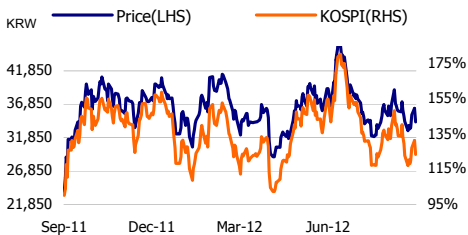


Earnings preview

Korea / Internet Services & Content				
28 September 2012	BUY			
목표주가	45,000 원			
현재주가 (27 Sep 2012)	33,350 원			
Upside/downside (%)	34.9			
KOSPI	1980.44			
시가총액 (십억원)	384.6			
52 주 최저/최고	26,300 / 48,200			
일평균거래대금 (십억원)	8.8			
외국인 지분율 (%)	12.2			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	39.3	74.2	95.3	119.1
영업이익 (십억원)	6.7	20.0	29.7	40.4
당기순이익 (십억원)	8.4	18.9	27.7	36.5
EPS (원)	742	1,644	2,408	3,173
EPS 성장률 (%)	198.1	121.8	46.5	31.7
P/E (x)	53.8	20.3	13.8	10.5
P/B (x)	6.9	4.6	3.5	2.6
EV/EBITDA (x)	53.3	15.8	9.9	6.6
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS (원)	100	100	100	100
ROE (%)	13.8	25.2	28.5	28.5
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(7.2)	(14.9)	40.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(10.4)	(23.9)	20.6

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

JCE (067000 KS)

제 2의 '롤더스카이'를 기대하며

JCE에 대한 목표주가 45,000 원, 투자 의견 매수를 유지함. 이는 동사의 주력인 '롤더스카이'의 안정적인 성장세가 유지되고 있으며, 향후에도 신규 게임들의 해외 진출에 힘입어 높은 성장세가 지속될 수 있을 것으로 판단되기 때문임. 동사는 신규 모바일게임 2~3개를 올 하반기에 출시할 것으로 보이며, 온라인게임 '프리스타일 풋볼'과 '프리스타일 2'의 중국 등 해외 서비스도 2013년에 본격화될 것으로 전망됨. 따라서 동사의 2013년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 28.5%, 48.3%의 높은 성장이 가능할 것으로 판단됨. 동사의 목표주가는 2013년 온라인게임 및 모바일게임 매출 비중에 따라 국내 인터넷 업종과 글로벌 모바일게임 업종 P/E를 각각 적용하여 산출함. 인터넷 업종은 국내 평균 P/E를 적용한 반면에 모바일업종은 글로벌 평균 P/E를 적용한 것은 모바일게임 산업은 국가간 진입장벽이 매우 낮기 때문임.

2012년 3/4분기 영업실적 전년동기 대비 큰 폭 상승

동사의 2012년 3/4분기 매출액 및 영업이익은 각각 184억원(YoY +105.7%, QoQ +5.9%), 39억원(YoY +456.6%, QoQ +17.8%)으로 전망됨. 동사의 3/4분기 매출 증가율이 전분기대비 다소 낮을 것으로 보는 것은 모바일게임 '롤더스카이'의 안정적인 성장에도 불구하고 온라인게임 '프리스타일' 시리즈의 트래픽이 하락하고 있기 때문임. '롤더스카이'는 6월 업데이트 이후 월 매출액이 40억원을 상회하고 있으며, 이에 따라 3/4분기 매출액은 전분기 대비 12.9% 증가한 124억원으로 전망됨. 반면에 동사의 '프리스타일', '프리스타일 2', '프리스타일 풋볼' 등은 전분기 대비 6~20% 감소할 것으로 보임. 이는 '리그 오브 레전드', '디아블로 3' 등 경쟁사들의 대작 온라인게임 출시에 따른 영향 때문임. 동사는 지난 2/4분기에 인센티브 지급에 따라 영업이익률이 전분기대비 12.3%p 하락한 19.1%이었으며, 3/4분기에는 TV 광고 등 마케팅 비용 증가로 영업이익률은 전분기 대비 소폭 향상된 21.2%에 그칠 것으로 판단됨.

