

엔씨소프트 (036570.KS)

Company Comment | 2015. 2. 9

넥슨, 엔씨소프트에 주주제안 공문 발송

넥슨이 엔씨소프트에 주주제안 공문을 발송. 두 업체간의 의견차이가 분명한 만큼 향후 경영과 관련된 변화가능성 존재한다는 점을 지속해서 주시해야 할 전망

넥슨, 엔씨소프트에 대한 주주제안 공문 발송

- 1) 2015년 정기주주총회 또는 임시주주총회에서 김택진 대표이사를 재선임하는 것을 제외하고 이사에게 발생한 임기만료, 사임 등의 사유로 인해 후임이사를 선임하거나, 추가적으로 이사를 선임할 경우 넥슨측에서 이사 후보자를 추천하여 선임
 - 2) 의결권 위임 등을 고려해 실질주주명부의 열람을 요청
 - 3) 넥슨을 포함한 외부업체와의 협업 강화. 현재 개발 중인 MXM을 넥슨이 채널링 서비스하고, 넥슨의 유명 캐릭터도 게임에 활용
 - 4) 전자투표제 도입. 개인 소액 주주들이 적극적으로 의결권을 행사할 수 있도록 수용
 - 5) 비영업용 투자부동산의 처분을 통해 영업활동에 채투자 또는 주주에게 환원. 삼성동 소재 토지 및 건물들의 장부가치 2,442억원, 공정가치 3,215억원으로 전체 자산의 15.1%를 차지
 - 6) 지속적인 자사주 매입 및 소각 혹은 배당률 상향을 요청. 연결기준 순현금성 자산 8,479억원 보유 중으로 적극적인 주주환원정책을 제안
 - 7) 현재 보유하고 있는 자사주 8.9% 소각을 제안
 - 8) 김택진 대표이사의 특수관계인이자 비등기임원으로 재직 중인 자 중 5억원 이상의 연간보수를 받는 자의 보수내역 및 산정기준 공개
- 현재 엔씨소프트와 넥슨간에 의견차이가 분명하게 존재하는 만큼, 경영과 관련된 변화를 현 시점에서 예측하기 어려운 상황. 다만 만약 주주환원으로 연결되는 일부 제안이 수용될 경우 주주가치 제고될 것. 넥슨의 경영참여 시 운영효율화 및 사업제휴 등 긍정적인 효과 기대해볼 수 있는 한편, 기업문화 차이가 크다는 점에 따른 리스크도 간과할 수 없을 전망

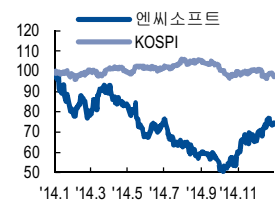
결산기	매출액	증감률	영업이익	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
2012	753.5	23.8	151.3	155.8	7,120.4	28.8	21.1	3.3	14.6
2013	756.7	0.4	205.2	158.8	7,245.5	1.8	34.3	4.8	19.9
2014E	817.3	8.0	264.8	221.2	10,086.5	39.2	18.0	3.1	10.4
2015F	871.6	6.7	314.6	248.6	11,335.5	12.4	18.8	3.2	10.2
2016F	1,002.3	15.0	413.8	330.5	15,069.8	32.9	14.1	2.7	7.4

주: EPS, PER, PBR은 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	230,000원 (유지)
현재가 ('14/2/6)	213,000원
업종	게임
KOSPI	1,955.52
KOSDAQ	604.13
시가총액(보통주)	4,670.9억원
발행주식수(보통주)	21.9백만주
52주 최고가('14/03/24)	227,500원
최저가('14/10/07)	123,500원
평균거래대금(60일)	60.6십억원
배당수익률(2013)	0.24%
외국인지분율	40.1%

Price Trend



Analyst 정재우
02)768-7647, Joseph.chung@nhwm.com

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	757	817	872	1,002
증감률 (%)	0.4	8.0	6.7	15.0
매출원가	220	225	219	228
매출총이익	536	592	653	775
Gross 마진 (%)	70.9	72.4	74.9	77.3
판매비와 일반관리비	331	327	338	361
영업이익 (GP-SG&A)	205	265	315	414
증감률 (%)	35.7	29.0	18.8	31.5
OP 마진 (%)	27.1	32.4	36.1	41.3
EBITDA	241	303	353	453
영업외손익	11	2	16	25
금융수익(비용)	16	17	25	34
기타영업외손익	-10	-15	-14	-14
종속 및 관계기업관련손익	4	0	6	6
세전계속사업이익	216	266	330	439
법인세비용	58	47	79	105
계속사업이익	159	219	251	334
당기순이익	159	219	251	334
증감률 (%)	3.3	38.1	14.6	32.9
Net 마진 (%)	21.0	26.8	28.8	33.3
지배주주지분 순이익	159	221	249	330
비지배주주지분 순이익	0	-2	3	3
기타포괄이익	-11	0	0	0
총포괄이익	148	219	251	334

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	236	186	335	374
당기순이익	159	219	251	334
+ 유/무형자산상각비	35	38	38	39
+ 종속, 관계기업관련손익(이익)	-4	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	258	287	344	445
- 운전자본의증가(감소)	-16	-71	45	1
투자활동 현금흐름	-214	134	-130	-25
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-102	-10	-11	-12
+ 투자자산의매각(취득)	-1	3	-10	0
Free Cash Flow	135	176	324	362
Net Cash Flow	23	320	205	348
재무활동 현금흐름	-17	-14	-68	-68
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	-18	-14	-68	-68
현금의증가	0	306	137	280
기말현금 및 현금성자산	123	429	566	846
기말 순부채(순현금)	-675	-842	-1,077	-1,359

