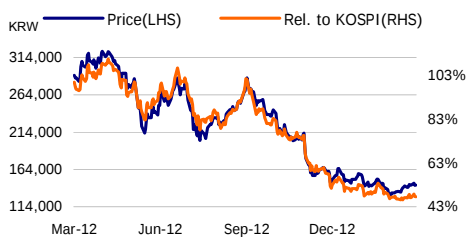


Company visit

Korea / Internet Services & Content				
7 March 2013				BUY
목표주가				310,000 원
현재주가 (6 Mar 2013)				143,000 원
Upside/downside (%)				116.8
KOSPI				2020.74
시가총액 (십억원)				3,132/2.9
52 주 최저/최고				125,000/ 328,000
일평균거래대금 (십억원)				45.8
외국인 지분율 (%)				33.3
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12A	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	609	754	892	1,154
영업이익 (십억원)	135.1	151.4	260.4	374.1
당기순이익 (십억원)	117.7	153.8	221.4	317.5
EPS (원)	5,529	7,718	11,115	15,939
EPS 성장률 (%)	(16.3)	39.6	44.0	43.4
P/E (x)	55.6	21.4	12.9	9.0
P/B (x)	7.9	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA (x)	38.6	14.2	8.0	5.3
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.7	1.0
DPS (원)	600	600	1,000	1,500
ROE (%)	15.1	16.6	20.1	23.2
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	11.7	(0.7)	(49.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	7.4	(4.3)	(50.0)

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

엔씨소프트 (036570 KS)

탐방 코멘트

Event

2013년 3월 5일 탐방

당사는 3월 5일 오후에 엔씨소프트 탐방을 다녀옴. 이번 탐방에서는 동사의 '블레이드앤소울', '길드워 2', '와일드스타' 등의 해외 서비스 일정과 국내 주요 온라인게임들의 트래픽 등을 점검하기 위한 것임. 동사의 '리니지'와 '길드워 2'의 트래픽은 안정적인 반면에 '블레이드앤소울'의 트래픽 하락은 지속되고 있는 것으로 보임. 반면에 '아이온'과 '리니지 2'의 트래픽은 지난 4/4 분기를 바닥으로 회복 국면에 진입한 것으로 보임.

Impact

'길드워 2'와 '리니지' 모멘텀은 지속

동사의 '길드워 2'는 지난 8월 말 패키지 출시 이후 2012년 매출이 1,678 억원에 달했으며, 이중 아이템 매출이 200 억원에 달함. '길드워 2'는 패키지 판매를 기반으로 하고 있다는 점에서 매출 및 트래픽이 점진적으로 하락할 것으로 보았음. 그러나 '길드워 2'의 높은 트래픽은 유지되고 있으며, 아이템 매출도 꾸준히 발생하고 있는 것으로 추정됨. 따라서 '길드워 2'의 2013년 연간 매출액은 1,000 억원을 상회할 것으로 보이며, 올 하반기 확장팩 출시에 따른 추가 매출액도 대폭 발생할 것으로 보임. 또한 '리니지'는 지난 4/4 분기에 2번의 이벤트를 통해 사상 최고의 분기 매출액을 기록함. '리니지'는 이미 올 1월에 이벤트를 실시했으며, 높은 트래픽이 유지되고 있다는 점에서 올 1/4 분기에도 전년동기 대비 15.5% 증가한 504 억원의 매출이 전망됨.

