



BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원 (하향)

주가(1/8): 157,000원

시가총액: 33,832억원

통신/인터넷/게임/SI

Analyst 안재민

02) 3787-5155 jmahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/8)		1,997.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	322,500원	144,000원
등락률	-52.09%	7.29%
수익률	절대	상대
1W	3.3%	1.3%
6M	-39.9%	-44.1%
1Y	-43.2%	-47.6%

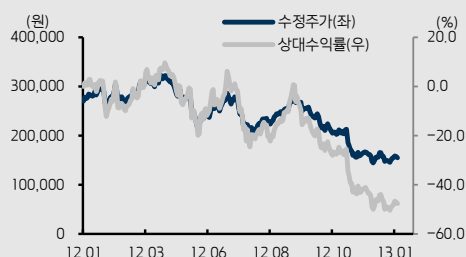
Company Data

발행주식수	21,898천주
일평균 거래량(3M)	342천주
외국인 지분율	39.08%
배당수익률(12E)	0.40%
BPS(12E)	45,185원
주요 주주	넥슨 14.7%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	6,089	7,472	9,041	10,501
보고영업이익	1,351	1,665	2,421	3,260
핵심영업이익	1,357	1,665	2,421	3,065
EBITDA	1,612	1,934	2,743	3,436
세전이익	1,572	1,836	2,638	3,580
순이익	1,177	1,402	2,155	2,912
자배주주지분순이익	1,207	1,376	2,125	2,882
EPS(원)	5,529	6,286	9,706	13,163
증감률(%YoY)	-16.2	13.7	54.4	35.6
PER(배)	55.6	23.9	15.9	11.7
PBR(배)	7.9	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA(배)	37.4	14.2	9.5	6.8
보고영업이익률(%)	22.2	22.3	26.8	31.0
핵심영업이익률(%)	22.3	22.3	26.8	29.2
ROE(%)	14.4	15.0	19.5	21.4
순부채비율(%)	-60.2	-48.0	-59.9	-66.3

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

상반기는 모멘텀을 기다리는 시기



엔씨소프트는 야심차게 준비했던 블레이드&소울이 기대에 못미치고, 모바일 게임으로의 시장 패러다임 변경, 그리고 대주주의 지분 매각 등 여러 이슈가 맞물리면서 큰 폭의 주가하락을 보였습니다. 기대가 높은 만큼 실망도 컸지만, 2013년에 예상되는 중국 B&S, 길드워2 출시와 길드워2 확장팩 등의 영향으로 해외 시장에서 성과가 다시 나타난다면 최근 부진이 충분히 만회될 것으로 기대하고 있습니다.

>>> 4분기 실적은 길드워2로 사상 최대 전망

엔씨소프트의 4분기 실적은 매출액 2,770억원(99.3% y-y, 52.1% q-q), 영업이익 1,098억원(558.1% y-y, 116.9% q-q)으로 사상 최대의 실적을 기록할 것으로 전망한다.

길드워2가 2012년말까지 300만장 가까이 판매고를 올렸고, 아이템 판매 매출도 200억원 수준으로 4분기에 1,242억원 매출이 예상되어 실적 성장을 견인할 것이다.

또한, 리니지1은 최근 동접수 22만명을 돌파하면서 14년된 게임이라고 전혀 믿겨지지 않는 상황이 지속되고 있는데, 지난 9월에 있었던 대규모 업데이트 이후 고객 증가와 10월초와 12월에 있었던 아이템 판매에 따른 매출 상승으로 557억원(110.0% y-y, 52.1% q-q)을 기록할 것으로 보인다.

영업이익은 야구단 선수확보 비용이 150억원정도 반영되었지만, 기타 비용이 크게 증가할 부분이 없고, 자회사 핫독스튜디오의 '모두의 게임' 성공에 따른 이익 반영 등으로 1,098억원(558.1% y-y, 116.9% q-q)이 예상된다.

>>> 하반기 부각될 모멘텀(중국 B&S, 길드워2 확장팩, 중국 길드워2, 와일드스타)은 여전히 유효

2012년에 엔씨소프트가 국내에서 보여준 성과는 기대치에 비해 소폭 못미쳤지만, 2013년 해외 시장에서의 성과와 관련된 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단한다.

중국 블레이드&소울은 여름 시즌에는 상용화될 것으로 예상되며, 일정상 3~5월에는 관련 CBT가 진행될 것이다. 3분기에는 길드워2 확장팩 출시가 예정되어 있으며, 4분기에는 길드워2의 중국 진출과 빠르면 와일드스타의 공개 가능성도 있다.

