

Earnings preview

Korea / Internet Services & Content

17 January 2013

BUY

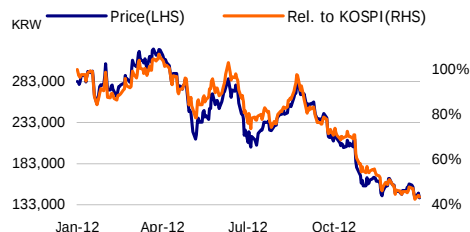
목표주가 310,000 원
현재주가 (15 Jan 2013) 141,500 원

Upside/downside (%) 119.1
KOSPI 1983.74
시가총액 (십억원) 3,099
52 주 최저/최고 139,000/ 328,000
일평균거래대금 (십억원) 58.9
외국인 지분율 (%) 37.06

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	609	754	918	1,212
영업이익 (십억원)	135.1	158.4	294.6	427.3
당기순이익 (십억원)	117.7	132.0	247.3	356.1
EPS (원)	5,529	6,042	11,320	16,297
EPS 성장률 (%)	(16.3)	9.3	87.3	44.0
P/E (x)	55.6	24.9	12.5	8.7
P/B (x)	7.9	3.4	2.6	2.0
EV/EBITDA (x)	38.6	13.8	7.3	5.1
배당수익률 (%)	0.2	0.5	1.1	1.2
DPS (원)	600	800	1,500	1,700
ROE (%)	15.1	14.4	22.7	26.1

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(14.2)	(32.8)	(50.3)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(13.7)	(35.8)	(56.0)

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

유윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

엔씨소프트 (036570 KS)

Game is not over yet

동사의 2012 년 주가는 신규게임 '블레이드앤소울'과 '길드워 2'의 상용화 서비스 성공에도 불구하고 50.3% 하락함(동기간 KOSPI +9.3%). 이는 모바일게임 산업의 부각에 따라 상대적으로 온라인게임 시장의 성장성에 대한 우려감이 확대되었으며, 경쟁사들의 신규게임 출시에 따라 '리니지2' 등 기존 주력 게임들의 트래픽 및 매출이 하락했기 때문임. 또한 최대주주의 지분 매각과 모바일게임 산업에 대한 전략 부재도 부정적으로 작용함. 그러나 동사는 신규게임들의 성공에 힘입어 지난 2012 년 2/4 분기를 바닥으로 실적이 크게 개선되고 있으며, 4/4 분기에는 사상 최고 수준의 영업실적이 기대됨. 또한 2012 년은 '리그오브레전드' (이하 LOL), '디아블로 3' 등 외산 게임들로부터 국내 시장을 방어하는 입장이었다면 2013 년에는 해외에서 시장을 확대해가는 해가 될 것으로 판단됨. 특히 국내 온라인게임 시장이 과거 대비 성장성은 둔화되었으나, 아직도 20%대의 높은 성장이 예상되고 있음. 따라서 동사에 대한 투자이견 BUY 와 목표주가 310,000 원을 유지함.

2012 년 4/4 분기 영업실적 사상 최고

동사의 2012 년 4/4 분기 매출액 및 영업이익은 각각 2,840 억원(YoY +104.4%, QoQ +55.9%), 1,016 억원(YoY +5,981.6%, QoQ +100.6%)에 달할 것으로 추정됨. 이는 경쟁사들의 신규게임 출시에 따라 '리니지2', '아이온' 등의 트래픽 및 매출액이 다소 부진한 것으로 보이나, '리니지', '길드워 2' 등이 기대 이상의 성장이 예상되기 때문임. '리니지'는 지난 4/4 분기 2 번에 걸친 이벤트에 따라 사상 최고 수준의 분기 매출액이 기대되며, 최근 동시접속자수도 서비스 이후 최대인 22 만명에 달함. 따라서 '리니지'의 4/4 분기 매출액은 619 억원(YoY +55.0%, QoQ +61.7%)에 달할 것으로 보임. 또한 '길드워 2'는 2012 년 누계로 300 만장 판매된 것으로 보이며, 이에 따라 4/4 분기 매출액은 아이템 판매 포함 1,183 억원에 달한 것으로 추정됨. 반면에 '리니지2'와 '아이온'은 각각 136 억원(YoY -45.0%, QoQ +2.3%), 272 억원(YoY -47.5%, QoQ +0.8%)에 달할 것으로 보이며, '블레이드앤소울'도 전분기 수준인 330 억원에 달할 것으로 기대됨. 이는 '디아블로 3', 'LOL' 등 경쟁게임들의 서비스에 따라 국내 시장의 경쟁이 치열해졌기 때문임.

