***이트레이드증권** 2011 09 08

엔씨소프트

036570 / 매수



Internet(Online Game) 수석연구원 성종화 jhsung@etrade.co.kr 02 3779 8807

매수	(유지)
목표주가(12M)	440,000원
현재주가 ('11/09/07)	332,500원
업종투자의견	

Stock Data

KOSPI ('11/09/07)	1,833.46
시가총액	7,261십억원
발행주식수	21,838천주
액면가	500원
52주 최고가/최저가	357,000 / 189,000원
60일 일평균거래대금	50십억원
외국인 지분율	29.4%
배당수익률 ('10.12)	0.2%
주주구성	
김택진 외 10	25.4%
엔씨소프트 자사주	9.3%

Company Performance

상대수익률	1개월	10.7%
	6개월	50.9%
	12개월	45.1%

Company vs Composite



탐방보고(3Q Preview): 신작 Good, 적극매수

- •매수 유지, 목표주가 44만원 유지
- 블소, 길드워2 등 핵심 신작 반응 호조, 국내외 상용화 일정 줄줄이 대기
- ·목표가 44만원이나 적정가 50만원 이상도 가능. 적극매수 권고

3Q 영업실적 (-) QoQ 예상되나, 우려사항도 아니고 핵심포인트도 아님

1) 3Q 매출, OP QoQ 각각 -4.8%, -12.4% 전망. 2) 매출 (-) QoQ는 리니지1, 국내부문 부분유료화 이벤트 축소에 따른 것으로서 예상되었던 것일 뿐 갑자기 부각된 우려사항 아님. 3) 동사는 블소, 길드워2 등 핵심 신작 상용화 전까지는 리니지1 국내부문 부분유료화 이벤트 강도 조절을 통한 유연한 실적흐름 이어가는 전략. 즉, 비수기 타 게임 부진할 때는 리니지1 부분유료화 이벤트 강도 높이고, 성수기 타 게임 호전될 때는 리니지1 부분유료화 이벤트 강도 축소. 2Q 리니지1 부분유료화 이벤트 강도 워낙 컸기 때문에 3Q 강도 축소는 예상된 수순. 참고로 2Q 리니지1 국내부문 부분유료화 일수는 2주일 + 5일이었으나 3Q는 추석연휴 후 1-2주 예상. 4) 3Q 영업실적 (-) QoQ는 근본적으로 동사 핵심투자포인트도 아님. 동사 핵심포인트는 블소, 길드워2 등 신작 모멘텀

블레이드앤소울 2차 CBT 반응 폭발적 호조

1) 블소 2차 CBT 진행 중(8/29 ~ 9/10). 2) 서버 5대. 대당 5,000 ~ 7,000명 가용 인원 및 대부분 서버 Full 감안 시 동접 3만명 내외, 인원 기준 5만명 이상 추산. 이는 1차 CBT 인원 1만명(1차 CBT 기준 역대 최고. 참고로 아이온 1차 CBT 인원 4,000명) 초과하는 수준으로서 거의 OBT에 준하는 규모의 CBT. 3) 참가자 반응 폭발적 호조. 쉽고 간편하고 친절한 게임구조(초보자 접근성 강화) + Grinding 최소화, 콤보 키보드 활용한 액션 등으로 지루하지 않고 재미 있으며 몰입도 높음

길드워2 게임즈컴, 팍스 오픈. 반응 폭발적 호조

1) 8월 독일 쾰른 게임즈컴, 미국 시애틀 팍스 등 유럽, 북미 주요 게임쇼 길드워2 오픈. 2) 반응 폭발적 호조(길드워2 부스 관람객 가장 많이 몰림). 관람객 및 웹진 기자 호평 (우수한 스토리 구조, 다이내믹 시스템 등 북미/유럽 게이머에 적합한 게임성 + Grinding 최소화 + 액션 우수, 그래픽 우수)

목표가 44만원 유지. 매수 유지. 적정가는 50만원 이상도 가능

1) 목표가 44만원은 해외 주요 업체 목표 PER 평균 대비 7% DC 적용한 것. 2) 동사는 강력한 신작모멘텀 바탕으로 세계 게임업체 중 최고의 PER 프리미엄 가능. 해외 주요 업체 목표 PER 평균 대비 프리미엄 부가 시 적정가 50만원 이상도 가능