모바일게임 '롤더스카이'의 안정적인 성장세 지속 전망

동사의 모바일게임 사업의 높은 성장세는 당분간 지속될 것으로 전망됨. 이는 동사의 주력 모바일게임 '롤더스카이'의 안정적인 성장세가 유지되고 있으며, 올해 2~3개의 신규 모바일게임을 출시할 것으로 판단되기 때문임. 동사의 '롤더스카이'의 일 평균이용자(DAU)는 63만명 수준이었으나, 지난 6월 대규모 업데이트 이후 최근 70만명 수준으로 증가했음. 또한 동사는 올해 출시할 2~3개의 신규 모바일게임을 이미 성공한 '롤더스카이' 이용자들을 기반으로 크로스 마케팅이 가능하다는 점에서 성공 가능성은 높아 보임. 동사는 일본에서 '롤더스카이'를 지난 7월부터 넥슨을 통해 서비스를 시작했으며, 조만간 대규모 업데이트를 실시할 예정임. 또한 대만에서도 올해 '롤더스카이' 서비스를 시작할 것으로 보임. 따라서 동사의 '롤더스카이'의 2013년 매출액은 전년대비 14.1% 증가한 509억원에 달할 것으로 전망됨.

2013년 매출액 및 영업이익 전년대비 각각 28.5%, 48.3% 성장 전망

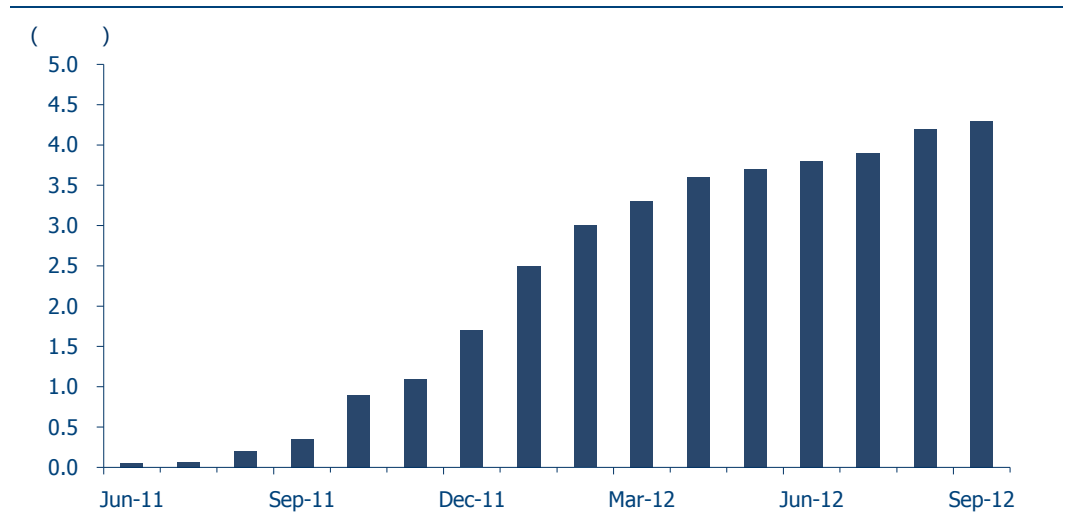
동사의 2012년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 88.9%, 196.8% 증가한 742억원, 200억원에 달할 것으로 전망됨. 이는 모바일게임 '롤더스카이'의 성공과 함께 '프리스타일 풋볼'과 '프리스타일 2'의 신규 매출액이 반영되었기 때문임. 2013년 하반기에 중국 텐센트를 통해 '프리스타일 풋볼'의 중국 상용화 서비스가 가능할 것으로 기대되며, '프리스타일 2'가 중국 수출 계약은 올 하반기에 체결될 것으로 보임. 또한 '프리스타일 풋볼'과 '프리스타일 2'의 대만 등 기타 국가로 서비스가 확대될 것으로 기대됨. 동사는 올 하반기에 2~3개의 신규 모바일게임을 출시할 예정이며, 이에 따른 신규 모바일게임 매출액은 2013년부터 반영될 것으로 기대됨. 따라서 동사의 2013년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 28.5%, 48.3% 증가한 953억원, 297억원에 달할 것으로 전망됨.