2012 년과 2013 년 입장이 바뀐다

2012 년 국내 온라인게임 시장은 해외 경쟁사들의 신규게임 출시에 따라 동사 등 국내 업체들이 부정적인 영향을 받았음. 지난 2012 년 5 월에 출시된 '디아블로 3'는 서비스 초기 PC 방 점유율이 39%까지 확대되었으며, 최근에는 점유율이 하락하긴 했으나 아직도 10 위권을 유지하고 있음. 또한 'LOL'은 2012 년 초 점유율이 6% 수준이었으나, 최근에는 30% 수준까지 확대되었음. PC 방 점유율 순위 2 위인 '서든어택'의 점유율이 9.1%에 불과하다는 점을 고려하면 'LOL'의 점유율은 매우 높은 수준임. 이러한 외산 게임들의 점유율 확대에 따라 국내 주요 게임들의 점유율은 크게 하락했으며, 장르가 비슷한 '리니지2', '아이온' 등 동사의 주력게임들의 하락세가 지속되었음. 그러나 2013 년에는 국면이 전환될 것으로 판단됨. 이는 동사의 '블레이드앤소울'과 '길드워 2' 등이 올해 중국 등 해외 시장에서 출시가 본격화될 것으로 보인다는 점에서 향후 해외에서 시장을 확대해 갈 것으로 보이기 때문임. 특히 국내에서 'LOL' 등은 부분유료화라는 점에서 월정액 기반의 동사 게임들이 어려움을 겪어왔음. 그러나 동사의 게임들도 중국 등 해외 시장에서 부분유료화 기반으로 서비스될 예정이라는 점에서 진정한 승자를 구분할 수 있을 것으로 보임.

Figure 1 엔씨소프트의 4Q12 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	QoQ	YoY
매출액	139.0	141.2	146.8	182.2	284.0	55.9	104.4
(리니지)	40.0	43.6	58.4	38.3	61.9	61.7	55.0
(리니지 II)	24.7	18.4	16.9	13.3	13.6	2.3	(45.0)
(아이온)	51.7	52.9	36.4	26.9	27.2	0.8	(47.5)
(블레이드앤소울)	-	-	-	32.7	33.0	1.0	-
(길드워 I & II)	1.5	1.7	1.3	45.8	118.3	158.0	7,924.0
(해외로열티)	14.3	15.2	17.1	14.9	16.0	7.1	11.5
(기타)	6.7	9.2	16.7	10.2	14.1	37.7	108.6
영업이익	1.7	13.8	(7.6)	50.6	101.6	100.6	5,981.6
순이익	1.6	12.4	(7.4)	47.2	79.8	69.2	4,859.5
영업이익률	1.2	9.8	(5.2)	27.8	35.8	8.0	34.6
순이익률	1.2	8.8	(5.0)	25.9	28.1	2.2	27.0

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 2013년 1월 13일 기준 PC방 점유율 Top 20

순위	게임명	장르	점유율 (%)	사용시간(시)	PC방수	서비스	개발사
1	리그 오브 레전드	RTS	26.3	2,108,002	15,729	상용	라이엇 게임즈
2	서든어택	FPS	9.1	731,505	15,658	상용	게임하이
3	블레이드 & 소울	RPG	6.9	554,911	13,870	상용	엔씨소프트
4	아이온	RPG	6.6	525,618	13,874	상용	엔씨소프트
5	아키에이지	RPG	6.3	505,224	14,197	OBT	XL게임즈
6	리니지	RPG	3.5	277,577	13,484	상용	엔씨소프트
7	피파온라인3	스포츠	3.4	271,681	15,154	OBT	EA/넥슨
8	스타크래프트	RTS	3.2	255,626	15,479	상용	블리자드
9	던전앤파이터	RPG	2.5	199,221	14,203	상용	네오플
10	디아블로 3	RPG	2.4	191,800	13,195	상용	블리자드
11	워크래프트 3	RTS	2.1	168,560	14,269	상용	블리자드
12	메이플 스토리	RPG	2.1	168,444	14,380	상용	넥슨
13	리니지 2	RPG	1.5	120,857	8,559	상용	엔씨소프트
14	피파온라인2	스포츠	1.4	115,081	14,304	상용	EA/네오위즈게임즈
15	사이퍼즈	RPG	1.3	103,770	10,400	상용	네오플
16	모두의마블	보드	1.3	102,842	12,751	상용	엔투플레이
17	월드 오브 워크래프트	RPG	1.2	97,274	9,224	상용	블리자드
18	테라	RPG	1.2	93,424	9,470	상용	블루홀 스튜디오
19	스페셜포스	FPS	1.1	85,782	9,659	상용	드래곤플라이
20	카트라이더	레이싱	0.8	63,481	13,253	상용	넥슨