주요 신작 국내외 상용화 일정 줄줄이 대기. 불안한 장의 최고의 대안주. 적 극매수 권고

1) 올해말 또는 내년초 블소 국내 상용화 \rightarrow 내년 상반기 블소 일본/대만 상용화 \rightarrow 내년 중반 길드워2 북미/유럽 상용화 \rightarrow 내년 하반기 블소 중국 및 북미/유럽 상용화 \rightarrow 2013 년 이후 와일드스타 북미/유럽 상용화 등 핵심 신작 상용화 일정 촘촘히 대기. 2) 불안한 시장의 최고의 대안주. 35만원 Under에선 적극매수 권고

1

Valuation Summary (K-IFRS Consolidation)											
	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(明)	(배)	(刊)	(%)
2010	656	177	198	147	6,756		199	30.9	19.8	5.9	22.0
2011F	639	158	182	138	6,333	-6.3	186	52.5	35.2	8.1	16.6
2012F	937	410	438	327	14,978	136.5	441	22.2	14.2	5.9	30.8
2013F	1,196	623	659	491	22,504	50.3	659	14.8	8.8	4.3	33.6
2014F	1,231	621	666	496	22,719	1.0	660	14.6	8.1	3.3	25.6

자료: 이트레이드증권 리서치센터

[도표 1] 분기 실적 전망 (K-IFRS Consolidation)

(십억원, %)

	1010	2010	2010	4010	1011	2011	20115	40115	10125	20125	20125	40125	10135	20125		4 <u>원, %)</u>
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11		3Q11F									
매출액	170	168	157	160	155	167	159	158	209	217	233	279	296	277	309	314
리니지 1	48	52	41	42	39	66	55	55	54	57	56	57	56	58	57	57
리니지 2	31	31	30	31	31	24	25	24	25	25	25	25	25	25	25	25
아이온	72	62	63	65	61	54	56	55	56	55	56	55	56	55	56	55
블레이드앤소울	0	0	0	0	0	0	0	0	49	57	57	89	109	104	107	112
COH/V	3	3	6	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
길드워 1	2	5	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
길드워 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15	29	26	11	30	21
와일드스타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9	17
기타	4	3	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
로열티	10	12	13	14	16	14	15	15	16	15	16	16	17	16	17	17
영업비용	97	105	110	121	115	117	122	124	126	131	136	139	140	142	147	149
인건비	57	60	62	68	69	69	70	71	73	74	75	76	78	79	80	81
매출변동비	10	10	8	9	9	10	9	10	11	14	13	15	15	15	16	16
광고선전비	2	2	6	5	3	4	7	5	4	4	7	5	4	4	7	5
유무형자산상각비	5	5	6	6	7	7	7	7	8	8	8	8	9	9	9	9
기타	24	28	27	32	27	28	28	30	31	32	32	34	35	36	36	37
기타차익	2	4	4	4	3	4	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3
기타차손	5	37	2	16	3	11	1	1	3	1	2	2	3	1	2	2
영업이익	70	30	49	28	41	43	38	36	83	87	99	141	157	137	163	166
영업이익률	41.2	17.6	31.4	17.3	26.2	26.1	24.0	22.5	39.7	40.0	42.4	50.6	53.0	49.3	52.8	52.9
영업외손익	5	5	6	6	6	6	6	6	7	7	7	8	8	9	9	10
이자손익	5	5	6	6	6	6	6	6	7	7	7	8	8	9	9	10
세전이익	75	35	55	34	47	49	44	42	90	94	106	149	165	146	173	176
세전이익률	44.0	20.6	35.0	20.9	30.0	29.6	27.8	26.5	42.9	43.2	45.5	53.5	55.8	52.5	55.8	56.1
법인세비용	19	10	15	6	12	10	11	10	23	24	27	38	42	37	44	45
법인세유효세율	25.7	29.3	28.1	17.7	26.0	20.9	25.0	25.0	25.4	25.4	25.4	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
순이익	56	25	39	28	35	39	33	31	67	70	79	111	123	109	128	131
순이익률	32.7	14.6	25.1	17.2	22.2	23.4	20.9	19.9	32.0	32.3	34.0	39.8	41.5	39.1	41.6	41.8
EBITDA	75	35	56	34	48	50	45	43	91	95	107	149	165	146	172	175
EBITDA Margin	44.1	20.6	35.4	21.3	30.7	30.1	28.4	27.2	43.3	43.6	45.9	53.7	55.8	52.5	55.7	55.9
QoQ(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
매출액		-1.1	-6.7	2.2	-3.1	7.3	-4.8	-0.2	32.0	3.7	7.5	19.5	6.4	-6.4	11.4	1.5
영업이익		-57.9	67.1	-43.9	46.9	6.8	-12.4	-6.4	132.7	4.5	13.9	42.7	11.2	-12.8	19.2	1.8
세전이익		-53.7	58.3	-38.9	39.2	5.8	-10.6	-5.1	113.8	4.6	13.3	40.3	11.0	-11.9	18.4	2.0
순이익		-56.0	61.0	-30.1	25.2	13.1	-15.3	-5.1	112.6	4.6	13.2	40.1	11.0	-11.8	18.3	2.0
EBITDA		-53.7	60.1	-38.5	40.0	4.9	-10.1	-4.4	110.3	4.4	13.1	39.8	10.7	-12.0	18.2	1.9
YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11			-					2Q13F		
매출액					-8.6	-0.9	1.1	-1.3	34.4	29.9	46.9	75.9	41.8	28.0	32.5	12.6
영업이익					-41.9	47.2	-22.8	28.7	103.9	99.5	159.4	295.5	89.0	57.7	65.0	17.7
세전이익					-37.7	42.4	-19.6	24.9	91.8	89.6	140.3	255.3	84.5	55.5	62.5	18.1
순이익					-38.0	59.4	-16.1	13.9	93.5	78.8	139.1	252.7	84.1	55.3	62.2	18.1
EBITDA					-36.3	44.6	-18.9	26.1	89.5	88.5	137.2	247.1	82.7	54.0	61.0	17.3
EDITOR	1	l	l		50.5	-17.0	10.9	20.1	00.0	1 00.5	1 137.2	L 2-17.1	02.7	J-1.0	01.0	17.5

