

2012. 12. 20

Analyst

최 훈 02) 3777-8075

hchoi@kbsec.co.kr

인터넷/게임 (OVERWEIGHT)

Earnings Preview

Recommendations

NHN (035420)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 323,000원 (유지)

다음 (035720)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 144,000원 (유지)

엔씨소프트 (036570)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 360,000원 (유지)

위메이드 (112040)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 56,000원 (유지)

네오위즈게임즈 (095660)

투자의견: HOLD (유지)

목표주가: 26,000원 (유지)

4Q12 Preview: 정체된 성장, 2Q13부터 회복 전환

4Q12 인터넷/게임업종 실적은 컨센서스 수준으로 예상된다. 엔씨소프트를 제외한 업종 전반적으로 검색광고 및 기존 게임을 중심으로 한 외형성장 둔화와 비용증가에 의한 전년 대비 영업이익 역성장이 예상된다. 최근 업종 주가 하락으로 4Q12 실적 둔화가 추가적인 주가 조정으로 연결되지는 않을 전망이다. 업종 실적은 2Q13부터 반등이 예상되며, 1Q13 웹보드게임 규제 이슈 및 주가 급락에 따른 valuation 매력도를 감안하여 엔씨소프트>다음>NHN 순으로 매수 추천한다.

■ NHN, 모바일 모멘텀과 웹보드 리스크 혼재

매출액 6,245억원 (+9.0% YoY)과 영업이익 1,737억원 (-4.1% YoY)이 예상된다. 검색광고는 경기 영향과 함께 온라인에서 모바일로의 모멘텀 전이가 과도기적 과정이며, 라인 관련 마케팅비 증가로 전년 동기 대비 영업이익이 소폭 하락할 전망이다. 라인은 가입자-게임-콘텐츠 플랫폼으로 성장 중이며, 2013년 라인 매출액은 2,445억원으로 예상된다. 그러나 웹보드게임 규제 리스크가 주가 반등의 걸림돌로 작용하고 있으며, 1Q13에 저점 매수 탐색이 필요하다.

■ 다음, 오버추어 성장 둔화 마무리 국면 진입

매출액 1,190억원 (+1.3% YoY)과 영업이익 257억원 (-6.4% YoY)이 예상된다. 4Q12까지 검색광고 마이너스 성장이 지속될 전망이다. 독자 영업체제 발표 이후 자체 검색광고 CPC 오버추어 수준으로 회복한 상황이며 향후 오버추어 네트워크 물량을 얼마만큼 확보하느냐가 관건이다. 2013년 검색광고는 +24.2% YoY, 영업이익 성장은 3Q13부터 본격화될 전망이다.

■ 엔씨소프트, 역대 최대 영업이익 달성 예상

매출액 2,588억원 (+86.2% YoY)과 영업이익 1,046억원 (+526.9% YoY)이 예상된다. 길드워2 흥행과 리니지 아이템 판매 효과로 역대 최고 분기 영업이익이 예상된다. 4Q12 150억원을 시작으로 연간 200억원의 야구단 비용 발생이 예상되나 롯데구단 연간 매출액 400억원 감안 시 손실 영향은 제한적으로 판단된다. 현 주가는 de-rating이 충분히 반영된 것으로 판단하며, 하드코어 모바일게임으로 전환되는 과정에서 성장 기회 요인에 주목할 시점이다.

■ 위메이드, 캔디팡보다 향후 성장пам에 주목할 시점

매출액 377억원 (+18.6% YoY)과 영업손실 3억원이 예상된다. 4Q12 모바일게임 매출액은 104억원으로 예상되나, 영업레버리지 발생에 부족한 수준이다. 2012년이 카카오톡과 라인 등 모바일플랫폼 적응기였다면 2013년에는 천룡기 상용화와 모바일게임 추가 성장으로 영업이익 성장 구간에 진입할 전망이다.

■ 네오위즈게임즈, 모바일 모멘텀을 위한 합병이 필요

매출액 1,603억원 (-9.3% YoY)과 영업이익 288억원 (-3.6% YoY)이 예상된다. 웹보드게임과 개별 퍼블리싱게임들의 실적 하락세와 인원 구조조정 비용 발생으로 부진한 실적이 예상된다. 피파2 계약 해지와 크로스파이 재계약 연장 등 불확실성은 해소되었으나, 웹보드게임 리스크와 네오위즈인터넷과의 합병이라는 숙제가 남아 있다. 합병을 통해 모바일게임 내 퍼블리싱 능력 이전이 확인되기 전까지 보수적인 관점이 필요하다.

4Q12 인터넷/게임 Preview

4Q12 실적 부진 예상
엔씨소프트>다음>NHN 매수 추천

4Q12 커버리지 5개 업종 합산 매출액은 1조 2,003억원 (+15.7% YoY), 영업이익은 3,324억원 (+29.6% YoY)로 컨센서스 수준으로 예상된다. 엔씨소프트를 제외한 합산 영업이익은 2,278억원으로 전년 동기 대비 -6.6% 감소할 전망이다. 검색광고 및 기존 게임을 중심으로 한 외형성장 둔화와 비용증가로 전년 대비 영업이익 역성장이 예상된다. 인터넷/게임업종 실적은 2Q13부터 영업이익 반등이 예상되며, 1Q13 웹보드게임 규제 이슈 및 주가 급락에 따른 valuation 매력도를 감안하여 엔씨소프트>다음>NHN 순으로 매수 추천한다.

1Q13 웹보드게임 규제 영향 주목

그러나 최근 업종 주가 하락으로 4Q12 실적 둔화가 추가적인 주가 조정으로 연결되지는 않을 전망이다. 특히 엔씨소프트와 다음의 경우 연초 이후 절대수익률 기준 -48.2%와 -27.9% 하락했으며, KOSPI 대비 각각 -33.9%와 -52.5% 하락한 상황으로 valuation de-rating이 주가에 충분히 반영된 것으로 판단된다. NHN의 경우 모바일메신저 라인의 가입자 증가세 지속과 아시아지역 내 본격적인 실적 발생이 나타나고 있다는 점에서 1Q13 웹보드게임 규제 영향이 노출된 이후 매수 기회가 존재한다는 판단이다.

