



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원
주가(3/11): 263,000원
시가총액: 57,673억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/11)	1,971.41pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	263,500원	169,000원
등락률	-0.19%	55.62%
수익률	절대	상대
1W	9.6%	3.5%
1M	34.9%	32.8%
1Y	51.1%	51.9%

Company Data

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	154천주
외국인 지분율	32.99%
배당수익률(15E)	1.29%
BPS(15E)	66,467원
주요 주주	국민연금공단 13.6%
	김택진 외 9인 12.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	839	838	1,021	1,131
보고영업이익	278	237	392	427
핵심영업이익	278	237	392	427
EBITDA	315	270	424	458
세전이익	289	240	414	451
순이익	228	166	313	341
지배주주지분순이익	230	165	310	337
EPS(원)	10,487	7,512	14,116	15,371
증감률(%YoY)	44.7	-28.4	87.9	8.9
PER(배)	17.4	28.4	15.1	13.9
PBR(배)	2.9	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	9.7	14.2	8.2	7.0
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	38.4	37.7
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	38.4	37.7
ROE(%)	18.0	11.7	19.6	18.3
순부채비율(%)	-65.3	-59.5	-71.1	-76.4

Price Trend



기업브리프

엔씨소프트 (036570)

블소 모바일의 중국 내 성과, 유일무이



엔씨소프트의 블레이드앤소울 모바일이 중국 런칭 이후 예상을 뛰어넘는 성과를 달성하고 있다. 블소모바일의 성과는 세 가지 의미를 함포하고 있다. 1) 동사 모바일 DNA의 성장. 2) 동사 IP에 대한 재평가. 3) 중국 내 성공 가능성 확인이다. 블소모바일을 통한 실적 개선과 하반기 출시 일정 등을 고려하였을 경우 지속 성장이 가능할 것으로 판단되기 때문에 업종 내 Top Pick을 계속 유지한다.

>>> 순도 높은 블소모바일의 성과

엔씨소프트의 블레이드앤소울(이하 블소) 모바일이 중국 내에서 큰 성과를 기록하였다. 그 동안 간접적 성과(IP계약)만으로 중국 시장의 수혜를 받았던 국내 게임산업에 의미있는 결과다. 3/9일 출시 이후 13일 현재 iOS 매출 순위 5위~9위를 유지하고 있다. 최근 중국 모바일 게임시장은 여전히 높은 성장세를 구가하고 있다. 5~9위는 일평균 매출 5~15억원 수준을 기록하는 것으로 추정된다. 배분율은 25% 내외로 추정되고 있기 때문에 동사 실적이 크게 확대될 것으로 판단된다. 순매출 로열티로 인식될 것으로 판단되며 마케팅 등의 변동비용이 포함 안되기 때문에 온전히 영업이익으로 반영될 것이다. 온기 반영되는 2Q부터 영업이익이 급등할 것으로 전망된다.

>>> 향후 출시되는 모바일 게임에 대한 평가도 높아질 것

긍정적인 부분은 동사에 모바일 DNA가 성공적으로 심어졌다는 것이다. 향후 모바일 게임의 Hit Ratio가 올라갈 수 있다고 평가되며 블소 외 온라인 IP들의 중국 진출이 더 활발해질 것으로 전망된다. 또한 웹젠 뮤오리진의 사례를 살펴보더라도 국내 출시 등을 통한 매출확대 가능성도 존재한다.

다만 기대를 모았던 자체 IP를 활용한 모바일 게임은 리니지RK와 아이온 레기온스 등의 출시일정이 조정됨에 따라 하반기에 선보일 수 있을 것으로 전망된다. 상반기 일정은 모바일 퍼블리싱 게임 출시와 MXM CBT, 리니지이터널 CBT 등이 남아있다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 340,000원 상향

