

## 엔씨소프트(036570/KS)

## 양호한 실적과 하반기 기대감 확대

## 매수(유지)

T.P 290,000 원(유지)

## Analyst

## 최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	52,301 억원

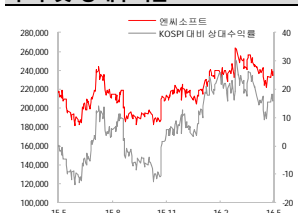
## 주요주주

국민연금공단	13.08%
김택진(외)	12.01%
외국인지분	32.50%
배당수익률	1.20%

## Stock Data

주가(16/05/13)	238,500 원
KOSPI	1966.99 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	263,500 원
52주 최저가	181,500 원
60일 평균 거래대금	381 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	-2.3%
6개월	11.5%	11.8%
12개월	9.9%	18.1%

엔씨소프트 1Q16 실적은 일회성 인건비 지급에 따른 비용 증가요인에도 불구하고 블레이드앤소울과 아이온의 매출 증가로 인해 전기 수준의 양호한 영업이익률을 기록하였다. 2분기에도 1분기와 유사한 수준의 실적을 예상한다. 엔씨소프트 기업가치는 하반기 출시될 모바일게임이 중요한 변수인데 리니지 IP 인지도와 엔씨소프트 개발력을 고려하면 성공가능성이 충분하다는 판단이다

## 1Q16: 비용증가에도 양호한 실적

엔씨소프트 1Q16 실적은 매출액 2,408 억원(1.6% qoq), 영업이익 758 억원(1.2% qoq, OPM: 31.5%)이다. 블레이드앤소울이 북미/유럽에서의 호조를 보이며 분기 사상 최대 매출(540 억원, 66.7% qoq)을 기록하였으며 아이온은 5.1 업데이트 효과로 매출 성장을 견인하였다. 리니지 1도 789 억원 매출을 기록하며 안정적인 실적을 유지하고 있다. 일회성 특별상여 지급에 따라 인건비가 전기 대비 29.5% 증가하였으나 영업이익률은 31.5%로 전기(31.6%) 수준을 유지한 양호한 실적이라 판단한다. 2분기에도 신규게임 출시의 일시적인 공백이 예상되지만 일회성 인건비가 제거되면서 1분기 수준의 영업이익 달성이 가능할 전망이다

## 하반기 신규게임 기대감 확산

엔씨소프트가 개발중에 있는 리니지 IP 활용 신규 모바일 게임은 대부분 하반기 출시가 예정되어 있다. 리니지 RK는 3분기 출시가 예정되어 있으며 리니지모바일, 리니지 2 레전드는 4분기 출시 예정이다. MXM은 구체적인 출시일정은 확정되지 않았으나 중국과 미국에서 CBT를 준비중에 있으며 리니지이터널과 AMP 프로젝트는 대규모 사내 집중테스트를 진행하였다. 리니지 기반의 모바일 게임 이후에도 국내외에서 신규 온라인/모바일 게임 출시가 예정됨에 따라 엔씨소프트 성장스토리는 여전히 유효하다고 판단한다

## 투자의견 매수, 목표주가 29만원(유지)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 온라인게임의 해외 거점확대 및 업데이트와 리니지 IP 활용 모바일게임 출시로 성장에 대한 가시성이 높다고 판단하기 때문이다. 하반기 출시될 모바일게임의 성과가 향후 엔씨소프트 기업가치를 결정할 가장 중요한 변수인데 리니지의 인지도와 엔씨소프트의 개발력을 고려할 경우 성공가능성이 높다고 판단한다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	10,169	12,443	12,371
yoy	%	0.4	10.9	-0.1	21.3	22.4	-0.6
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	3,194	4,013	4,215
yoy	%	35.7	35.6	-14.6	34.5	25.7	5.1
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,513	4,283	4,445
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,558	4,454	4,724
순이익(지배주주)	억원	1,588	2,300	1,654	2,681	3,358	3,562
영업이익률%	%	27.1	33.2	28.3	31.4	32.3	34.1
EBITDA%	%	31.8	37.6	32.5	34.6	34.4	35.9
순이익률	%	21.0	27.1	19.8	26.5	27.1	28.9
EPS	원	7,245	10,487	7,542	12,224	15,312	16,244
PER	배	34.3	17.4	28.2	19.5	15.6	14.7
PBR	배	4.8	2.9	2.6	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	11.7	8.8	7.8
ROE	%	14.8	18.4	10.6	14.3	15.8	14.8
순차입금	억원	-6,694	-8,969	-9,521	-12,307	-15,543	-18,745
부채비율	%	27.7	23.5	24.1	24.8	23.7	22.1