표 1. 인터넷/게임 커머리지 업종 합산 매출액과 영업이익

(단위: 십억원)		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	합계	1,052.5	1,030.0	1,078.4	1,201.5	1,117.9	1,150.5	1,149.1	1,237.2	4,362.4	4,654.7
	(%YoY)	13.1%	4.3%	10.2%	15.7%	6.2%	11.7%	6.6%	3.0%	10.9%	6.7%
	NHN	572.9	572.1	592.5	624.5	594.1	620.6	645.4	698.3	2,361.9	2,558.4
	(%YoY)	14.2%	9.6%	12.9%	9.0%	3.7%	8.5%	8.9%	11.8%	11.3%	8.3%
	다음	110.2	116.6	109.5	119.0	124.6	133.0	132.7	144.2	455.2	534.5
	(%YoY)	13.3%	12.7%	6.2%	1.3%	13.1%	14.1%	21.2%	21.2%	8.1%	17.4%
	엔씨소프트	141.2	146.8	182.2	258.8	196.5	194.8	220.8	247.9	728.9	860.0
	(%YoY)	-9.2%	-12.0%	23.4%	86.2%	39.2%	32.7%	21.2%	-4.2%	19.7%	18.0%
	위메이드	30.8	26.2	28.2	37.7	48.6	50.4	53.4	56.1	122.9	208.5
	(%YoY)	9.2%	-4.7%	-0.5%	18.6%	57.9%	92.5%	89.1%	48.9%	6.1%	69.7%
	네오위즈게임즈	197.2	168.4	165.6	160.3	152.9	150.3	95.3	89.9	691.6	488.5
	(%YoY)	33.1%	0.3%	-5.3%	-9.3%	-22.5%	-10.7%	-42.4%	-43.9%	3.6%	-29.4%
영업이익	합계	257.7	208.8	267.6	337.5	292.8	285.5	320.6	367.5	1,071.6	1,266.3
	(%YoY)	-4.4%	-19.6%	11.6%	29.6%	13.6%	36.7%	19.8%	8.9%	4.1%	18.2%
	NHN	173.6	163.3	165.5	173.7	158.4	161.4	170.2	198.1	676.1	688.1
	(%YoY)	2.0%	3.9%	12.0%	-4.1%	-8.7%	-1.2%	2.8%	14.1%	3.0%	1.8%
	다음	27.2	30.3	22.2	25.7	24.5	28.3	30.2	32.8	105.5	115.8
	(%YoY)	-15.4%	6.6%	-22.5%	-6.4%	-10.1%	-6.7%	35.8%	27.8%	-9.7%	9.8%
	엔씨소프트	13.7	(7.6)	50.6	104.6	63.6	63.5	81.1	102.4	161.3	310.6
	(%YoY)	-66.2%	-117.6%	49.8%	526.9%	362.9%	-930.4%	60.2%	-2.1%	19.7%	92.6%
	위메이드	6.9	(1.5)	(3.4)	(0.3)	9.8	10.3	11.2	10.9	1.7	42.2
	(%YoY)	123.1%	적전	적전	적전	41.2%	흑전	흑전	흑전	-88.6%	2388.6%
	네오위즈게임즈	35.7	25.3	32.3	28.8	32.6	31.3	26.9	22.9	122.1	113.8
	(%YoY)	53.5%	-11.5%	28.9%	-3.6%	-8.7%	23.6%	-16.5%	-20.4%	14.3%	-6.8%

자료: KB투자증권

NHN (035420) 모바일 모멘텀과 웹보드 리스크 존재

4Q12 영업이익의 역성장 예상

4Q12 매출액은 6,245억원 (+9.0% YoY), 영업이익은 1,737억원 (-4.1% YoY)로 시장 컨센서스 수준으로 예상된다. 검색과 게임의 성장 둔화와 모바일메신저 라인 관련 마케팅비 증가로 인해 전년 동기 대비 영업이익 역성장이 예상된다. 검색광고 매출액은 3,119억원 (+7.3% YoY)으로 지난 분기에 이어 성장 둔화가 지속될 전망이다. 모바일 검색광고는 전체 검색 비중의 15.4%인 482억원 (+314.1% YoY)으로 예상되나 전체 성장률을 견인하기에는 아직 부족한 상황이다.

모바일메신저 라인 웹보드게임 실적 리스크 상쇄

디스플레이광고는 연말 성수기, 선거 특수, 일본 사업부 영향으로 1,049억원 (+17.4% YoY)으로 예상된다. 게임 매출액은 1,505억원 (-8.3% YoY)으로 웹보드게임 성장 억제와 퍼블리싱게임 부진으로 인해 1Q12에 이후 역성장이 지속될 전망이다. 11/19일 런칭된 라인 게임들의 매출액은 104억원으로 예상되며, 3Q13부터는 국내 웹보드게임 실적 하락 리스크를 상쇄하는 성장 추세가 나타날 전망이다.

표 2. 4Q12 실적 추정치 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원)	컨센서스		KB추정치		차이	
	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E
매출액	636.2	2,777.3	624.5	2,558.4	-1.8%	-7.9%
영업이익	172.9	826.6	173.7	688.1	+0.5%	-16.8%

자료: KB투자증권, Fnguide

웹보드게임 실적 리스크 주목 단기적 실적 악화는 불가피

NHN 주가 및 실적 전망에 있어서 웹보드게임 규제라는 리스크 요인과 모바일 메신저 라인의 급성장이라는 기회 요인이 혼재된 상황이다. 우선 2013년부터 시행될 예정인 웹보드게임 규제는 단기간 실적을 악화시킬 수 있는 요인이다. 연간 웹보드게임 매출액 추정치 3,000억원 중 50%가 감소된다는 가정 하에서 2013년 예상 영업이익은 7,986억원에서 6,881억원으로 1,105억원이 감소할 전망이다. 해당 이슈가 본격화될 경우 웹보드게임 관련 비용 감축을 통해 이익 감소를 최소화시키겠지만, 단기적인 실적 악화는 불가피한 상황이다.

