2014. 4. 30
Company Comment

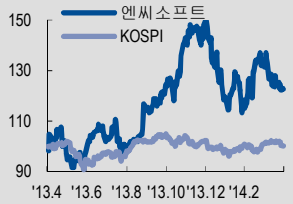
엔씨소프트 (036570.KS)

Buy (유지)

목표주가	310,000원 (유지)
현재가 ('14/04/29)	203,500원

업종	게임
KOSPI	1,964.77
KOSDAQ	556.97
시가총액(보통주)	4,462.6십억원
발행주식수(보통주)	21.9백만주
52주 최고가('13/12/30)	248,500원
최저가('13/06/07)	152,000원
평균거래대금(60일)	40.7십억원
배당수익률(2013)	0.24%
외국인지분율	33.7%

Price Trend



Analyst 정재우
02)768-7647, joseph.chung@wooriwm.com

Analyst 전민아
02)768-7458, mina.jeon@wooriwm.com

중국 길드워2, OBT 개시

중국 길드워2의 예약판매가 종료되고, 5월 1일부터 예약구매자 대상 OBT(Open Beta Test)가 본격적으로 시작. 이에 따른 주가모멘텀이 기대되며, 게임업종 Top pick 지속 유지

중국 길드워2, 5월 1일 예약구매자 대상 OBT 개시

- 중국 길드워2의 OBT가 시작될 예정인데, 4/2~4/30 기간동안 예약구매 한 유저는 5월 1일 오전 10시부터 게임플레이가 가능하고, 5월 15일부터는 정식 OBT가 시작될 예정. 참고로 중국버전의 길드워2는 북미/유럽 버전과 동일하게 업데이트 되어 있음
- 중국 퍼블리셔인 KongZhong에 따르면, 초기 서버는 총 18대로 구성될 예정이고, 서버당 수만명의 동시접속자 수용이 가능하다고 함
- 중국 길드워2의 예약판매 유통채널은 1) KongZhong 홈페이지, 2) 온라인쇼핑몰 Tmall, 3) 온라인쇼핑몰 JD.com, 4) 전국 200여개의 오프라인매장 등
- 4월 30일 오후 5:00 기준, 현재 Tmall에서의 누적 예약판매량은 150,736장 기록 중(88위안버전 76,536장, 198위안버전 74,200장)
- 참고로 Baidu Tieba 유저 설문조사(2,803명 참여)에 따르면, 예약 구매한 유저의 50.4%는 KongZhong 홈페이지를 32.5%는 Tmall을 구매경로로 이용한 것으로 나타남. Tmall 판매량과 이를 토대로 역산해보면, 전체 예약판매량은 463,803장으로 추정됨
- 또한 과거 북미/유럽 길드워2의 경우 예약판매량이 100만장을 기록했고, 상용화 이후 4개월간 300만장을 판매한 기록을 감안해보면, 실제 초기판매량 수치는 예약판매량의 3배에 달할 전망
- 당사는 2분기 중국 길드워2의 패키지판매량 100만장, 동시접속자수 33만명, 구매유저수 67만명, ARPPU 250위안 등으로 추정하며, 이에 따른 로열티 매출액은 167억원에 이를 것으로 추정

