

엔씨소프트 036570

Feb 06, 2013

Strong Buy [유지]
TP 320,000원 [유지]

Company Data

현재가(02/05)	132,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	322,500 원
52 주 최저가(보통주)	132,500 원
KOSPI (02/05)	1,938.18p
KOSDAQ (02/05)	498.16p
자본금	109 억원
시가총액	29,016 억원
발행주식수(보통주)	2,190 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	36.1 만주
평균거래대금(60 일)	519 억원
외국인지분(보통주)	33.95%
주요주주	
NEXON CO., Ltd.	14.70%
김택진 외 6 인	10.35%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.4%	-43.3%	-50.3%
상대주가	-13.2%	-45.9%	-49.4%

기존 게임 트래픽 감소 우려 완화

투자 의견 적극매수, 목표주가 320,000원 유지

엔씨소프트의 4Q 실적은 매출액 2,834억원/영업이익 1,132억원으로 영업이익 1,000억원 수준에 맞춰져 있던 시장의 눈높이를 다소 상회하는 수준으로 잠정 집계됨. 회계기준 변경에 따라 -68억원 가량이 기존 영업이익에 반영될 부분이 영업외로 반영된 데 따른 착시효과가 있으나 이를 제외하고도 시장 기대치는 상회하는 수준. 또한 회사측에서 제시한 2013년 영업이익 가이드스 1,700억원이 중국 로열티 매출(블레이드앤소울 길드위2)이 제외된 것임을 감안시 긍정적인 수준으로 판단. 기존 투자 의견 적극매수와 목표주가 320,000원을 유지함

블레이드앤소울의 부진을 상쇄하고도 남는 리니지의 선전: 1Q 기대감 레벨업

4Q 실적 내용 가운데 가장 두드러진 부분은 리니지의 실적 개선. 500억원대 수준에 맞춰져 있던 시장의 기대치를 100억원 이상 상회하는 649억원 수준을 기록. 반면 블레이드앤소울의 매출액은 269억원으로 시장의 기대치였던 300억원을 하회함. 그러나 1) 블레이드앤소울의 국내 서비스 성적이 센터멘트에 미치는 비중이 크게 줄어들었고 2) 아이템 판매 호조로 리니지의 1Q 실적 기대감이 고조된 가운데 3) 아이온이 지난 연말 대규모 업데이트 후 1월 이후 인상적인 트래픽 확대 기조를 보이고 있어 1Q 실적 기대감을 레벨업시키고 있음

현재 주가 수준은 심각한 저평가 상태이나 단기 수급 우려는 존재

우리는 지난 프리뷰 보고서에서 단기 수급 측면의 우려를 언급하였고 이후 전반적인 주가흐름이 그러한 우려를 현실화시키고 있음. 단기 수급 우려는 존재하나 1) 견조한 글로벌 온라인게임 시장 상황과 2) 레벨업되고 있는 동사의 펀더멘털을 감안시 현 주가수준은 심각한 저평가 상태라는 기존 뷰를 그대로 유지함

Forecast earnings & Valuation

12결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	649.7	608.9	753.5	892.2	1,054.3
YoY(%)	2.4	-6.3	23.8	18.4	18.2
영업이익 (십억원)	242.5	135.1	151.3	259.9	375.9
OP 마진(%)	37.3	22.2	20.1	29.1	35.7
순이익 (십억원)	167.4	117.7	153.7	211.3	299.1
EPS(원)	7,656	5,529	7,130	9,805	13,880
YoY(%)	-11.3	-27.8	29.0	37.5	41.6
PER(배)	27.2	55.6	21.1	13.5	9.5
PCR(배)	21.5	40.2	31.4	20.4	14.4
PBR(배)	5.7	7.9	3.3	2.4	1.9
EV/EBITDA(배)	14.5	38.7	15.6	8.1	5.5
ROE(%)	23.3	14.6	16.8	19.5	22.5



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우
 3771-9252
 dlee0724@iprovest.com

**견조한 4Q 실적: 기존
투자의견과 목표주가 유지**

엔씨소프트의 4Q 실적은 매출액 2,834억원/영업이익 1,132억원으로 영업이익 1,000억원 수준에 맞춰져 있던 시장의 눈높이를 다소 상회하는 수준으로 잠정 집계되었다. 회계기준 변경에 따라 -68억원 가량이 기존 영업이익에 반영될 부분이 영업외로 반영된 데 따른 착시효과가 있으나 이를 제외하고도 여전히 시장 기대치를 상회하는 수준이다. 기존 투자의견 적극매수와 목표주가 320,000원을 유지한다.

회사측에서 제시한 2013년 영업이익 가이드스 1,700억원이 중국 로열티 매출(블레이드앤소울 길드워2)이 제외된 것임을 감안시 긍정적인 수준으로 판단한다. 4Q 실적을 감안하여 2013년 매출 추정치를 리니지 및 아이온을 상향하고 블레이드앤소울(국내)을 하향하여 결과적으로 기존 대비 소폭 상향조정하였다.

