

엔씨소프트(036570/KS)

안정적 실적에 신작이 가세하게 될 2016 년

매수(유지)

T.P 290,000 원(상향)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	43 만주
액면가	500 원
시가총액	52,630 억원
주요주주	
국민연금공단	13.55%
김택진(외9)	12.18%
외국인지분률	32.70%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/02/11)	240,000 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	244,000 원
52주 최저가	169,000 원
60일 평균 거래대금	303 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.2%	12.9%
6개월	10.3%	16.8%
12개월	12.4%	14.5%

엔씨소프트 4Q15 실적은 리니지 1을 비롯하여 리니지 2, 길드워 2, 아이온, 블레이드앤소울 등 대부분 게임에서의 매출 반등으로 기대치를 충족하는 양호한 실적을 기록하였다. 기존 게임의 안정적 실적은 2016년에도 지속될 가능성이 높으며 중국 블레이드앤소울 모바일을 시작으로 온라인과 모바일에서의 다양한 신작 라인업은 엔씨소프트 기업가치 레벨업을 견인할 것으로 예상된다

4Q15: 기대치 충족한 양호한 실적

엔씨소프트 4Q15 실적은 매출액 2,370 억원(21.1% qoq), 영업이익 749 억원(48.1% qoq, OPM: 31.6%)이다. 매출의 증가는 리니지 1의 서버확대 및 빈티지 업데이트 효과와 길드워 2 확장팩 출시, 리니지 2, 아이온, 블레이드앤소울의 업데이트 효과로 기존 게임의 매출이 전기 대비 증가하였기 때문이다. 리니지 1을 비롯한 기존 게임의 매출 반등은 향후 업데이트와 이벤트를 통해 안정적인 매출을 기대할 수 있는 요인으로 2016년 엔씨소프트의 안정적 매출을 예상한다

다양하게 준비된 2016년 신작 라인업

엔씨소프트는 2016년 다수의 신작 출시를 예정하고 있다. 1분기 중국 블레이드앤소울 모바일의 출시가 예정이며 리니지 레드나이즈 등 리니지 IP를 활용한 게임도 상반기 테스트, 하반기 상용화 예정이고 MXM 1분기말 ~ 2분기 초 CBT, 하반기 상용화, 퍼블리싱 게임 2종도 상반기와 하반기 상용화 예정으로 어느 해 보다 다양한 신작이 준비 중에 있다. 리니지이터널도 상반기 CBT가 예정되어 있어 온라인게임에 대한 기대감도 유효한 상황이다.

투자의견 매수, 목표주가 290,000 원(상향)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 기존게임의 매출 반등으로 2016년에도 업데이트와 이벤트를 통해 안정적 실적을 기대할 수 있고 중국 블레이드앤소울과 리니지 기반 모바일 게임, MXM 등의 신규 게임이 출시되며 실적 레벨업이 가능하다고 판단하기 때문이다. 넷마블 상장 시 지분가치(현재 9.8% 보유)가 부각될 수 있으며 넥슨과의 지분이 정리되며 영업외에서의 부정적 이슈도 마무리된 상황이다. 신작 출시 반영하여 2016년 실적 상향으로 목표주가는 기존 26만원에서 29만원으로 상향조정한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	7,535	7,567	8,387	8,383	9,859	12,279
yoy	%	23.8	0.4	10.9	-0.1	17.6	24.6
영업이익	억원	1,513	2,052	2,782	2,375	3,199	4,830
yoy	%	11.4	35.7	35.6	-14.6	34.7	51.0
EBITDA	억원	1,896	2,406	3,149	2,722	3,510	5,097
세전이익	억원	1,829	2,162	2,890	2,395	3,468	5,185
순이익(지배주주)	억원	1,558	1,588	2,300	1,654	2,612	3,910
영업이익률%	%	20.1	27.1	33.2	28.3	32.5	39.3
EBITDA%	%	25.2	31.8	37.6	32.5	35.6	41.5
순이익률	%	20.4	21.0	27.1	19.8	26.6	31.9
EPS	원	7,121	7,245	10,487	7,542	11,911	17,832
PER	배	21.1	34.3	17.4	28.2	20.2	13.5
PBR	배	3.3	4.8	2.9	2.6	2.7	2.3
EV/EBITDA	배	14.8	20.1	10.1	14.0	11.8	7.4
ROE	%	16.8	14.8	18.4	10.5	13.9	18.2
순차입금	억원	-5,394	-6,694	-8,969	-9,546	-12,281	-15,935
부채비율	%	29.0	27.7	23.5	19.9	21.2	18.5