'리니지 2'와 '아이온' 바닥 통과, '블레이드앤소울'은 2/4 분기가 바닥이 될 전망

동사의 '리니지 2'와 '아이온'은 2012년 트래픽이 지속적으로 하락하면서 지난 4/4 분기에는 최악의 분기 매출액을 기록함. 그러나 '리니지 2'와 '아이온'의 트래픽은 4/4 분기를 바닥으로 최근 회복 추세에 있음. 특히 '아이온'은 지난 12월 말 업데이트 이후 매출액도 회복 국면에 진입함. 따라서 '리니지 2'와 '아이온'의 1/4 분기 매출액은 전분기 대비 각각 5.0%, 7.8%의 성장이 가능할 것으로 기대됨. 반면에 '블레이드앤소울'의 트래픽 하락 추세는 지속되고 있는 것으로 보임. '블레이드앤소울'의 업데이트가 2/4 분기에 실시할 예정이라는 점에서 트래픽 회복은 3/4 분기이나 가능할 것으로 보임. '블레이드앤소울'의 4/4 분기 매출액은 전분기 대비 17.6% 감소했으며, 올 1/4 분기에도 전분기 대비 4.5% 감소할 것으로 보임.

2013년 해외 서비스 일정 변화 없어

동사의 '블레이드앤소울', '길드워 2', '와일드스타' 등의 해외 상용화 서비스 일정은 변함이 없을 것으로 판단됨. 동사는 '블레이드앤소울'의 중국 클로즈베타 서비스를 올 2/4 분기에 실시할 것으로 보이며, 오픈베타와 상용화는 각각 3/4 분기와 4/4 분기가 될 것으로 기대됨. 또한 '길드워 2'의 중국 서비스와 신규게임 '와일드스타'의 북미 및 유럽 상용화 서비스도 올 하반기에 시작될 것으로 보임. 따라서 동사의 강력한 실적 모멘텀은 올 4/4 분기부터 본격화될 것으로 기대됨.

인력 구조조정에 따른 인건비 감소 효과 없을 듯

동사는 지난 2012년 하반기 강력한 인력 구조조정을 통해 인력이 3,500 명에서 3,000 명으로 축소됨. 그러나 이러한 인력 감축에도 불구하고 2013년 인건비는 전년 수준인 3,200 억원에 달할 것으로 보임. 이는 동사가 해외 사업 강화를 위해 북미 등 해외에서 200 여명의 신규 인력을 충원할 것으로 보이기 때문임. 또한 동사의 2013년 야구단 비용도 전년도 수준인 300 억원으로 예상되고 있으나, 올해부터 관중 매출 등이 발생할 것으로 보여 관련 비용은 감소할 것으로 기대됨.

Action and recommendation

주가 모멘텀은 2/4분기부터 본격화될 전망

동사의 강력한 주가 모멘텀은 2/4분기부터 본격화될 것으로 전망됨. 동사의 지난 2012년 주가 고점(2012년 4월 6일, 328,000 원)이 신규게임 '블레이드앤소울'(6월 30 일)과 '길드워 2'(8월 28 일)의 상용화 서비스 이전이었음. 특히 동사의 2012년 주가 고점이었던 2/4분기 영업실적(영업적자 111 억원)이 최악의 수준이었다는 점을 고려하면 동사의 주가는 단기적인 영업실적보다 신규게임 서비스에 따른 기대감에 더 영향을 받음. 따라서 '블레이드앤소울'과 '길드워 2'의 올 하반기 중국 서비스에 따른 주가 모멘텀은 2/4분기에 발생할 가능성이 높아 보임. 또한 동사는 지난 2012년 EPS 증가율이 39.6%에 달했으며, 2013년에도 44.0%의 높은 증가가 기대됨. 반면에 동사의 2013년 PER은 12.9 배에 불과함. 동사의 지난 5년(2008~2012년) 평균 PER이 29.5 배였으며, 2013년 인터넷/게임 업종 평균 PER도 15.3 배에 달하고 있음. 따라서 동사에 대한 투자이건 BUY와 목표주가 310,000 원을 유지함.