자료: 게임트릭스, 미래에셋증권 리서치센터

2013년에도 실적 대폭 향상될 전망

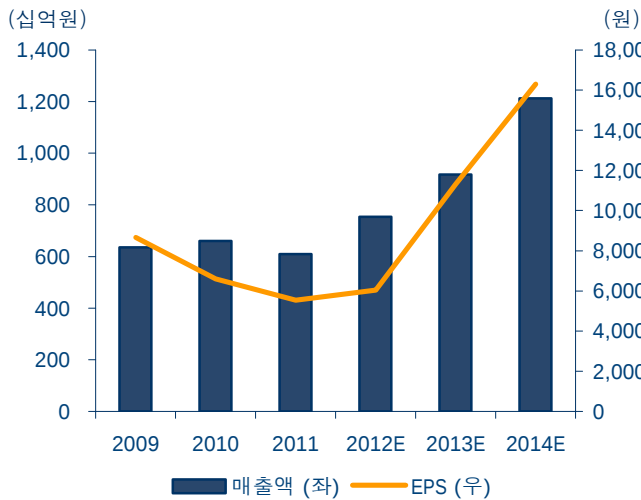
동사의 2012년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 23.9%, 17.3% 증가한 7,542억원, 1,584억원에 달한 것으로 보임. 이처럼 지난 2012년에 영업실적이 개선된 것으로 보는 것은 신규게임 '블레이드앤소울'과 '길드워 2'의 상용화 서비스가 성공했기 때문임. 특히 동사는 '블레이드앤소울'과 '길드워 2'의 해외 서비스와 올 하반기부터 본격화될 것으로 보인다는 점에서 향후 실적은 대폭 개선될 것으로 기대됨. 또한 '길드워 2'의 확장팩이 2013년 하반기에 북미 지역에서 출시될 예정이라는 점도 실적 향상에 큰 힘이 될 것으로 보임. 동사의 2013년 매출 성장성이 대부분 해외 시장에서 이루어질 것으로 보이며, 중국 등으로부터는 로열티 기반으로 유입될 것으로 보인다는 점에서 향후 수익성은 큰 폭으로 향상될 것으로 기대됨. 따라서 동사의 2013년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 21.7%, 86.0% 증가한 9,180억원, 2,946억원으로 전망됨.

Figure 3 엔씨소프트의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

	영업실적 전망				증가율		
(십억원, %, ppt)	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
매출액	608.9	754.2	918.0	1,212.3	23.9	21.7	32.1
(리니지)	195.7	202.3	197.3	193.3	3.4	(2.5)	(2.0)
(리니지 II)	100.6	62.2	57.3	55.3	(38.1)	(8.0)	(3.5)
(아이온)	223.2	143.4	119.3	115.7	(35.8)	(16.8)	(3.0)
(블레이드앤소울)	0.0	65.7	157.1	216.8	-	139.3	38.0
(길드워 I & II)	7.9	167.1	192.0	308.0	2,013.9	14.9	60.4
(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	158.4	294.6	427.3	17.3	86.0	45.0
순이익	117.7	132.0	247.3	356.1	12.2	87.3	44.0
영업이익률	22.2	21.0	32.1	35.2	(1.2)	11.1	3.2
순이익률	19.3	17.5	26.9	29.4	(1.8)	9.4	2.4

