KDB대우증권 리서치센터

# 엔씨소프트 (036570)

## 중국 '블소' 서비스 임박, 적극 매수 시점

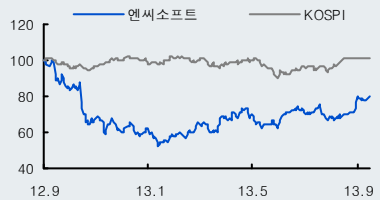
게임

Company Update
2013. 10. 11

| | |
|---|---|
| (Maintain) | 매수 |
| 목표주가 (원, 12M) | 250,000 |
| 현재주가(13/10/10,원) | 194,000 |
| 상승여력 | 29% |

| | |
|---|---|
| 영업이익(13F,십억원) | 221 |
| Consensus 영업이익(13F,십억원) | 212 |
| EPS 성장률(13F,%) | 26.8 |
| MKT EPS 성장률(13F,%) | 21.4 |
| P/E(13F,x) | 21.5 |
| MKT P/E(13F,x) | 10.4 |
| KOSPI | 2,001.40 |
| 시가총액(십억원) | 4,251 |
| 발행주식수(백만주) | 22 |
| 유동주식비율(%) | 76.3 |
| 외국인 보유비중(%) | 38.7 |
| 베타(12M,일간수익률) | 0.90 |
| 52주 최저가(원) | 125,000 |
| 52주 최고가(원) | 227,000 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 13.8 | 32.4 | -10.2 |
| 상대주가 | 13.4 | 29.0 | -12.9 |




인터넷/게임/엔터테인먼트


김창권
02-768-4321
changkwean.kim@dwsec.com


### 4분기부터 중국 '블소' 로열티 발생, 2014년 다양한 신규 게임 모멘텀 집중

지난 8일 '블레이드 앤 소울' 중국 퍼블리셔인 Tencent 게시판에 10월 29일부터 정식계정 보류테스트(오픈베타와 클로즈베타의 중간 단계, 초기화 없이 매출액 인식) 시작 예정 공지가 있었다. 공지는 몇 시간 뒤 변경되었지만 '블소' 중국 서비스가 다가옴을 확인하였다.

엔씨소프트 10월과 11월 주가에 <그림 11~12>에서 관찰된 것처럼, 2012년 국내 '블소'나 미국과 유럽에서의 '길드워2'가 출시 직전과 같이 **사전 기대감이 반영될 전망**이다. Tencent는 '블소' 출시를 앞두고 다양한 사전 마케팅 이벤트를 준비하는 것으로 알려지고 있다.

'블소'에 이어 4분기 말 혹은 1분기 초 '길드워2' 중국 상용화가 진행될 예정이다. 내년 1분기에는 미국와 유럽에서 신작 '와일드스타'가 CD판매와 월정액 모델로 상용화될 전망이다.

이외에도 2014년에는 '블소'와 '길드워2'가 대만, 일본, 미국, 유럽, 한국 등지에서 상용화가 진행되고, 가장 확실한 실적 모멘텀인 '길드워2' 확장팩 CD 발매도 기대되고 있다. 2014년에는 1분기부터 매분기 신규 게임 매출액이 추가될 예정이다.

### 3분기 기존 게임들의 트래픽 안정세, 견조한 실적 예상

<그림 1~7>에서 알 수 있듯 **엔씨소프트 기존 게임들의 3분기 트래픽이 전분기 대비 6.2% 증가**했고, '길드워2' 미국 7월, 8월 순방문자 역시 업데이트 영향으로 증가하고 있다.

이러한 게임들의 안정적인 지표에도 불구하고 2분기보다 매출액과 영업이익이 감소하는 것은 '리니지1' 부분유료화 이벤트 매출액의 많은 부분이 4분기로 이월되기 때문이다. 일반적으로 3주 정도 진행되는 '리니지1' 이벤트가 3분기에는 9월 25일부터 시작되었다.

12월에 추가로 부분유료화 이벤트가 예정되어 있어, **'리니지1'은 2분기 기록한 사상 최고 매출액을 4분기에 재경신할 것으로 기대**된다. 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,762억원과 402억원으로, 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,991억원과 627억원으로 전망된다.

### 멀티 플랫폼 게임 시대의 최대 수혜주, 2014년 저PER에서 다시 고PER로

온라인 기능이 강화된 진보된 콘솔게임기 '플레이 스테이션4'가 11월과 12월에 각국 미국과 한국에서 출시될 예정이다. '플스4'를 통해 엔씨의 경쟁작 '디아블로3'가 콘솔 버전으로 상용화될 계획이다. 엔씨소프트도 '리니지1', '블소'와 같은 인기 게임의 PC 서버를 테블릿 PC나 스마트폰을 통해 모바일환경에서 접속 할 수 있도록 준비하고 있다.

2014년 게임산업의 화두는 **멀티플랫폼 온라인게임 시대의 시작**이 될 것이다. 글로벌 기준 콘텐츠 경쟁력이 있는 기업이 주목 받을 예상이다. 엔씨소프트는 MMORPG라는 장르에서 확고한 글로벌 선두 기업이다. '매수' 투자의견과 목표주가 25만원을 유지한다.