>>> 2013년 해외시장의 성과를 감안하여 투자의견 BUY 유지

우리는 엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 240,000원으로 하향 조정한다. 최근 낮아진 주가 상황과 2013년 실적 추정치 하향에 따라 목표주가를 하향하나, 해외 시장에서의 성과를 감안하면 2013년에도 매출액 21.0% y-y(9,041억원), 영업이익 45.4% y-y(2,421억원) 수준의 고성장은 이어갈 것으로 기대한다.

엔씨소프트 4분기 실적 Preview

(단위: 억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E				
					현재 추정치	기존 추정치	QoQ 증감율	YoY 증감율	컨센서스
매출액	1,390	1,412	1,468	1,822	2,770	2,766	52.1	99.3	2,693
게임매출	1,247	1,263	1,233	1,721	2,618	2,601	52.1	110.0	-
리니지1	400	436	584	383	557	495	45.4	39.4	-
리니지2	247	184	169	133	113	137	-15.4	-54.5	-
아이온	517	529	364	269	272	308	0.9	-47.4	-
B&S				327	329	314	-	-	-
길드워2				458	1,242	1,242	-	-	-
기타	82	113	116	150	105	105	-29.9	27.6	-
로열티매출	143	149	171	149	185	198	23.9	29.0	-
영업이익	167	137	-76	506	1,098	875	116.9	558.1	1,060
영업이익률	12.0	9.7	-5.2	27.8	39.6	31.6	-	-	39.4
법인세차감전순이익	219	183	-32	542	1,143	920	110.8	423.0	1,060
당기순이익	161	124	-73	487	862	695	77.2	434.8	867
순이익률	11.6	8.8	-4.9	26.7	31.1	25.1	-	-	32.2

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012 E	2013E
매출액	1,412	1,468	1,822	2,770	2,029	2,042	2,289	2,680	6,089	7,472	9,041
게임매출	1,219	1,233	1,721	2,618	1,656	1,636	1,680	2,030	5,523	6,791	7,002
리니지1	436	584	383	557	444	477	420	459	1,957	1,961	1,801
리니지2	184	169	133	113	108	100	92	86	1,006	599	386
아이온	529	364	269	272	284	264	235	238	2,232	1,434	1,021
B&S	-	-	327	329	329	319	309	597	-	656	1,555
길드워2	-	-	458	1,242	382	364	508	531	-	1,700	1,785
기타	69	116	150	105	108	112	115	118	328	441	454
로열티매출	152	171	149	185	197	225	434	478	566	658	1,334
영업이익	137	-76	506	1,098	496	503	655	767	1,347	1,665	2,421
영업이익률	9.7	-5.2	27.8	39.6	24.4	24.6	28.6	28.6	22.1	22.3	26.8
법인세차감전순이익	183	-32	542	1,143	541	555	710	832	1,568	1,836	2,638
당기순이익	126	-73	487	862	445	457	584	668	1,198	1,402	2,155
순이익률	8.9	-4.9	26.7	31.1	21.9	22.4	25.5	24.9	19.7	18.8	23.8

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	6,597	6,089	7,472	9,041	10,501
매출원가	1,248	1,391	2,122	2,855	3,320
매출총이익	5,349	4,697	5,350	6,186	7,181
판매비및일반관리비	3,126	3,340	3,686	3,765	4,116
영업이익(보고)	1,736	1,351	1,665	2,421	3,260
영업이익(핵심)	2,223	1,357	1,665	2,421	3,065
영업외손익	-272	215	171	217	320
이자수익	217	229	181	230	333
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	44	33	0	0	0
이자비용	3	8	28	28	28
외환손실	36	33	0	0	0
관계기업지분손익	39	59	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	19	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	9	0	0	0
기타	-531	-93	18	15	15
법인세차감전이익	1,951	1,572	1,836	2,638	3,580
법인세비용	508	395	461	513	698
유효법인세율 (%)	26.0%	25.1%	25.1%	19.4%	19.5%
당기순이익	1,443	1,177	1,402	2,155	2,912
지배주주지분순이익(억원)	1,437	1,207	1,376	2,125	2,882
EBITDA	2,434	1,612	1,934	2,743	3,436
현금순이익(Cash Earnings)	1,654	1,432	1,672	2,477	3,284
수정당기순이익	1,444	1,156	1,402	2,155	2,912
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	-7.7	22.7	21.0	16.1
영업이익(보고)	N/A	-22.2	23.3	45.4	34.7
영업이익(핵심)	N/A	-38.9	22.7	45.4	26.6
EBITDA	N/A	-33.8	20.0	41.8	25.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	-16.0	14.0	54.5	35.6
EPS	N/A	-16.2	13.7	54.4	35.6
수정순이익	N/A	-20.0	21.3	53.7	35.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	2,205	1,386	4,813	2,643	3,062
당기순이익	1,443	1,177	1,402	2,155	2,912
감가상각비	173	215	170	192	220
무형자산상각비	38	40	100	130	151
외환손익	-16	-5	0	0	0
자산처분손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	566	132	-47	454	96
기타	0	-175	3,189	-288	-318
투자활동현금흐름	-2,525	-1,274	332	-101	-523
투자자산의 처분	-1,901	843	449	-69	-405
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	-117	-32	-118
재무활동현금흐름	-52	-117	-5,068	-138	-116
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	175	-19	3
현금및현금성자산의순증가	-357	-3	77	2,404	2,422
기초현금및현금성자산	951	595	592	669	3,072
기말현금및현금성자산	595	592	669	3,072	5,495
Gross Cash Flow	1,639	1,253	4,860	2,189	2,966
Op Free Cash Flow	1,855	-571	1,485	2,611	2,790