- ▶ 3Q11 실적 Preview (K-IFRS Consolidation 기준)
 - ▷ 매출, 영업이익 1,587 억원, 381 억원으로서 전분기 대비 각각 4.8%, 12.4% 감소 전망
 - 나머지 게임 성수기 효과로 전분기 대비 소폭 증가하나 리니지 1, 국내부문 부분유료화 이벤트 축소로 전분기 대비 대폭 감소 전망 (리니지 2 매출 QoQ 4.6% 추정 : 성수기 효과 + 파멸의여신 업데이트 효과 일부)

(아이온 매출 QoQ 2.9% 추정 : 성수기 효과)

- (리니지 1 매출 QoQ -17.6% 추정 : 3Q11 부분유료화 이벤트 추석 이후 1-2 주 정도 예상. 전분기는 2 주 + 5 일)
- ight
 angle 리니지 1 국내 부분유료화 이벤트 강도조절에 따른 3Q11 영업실적 (-) QoQ 는 예상된 수순. 핵심포인트 아님
- ▶ 12 1Q 이후 실적 폭증 전망. 핵심포인트는 신작모멘텀(주요 신작 국내외 연간 Fully 반영되는 시점은 2013 년부터)
 ▷ 불소 국내시장 상용화 일정: 11 년말 또는 12 년초. 당사에선 12 년초 가정 → 12 1Q 실적 QoQ 기준 급증 전망
 - ▷ 블소 해외시장 상용화 일정 : 1H12 일본/대만, 2H12 중국 및 북미/유럽. 당사에선 일본/대만 2Q12, 중국 및 북미/유럽 4Q12 가정
 - ▷ 길드워 2 북미/유럽 상용화 일정 : 12 년 중반경. 당사에선 3Q12 상용화 가정
 - ▷ 와일드스타 북미/유럽 상용화 일정 : 13 년 이후. 당사에선 3Q13 상용화 가정

