

엔씨소프트 (036570.KS)

신작 기대감이 제거된 추가 수준

현재 주가는 신작기대감이 제거된 수준으로 판단. 2015년 모바일게임의 매출을 감안하지 않아도 영업이익 24.7% 성장할 전망이며, 2015년 PER 14.0배에 거래되고 있음

2015년, 기존게임의 성장기반에 신작 기대감이 반영되기 시작할 것

- 2015년 엔씨소프트의 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 9.7%, 24.7% 성장할 전망. 이는 리니지1 등 기존게임의 ARPU(가입자당평균매출액) 성장과 길드워2의 확장팩 출시 등으로 인해 매출 성장하는 영업비용은 2.3% 증가하는 데 그쳐 영업레버리지가 발생하기 때문
- 길드워2의 확장팩은 3분기중 출시될 것으로 예상하며, 빠른 시일 내에 기존 액티브 유저를 대상으로 CBT(Closed Beta Test)가 진행될 예정. 참고로 길드워2는 누적 460만장 판매되었음
- 또한 2분기 중 리니지이터널과 MXM의 국내 CBT가 진행될 예정이며, 하반기 중 MXM의 상용화 및 리니지이터널의 글로벌 CBT가 예정되어 있음
- 모바일게임의 경우 올해 총 8개 타이틀이 출시될 예정: 3~ 4월 중 ‘프로야구 6:30’, ‘소환사가 되고 싶어’, ‘팡야 모바일’ 등 자회사 엔트리브 개발 게임들이 출시될 계획이고, 넷마블게임즈의 크로스프로모션을 활용할 예정. 2~ 3분기 중에는 ‘블소 모바일’, ‘아이온 레기온즈’, ‘리니지 모바일’, 하반기에는 ‘패션스트리트’, ‘MXM 모바일’이 출시될 계획. ‘블소 모바일’의 경우 4월 중 추가 테스트를 거쳐 출시될 예정
- 동사의 주가는 모바일게임에 대한 추정치를 반영하지 않았음에도 불구하고, 2015년 실적기준 PER 14.0배에 거래되고 있음 (’02~’14 12M Forward PER 밴드 하단 14.1배). 최근 ‘확률형 아이템’ 규제이슈에 따른 추가하락도 과도한 것으로 판단

1분기 실적, 컨센서스에 부합할 것으로 예상

- 1분기 실적의 경우 매출액 1,950억원(+9.5% y-y, -17.1% q-q) 및 영업이익 634억원 (+42.4% y-y, -27.4% q-q) 등 기존추정치를 유지하며, 시장컨센서스 영업이익 632억원에 부합할 전망
- 1분기 리니지1 매출액이 625억원으로 추정되어 전분기 967억원대비 감소하지만, 인건비 및 마케팅비 등도 감소되는 효과가 발생할 것으로 예상

| 결산기 | 매출액 | 증감률 | 영업이익 | (지배지분)순이익 | EPS | 증감률 | PER | PBR | EV/EBITDA |
|-------|-------|------|-------|-----------|--------|------|------|-----|-----------|
| -12월 | (십억원) | (%) | (십억원) | (십억원) | (원) | (%) | (배) | (배) | (배) |
| 2013 | 757 | 0.4 | 205 | 159 | 7,245 | 1.8 | 34.3 | 4.8 | 19.9 |
| 2014 | 839 | 10.8 | 278 | 230 | 10,481 | 44.7 | 17.4 | 3.1 | 10.1 |
| 2015E | 920 | 9.7 | 347 | 269 | 12,282 | 17.2 | 14.0 | 2.5 | 7.0 |
| 2016F | 1,052 | 14.4 | 448 | 351 | 15,996 | 30.2 | 10.7 | 2.1 | 5.0 |
| 2017F | 1,365 | 29.8 | 709 | 553 | 25,230 | 57.7 | 6.8 | 1.7 | 2.6 |

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

Buy (유지)

목표주가 250,000원 (유지)

현재가 (15/03/10) 171,500원

| 업종 | 게임 |
|--------------------|------------|
| KOSPI | 1,984.77 |
| KOSDAQ | 621.99 |
| 시가총액(보통주) | 3,760.8십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 21.9백만주 |
| 52주 최고가('14/03/24) | 227,500원 |
| 최저가('14/10/07) | 123,500원 |
| 평균거래대금(60일) | 68.0십억원 |
| 배당수익률(2013) | 0.24% |
| 외국인지분율 | 38.9% |