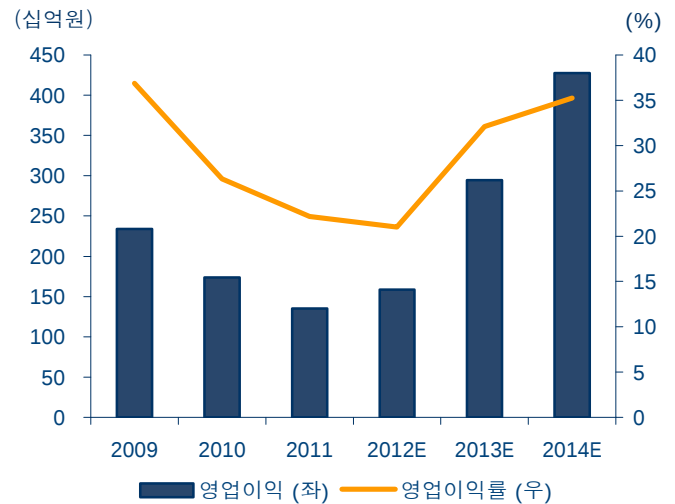
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 엔씨소프트의 매출액 및 EPS 전망



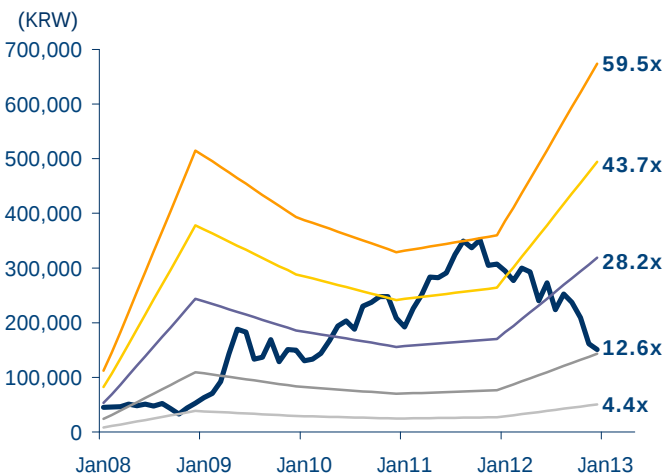
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 전망



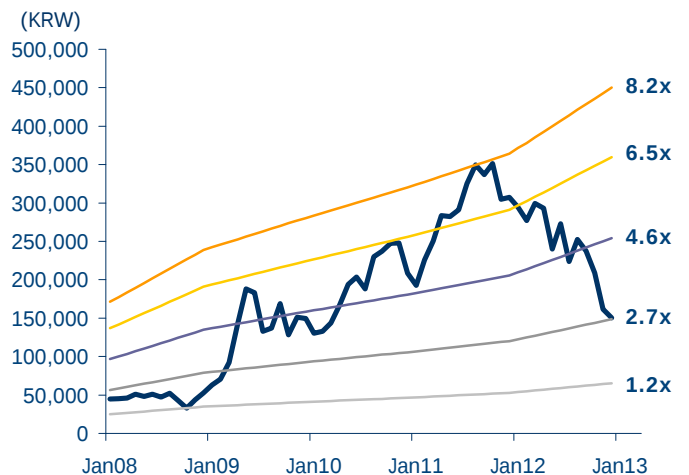
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 엔씨소프트의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 엔씨소프트의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 글로벌 온라인게임 업체 Peer valuation

