

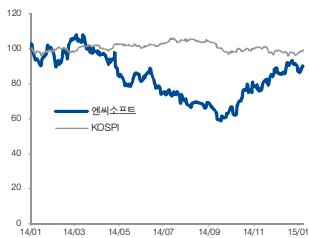
넥슨의 경영참가, 향후 진행상황이 관건

현재주가 (1/27)	189,000원		
상승여력	16.4%		
시가총액	41,446억원		
발행주식수	21,929천주		
자본금/액면가	110억원/500원		
52주 최고가/최저가	227,500원/123,500원		
일평균 거래대금 (60일)	434억원		
외국인지분율	39.86%		
주요주주	NEXON CO.,Ltd 외 1인 15.08%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.3	44.8	20.4
상대주가(%)	5.1	44.3	25.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	10,244	10,097	220,000
After	10,351	10,174	220,000
Consensus	10,184	10,766	218,333
Cons. 차이	1.6%	-5.5%	0.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트

- 넥슨의 지분투자목적 변경(단순투자→경영참가)은 단기적으로는 주가 상승압력으로 작용할 것이나 장기적으로는 많은 변수들을 고려해야 하며 갈등이 어떤 방향으로 해결될 것인지 여부에 따라 주가가치가 변화할 수 있는 것으로 평가

2) 주요이슈 및 실적전망

- 넥슨은 전일 보유하고 있는 엔씨소프트 주식(330.6만주, 15.1%)에 대한 보유목적은 기존 단순투자에서 경영참가로 변경한다고 밝힘. 넥슨은 지난 12년 6월 엔씨소프트의 지분 14.7%를 확보하여 최대주주가 된 뒤, 지난 10월 지분율을 0.38%가량 늘림으로써 총 15.1%로 확대시킨 바 있음. 당시 지분을 확대목적이 단순 투자목적이라고 밝혔으나 이번에 이를 뒤집은 것
- 한편 엔씨소프트는 보도자료를 통해 "넥슨측의 일방적인 경영참여 시도는 시너지가 아닌 엔씨소프트의 경쟁력 약화로 귀결될 가능성이 높다"고 밝히며 반발하는 모양새
- CASE 1) 만약 적대적 M&A형태의 경영권 분쟁으로 발전한다면, 주가측면에서는 상승요인으로 작용할 수 있음. 다만 기타지분의 향방, 자사주 처리, 향후 영업활동의 개선여부, 넥슨 DNA와 엔씨 DNA의 불일치, 인력이탈 가능성 등의 다양한 변수 상존
- CASE 2) 적대적 M&A의 형태까지 발전하지 않고 기존 경영진들의 위상을 존중해주는 형식의 일부 경영참여 또는 자문쪽으로 진행된다면, 경영권 분쟁 여부는 일단 수면아래로 내려갈 것이나 잠재적 분쟁가능성까지 완전히 배제할 수는 없음
- 엔씨소프트는 15년을 모바일 게임의 원년으로 삼아 모바일 공략을 본격화하는 전략을 시행중이었으며, 14년 배당금도 3,430원으로 대폭 상향한다고 발표한 바 있음. 이러한 상황에서 넥슨의 일방적인 경영참여 발표는 일단 불협화음의 전조라고 보는 것이 타당하며, 향후 관련 이슈의 진행추이를 지켜봐야 할 것으로 판단함

3) 주가전망 및 Valuation

- 모바일 시장공략 본격화, 주주환원정책 확대 등으로 주가측면의 메리트는 충분히 존재하는 상황, 향후 넥슨과의 관계설정 여부에 따라 방향성 결정될 것. 투자의견 BUY와 목표주가 220,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	7,535	1,513	1,558	1,896	7,120	28.8	21.1	3.8	14.6	16.8	0.4
2013	7,567	2,052	1,588	2,406	7,245	1.8	34.3	5.3	19.9	14.8	0.2
2014F	8,120	2,600	2,270	2,969	10,351	42.9	17.6	3.2	10.5	18.2	1.9
2015F	8,274	2,543	2,231	2,897	10,174	-1.7	18.6	2.9	10.7	15.6	2.0
2016F	9,050	3,048	2,690	3,381	12,269	20.6	15.4	2.6	8.5	16.7	2.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 엔씨소프트 분기실적 추이 및 전망