Price Trend



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

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

| (십억원) | 2013/12A | 2014/12P | 2015/12E | 2016/12F |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 757 | 839 | 920 | 1,052 |
| 증감률 (%) | 0.4 | 10.8 | 9.7 | 14.4 |
| 매출원가 | 220 | 220 | 198 | 207 |
| 매출총이익 | 536 | 618 | 722 | 845 |
| Gross 마진 (%) | 70.9 | 73.7 | 78.4 | 80.3 |
| 판매비와 일반관리비 | 331 | 340 | 375 | 397 |
| 영업이익 (GP-SG&A) | 205 | 278 | 347 | 448 |
| 증감률 (%) | 35.7 | 35.5 | 24.7 | 29.2 |
| OP 마진 (%) | 27.1 | 33.2 | 37.7 | 42.6 |
| EBITDA | 241 | 315 | 385 | 489 |
| 영업외손익 | 11 | 11 | 11 | 18 |
| 금융수익(비용) | 16 | 18 | 21 | 27 |
| 기타영업외손익 | -10 | -5 | -16 | -15 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 4 | -2 | 6 | 6 |
| 세전계속사업이익 | 216 | 289 | 358 | 466 |
| 법인세비용 | 58 | 61 | 86 | 112 |
| 계속사업이익 | 159 | 227 | 272 | 355 |
| 당기순이익 | 159 | 227 | 272 | 355 |
| 증감률 (%) | 3.3 | 43.3 | 19.7 | 30.3 |
| Net 마진 (%) | 21.0 | 27.1 | 29.6 | 33.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 159 | 230 | 269 | 351 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | -2 | 3 | 4 |
| 기타포괄이익 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 148 | 227 | 272 | 355 |

VALUATION INDEX

| | 2013/12A | 2014/12P | 2015/12E | 2016/12F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| PER (X) | 34.3 | 17.4 | 14.0 | 10.7 |
| PER (High,X) | 34.5 | 24.1 | 18.6 | 14.3 |
| PER (Low,X) | 17.3 | 11.6 | 13.8 | 10.6 |
| PBR (X) | 4.8 | 3.1 | 2.5 | 2.1 |
| PBR (High,X) | 4.8 | 4.3 | 3.4 | 2.8 |
| PBR (Low,X) | 2.4 | 2.1 | 2.5 | 2.1 |
| PCR (X) | 21.1 | 13.0 | 10.0 | 7.8 |
| PSR (X) | 7.2 | 4.8 | 4.1 | 3.6 |
| PEG (X) | 1.1 | 0.5 | 0.7 | 0.5 |
| PER/ 주당EBIT 증감률 (X) | 1.2 | 0.5 | 0.7 | 0.6 |
| PER/ 주당EBITDA 증감률 (X) | 1.3 | 0.5 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA (X) | 19.9 | 10.1 | 7.0 | 5.0 |
| EV/EBIT (X) | 23.3 | 11.4 | 7.8 | 5.4 |
| Enterprise Value | 4,789 | 3,166 | 2,711 | 2,442 |
| EPS CAGR (3년) (%) | 30.2 | 34.0 | 21.1 | 20.2 |
| EBITPS CAGR (3년) (%) | 29.7 | 36.6 | 20.0 | 19.4 |
| EBITDAPS CAGR (3년) (%) | 26.6 | 33.7 | 18.7 | 18.4 |
| 주당EBIT (W) | 9,367 | 12,687 | 15,816 | 20,440 |
| 주당EBITDA (W) | 10,983 | 14,356 | 17,574 | 22,302 |
| EPS (W) | 7,245 | 10,481 | 12,282 | 15,996 |
| BPS (W) | 52,076 | 59,399 | 68,252 | 80,819 |
| CFPS (W) | 11,778 | 14,045 | 17,105 | 21,892 |
| SPS (W) | 34,533 | 38,249 | 41,954 | 47,979 |
| DPS (W) | 600 | 3,430 | 3,430 | 3,430 |

CASH FLOW STATEMENT

| (십억원) | 2013/12A | 2014/12P | 2015/12E | 2016/12F |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 236 | 198 | 350 | 396 |
| 당기순이익 | 159 | 227 | 272 | 354 |
| + 유무형자산상각비 | 35 | 37 | 39 | 41 |
| + 종속, 관계기업관련손실(이익) | -4 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 자산처분손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 258 | 308 | 375 | 480 |
| - 운전자본의증가(감소) | -16 | -66 | 40 | 1 |
| 투자활동 현금흐름 | -214 | 36 | -173 | -50 |
| + 유형자산의감소 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산의증가(CAPEX) | -102 | -30 | -33 | -36 |
| + 투자자산의매각(취득) | -1 | -3 | -11 | 0 |
| Free Cash Flow | 135 | 168 | 317 | 360 |
| Net Cash Flow | 23 | 234 | 177 | 346 |
| 재무활동 현금흐름 | -17 | -17 | -68 | -75 |
| 자기자본 증가 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -18 | -17 | -68 | -75 |
| 현금의증가 | 0 | 218 | 109 | 271 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 123 | 341 | 450 | 721 |
| 기말 순부채(순현금) | -675 | -840 | -1,074 | -1,355 |

