, 모회사인 넥슨재팬의 주가 하락도 부정적으로 작용함. 그러나 글로벌 온라인게임 시장은 2013 년에도 전년대비 16.2% 성장이 전망되고 있으며, 동사의 해외 로열티 매출도 2013 년부터 본격화될 것으로 기대됨. 동사는 지난 3/4 분기부터 영업실적이 턱어라운드 했으며, 2013 년 영업이익과 순이익 증가율이 전년대비 각각 133.3%, 133.7%에 달할 것으로 전망됨. 따라서 동사에 대한 투자 의견 BUY 를 유지함. 반면에 동사의 목표주가는 기존 게임들의 트래픽 하락과 모바일로의 사업 전환 지연 등을 고려해 310,000 원으로 하향 조정함.

#### 3/4분기 긍정적인 면은 없었나?

동사의 지난 3/4 분기 영업실적은 실망스러운 수준이었음. 이는 '리니지', '아이온' 등 기존 게임들의 트래픽이 하락했으며, 신규 게임 '블레이드앤소울'도 당초 기대에 미치지 못했기 때문임. 그러나 동사는 올 3/4 분기를 기점으로 펀더멘탈이 강화되었으며, 사업안정성도 크게 향상되었다고 판단됨. 이는 동사가 과거에는 '리니지', '리니지2', '아이온'에서 대부분의 매출이 발생했으나, 3/4 분기를 기점으로 '블레이드앤소울'과 '길드워2'가 주요 매출로 부각되기 시작했기 때문임. 따라서 동사의 지난 3/4 분기 매출액은 설립 이후 최고 수준이었으며, 전분기 76 억원의 영업적자에서 506 억원 영업이익 흑자전환에 성공함. 또한 '리니지'의 부분 유료화 이벤트가 10 월 4 일에 시작했다는 점과 '길드워2'의 매출 대부분이 4/4 분기에 인식된다는 점에서 실적 호조세는 4/4 분기에도 이어질 것으로 보임.

#### 온라인게임 시장 끝나지 않았다

국내 모바일게임 시장은 고성장을 보이고 있음. 이에 따라 신규 업체들의 진입이 빨라지고 있으며, 기존 온라인게임 업체들도 온라인 보다는 모바일게임 개발에 주력하고 있음. 이러한 시장 상황에도 불구하고 동사는 온라인게임 시장에 집중했으며, 모바일 시장으로의 사업 확대가 적절한 시기에 이루어지지 않았음. 이는 온라인게임 시장에 대한 자신감과 모바일게임 시장의 높은 성장성을 인식하지 못했기 때문임. 그러나 국내 온라인게임 시장의 성장성은 과거 대비 둔화되었으나, 글로벌 시장의 높은 성장성은 유지될 것으로 보임. 2013 년, 2014 년 세계 온라인게임 시장은 각각 16.2%, 13.3% 성장이 전망되고 있다는 점에서 아직도 타 산업대비 매우 높은 수준임. 특히 게임사들이 모바일게임 개발에 집중하면서 향후 온라인게임 시장의 경쟁은 완화될 것으로 보이며, 이에 따라 국내 1 위인 동사의 성장세는 이어질 것으로 전망됨.

#### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가는 31 만원으로 하향

동사에 대한 투자 의견 BUY 를 유지함. 이는 올 하반기부터 '블레이드앤소울'과 '길드워2'의 상용화 서비스에 힘입어 성장 단계에 진입했기 때문임. 또한 2013 년에는 '길드워2'의 확장팩 출시에 따라 150 만장 정도의 추가 패키지 판매가 이루어질 것으로 보이며, '블레이드앤소울'과 '길드워2'의 중국, 일본, 대만 등 서비스 지역이 2013 년 하반기부터 순차적으로 확대될 것으로 보임. 따라서 2014 년에는 수익성이 좋은 해외 로열티 매출액이 큰 폭으로 확대될 것으로 보이며, 동사의 EPS 는 2012 년부터 2014 년까지 연평균 70.4%의 높은 성장이 예상됨. 반면에 동사의 목표주가를 31 만원으로 하향 조정함. 이는 동사의 목표주가 산출을 2007 년 ~ 2011 년 PER 밴드 평균 28.1 배를 적용했었으나, 시장의 성장성이 과거 대비 낮아졌다는 점을 고려해 새로운 목표주가는 PER 밴드 하단인 19.3 배를 적용하여 산출함. 또한 동사는 올해 해외 경쟁게임 'LOL', '디아블로3' 등의 영향을 받았으며, 향후 '도타2' 등과의 경쟁이 예상됨.