| 결산기 (12월) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 660 | 609 | 754 | 752 | 972 | 1,113 |
| 영업이익(십억원) | 174 | 136 | 151 | 221 | 352 | 433 |
| 영업이익률 (%) | 26.3 | 22.3 | 20.1 | 29.3 | 36.2 | 38.9 |
| 순이익(십억원) | 144 | 121 | 156 | 198 | 330 | 395 |
| EPS (원) | 6,602 | 5,529 | 7,121 | 9,032 | 15,050 | 18,018 |
| ROE (%) | 20.8 | 15.1 | 16.8 | 18.1 | 24.7 | 23.6 |
| P/E (배) | 31.6 | 55.6 | 21.1 | 21.5 | 12.9 | 10.8 |
| P/B (배) | 5.5 | 7.2 | 3.4 | 3.6 | 2.9 | 2.3 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 추이와 전망 (십억원,원,%)

| | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13F | 4Q13F | 2012 | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 141 | 147 | 182 | 283 | 185 | 192 | 176 | 199 | 754 | 752 |
| 리니지1 | 44 | 58 | 38 | 65 | 66 | 85 | 63 | 87 | 205 | 300 |
| 리니지2 | 18 | 17 | 13 | 16 | 14 | 14 | 15 | 17 | 65 | 60 |
| 아이온 | 53 | 36 | 27 | 25 | 28 | 23 | 24 | 26 | 141 | 102 |
| 블레이드 앤 소울 | - | - | 33 | 27 | 17 | 14 | 20 | 23 | 62 | 73 |
| 길드워2 | - | - | 46 | 119 | 36 | 29 | 27 | 22 | 165 | 114 |
| 기타 | 6 | 14 | 10 | 14 | 13 | 14 | 15 | 10 | 51 | 51 |
| 로열티 | 15 | 17 | 15 | 17 | 11 | 13 | 13 | 14 | 64 | 51 |
| 매출비중 | | | | | | | | | | |
| 리니지1 | 30.9 | 39.8 | 21.0 | 22.9 | 35.7 | 44.2 | 35.6 | 43.6 | 27.2 | 39.9 |
| 리니지2 | 13.0 | 11.5 | 7.3 | 5.8 | 7.7 | 7.4 | 8.4 | 8.5 | 8.6 | 8.0 |
| 아이온 | 37.5 | 24.8 | 14.8 | 8.8 | 15.3 | 12.1 | 13.8 | 13.2 | 18.8 | 13.6 |
| 블레이드 앤 소울 | 0.0 | 0.0 | 17.9 | 9.5 | 8.9 | 7.4 | 11.2 | 11.6 | 8.2 | 9.8 |
| 길드워2 | 0.0 | 0.0 | 25.2 | 42.0 | 19.7 | 15.1 | 15.3 | 10.9 | 21.9 | 15.2 |
| 기타 | 4.5 | 9.4 | 5.6 | 5.0 | 6.9 | 7.1 | 8.3 | 5.1 | 6.7 | 6.8 |
| 로열티 | 10.8 | 11.7 | 8.2 | 5.9 | 5.8 | 6.8 | 7.4 | 7.0 | 8.5 | 6.7 |
| 영업이익 | 12 | -11 | 37 | 113 | 56 | 62 | 40 | 63 | 151 | 221 |
| 영업이익률 | 8.8 | | 20.2 | 39.9 | 30.0 | 32.4 | 22.8 | 31.5 | 20.1 | 29.3 |
| 당기순이익 | 12 | -8 | 47 | 102 | 52 | 34 | 41 | 71 | 154 | 198 |
| 순이익률 | 8.8 | | 25.9 | 36.0 | 28.3 | 17.8 | 23.3 | 35.5 | 20.4 | 26.4 |
| YoY 증감률 | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -9.2 | -12.0 | 23.4 | 103.9 | 31.0 | 30.8 | -3.3 | -29.7 | 23.8 | -0.2 |
| 리니지1 | 13.3 | -11.8 | -24.8 | 62.3 | 51.3 | 45.1 | 63.9 | 33.9 | 4.9 | 46.4 |
| 리니지2 | -40.2 | -29.1 | -37.2 | -33.5 | -22.8 | -15.5 | 11.3 | 3.4 | -35.3 | -7.3 |
| 아이온 | -13.8 | -33.0 | -51.7 | -51.6 | -46.6 | -36.0 | -9.6 | 5.3 | -36.7 | -27.6 |
| 블레이드 앤 소울 | | | | | | | -39.8 | -14.2 | | 18.1 |
| 길드워2 | | | | | | | -41.3 | -81.7 | | -30.9 |
| 기타 | 85.7 | 363.7 | 230.9 | 326.8 | 100.6 | -1.7 | 43.8 | -28.7 | 296.1 | 0.7 |
| 로열티 | -4.7 | 19.0 | 25.7 | 17.3 | -29.5 | -23.9 | -12.7 | -17.7 | 13.3 | -21.0 |
| 영업이익 | -69.4 | 적전 | 20.6 | 654.4 | 348.4 | 흑전 | 9.3 | -44.7 | 12.3 | 45.9 |
| 당기순이익 | -64.0 | 적전 | 69.2 | 497.6 | 321.7 | 흑전 | -13.0 | -30.6 | 28.3 | 29.1 |
| QoQ 증감률 | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1.6 | 4.0 | 24.1 | 55.5 | -34.8 | 3.9 | -8.2 | 13.0 | | |
| 리니지1 | 9.2 | 33.9 | -34.5 | 69.3 | 1.8 | 28.4 | -25.9 | 38.3 | | |
| 리니지2 | -25.5 | -8.2 | -21.4 | 23.7 | -13.6 | 0.6 | 3.5 | 14.9 | | |
| 아이온 | 2.4 | -31.3 | -25.9 | -7.0 | 12.9 | -17.8 | 4.7 | 8.3 | | |
| 블레이드 앤 소울 | | | | -17.6 | -38.7 | -14.3 | 38.9 | 17.5 | | |
| 길드워2 | | | | 159.6 | -69.4 | -20.6 | -6.9 | -19.0 | | |
| 기타 | 89.9 | 118.2 | -26.1 | 39.3 | -10.8 | 6.9 | 8.1 | -30.9 | | |
| 로열티 | 6.2 | 12.4 | -12.9 | 12.7 | -36.2 | 21.3 | 0.0 | 6.3 | | |
| 영업이익 | -17.5 | 적전 | 흑전 | 207.7 | -51.0 | 12.1 | -35.4 | 55.8 | | |
| 당기순이익 | -27.2 | 적전 | 흑전 | 116.2 | -48.7 | -34.6 | 19.9 | 72.5 | | |