라인의 성장 잠재력 충분 1Q13 매수 기회 포착 필요

그러나 라인 (Line)의 모바일 플랫폼으로써 성장은 웹보드게임 규제 이슈 일단락 이후 NHN 주가를 반등시킬 요인이다. 스티커판매에 이어 공식계정 및 Line@을 통한 광고주 유치와 소셜 게임 확대로 라인 관련 매출액은 2013년 2,445억원에서 2016년에는 7,833억원으로 증가될 전망이다. 이 중 게임 관련 매출액은 각각 1,453억원과 5,810억원으로 예상된다. 라인을 통한 모바일 콘텐츠 플랫폼으로의 확장성을 감안할 때, 1Q13 웹보드게임 규제 리스크 반영 이후가 매수 기회로 판단된다. 기존 목표주가 323,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다.

표 3. NHN 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	572.9	572.1	592.5	624.5	594.1	620.6	645.4	698.3	2,361.9	2,558.4
(%YoY)	14.2%	9.6%	12.9%	9.0%	3.7%	8.5%	8.9%	11.8%	11.3%	8.3%
검색광고	295.4	301.3	294.6	311.9	321.9	329.2	324.5	333.9	1,203.2	1,309.5
(%YoY)	18.7%	12.1%	7.7%	7.3%	9.0%	9.3%	10.1%	7.0%	11.2%	8.8%
배너광고	77.2	86.7	88.0	104.9	89.2	92.9	101.5	122.7	356.8	406.2
(%YoY)	17.6%	17.6%	25.8%	17.4%	15.6%	7.1%	15.4%	16.9%	19.5%	13.9%
게임	164.1	140.0	155.5	150.5	123.0	135.6	153.3	172.3	610.1	584.2
(%YoY)	-1.1%	-9.2%	-0.5%	-8.3%	-25.0%	-3.2%	-1.4%	14.5%	-4.8%	-4.2%
기타매출	36.2	44.1	54.4	57.1	60.0	63.0	66.1	69.4	191.8	258.5
(%YoY)	68.7%	75.6%	118.5%	98.8%	65.5%	42.9%	21.6%	21.6%	91.4%	34.8%
영업이익	173.6	163.3	165.5	173.7	158.4	161.4	170.2	198.1	676.1	688.1
(%YoY)	2.0%	3.9%	12.0%	-4.1%	-8.7%	-1.2%	2.8%	14.1%	3.0%	1.8%
세전이익	181.2	153.8	168.5	161.1	158.6	161.9	171.0	195.7	664.5	687.2
(%YoY)	7.4%	-0.8%	19.9%	-4.0%	-12.5%	5.3%	1.5%	21.5%	5.1%	3.4%
순이익	135.8	114.2	126.8	117.6	115.8	118.2	124.8	142.9	494.4	501.6
(%YoY)	10.3%	0.2%	24.6%	3.8%	-14.8%	3.5%	-1.5%	21.5%	9.4%	1.5%

자료: KB투자증권

다음 (035720) 오버추어 성장 둔화 마무리 국면 진입

오버추어 검색광고 부진 지속 자체 검색광고단가는 상승

4Q12 매출액은 1,190억원 (+1.3% YoY), 영업이익은 257억원 (-6.4% YoY)로 시장 컨센서스 수준으로 예상된다. 오버추어 검색광고 역성장이 지속되면서 검색광고 매출액은 477억원 (-3.1% YoY)으로 예상된다. 독자 검색광고 영업 발표 이후 오버추어 광고주 이탈과 함께 자체 검색광고 상품으로의 유입이 나타나고 있으며, 이에 따라 자체 검색광고단가는 오버추어 수준으로 상승한 상황이다. 디스플레이광고는 경기 침체 영향으로 인해 전년 대비 -4.7% 감소한 595억원으로 예상된다.

표 4. 4Q12 실적 추정치 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원)	컨센서스		KB추정치		차이	
	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E
매출액	123.0	528.4	119.0	534.5	-3.3%	+1.2%
영업이익	26.6	123.0	25.7	115.8	-3.5%	-5.9%

자료: KB투자증권, Fnguide

검색광고 독자 영업으로 2013년 외형 성장 지속

다음 실적 및 주가의 결정 변수는 독자 검색광고 영업체제 이후의 성장 여부이다. 2013년 다음의 검색광고 매출액은 2,310억원으로 전년 대비 +24.2% 증가할 전망이다. 우선 오버추어로 부터 유입되는 1단 광고 영역의 매출액이 순매출액에서 총매출액으로 인식됨에 따라 201억원의 순증이 나타날 전망이다. 또한 기존 다음을 제외한 오버추어 네트워크 물량 중 15%인 200억원이 추가로 유입될 경우 2013년 검색광고 성장에는 지장이 없을 전망이다. 향후 오버추어 네트워크 물량이 다음 쪽으로 얼마만큼 유입되는가가 추가 성장의 관건으로 판단된다.

법인세 감면효과 반영 시 순이익 추정치 상향 요인

검색광고 성장과 더불어 제주도 본사 이전에 따른 법인세 감면 효과 역시 다음의 2013년 이익 추정치 상향 요인으로 작용할 전망이다. 현재 국세청과 관련 법인세 감면 규모를 논의 중에 있으며, 최소 9.7%에서 최대 32.2%의 2013년 순이익 상향 조정 효과가 발생할 전망이다. 해당 법인세 감면 혜택 기간이 5년에 걸쳐 나타나며, 주가 하락에 따른 PER multiple 감소를 감안할 때, 다음 주가의 valuation merit를 확대시킬 요인이다.