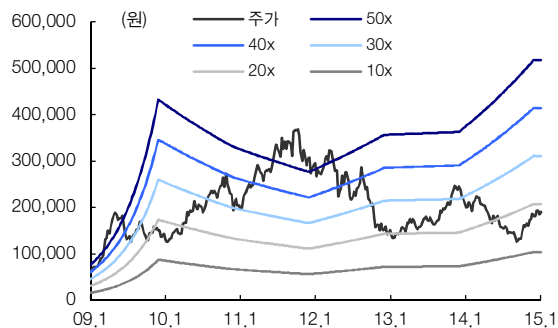
(단위: 억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F
매출액	1,781	2,138	2,116	2,085	2,012	1,986	2,154	2,122
리니지	410	569	685	708	678	688	692	685
리니지 II	116	136	148	146	144	143	142	141
아이온	222	183	329	278	267	269	261	253
블스	192	191	198	193	199	194	190	185
길드워2	252	215	197	213	222	236	294	298
와일드스타	0	280	160	118	102	76	59	47
로열티	446	376	223	265	237	217	199	189
기타	143	188	176	164	164	163	316	323
영업이익	445	649	813	692	580	569	734	661
영업이익률	25.0%	30.4%	38.4%	33.2%	28.8%	28.6%	34.1%	31.2%
세전이익	444	644	866	728	608	592	758	696
세전이익률	24.9%	30.1%	40.9%	34.9%	30.2%	29.8%	35.2%	32.8%
순이익	365	529	757	595	507	496	637	579
순이익률	20.5%	24.8%	35.8%	28.5%	25.2%	25.0%	29.6%	27.3%
지배주주지분	368	543	761	598	510	498	641	582
비지배주주지분	-3	-13	-4	-3	-3	-3	-3	-3

자료: 엔씨소프트, HMC투자증권

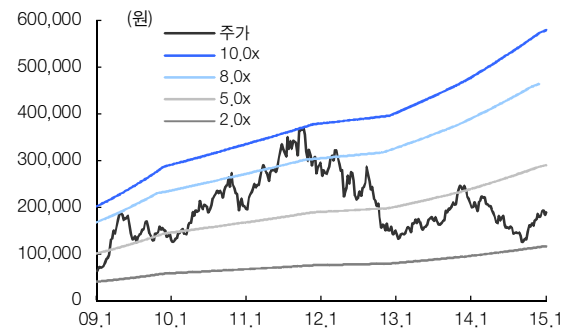
주: K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 엔씨소프트 PE Band



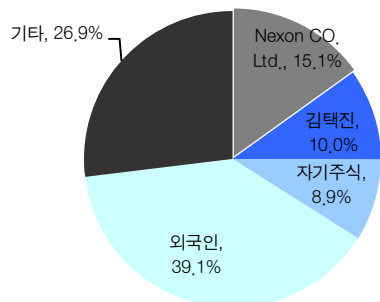
자료: WiseIn, 엔씨소프트, HMC투자증권

〈그림2〉 엔씨소프트 PB Band



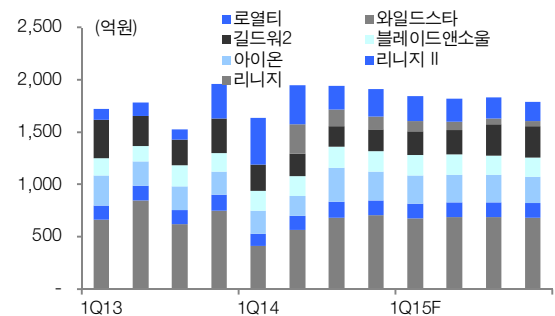
자료: WiseIn, 엔씨소프트, HMC투자증권

〈그림3〉 엔씨소프트 지분구성



자료: 엔씨소프트

〈그림4〉 엔씨소프트 게임별 매출 추이



자료: 엔씨소프트, HMC투자증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	7,535	7,567	8,120	8,274	9,050
증가율 (%)	23.8	0.4	7.3	1.9	9.4
매출원가	2,262	2,205	2,294	2,361	2,560
매출원가율 (%)	30.0	29.1	28.3	28.5	28.3
매출총이익	5,273	5,362	5,826	5,913	6,490
매출이익률 (%)	70.0	70.9	71.7	71.5	71.7
증가율 (%)	12.3	1.7	8.6	1.5	9.8
판매관리비	3,761	3,310	3,226	3,370	3,443
판매비율(%)	49.9	43.7	39.7	40.7	38.0
EBITDA	1,896	2,406	2,969	2,897	3,381
EBITDA 이익률 (%)	25.2	31.8	36.6	35.0	37.4
증가율 (%)	17.6	26.9	23.4	-2.4	16.7
영업이익	1,513	2,052	2,600	2,543	3,048
영업이익률 (%)	20.1	27.1	32.0	30.7	33.7
증가율 (%)	11.4	35.7	26.7	-2.2	19.9
영업외손익	246	67	90	70	109
금융수익	183	168	173	211	254
금융비용	9	3	0	0	0
기타영업외손익	72	-97	-83	-141	-145
중속/관계기업관련손익	70	43	-8	41	45
세전계속사업이익	1,829	2,162	2,681	2,654	3,201
세전계속사업이익률 (%)	24.3	28.6	33.0	32.1	35.4
증가율 (%)	16.3	18.2	24.0	-1.0	20.6
법인세비용	292	575	435	435	525
계속사업이익	1,537	1,587	2,246	2,219	2,676
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,537	1,587	2,246	2,219	2,676
당기순이익률 (%)	20.4	21.0	27.7	26.8	29.6
증가율 (%)	30.6	3.3	41.6	-1.2	20.6
지배주주지분 순이익	1,558	1,588	2,270	2,231	2,690
비지배주주지분 순이익	-21	-1	-23	-12	-14
기타포괄이익	-39	-106	-28	0	0
총포괄이익	1,497	1,481	2,218	2,219	2,676