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

(십억원, %, ppt)	영업실적 전망				증가율		
	2011	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
매출액	608.9	753.5	891.8	1,153.8	23.8	18.3	29.4
(리니지)	195.7	205.3	211.3	207.1	4.9	3.0	(2.0)
(리니지 II)	100.6	65.1	65.3	63.0	(35.3)	0.3	(3.5)
(아이온)	223.2	141.3	112.1	108.7	(36.7)	(20.7)	(3.0)
(블레이드앤소울)	0.0	59.6	138.1	212.3	0.0	131.8	53.8
(길드워 I & II)	7.9	167.8	191.1	249.6	2,023.2	13.9	30.6
(해외로열티)	56.6	64.1	103.0	203.9	13.3	60.7	97.9
(기타)	24.9	50.4	70.9	109.2	102.4	40.7	54.1
영업이익	135.1	151.4	260.4	374.1	12.1	72.0	43.6
순이익	117.7	153.8	221.4	317.5	30.7	44.0	43.4
영업이익률	22.2	20.1	29.2	32.4	(2.1)	9.1	3.2
순이익률	19.3	20.4	24.8	27.5	1.1	4.4	2.7

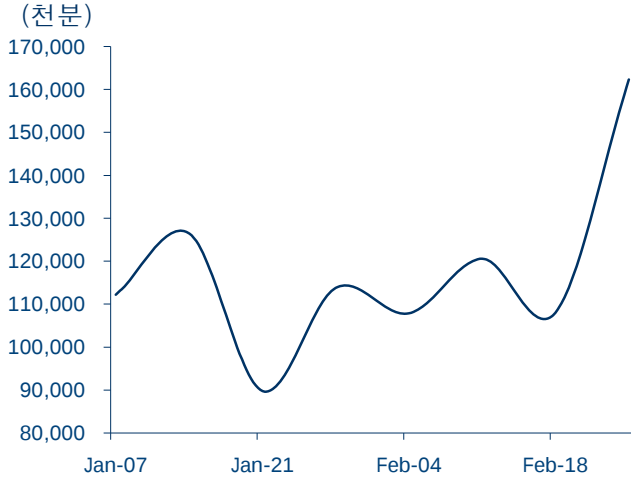
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 게임트릭스 온라인게임 상위 10 위

순위	게임명	장르	점유율(%)	사용시간(시)	PC방수	서비스	개발사
1	리그 오브 레전드	RTS	29.6	1,485,522	15,725	상용	라이엇 게임즈
2	서든어택	FPS	8.9	446,944	15,547	상용	게임하이
3	블레이드 & 소울	RPG	6.5	323,998	13,078	상용	엔씨소프트
4	아이온	RPG	6.4	323,540	13,548	상용	엔씨소프트
5	리니지	RPG	3.9	196,307	12,842	상용	엔씨소프트
6	피파온라인3	스포츠	3.4	168,614	14,290	상용	EA/넥슨
7	아키에이지	RPG	3.4	168,246	10,949	상용	XL게임즈
8	스타크래프트	RTS	3.3	166,039	15,008	상용	블리자드
9	디아블로 3	RPG	2.1	104,456	11,706	상용	블리자드
10	워크래프트 3	RTS	1.9	95,450	12,470	상용	블리자드

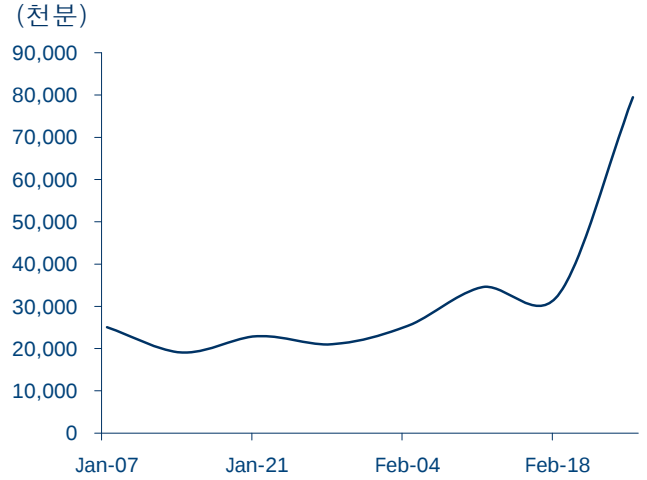
자료: 게임트릭스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 엔씨소프트 '리니지' 최근 총 체류시간 추이