표 5. 다음 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	110.2	116.6	109.5	119.0	124.6	133.0	132.7	144.2	455.2	534.5
(%YoY)	13.3%	12.7%	6.2%	1.3%	13.1%	14.1%	21.2%	21.2%	8.1%	17.4%
검색광고	47.5	46.2	44.6	47.7	57.7	57.5	55.8	60.0	186.0	231.0
(%YoY)	-3.5%	-5.7%	-6.5%	-3.1%	21.5%	24.5%	25.1%	25.8%	-4.7%	24.2%
배너광고	51.8	60.3	54.7	59.5	54.7	62.6	63.5	70.1	226.3	250.9
(%YoY)	18.5%	19.3%	8.0%	-4.7%	5.6%	3.9%	16.0%	17.9%	9.1%	10.9%
게임	8.9	8.3	7.7	9.2	9.7	10.2	10.7	11.2	34.1	41.7
(%YoY)	453.1%	425.4%	364.1%	440.6%	9.1%	22.0%	38.9%	21.6%	420.7%	22.3%
거래형	2.0	1.7	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	8.5	10.4
(%YoY)	-15.6%	-23.4%	-2.1%	0.6%	23.5%	53.6%	12.6%	12.6%	-9.8%	23.3%
기타자회사	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.5
영업이익	27.2	30.3	22.2	25.7	24.5	28.3	30.2	32.8	105.5	115.8
(%YoY)	-15.4%	6.6%	-22.5%	-6.4%	-10.1%	-6.7%	35.8%	27.8%	-9.7%	9.8%
세전이익	28.1	29.3	25.6	26.5	25.2	29.1	31.0	33.5	109.5	118.8
(%YoY)	-15.0%	-12.2%	-34.1%	19.8%	-10.3%	-0.6%	20.7%	26.7%	-14.0%	8.5%
당기순이익	21.2	22.4	19.2	19.8	18.9	21.8	23.2	25.1	82.6	89.0
(%YoY)	-17.3%	-42.5%	-40.7%	79.5%	-10.8%	-2.5%	20.7%	26.7%	-23.5%	7.8%

자료: KB투자증권

엔씨소프트 (036570) 역대 최대 영업이익 달성 예상

길드워2/리니지 실적 효과
역대 최대 영업이익 달성 전망

4Q12 매출액은 2,588억원 (+86.2% YoY), 영업이익은 1,046억원 (+526.9% YoY)로 시장 컨센서스 수준으로 예상된다. 길드워2 사전 판매량 수익 인식과 리니지 부문 유료화 효과 발생으로 인해 분기 영업이익 기준 사상 최대 실적이 예상된다. 2012년 말까지 길드워2 누적 판매량은 310만장으로 추정되며, 9~12월까지 길드워2 아이템 판매 200억원 발생으로 4Q12에 인식될 길드워2 매출액은 1,052억원으로 예상된다.

야구단 관련 비용 발생
실적에 미치는 효과는 미미

지난 9월말에 개시된 아이템 이벤트로 인해 4Q12 리니지 매출액은 551억원을 나타낼 전망이다. 리니지2 실적 하락세는 지속될 전망이며, 아이온과 블레이드앤소울은 전분기 수준의 매출액을 유지하고 있는 상황이다. 4Q12에는 야구단 관련 비용 150억원이 반영되었지만, 구조조정 이후 본사 인원 감소로 인해 인건비 증가율은 전분기 대비 +7.1% 증가하면서 매출액 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 발생할 전망이다. 야구단 관련 비용은 연간 200억원으로 예상되나, 롯데자이언츠 연간 구단 매출액 400억원을 감안할 때, 엔씨소프트 실적에 미치는 효과는 미미할 것으로 예상된다.

표 6. 4Q12 실적 추정치 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원)	컨센서스		KB추정치		차이	
	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E
매출액	267.1	907.8	258.8	860.0	-3.1%	-5.3%
영업이익	104.4	335.4	104.6	310.6	+0.2%	-7.4%

자료: KB투자증권, Fnguide

De-rating 마무리 국면
저점 매수로의 선회 필요

엔씨소프트 주가는 연초 이후 절대수익률 기준 -48.2%, KOSPI 대비 -52.5% 하락하면서 극심한 부진을 보였다. 대주주 지분 매각과 기존 게임 매출액 하락, 그리고 모바일게임에 대한 대응 능력 부재라는 3중고가 valuation de-rating으로 연결된 결과였다. 그러나 현 주가는 2013년~2014년 PER 13.3X~10.3X 수준으로 상장 이후 금융 위기 시기를 제외하고 최저치를 하락한 상황에서 길드워2를 통한 2013년 실적 성장세를 감안할 때, 저점 매수 시점으로 판단된다.

하드코어 모바일게임 확산 시
엔씨소프트 재조명 예상

현재 케주얼 및 단기 수명 중심의 모바일게임시장이 점차 하드코어 및 수명 주기 확대 추세로 연결될 경우 엔씨소프트에게도 기회요인은 충분히 잠재되어 있다는 판단이다. 현재 엔씨소프트가 모바일게임 대응에 있어서 구체적인 로드맵을 제시하고 있지 않지만, 해외 메이저 비디오 게임업체들의 클라우드를 기반으로 한 모바일 환경 대응 등을 참고할 때, 엔씨소프트의 개발력과 서버운영 및 부문유료화 기술이 모바일에서도 충분히 발휘될 것으로 예상된다.