엔씨소프트 4Q15 실적 Review

(단위: % 억원)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b-1)
매출액	2,351	1,881	2,175	1,957	2,370	0.8	21.1	2,369	2,199	7.8
영업이익	874	449	671	506	749	-14.3	48.1	747	696	7.6
세전이익	937	484	770	519	622	-33.6	19.9	821	659	-5.6
지배주주순이익	628	356	570	303	425	-32.4	40.0	654	542	-21.7
영업이익률	37.2	23.9	30.8	25.9	31.6	-5.5	5.8	31.6	27.9	3.7
세전이익률	39.8	25.7	35.4	26.5	26.2	-13.6	-0.3	34.7	31.6	-5.4
지배주주순이익률	26.7	18.9	26.2	15.5	17.9	-8.8	2.4	27.6	23.1	-5.2

자료: SK 증권

엔씨소프트 실적변경 내용

(단위: % 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	8,383	9,859	8,213	8,969	2.1	9.9
영업이익	2,375	3,199	2,322	2,879	2.3	11.1
영업이익률	28.3	32.5	28.3	32.1	0.1	0.4
세전이익	2,395	3,468	2,449	3,129	-2.2	10.8
세전이익률	28.6	35.2	29.8	34.9	-1.2	0.3
지배주주순이익	1,654	2,612	1,771	2,327	-6.6	12.3
지배주주순이익률	19.7	26.5	21.6	25.9	-1.8	0.6
EPS(원)	7,542	11,911	8,078	10,610	-6.6	12.3

자료: SK 증권

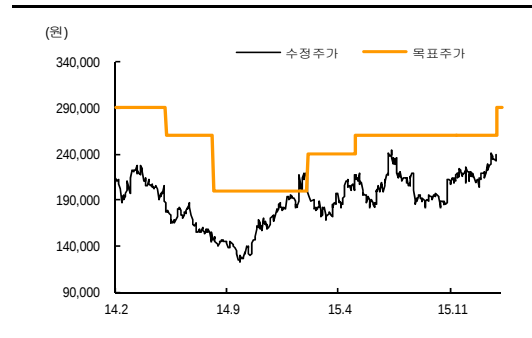
엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q14A	2Q14A	3Q14A	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15P	2014A	2015E	2016E
영업수익	178,147	213,811	211,615	235,145	188,113	217,538	195,671	236,975	838,718	838,298	985,899
리니지	41,019	56,885	68,514	96,711	66,024	85,479	78,211	83,163	263,128	312,876	324,129
리니지2	11,593	13,573	14,841	19,472	11,010	16,273	15,619	20,050	59,479	62,952	69,777
아이온	22,225	18,347	32,937	20,935	18,258	20,094	16,775	18,591	94,445	73,718	68,132
기타	14,369	18,044	17,611	16,261	17,800	20,412	14,781	17,313	66,284	70,306	69,197
블레이드앤소울	19,234	19,132	19,759	24,576	26,771	29,763	24,919	32,414	82,701	113,867	135,727
길드워2	25,170	21,506	19,686	19,272	20,026	22,470	20,699	37,331	85,634	100,527	116,252
와일드스타		28,048	16,007	5,491	2,593	2,075	1,727	2,668	49,547	9,063	8,903
로열티	44,564	37,567	22,260	32,428	25,631	20,973	22,941	25,444	136,819	94,988	94,782
모바일게임									-	-	99,000
영업비용	133,627	148,863	130,277	147,764	143,246	150,441	145,085	162,060	560,531	600,831	665,971
영업이익	44,520	64,948	81,338	87,381	44,867	67,098	50,586	74,915	278,188	237,466	319,928
영업이익률	25.0%	30.4%	38.4%	37.2%	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	33.2%	28.3%	32.5%

자료: 엔씨소프트, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.02.12	매수	290,000원
	2015.12.09	매수	260,000원
	2015.11.05	매수	260,000원
	2015.10.08	매수	260,000원
	2015.08.03	매수	260,000원
	2015.07.09	매수	260,000원
	2015.05.14	매수	260,000원
	2015.04.14	매수	240,000원
	2015.02.12	매수	240,000원
	2014.11.14	매수	200,000원
	2014.08.18	매수	200,000원
	2014.07.03	매수	260,000원
	2014.05.19	매수	260,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 12일 기준)

매수	95.33%	중립	4.67%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	7,855	10,195	10,782	13,773	17,410
현금및현금성자산	1,233	2,028	4,364	7,098	10,752
매출채권및기타채권	829	903	911	1,102	1,089
재고자산	9	7	7	9	9
비유동자산	6,940	6,793	10,771	10,483	10,199
장기금융자산	219	274	4,462	4,462	4,462
유형자산	2,483	2,408	2,278	2,025	1,805
무형자산	1,121	946	834	789	754
자산총계	14,795	16,988	21,553	24,257	27,609
유동부채	2,518	2,454	2,473	2,992	2,958
단기금융부채	34	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	226	255	257	310	307
단기충당부채	0	5	5	6	6
비유동부채	689	778	1,102	1,248	1,343
장기금융부채	52	10	9	9	9
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	52	51	49	56	53
부채총계	3,208	3,232	3,575	4,240	4,300
지배주주지분	11,412	13,606	17,790	19,811	23,086
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	2,209	2,224	4,417	4,417	4,417
기타자본구성요소	-1,013	-991	23	23	23
자기주식	-1,028	-1,021	-4	-4	-4
이익잉여금	10,168	12,343	13,283	15,295	18,560
비지배주주지분	175	150	189	206	223
자본총계	11,588	13,756	17,978	20,017	23,309
부채외자본총계	14,795	16,988	21,553	24,257	27,609

