

2013. 06. 19

Analyst

최 훈 02) 3777-8075

hchoi@kbsec.co.kr

엔씨소프트 (036570)

탐방 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
 목표주가 (유지) **180,000 (원)**

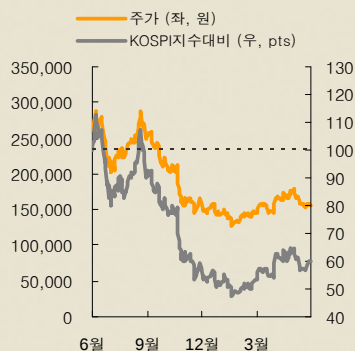
Upside / Downside (%)	15.0
현재가 (06/18, 원)	156,500
Consensus target price (원)	203,000
Difference from consensus (%)	(11.3)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	754	746	1,045	981
영업이익 (십억원)	151	185	416	332
순이익 (십억원)	154	169	349	284
EPS (원)	7,034	7,687	15,891	12,915
증감률 (%)	27.2	9.3	106.7	(18.7)
PER (X)	22.3	20.4	9.8	12.1
EV/EBITDA (X)	15.2	12.3	5.7	6.3
PBR (X)	3.5	3.0	2.3	2.0
ROE (%)	16.6	15.7	26.4	17.5

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(10.3)	7.2	(0.3)	(39.5)
KOSPI대비 상대수익률	(6.0)	10.6	4.3	(39.9)



Trading Data

시가총액 (십억원)	3,429
유통주식수 (백만주)	15
Free Float (%)	68.5
52주 최고/최저 (원)	286,500 / 128,000
거래대금 (3M, 십억원)	41
외국인 소유지분율 (%)	35.6
주요주주 지분율 (%)	김택진 24.7
자료: Fnguide, KB투자증권	

6월부터 실적 및 신작 모멘텀 동시 발생

2Q13 실적은 리니지 효과로 어닝 서프라이즈가 예상된다. 특히 3Q13 중국 B&S, 4Q13 중국 길드워2, 그리고 1Q14 북미/유럽 와일드스타 등 순차적인 해외 신작 출시가 발생될 예정이다. 모바일게임 대응속도는 상대적으로 느리나 일본 경호온라인인 사례 감안 시 하드코어 모바일게임 모멘텀 여부는 2014년 이후 가시화될 전망이다. 현 주가는 12개월 Forward PER 기준 13.8X로 하방 경직성을 확보하고 있어 2Q13 실적 및 해외 신작 모멘텀을 대비한 저점 매수를 추천한다.

리니지 효과로 2Q13 어닝 서프라이즈 예상

2Q13 영업이익은 488억원으로 컨센서스 대비 +33.3% 상회하면서 컨센서스 최고값 482억원 수준으로 예상된다. 리니지2/아이온/국내 B&S 등 기존 게임 하락세가 이어지고 있지만 전분기 대비 영업비용 증가율 둔화 (+3.8%)와 리니지 매출액이 전분기 대비 +8.8% 증가한 719억원으로 예상된다. 특히 2Q13 리니지 실적 성장은 부문유료화 효과뿐만 아니라 휴면계정 재유입을 통한 월정액 매출액 증가가 동반된 결과이다. 따라서 2013년 연간 리니지 매출액은 기존 대비 +11.4% 증가한 2,428억원으로 상향 조정한다.

3Q13~1Q14 해외 신작게임 출시로 순차적 주가 모멘텀 발생

중국 B&S는 현재 1차 CBT가 진행 중이며 3Q13부터 상용화 이전부터 아이템판매를 통한 실적 발생이 예상된다. 중국 B&S는 Free to play 방식으로 진행됨에 따라 초반 사용자유입이 기존 월정액게임 대비 월등할 전망이다. 중국 B&S는 6/26일 국내에서 업데이트되는 백청산 맥 콘텐츠가 보강될 예정이다. 연말 중국 출시 예정인 길드워2 역시 WoW 사용자 유입과 50% 내외로 추정되는 개발사 수익배분율로 인해 2014년 실적 추정치 상향 요인으로 작용할 전망이다. 또한 연말 와일드스타가 북미/유럽에 런칭됨에 따라 3Q13~1Q14 해외 신작게임 출시를 통한 순차적인 주가 모멘텀이 발생될 전망이다.