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	7,228	6,390	6,317	8,731	11,590
현금및현금성자산	595	592	669	3,072	5,495
유동금융자산	5,604	4,758	4,130	4,203	4,478
매출채권및유동채권	981	1,028	976	931	1,073
재고자산	13	13	13	13	13
기타유동비금융자산	35	0	530	513	532
비유동자산	3,008	4,745	6,932	7,017	7,328
장기매출채권및기타비유동채권	179	321	640	619	643
투자자산	464	361	538	532	660
유형자산	1,965	3,663	3,927	4,011	4,053
무형자산	271	303	1,614	1,608	1,608
기타비유동자산	129	96	213	246	364
자산총계	10,235	11,134	13,249	15,748	18,918
유동부채	1,917	1,987	2,548	2,923	3,199
매입채무및기타유동채무	1,542	1,787	0	0	0
단기차입금	0	124	0	0	0
유동성장기차입금	37	0	0	0	0
기타유동부채	338	76	2,548	2,923	3,199
비유동부채	706	463	703	680	688
장기매입채무및비유동채무	37	66	131	127	131
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	669	397	572	553	556
부채총계	2,623	2,450	3,250	3,602	3,887
자본금	109	109	109	109	109
주식발행초과금	2,100	2,132	2,101	2,101	2,101
이익잉여금	6,227	7,254	8,602	10,757	13,669
기타자본	-954	-940	-918	-897	-894
지배주주지분자본총계	7,481	8,556	9,894	12,070	14,986
비지배주주지분자본총계	131	129	105	75	45
자본총계	7,613	8,685	9,999	12,145	15,031
순차입금	-6,162	-5,225	-4,799	-7,275	-9,972
총차입금	37	124	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

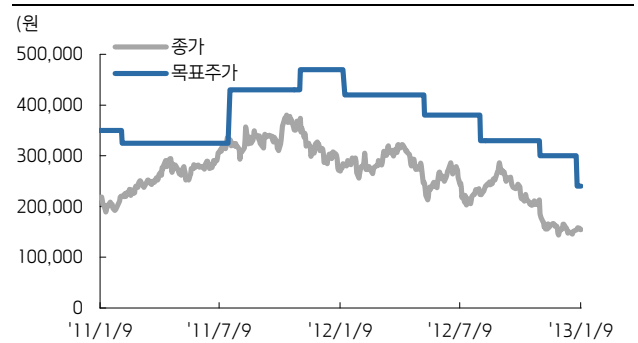
12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	6,602	5,529	6,286	9,706	13,163
BPS	34,309	39,157	45,185	55,122	68,436
주당EBITDA	11,184	7,385	8,841	12,526	15,691
CFPS	7,600	6,559	7,639	11,312	14,995
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	31.6	55.6	23.9	15.9	11.7
PBR	6.1	7.9	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.2	37.4	14.2	9.5	6.8
PCFR	27.4	46.9	19.7	13.7	10.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.3	22.2	22.3	26.8	31.0
영업이익률(핵심)	33.7	22.3	22.3	26.8	29.2
EBITDA margin	36.9	26.5	25.9	30.3	32.7
순이익률	21.9	19.3	18.8	23.8	27.7
자기자본이익률(ROE)	19.0	14.4	15.0	19.5	21.4
투자자본이익률(ROIC)	107.7	41.4	30.0	38.0	50.3
안정성(%)					
부채비율	34.5	28.2	32.5	29.7	25.9
순차입금비율	-80.9	-60.2	-48.0	-59.9	-66.3
이자보상배율(배)	731.0	179.0	59.5	86.6	109.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	6.1	7.5	9.5	10.5
재고자산회전율	504.3	473.4	591.1	715.3	830.8
매입채무회전율	4.3	3.7	8.4	N/A	N/A

- 당사는 1월 8일 현재 '엔씨소프트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
엔씨소프트 (036570)	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
	2012/11/05	BUY (Maintain)	330,000원
	2012/11/08	BUY (Maintain)	300,000원
	2013/01/04	BUY (Maintain)	240,000원

목표주가 추이



투자 의견 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