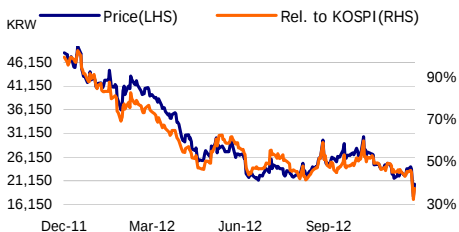


Target price / Rating raised

Korea / Internet Services & Content				
10 December 2012	BUY			
목표주가	41,000 원			
현재주가 (7 Dec 2012)	20,400 원			
Upside/downside (%)	27.5			
KOSPI	1957.45			
시가총액 (십억원)	447,066			
52 주 최저/최고	17,600 - 49,700			
일평균거래대금 (십억원)	14.4			
외국인 지분율 (%)	16.6			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	667.7	701.4	542.7	433.8
영업이익 (십억원)	106.8	124.6	101.6	119.8
당기순이익 (십억원)	72.5	84.5	70.3	83.9
EPS (원)	3,352	3,914	3,210	3,827
EPS 성장률 (%)	269.9	16.8	(18.0)	19.2
P/E (x)	12.9	5.2	6.4	5.3
P/B (x)	6.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	8.2	2.9	3.0	2.2
배당수익률 (%)	-	-	-	-
DPS (원)	-	-	-	-
ROE (%)	29.9	28.9	18.9	18.7
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(14.8)	(18.4)	(58.5)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(15.9)	(19.8)	(60.5)

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

네오위즈게임즈 (095660 KS)

주가 상승 걸림돌 제거

네오위즈게임즈에 대한 목표주가를 기존의 26,000 원에서 41,000 원으로 상향조정하며, 투자의 견도 기존의 중립에서 매수로 상향함. 이는 주가 상승의 걸림돌로 작용했던 중국 '크로스파이어'의 퍼블리싱 재계약이 성공했기 때문임. 따라서 동사는 '크로스파이어' 관련 로열티 매출액이 2016년 7월까지 발생할 것으로 보임. 또한 '피파온라인' 관련 매출액은 2013년 1월부터 더 이상 발생하지 않을 것으로 보이나, '차구차구' 채널링 서비스 계약에 따라 축구 관련 매출액도 지속될 수 있을 것으로 기대됨. 동사는 축구 게임 관련 풍부한 경험을 보유하고 있다는 점에서 신규 게임 '차구차구'의 성공 가능성이 높아 보임. 특히 동사는 사업 효율성 향상을 위해 비용을 강력히 통제하고 있으며, 이에 따라 최근 수익성이 향상되고 있는 추세에 있음. 동사의 목표주가는 2013년 인터넷 업종 평균 PER 12.7 배를 적용하여 산출함.

중국 '크로스파이어' 재계약 성공

동사는 스마일게이트가 개발한 '크로스파이어'의 중국 퍼블리싱 재계약을 체결했다고 밝힘. 동사의 중국 '크로스파이어'의 퍼블리싱은 2013년 7월말에 종결될 예정이었으나, 이번 재계약 성공으로 2016년 7월까지 서비스할 것으로 보임. 동사는 수익배분 등 구체적인 계약 내용을 밝히지 않고 있음. 그러나 동사가 보유하고 있던 '크로스파이어' 관련 상표권과 고객 DB 등을 스마일게이트 소유로 인정해주시기로 했다는 점에서 수익배분은 과거와 비슷한 수준에서 이루어진 것으로 추정됨. 반면에 동사의 중국 '크로스파이어'의 매출 인식은 기존 총매출에서 순매출로 조정될 것으로 보임. 따라서 2013년 7월 이후부터는 중국 로열티를 스마일게이트가 먼저 인식한 이후에 동사가 수익을 배분 받게 됨. 따라서 동사의 '크로스파이어' 매출액은 감소할 것으로 보이나, 이에 따른 영업이익 감소는 없을 것으로 보임. '크로스파이어'의 중국 현지 매출액은 1조원을 상회하고 있으며, 이중 25% 정도가 로열티로 추정됨. 동사의 2011년 '크로스파이어' 매출액은 2,887억원으로 추정됨.