표 7. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	141.2	146.8	182.2	258.8	196.5	194.8	220.8	247.9	728.9	860.0
(%YoY)	-9.2%	-12.0%	23.4%	86.2%	39.2%	32.7%	21.2%	-4.2%	19.7%	18.0%
리니지	43.6	58.4	38.3	55.1	47.8	52.2	52.6	59.6	195.5	212.2
리니지II	18.4	16.9	13.0	10.6	9.4	9.3	9.2	9.1	58.9	37.1
CoH/CoV	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	11.8	12.0
길드워	1.7	1.3	45.8	105.2	32.6	22.7	29.0	41.0	154.1	125.3
Aion	52.9	36.4	26.9	28.1	32.5	32.4	32.3	32.2	144.3	129.4
B&S	0.0	0.0	32.7	34.3	49.6	53.4	48.6	47.2	67.0	198.8
로열티	15.2	17.1	14.9	15.0	14.1	14.3	38.6	38.7	62.3	105.7
기타	6.3	13.8	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	17.1	35.1	39.5
영업이익	13.7	(7.6)	50.6	104.6	63.6	63.5	81.1	102.4	161.3	310.6
(%YoY)	-66.2%	적전	49.8%	526.9%	362.9%	흑전	60.2%	-2.1%	19.7%	92.6%
세전이익	18.3	(3.2)	54.2	109.8	67.6	67.3	85.5	107.4	179.1	327.8
(%YoY)	-60.7%	적전	39.6%	413.3%	268.5%	흑전	57.8%	-2.2%	14.5%	83.0%
순이익	12.4	(7.3)	48.7	86.1	53.0	52.8	67.1	84.2	139.9	257.1
(%YoY)	-64.0%	적전	80.4%	412.8%	327.4%	흑전	37.8%	-2.2%	17.0%	83.8%

자료: KB투자증권

위메이드 (112040) 캔디팡보다 향후 성장판에 주목할 시점

4Q12 영업적자 지속 전망 4Q12 매출액은 377억원 (+18.6% YoY)으로 예상되며, 전분기에 이어 적자가 지속되면서 영업손실 3억원이 예상된다. 4Q12 모바일게임 매출액은 104억원으로 예상된다. SNG게임 바이킹아일랜드가 일평균 5~6천만원 수준으로 꾸준한 매출액을 발생시키고 있으며, 캔디팡의 경우 출시 초기 대비 일매출액이 급감하여 현재 1천만원 수준을 나타내고 있다. 중국 미르의전설 시리즈는 4Q12에도 특별한 반등은 나타나지 않을 전망이다. 미르2와 미르3 로열티 매출액은 각각 126억원과 33억원으로 예상된다.

기대작 터치파이터 주목 12월 크리스마스를 전후해 카카오톡 게임센터를 통해 터치파이터가 런칭될 예정이다. 소셜 네트워크와 결합된 최초의 격투게임으로 기존 캔디팡과 같은 장르 게임보다 아이템 세일즈 효과와 게임 수명주기가 길 것으로 예상되는 기대작이다. 또한 연말 NHN 모바일메신저 라인을 통해 미니게임 1종이 출시될 예정이며, 2013년초에는 카오스디펜스가 런칭될 계획이다.

표 8. 4Q12 실적 추정치 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원)	컨센서스		KB추정치		차이	
	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E
매출액	39.6	205.3	37.7	208.5	-4.8%	+1.6%
영업이익	1.6	48.2	(0.3)	42.2	적자	-12.5%

자료: KB투자증권, Fnguide

경쟁사 대비 높은 개발 인력 현재 위메이드의 모바일게임 관련 인원은 전체 인원 1,400명 중 700명 수준으로 모바일게임 전문업체인 게임빌 165명, 컴투스 479명 (3Q12말 기준) 대비 많다. 모바일게임이 짧은 수명주기를 기반으로 다작 전략이 유효하다는 측면에서 관련 전문 인원 확보는 긍정적 요인이다. 해당 인건비 부담을 상쇄할 히트 게임 출현 시 본격적인 영업레버리지 구간에 진입할 전망이다.

2013년에는 기대작 터치파이터와 라인을 통한 해외 매출액 발생, 그리고 MMORPG 천룡기 출시를 통해 영업이익 성장이 나타날 전망이다. 또한 엔씨소프트와 마찬가지로 하드코어 모바일게임 확산 시 위메이드가 MMORPG에서 축적된 기술력과 게임 운영능력이 발휘될 수 있다는 측면은 모바일 전문 게임업체 대비 차별적 요인으로 판단된다. 기존 목표주가 56,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다.

표 9. 위메이드 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	30.8	26.2	28.2	37.7	48.6	50.4	53.4	56.1	122.9	208.5
(%YoY)	9.2%	-4.7%	-0.5%	18.6%	57.9%	92.5%	89.1%	48.9%	6.1%	69.7%
MIR 2	15.9	12.0	12.0	12.6	13.2	12.4	12.5	12.7	52.5	50.8
(국내)	1.3	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	3.9	3.5
(해외)	14.6	11.1	11.1	11.7	12.3	11.6	11.7	11.8	48.6	47.3
MIR 3	2.7	2.3	2.6	3.3	5.2	6.8	7.8	9.0	11.0	28.9
(국내)	0.5	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.1	2.3
(해외)	2.1	1.8	2.2	2.8	4.7	6.2	7.2	8.4	8.9	26.6
창천	1.0	1.0	0.9	1.0	4.3	5.2	6.2	7.5	3.9	23.2
(국내)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.7
(해외)	0.8	0.8	0.7	0.9	4.2	5.0	6.0	7.4	3.3	22.5
기타	2.8	3.4	2.6	2.9	3.0	3.3	2.8	3.0	11.7	12.1
(국내)	1.0	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	4.0	3.9
(해외)	1.8	2.2	1.8	1.9	2.0	2.3	1.9	2.0	7.7	8.2
조이맥스	6.9	6.5	6.6	6.6	7.5	7.5	8.0	8.5	26.7	31.5
기타자회사	1.5	1.0	1.0	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	4.3	4.0
모바일	0.0	0.0	2.5	10.4	14.3	14.2	15.0	14.4	12.9	57.9
영업이익	6.9	(1.5)	(3.4)	(0.3)	9.8	10.3	11.2	10.9	1.7	42.2
(%YoY)	123.1%	적전	적전	적전	41.2%	흑전	흑전	흑전	-91.3%	2388.6%
세전이익	7.9	(0.1)	(5.8)	2.4	10.1	12.4	12.4	14.7	4.4	49.6
(%YoY)	70.3%	적전	적전	-64.3%	27.2%	흑전	흑전	518.3%	-83.5%	1033.3%
순이익	6.2	1.3	(7.1)	1.4	8.4	13.8	9.9	11.8	1.8	43.9
(%YoY)	17.4%	-77.7%	적전	-80.3%	34.9%	950.1%	흑전	767.3%	-93.3%	2403.4%