도표 1. 엔씨소프트 실적추정 변경 (단위: 십억원)

	4Q12E			2013E		
	수정전	수정후	차이(%)	수정전	수정후	차이(%)
매출액	260.0	283.3	9.0%	870.5	892.2	2.5%
영업이익	95.9	113.2	18.0%	252.4	259.9	3.0%
<i>영업이익률</i>	<i>36.9</i>	<i>39.9</i>		<i>29.0</i>	<i>29.1</i>	
세전사업이익	99.5	113.6	14.1%	266.8	288.7	8.2%
당기순이익	78.1	94.5	21.0%	200.1	216.6	8.2%

자료: 교보증권 리서치센터

**블레이드앤소울의 부진을
상쇄하고도 남는 리니지의
선전: 1Q 기대감 레벨업**

4Q 실적 내용 가운데 가장 두드러진 부분은 리니지의 실적 개선. 500억원대 수준에 맞춰져 있던 시장의 기대치를 100억원 이상 상회하는 649억원 수준을 기록하였다. 반면 블레이드앤소울의 매출액은 269억원으로 시장의 기대치였던 300억원을 하회하였다. 그러나 1) 블레이드앤소울의 국내 서비스 성적이 센터먼트에 미치는 비중이 크게 줄어들었고 2) 아이템 판매 호조로 리니지의 1Q 실적 기대감이 고조된 가운데 3) 아이온이 지난 연말 대규모 업데이트 후 1월 이후 인상적인 트래픽 확대 기조를 보이고 있어 1Q 실적 기대감을 레벨업시키고 있다.

**기존 게임 트래픽 감소
우려의 완화**

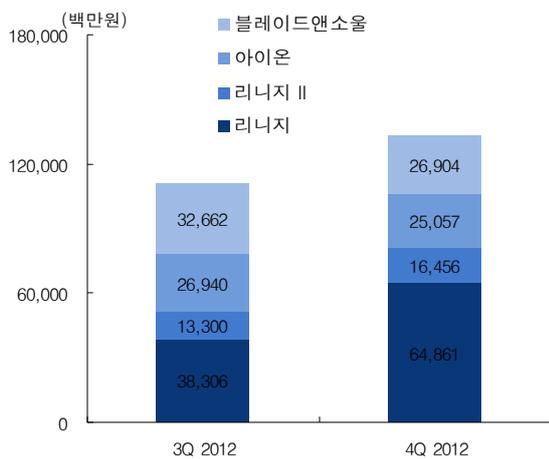
4Q 및 1Q 실적 내용은 기존 게임의 콘텐츠 업데이트와 프로모션을 통해 신작게임 못지 않은 실적을 유지할 수 있음을 보여줌으로써 최근 동사의 주가하락의 이유 중 하나로 꼽혔던 신작게임을 제외한 기존 게임의 트래픽/매출 감소와 관련한 우려를 완화해 줄 것으로 기대된다.

단기 수급 측면의 우려는 존재하나 현재 주가수준은 심각한 저평가 상태

우리는 지난 프리뷰 보고서에서 최근 들어 급증한 게임/인터넷 업종 전반의 대차잔고 수준을 제시하고 지난 1년간 동 업종 주가흐름에 있어 가장 두드러진 요인이 펀더멘털이 아닌 수급이었음을 상기시키며 단기 수급 측면의 우려를 언급한 바 있다. 이후 동 업종 전반의 주가흐름이 그러한 우려를 현실화시키고 있다. 양호한 실적 내용에도 불구하고 실적발표 당일에도 주가가 큰 폭으로 하락하며センチ멘트를 악화시켰다.

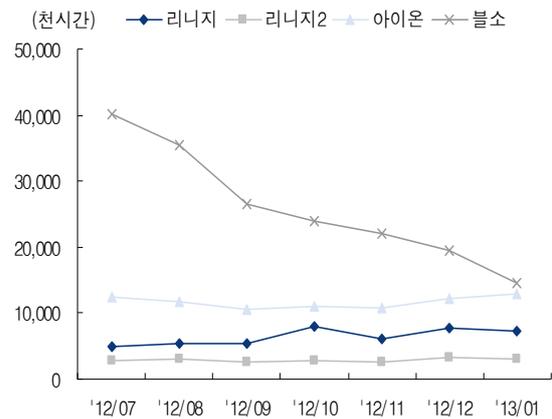
단기 수급 우려는 존재하나 1) 견조한 글로벌 온라인게임 시장 상황과 2) 레벨업되고 있는 동사의 펀더멘털을 감안시 현 주가수준은 심각한 저평가 상태라는 기존 뷰를 그대로 유지한다.