'피파온라인' 관련 재계약 실패, 그러나 '차구차구'가 상쇄 할 것

동사는 EA社와 온라인 축구 게임 '피파온라인2'를 2013년 3월까지만 서비스하기로 했으며, 관련 유료 아이템 판매도 2012년 12월까지만 판매할 예정임. 따라서 동사의 '피파온라인2' 관련 매출액은 2013년부터 발생하지 않을 것으로 보임. 그러나 동사가 CJ E&M의 축구 온라인게임 '차구차구'의 채널링 서비스를 진행하기로 했다는 점에서 향후 축구 관련 매출액은 지속될 것으로 보임. 특히 동사는 축구게임의 유료화 관련 다양한 특허를 보유하고 있으며, 국내에서 축구 게임 서비스 경험이 가장 풍부하다는 점에서 향후 '차구차구'의 성공가능성이 높아 보임. EA社는 '피파온라인2'의 차기작 '피파온라인3'를 넥슨을 통해 서비스할 예정이며, '피파온라인2'의 서비스가 종결되는 2013년 상반기에 '피파온라인3'가 서비스될 것으로 보임.

'크로스파이어'의 매출 인식 방법 변경으로 2013년 매출은 마이너스 성장

동사는 '크로스파이어' 관련 매출액이 2013년 7월 이후 더 이상 발생하지 않을 것으로 전망해왔으며, '피파온라인2' 매출액도 이미 2013년부터 발생하지 않을 것으로 전망해왔음(2012년 6월 18일자 기업보고서). 그러나 '크로스파이어'의 재계약 성공으로 2013년 7월 이후에도 중국 매출액이 안정적으로 발생할 것으로 기대됨. 또한 축구게임 '차구차구'의 채널링 서비스 계약에 따라 관련 매출액도 향후 발생할 것으로 판단됨. 동사 '크로스파이어'의 매출 인식 방법 변경과 '피파온라인2' 매출이 제거되면서 2013년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 22.6%, 18.5% 감소한 5,427억원, 1,016억원에 달할 것으로 보임. '크로스파이어' 관련 매출 인식 변경에 따른 영향은 2014년 상반기까지 있을 것으로 보임. 따라서 동사의 2014년 매출액도 전년대비 20.1% 감소할 것으로 보이나, 영업이익은 전년대비 18.0% 증가한 1,198억원에 달할 것으로 전망됨.

목표주가, 투자의견 모두 상향조정

동사에 대한 목표주가를 기존의 26,000 원에서 41,000 원으로 상향조정하며, 투자의견도 중립에서 매수로 상향함. 이는 동사의 주가 상승의 걸림돌로 작용했던 '크로스파이어'의 중국 퍼블리싱 재계약이 성공적으로 체결되었으며, 향후 신규게임 '차구차구' 등의 서비스에 따라 '피파온라인' 관련 매출 감소를 상쇄할 수 있을 것으로 기대되기 때문임. 또한 동사는 '크로스파이어'의 재계약 불확실성으로 2012년 PER 이 5.2 배에 불과함. 그러나 '크로스파이어' 재계약 성공으로 동사에 대한 디스카운트 요인이 제거되었다고 판단됨. 특히 동사는 2012년 초부터 강력한 구조조정과 사업 효율성 향상을 위한 노력을 진행해오고 있으며, 이에 따라 최근 수익성이 향상되고 있는 추세에 있음. 동사에 대한 목표주가는 2013년 온라인 인터넷/게임 업종 평균 PER 12.7 배를 적용하여 산출함.

Figure 1 네오위즈게임즈의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	영업실적 전망				증가율		
	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
매출액	667.7	701.4	542.7	433.8	5.0	(22.6)	(20.1)
(국내)	289.5	268.0	219.5	222.1	(7.4)	(18.1)	1.2
(해외)	378.2	433.3	323.2	211.8	14.6	(25.4)	(34.5)
영업이익	106.8	124.6	101.6	119.8	16.7	(18.5)	18.0
순이익	72.5	84.5	70.3	83.9	16.5	(16.7)	19.2
영업이익률	16.0	17.8	18.7	27.6	1.8	0.9	8.9
순이익률	10.9	12.0	13.0	19.3	1.2	0.9	6.4