자료: 엔씨소프트, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 2] 연간 실적 전망 (K-IFRS Consolidation)

(십억원, 원,%)

	2010	2011F	2012F	2013F	(십억원, 원, %) 2014F
매출액	656	639	937	1,196	1,231
리니지 1	183	215	224	228	232
리니지 2	123	104	99	100	100
아이온	262	227	222	222	222
블레이드앤소울	0	0	252	432	424
COH/V	16	11	11	10	10
길드워 1	13	9	9	9	8
길드워 2	0	0	44	89	98
와일드스타	0	0	0	27	53
기타	12	13	13	13	14
로열티	48	61	63	67	70
영업비용	433	478	532	578	614
인건비	247	279	298	318	337
매출변동비	37	38	53	61	62
광고선전비	15	19	20	20	21
유무형자산상각비	23	28	32	36	39
기타	112	113	129	143	156
기타차익	14	12	11	12	13
기타차손	60	16	7	8	8
영업이익	177	158	410	623	621
영업이익률	27.0	24.7	43.7	52.1	50.5
영업외손익	21	24	29	37	44
이자손익	21	24	29	37	44
세전이익	198	182	438	659	666
세전이익률	30.2	28.5	46.8	55.1	54.1
법인세비용	51	44	112	168	170
법인세유효세율	25.6	24.2	25.4	25.5	25.5
순이익	147	138	327	491	496
순이익률	22.5	21.6	34.9	41.1	40.3
EBITDA	199	186	441	659	660
EBITDA Margin	30.4	29.1	47.1	55.0	53.7
EPS	6,756	6,333	14,978	22,504	22,719
YoY(%)	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
매출액		-2.5	46.6	27.6	2.9
영업이익		-10.6	159.3	52.0	-0.3
세전이익		-8.0	140.6	50.4	0.9
순이익		-6.2	136.5	50.3	1.0
EBITDA		-6.7	137.2	49.2	0.3
EPS		-6.3	136.5	50.3	1.0

- ▶ 2012 년 실적 대폭 개선 전망 (블소 국내 연간 Fully + 길드워 2 3Q12 이후 수치)

 - ▷ 블소 국내 연간 Fully + 길드워 2 3Q12 이후 수치 반영
 - 블소, 유료화후 매출흐름 아이온 135% 이상 반영
 - (국내 12 년 1월, 일본/대만 2Q12, 중국 및 북미/유럽 4Q12 상용화 가정)
 - 길드워 2, 유료화 후 전작 길드워 1 매출흐름의 160% 이상 반영 (길드워 1보다 게임성 우수 + 길드워 1은 박스판매였으나 길드워 2는 박스판매 + 상시 아이템 판매)
 - (3Q12 북미/유럽 유료화 가정)
- ▶ 2013 년 실적 대폭 개선 지속 전망 (블소 국내외 연간 Fully + 길드워 2 연간 Fully + 와일드스타 3Q13 이후)
 - ▷ 2013 년 매출, OP, EPS YoY 각각 28%, 52%, 50% 추정
 - ight
 angle 2013 년 실적이 밸류에이션 측면 기준실적으로서 합당 (블소, 길드워 2 국내외 연간 Fully 반영)
 - 2011 년은 아레나넷 연간 300 억원 순손실이나 2013 년부터는 대규모 흑자전환 전망
 - 와일드스타 13년 이후 상용화 예정. 당사 3Q13 상용화 가정. 회사측 길드워 2 수준 목표이나 당사에선 길드워 2의 60% 수준 추정

