



## BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(2/11): 240,000원

시가총액: 52,630억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/11)	1,861.54pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	244,000원	169,000원
등락률	-1.64%	42.01%
수익률	절대	상대
1W	9.1%	11.0%
1M	13.7%	21.4%
1Y	14.6%	19.7%

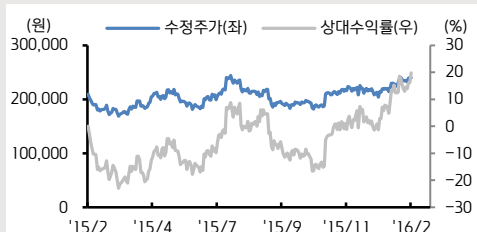
## Company Data

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	139천주
외국인 지분율	32.73%
배당수익률(15E)	1.29%
BPS(15E)	66,467원
주요 주주	국민연금공단 13.6%
	김택진 외 9인 12.2%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	839	838	996	1,154
보고영업이익	278	237	368	449
핵심영업이익	278	237	368	449
EBITDA	315	270	399	480
세전이익	289	240	390	473
순이익	228	166	294	357
지배주주분순이익	230	165	291	353
EPS(원)	10,487	7,512	13,269	16,116
증감률(%YoY)	44.7	-28.4	76.6	21.5
PER(배)	17.4	28.4	16.1	13.2
PBR(배)	2.9	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	9.7	14.2	8.8	6.7
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	36.9	38.9
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	36.9	38.9
ROE(%)	18.0	11.7	18.5	19.3
순부채비율(%)	-65.3	-59.5	-70.5	-76.6

## Price Trend



## 실적 Review

## 엔씨소프트 (036570)

## 긍정적인 불소의 성장세, 모바일 성과만 남았다



엔씨소프트의 4Q실적이 발표되었다. 당사 예상치보다 긍정적인 실적을 달성하였다. 4Q실적은 매출액 2,370억원(QoQ, +21.1%), 영업이익 749억원(QoQ, +48.1%)을 기록하며 시장 기대치에 부합하였다. 길드워2확장팩의 판매량이 기대에 미치지 못했지만 불소온라인의 매출 성장과 모바일 신작을 통한 실적 확대 가능성이 높아 긍정적 평가를 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q실적 Review

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 2,370억원(QoQ, +21.1%), 영업이익 749억원(QoQ, +48.1%)을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 달성하였다. 기존 온라인IP(리니지, 불소, 길드워2)들의 매출확대가 실적을 견인하였다. 영업비용은 인건비가 감소(적립인센티브 재적용)했지만 마케팅비용 증가와 더불어 BOX제작비, 기타비용(야구단체약)이 증가하면서 전분기대비 확대되었다. 이외 엔트리브 영업권 상각과 무형자산 상각 등의 영업외비용 증가로 순이익이 기대치에 부합하지 못하였다. 하지만 잔존영업권이 30억원 수준이고 추가적인 무형자산 상각이 없을 것으로 예상됨에 따라 올해부터는 영업외비용이 감소할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 긍정적인 불소 온라인의 성장세, 1Q 불소모바일도 기대

긍정적인 부분은 블레이드앤소울(이하 불소)의 매출 증가세다. 대만에서의 매출 확대와 더불어 1Q에는 북미지역의 실적도 기여할 것으로 예상됨에 따라 전년동기대비 큰 폭의 증가세가 기대된다. 불소 모바일도 1Q출시가 확실시됨에 따라 2Q부터는 실적기여가 가능할 것으로 예상된다. 1Q실적은 매출액 2,159억원(QoQ, -8.9%), 영업이익 618억원(QoQ, -18.0%)으로 전망된다. 다만 기대를 모았던 자체 IP를 활용한 모바일 게임은 리니지RK와 아이온 레기온스 등의 출시일정이 조정됨에 따라 하반기에 선보일 수 있을 것으로 전망된다. 상반기에는 불소모바일 외에 퍼블리싱 모바일 게임과 IP제휴(리니지2)를 통한 모바일 게임이 출시될 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 300,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 300,000원을 유지한다. 몇몇 모바일 일정이 소폭 연기되었지만 해외 불소의 성장세 확인과 더불어 기대작 중 하나인 불소 모바일이 1Q에 출시될 예정이기 때문에 안정적 실적이 이어질 것으로 전망된다. 리니지이터널의 CBT일정, 출시일정이 변경되지 않았다는 점에서 동사에 대한 장기적 관점도 긍정적으로 유지한다.