모바일게임에 대한 태도가 달라지고 있다

엔씨소프트는 모바일게임시장에 대응하기 위해 게임별로 산재된 모바일 개발인력을 통합시키고 독자적인 개발 및 인센티브 체계를 확립한 상황이다. 국내 모바일게임의 주류가 캐주얼에서 하드코어로 전환되는 과정에서 엔씨소프트 본사 차원의 모바일게임은 2014년에 가시화될 전망이다. 그러나 하드코어 모바일게임 (퍼즐앤드래곤) 성공을 통해 시가총액이 50배 이상 증가한 경호온라인의 사례를 감안할 때, 온라인게임의 노하우가 모바일로 이식될 경우 엔씨소프트의 모바일게임 모멘텀은 2014년 이후 발생될 전망이다.

주가 하방 경직성 확보, 하반기 대비 선취매 유효

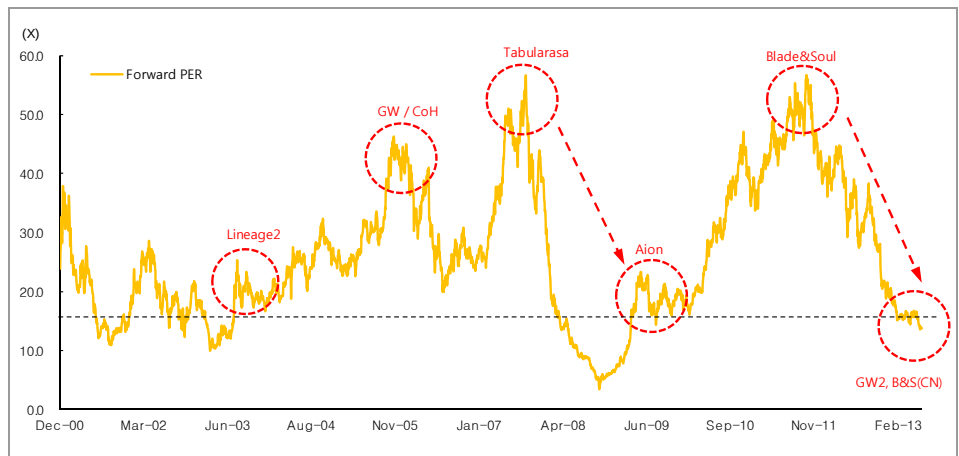
2013년 예상 매출액과 영업이익은 7,463억원과 1,849억원으로 기존 대비 각각 -9.3%와 -14.4% 하향 조정한다 (가이던스 매출액 7,900억원, 영업이익 1,700억원). 길드워2 확장팩 및 중국 외 B&S 해외 출시 시점을 2014년으로 변경한다. 이에 따라 2014년 예상 매출액과 영업이익은 1조 454억원과 4,161억원으로 기존 대비 각각 +5.2%와 +15.3% 상향 조정한다. 현 주가는 12개월 Forward PER 기준 13.8X로 2009년 중국 아이온 실패에 따른 valuation 저점에 도달한 상황이다. 2Q13 어닝 서프라이즈와 3Q13부터 발생될 해외 신작게임 모멘텀을 감안한 선취매가 필요하다는 판단이다.

표 1. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 전망

(단위:십억원)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013E	2014E	2015E
매출액	184.9	181.8	187.8	191.8	221.9	245.3	298.0	280.3	746.3	1,045.4	980.8
(%yoy)	31.0%	23.9%	3.1%	-32.3%	20.0%	34.9%	58.7%	46.1%	-1.0%	40.1%	-6.2%
리니지	66.0	71.9	65.3	67.4	70.1	72.2	65.9	70.4	270.6	278.5	279.6
리니지II	14.2	14.5	15.3	15.3	14.4	14.3	14.3	13.9	59.4	56.9	52.8
길드워	36.4	32.7	29.4	26.7	25.0	44.8	70.5	45.4	125.1	185.7	133.4
Aion	28.3	24.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.3	27.2	108.0	109.2	108.0
B&S	16.5	14.9	22.3	23.4	21.1	20.0	64.2	67.7	77.0	173.0	161.8
Royalty	10.7	12.1	16.9	19.4	22.5	25.0	27.4	32.3	59.2	107.1	146.1
others	12.7	11.1	11.1	12.1	41.4	41.7	28.5	23.4	47.0	134.9	99.1
영업이익	55.5	48.8	49.1	31.5	73.2	97.8	141.9	103.3	184.9	416.1	332.3
(영업이익률)	30.0%	26.8%	26.2%	16.4%	33.0%	39.9%	47.6%	36.9%	24.8%	39.8%	33.9%
(%yoy)	348.4%	흑전	33.6%	-72.2%	31.9%	100.4%	188.7%	228.1%	22.3%	125.0%	-20.1%
세전이익	65.3	54.0	56.1	39.2	80.9	105.6	149.7	111.0	214.5	447.2	363.5
(%yoy)	255.8%	흑전	3.5%	-65.5%	23.9%	95.8%	166.7%	183.4%	17.3%	108.5%	-18.7%
순이익	52.3	42.1	43.8	30.6	63.1	82.4	116.7	86.6	168.7	348.8	283.5
(%yoy)	320.0%	흑전	-7.6%	-70.2%	20.6%	95.8%	166.7%	183.4%	9.8%	106.7%	-18.7%