Figure 1 엔씨소프트의 분기별 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
매출액	141.2	146.8	182.2	268.6	209.8	210.5	198.2	357.1
(리니지)	43.6	58.4	38.3	44.7	42.3	49.7	37.2	43.4
(리니지 II)	18.4	16.9	13.3	14.3	16.1	15.2	12.8	13.8
(아이온)	52.9	36.4	26.9	32.5	43.8	34.5	25.6	30.9
(블레이드앤소울)	-	-	32.7	33.7	34.2	34.2	34.6	54.7
(길드워 I & II)	1.7	1.3	45.8	113.2	39.6	39.6	47.5	130.7
(해외로열티)	15.2	17.1	14.9	16.0	17.5	20.0	20.4	61.5
(기타)	9.2	16.7	10.2	14.1	16.2	17.3	20.1	22.0
영업이익	13.8	(7.6)	50.6	102.0	68.7	68.5	69.3	164.1
순이익	12.4	(7.4)	47.2	83.4	61.4	60.5	61.0	133.9
영업이익률	9.8	(5.2)	27.8	38.0	32.8	32.5	35.0	45.9
순이익률	8.8	(5.1)	25.9	31.0	29.3	28.7	30.8	37.5

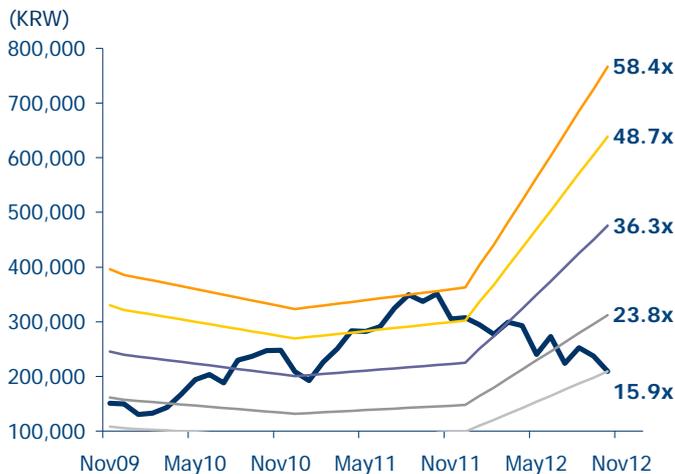
주 1: 길드워 2 확장팩 2013년 하반기에 북미 지역에 출시 가정  
 2: '블레이드앤소울'과 '길드워 2' 2013년 하반기부터 중국, 일본, 대만 등 정식 서비스 가정  
 자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 엔씨소프트의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	영업실적 전망				증가율		
	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
매출액	608.9	738.8	975.7	1,215.4	21.3	32.1	24.6
(리니지)	195.7	185.1	172.6	169.1	(5.4)	(6.8)	(2.0)
(리니지 II)	100.6	63.0	58.0	55.9	(37.4)	(7.9)	(3.5)
(아이온)	223.2	148.8	134.9	130.8	(33.4)	(9.3)	(3.0)
(블레이드앤소울)	-	66.4	157.7	228.3	-	137.6	44.8
(길드워 I & II)	7.9	162.1	257.5	308.0	1,950.3	58.9	19.6
(해외로열티)	56.6	63.3	119.5	220.8	11.8	89.0	84.7
(기타)	24.9	50.2	75.5	102.4	101.8	50.5	35.6
영업이익	135.1	158.8	370.6	464.1	17.6	133.3	25.2
순이익	117.7	135.6	316.9	393.7	15.2	133.7	24.2
영업이익률	22.2	21.5	38.0	38.2	(0.7)	16.5	0.2
순이익률	19.3	18.4	32.5	32.4	(1.0)	14.1	(0.1)