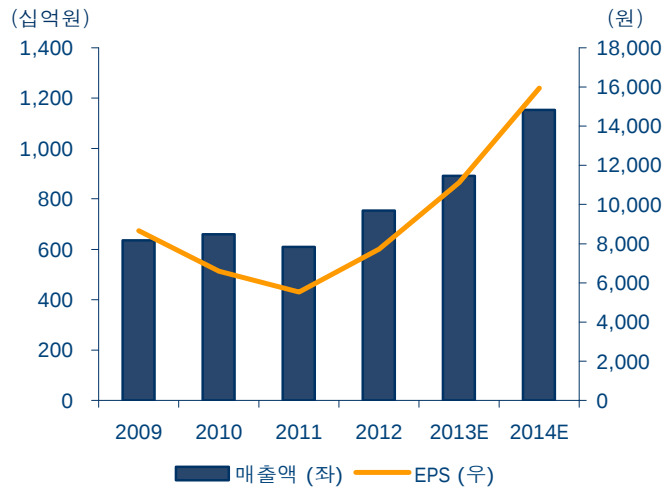
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 엔씨소프트 '아이온' 최근 총 체류시간 추이



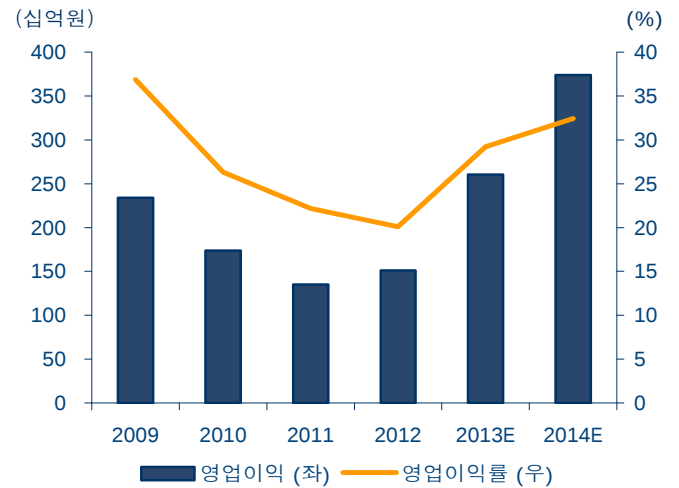
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 엔씨소프트의 매출액 및 EPS 전망



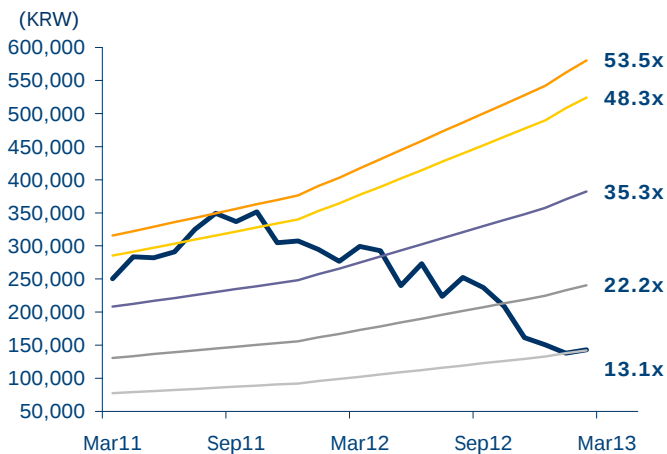
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 엔씨소프트의 영업이익 및 영업이익률 전망



