

엔씨소프트 (036570/매수)

게임

추가 바닥으로 볼 수 있는 국면

2013년 하반기의 실적 모멘텀 3가지 집중

2013년 3분기에는 ‘블레이드 앤 소울’이 중국 최대 게임기업 텐센트를 통해서 서비스될 예정이고, 4분기에는 역시 중국에서 ‘길드워2’가 출시될 계획이다. 하반기에는 미국과 유럽에 ‘길드워2’ 확장팩이 판매될 것으로 기대된다.

‘블소’의 월정액제 그리고 ‘길드워2’의 CD 판매 수익모델이 중국에서는 적용되기 어려울 것이다. 당사는 2013년 실적 전망에 ‘블소’ 중국 로열티 금액은 ‘아이온’(중국 서비스 첫해에 600억원 수준 로열티 매출액 추정)과 유사한 수준이 될 것으로 가정하고 있지만, 사전적인 예가 없는 ‘길드워2’ 중국 매출액은 아직 반영하지 않고 있다.

‘길드워1’은 2006년 3월에 최초 CD 제품을 160만장 판매했고, 이어서 같은 해 10월에 출시한 첫 확장팩은 110만장, 2007년 8월에 발매한 두 번째 확장팩은 150만장을 판매했다. 당사는 ‘길드워2’가 2012년에 312만장 판매할 것으로 예상하고, 2013년 확장팩은 보수적으로 150만장 판매를 가정하고 있다.

4분기 영업이익 1,000억원 이상, 사상 최대 실적 예상

‘길드워2’ CD 판매액과 아이템 판매 매출액이 급증하고, ‘리니지1’ 아이템 이벤트 효과로 4분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 50.7%, 101.0% 증가할 전망이다. 4분기 매출액은 2,750억원, 영업이익은 1,020억원으로 예상되고 있다.

4분기 ‘길드워2’ 매출액은 1,180억원(3분기 460억원)으로, 두번의 이벤트가 진행된 ‘리니지1’ 매출액은 630억원(3분기 380억원)으로 예상된다. ‘아이온’과 ‘리니지2’, ‘블소’ 4분기 매출액은 3분기 대비 소폭 감소하거나 유지되면서 안정을 찾을 것으로 기대된다. 비용측면에서는 4분기에 프로야구단 비용 150억원이 추가될 예정이다.

현금, 부동산 등 자산 가치 등을 고려한 Valuation 하방 경직성에 주목

당사의 현시점 보유현금 5,000억원, 부동산 5,500억원(삼성동 R&D센터, 삼성동 경암빌딩, 판교 빌딩 등), 자사주 3,000억원(지분의 9%)의 자산을 가지고 있다. 시가총액 3조 6천억의 상당부분이 자산가치로 설명이 될 수 있다.

보수적인 실적 추정 변수를 대입하여 2013년과 2014년 EPS 전망치를 각각 4.9%, 3.4% 하향했다. ‘매수’ 투자 의견을 유지하나 EPS 조정과 Peer Group 주가 조정 등을 반영하며 목표주가는 기존 310,000원에서 280,000원으로 변경한다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	660	174	26.3	144	6,602	243	187	20.8	31.6	5.5	16.3
12/11	609	135	22.2	121	5,529	161	-120	15.1	55.6	7.2	38.7
12/12F	745	159	21.3	145	6,613	160	30	15.6	23.9	3.2	18.3
12/13F	873	316	36.2	272	12,426	319	233	24.1	12.7	2.6	8.5
12/14F	1,092	486	44.5	407	18,611	489	361	28.0	8.5	2.0	4.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

김창권

02-768-4321

changkwon.kim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	280,000
현재주가(12/12/17,원)	158,000
상승여력(%)	77.2
EPS 성장률(12F,%)	19.6
MKT EPS 성장률(12F,%)	9.9
P/E(12F,x)	23.9
MKT P/E(12F,x)	10.7
KOSPI	1,983.07
시가총액(십억원)	3,460
발행주식수(백만주)	22
60D 일평균 거래량(천주)	345
60D 일평균 거래대금(십억원)	65
배당수익률(12F,%)	0.4
유동주식비율(%)	76.3
52주 최저가(원)	141,000
52주 최고가(원)	328,000
베타(12M, 일간수익률)	1.00
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.1
외국인 보유비중(%)	40.0

주요주주

NEXON Co., Ltd.(14.7%)

김택진 외 7인(10.4%)

엔씨소프트 자사주(9%)

주식상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-36.8	-45.3
상대주가	-5.3	-43.5	-53.1