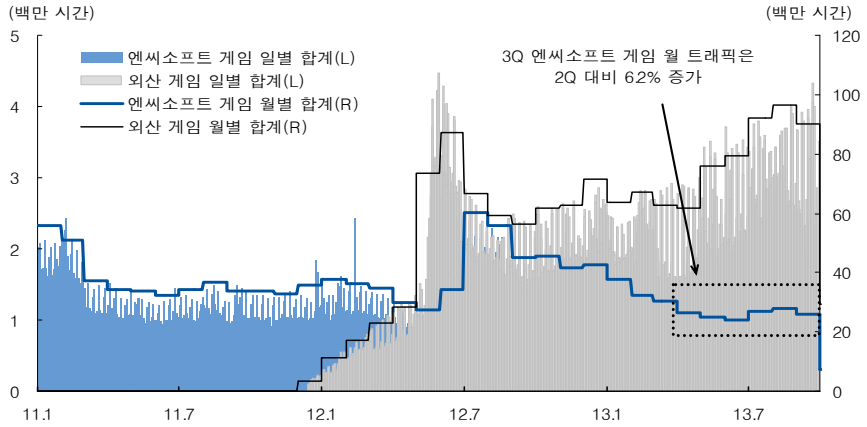
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익 / 자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2013~2014 수익 예상 변경 (십억원,원,%,%p)

| | 변경 전 | | 변경 후 | | 변경률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F |
| 매출액 | 766 | 1,046 | 752 | 972 | -1.8 | -7.1 |
| 영업이익 | 224 | 355 | 221 | 352 | -1.3 | -0.9 |
| 세전이익 | 250 | 410 | 316 | 405 | 26.1 | -1.2 |
| 당기순이익 | 201 | 334 | 198 | 330 | -1.2 | -1.2 |
| EPS | 9,148 | 15,240 | 9,032 | 15,050 | -1.3 | -1.2 |
| 영업이익률 | 29.2 | 33.9 | 29.3 | 36.2 | 0.1 | 2.3 |
| 순이익률 | 26.2 | 32.0 | 26.4 | 34.0 | 0.2 | 2.0 |

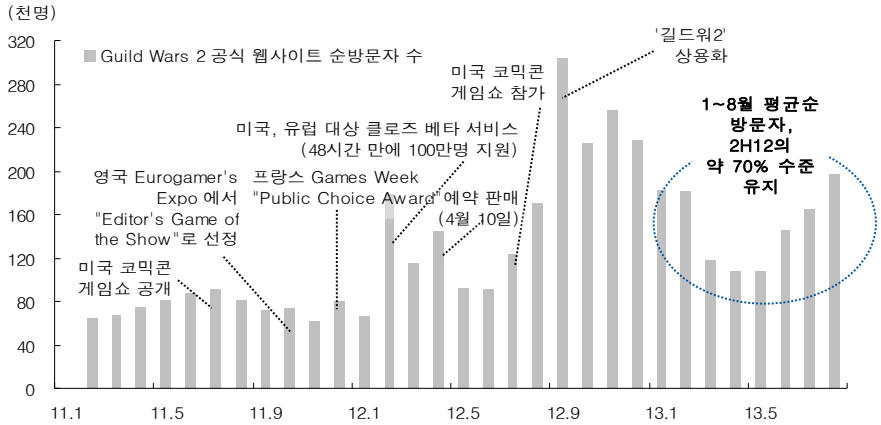
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

**그림 1. 사용자 지표 추이: 엔씨소프트 및 주요 외산 게임 합계**



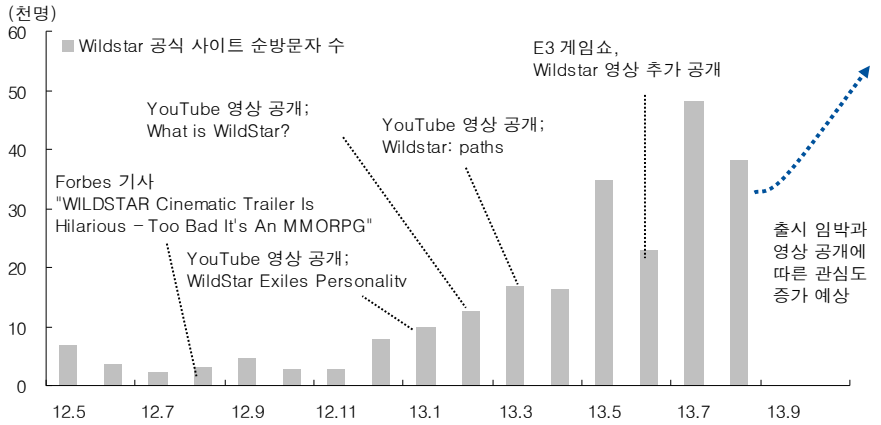

주: PC방 총 사용시간 기준이며, 엔씨소프트 합계는 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울 사용시간을 합산, 외산 합계는 주요 게임인 리그 오브 레전드, 디아블로3 사용 시간을 합산
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