(단위: 억원)

현금흐름표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	2,106	2,362	2,639	2,625	3,216
당기순이익	1,537	1,587	2,246	2,219	2,676
유형자산 상각비	287	289	303	287	272
무형자산 상각비	96	65	67	67	61
외환손익	-2	1	-33	15	15
운전자본의 감소(증가)	-3	-159	109	36	191
기타	191	580	-53	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,465	-2,136	-194	-321	-796
투자자산의 감소(증가)	-94	10	3	-8	-42
유형자산의 감소	5	4	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-898	-1,016	-205	-160	-182
기타	-477	-1,134	5	-153	-573
재무활동으로인한현금흐름	55	-174	-130	-685	-753
차입금의 증가(감소)	114	-151	-52	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	4	9	17	0	0
배당금	-119	-120	-120	-685	-753
기타	57	88	24	0	0
기타현금흐름	-58	-48	4	0	0
현금의증가(감소)	639	3	2,319	1,619	1,666
기초현금	592	1,230	1,233	3,553	5,172
기말현금	1,230	1,233	3,553	5,172	6,838

(단위: 억원)

재무상태표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	6,743	7,855	10,125	11,861	14,145
현금성자산	1,230	1,233	3,553	5,172	6,838
단기투자자산	4,401	5,548	5,506	5,605	6,122
매출채권	767	814	808	822	898
채고자산	20	9	9	9	10
기타유동자산	324	251	249	253	277
비유동자산	6,425	6,940	6,728	6,581	6,511
유형자산	4,258	2,483	2,409	2,281	2,191
무형자산	1,333	1,121	1,006	979	958
투자자산	455	446	442	450	492
기타비유동자산	379	2,890	2,870	2,870	2,870
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,168	14,795	16,853	18,442	20,656
유동부채	2,357	2,518	2,466	2,510	2,741
단기차입금	122	34	0	0	0
매입채무	67	75	75	76	83
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	2,168	2,409	2,391	2,434	2,658
비유동부채	606	689	667	678	738
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	116	52	35	35	35
기타비유동부채	490	637	632	643	703
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,963	3,208	3,132	3,188	3,479
지배주주지분	10,006	11,412	13,573	15,119	17,056
자본금	109	110	110	110	110
자본잉여금	2,201	2,209	2,226	2,226	2,226
자본조정 등	-1,022	-1,013	-997	-997	-997
기타포괄이익누계액	10	-61	-81	-81	-81
이익잉여금	8,707	10,168	12,316	13,862	15,799
비지배주주지분	200	175	147	135	121
자본총계	10,206	11,588	13,720	15,254	17,177

(단위: 원배,%)

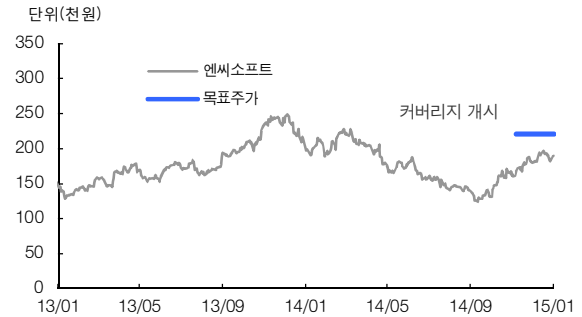
주요투자지표	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS(당기순이익 기준)	7,023	7,243	10,245	10,121	12,204
EPS(지배순이익 기준)	7,120	7,245	10,351	10,174	12,269
BPS(자본총계 기준)	40,516	47,761	57,977	65,086	73,962
BPS(지배지분 기준)	39,603	46,961	57,307	64,480	73,411
DPS	600	600	3,430	3,773	4,150
PER(당기순이익 기준)	21.4	34.3	17.8	18.7	15.5
PER(지배순이익 기준)	21.1	34.3	17.6	18.6	15.4
PBR(자본총계 기준)	3.7	5.2	3.1	2.9	2.6
PBR(지배지분 기준)	3.8	5.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA(Reported)	14.6	19.9	10.5	10.7	8.5
배당수익률	0.4	0.2	1.9	2.0	2.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	30.3	3.1	41.5	-1.2	20.6
EPS(지배순이익 기준) 증가율	28.8	1.8	42.9	-1.7	20.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.3	14.6	17.8	15.3	16.5
ROE(지배순이익 기준)	16.8	14.8	18.2	15.6	16.7
ROA	12.6	11.4	14.2	12.6	13.7
안정성 (%)					
부채비율	29.0	27.7	22.8	20.9	20.3
순차입금비율	-52.8	-57.8	-65.8	-70.4	-75.2
이자보상배율	174.7	636.0	9,556.1	11,360.3	13,615.6

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
커버리지 개시					
14/12/09	BUY	220,000			
15/01/28	BUY	220,000			

▶ 최근 2년간 엔씨소프트 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 황성진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.