자료: KB투자증권

네오위즈게임즈 (095660) 모바일 모멘텀을 위한 합병이 필요

국내 매출액 감소 전망
인원 구조 조정 비용 발생

4Q12 매출액은 1,603억원 (-9.3% YoY), 영업이익은 288억원 (-3.6% YoY)로 시장 컨센서스를 수준으로 예상된다. 국내 매출액은 웹보드 및 퍼블리싱게임 실적 하락세로 전년 동기 대비 -16.6% 감소한 561억원으로 예상된다. 해외 매출액은 중국 크로스파이어의 안정적인 실적이 유지되면서 전년 동기 대비 +5.6% 증가한 1,092억원으로 예상된다. 4Q12에는 인원 구조 조정에 따른 일회성 퇴직위로금 발생으로 인해 영업이익 하락세가 예상된다.

표 10. 4Q12 실적 추정치 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원)	컨센서스		KB추정치		차이	
	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E	4Q12E	2013E
매출액	170.8	621.1	160.3	488.5	-6.1%	-21.3%
영업이익	29.7	101.6	28.8	113.8	-3.1%	12.0%

자료: KB투자증권, Fnguide

피파2와 CF 약재 일단락

2012년 네오위즈게임즈 주가 및 실적 우려 사항이었던 피파온라인2와 중국 크로스파이어 (CF) 이슈는 모두 마무리된 상황이다. 피파온라인2는 재계약 불발로 인해 2013년부터 관련 매출액이 소멸될 예정이며, 중국 크로스파이어는 2013년 7월 이후 3년간 계약이 연장된 상황이다. 그러나 웹보드게임 이슈가 여전히 존재하며, 관련 리스크가 실적에 미치는 영향 역시 1Q13에 가시화될 전망이다. 온라인을 기반의 역성장을 만회할 신작 타이틀 흥행이 필요한 시점이다.

합병 전까지 보수적 관점 유지

금번에 무산된 네오위즈인터넷과의 합병은 네오위즈게임즈의 장기 성장 측면을 감안할 때, 재시도될 것으로 예상된다. 온라인과 모바일이 이원화된 잘못된 사업구조가 뒤늦게 정상화되는 과정에서 주주들의 반대로 합병이 무산되었지만, 1Q13 기존 온라인게임 사업부의 리스크가 모두 주가에 반영된 이후 네오위즈게임즈의 퍼블리싱 능력을 감안할 때 양사의 합병은 필수 불가결한 의사결정을 판단된다. 현재 주가 및 실적의 반등 요인은 발견되지 않고 있으며, 기존 목표주가 26,000원과 투자 의견 HOLD를 유지한다.

표 11. 네오위즈게임즈 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	197.2	168.4	165.6	160.3	152.9	150.3	95.3	89.9	691.6	488.5
(YoY)	33.1%	0.3%	-5.3%	-9.3%	-22.5%	-10.7%	-42.4%	-43.9%	3.6%	-29.4%
국내매출	81.6	69.3	63.5	56.1	43.7	42.5	48.0	47.6	270.5	181.9
(%YoY)	4.9%	-12.2%	-16.6%	-28.2%	-46.4%	-38.6%	-24.4%	-15.1%	-13.1%	-32.7%
해외매출	115.7	99.1	102.1	104.2	109.2	107.8	51.2	46.1	421.1	314.4
(%YoY)	64.2%	9.8%	4.8%	5.7%	-5.6%	8.8%	-49.8%	-55.7%	18.1%	-25.3%
영업이익	35.7	25.3	32.3	28.8	32.6	31.3	26.9	22.9	122.1	113.8
(%YoY)	53.5%	-11.5%	28.9%	-3.6%	-8.7%	23.6%	-16.5%	-20.4%	14.3%	-6.8%
세전이익	36.1	21.7	29.7	26.2	30.1	28.8	24.4	20.4	113.7	103.7
(%YoY)	66.4%	-20.1%	22.8%	-5.5%	-16.5%	32.9%	-17.9%	-22.4%	12.8%	-8.8%
순이익	27.8	13.7	21.1	19.7	22.6	21.6	18.3	15.3	82.3	77.8
(%YoY)	89.8%	-23.1%	17.4%	-10.6%	-18.8%	57.1%	-13.3%	-22.4%	13.6%	-5.6%

자료: KB투자증권

Appendix 1. Peers comparison

표 1. 국내 동종 업체 비교 (인터넷/게임)