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	123	429	566	846
매출채권	81	76	94	94
유동자산	786	945	1,204	1,487
유형자산	248	227	207	189
투자자산	45	41	51	51
비유동자산	694	661	654	638
자산총계	1,480	1,606	1,858	2,125
단기성부채	3	3	4	4
매입채무	8	7	9	9
유동부채	252	234	289	291
장기성부채	5	3	3	3
장기충당부채	51	47	59	59
비유동부채	69	63	77	77
부채총계	321	296	366	367
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	221	221	221	221
이익잉여금	1,017	1,169	1,349	1,611
비지배주주지분	18	16	18	21
자본총계	1,159	1,309	1,491	1,757

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	34.3	18.0	18.8	14.1
PER (High,X)	34.5	25.1	20.2	15.2
PER (Low,X)	17.3	12.1	15.4	11.6
PBR (X)	4.8	3.1	3.2	2.7
PBR (High,X)	4.8	4.3	3.4	2.9
PBR (Low,X)	2.4	2.1	2.6	2.2
PCR (X)	21.1	13.9	13.6	10.5
PSR (X)	7.2	4.9	5.4	4.7
PEG (X)	1.2	0.5	0.8	0.7
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.3	0.5	0.9	0.7
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.5	0.6	1.0	0.8
EV/EBITDA (X)	19.9	10.4	10.2	7.4
EV/EBIT (X)	23.3	12.0	11.5	8.1
Enterprise Value	4,789	3,164	3,612	3,333
EPS CAGR (3년) (%)	27.6	33.4	22.3	21.1
EBITPS CAGR (3년) (%)	26.3	35.5	20.3	19.3
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	23.4	32.1	18.6	18.1
주당EBIT (W)	9,367	12,075	14,348	18,872
주당EBITDA (W)	10,983	13,811	16,101	20,654
EPS (W)	7,245	10,087	11,336	15,070
BPS (W)	52,076	59,005	67,217	79,163
CFPS (W)	11,778	13,103	15,699	20,281
SPS (W)	34,533	37,271	39,748	45,705
DPS (W)	600	3,430	3,430	3,430

RIM & EVA

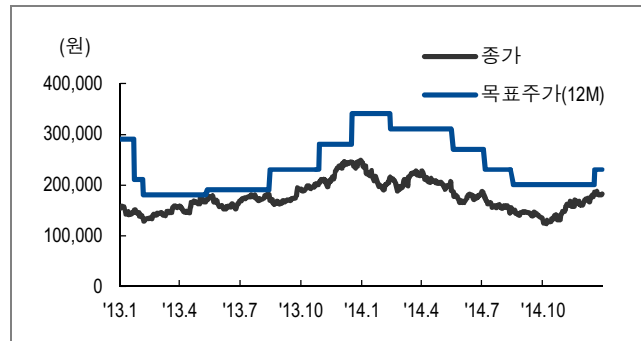
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	7.0	9.4	9.7	12.3
Residual Income	75.3	114.0	126.8	189.2
12M RIM Target Price (W)	237,069			
EVA				
투자자본	237.7	218.9	170.8	154.2
세후영업이익	141.1	215.7	239.1	314.5
투자자본이익률 (%)	45.4	94.5	122.7	193.5
투자자본이익률 - WACC (%)	38.6	86.8	115.5	186.2
EVA	91.8	189.9	197.3	287.1
DCF				
EBIT	205.2	264.8	314.6	413.8
+ 유/무형자산상각비	35	38	38	39
- 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	256.0	235.5	340.8
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.0	3.0	2.9	2.9
자기자본비용 (COE)	7.8	8.8	8.3	8.3
WACC(%)	6.8	7.7	7.2	7.3

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	14.8	18.2	18.0	20.6
총자산이익률 (ROA) (%)	11.4	14.2	14.5	16.8
투자자본이익률 (ROIC) (%)	45.4	94.5	122.7	193.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	20.8	23.1	23.7	25.8
EBITDA/ 총자산 (%)	16.3	18.9	19.0	21.3
배당수익률 (%)	0.2	1.9	1.6	1.6
배당성향 (%)	7.5	31.0	27.6	20.7
총현금배당금 (십억원)	12	68	68	68
보통주 주당현금배당금(W)	600	3,430	3,430	3,430
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-58.2	-64.3	-72.2	-77.3
중부채/ 자기자본 (%)	27.7	22.6	24.5	20.9
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	636.0	6,672.6	5,888.7	6,165.4
유동비율 (%)	311.9	404.2	416.3	511.8
당좌비율 (%)	311.5	403.9	415.9	511.4
총발행주식수 (mn)	22	22	22	22
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	248,500	182,000	213,000	213,000
시가총액 (십억원)	5,446	3,991	4,671	4,671

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
엔씨소프트	036570.KS	2014.12.19	Buy	230,000원(12개월)
		2014.08.18	Buy	200,000원(12개월)
		2014.07.07	Buy	230,000원(12개월)
		2014.05.19	Buy	270,000원(12개월)
		2014.02.14	Buy	310,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하오니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자의견을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "엔씨소프트"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "엔씨소프트"을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.