자료: 네오위즈게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 네오위즈게임즈의 분기별 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	QoQ	YoY
매출액	148.2	167.8	174.9	176.8	197.2	168.4	165.6	(1.6)	(5.3)
(국내)	72.9	73.3	71.5	71.8	80.4	65.9	61.2	(7.0)	(14.3)
(해외)	75.3	94.5	103.4	105.0	116.8	102.5	104.4	1.8	0.9
영업이익	23.3	28.6	25.0	29.9	35.7	25.3	32.3	27.3	28.9
순이익	14.6	17.9	18.0	22.0	27.8	13.7	21.1	53.7	17.5
영업이익률	15.7	17.1	14.3	16.9	18.1	15.1	19.5	4.4	5.2
순이익률	9.9	10.7	10.3	12.4	14.1	8.2	12.8	4.6	2.5

자료: 네오위즈게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 글로벌 온라인게임 업체 Peer valuation

Company	NCsoft	WeMade	Neowiz Games	Nexon	Blizzard	EA	Tencent	NetEase
Code	036570 KS	112040 KS	095660 KS	3659 JP	ATVI US	EA US	700 HK	NTES US
Target price (KRW)	310,000	47,000	41,000	-	-	-	-	-
Rating	BUY	HOLD	BUY	-	-	-	-	-
Price change (YTD, %)	(50.7)	5.1	(51.3)	(22.0)	(8.0)	(28.0)	60.8	(13.0)
Share price (KRW, US\$)	149,500	39,850	20,400	10.5	11.3	14.8	32.4	39.0
Market cap. (KRW tn, US\$ bn)	3.3	0.7	0.4	4.6	12.6	4.5	59.9	5.1
Revenue (KRW bn, US\$ m)	FY11	608.9	115.8	667.7	1,119.9	4,283.7	3,752.6	1,142.2
	FY12E	738.8	128.1	701.4	1,309.7	4,833.5	4,170.8	1,306.1
	FY13E	975.7	194.2	542.7	1,663.0	4,619.1	4,105.5	1,504.5
Operating profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	135.1	19.4	106.8	492.4	1,357.7	235.3	1,923.8
	FY12E	158.8	6.6	124.6	581.1	1,607.0	396.0	2,541.2
	FY13E	370.6	32.9	101.6	674.7	1,500.4	441.8	3,245.3
Operating margin (%)	FY11	22.2	16.8	16.0	44.0	31.7	6.3	43.1
	FY12E	21.5	5.1	17.8	44.4	33.2	9.5	36.1
	FY13E	38.0	16.9	18.7	40.6	32.5	10.8	35.7
Net profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	117.7	26.1	72.5	349.9	1,011.1	225.3	1,692.5
	FY12E	135.6	5.3	84.5	396.6	1,279.9	281.5	2,085.0
	FY13E	316.9	32.2	70.3	476.3	1,112.2	328.1	2,664.5
Net margin (%)	FY11	19.3	22.5	10.9	31.2	23.6	6.0	37.9
	FY12E	18.4	4.2	12.0	30.3	26.5	6.7	29.7
	FY13E	32.5	16.6	13.0	28.6	24.1	8.0	29.3
EPS (KRW, US\$)	FY11	5,529	1,388	3,352	0.85	0.86	0.67	0.90
	FY12E	6,207	299	3,914	0.92	1.12	0.84	1.14
	FY13E	14,504	1,804	3,210	1.09	1.00	1.05	1.45
BPS (KRW, US\$)	FY11	39,162	11,056	7,051	4.31	9.37	7.58	2.66
	FY12E	44,713	17,572	11,171	5.88	10.07	8.08	3.58
	FY13E	58,417	18,490	14,042	6.98	10.38	7.04	4.91
PER (x)	FY11	55.6	27.1	12.9	13.3	13.1	22.1	35.5
	FY12E	24.1	133.3	5.2	11.5	10.2	17.6	28.5
	FY13E	10.3	22.1	6.4	9.7	11.4	14.1	22.3
PBR (x)	FY11	7.9	3.4	6.1	2.6	1.2	2.0	12.0
	FY12E	3.3	2.3	1.8	1.8	1.1	1.8	9.0
	FY13E	2.6	2.2	1.5	1.5	1.1	2.1	6.6
EV/EBITDA (x)	FY11	38.6	17.4	8.2	6.0	5.9	8.0	27.0
	FY12E	24.4	51.4	2.9	4.9	5.4	6.5	19.6
	FY13E	11.4	17.7	3.0	4.1	5.7	5.9	15.5
ROE (%)	FY11	14.7	9.8	29.7	29.6	9.6	2.0	38.7
	FY12E	14.8	1.9	28.9	17.1	11.4	9.6	36.1
	FY13E	28.1	10.6	18.9	17.5	8.9	9.4	33.7
ROA (%)	FY11	11.0	7.2	12.9	-	8.6	4.0	23.6
	FY12E	10.9	1.4	12.5	12.4	10.3	5.4	20.3
	FY13E	20.9	7.8	9.4	12.1	8.0	6.1	19.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 엔씨소프트, 위메이드와 네오위즈게임즈는 최근 추정된 리포트 기준의 미래에셋증권 리서치센터 추정임; 종가는 12 월 7 일 기준임