RIM & EVA

| | 2013/12A | 2014/12P | 2015/12E | 2016/12F |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|
| RIM | | | | |
| Spread (FROE-COE) (%) | 7.0 | 10.0 | 10.9 | 13.2 |
| Residual Income | 75.3 | 122.3 | 146.2 | 206.9 |
| 12M RIM Target Price (W) | 248,688 | | | |
| EVA | | | | |
| 투자자본 | 237.7 | 239.1 | 215.3 | 221.2 |
| 세후영업이익 | 141.1 | 216.9 | 263.6 | 340.7 |
| 투자자본이익률 (%) | 45.4 | 91.0 | 116.0 | 156.1 |
| 투자자본이익률 - WACC (%) | 38.6 | 83.3 | 108.9 | 148.9 |
| EVA | 91.8 | 199.2 | 234.4 | 329.2 |
| DCF | | | | |
| EBIT | 205.2 | 278.2 | 346.8 | 448.2 |
| + 유무형자산상각비 | 35 | 37 | 39 | 41 |
| - CAPEX | -101.6 | -30.0 | -33.0 | -36.3 |
| - 운전자본증가(감소) | 28.7 | -19.9 | 28.8 | 0.6 |
| Free Cash Flow for Firm | 55.7 | 245.5 | 240.4 | 344.6 |
| WACC | | | | |
| 타인자본비용 (COD) | 3.0 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| 자기자본비용 (COE) | 7.8 | 8.8 | 8.3 | 8.3 |
| WACC(%) | 6.8 | 7.6 | 7.2 | 7.3 |

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

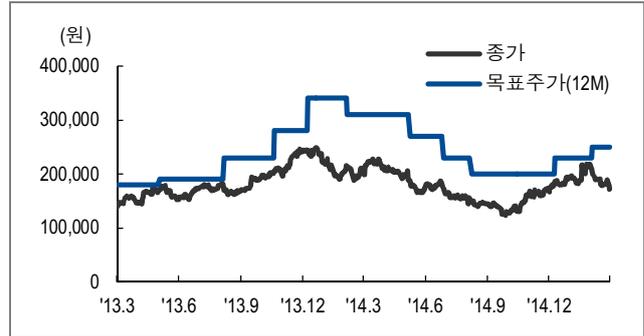
| (십억원) | 2013/12A | 2014/12P | 2015/12E | 2016/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 123 | 341 | 450 | 721 |
| 매출채권 | 81 | 90 | 111 | 112 |
| 유동자산 | 786 | 964 | 1,220 | 1,495 |
| 유형자산 | 248 | 248 | 250 | 253 |
| 투자자산 | 45 | 47 | 58 | 59 |
| 비유동자산 | 694 | 677 | 693 | 700 |
| 자산총계 | 1,480 | 1,641 | 1,914 | 2,194 |
| 단기성부채 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 | 8 | 28 | 35 | 35 |
| 유동부채 | 252 | 245 | 303 | 304 |
| 장기성부채 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 장기충당부채 | 51 | 54 | 67 | 67 |
| 비유동부채 | 69 | 78 | 96 | 96 |
| 부채총계 | 321 | 323 | 399 | 401 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 이익잉여금 | 1,017 | 1,178 | 1,372 | 1,648 |
| 비지배주주지분 | 18 | 15 | 18 | 21 |
| 자본총계 | 1,159 | 1,318 | 1,515 | 1,794 |

PROFITABILITY & STABILITY

| | 2013/12A | 2014/12P | 2015/12E | 2016/12F |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 자기자본이익률 (ROE) (%) | 14.8 | 18.8 | 19.2 | 21.5 |
| 총자산이익률 (ROA) (%) | 11.4 | 14.6 | 15.3 | 17.2 |
| 투자자본이익률 (ROIC) (%) | 45.4 | 91.0 | 116.0 | 156.1 |
| EBITDA/ 자기자본 (%) | 20.8 | 23.9 | 25.4 | 27.3 |
| EBITDA/ 총자산 (%) | 16.3 | 19.2 | 20.1 | 22.3 |
| 배당수익률 (%) | 0.2 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| 배당성향 (%) | 7.5 | 29.8 | 27.9 | 21.4 |
| 총현금배당금 (십억원) | 12 | 68 | 75 | 75 |
| 보통주 주당현금배당금(W) | 600 | 3,430 | 3,430 | 3,430 |
| 순부채(현금)/ 자기자본 (%) | -58.2 | -63.8 | -70.5 | -74.7 |
| 총부채/ 자기자본 (%) | 27.7 | 24.5 | 26.4 | 22.3 |
| 순이자비용/ 매출액 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBIT/ 순이자비용 (X) | 636.0 | 12,977.7 | N/A | N/A |
| 유동비율 (%) | 311.9 | 393.4 | 402.5 | 490.9 |
| 당좌비율 (%) | 311.5 | 393.1 | 402.2 | 490.5 |
| 총발행주식수 (mn) | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 액면가 (W) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 시가총액 (십억원) | 248,500 | 182,000 | 171,500 | 171,500 |
| 시가총액 (십억원) | 5,446 | 3,991 | 3,761 | 3,761 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자의견 | 목표가 |
|-------|-----------|------------|------|----------------|
| 엔씨소프트 | 036570.KS | 2015-02-12 | Buy | 250,000원(12개월) |
| | | 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) |
| | | 2013-12-18 | Buy | 340,000원(12개월) |
| | | 2013-10-29 | Buy | 280,000원(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 변경하니 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"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.