Company		NCsoft	WeMade	Neowiz Games	Nexon	Blizzard	EA	Tencent	NetEase
Code		036570 KS	112040 KS	095660 KS	3659 JP	ATVI US	EA US	700 HK	NTES US
Target price (KRW)		310,000	47,000	41,000	-	-	-	-	-
Rating		BUY	HOLD	BUY	-	-	-	-	-
Price change (YTD, %)		(53.1)	8.8	(43.6)	2.2	8.9	0.6	3.7	5.0
Share price (KRW, US\$)		142,000	41,250	23,650	10.0	11.6	14.6	33.3	43.6
Market cap. (KRW tn, US\$ bn)		3.1	0.7	0.5	4.4	12.9	4.7	61.7	5.7
Revenue (KRW bn, US\$ m)	FY11	608.9	115.8	667.7	1,119.9	4,283.7	3,752.6	4,463.5	1,142.2
	FY12E	754.2	128.1	701.4	1,215.3	4,833.6	4,170.8	7,033.6	1,306.1
	FY13E	918.0	194.2	542.7	1,538.0	4,601.7	4,087.7	9,087.5	1,509.5
Operating profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	135.1	19.4	106.8	492.4	1,357.7	235.3	1,923.8	527.8
	FY12E	158.4	6.6	124.6	532.1	1,607.4	396.0	2,532.7	575.2
	FY13E	294.6	32.9	101.6	630.8	1,494.9	442.7	3,224.4	660.4
Operating margin (%)	FY11	22.2	16.8	16.0	44.0	31.7	6.3	43.1	46.2
	FY12E	21.0	5.1	17.8	43.8	33.3	9.5	36.0	44.0
	FY13E	32.1	16.9	18.7	41.0	32.5	10.8	35.5	43.8
Net profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	117.7	26.1	72.5	349.9	1,011.1	225.3	1,692.5	515.6
	FY12E	132.0	5.3	84.5	360.1	1,281.3	281.5	2,088.7	594.3
	FY13E	247.3	32.2	70.3	440.4	1,107.4	324.3	2,664.1	660.3
Net margin (%)	FY11	19.3	22.5	10.9	31.2	23.6	6.0	37.9	45.1
	FY12E	17.5	4.2	12.0	29.6	26.5	6.7	29.7	45.5
	FY13E	26.9	16.6	13.0	28.6	24.1	7.9	29.3	43.7
EPS (KRW, US\$)	FY11	5,529	1,388	3,352	0.85	0.86	0.67	0.90	3.90
	FY12E	6,042	299	3,914	0.83	1.12	0.84	1.14	4.53
	FY13E	11,320	1,804	3,210	1.01	0.99	1.04	1.45	5.01
BPS (KRW, US\$)	FY11	39,162	11,056	7,051	4.31	9.37	7.58	2.66	15.45
	FY12E	44,548	17,572	11,171	5.42	10.07	8.08	3.58	20.03
	FY13E	55,069	18,490	14,042	6.46	10.38	7.13	4.90	24.01
PER (x)	FY11	55.6	27.1	12.9	13.7	13.4	21.8	36.4	11.2
	FY12E	24.9	138.0	6.0	12.1	10.3	17.4	29.1	9.6
	FY13E	12.5	22.9	7.4	9.9	11.7	14.1	22.9	8.7
PBR (x)	FY11	7.9	3.4	6.1	2.7	1.2	1.9	12.3	2.8
	FY12E	3.4	2.3	2.1	1.8	1.1	1.8	9.3	2.2
	FY13E	2.6	2.2	1.7	1.5	1.1	2.0	6.8	1.8
EV/EBITDA (x)	FY11	38.6	17.4	8.2	6.2	6.0	8.2	27.8	5.8
	FY12E	13.8	51.4	2.9	5.0	5.5	6.8	20.2	5.3
	FY13E	7.3	17.7	3.0	4.1	5.9	6.2	16.0	4.6
ROE (%)	FY11	15.1	9.8	29.7	29.6	9.6	2.0	38.7	28.7
	FY12E	14.4	1.9	28.9	17.4	11.4	9.6	36.1	24.0
	FY13E	22.7	10.6	18.9	17.9	8.9	8.8	33.7	22.3
ROA (%)	FY11	11.0	7.2	12.9	-	8.6	4.0	23.6	25.4
	FY12E	10.7	1.4	12.5	12.4	10.3	5.4	20.3	21.6
	FY13E	17.1	7.8	9.4	12.6	8.0	6.3	19.8	21.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 엔씨소프트, 위메이드와 네오위즈게임즈는 최근 추정된 리포트 기준의 미래에셋증권 리서치센터 추정임; 종가는 1월 15일 기준임

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	609	754	918	1,212
매출원가	(139)	(172)	(156)	(206)
매출총이익	470	582	762	1,006
판매비와관리비	(334)	(423)	(467)	(579)
영업이익 (조정)	136	158	295	427
영업이익	135	158	295	427
순이자손익	22	12	17	22
지분법손익	6	0	0	0
기타	(6)	6	18	19
세전계속사업손익	157	176	330	468
법인세비용	(40)	(44)	(82)	(112)
당기순이익	118	132	247	356
당기순이익 (지배주주지분)	121	132	247	356
EPS (원)	5,529	6,042	11,320	16,297
EPS (지배주주지분, 원)	5,529	6,042	11,320	16,297