자료: 엔씨소프트, 이트레이드증권 리서치센터

[F # 3] 주	요 시잔 혀	황, 일정, 추정 로직
<u>게임</u> 블레이드앤 소울	국내시장	내용 ▶ 거의 OBT에 준하는 규모의 대규모 CBT
	해외시장	 ▷ 12 년 1월 상용화 가정 ▷ 상용화 후 매출흐름, 아이온 상용화 후 매출흐름 135% ~ 145% 가정 ▶ 상용화 일정 ▷ 일본시장: 12 년 상반기 상용화 예정 ▷ 중국, 북미/유럽 시장: 12 년 하반기 상용화 예정 ▶ 당사 매출 추정 근거 ▷ 일본시장: 12 2Q 상용화 가정 ▷ 일본시장: 12 2Q 상용화 가정 ▷ 중국, 북미/유럽 시장: 12 4Q 상용화 가정 ▷ 일본, 중국, 북미/유럽 시장 모두 유료화 후 매출흐름, 아이온 각 지역별 유료화 후 매출흐름의 170% 가정 - 중국: 텐센트와 퍼블리싱 계약. 계약조건 아이온(계약금 3,000 천만불, Running Royalty 25-30%) 능가 - 기본적으로 아이온보다 우수한 게임성 - 아이온 해외진출을 통한 해외영업 노하우 축적(시행착오 통한) (중국의 경우 아이온에 비해 국내시장 상용화 시기와 충분한 시차를 두고 컨텐츠 준비, 현지화 작업 진행)
길드워 2	북미/유럽 시장	 ▶ 8월 독일 쾰른 게임즈컴, 미국 시애틀 팍스에서 반응 매우 호조 ▷ 길드워 2 부스에 관람객 가장 많이 몰림 ▷ 웹진 기자들 호평 - 북미/유럽 게이머에 적합한 게임성(스토리 우수, 환경 유동적 변경 시스템인 다이내믹 시스템 등 호평) - Grinding 최소화 - 액션 우수, 그래픽 우수 ▶ 11/11 부산 G 스타에도 선보일 예정 ▶ 과금 방식: 박스 판매 + 상시 아이템 판매 (월정액 안함) ▶ 일정: 연내 CBT, 12 년 중반경 북미/유럽 상용화 예정 ▶ 당사 매출 추정 근거 ▷ 3Q12 상용화 가정 ▷ 유료화 후 매출흐름, 전작 길드워 1 유료화 후 매출흐름의 160 ~ 190% - 보다 개선된 게임성 + 박스 판매 외 상시 아이템 판매 추가된 과금방식
와일드스타	북미/유럽 시장	▶ 미국 카바인스튜디오(자회사가 아니라 자체 사업부) 개발. 개발비 400 억원 이상 ▶ 특징 ▷ 미국 만화 분위기(우주 다니며 행성 정복하는 등의 내용) ▷ 저연령대 겨냥한 MMORPG(12 세 이상 이용가) ▶ 8월 게임즈컴, 팍스에 시험버전 오픈. 반응 호조 ▶ 일정 : 2013 년 이후 출시 ▶ 당사 매출 추정 근거 ▷ 3Q13 상용화 가정 ▷ 회사측 목표는 길드워 2 수준. 당사에선 유료화 후 매출흐름, 길드워 2 유료화 후 매출흐름의 60% 가정

자료: 이트레이드증권 리서치센터

[도표 4] 기타 내용 정리									
이슈	평가								
	▶ 블레이드앤소울, 디아블로 3 출시 일정 겹치나 상호 경쟁에 의한 시장 분산 영향 거의 없을 전망								
블레이드앤소울 vs 디아블로 3	▷ 블레이드앤소울, 올해말 또는 내년초 국내시장 상용화 예정								
	▷ 디아블로 3 연내 국내시장 상용화 예정								
	▷ 장르가 달라(디아블로 3 는 MMORPG 가 아니라 전략시뮬레이션) 경쟁관계 형성되지 않을 전망								
	- 장르가 다르면 User 층이 다름								
	▶ 블레이드앤소울, 길드워 2 콘솔 버전 개발 중								
	▷ 길드워 2 : 온라인 버전 상용화 후 6개월 ~ 1년 뒤 콘솔 버전 상용화 예상								
블레이드앤소울, 길드워 2 콘솔 버전	▷ 블레이드앤소울 : 길드워 2 보다는 콘솔 버전 개발 단계 더딘 상태								
	▷ 콘솔 버전 매출 효과 예측하기 어려우나 상당수준 매출 기여 가능 전망								
	▷ 향후 온라인 외 콘솔까지 아우르는 종합 게임 업체로 발돋움 예상								
리니지 1, 리니지 2 텐센트 통한	▶ 리니지 1, 리니지 2 아직 미정이나 빠르면 내년 상반기 텐센트 통한 중국시장 Republishing 가능 전망								
중국시장 Republishing	▷ 리니지 1, 리니지 2 중국 Republishing 일정은 블소 중국 상용화 일정보단 빠를 듯								