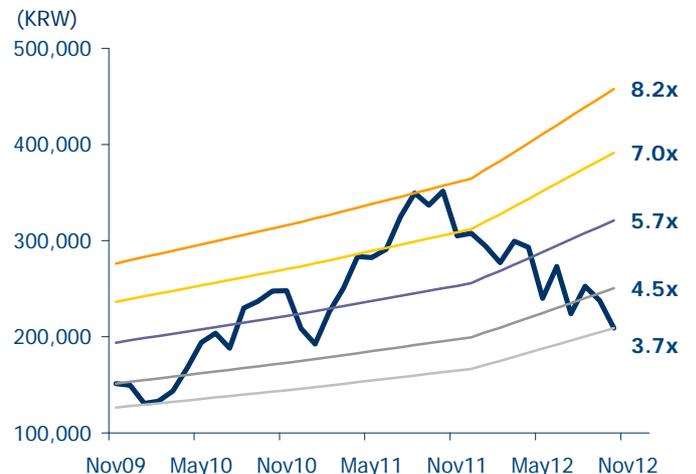
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 엔씨소프트의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 엔씨소프트의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Summary financial statements

### 손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	609	739	976	1,215
매출원가	(139)	(169)	(166)	(207)
매출총이익	470	570	810	1,009
판매비와관리비	(334)	(411)	(439)	(545)
영업이익 (조정)	136	159	371	464
영업이익	135	159	371	464
순이자손익	22	21	32	41
지분법손익	6	0	0	0
기타	(6)	1	20	20
세전계속사업손익	157	181	423	525
법인세비용	(40)	(45)	(106)	(131)
당기순이익	118	136	317	394
당기순이익 (지배주주지분)	121	136	317	394
EPS (원)	5,529	6,207	14,504	18,021
EPS (지배주주지분, 원)	5,529	6,207	14,504	18,021

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	(7.7)	21.3	32.1	24.6
매출총이익 증가율	(12.2)	21.3	42.1	24.6
영업이익 증가율	(22.2)	17.6	133.3	25.2
당기순이익 증가율	(16.0)	12.4	133.7	24.2
EPS 증가율	(16.3)	12.3	133.7	24.2
매출총이익율	77.1	77.1	83.0	83.0
영업이익률	22.2	21.5	38.0	38.2
당기순이익률	19.8	18.4	32.5	32.4

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	139	225	289	442
당기순이익	118	136	317	394
유무형자산상각비	25	41	58	80
기타	(18)	86	(58)	(19)
운전자분증감	13	(37)	(28)	(13)
투자현금	(127)	(254)	(329)	(405)
자본적지출	(190)	(232)	(306)	(381)
기타	63	(22)	(23)	(24)
재무현금	(12)	(14)	(17)	(33)
배당금	(12)	(12)	(17)	(33)
자본의증가(감소)	6	-	-	-
부채의증가(감소)	(7)	-	-	-
기초현금	59	59	16	(43)
기말현금	59	16	(43)	(39)

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	639	715	735	788
현금및현금성자산	59	16	(43)	(39)
단기금융자산	476	495	515	536
매출채권	76	88	117	131
재고자산	1	88	117	131
기타유동자산	27	27	28	28
비유동자산	474	669	920	1,225
유형자산	366	561	813	1,117
투자자산	32	34	35	36
기타비유동자산	76	74	72	72
자산총계	1,113	1,383	1,655	2,012
유동부채	199	262	293	308
매입채무	27	88	117	131
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	160	161	163	164
비유동부채	46	132	73	54
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	46	132	73	54
부채총계	245	394	366	362
지배주주지분	856	977	1,276	1,637
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	868	990	1,289	1,650
BVPS (원)	39,162	44,713	58,417	74,938

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### 주요투자지표

12월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	15.1	14.8	28.1	27.0
총자산이익률 (%)	11.0	10.9	20.9	21.5
재고자산 보유기간 (일)	3.4	96.8	226	220
매출채권 회수기간 (일)	45.6	40.5	38.5	37.4
매입채무 결제기간 (일)	61.2	124	226	220
순차입금/자기자본 (%)	(60.2)	(50.3)	(35.7)	(29.4)
이자보상배율 (x)	(6.1)	(7.7)	(11.6)	(11.3)

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

**Recommendations**

**종목별 투자 의견 (2개월 기준)**

Buy : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과  
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내  
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과  
 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

**업종별 투자 의견**

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과  
 Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내  
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

**Compliance Notice**

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
 작성자 : 정우철, 우윤철

종목	담당자	담당자 보유주식수			1% 이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가				

**REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.**

**Target Price and Recommendation Chart**