Figure 1 JCE의 3/4분기 영업실적 전망 (K-IFRS 개별기준)

(, %, ppt)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	q-q	y-y
	8.9	12.1	18.8	17.4	18.4	5.9	105.7
()	4.3	4.3	5.2	4.3	4.0	(6.1)	(6.1)
()	3.6	3.0	3.1	1.5	1.3	(10.6)	(64.3)
(2)	-	0.9	1.7	0.6	0.5	(20.9)	-
()	0.6	3.7	8.7	11.0	12.4	12.9	2,083.1
()	0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	298.7	(58.2)
	0.7	1.6	5.9	3.3	3.9	17.8	456.6
	1.7	2.0	5.7	2.8	3.9	41.1	129.7
	7.8	12.8	31.4	19.1	21.2	2.1	13.4
	18.9	16.1	30.2	15.9	21.1	5.3	2.2

자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 '롤 더 스카이'의 월 매출액 추이



자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 JCE의 '프리스타일' 시리즈 PC 방 기준 순위

				(%)	PC
1		Riot Games	RTS	21.7	17,052
2	&	NCsoft	RPG	14.0	16,168
3	3	Blizzard	RPG	8.2	16,261
4		GameHi	FPS	6.4	16,631
5		NCsoft	RPG	5.7	14,566
...					
19		JCE	Sports	0.7	8,257
...					
32		JCE	Sports	0.3	5,940
...					
44	2	JCE	Sports	0.2	3,655

자료: 게임트릭스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 '룰 더 스카이'의 국내 애플 앱스토어와 구글 플레이 순위

	애플 앱스토어	구글 플레이
1	애니팡 for Kakao	Sundaytoz
2	아이러브커피 for Kakao	Pati Studio
3	Rule the Sky	Rule the Sky
4	풍운삼국	바이킹 아일랜드 for Kakao
5	피쉬 아일랜드	Eternity Warriors 2
6	Tiny Farm	Tiny Farm
7	KakaoTalk Messenger	배틀 오브 레전드 (바하무트)
8	MeiOn	피쉬 아일랜드
9	역전 삼국지 HD	Fishing Superstars
10	박스 뮤직 - 무제한 음악 듣기	Punch Hero

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 JCE의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 개별기준)

	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
(, %, ppt)	39.3	74.2	95.3	119.1	88.9	28.5	25.0
	16.8	17.9	15.7	14.6	6.5	(12.4)	(6.6)
()	10.4	5.1	3.7	3.5	(51.0)	(27.3)	(5.4)
()	6.4	12.8	12.0	11.1	99.6	(6.5)	(7.0)
	15.3	7.4	11.0	17.8	(51.9)	48.9	62.5
()	15.3	7.4	5.8	5.6	(51.9)	(21.8)	(3.5)
()	-	-	5.2	12.2	-	-	135.5
2	0.9	3.5	9.2	14.9	304.6	162.7	63.1
()	0.9	3.5	2.8	2.7	304.6	(18.6)	(5.0)
()	-	-	6.3	12.2	-	-	93.7
	4.4	44.6	50.9	52.7	925	14.1	3.6
	2.0	0.8	8.6	19.0	(58.1)	934.7	121.3
	6.7	20.0	29.7	40.4	196.8	48.3	36.0
	8.4	18.9	27.7	36.5	124.1	46.5	31.7
	17.2	27.0	31.2	33.9	9.8	4.2	2.7
	21.5	25.5	29.1	30.7	4.0	3.6	1.6