**그림 2. 길드워2 홈페이지 순방문자수 추이**



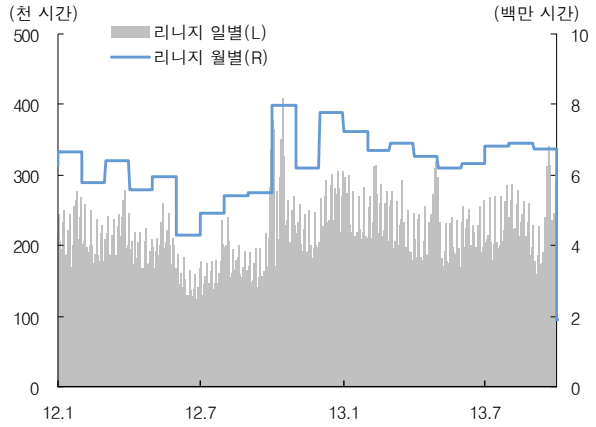

주: guildwars2.com 북미지역 순방문자 수
자료: Compete.com, KDB대우증권 리서치센터

**그림 3. 와일드스타 홈페이지 순방문자수 추이**



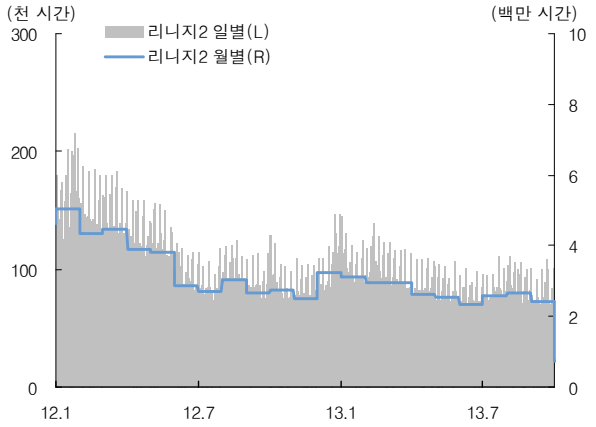

주: wildstar-online.com 북미지역 순방문자 수
자료: Compete.com, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 사용자 지표 추이: 리니지



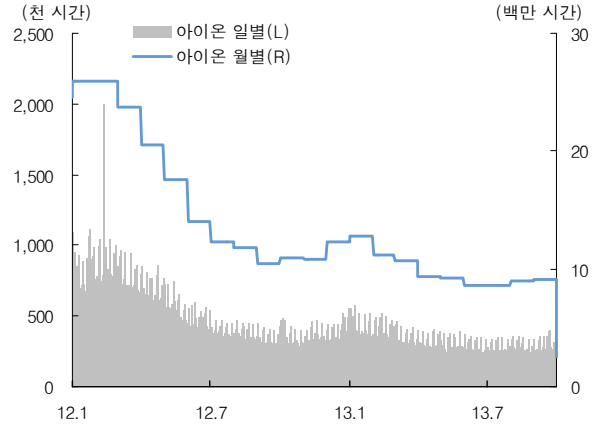

주: PC방 총 사용 시간
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 사용자 지표 추이: 리니지2



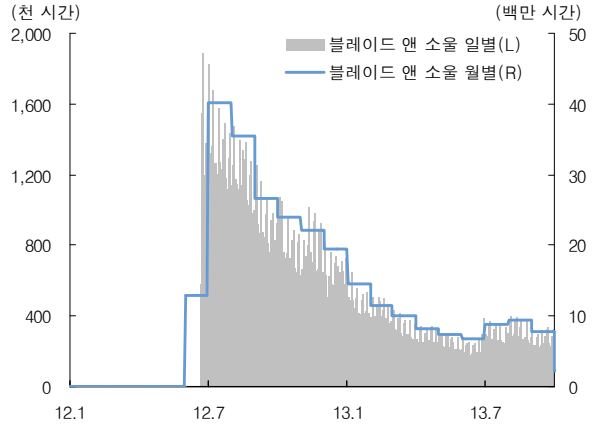

주: PC방 총 사용 시간
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 사용자 지표 추이: 아이온



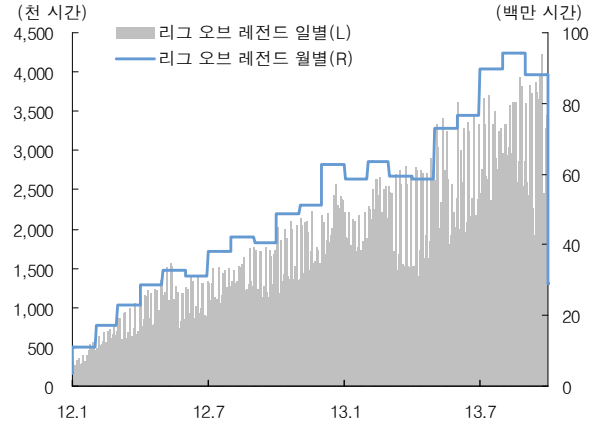

주: PC방 총 사용 시간
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 사용자 지표 추이: 블레이드&소울



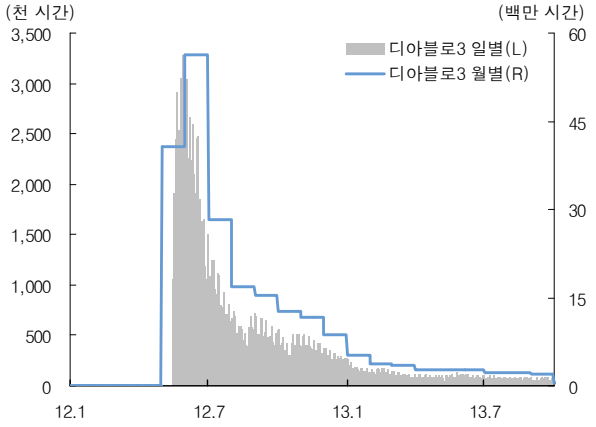

주: PC방 총 사용 시간
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 사용자 지표 추이: 리그 오브 레전드