	NHN	다음	엔씨소프트	네오위즈게임즈	위메이드	평균
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	323,000	144,000	360,000	26,000	56,000	
현재주가 (09/26, 원)	231,000	89,200	157,000	24,100	44,700	
상승여력 (%)	39.8	61.4	129.3	7.9	25.3	
시가총액 (십억원)	11,118	1,205	3,438	528	751	
절대수익률 (%)						
1M	(5.3)	6.2	0.6	11.3	0.6	2.7
3M	(14.1)	(18.8)	(38.7)	(8.2)	(13.9)	(18.7)
6M	(4.7)	(8.0)	(39.3)	10.8	(22.3)	(12.7)
12M	6.2	(34.7)	(45.7)	(49.1)	15.5	(21.6)
초과수익률 (%)						
1M	(12.4)	(0.9)	(6.5)	4.2	(6.5)	(4.4)
3M	(13.5)	(18.2)	(38.1)	(7.6)	(13.3)	(18.1)
6M	(10.1)	(13.4)	(44.6)	5.4	(27.6)	(18.1)
12M	(2.1)	(43.1)	(54.0)	(57.4)	7.2	(29.9)
PER (X)						
2011A	22.6	14.9	49.2	13.0	27.1	25.4
2012E	22.3	15.6	23.5	6.4	212.7	56.1
2013E	22.2	13.3	13.5	6.7	16.6	14.5
PBR (X)						
2011A	7.1	3.9	6.5	6.1	3.4	5.4
2012E	5.8	2.7	3.3	2.2	4.1	3.6
2013E	4.7	2.3	2.7	2.0	3.7	3.1
매출액성장률 (%)						
2011A	18.8	20.2	(6.3)	31.9	6.4	14.2
2012E	64.6	8.7	44.8	16.8	50.2	37.0
2013E	8.3	17.4	17.0	(29.4)	69.7	16.6
영업이익성장률 (%)						
2011A	6.4	21.4	(44.5)	3.0	(30.4)	(8.8)
2012E	3.4	(10.3)	(13.5)	(25.3)	(92.8)	(27.7)
2013E	1.8	9.9	81.6	11.9	2387.3	498.5
순이익성장률 (%)						
2011A	(3.6)	11.8	(29.8)	252.9	18.4	49.9
2012E	5.6	(26.5)	(20.5)	3.6	(93.5)	(26.3)
2013E	0.7	16.6	74.6	(4.2)	2403.4	498.2
영업이익률 (%)						
2011A	30.9	27.6	22.1	17.2	16.8	22.9
2012E	28.6	23.1	23.3	14.7	1.4	18.2
2013E	26.9	21.7	36.1	23.3	20.2	25.6
순이익률 (%)						
2011A	21.3	25.6	19.3	10.9	22.5	19.9
2012E	21.1	17.0	19.4	11.9	1.4	14.2
2013E	19.6	16.9	29.0	16.1	21.0	20.5
ROE (%)						
2011A	31.2	26.6	13.8	29.7	9.8	22.2
2012E	27.4	15.8	14.5	28.1	0.6	17.3
2013E	21.9	16.3	21.4	20.9	14.4	19.0

자료: Fnguide, KB투자증권

표 2. 해외 동종 업체 비교 (인터넷)

	GOOGLE	YAHOO (US)	AMAZON	EBAY	YAHOO (JP)	SOHU	BAIDU	SINA	평균
현재주가 (09/25, 달러)	721.1	19.6	260.4	51.9	335.4	44.1	98.6	48.6	
시가총액 (백만달러)	236,939	23,204	117,950	67,171	19,522	1,679	34,452	3,232	
절대수익률 (%)									
1M	11.4	9.9	15.6	9.8	3.6	22.6	6.3	7.9	10.8
3M	0.4	23.4	0.6	3.9	(4.2)	2.5	(12.0)	(26.6)	(1.8)
6M	26.3	26.7	16.9	22.2	17.3	2.8	(18.8)	(11.5)	7.9
12M	15.2	31.1	43.7	70.8	15.1	(8.4)	(13.9)	(11.6)	18.1
초과수익률 (%)									
1M	4.8	3.2	9.0	3.2	(3.0)	16.0	(0.3)	1.3	4.2
3M	0.6	23.6	0.9	4.2	(4.0)	2.7	(11.8)	(26.4)	(1.5)
6M	17.5	17.8	8.1	13.3	8.5	(6.1)	(27.7)	(20.4)	(0.9)
12M	(6.1)	9.8	22.3	49.4	(6.2)	(29.7)	(35.3)	(33.0)	(3.2)
PER (X)									
2011A	21.7	19.2	126.4	17.2	14.3	11.4	38.6	n/a	37.9
2012C	18.1	12.9	145.4	22.1	15.2	18.4	20.4	355.0	84.2
2013C	15.5	17.1	71.6	18.8	14.2	12.5	16.2	66.8	31.0
PBR (X)									
2011A	3.6	1.5	10.2	2.2	3.1	1.8	16.8	3.3	5.5
2012C	3.3	1.5	16.1	3.3	3.0	1.5	8.3	2.8	5.2
2013C	2.8	1.4	13.2	2.9	2.5	1.3	5.4	2.7	4.2
매출액성장률 (%)									
2011A	29.3	(21.2)	40.6	27.3	11.9	39.1	91.8	19.9	29.9
2012C	10.3	(10.6)	29.0	21.2	0.9	24.5	58.3	5.6	18.4
2013C	24.3	3.1	27.9	15.2	6.3	17.9	36.2	13.4	17.2
영업이익성장률 (%)									
2011A	13.1	(0.7)	(38.7)	14.4	12.0	22.2	100.4	(63.4)	6.6
2012C	21.0	(17.8)	(27.5)	61.2	1.5	(22.0)	55.0	적전	8.4
2013C	19.5	24.9	127.1	17.3	6.9	29.9	28.5	흑전	39.1
순이익성장률 (%)									
2011A	14.5	(14.8)	(45.2)	79.3	18.1	9.5	97.2	적지	24.0
2012C	11.8	244.9	적전	(19.5)	1.4	(51.2)	62.7	흑전	47.7
2013C	18.1	(64.0)	흑전	13.9	7.3	53.6	25.9	63.7	16.7
영업이익률 (%)									
2011A	31.0	16.5	1.8	20.4	54.6	33.1	52.2	7.3	26.6
2012C	34.0	15.2	1.0	27.1	54.9	20.7	51.2	(3.0)	23.9
2013C	32.7	18.4	1.8	27.6	55.2	22.8	48.3	5.2	25.6
순이익률 (%)									
2011A	25.7	21.0	1.3	27.7	33.3	19.1	45.8	(62.6)	12.2
2012C	26.0	81.2	(0.0)	18.4	33.5	7.5	47.0	5.0	27.5
2013C	24.7	28.3	1.1	18.2	33.8	9.8	43.5	7.3	20.3
ROE (%)									
2011A	18.7	8.4	8.6	19.4	23.7	17.5	56.0	(26.3)	15.3
2012C	18.2	16.0	3.2	15.2	20.8	8.6	49.6	1.4	16.4
2013C	17.5	6.5	12.1	15.2	19.1	11.0	40.0	3.9	15.4