## 엔씨소프트 1Q16 실적 Review

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b-1)
매출액	1,881	2,175	1,957	2,370	2,408	28.0	1.6	2,220	2,199	9.5
영업이익	449	671	506	749	758	68.9	1.2	709	696	8.9
세전이익	484	770	519	622	810	67.3	30.2	771	659	22.9
지배주주순이익	356	570	303	425	613	71.9	44.3	578	542	13.0
영업이익률	23.9	30.8	25.9	31.6	31.5	7.6	-0.1	31.9	27.9	3.6
세전이익률	25.7	35.4	26.5	26.2	33.6	7.9	7.4	34.7	31.6	2.0
지배주주순이익률	18.9	26.2	15.5	17.9	25.4	6.5	7.5	26.0	23.1	2.3

자료: 엔씨소프트, SK 증권

## 엔씨소프트 실적변경 내용

(단위: % 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b-1)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	10,169	12,443	9,859	12,279	3.1	1.3
영업이익	3,194	4,013	3,199	4,830	-0.2	-16.9
영업이익률	31.4	32.2	32.4	39.3	-1.0	-7.1
세전이익	3,558	4,454	3,468	5,185	2.6	-14.1
세전이익률	35.0	35.8	35.2	42.2	-0.2	-6.4
지배주주순이익	2,681	3,358	2,612	3,910	2.6	-14.1
지배주주순이익률	26.4	27.0	26.5	31.8	-0.1	-4.9
EPS(원)	12,224	15,312	11,911	17,832	2.6	-14.1

자료: SK 증권

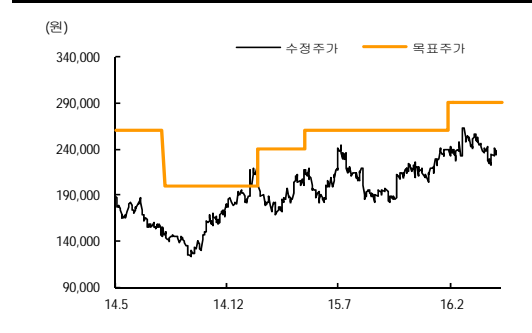
## 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	188,113	217,538	195,671	236,975	240,848	240,670	261,755	273,623	838,298	1,016,895	1,244,281
리니지	66,024	85,479	78,211	83,163	78,877	86,512	83,320	80,306	312,876	329,015	323,734
리니지2	11,010	16,273	15,619	20,050	17,076	16,340	17,256	16,389	62,952	67,061	63,545
아이온	18,258	20,094	16,775	18,591	20,125	19,009	19,102	18,983	73,718	77,218	72,555
기타	17,800	20,412	14,781	17,313	9,557	10,861	13,128	12,715	70,306	46,262	48,181
블레이드앤소울	26,771	29,763	24,919	32,414	54,018	52,377	48,267	50,443	113,867	205,105	165,597
길드워2	20,026	22,470	20,699	37,331	30,557	27,764	26,179	27,412	100,527	111,913	97,185
와일드스타	2,593	2,075	1,727	2,668	1,282	1,892	1,948	1,707	9,063	6,829	7,308
로열티	25,631	20,973	22,941	25,444	29,356	25,914	26,905	27,391	94,988	109,566	107,725
모바일							25,650	38,277	-	63,927	358,452
영업비용	143,246	150,441	145,085	162,060	165,063	166,019	178,494	187,965	600,831	697,540	843,027
영업이익	44,867	67,098	50,586	74,915	75,785	74,651	83,260	85,658	237,466	319,355	401,254
영업이익률	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	31.5%	31.0%	31.8%	31.3%	28.3%	31.4%	32.2%

자료: SK 증권, 엔씨소프트

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.16	매수	290,000원
	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



## 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 5월 16일 기준)

매수	96.45%	중립	3.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	10,195	10,828	13,814	17,166	20,430
현금및현금성자산	2,028	2,481	5,267	8,503	11,705
매출채권및기타채권	903	903	1,043	1,123	1,167
재고자산	7	7	8	9	9
<b>비유동자산</b>	6,793	11,364	11,178	11,029	10,915
장기금융자산	274	5,219	5,219	5,219	5,219
유형자산	2,408	2,338	2,073	1,844	1,646
무형자산	946	642	580	530	490
<b>자산총계</b>	16,988	22,192	24,992	28,195	31,345
<b>유동부채</b>	2,454	3,375	3,897	4,200	4,362
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	255	294	340	366	380
단기충당부채	5	5	6	6	6
<b>비유동부채</b>	778	927	1,069	1,193	1,305
장기금융부채	10	11	11	11	11
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	51	56	58	58
<b>부채총계</b>	3,232	4,303	4,966	5,393	5,667
<b>지배주주지분</b>	13,606	17,695	19,813	22,572	25,429
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	2,224	4,412	4,412	4,412	4,412
기타자본구성요소	-991	-97	-97	-97	-97
자기주식	-1,021	-124	-124	-124	-124
이익잉여금	12,343	13,304	15,383	18,104	20,923
비지배주주지분	150	194	212	230	249
<b>자본총계</b>	13,756	17,889	20,026	22,803	25,678
<b>부채외자본총계</b>	16,988	22,192	24,992	28,195	31,345