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	2,165	2,460	1,311	3,064	3,942
당기순이익(손실)	1,587	2,275	1,664	2,622	3,920
비현금성항목등	994	1,088	1,187	888	1,177
유형자산감가상각비	289	302	281	253	220
무형자산감가상각비	65	65	66	57	48
기타	271	319	297	-25	-25
운전자본감소(증가)	-159	-211	-664	405	115
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-111	31	-191	13
재고자산감소(증가)	10	2	0	-2	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	92	6	0	54	-4
기타	-170	-109	-696	544	106
법인세납부	-257	-692	-875	-851	-1,270
투자활동현금흐름	-1,932	-1,566	-2,302	270	357
금융자산감소(증가)	-1,129	-1,463	-2,255	0	0
유형자산감소(증가)	-1,012	-188	-75	0	0
무형자산감소(증가)	-10	-16	-13	-13	-13
기타	219	100	41	283	370
재무활동현금흐름	-181	-137	3,217	-600	-645
단기금융부채증가(감소)	-63	-34	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	9	23	3,907	0	0
배당금의 지급	-120	-120	-685	-600	-645
기타	-7	-6	-4	0	0
현금의 증가(감소)	3	794	2,336	2,734	3,654
기초현금	1,230	1,233	2,028	4,364	7,098
기말현금	1,233	2,028	4,364	7,098	10,752
FCF	1,221	2,240	1,911	2,988	3,888

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,567	8,387	8,383	9,859	12,279
매출원가	2,205	2,203	2,117	2,720	3,043
매출총이익	5,362	6,184	6,266	7,139	9,237
매출총이익률 (%)	70.9	73.7	74.8	72.4	75.2
판매비와관리비	3,310	3,403	3,892	3,940	4,407
영업이익	2,052	2,782	2,375	3,199	4,830
영업이익률 (%)	27.1	33.2	28.3	32.5	39.3
비영업손익	110	108	20	268	355
순금융비용	-164	-174	-202	-251	-338
외환관련손익	-19	45	-7	-7	-7
관계기업투자등 관련손익	43	-16	-4	0	0
세전계속사업이익	2,162	2,890	2,395	3,468	5,185
세전계속사업이익률 (%)	28.6	34.5	28.6	35.2	42.2
계속사업법인세	575	615	732	846	1,265
계속사업이익	1,587	2,275	1,664	2,622	3,920
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,587	2,275	1,664	2,622	3,920
순이익률 (%)	21.0	27.1	19.8	26.6	31.9
지배주주	1,588	2,300	1,654	2,612	3,910
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.98	27.42	19.73	26.49	31.84
비지배주주	-1	-24	10	10	10
총포괄이익	1,481	2,240	1,680	2,638	3,937
지배주주	1,509	2,276	1,663	2,621	3,919
비지배주주	-28	-36	17	17	17
EBITDA	2,406	3,149	2,722	3,510	5,097

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	04	109	-0.1	17.6	24.6
영업이익	35.7	35.6	-14.6	34.7	51.0
세전계속사업이익	18.2	33.7	-17.1	44.8	49.5
EBITDA	26.9	30.9	-13.6	28.9	45.2
EPS(계속사업)	1.8	44.7	-28.1	57.9	49.7
수익성 (%)					
ROE	14.8	18.4	10.5	13.9	18.2
ROA	11.4	14.3	8.6	11.5	15.1
EBITDA마진	31.8	37.6	32.5	35.6	41.5
안정성 (%)					
유동비율	311.9	415.5	436.0	460.3	588.7
부채비율	27.7	23.5	19.9	21.2	18.5
순차입금/자기자본	-57.8	-65.2	-53.1	-61.4	-68.4
EBITDA/이자비용(배)	745.8	11,013.9	15,949.8	25,608.0	37,190.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,245	10,487	7,542	11,911	17,832
BPS	52,076	62,045	81,125	90,343	105,274
CFPS	8,861	12,162	9,126	13,326	19,051
주당 현금배당금	600	3,430	2,747	3,000	3,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	34.3	23.3	32.4	20.2	13.5
PER(최저)	17.7	11.8	22.4	17.1	11.4
PBR(최고)	4.8	3.9	3.0	2.7	2.3
PBR(최저)	2.5	2.0	2.1	2.3	1.9
PCR	28.0	15.0	23.3	18.0	12.6
EV/EBITDA(최고)	20.1	14.4	16.5	11.8	7.5
EV/EBITDA(최저)	9.1	6.0	10.4	9.5	5.9