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	668	701	543	434
매출원가	(405)	(433)	(288)	(174)
매출총이익	263	268	255	260
판매비와관리비	(129)	(145)	(153)	(141)
영업이익 (조정)	134	123	102	120
영업이익	107	125	102	120
순이자손익	(2)	(3)	(7)	(8)
지분법손익	(25)	(1)	(1)	(1)
기타	20	(4)	0	1
세전계속사업손익	101	117	94	112
법인세비용	(28)	(32)	(23)	(28)
당기순이익	73	85	70	84
당기순이익 (지배주주지분)	73	86	70	84
EPS (원)	3,352	3,914	3,210	3,827
EPS (지배주주지분, 원)	3,352	3,914	3,210	3,827

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	31.9	5.0	(22.6)	(20.1)
매출총이익 증가율	16.2	2.0	(5.0)	2.1
영업이익 증가율	(4.4)	16.7	(18.5)	18.0
당기순이익 증가율	282.1	16.5	(16.7)	19.2
EPS 증가율	269.9	16.8	(18.0)	19.2
매출총이익율	39.4	38.2	47.0	60.0
영업이익률	16.0	17.8	18.7	27.6
당기순이익률	10.9	12.0	13.0	19.3

자료: 네오위즈게임즈, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	(2)	134	113	120
당기순이익	73	85	70	84
유무형자산상각비	22	27	32	34
기타	49	18	2	2
운전자본증감	(144)	4	9	(0)
투자현금	(102)	(71)	(71)	(64)
자본적지출	(98)	(16)	(38)	(30)
기타	(4)	(55)	(33)	(34)
재무현금	128	(1)	-	-
배당금	-	-	-	-
자본의증가 (감소)	5	-	-	-
부채의증가 (감소)	193	4	-	-
기초현금	54	79	139	181
기말현금	79	139	181	237

자료: 네오위즈게임즈, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	238	316	321	384
현금및현금성자산	79	202	246	305
단기금융자산	1	-	-	-
매출채권	142	99	59	63
재고자산	1	-	-	-
기타유동자산	16	15	16	16
비유동자산	389	414	449	475
유형자산	117	120	140	151
투자자산	71	82	85	89
기타비유동자산	200	212	224	235
자산총계	626	730	770	858
유동부채	197	231	200	204
매입채무	81	78	46	50
단기금융부채	45	74	74	74
기타유동부채	72	79	80	80
비유동부채	156	135	136	137
장기금융부채	147	121	121	121
기타비유동부채	9	14	15	16
부채총계	353	367	336	341
지배주주지분	249	340	309	314
비지배주주지분	24	27	27	27
자본총계	273	363	434	518
BVPS (원)	7,051	11,171	14,042	17,574

574

자료: 네오위즈게임즈, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	29.9	28.9	18.9	18.7
총자산이익률 (%)	12.9	12.5	9.4	10.3
재고자산 보유기간 (일)	-	-	-	-
매출채권 회수기간 (일)	-	-	-	-
매입채무 결제기간 (일)	-	-	-	-
순차입금/자기자본 (%)	40.9	(1.9)	(11.9)	(21.2)
이자보상배율 (x)	65.7	39.7	14.3	15.3

자료: 네오위즈게임즈, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성자 : 정우철, 우윤철

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.										

Target Price and Recommendation Chart