엔씨소프트 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	756.7	1,018.9	1,159.9	1,442.5
영업이익	205.2	425.2	514.0	735.6
영업이익률	27.1	41.7	44.3	51.0
EBITDA	240.6	463.2	555.0	776.9
(지배지분)순이익	158.6	329.3	404.8	581.0
EPS	7,245	15,017	18,459	26,496
PER	34.3	13.6	11.0	7.7
PBR	4.8	3.1	2.5	1.9
EV/EBITDA	19.9	7.5	5.5	3.2
ROE	14.8	25.5	24.8	27.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
총매출액	**757**	**1,019**	**1,160**	**1,443**
증감률 (%)	*0.4*	*34.7*	*13.8*	*24.4*
매출원가	**220**	**224**	**241**	**260**
매출총이익	**536**	**794**	**919**	**1,183**
Gross 마진 (%)	*70.9*	*78.0*	*79.2*	*82.0*
판매비와 일반관리비	331	369	405	447
영업이익 (GP-SG&A)	**205**	**425**	**514**	**736**
증감률 (%)	*35.7*	*107.2*	*20.9*	*43.1*
OP 마진 (%)	*27.1*	*41.7*	*44.3*	*51.0*
EBITDA	**241**	**463**	**555**	**777**
영업외손익	**11**	**18**	**31**	**47**
금융수익(비용)	16	26	37	52
기타영업외손익	-10	-10	-8	-7
종속 및 관계기업관련손익	4	2	2	3
세전계속사업이익	**216**	**443**	**545**	**783**
법인세비용	**58**	**111**	**136**	**196**
계속사업이익	159	333	409	587
당기순이익	**159**	**333**	**409**	**587**
증감률 (%)	*3.3*	*109.6*	*22.9*	*43.5*
Net 마진 (%)	*21.0*	*32.6*	*35.3*	*40.7*
지배주주지분 순이익	159	329	405	581
비지배주주지분 순이익	0	3	4	6
기타포괄이익	-11	0	0	0
총포괄이익	148	333	409	587

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	34.3	13.6	11.0	7.7
PER (High,X)	34.5	16.8	13.7	9.5
PER (Low,X)	17.3	12.4	10.1	7.0
PBR (X)	4.8	3.1	2.5	1.9
PBR (High,X)	4.8	3.8	3.1	2.4
PBR (Low,X)	2.4	2.8	2.2	1.7
PCR (X)	21.1	9.8	8.1	5.8
PSR (X)	7.2	4.4	3.8	3.1
PEG (X)	0.6	0.6	0.6	1.1
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.6	0.6	0.6	1.6
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.7	0.7	0.7	1.6
EV/EBITDA (X)	19.9	7.5	5.5	3.2
EV/EBIT (X)	23.3	8.2	6.0	3.4
Enterprise Value	4,789	3,485	3,060	2,512
EPS CAGR (3년) (%)	54.1	23.4	19.0	6.9
EBITPS CAGR (3년) (%)	53.0	21.8	17.5	4.9
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	47.8	20.5	16.4	4.8
주당EBIT (W)	9,367	19,390	23,440	33,543
주당EBITDA (W)	10,983	21,126	25,311	35,430
EPS (W)	7,245	15,017	18,459	26,496
BPS (W)	52,076	65,875	82,787	106,917
CFPS (W)	11,778	20,788	25,042	35,205
SPS (W)	34,533	46,466	52,893	65,781
DPS (W)	600	1,300	1,700	2,600

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	**236**	**342**	**487**	**611**
당기순이익	159	333	409	587
+ 유/무형자산상각비	35	38	41	41
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-4	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	258	456	549	772
- 운전자본의증가(감소)	-16	-29	37	-17
투자활동 현금흐름	**-214**	**132**	**-130**	**-25**
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-102	-10	-11	-12
+ 투자자산의매각(취득)	-1	3	-10	0
Free Cash Flow	135	332	476	599
Net Cash Flow	23	474	357	586
재무활동현금흐름	**-17**	**-12**	**-25**	**-34**
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	-18	-12	-25	-34
현금의증가	0	462	332	552
기말현금 및 현금성자산	123	585	917	1,469
기말 순부채(순현금)	-675	-998	-1,428	-1,982