자료: 이트레이드증권 리서치센터

[도표	5]	Valuation	Table	(K-IFRS	Consolidation)
-----	----	-----------	-------	---------	----------------

			(USD, KRW, JPY, 배)
	2013F EPS	2013F EPS 대비 PER	목표주가
SHANDA	2.473	15.6	38.5
EA	1.157	22.6	26.2
ACTIVISION BLIZZARD	1.015	14.6	14.8
NINTENDO	553	28.1	15,572
TENCENTENT	9.868	24.2	238.6
해외 주요 업체 평균		21.0	
엔씨소프트			
종전	22,132	19.9	440,000
신규	22,504	19.6	440,000
해외 주요 업체 대비 Premium or DC		-7%	
종전 대비 변경률	2%	-2%	0%

- ▶ Globally 포털주 대비 게임주 PER 40% Premium 상태. 합리적 평가라 판단됨
 - ▷ 포털주 대비 게임주 PER 40% 프리미엄은 현재가는 물론 목표가 기준으로도 마찬가지
 - ▷ 이는 포털주가 트래픽 성숙기, 성장둔화 국면임에 반해, 게임주는 주기적 신작 스케줄에 따른 계단식 성장 패턴이기 때문
 - 특히, 개발 스케줄을 Leading 하는 개발사가 퍼블리셔보다 PER 프리미엄을 받는 것도 합리적
 - 대작급 신작모멘텀 확보하고 있는 업체가 PER 프리미엄 받는 것은 당연
- ▶ 동사 목표주가 산출 시 적용한 13F EPS 대비 PER 19.6 배는 해외 주요 업체 목표 PER 평균 대비 7% DC. 매우 보수적 관점
 - ▷ 블소, 길드워 2 국내외 연간 Fully 반영되는 2013 년 EPS 전망치 기준 밸류에이션 바람직
 - ▷ 동사는 게임주 Global Peer 중 최고의 PER 프리미엄을 적용받을 만한 모든 요소 갖추고 있음
 - 온라인게임 개발사. MMORPG 세계 최강자. 콘솔 버전 개발도 진행중
 - 국내는 물론 북미, 유럽, 중국, 일본, 동남아 등 Global Network(마케팅 채널은 물론 해외 현지 개발 Post 까지) 구축
 - 세계 게임업체 중 가장 강력한 신작모멘텀 보유(블소, 길드워 2)
 - ▷ 세계 최고의 PER 프리미엄이 가능한 상황에서 해외 주요 게임 업체 평균 목표 PER 대비 7% DC 적용한 것은 매우 보수적 관점
- ▶ 공격적 Multple 적용 시 적정가 50만원 이상도 가능
 - ight
 angle TP 44 만원은 해외 주요 업체 목표 PER 평균 대비 7% DC 적용한 것
 - ▷ 해외 주요 업체 목표 PER 평균 적용 시 적정가 47 만원
 - ▷ 해외 주요 업체 목표 PER 평균 대비 프리미엄 적용 시(사실상 최고 PER 프리미엄 가능) 적정가 50만원 이상도 가능

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 추정 재무제표 _ K-IFRS Consolidation _ 2010년 현금흐름표는 당사 환산