자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 45,000 만원, 투자 의견 BUY 유지

목표주가 45,000 원, 투자 의견 BUY
 유지

동사에 대한 목표주가 45,000 원과 투자 의견 BUY를 유지함. 이는 2013 년에도 동사의 주력 모바일게임 '룰더스카 이'의 안정적인 성장이 유지될 것으로 보이며, 신규 온라인게임들의 해외 서비스에 따라 수익성이 좋은 해외 로열 티 매출이 큰 폭으로 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 동사의 목표주가는 2013 년 EPS를 온라인게임 및 모바일게 임 매출 비중에 따라 국내 인터넷 업종 평균 PER과 글로벌 모바일게임 업종 PER을 적용하여 산출함. 인터넷 업 종은 국내 평균 PER을 적용한 반면에 모바일 업종은 글로벌 평균 PER을 적용한 것은 모바일게임 산업의 국가간 진입장벽이 매우 낮기 때문이다.

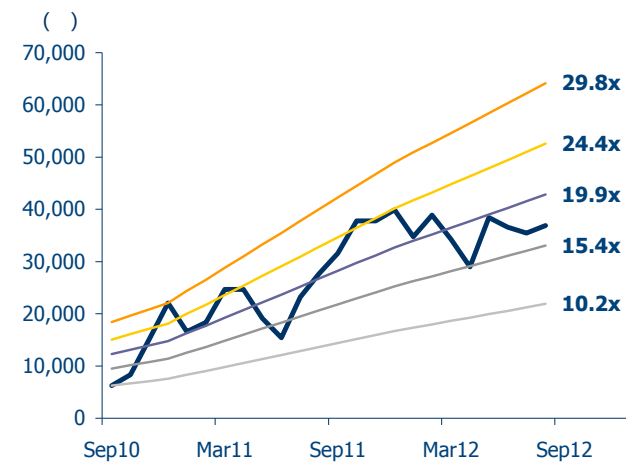
Figure 6 JCE 목표주가 산출

2013E		
(%)	A	42.1
(%)	B	57.9
EPS ()	C	2,408
EPS ()	$D = A * C$	1,013
EPS ()	$E = B * C$	1,395
PER	F	15.5
PER	G	20.8
가	$H = (D * F) + (E * G)$	44,721

자료: 미래에셋증권 리서치센터

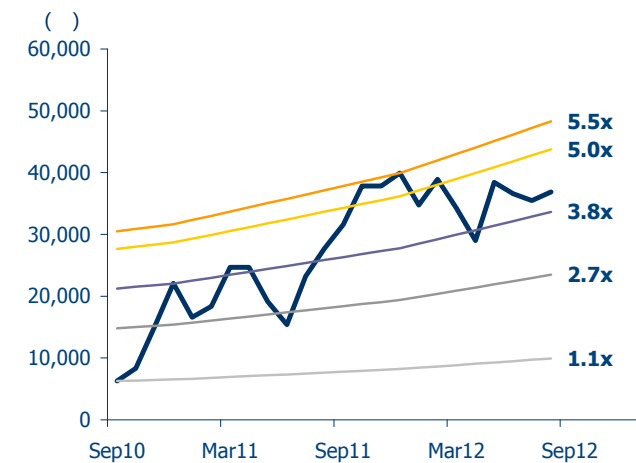
주: 매출 비중, EPS, 업종 PER은 2013년 기준임

Figure 7 JCE의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 JCE의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 글로벌 모바일 게임 업체 Peer valuation