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	(7.7)	23.9	21.7	32.1
매출총이익 증가율	(12.2)	23.9	31.0	32.1
영업이익 증가율	(22.2)	17.3	86.0	45.0
당기순이익 증가율	(16.0)	9.4	87.3	44.0
EPS 증가율	(16.3)	9.3	87.3	44.0
매출총이익율	77.1	77.1	83.0	83.0
영업이익률	22.2	21.0	32.1	35.2
당기순이익률	19.8	17.5	26.9	29.4

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	139	276	290	419
당기순이익	118	132	247	356
유무형자산상각비	25	41	57	78
기타	(18)	86	(58)	(19)
운전자본증감	13	17	43	4
투자현금	(127)	(259)	(311)	(405)
자본적지출	(190)	(237)	(288)	(380)
기타	63	(22)	(23)	(24)
재무현금	(12)	(14)	(17)	(33)
배당금	(12)	(12)	(17)	(33)
자본의증가 (감소)	6	-	-	-
부채의증가 (감소)	(7)	-	-	-
기초현금	59	59	61	22
기말현금	59	61	22	4

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	639	680	635	661
현금및현금성자산	59	61	22	4
단기금융자산	476	495	515	536
매출채권	76	93	66	88
재고자산	1	3	4	5
기타유동자산	27	27	28	28
비유동자산	474	673	907	1,213
유형자산	366	566	800	1,105
투자자산	32	34	35	36
기타비유동자산	76	74	72	72
자산총계	1,113	1,354	1,542	1,874
유동부채	199	236	253	281
매입채무	27	62	78	104
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	160	161	163	164
비유동부채	46	132	73	54
장기금융부채	-	-	-	-
기타비유동부채	46	132	73	54
부채총계	245	368	326	335
지배주주지분	856	973	1,203	1,526
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	868	986	1,216	1,539
BVPS (원)	39,162	44,548	55,069	69,866

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	15.1	14.4	22.7	26.1
총자산이익률 (%)	11.0	10.7	17.1	20.8
재고자산 보유기간 (일)	3.4	4.6	8.2	8.1
매출채권 회수기간 (일)	45.6	40.9	31.7	23.3
매입채무 결제기간 (일)	61.2	94.3	164	161
순차입금/자기자본 (%)	(60.2)	(55.2)	(43.2)	(34.3)
이자보상배율 (x)	(6.1)	(13.4)	(17.3)	(19.2)

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

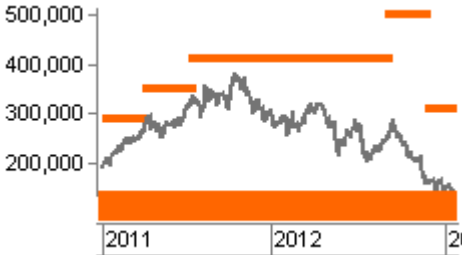
Compliance Notice

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 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성 자 : 정 우 철 우 윤 철

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

Stock Price & Target Price Trend		■ Stock Price ■ Target Price		엔씨소프트 (036570 KS)		
■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce				Date	Recommendation	12m target price
				2009-06-02	BUY(Initiate)	250,000
				2009-09-07	BUY	220,000(Down)
				2009-09-16	BUY	220,000
				2009-09-26	BUY	280,000(Up)
				2009-11-18	BUY	280,000
				2009-12-10	BUY	280,000
				2010-03-22	BUY	260,000(Down)
				2010-10-19	BUY	280,000(Up)
				2010-11-09	BUY	350,000(Up)
				2011-01-24	BUY	290,000(Down)
				2011-02-11	BUY	290,000
				2011-04-18	BUY	350,000(Up)
				2011-05-03	BUY	350,000
				2011-05-18	BUY	350,000
				2011-07-26	BUY	410,000(Up)
				2011-08-18	BUY	410,000
				2011-08-24	BUY	410,000
				2011-10-11	BUY	410,000
				2011-11-15	BUY	410,000
				2012-01-10	BUY	410,000
				2012-02-16	BUY	410,000
				2012-03-05	BUY	410,000
				2012-04-19	BUY	410,000
				2012-05-22	BUY	410,000
				2012-09-03	BUY	500,000(Up)
				2012-10-04	BUY	500,000
				2012-11-21	BUY	310,000(down)
				2013-01-17	BUY	310,000