도표 2. 주요 게임 매출 추이



자료: 엔씨소프트 IR자료, 교보증권 리서치센터

도표 3. 주요 게임 PC방 트래픽 추이



자료: 게임트릭스, 교보증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	650	609	754	892	1,054
매출원가	140	139	226	232	246
매출총이익	509	470	527	660	809
기타영업손익	267	335	376	400	433
판관비	267	334	376	400	433
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	-1	0	0	0
영업이익	243	135	151	260	376
조정영업이익	243	136	151	260	376
EBITDA	269	161	174	287	408
영업외손익	-27	22	32	22	23
관계기업손익	-1	0	7	10	10
금융수익	23	23	18	20	23
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-48	0	7	-7	-9
법인세비용차감전순이익	215	157	183	282	399
법인세비용	53	40	29	70	100
계속사업순이익	167	118	154	211	299
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	167	118	154	211	299
비배지분순이익	1	-3	-2	-3	-4
지배지분순이익	167	121	156	214	303
매도가능금융자산평가	0	-2	0	0	0
기타포괄이익	0	-5	0	0	0
포괄순이익	167	111	153	211	299
비배지분포괄이익	0	-2	0	0	0
지배지분포괄이익	167	113	153	211	299

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	217	139	168	218	308
당기순이익	167	118	154	211	299
비현금항목의 가감	44	46	31	72	104
감가상각비	19	21	22	27	32
외환손익	-2	0	0	0	0
지분법평가손익	1	0	-7	-10	-10
기타	26	25	16	55	82
자산부채의 증감	5	13	-5	-14	-17
기타현금흐름	0	-39	-12	-51	-78
투자활동 현금흐름	-246	-127	49	-207	-72
투자자산	13	-32	-32	-32	-32
유형자산	-38	-191	-82	-175	-40
기타	-222	95	163	0	0
재무활동 현금흐름	-1	-12	-24	-12	-12
단기차입금	-1	2	-12	0	0
사채	0	-4	0	0	0
장기차입금	0	-5	0	0	0
유상증자	9	6	0	0	0
현금배당	-10	-12	-12	-12	-12
기타	0	1	0	0	0
현금의 증감	-34	0	284	-10	78
기초 현금	89	59	0	284	274
기말 현금	55	59	284	274	352
NOPLAT	183	101	127	195	282
FCF	178	-51	63	32	257

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	763	639	697	699	793
현금및현금성자산	55	59	284	274	352
매출채권 및 기타채권	83	82	82	94	109
재고자산	2	1	2	2	3
기타유동자산	623	497	329	329	329
비유동자산	284	474	554	761	968
유형자산	189	366	426	574	582
관계기업투자금	11	14	21	31	40
기타금융자산	38	22	38	91	282
기타비유동자산	46	72	69	66	64
자산총계	1,046	1,113	1,251	1,461	1,761
유동부채	168	199	186	186	186
매입채무 및 기타채무	56	83	83	83	83
차입금	0	12	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	112	103	103	103	103
비유동부채	67	46	50	55	59
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	4	0	0	0	0
기타비유동부채	63	46	50	55	59
부채총계	235	245	236	241	246
지배지분	798	856	1,000	1,202	1,493
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	212	221	221	221	221
이익잉여금	675	725	869	1,072	1,363
기타자본변동	-103	-106	-106	-106	-106
비배지분	14	13	15	18	22
자본총계	812	868	1,015	1,220	1,516
총차입금	4	12	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

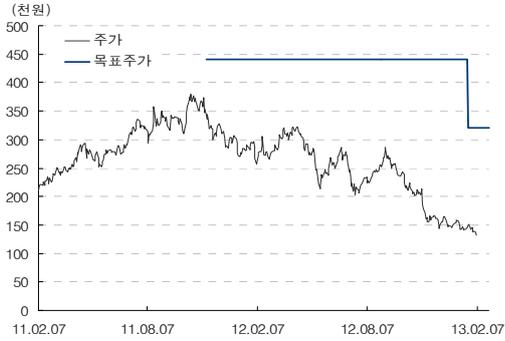
12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	7,656	5,529	7,130	9,805	13,880
PER	27.2	55.6	21.1	13.5	9.5
BPS	36,601	39,157	45,743	55,004	68,340
PBR	5.7	7.9	3.3	2.4	1.9
EBITDAPS	12,364	7,355	7,945	13,120	18,653
EV/EBITDA	14.5	38.7	15.6	8.1	5.5
SPS	29,852	27,895	34,485	40,831	48,251
PSR	7.0	11.0	4.4	3.2	2.7
CFPS	8,161	-2,342	2,866	1,474	11,745
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	2.4	-6.3	23.8	18.4	18.2
영업이익 증가율	3.6	-44.3	12.0	71.8	44.6
순이익 증가율	-11.1	-29.7	30.6	37.5	41.6
수익성					
ROIC	155.6	44.5	37.1	43.3	52.0
ROA	17.6	11.2	13.2	15.8	18.8
ROE	23.3	14.6	16.8	19.5	22.5
안정성					
부채비율	28.9	28.2	23.3	19.7	16.2
순차입금비율	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율	366.1	178.1	174.7	398.2	575.9

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2011.06.26	매수	340,000			
2011.11.14	매수	440,000			
(담당자 변경)					
2012.06.18	매수	440,000			
2012.07.17	매수	440,000			
2012.08.09	매수	440,000			
2012.10.19	매수	440,000			
2012.11.08	매수	440,000			
2012.11.12	적극매수	440,000			
2013.01.23	적극매수	320,000			
2013.02.06	적극매수	320,000			

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자자간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%