Company		Gamevil	Com2uS	JCE	Gameloft	Glu Mobile	Zynga	DeNA	Gree
Target price (KRW)		135,000	78,000	45,000	-	-	-	-	-
Rating		BUY	BUY	BUY	-	-	-	-	-
Code		063080 KS	078340 KS	067000 KS	GFT FP	GLUU US	ZNGA US	2432 JP	3632 JP
Price change (YTD,%)		55.5	178.0	(15.9)	7.0	50.3	(70.0)	22.4	(40.6)
Share price (KRW, US\$)		106,200	66,300	33,350	6.67	4.72	2.82	36.39	20.27
Market cap. (KRW tn, US\$ bn)		0.59	0.67	0.38	0.53	0.31	2.14	5.49	4.75
Revenue (KRW bn, US\$ m)	FY11	42.8	36.2	39.3	215.9	68.4	1,135.4	1,371.6	793.8
	FY12E	71.7	81.5	74.2	268.0	95.9	1,227.2	1,801.4	2,074.5
	FY13E	112.3	118.3	95.3	309.5	129.4	1,307.9	2,453.0	2,406.0
Operating profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	17.5	3.0	6.7	27.9	(14.0)	162.6	671.9	397.3
	FY12E	27.5	21.8	20.0	29.9	(10.6)	(70.7)	775.8	1,087.5
	FY13E	40.4	38.9	29.7	40.5	9.3	(12.3)	949.1	1,059.6
OP margin (%)	FY11	40.9	8.2	17.2	12.9	(20.4)	14.3	49.0	50.0
	FY12E	38.4	26.8	27.0	11.1	(11.0)	(5.8)	43.1	52.4
	FY13E	36.0	32.8	31.2	13.1	7.2	(0.9)	38.7	44.0
Net profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	16.1	4.1	8.4	22.5	(9.5)	142.8	374.2	233.6
	FY12E	24.5	23.1	26.6	24.2	(2.2)	58.9	424.9	619.2
	FY13E	35.6	34.6	37.0	32.0	12.9	91.4	534.5	624.1
NP margin (%)	FY11	37.7	11.4	21.5	10.4	(13.9)	12.6	27.3	29.4
	FY12E	34.2	28.4	35.9	9.0	(2.3)	4.8	23.6	29.8
	FY13E	31.7	29.3	38.8	10.3	9.9	7.0	21.8	25.9
EPS	FY11	2,910	411	742	0.27	(0.15)	0.19	2.56	1.02
	FY12E	4,424	2,294	1,644	0.29	(0.03)	0.06	2.90	2.67
	FY13E	6,412	3,433	2,408	0.40	0.18	0.11	3.73	2.69
BPS	FY11	12,323	6,940	5,794	1.6	0.8	2.2	5.5	2.1
	FY12E	16,757	9,641	7,303	2.0	0.6	2.4	9.1	4.6
	FY13E	23,169	13,074	9,612	2.4	0.5	2.5	11.2	7.0
PER (x)	FY11	23.4	53.5	44.3	25.4	-	14.8	13.3	20.1
	FY12E	24.0	28.9	20.3	23.7	-	45.5	12.2	7.5
	FY13E	16.6	19.3	13.8	16.9	26.1	25.2	9.7	7.5
PBR (x)	FY11	5.5	3.2	5.7	4.1	5.6	1.3	6.1	9.2
	FY12E	6.3	6.9	4.6	3.4	8.4	1.2	3.9	4.4
	FY13E	4.6	5.1	3.5	2.8	8.7	1.1	3.2	2.9
EV/EBITDA (x)	FY11	17.3	41.8	53.3	9.7	-	2.0	6.7	10.2
	FY12E	16.5	25.6	15.8	11.1	151.3	2.7	5.9	3.7
	FY13E	10.7	14.2	9.9	8.5	15.1	2.4	5.0	3.9
ROE (%)	FY11	26.5	6.3	13.8	18.3	(42.0)	11.0	59.2	62.7
	FY12E	30.4	27.7	25.2	15.7	-	2.6	36.7	73.6
	FY13E	32.1	30.2	28.5	19.0	-	2.7	37.3	45.2
ROA (%)	FY11	23.5	5.9	12.2	-	(25.8)	9.8	42.0	31.6
	FY12E	27.0	25.0	21.9	-	-	3.7	24.1	45.1
	FY13E	28.9	27.3	25.1	-	-	1.4	21.3	28.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