## 4Q실적 및 당사추정치, 컨센서스 (단위: 십억원)

	3Q15	4Q15P	당사추정치		컨센서스	
			4Q 추정치	차이	4Q 추정치	차이
매출액	195.7	237.0	235.9	0.5%	236.9	0.0%
영업이익	50.6	74.9	69.8	7.3%	74.7	0.3%
당기순이익	30.6	42.2	61.9	-31.8%	65.4	-35.4%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
매출액	188	218	196	237	216	249	239	292	839	838	996
게임 매출액	163	197	173	208	190	217	209	255	702	740	870
리니지	66	85	78	83	69	91	84	67	263	313	312
리니지 2	11	16	16	20	14	16	15	16	60	63	61
아이온	18	20	17	19	19	20	17	19	94	74	75
블레이드앤소울	27	30	25	32	37	41	34	45	83	114	157
길드워 2(확장팩)	20	22	21	37	30	25	23	22	86	101	100
기타(모바일, 신작)	20	22	17	16	21	23	54	156	117	76	254
로열티 매출액	26	21	23	29	26	32	30	37	137	99	126
영업비용	143	150	145	162	154	157	152	165	561	601	628
인건비	86	81	81	77	91	86	86	81	309	325	344
매출변동비	13	15	13	14	12	13	13	16	47	55	53
마케팅비	4	8	8	14	8	10	7	14	33	34	39
감가상각비	9	8	9	8	9	8	9	8	34	34	33
기타	31	38	34	50	34	40	38	47	137	153	160
영업이익	45	67	51	75	62	92	87	127	278	237	368
영업이익률	24%	31%	26%	32%	29%	37%	36%	43%	33%	28%	37%
YOY											
매출액	6%	2%	-8%	1%	15%	14%	22%	23%	11%	0%	19%
영업비용	7%	1%	11%	10%	8%	4%	5%	2%	2%	7%	5%
영업이익	1%	3%	-38%	-14%	38%	37%	72%	70%	36%	-15%	55%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	757	839	838	996	1,154
매출원가	220	220	203	198	202
매출총이익	536	618	636	798	951
판매비및일반관리비	331	340	398	431	503
영업이익(보고)	205	278	237	368	449
영업이익(핵심)	205	278	237	368	449
영업외손익	11	11	2	22	25
이자수익	17	17	20	19	22
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	2	9	13	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	3	5	3	0	0
관계기업지분법손익	4	-2	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	3	0	3	2	2
금융상품평가및기타금융이익	5	2	-2	0	0
기타	-16	-11	-27	0	0
법인세차감전이익	216	289	240	390	473
법인세비용	58	61	73	95	116
유효법인세율 (%)	26.6%	21.3%	30.6%	24.5%	24.5%
당기순이익	159	228	166	294	357
지배주주지분순이익(억원)	159	230	165	291	353
EBITDA	241	315	270	399	480
현금순이익(Cash Earnings)	194	264	199	326	389
수정당기순이익	153	226	166	292	356
증감율(% YoY)					
매출액	0.4	10.8	0.0	18.8	15.8
영업이익(보고)	35.7	35.5	-14.6	54.8	22.0
영업이익(핵심)	35.7	35.5	-14.6	54.8	22.0
EBITDA	26.9	30.9	-14.4	48.1	20.2
지배주주지분 당기순이익	1.9	44.9	-28.4	76.6	21.5
EPS	1.8	44.7	-28.4	76.6	21.5
수정순이익	2.3	48.1	-26.8	76.4	21.6

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	236	264	233	409	420
당기순이익	159	228	166	294	357
감가상각비	29	30	27	26	26
무형자산상각비	6	6	5	6	6
외환손익	0	-5	-9	0	0
자산처분손익	1	1	-3	-2	-2
지분법손익	0	0	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-16	-21	7	86	34
기타	57	25	38	0	0
투자활동현금흐름	-214	-176	-192	-160	-161
투자자산의 처분	-115	-156	-164	-131	-131
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-102	-19	-20	-21	-21
무형자산의 처분	-1	-2	-8	-8	-8
기타	4	1	0	-1	-1
재무활동현금흐름	-17	-12	-62	-53	-69
단기차입금의 증가	-6	-3	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-12	-68	-60	-75
기타	1	3	7	7	6
현금및현금성자산의순증가	0	79	-21	196	190
기초현금및현금성자산	123	123	203	182	378
기말현금및현금성자산	123	203	182	378	568
Gross Cash Flow	252	285	226	323	386
Op Free Cash Flow	68	214	182	367	374