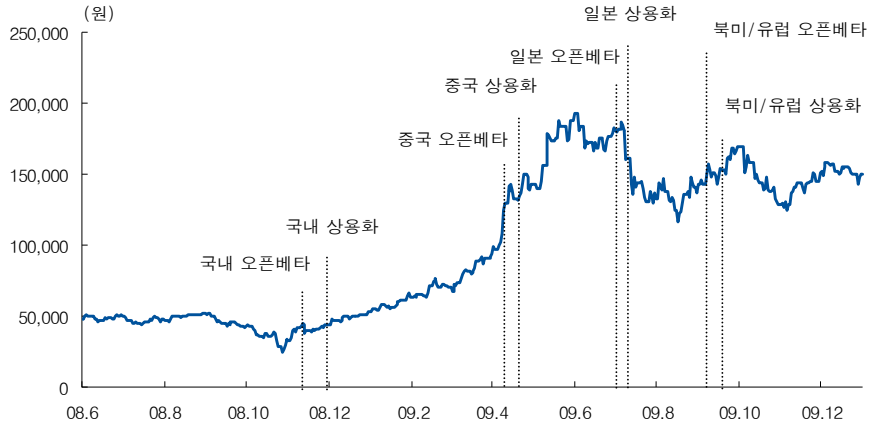

주: PC방 총 사용 시간
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 사용자 지표 추이: 디아블로3




주: PC방 총 사용 시간
자료: 게임트릭스, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 과거 엔씨소프트 주가와 신규 게임 출시 일정: 아이온




자료: FnGuide, 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 과거 엔씨소프트 주가와 신규 게임 출시 일정: 블레이드 & 소울

자료: FnGuide, 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 과거 엔씨소프트 주가와 신규 게임 출시 일정: 길드워 2

자료: FnGuide, 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

### 표 3. 글로벌 게임 기업의 수익 예상

(백만 US$,%)

| | 시가총액 | 매출액 | | | 영업이익 | | | 영업이익률 | | | 순이익 | | | 순이익률 | | | EPS | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F |
| 엔씨소프트 | 3,960 | 669 | 713 | 896 | 134 | 202 | 319 | 20.1 | 28.4 | 35.6 | 138 | 171 | 271 | 20.7 | 24.0 | 30.2 | 7.0 | 8.0 | 12.5 |
| 네오위즈게임즈 | 335 | 592 | 457 | 291 | 97 | 78 | 50 | 16.4 | 17.1 | 17.2 | 7 | 57 | 34 | 1.1 | 12.5 | 11.5 | 0.3 | 2.6 | 1.7 |
| NHN엔터테인먼트 | 1,575 | | 608 | 649 | | 193 | 178 | | 31.7 | 27.4 | | 144 | 142 | | 23.6 | 21.8 | | 9.5 | 9.2 |
| 게임빌 | 357 | 62 | 85 | 111 | 21 | 21 | 28 | 34.3 | 24.2 | 25.2 | 20 | 20 | 28 | 31.9 | 23.8 | 25.3 | 3.6 | 3.3 | 4.5 |
| 컴투스 | 235 | 68 | 88 | 111 | 14 | 15 | 23 | 20.9 | 16.8 | 20.4 | 18 | 18 | 22 | 26.6 | 20.7 | 20.1 | 1.9 | 1.8 | 2.2 |
| 위메이드 | 667 | 106 | 236 | 300 | -2 | 36 | 69 | -1.6 | 15.4 | 23.1 | -4 | 24 | 46 | -3.6 | 10.1 | 15.2 | -0.2 | 1.4 | 2.7 |
| NEXON | 5,340 | 1,360 | 1,625 | 1,780 | 600 | 640 | 693 | 44.1 | 39.4 | 38.9 | 318 | 448 | 469 | 23.4 | 27.5 | 26.4 | 0.7 | 1.0 | 1.1 |
| Activision Blizzard | 18,225 | 4,856 | 4,298 | 4,627 | 1,451 | 1,296 | 1,524 | 29.9 | 30.2 | 32.9 | 1,149 | 854 | 845 | 23.7 | 19.9 | 18.3 | 1.0 | 0.9 | 1.2 |
| Electronic Arts | 7,405 | 3,797 | 4,039 | 4,298 | 84 | 523 | 632 | 2.2 | 13.0 | 14.7 | 98 | -293 | -52 | 2.6 | -7.3 | -1.2 | 0.4 | 1.2 | 1.5 |
| Take-Two | 1,564 | 1,214 | 1,912 | 1,390 | 5 | 346 | 146 | 0.4 | 18.1 | 10.5 | -29 | 303 | 106 | -2.4 | 15.8 | 7.6 | -0.4 | 2.6 | 1.2 |
| Zynga | 2,763 | 1,281 | 872 | 745 | -87 | -90 | -65 | -6.8 | -10.3 | -8.7 | -209 | -63 | -66 | -16.3 | -7.2 | -8.8 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| Gameloft | 854 | 268 | 325 | 367 | 21 | 44 | 60 | 7.9 | 13.6 | 16.4 | 12 | 25 | 37 | 4.5 | 7.7 | 9.9 | 0.2 | 0.3 | 0.5 |
| Glumobile | 220 | 87 | 97 | 114 | -17 | -19 | -10 | -19.6 | -19.9 | -8.4 | -20 | -23 | -14 | -23.4 | -23.9 | -12.5 | -0.3 | -0.2 | -0.1 |
| Nintendo | 16,315 | 7,690 | 8,630 | 9,309 | -441 | 703 | 924 | -5.7 | 8.1 | 9.9 | 86 | 517 | 597 | 1.1 | 6.0 | 6.4 | 0.7 | 3.9 | 4.8 |
| Sega Sammy | 7,250 | 3,890 | 4,629 | 4,804 | 231 | 764 | 819 | 5.9 | 16.5 | 17.1 | 405 | 477 | 510 | 10.4 | 10.3 | 10.6 | 1.7 | 2.0 | 2.1 |
| Namco Bandai | 4,123 | 5,897 | 4,989 | 5,074 | 589 | 468 | 503 | 10.0 | 9.4 | 9.9 | 392 | 293 | 311 | 6.6 | 5.9 | 6.1 | 1.8 | 1.3 | 1.4 |
| Konami | 3,401 | 2,735 | 2,364 | 2,563 | 265 | 271 | 367 | 9.7 | 11.5 | 14.3 | 159 | 159 | 216 | 5.8 | 6.7 | 8.4 | 1.2 | 1.1 | 1.6 |
| DeNA | 2,932 | 2,450 | 2,173 | 2,281 | 930 | 707 | 723 | 38.0 | 32.5 | 31.7 | 552 | 412 | 421 | 22.5 | 18.9 | 18.5 | 4.0 | 3.0 | 3.1 |
| GREE | 1,835 | 1,753 | 1,494 | 1,524 | 560 | 346 | 354 | 31.9 | 23.2 | 23.3 | 259 | 200 | 215 | 14.8 | 13.4 | 14.1 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| Gungho Online | 8,350 | 324 | 1,751 | 2,051 | 117 | 1,121 | 1,311 | 36.0 | 64.0 | 63.9 | 103 | 674 | 769 | 31.8 | 38.5 | 37.5 | 9.0 | 60.0 | 70.0 |
| Shanda Games | 1,168 | 742 | 725 | 780 | 218 | 230 | 277 | 29.4 | 31.7 | 35.5 | 176 | 206 | 223 | 23.8 | 28.4 | 28.6 | 0.6 | 0.8 | 0.9 |
| Netease.com | 9,026 | 1,316 | 1,562 | 1,779 | 596 | 739 | 844 | 45.3 | 47.3 | 47.4 | 584 | 722 | 810 | 44.4 | 46.3 | 45.5 | 4.4 | 5.7 | 6.3 |
| Tencent | 98,171 | 6,957 | 9,880 | 12,935 | 2,369 | 3,101 | 3,920 | 34.1 | 31.4 | 30.3 | 2,018 | 2,607 | 3,241 | 29.0 | 26.4 | 25.1 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| Kingsoft | 3,127 | 224 | 332 | 419 | 67 | 101 | 138 | 29.8 | 30.5 | 32.9 | 69 | 96 | 119 | 30.7 | 29.0 | 28.5 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 평균 | | | | | | | | 17.8 | 20.8 | 23.7 | | | | 13.7 | 15.2 | 17.0 | | | |