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	7.0	16.7	16.5	19.7
Residual Income	75.3	215.5	261.4	398.0
12M RIM Target Price (W)	312,361			
EVA				
투하자본	237.7	219.8	169.1	150.2
세후영업이익	141.1	318.9	385.5	551.7
투하자본이익률 (%)	45.4	139.4	198.3	345.5
투하자본이익률 - WACC (%)	38.6	131.6	190.9	338.0
EVA	91.8	289.3	322.9	507.7
DCF				
EBIT	205.2	425.2	514.0	735.6
+ 유/무형자산상각비	35	38	41	41
- CAPEX	-101.6	-10.0	-11.0	-12.1
- 운전자본증가(감소)	28.7	-10.1	31.1	0.7
Free Cash Flow for Firm	55.7	357.1	384.4	580.3
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.0	2.7	2.8	2.8
자기자본비용 (COE)	7.8	8.8	8.3	8.3
WACC(%)	6.8	7.8	7.4	7.5

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

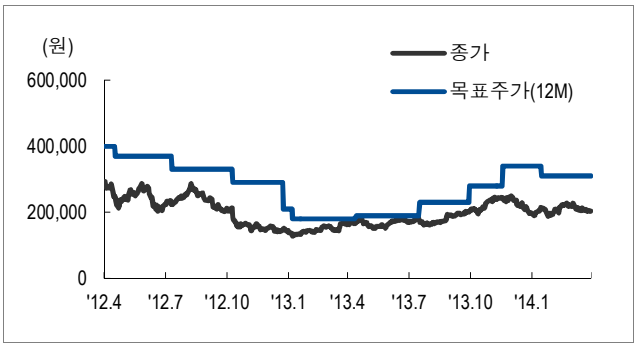
(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	123	585	917	1,469
매출채권	81	76	94	94
유동자산	**786**	**1,101**	**1,555**	**2,110**
유형자산	248	227	204	184
투자자산	45	41	51	51
비유동자산	**694**	**663**	**653**	**635**
자산총계	**1,480**	**1,764**	**2,208**	**2,745**
단기성부채	3	3	4	4
매입채무	8	7	9	9
유동부채	**252**	**234**	**289**	**291**
장기성부채	5	5	5	5
장기충당부채	51	47	59	59
비유동부채	**69**	**64**	**78**	**79**
부채총계	**321**	**298**	**368**	**369**
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	221	221	221	221
이익잉여금	1,017	1,320	1,691	2,220
비지배주주지분	18	21	25	31
자본총계	**1,159**	**1,465**	**1,840**	**2,375**

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	14.8	25.5	24.8	27.9
총자산이익률 (ROA) (%)	11.4	20.5	20.6	23.7
투하자본이익률 (ROIC) (%)	45.4	139.4	198.3	345.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	20.8	31.6	30.2	32.7
EBITDA/ 총자산 (%)	16.3	26.3	25.1	28.3
배당수익률 (%)	0.2	0.6	0.8	1.3
배당성향 (%)	7.5	7.9	8.4	8.9
총현금배당금 (십억원)	12	26	34	52
보통주 주당현금배당금(W)	600	1,300	1,700	2,600
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-58.2	-68.1	-77.6	-83.4
총부채/ 자기자본 (%)	27.7	20.3	20.0	15.5
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	636.0	6,428.8	7,215.2	9,314.7
유동비율 (%)	311.9	470.8	537.5	726.1
당좌비율 (%)	311.5	470.5	537.1	725.7
총발행주식수 (mn)	22	22	22	22
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	248,500	203,500	203,500	203,500
시가총액 (십억원)	5,446	4,463	4,463	4,463

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
엔씨소프트	036570.KS	2014.02.14	Buy	310,000원(12개월)
		2013.12.18	Buy	340,000원(12개월)
		2013.10.29	Buy	280,000원(12개월)
		2013.08.16	Buy	230,000원(12개월)
		2013.05.13	Buy	190,000원(12개월)
		2013.02.05	Buy	180,000원(12개월)
		2013.01.23	Buy	210,000원(12개월)
		2012.11.06	Buy	290,000원(12개월)
		2012.08.07	Buy	330,000원(12개월)
		2012.05.16	Buy	370,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings)

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
   - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : 0% ~ 15%
   - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "엔씨소프트"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.