전	: 십억원) 2014F 1,231 614 337 62
자산총계 1,017 1,134 1,495 2,000 2,476 대출액 656 639 937 1,196 유동자산 716 819 1,143 1,616 2,068 영업비용 433 478 532 578 현금및현금성자산 65 68 90 160 254 인건비 247 279 298 318 단기금융상품 531 634 897 1,269 1,623 대출변동비 37 38 53 61 대출채권및기타채권 87 85 109 127 130 광고선전비 15 19 20 20 비유동자산 301 315 352 384 408 유무형자산상각비 23 28 32 36 유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 무형자산 10 33 37 41 44 71타차익 14 12 11 12 12 투자자산 43 34 42 51 61 71타차익 50 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익 177 158 410 623 대출사무및기타채무 18 24 33 40 41 등수익 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 전수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 대집비용및법인세 66 56 66 74 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 0 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	1,231 614 337
유동자산 716 819 1,143 1,616 2,068 영업비용 433 478 532 578 현금및현금성자산 65 68 90 160 254 인건비 247 279 298 318 단기금융상품 531 634 897 1,269 1,623 매출변동비 37 38 53 61 매출채권및기타채권 87 85 109 127 130 광고선전비 15 19 20 20 10유동자산 301 315 352 384 408 유무형자산상각비 23 28 32 36 유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 129 무형자산 10 33 37 41 44 기타자익 14 12 11 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 기타차손 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 대업채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 74 금융비용 1 00 0 0 1 1 1 0 0 0 0 1 1 1 1 0 0 0 0	614 337
현금및현금성자산 65 68 90 160 254 인건비 247 279 298 318 단기금융상품 531 634 897 1,269 1,623 매출변동비 37 38 53 61 매출채권및기타채권 87 85 109 127 130 광고선전비 15 19 20 20 비유동자산 301 315 352 384 408 유무형자산상각비 23 28 32 36 유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 무형자산 10 33 37 41 44 71타차의 14 12 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 71타차은 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 메입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	337
단기금융상품 531 634 897 1,269 1,623 매출변동비 37 38 53 61 대출채권및기타채권 87 85 109 127 130 광고선전비 15 19 20 20 10 비유동자산 301 315 352 384 408 유무형자산상각비 23 28 32 36 유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 무형자산 10 33 37 41 44 71타차익 14 12 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 71타차손 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 대입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 1 1 1 0 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	
매출채권및기타채권 87 85 109 127 130 광고선전비 15 19 20 20 10 10 10 15 19 301 315 352 384 408 유무형자산상각비 23 28 32 36 유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 129 무형자산 10 33 37 41 44 71타차익 14 12 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 71타차손 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 14 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 매입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 10 11 10 10 10 10 10 11 10 10	62
비유동자산 301 315 352 384 408 유무형자산상각비 23 28 32 36 유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 무형자산 10 33 37 41 44 기타차익 14 12 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 기타차손 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 메입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659	
유형자산 198 214 229 241 251 기타 112 113 129 143 무형자산 10 33 37 41 44 기타차익 14 12 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 기타차손 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 메입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 0 1 이 1 이 1 이 1 이 1 이 1 이 1 이	21
무형자산 10 33 37 41 44 기타차익 14 12 11 12 투자자산 43 34 42 51 61 기타차은 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영압이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영압이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 대입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 1 이 이 이 이 이 이 이 이 이 이 이 이 이 이	39
투자자산 43 34 42 51 61 기타차손 60 16 7 8 부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 메입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 <th< td=""><td>156</td></th<>	156
부채총계 253 235 273 301 307 영업이익 177 158 410 623 유동부채 177 159 193 218 221 영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1% 메입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 M전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	13
유동부채 177 159 193 218 221 <u>영업이익률 27.0% 24.7% 43.7% 52.1%</u> 매입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 M전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	8
매입채무및기타채무 18 24 33 40 41 금융수익 22 25 29 37 선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 M전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	621
선수금 85 64 76 84 85 이자수익 22 25 29 37 미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 4 세전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	50.5%
미지급비용및법인세 66 56 66 74 74 금융비용 1 0 0 0 0 비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 0 토되직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 4 세전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	44
비유동부채 76 76 80 83 86 이자비용 1 0 0 0 퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 4 세전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	44
퇴직급여충당부채 24 27 29 31 33 세전이익 198 182 438 659 기타충당부채 34 34 34 34 4 세전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	0
기타충당부채 34 34 34 34 34 34 34 35 세전이익률 30.2% 28.5% 46.8% 55.1%	0
	666
자본총계 764 899 1,222 1,699 2,168 법인세비용 51 44 112 168	54.1%
	170
자본금 11 11 11 11 법인세유효세율 25.6% 24.2% 25.4% 25.5%	25.5%
자본잉여금 212 214 214 214 214 순이익 147 138 327 491	496
자본조정,기타포괄손익 -102 -100 -100 -100 _ 순이익률 22.5% 21.6% 34.9% 41.1%	40.3%
이익잉여금 630 758 1,075 1,544 2,005 EBITDA 199 186 441 659	660
비지배회사지분 14 16 22 30 38 EBITDA Margin 30.4% 29.1% 47.1% 55.0%	53.7%
<u></u> 부채및자본총계 1,017 1,134 1,495 2,000 2,476 NOPLAT 131 119 302 461	462