주: Bloomberg consensus 사용, EPS 단위는 US$, 넥슨 일본 상장, 중국 기업 중 Tencent, Kingsoft 홍콩, 그 외 미국 나스닥 상장 / 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

### 표 4. 글로벌 게임 기업의 상대가치 비교

(백만 US$,x,%)

| | 시가총액 | PER | | | PBR | | | PSR | | | EV/EBITDA | | | ROE | | | ROA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F | 12 | 13F | 14F |
| 엔씨소프트 | 3,960 | 19.2 | 22.8 | 14.5 | 3.0 | 3.6 | 2.9 | 4.0 | 5.6 | 4.4 | 13.3 | 14.1 | 9.4 | 16.8 | 16.8 | 22.2 | 12.8 | 13.0 | 18.0 |
| 네오위즈게임즈 | 335 | 74.0 | 5.9 | 8.9 | 2.2 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 1.2 | 4.9 | 4.3 | 6.1 | 2.9 | 20.2 | 12.0 | 1.2 | 9.0 | 5.6 |
| NHN엔터테인먼트 | 1,575 | | 10.9 | 11.3 | | 1.5 | 1.3 | | 2.6 | 2.4 | | | | | 15.2 | 12.7 | | 14.7 | 11.8 |
| 게임빌 | 357 | 24.7 | 16.5 | 12.2 | 6.1 | 2.3 | 2.0 | 7.9 | 4.2 | 3.2 | 19.8 | 14.2 | 10.3 | 28.2 | 17.9 | 17.6 | 25.3 | 14.5 | 13.8 |
| 컴투스 | 235 | 22.9 | 12.9 | 10.6 | 5.2 | 2.2 | 1.8 | 6.1 | 2.7 | 2.1 | 23.7 | 12.1 | 8.1 | 25.4 | 19.4 | 19.3 | 23.3 | 17.9 | 17.9 |
| 위메이드 | 667 | | 28.8 | 14.7 | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 6.4 | 2.8 | 2.2 | 119.9 | 14.1 | 8.6 | -1.6 | 9.0 | 16.3 | -1.2 | 9.3 | 15.0 |
| NEXON | 5,340 | 14.8 | 12.0 | 11.3 | 1.8 | 2.0 | 1.7 | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 5.3 | 6.3 | 5.7 | 13.2 | 18.6 | 17.6 | 9.2 | 13.9 | 13.2 |
| Activision Blizzard | 18,225 | 10.5 | 18.4 | 13.1 | 1.0 | 2.2 | 1.8 | 2.4 | 4.2 | 3.9 | 4.2 | 9.5 | 8.4 | 10.5 | 13.4 | 14.1 | 8.4 | 10.0 | 12.6 |
| Electronic Arts | 7,405 | 43.4 | 19.6 | 16.0 | 2.4 | 3.7 | 3.2 | 1.4 | 1.8 | 1.7 | 12.1 | 9.1 | 8.1 | 4.1 | 15.3 | 18.5 | 1.9 | 7.5 | 9.4 |
| Take-Two | 1,564 | | 6.4 | 14.6 | 2.6 | 1.9 | 1.7 | 1.1 | 0.8 | 1.1 | 5.7 | 4.1 | 8.2 | -5.0 | 29.2 | 9.4 | -2.4 | 17.7 | 7.3 |
| Zynga | 2,763 | | | | 1.0 | 1.5 | 1.6 | 1.4 | 3.2 | 3.7 | 5.3 | 68.8 | 26.2 | -11.7 | -3.4 | -3.2 | -8.2 | -2.0 | -3.1 |
| Gameloft | 854 | 44.2 | 34.6 | 22.6 | 3.4 | 4.3 | 3.6 | 2.0 | 2.6 | 2.3 | 11.0 | 12.5 | 10.0 | 8.0 | 11.9 | 17.0 | 5.9 | | |
| Glumobile | 220 | | | | 3.9 | 7.4 | 12.9 | 1.7 | 2.3 | 1.9 | | | | -46.5 | -47.6 | 17.5 | -26.4 | | |
| Nintendo | 16,315 | 182.1 | 29.3 | 24.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | | 10.6 | 8.3 | 0.6 | 3.9 | 3.6 | 0.5 | 2.9 | 3.7 |
| Sega Sammy | 7,250 | 13.9 | 13.8 | 12.9 | 1.5 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 9.6 | 6.7 | 6.3 | 11.0 | 13.8 | 12.5 | 6.5 | 8.7 | 8.7 |
| Namco Bandai | 4,123 | 11.3 | 14.0 | 13.0 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 3.7 | 4.6 | 4.4 | 14.1 | 10.9 | 11.3 | 9.0 | 10.5 | 10.8 |