주요사업

MMORPG 게임

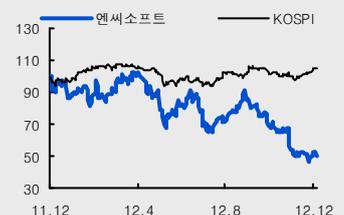


표 1. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, 원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	2010	2011	2012F
매출액	155	167	148	139	141	147	182	275	656	609	745
리니지1	39	66	51	40	44	58	38	63	183	196	203
리니지2	31	24	21	25	18	17	13	13	123	101	61
아이온	61	54	56	52	53	36	27	25	262	223	141
COH/V	3	3	3	3	3	3	-	-	16	12	6
길드워1	2	2	2	1	2	1	-	-	13	8	3
블레이드 앤 소울	-	-	-	-	-	-	33	32	-	-	65
길드워2	-	-	-	-	-	-	46	118	-	-	164
로열티	16	14	12	14	15	17	15	17	48	57	65
매출비중											
리니지1	27.6	43.5	37.5	32.0	34.7	45.1	22.9	24.5	30.1	35.4	29.9
리니지2	22.1	15.6	15.6	19.8	14.6	13.0	8.0	4.9	20.2	18.2	9.0
아이온	44.0	35.6	41.1	41.5	42.0	28.0	16.1	9.6	43.1	40.4	20.7
COH/V	2.2	1.8	2.1	2.8	2.3	2.2	-	-	2.6	2.2	0.8
길드워1	1.7	1.5	1.4	1.2	1.4	1.0	-	-	2.1	1.4	0.4
블레이드 앤 소울	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	19.5	12.5	0.0	0.0	9.5
길드워2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.4	46.0	0.0	0.0	24.2
영업이익	41	43	34	17	14	-8	51	102	177	135	159
영업이익률	26.2	26.1	22.9	12.0	9.7	-5.2	27.8	37.0	27.0	22.1	21.3
순이익	34	41	28	16	12	-8	47	93	147	120	145
순이익률	22.2	24.8	18.9	11.6	8.8	-5.3	25.9	33.9	22.4	19.7	19.4
YoY 증감률											
매출액	-8.6	-0.9	-6.0	-13.4	-9.2	-12.0	23.4	97.6		-7.2	22.3
리니지1	-19.7	28.4	24.5	-5.9	13.3	-11.8	-24.8	57.9		7.0	4.0
리니지2	-2.2	-22.3	-28.5	-20.6	-40.2	-29.1	-37.2	-49.0		-18.2	-39.1
아이온	-14.6	-12.7	-11.3	-20.6	-13.8	-33.0	-51.7	-52.1		-14.8	-36.8
COH/V	-8.9	-20.2	-50.7	6.1	-5.3	2.4	-100.0	-100.0		-23.4	-52.5
길드워1	-3.1	-56.0	-19.3	-45.9	-25.9	-43.3	-100.0	-100.0		-37.0	-62.2
영업이익	-41.9	47.2	-31.6	-39.8	-66.2	적전	49.8	510.0		-23.8	17.6
세전이익	-37.7	42.4	-29.3	-34.9	-60.7	적전	39.6	389.2		-20.8	12.4
순이익	-37.5	67.2	-29.4	-41.1	-64.0	적전	69.2	476.7		-18.4	20.8
QoQ 증감률											
매출액	-3.1	7.3	-11.5	-5.8	1.6	4.0	24.1	50.7			
리니지1	-9.3	72.1	-23.1	-21.6	9.2	33.9	-34.5	64.7			
리니지2	-1.1	-22.6	-11.2	16.8	-25.5	-8.2	-21.4	-5.2			
아이온	-5.7	-11.7	2.9	-7.4	2.4	-31.3	-25.9	-8.1			
COH/V	-5.8	-8.7	0.9	22.2	-15.9	-1.2	-100.0	-			
길드워1	-15.3	-2.3	-16.9	-21.3	15.9	-25.3	-100.0	-			
영업이익	46.9	6.8	-22.3	-50.7	-17.6	적전	흑전	101.0			
세전이익	39.2	5.8	-21.4	-43.7	-16.0	적전	흑전	97.2			
순이익	25.8	20.0	-32.6	-42.2	-23.0	적전	흑전	97.2			