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 340,000원으로 상향한다. 중국 블소 모바일 매출이 예상을 상회함에 따라 2016년 연간 실적을 11.1% 상향추정하였기 때문이다. 모바일의 성과 외에도 미국 블소 온라인의 성과가 예상되기 때문에 긍정적 실적흐름이 예상된다. 특히 올해 연말 리니지이터널을 통해 동사가 지향하는 AI, 클라우드 시스템의 윤곽이 드러날 것으로 전망된다. 이를 통해 플랫폼으로서의 발전이 가능하기 때문에 지속적인 관심을 유지하길 권하는 바이다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015P	2016E
매출액	188	218	196	237	221	255	245	300	839	838	1,021
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	32	38	37	45	137	99	151
영업비용	143	150	145	162	154	157	152	165	561	601	629
인건비	86	81	81	77	91	86	86	81	309	325	344
매출변동비	13	15	13	14	12	14	13	16	47	55	54
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	67	98	93	134	278	237	392
영업이익률	24%	31%	26%	32%	30%	38%	38%	45%	33%	28%	38%
YOY											
매출액	6%	2%	-8%	1%	18%	17%	25%	26%	11%	0%	22%
영업비용	7%	1%	11%	10%	8%	5%	5%	2%	2%	7%	5%
영업이익	1%	3%	-38%	-14%	49%	46%	84%	79%	36%	-15%	65%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

블소모바일 중국 내 순위(3/13)

#	Free	Paid	Grossing
1	掌上斗牛 (new) Weeener Interactive	剑与魔法 3DMMO浪漫冒险手游 chong li	梦幻西游 连续生财无限 魔王聚会... 网易移动游戏
2	爱奇艺 太阳的后裔, 奇蹟说... QTV	霸道天下 霸道总裁代言 爱情动作... 深圳市德飞冲天网络科技有限公司	Clash Royale Supercell
3	Clash Royale Supercell	射雕英雄传3D (金庸正版) 武侠... Chengping MeiQi Interactive Technol...	大话西游 十三年经典手游 一款游... 网易移动游戏
4	大众点评 订座, 团购, 美食电影... 大众点评网	乱舞之刃 街机X三国 (剑魂2) Glanfei Huang	王者荣耀: 大魔王Faker推荐 腾讯... Tencent Mobile Games
5	WiFi万能钥匙 (官方版) 全球首创... Shanghai Lantern Network Technology...	最萌警察 共和国之盾 致敬仁警 Yincan Sheng	全民突击 腾讯首款真人实时对战F... Tencent Mobile Games
6	战斗吧剑灵 Tencent Mobile Games	我欲封天: 正版授权 (起点中文... bin yuan	战斗吧剑灵 Tencent Mobile Games
7	王者荣耀: 大魔王Faker推荐 腾讯... Tencent Mobile Games	决战: 赛博世界, 收集神奇宝贝! ... Aixin Zhu	青云诀传说 2016最美仙侠 正版3... 紫龙互娱
8	淘宝 随时随地, 想淘就淘 Taobao (China) Software CO.,LTD	挂挂三国 三国志真平武将历史... Ying Jie Li	爱奇艺 太阳的后裔, 奇蹟说... QTV
9	支付宝 (zhifubao) 口碑 生活... Alipay.com Co.,Ltd	妖精的尾巴: 启程 上海飒游	全民飞机大战 Tencent Mobile Games
10	Battle of Balls: Global Player, All... Supergop Games	挂机三勇士 威力加强版 (送装备) Zhidan Weng	全民奇迹MU (韩漫还原 圣域... Liu HuiCheng