자료: KB투자증권

그림 1. 엔씨소프트 신작게임 출시와 12개월 Forward PER 추이



자료: KB투자증권

Appendix 1. Peers comparison

표 1. 국내 동종 업체 비교 (인터넷/게임)

	NHN	다음	엔씨소프트	네오위즈게임즈	위메이드	평균
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가 (원)	323,000	144,000	180,000	26,000	77,000	
현재주가 (06/18, 원)	287,000	81,400	156,500	15,500	58,500	
상승여력 (%)	12.5	76.9	15.0	67.7	31.6	
시가총액 (십억원)	13,813	1,104	3,429	340	983	
절대수익률 (%)						
1M	(8.9)	(7.3)	(10.3)	(15.1)	(2.5)	(8.8)
3M	8.7	(10.4)	7.2	(16.4)	29.7	3.8
6M	24.2	(8.7)	(0.3)	(35.7)	30.9	2.1
12M	18.4	(16.1)	(39.5)	(28.7)	1.7	(12.8)
초과수익률 (%)						
1M	(4.6)	(3.0)	(6.0)	(10.7)	1.8	(4.5)
3M	12.1	(6.9)	10.6	(13.0)	33.1	7.2
6M	28.9	(4.1)	4.3	(31.0)	35.5	6.7
12M	17.9	(16.6)	(39.9)	(29.2)	1.3	(13.3)
PER (X)						
2012	20.0	16.1	22.3	73.1	n/a	32.9
2013E	21.2	12.6	20.4	5.8	26.7	17.4
2014E	16.2	9.2	9.8	6.1	16.5	11.6
PBR (X)						
2012	6.2	2.8	3.5	2.5	4.4	3.9
2013E	5.7	2.3	3.0	1.5	4.6	3.4
2014E	4.2	1.9	2.3	1.2	3.7	2.7
매출액성장률 (%)						
2012	12.6	7.6	23.8	1.0	3.5	9.7
2013E	24.1	22.2	(1.0)	(30.4)	133.6	29.7
2014E	12.9	12.8	40.1	(19.3)	18.3	12.9
영업이익성장률 (%)						
2012	6.3	(12.8)	11.4	(17.8)	적전	(3.2)
2013E	25.2	3.3	22.3	(21.0)	흑전	7.4
2014E	28.8	38.6	125.0	13.5	55.0	52.2
순이익성장률 (%)						
2012	23.1	(29.0)	30.6	(92.0)	적전	(16.8)
2013E	18.3	25.5	9.8	1023.2	흑전	269.2
2014E	31.0	37.0	106.7	6.7	44.9	45.3
영업이익률 (%)						
2012	29.4	22.4	20.1	16.3	(1.6)	17.3
2013E	29.7	19.0	24.8	18.5	19.9	22.4
2014E	33.9	23.3	39.8	26.1	26.1	29.8
순이익률 (%)						
2012	23.3	16.9	20.4	0.9	(6.6)	11.0
2013E	22.2	17.4	22.6	13.8	17.1	18.6
2014E	25.8	21.1	33.4	18.3	21.0	23.9
ROE (%)						
2012	32.0	15.8	16.6	2.3	(2.9)	12.8
2013E	29.3	17.4	15.7	21.6	16.4	20.1
2014E	28.6	20.4	26.4	18.6	20.8	23.0

자료: Fnguide, KB투자증권

표 2. 해외 동종 업체 비교 [게임]