현금흐름표						주요 투자지표					
				(단위	: 십억원)						
	2010	2011F	2012F	2013F	2014F		2010	2011F	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	228	153	351	522	539	Per Share Data(원)					
영업에서 창출된 현금	261	176	440	662	675	EPS	6,756	6,333	14,978	22,504	22,719
당기순이익	147	138	327	491	496	BPS	35,048	41,189	55,986	77,828	99,353
조정사항	80	66	129	180	177	Growth(%)					
유무형자산상각비	33	28	32	36	39	매출액 증가율		-2.5	46.6	27.6	2.9
법인세비용	51	44	112	168	170	영업이익 증가율		-10.6	159.3	52.0	-0.3
이자손익	-21	-24	-29	-37	-44	순이익 증가율		-6.2	136.5	50.3	1.0
기타	18	18	15	13	13	EPS 증가율		-6.3	136.5	50.3	1.0
자산,부채 증감	33	-28	-16	-10	2	EBITDA 증가율		-6.7	137.2	49.2	0.3
법인세, 이자, 배당금 등	-33	-23	-89	-140	-136	Profitability(%)					
투자활동 현금흐름	-244	-139	-322	-431	-410	영업이익률	27.0	24.7	43.7	52.1	50.5
단기금융상품 증감	-142	-102	-263	-372	-354	순이익률	22.5	21.6	34.9	41.1	40.3
유형자산 증감	-46	-36	-38	-37	-38	EBITDA Margin	30.4	29.1	47.1	55.0	53.7
무형자산 증감	-14	-32	-13	-14	-14	ROA	15.7	12.9	24.9	28.1	22.2
투자자산 증감	-42	31	-9	-8	-4	ROE	22.0	16.6	30.8	33.6	25.6
재무활동 현금흐름	-1	-11	-7	-21	-34	ROIC	17.2	13.7	25.5	27.8	21.8
사채, 장단기차입금 증감	-1	-4	0	0	0	Others(십억원, 배, %)					
자기주식 증감	0	1	0	0	0	순차입금	-592	-702	-986	-1,429	-1,877
주식매수선택권행사	9	4	3	2	0	이자보상배율(배)	320.0	414.3	무이자	무이자	무이자
배당금 지급	-10	-12	-10	-23	-34	차입금/자본총계	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산 등 현금흐름	2	0	0	0	0	Valuation(배)					
총현금흐름	-16	3	22	70	94	PER	30.9	52.5	22.2	14.8	14.6
기초 현금및현금성자산	81	65	68	90	160	PBR	5.9	8.1	5.9	4.3	3.3
기말 현금및현금성자산	65	68	90	160	254	EV/EBITDA	19.8	35.2	14.2	8.8	8.1
77 NEWSETS 314											

자료: 이트레이드증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변경내역				
종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	
엔씨소프트(036570)	2011.05.09	매수	340,000원	
	2011.05.16	매수	340,000원	
	2011.05.18	매수	340,000원	
	2011.06.28	매수	370,000원	
	2011.08.18	매수	440,000원	
	2011.09.08	매수	440,000원	



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화). 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다. 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구시궁합 곳 작용 기군		
<u>구분</u>	<u>투자등급</u>	<u>적용기준(향후12개월)</u>
Sector(업종)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7%이상 하락 예상
Report(기업)	BUY (매수)	추정 적정주가 10% 이상 상승 예상
	HOLD (중립)	추정 적정주가 -10%~10% 수익률 예상
	SELL(매도)	추정 적정주가 10% 이상 하락 예상