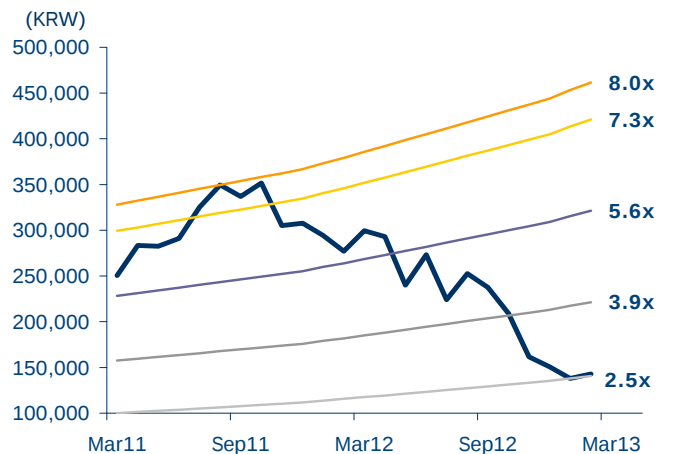
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 엔씨소프트의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 엔씨소프트의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
매출액	609	754	892	1,154
매출원가	(139)	(172)	(152)	(196)
매출총이익	470	581	740	958
판매비와관리비	(334)	(430)	(480)	(584)
영업이익 (조정)	136	151	260	374
영업이익	135	151	260	374
순이자손익	22	12	17	22
지분법손익	6	0	0	0
기타	(6)	20	18	22
세전계속사업손익	157	183	295	418
법인세비용	(40)	(29)	(74)	(100)
당기순이익	118	154	221	318
당기순이익 (지배주주지분)	121	154	221	318
EPS (원)	5,529	7,718	11,115	15,939
EPS (지배주주지분, 원)	5,529	7,718	11,115	15,939

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012A	2013E	2014E
매출액 증가율	(7.7)	23.8	18.3	29.4
매출총이익 증가율	(12.2)	23.8	27.3	29.4
영업이익 증가율	(22.2)	12.1	72.0	43.6
당기순이익 증가율	(16.0)	30.7	44.0	43.4
EPS 증가율	(16.3)	39.6	44.0	43.4
매출총이익율	77.1	77.1	83.0	83.0
영업이익률	22.2	20.1	29.2	32.4
당기순이익률	19.8	20.4	24.8	27.5

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
영업현금	139	297	269	363
당기순이익	118	154	221	318
유무형자산상각비	25	41	56	63
기타	(18)	86	(58)	(19)
운전자본증감	13	17	50	1
투자현금	(127)	(259)	(284)	(165)
자본적지출	(190)	(236)	(215)	(138)
기타	63	(22)	(69)	(26)
재무현금	(12)	(14)	(12)	(20)
배당금	(12)	(12)	(12)	(20)
자본의증가 (감소)	6	-	-	-
부채의증가 (감소)	(7)	-	-	-
기초현금	59	59	83	56
기말현금	59	83	56	234

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E
유동자산	639	702	703	905
현금및현금성자산	59	83	56	234
단기금융자산	476	495	561	584
매출채권	76	93	55	55
재고자산	1	3	4	4
기타유동자산	27	27	28	28
비유동자산	474	673	836	915
유형자산	366	566	728	807
투자자산	32	34	35	36
기타비유동자산	76	74	72	72
자산총계	1,113	1,375	1,539	1,819
유동부채	199	236	248	250
매입채무	27	62	73	74
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	160	161	163	164
비유동부채	46	132	73	54
장기금융부채	-	-	-	-
기타비유동부채	46	132	73	54
부채총계	245	367	322	304
지배주주지분	856	995	1,205	1,502
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	868	1,008	1,217	1,515
BVPS (원)	39,162	45,543	55,133	68,757

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012A	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	15.1	16.6	20.1	23.5
총자산이익률 (%)	11.0	12.4	15.2	18.9
재고자산 보유기간 (일)	3.4	4.6	8.1	6.8
매출채권 회수기간 (일)	45.6	40.9	30.3	17.4
매입채무 결제기간 (일)	61.2	94.2	163	137
순차입금/자기자본 (%)	(60.2)	(56.2)	(49.7)	(53.2)
이자보상배율 (x)	(6.1)	(12.8)	(15.6)	(16.8)

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 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 ±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 기재된 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