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2012~2014 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전			변경 후			변경률			변경 근거
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	
매출액	740	870	1,088	745	873	1,092	0.7	0.3	0.3	길드워2 2013F 매출액 보수적인 반영 4Q12F 프로야구단 비용 150억원 반영
영업이익	147	337	506	159	316	486	7.6	-6.3	-4.0	
세전이익	181	373	552	191	359	537	5.5	-3.9	-2.7	
순이익	139	286	421	145	272	407	4.4	-4.9	-3.4	
EPS	6,336	13,072	19,260	6,613	12,426	18,611	4.4	-4.9	-3.4	
영업이익률	19.9	38.7	46.5	21.3	36.2	44.5	1.4	-2.5	-2.0	
순이익률	18.7	32.9	38.7	19.4	31.2	37.3	0.7	-1.7	-1.4	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: KDB대우증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	609	745	873	1,092
매출원가	139	170	154	181
매출총이익	470	575	719	911
판매비와관리비	334	416	403	425
조정영업이익	136	159	316	486
영업이익	135	159	316	486
비영업손익	22	32	43	52
순금융비용	-22	-20	-16	-24
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	157	191	359	537
계속사업법인세비용	40	46	87	130
계속사업이익	118	145	272	407
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	118	145	272	407
지배주주	121	145	272	407
비지배주주	-3	0	0	0
총포괄이익	111	145	272	407
지배주주	113	145	272	407
비지배주주	-2	0	0	0
EBITDA	161	160	319	489
FCF	-120	30	233	361
EBITDA마진율 (%)	26.5	21.5	36.5	44.8
영업이익률 (%)	22.2	21.3	36.2	44.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.8	19.4	31.2	37.3

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	639	828	1,089	1,479
현금 및 현금성자산	59	225	464	817
매출채권 및 기타채권	76	93	109	136
재고자산	1	2	2	2
기타유동자산	27	33	39	49
비유동자산	475	614	671	747
관계기업투자등	14	14	14	14
유형자산	366	376	376	376
무형자산	30	22	25	28
자산총계	1,113	1,441	1,760	2,227
유동부채	199	223	259	320
매입채무 및 기타채무	27	33	38	48
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	160	177	208	260
비유동부채	46	205	229	246
장기금융부채	0	113	126	126
기타비유동부채	12	59	69	86
부채총계	245	428	487	566
지배주주지분	856	1,000	1,260	1,648
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	221	221	221	221
이익잉여금	725	870	1,130	1,517
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	869	1,013	1,273	1,660

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	117	-58	229	355
당기순이익	118	145	272	407
비현금수익비용가감	46	16	47	82
유형자산감가상각비	22	0	0	0
무형자산상각비	4	2	3	4
기타	-10	13	28	28
영업활동으로인한자산및부채의변동	13	-51	-3	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	32	48	-16	-27
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	6	6	10
법인세납부	-61	-167	-87	-130
투자활동으로 인한 현금흐름	-105	190	21	31
유형자산처분(취득)	-190	-8	0	0
무형자산감소(증가)	-6	-6	-6	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	84	169	0	0
기타투자활동	8	36	28	37
재무활동으로 인한 현금흐름	-12	87	-11	-33
장단기금융부채의 증가(감소)	-7	-14	0	0
자본의 증가(감소)	7	14	0	0
배당금의 지급	-12	-12	-12	-20
기타재무활동	-1	-3	-12	-13
현금의증가	0	165	240	353
기초현금	60	59	224	464
기말현금	59	224	464	817

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	55.6	23.9	12.7	8.5
P/CF (x)	45.9	23.6	12.6	8.4
P/B (x)	7.2	3.2	2.6	2.0
EV/EBITDA (x)	38.7	18.3	8.5	4.8
EPS (원)	5,529	6,613	12,426	18,611
CFPS (원)	6,697	6,703	12,572	18,778
BPS (원)	42,623	49,525	61,247	78,807
DPS (원)	600	600	1,000	1,200
배당성향 (%)	9.9	8.3	7.3	5.9
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.6	0.8
매출액증가율 (%)	-7.7	22.3	17.2	25.1
EBITDA증가율 (%)	-33.8	-0.5	98.7	53.6
영업이익증가율 (%)	-22.2	17.3	99.1	54.0
EPS증가율 (%)	-16.3	19.6	87.9	49.8
매출채권 회전을 (회)	8.5	9.2	9.0	9.3
재고자산 회전을 (회)	473.4	530.1	519.8	535.4
매입채무 회전을 (회)	346.4	5,765.3	5,653.4	5,823.1
ROA (%)	11.0	11.3	17.0	20.4
ROE (%)	15.1	15.6	24.1	28.0
ROIC (%)	46.4	32.1	57.4	86.9
부채비율 (%)	28.2	42.2	38.3	34.1
유동비율 (%)	321.6	371.9	421.2	461.7
순차입금/자기자본 (%)				
영업이익/금융비용 (x)				

자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- 엔씨소프트: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 엔씨소프트: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