| Konami | 3,401 | 19.9 | 20.9 | 15.3 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 7.2 | 8.9 | 7.1 | 6.0 | 6.5 | 8.1 | 4.0 | 4.5 | 6.2 |
| DeNA | 2,932 | 7.7 | 6.4 | 6.3 | 2.9 | 1.6 | 1.3 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 42.6 | 28.9 | 22.4 | 26.2 | 17.8 | 14.9 |
| GREE | 1,835 | 9.1 | 9.2 | 8.5 | 2.1 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 3.2 | 4.0 | 4.1 | 24.8 | 18.3 | 15.7 | 13.9 | 10.9 | 9.1 |
| Gungho Online | 8,350 | 12.1 | 12.1 | 10.4 | 6.1 | 10.6 | 5.1 | 3.9 | 4.7 | 4.0 | 8.2 | 7.4 | 7.9 | 68.7 | 116.3 | 63.9 | 41.8 | 96.3 | 44.9 |
| Shanda Games | 1,168 | 4.7 | 5.5 | 4.9 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 2.7 | 2.3 | 29.3 | 26.4 | 23.3 | 13.9 | 15.7 | 15.6 |
| Netease.com | 9,026 | 9.6 | 12.1 | 11.0 | 2.2 | 2.8 | 2.3 | 4.2 | 5.8 | 5.1 | 4.8 | 8.0 | 6.9 | 25.4 | 25.0 | 22.5 | 21.0 | 20.6 | 19.3 |
| Tencent | 98,171 | 28.8 | 36.3 | 28.7 | 9.0 | 10.7 | 8.1 | 8.3 | 9.9 | 7.6 | 20.2 | 26.6 | 21.5 | 36.5 | 32.5 | 30.6 | 19.3 | 19.3 | 18.9 |
| Kingsoft | 3,127 | 11.6 | 30.7 | 24.5 | 2.0 | 6.2 | 5.1 | 3.6 | 9.4 | 7.5 | 6.5 | 25.9 | 20.2 | 18.7 | 20.3 | 20.7 | 13.0 | 13.5 | 13.6 |
| 평균 | | 28.3 | 24.5 | 13.7 | 2.9 | 3.1 | 2.7 | 2.9 | 3.2 | 2.8 | 14.2 | 13.4 | 8.9 | 13.9 | 17.4 | 17.9 | 9.5 | 14.8 | 13.3 |

주: Bloomberg consensus 사용(엔씨소프트 포함), 넥슨 일본 상장, 중국 기업 중 Tencent, Kingsoft 홍콩, 그 외 미국 나스닥 상장 / 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **754** | **752** | **972** | **1,113** |
| **매출원가** | **226** | **209** | **260** | **297** |
| **매출총이익** | **527** | **543** | **712** | **815** |
| **판매비와관리비** | **376** | **322** | **360** | **382** |
| **조정영업이익** | **151** | **221** | **352** | **433** |
| **영업이익** | **151** | **221** | **352** | **433** |
| **비영업손익** | **32** | **95** | **54** | **64** |
| 순금융비용 | -17 | -18 | -20 | -30 |
| 관계기업등 투자손익 | 7 | 1 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 183 | 316 | 405 | 497 |
| 계속사업법인세비용 | 29 | 117 | 75 | 102 |
| 계속사업이익 | 154 | 198 | 330 | 395 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **154** | **198** | **330** | **395** |
| 지배주주 | 156 | 198 | 330 | 395 |
| 비지배주주 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| **총포괄이익** | **150** | **194** | **326** | **391** |
| 지배주주 | 154 | 195 | 326 | 391 |
| 비지배주주 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 190 | 240 | 372 | 451 |
| FCF | 112 | 125 | 323 | 375 |
| EBITDA마진율 (%) | 25.2 | 31.9 | 38.3 | 40.5 |
| 영업이익률 (%) | 20.1 | 29.3 | 36.2 | 38.9 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 20.7 | 26.3 | 33.9 | 35.5 |