주: 게임빌, 컴투스, JCE 는 최근 발간된 리포트 기준의 미래에셋증권 리서치센터 추정임

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	39	74	95	119
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	39	74	95	119
판매비와관리비	(33)	(54)	(66)	(79)
영업이익 (조정)	7	20	30	40
영업이익	7	20	30	40
순이자손익	1	1	3	3
지분법손익	0	0	0	0
기타	6	19	27	37
세전계속사업손익	8	21	32	43
법인세비용	1	(2)	(4)	(7)
당기순이익	8	19	28	37
당기순이익 (지배주주지분)	8	19	28	37
EPS (원)	742	1,644	2,408	3,173
EPS (지배주주지분, 원)	742	1,644	2,408	3,173

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	55.0	88.9	28.5	25.0
매출총이익 증가율	55.0	88.9	28.5	25.0
영업이익 증가율	102.7	196.8	48.3	36.0
당기순이익 증가율	201.8	124.1	46.5	31.7
EPS 증가율	198.1	121.8	46.5	31.7
매출총이익율	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	17.2	27.0	31.2	33.9
당기순이익률	21.5	25.5	29.1	30.7

자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	42	69	93	125
현금및현금성자산	3	30	48	78
단기금융자산	30	26	27	28
매출채권	9	12	18	18
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	34	28	31	35
유형자산	11	2	5	8
투자자산	8	9	9	10
기타비유동자산	7	8	8	8
자산총계	76	97	124	160
유동부채	7	6	7	7
매입채무	2	1	2	2
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	5	5	5	5
비유동부채	3	7	7	7
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	3	7	7	7
부채총계	10	13	14	14
지배주주지분	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	66	84	111	146
BVPS (원)	5,794	7,303	9,612	12,684

자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	8	21	25	38
당기순이익	8	19	28	37
유무형자산상각비	1	1	2	2
기타	0	2	0	0
운전자본증감	(2)	(1)	(5)	(1)
투자현금	(10)	8	(6)	(7)
자본적지출	(1)	(2)	(3)	(4)
기타	(6)	12	(3)	(3)
재무현금	(1)	(1)	(1)	(1)
배당금	1	1	1	1
자본의증가 (감소)	(1)	(1)	(1)	(1)
부채의증가 (감소)	(1)	0	0	0
기초현금	5	3	30	48
기말현금	3	30	48	78

자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	13.8	25.2	28.5	28.5
총자산이익률 (%)	12.2	21.9	25.1	25.7
재고자산 보유기간 (일)	-	-	-	-
매출채권 회수기간 (일)	82.8	58.9	67.7	56.7
매입채무 결제기간 (일)	21.3	7.3	8.4	7.0
순차입금/자기자본 (%)	(49.0)	(66.5)	(67.2)	(72.1)
이자보상배율 (x)	(6.2)	(15.0)	(11.5)	(12.0)

자료: JCE, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

Buy : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성 자 : 정 우 철, 우 윤 철

종목	담당자	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가				

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend		JCE (067000 KS)	
■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce		Date	Recommendation 12m target price
		2011-02-08	BUY(Initiate) 26,000
		2011-03-21	BUY 28,000(up)
		2011-04-05	BUY 34,000(up)
		2011-06-07	BUY 34,000
		2011-07-11	BUY 34,000
		2011-08-09	BUY 34,000
		2012-02-01	BUY 41,000(up)
		2012-04-13	BUY 41,000
		2012-07-04	BUY 45,000(up)
		2012-09-28	BUY 45,000