	Shanda games	Tencent	PW	Giant	Changyou	Netease	EA	Blizzard	평균
현재주가 (06/18, 달러)	4.1	38.7	16.7	7.7	31.8	62.3	22.9	14.7	
시가총액 (백만달러)	1,101	71,740	811	1,837	1,686	8,140	6,930	16,428	
절대수익률 (%)									
1M	33.2	3.3	41.9	(4.6)	4.5	4.5	1.0	(1.4)	10.3
3M	35.5	10.1	65.7	29.1	13.9	20.2	18.8	1.9	24.4
6M	36.4	21.1	66.5	53.8	18.7	62.0	45.5	34.2	42.3
12M	(4.5)	31.2	81.0	62.1	81.6	5.3	80.3	30.5	45.9
초과수익률 (%)									
1M	34.8	4.9	43.4	(3.0)	6.1	6.0	2.5	0.1	11.8
3M	29.9	4.6	60.1	23.5	8.3	14.6	13.2	(3.7)	18.8
6M	20.5	5.3	50.6	38.0	2.9	46.1	29.6	18.3	26.4
12M	(29.3)	6.3	56.2	37.3	56.8	(19.5)	55.5	5.6	21.1
PER (X)									
2012	4.7	28.8	5.7	7.1	4.9	9.4	34.6	10.4	13.2
2013E	5.8	26.5	10.6	8.1	5.4	11.4	19.1	17.4	13.0
2014E	5.7	21.7	8.8	7.5	4.9	10.0	15.6	14.4	11.1
PBR (X)									
2012	1.2	9.0	0.8	2.5	2.1	2.2	2.2	1.0	2.6
2013E	1.2	7.8	1.1	2.9	1.7	2.5	3.9	1.4	2.8
2014E	1.0	5.9	1.0	2.3	1.3	2.1	3.5	1.3	2.3
매출액성장률 (%)									
2012	22.8	51.9	31.1	41.0	36.8	38.8	15.4	6.9	30.6
2013E	(10.6)	120.2	(0.1)	39.1	55.5	36.4	4.2	(9.8)	29.4
2014E	7.9	26.7	12.4	12.8	12.3	14.2	5.8	8.3	12.5
영업이익성장률 (%)									
2012	15.8	24.6	22.0	52.3	28.2	37.0	흑전	70.2	35.7
2013E	(13.0)	79.0	(53.9)	40.9	37.4	34.7	721.9	(4.1)	105.4
2014E	5.4	22.8	21.4	14.0	9.6	14.3	14.1	21.4	15.4
순이익성장률 (%)									
2012	2.7	32.7	22.6	13.8	26.1	51.7	흑전	159.6	44.2
2013E	(7.9)	65.2	(51.8)	59.4	26.3	33.5	적지	(19.9)	15.0
2014E	(4.2)	21.8	16.0	7.9	8.8	11.6	흑전	12.2	10.6
영업이익률 (%)									
2012	27.9	40.1	34.3	60.2	58.9	45.6	1.5	28.5	37.1
2013E	27.2	32.6	15.8	61.0	52.0	45.0	12.5	30.3	34.5
2014E	26.5	31.6	17.1	61.6	50.8	45.1	14.2	33.9	35.1
순이익률 (%)									
2012	23.9	35.8	33.0	49.1	50.7	44.4	1.8	22.8	32.7
2013E	24.7	26.9	15.9	56.3	41.1	43.4	8.5	20.3	29.6
2014E	21.9	25.8	16.4	53.9	39.9	42.4	9.2	21.0	28.8
ROE (%)									
2012	34.3	40.6	27.3	20.5	49.1	28.9	3.0	10.5	26.8
2013E	23.6	33.1	12.5	40.0	39.7	24.1	16.1	8.1	24.7
2014E	18.7	30.3	14.6	32.2	30.7	21.8	19.4	9.1	22.1

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 초과수익률 비교지수 - S&P 500

손익계산서

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	609	754	746	1,045	981
증감률 (YoY %)	(6.3)	23.8	(1.0)	40.1	(6.2)
매출원가	139	226	229	252	260
판매 및 일반관리비	334	376	332	377	389
기타	0	0	0	0	0
영업이익	136	151	185	416	332
증감률 (YoY %)	(44.0)	11.4	22.3	125.0	(20.1)
EBITDA	161	190	232	474	402
증감률 (YoY %)	(40.1)	17.7	22.1	104.6	(15.2)
이자수익	23	18	17	17	17
이자비용	1	1	0	0	0
지분법손익	6	0	0	0	0
기타	5	14	13	15	15
세전계속사업손익	157	183	215	447	363
증감률 (YoY %)	(27.0)	16.3	17.3	108.5	(18.7)
법인세비용	40	29	46	98	80
당기순이익	118	154	169	349	284
증감률 (YoY %)	(29.7)	30.6	9.8	106.7	(18.7)
순손익의 귀속					
지배주주	121	154	168	347	282
비지배주주	(3)	0	1	2	1
이익률 (%)					
영업이익률	22.3	20.1	24.8	39.8	33.9
EBITDA마진	26.5	25.2	31.0	45.3	41.0
세전이익률	25.8	24.3	28.7	42.8	37.1
순이익률	19.3	20.4	22.6	33.4	28.9