자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

블소모바일 스크린샷



자료: Ncsoft, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	757	839	838	1,021	1,131
매출원가	220	220	203	197	203
매출총이익	536	618	636	824	928
판매비및일반관리비	331	340	398	432	502
영업이익(보고)	205	278	237	392	427
영업이익(핵심)	205	278	237	392	427
영업외손익	11	11	2	22	25
이자수익	17	17	20	20	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	414	451
법인세비용	58	61	73	102	111
유효법인세율 (%)	26.6%	21.3%	30.6%	24.5%	24.5%
당기순이익	159	228	166	313	341
지배주주지분순이익(억원)	159	230	165	310	337
EBITDA	241	315	270	424	458
현금순이익(Cash Earnings)	194	264	199	345	372
수정당기순이익	153	226	166	311	339
증감율(% YoY)					
매출액	0.4	10.8	0.0	21.8	10.7
영업이익(보고)	35.7	35.5	-14.6	65.1	8.8
영업이익(핵심)	35.7	35.5	-14.6	65.1	8.8
EBITDA	26.9	30.9	-14.4	57.2	8.1
지배주주지분 당기순이익	1.9	44.9	-28.4	87.9	8.9
EPS	1.8	44.7	-28.4	87.9	8.9
수정순이익	2.3	48.1	-26.8	87.7	9.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	236	264	233	434	393
당기순이익	159	228	166	313	341
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	92	23
기타	57	25	38	0	0
투자활동현금흐름	-214	-176	-192	-181	-121
투자자산의 처분	-115	-156	-164	-152	-91
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	-74
기타	1	3	7	7	6
현금및현금성자산의순증가	0	79	-21	200	203
기초현금및현금성자산	123	123	203	182	381
기말현금및현금성자산	123	203	182	381	585
Gross Cash Flow	252	285	226	342	370
Op Free Cash Flow	68	214	182	391	348

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	786	1,020	998	1,376	1,686
현금및현금성자산	123	203	182	381	585
유동금융자산	555	695	695	847	937
매출채권및유동채권	106	121	121	147	163
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	694	679	812	816	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	2,192	2,505
유동부채	252	245	252	371	410
매입채무및기타유동채무	208	210	210	319	353
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	36	42	52	57
비유동부채	69	78	85	95	102
장기매입채무및비유동채무	11	14	14	17	19
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	58	64	70	78	83
부채총계	321	323	337	465	513
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	218	219	219	219	219
이익잉여금	1,017	1,234	1,331	1,581	1,845
기타자본	-104	-103	-103	-103	-103
지배주주지분자본총계	1,141	1,361	1,458	1,708	1,971
비지배주주지분자본총계	18	15	16	19	21
자본총계	1,159	1,376	1,473	1,726	1,993
순차입금	-675	-898	-876	-1,228	-1,522
총차입금	3	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

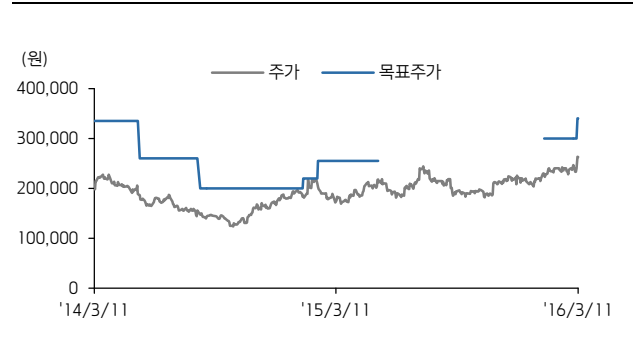
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	7,245	10,487	7,512	14,116	15,371
BPS	52,076	62,045	66,467	77,877	89,894
주당EBITDA	10,983	14,362	12,298	19,336	20,904
CFPS	8,859	12,051	9,055	15,724	16,983
DPS	600	3,430	2,747	3,500	4,000
주가배수(배)					
PER	34.3	17.4	28.4	15.1	13.9
PBR	4.8	2.9	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA	19.8	9.7	14.2	8.2	7.0
PCFR	28.1	15.1	23.5	13.5	12.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.1	33.2	28.3	38.4	37.7
영업이익률(핵심)	27.1	33.2	28.3	38.4	37.7
EBITDA margin	31.8	37.5	32.2	41.5	40.5
순이익률	21.0	27.1	19.8	30.6	30.1
자기자본이익률(ROE)	14.6	18.0	11.7	19.6	18.3
투자자본이익률(ROIC)	56.9	145.4	117.5	318.5	991.5
안정성(%)					
부채비율	27.7	23.5	22.8	27.0	25.7
순차입금비율	-58.2	-65.3	-59.5	-71.1	-76.4
이자보상배율(배)	636.0	9,729.2	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.4	6.9	7.6	7.3
재고자산회전율	509.0	1,021.0	1,183.4	1,441.8	1,596.4
매입채무회전율	3.6	4.0	4.0	3.9	3.4

- 당사는 3월 11일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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)	2014/03/14	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	BUY(Reinitiate)	300,000원
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원

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%