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	786	1,020	998	1,348	1,691
현금및현금성자산	123	203	182	378	568
유동금융자산	555	695	695	826	956
매출채권및유동채권	106	121	121	144	166
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	694	679	812	815	820
장기매출채권및기타비유동채권	18	18	18	21	24
투자자산	292	301	464	464	464
유형자산	248	241	234	229	224
무형자산	112	95	68	71	72
기타비유동자산	23	26	28	31	35
자산총계	1,480	1,699	1,810	2,163	2,511
유동부채	252	245	252	362	419
매입채무및기타유동채무	208	210	210	311	360
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	36	42	50	58
비유동부채	69	78	85	94	103
장기매입채무및비유동채무	11	14	14	17	19
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	58	64	70	77	83
부채총계	321	323	337	456	522
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	218	219	219	219	219
이익잉여금	1,017	1,234	1,331	1,563	1,842
기타자본	-104	-103	-103	-103	-103
지배주주지분자본총계	1,141	1,361	1,458	1,689	1,968
비지배주주지분자본총계	18	15	16	18	21
자본총계	1,159	1,376	1,473	1,708	1,990
순차입금	-675	-898	-876	-1,203	-1,524
총차입금	3	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

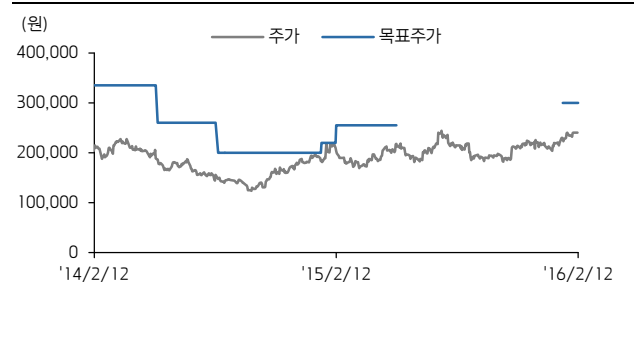
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	7,245	10,487	7,512	13,269	16,116
BPS	52,076	62,045	66,467	77,030	89,751
주당EBITDA	10,983	14,362	12,298	18,215	21,898
CFPS	8,859	12,051	9,055	14,869	17,736
DPS	600	3,430	2,747	3,500	4,000
주가배수(배)					
PER	34.3	17.4	28.4	16.1	13.2
PBR	4.8	2.9	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.8	9.7	14.2	8.8	6.7
PCFR	28.1	15.1	23.5	14.3	12.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.1	33.2	28.3	36.9	38.9
영업이익률(핵심)	27.1	33.2	28.3	36.9	38.9
EBITDA margin	31.8	37.5	32.2	40.1	41.6
순이익률	21.0	27.1	19.8	29.5	31.0
자기자본이익률(ROE)	14.6	18.0	11.7	18.5	19.3
투자자본이익률(ROIC)	56.9	145.4	117.5	290.0	1,032.6
안정성(%)					
부채비율	27.7	23.5	22.8	26.7	26.2
순차입금비율	-58.2	-65.3	-59.5	-70.5	-76.6
이자보상배율(배)	636.0	9,729.2	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.4	6.9	7.5	7.4
재고자산회전율	509.0	1,021.0	1,183.4	1,406.0	1,628.3
매입채무회전율	3.6	4.0	4.0	3.8	3.4

- 당사는 2월 11일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
엔씨소프트 (036570)	2014/02/14	BUY(Maintain)	335,000원
	2014/03/14	BUY(Maintain)	335,000원
	2014/05/19	BUY(Maintain)	260,000원
	2014/08/18	BUY(Maintain)	200,000원
	2014/11/14	BUY(Maintain)	200,000원
	2014/12/12	BUY(Maintain)	200,000원
	2015/01/21	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/01/28	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/02/12	BUY(Maintain)	255,000원
	2015/05/14	BUY(Maintain)	255,000원
담당자변경	2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000원
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%