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,460	2,253	3,098	3,508	3,513
당기순이익(손실)	2,275	1,664	2,690	3,367	3,572
비현금성항목등	1,088	1,237	823	916	873
유형자산감가상각비	302	285	265	229	198
무형자산감가상각비	65	65	54	42	31
기타	319	433	-28	-28	-28
운전자본감소(증가)	-211	62	437	295	204
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-109	10	-140	-81	-43
재고자산감소(증가)	2	1	-1	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	23	46	26	14
기타	-116	28	532	350	233
법인세납부	-692	-709	-851	-1,070	-1,136
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,566	-5,008	289	365	433
금융자산감소(증가)	-1,463	-4,791	0	0	0
유형자산감소(증가)	-188	-162	0	0	0
무형자산감소(증가)	-16	8	8	8	8
기타	100	-63	280	357	425
<b>재무활동현금흐름</b>	-137	3,102	-601	-638	-744
단기금융부채증가(감소)	-34	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	23	3,788	0	0	0
배당금의 지급	-120	-686	-601	-637	-743
기타	-6	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	794	453	2,786	3,236	3,202
기초현금	1,233	2,028	2,481	5,267	8,503
기말현금	2,028	2,481	5,267	8,503	11,705
FCF	2,240	2,742	3,079	3,508	3,529

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	8,387	8,383	10,169	12,443	12,371
<b>매출원가</b>	2,203	2,027	2,849	3,443	3,331
<b>매출총이익</b>	6,184	6,356	7,320	9,000	9,040
매출총이익률 (%)	73.7	75.8	72.0	72.3	73.1
<b>판매비와관리비</b>	3,403	3,981	4,126	4,987	4,825
영업이익	2,782	2,375	3,194	4,013	4,215
영업이익률 (%)	33.2	28.3	31.4	32.3	34.1
비영업손익	108	20	365	442	509
<b>순금융비용</b>	-174	-204	-242	-319	-386
외환관련손익	45	95	95	95	95
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-16	-20	0	0	0
세전계속사업이익	2,890	2,395	3,558	4,454	4,724
세전계속사업이익률 (%)	34.5	28.6	35.0	35.8	38.2
계속사업법인세	615	732	868	1,087	1,153
<b>계속사업이익</b>	2,275	1,664	2,690	3,367	3,572
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,275	1,664	2,690	3,367	3,572
<b>순이익률 (%)</b>	27.1	19.8	26.5	27.1	28.9
지배주주	2,300	1,654	2,681	3,358	3,562
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	27.42	19.73	26.36	26.99	28.79
비지배주주	-24	10	10	10	10
<b>총포괄이익</b>	2,240	1,710	2,737	3,414	3,619
지배주주	2,276	1,692	2,719	3,396	3,600
비지배주주	-36	18	18	18	18
EBITDA	3,149	2,724	3,513	4,283	4,445

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	109	-0.1	21.3	22.4	-0.6
영업이익	35.6	-14.6	34.5	25.7	5.1
세전계속사업이익	33.7	-17.1	48.6	25.2	6.1
EBITDA	30.9	-13.5	28.9	21.9	3.8
EPS(계속사업)	44.7	-28.1	62.1	25.3	6.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.4	10.6	14.3	15.8	14.8
ROA	14.3	8.5	11.4	12.7	12.0
EBITDA마진	37.6	32.5	34.6	34.4	35.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	415.5	320.8	354.4	408.7	468.4
부채비율	23.5	24.1	24.8	23.7	22.1
순차입금/자기자본	-65.2	-53.2	-61.5	-68.2	-73.0
EBITDA/이자비용(배)	11,013.9	8,466.4	11,190.8	13,645.1	14,159.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,487	7,542	12,224	15,312	16,244
BPS	62,045	80,693	90,353	102,933	115,962
CFPS	12,162	9,137	13,680	16,547	17,291
주당 현금배당금	3,430	2,747	3,000	3,500	3,800
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.3	32.4	21.6	17.2	16.2
PER(최저)	11.8	22.4	16.7	13.3	12.6
PBR(최고)	3.9	3.0	2.9	2.6	2.3
PBR(최저)	2.0	2.1	2.3	2.0	1.8
PCR	15.0	23.3	17.4	14.4	13.8
EV/EBITDA(최고)	14.4	16.5	13.2	10.1	9.1
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	9.5	7.1	6.1