대차대조표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	1,113	1,325	1,454	1,823	2,083
유동자산	639	760	758	966	1,089
현금성자산	109	546	605	753	905
매출채권	76	93	63	92	78
재고자산	1	93	63	92	78
기타	453	27	28	28	28
비유동자산	474	565	696	857	994
투자자산	78	81	84	88	91
유형자산	366	455	580	736	867
무형자산	30	29	32	34	35
부채총계	245	315	288	321	311
유동부채	199	267	238	269	257
매입채무	27	93	63	92	78
유동성이자부채	12	12	12	12	12
기타	160	161	163	164	166
비유동부채	46	48	50	52	54
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	46	48	50	52	54
자본총계	868	1,010	1,166	1,502	1,772
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	220	220	220	220	220
이익잉여금	725	867	1,023	1,359	1,629
자본조정	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
지배주주지분	856	997	1,153	1,489	1,759
순차입금	(97)	(534)	(592)	(741)	(892)
이자지급성부채	12	12	12	12	12

현금흐름표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	139	152	249	381	370
당기순이익	118	154	169	349	284
자산상각비	25	38	47	58	69
기타비현금성손익	(8)	2	2	2	2
운전자본증감	13	(42)	31	(28)	15
매출채권감소 (증가)	32	(17)	30	(29)	14
재고자산감소 (증가)	0	(92)	30	(29)	14
매입채무증가 (감소)	0	66	(30)	29	(14)
기타	(19)	1	1	1	1
투자현금	(127)	(148)	(197)	(240)	(228)
단기투자자산감소 (증가)	106	(19)	(20)	(21)	(22)
장기투자증권감소 (증가)	(32)	(1)	(1)	(1)	(1)
설비투자	(191)	(123)	(168)	(209)	(196)
유무형자산감소 (증가)	(5)	(3)	(6)	(6)	(6)
재무현금	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)
차입금증가 (감소)	(7)	0	0	0	0
자본증가 (감소)	(7)	(12)	(13)	(13)	(13)
배당금지급	12	12	13	13	13
현금 증감	(0)	(8)	38	128	129
총현금흐름 (Gross CF)	164	194	217	408	355
(-) 운전자본증가 (감소)	(160)	(384)	(31)	28	(15)
(-) 설비투자	191	123	168	209	196
(+) 자산매각	(5)	(3)	(6)	(6)	(6)
Free Cash Flow	127	452	75	165	168
(-) 기타투자	32	1	1	1	1
잉여현금	96	451	73	164	166

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	55.6	22.3	20.4	9.8	12.1
PBR	8.1	3.5	3.0	2.3	2.0
PSR	11.0	4.5	4.6	3.3	3.5
EV/ EBITDA	41.1	15.2	12.3	5.7	6.3
배당수익률	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
EPS	5,529	7,034	7,687	15,891	12,915
BPS	37,777	44,302	51,327	66,608	78,910
SPS	27,897	34,490	34,159	47,851	44,895
DPS	600	600	600	600	600
수익성지표 (%)					
ROA	10.9	12.6	12.1	21.3	14.5
ROE	14.2	16.6	15.7	26.4	17.5
ROIC	14.0	21.5	29.6	51.4	33.1
안정성지표 (% , X)					
부채비율	28.2	31.2	24.7	21.4	17.5
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	321.6	285.0	318.4	359.1	424.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5
매출채권회전율	8.1	8.9	9.6	13.5	11.5
재고자산회전율	433.2	16.0	9.6	13.5	11.5
자산/자본구조 (%)					
투하자본	79.8	41.4	43.9	46.3	45.8
차입금	1.4	1.2	1.1	0.8	0.7

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 06월 19일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 당사는 6월 19일 현재 엔씨소프트 종목을 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP회사임을 알려 드립니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	엔씨소프트 주가 및 KB투자증권 목표주가
엔씨소프트	2011/09/09	BUY	360,000		
	2011/09/18	BUY	360,000		
	2011/09/30	BUY	360,000		
	2011/11/16	HOLD	360,000		
	2012/01/06	HOLD	360,000		
	2012/02/16	HOLD	360,000		
	2012/02/28	HOLD	360,000		
	2012/04/23	HOLD	360,000		
	2012/06/11	HOLD	360,000		
	2012/06/22	HOLD	360,000		
	2012/07/13	HOLD	360,000		
	2012/09/11	BUY	360,000		
	2012/09/27	BUY	360,000		
	2012/11/08	BUY	360,000		
	2012/12/20	BUY	360,000		
	2013/02/12	BUY	180,000		
	2013/04/01	BUY	180,000		
	2013/05/13	BUY	180,000		
	2013/06/19	BUY	180,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.