### 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **674** | **740** | **1,092** | **1,481** |
| 현금 및 현금성자산 | 123 | 139 | 459 | 827 |
| 매출채권 및 기타채권 | 80 | 80 | 104 | 119 |
| 재고자산 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 기타유동자산 | 29 | 29 | 37 | 43 |
| **비유동자산** | **643** | **771** | **797** | **821** |
| 관계기업투자등 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| 유형자산 | 426 | 475 | 466 | 458 |
| 무형자산 | 133 | 117 | 109 | 104 |
| **자산총계** | **1,317** | **1,511** | **1,889** | **2,302** |
| **유동부채** | **236** | **234** | **299** | **341** |
| 매입채무 및 기타채무 | 23 | 23 | 29 | 33 |
| 단기금융부채 | 12 | 11 | 11 | 11 |
| 기타유동부채 | 201 | 201 | 259 | 297 |
| **비유동부채** | **61** | **72** | **79** | **84** |
| 장기금융부채 | 12 | 11 | 11 | 11 |
| 기타비유동부채 | 14 | 26 | 33 | 38 |
| **부채총계** | **296** | **306** | **379** | **425** |
| **지배주주지분** | **1,001** | **1,184** | **1,491** | **1,858** |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 220 | 221 | 221 | 221 |
| 이익잉여금 | 871 | 1,054 | 1,364 | 1,735 |
| **비지배주주지분** | **20** | **20** | **20** | **19** |
| **자본총계** | **1,021** | **1,204** | **1,510** | **1,877** |

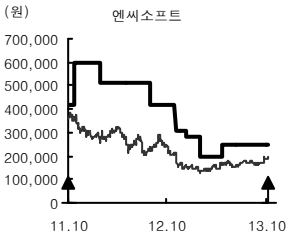
### 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로 인한 현금흐름** | 191 | 107 | 324 | 366 |
| 당기순이익 | 154 | 198 | 330 | 395 |
| 비현금수익비용가감 | 77 | 50 | 42 | 55 |
| 유형자산감가상각비 | 29 | 9 | 9 | 8 |
| 무형자산상각비 | 10 | 10 | 12 | 9 |
| 기타 | -34 | 66 | 37 | 37 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | 0 | -50 | 27 | 17 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -29 | -1 | -23 | -15 |
| 재고자산 감소(증가) | -1 | 0 | -1 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -3 | -18 | 7 | 4 |
| 법인세납부 | -40 | -91 | -75 | -102 |
| **투자활동으로 인한 현금흐름** | -122 | -81 | 17 | 28 |
| 유형자산처분(취득) | -89 | -59 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | 25 | -46 | 0 | 0 |
| 기타투자활동 | -54 | 28 | 21 | 32 |
| **재무활동으로 인한 현금흐름** | 0 | -13 | -21 | -25 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 3 | 1 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -12 | -12 | -20 | -24 |
| 기타재무활동 | -5 | -3 | -1 | -1 |
| **현금의증가** | 64 | 16 | 320 | 368 |
| 기초현금 | 59 | 123 | 139 | 459 |
| 기말현금 | 123 | 139 | 459 | 827 |

자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| P/E (x) | 21.1 | 21.5 | 12.9 | 10.8 |
| P/CF (x) | 17.0 | 19.6 | 12.1 | 10.3 |
| P/B (x) | 3.4 | 3.6 | 2.9 | 2.3 |
| EV/EBITDA (x) | 14.8 | 15.4 | 9.1 | 6.7 |
| EPS (원) | 7,121 | 9,032 | 15,050 | 18,018 |
| CFPS (원) | 8,873 | 9,903 | 15,985 | 18,818 |
| BPS (원) | 44,296 | 53,376 | 67,728 | 84,758 |
| DPS (원) | 600 | 1,000 | 1,200 | 1,500 |
| 배당성향 (%) | 7.7 | 10.1 | 7.3 | 7.6 |
| 배당수익률 (%) | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 매출액증가율 (%) | 23.8 | -0.2 | 29.2 | 14.5 |
| EBITDA증가율 (%) | 17.6 | 26.4 | 55.2 | 21.1 |
| 영업이익증가율 (%) | 11.4 | 45.9 | 59.4 | 23.2 |
| EPS증가율 (%) | 28.8 | 26.8 | 66.6 | 19.7 |
| 매출채권 회전율 (회) | 10.1 | 9.8 | 11.1 | 10.5 |
| 재고자산 회전율 (회) | 456.3 | 369.3 | 416.7 | 394.7 |
| 매입채무 회전율 (회) | 220.2 | 111.9 | 126.3 | 119.6 |
| ROA (%) | 12.7 | 14.0 | 19.4 | 18.9 |
| ROE (%) | 16.8 | 18.1 | 24.7 | 23.6 |
| ROIC (%) | 32.1 | 37.5 | 58.3 | 77.8 |
| 부채비율 (%) | 29.0 | 25.4 | 25.1 | 22.6 |
| 유동비율 (%) | | | | |
| 순차입금/자기자본 (%) | | | | |
| 영업이익/금융비용 (x) | | | | |

### Compliance Notice

- 엔씨소프트: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW. 엔씨소프트: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 엔씨소프트: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(──), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.