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 초과수익률 비교지수 - S&P 500

표 3. 해외 동종 업체 비교 [게임]

	Shanda games	Tencent	PW	Giant	Changyou	Netease	EA	Blizzard	THQ	평균
현재주가 (09/25, 달러)	3.0	32.2	10.7	5.3	26.9	39.5	14.9	11.1	1.4	
시가총액 (백만달러)	851	59,598	519	1,247	1,413	5,159	4,747	12,362	9	
절대수익률 (%)										
1M	(6.7)	0.8	5.8	1.7	18.2	(10.4)	14.3	0.5	27.8	5.8
3M	(21.4)	(1.9)	(3.2)	2.5	(2.1)	(21.4)	6.5	(6.3)	(66.7)	(12.7)
6M	(30.3)	6.4	11.1	5.6	55.5	(35.4)	20.0	(4.6)	(79.5)	(5.7)
12M	(15.8)	64.4	9.7	38.3	39.0	(16.2)	(26.3)	(5.1)	(82.0)	0.7
초과수익률 (%)										
1M	(13.4)	(5.8)	(0.8)	(4.9)	11.6	(17.1)	7.6	(6.1)	21.2	(0.9)
3M	(21.2)	(1.6)	(2.9)	2.8	(1.8)	(21.1)	6.7	(6.0)	(66.4)	(12.4)
6M	(39.1)	(2.5)	2.2	(3.3)	46.6	(44.2)	11.1	(13.4)	(88.4)	(14.6)
12M	(37.1)	43.1	(11.7)	16.9	17.7	(37.6)	(47.6)	(26.5)	(103.3)	(20.7)
PER (X)										
2011A	4.3	22.6	3.0	6.8	4.1	11.4	27.5	13.2	n/a	11.6
2012C	4.1	28.2	5.0	6.3	5.0	8.9	14.3	9.9	n/a	10.2
2013C	3.9	22.2	4.6	5.8	4.6	7.9	12.2	11.2	n/a	9.1
PBR (X)										
2011A	1.6	8.1	0.7	2.4	3.6	2.8	2.2	1.3	0.3	2.6
2012C	1.1	9.0	0.7	2.3	2.0	2.0	2.1	1.1	n/a	2.5
2013C	0.9	6.6	0.7	1.8	1.4	1.6	2.0	1.1	n/a	2.0
매출액성장률 (%)										
2011A	22.8	51.9	31.1	41.0	36.8	38.8	15.4	6.9	(26.0)	24.3
2012C	(8.7)	59.3	(2.6)	20.6	27.7	12.8	4.2	1.6	24.6	15.5
2013C	4.5	29.2	9.5	15.8	15.3	15.6	5.8	(4.5)	29.2	13.4
영업이익성장률 (%)										
2011A	15.8	24.6	22.0	52.3	28.2	37.0	흑전	70.2	적지	35.7
2012C	(3.2)	43.1	(32.5)	21.3	20.8	8.9	721.9	18.7	적지	99.9
2013C	2.0	27.5	8.0	13.9	10.1	14.8	14.1	(6.8)	흑전	10.5
순이익성장률 (%)										
2011A	2.7	32.7	22.6	13.8	26.1	51.7	흑전	159.6	적지	44.2
2012C	(4.9)	28.0	(39.2)	38.0	13.7	8.2	적지	1.8	적지	6.5
2013C	5.2	27.9	11.2	8.4	11.2	14.8	흑전	(12.6)	적지	9.4
영업이익률 (%)										
2011A	27.9	40.1	34.3	60.2	58.9	45.6	1.5	28.5	(20.3)	30.7
2012C	29.6	36.0	23.8	60.5	55.7	44.0	10.9	33.2	(8.7)	31.7
2013C	28.9	35.5	23.4	59.6	53.2	43.8	12.2	32.4	0.5	32.2
순이익률 (%)										
2011A	23.9	35.8	33.0	49.1	50.7	44.4	1.8	22.8	(20.5)	26.8
2012C	24.9	28.8	20.6	56.2	45.1	42.6	8.5	22.9	(9.1)	26.7
2013C	25.1	28.5	20.9	52.6	43.5	42.3	9.2	20.9	(4.2)	26.5
ROE (%)										
2011A	34.3	40.6	27.3	20.5	49.1	28.9	3.0	10.5	n/a	26.8
2012C	29.2	36.1	13.2	42.2	45.2	24.0	9.3	11.4	21.2	25.8
2013C	24.1	33.7	15.3	34.0	35.3	22.2	11.9	8.9	24.0	23.3

자료: Bloomberg, KB투자증권

주: 초과수익률 비교지수 - S&P 500

Appendix 2. 기업별 재무제표

표 1. NHN

손익계산서						대차대조표					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	1,773	2,121	2,362	2,558	2,923	자산총계	1,976	2,373	3,031	3,532	4,148
증감률 (YoY %)	10.9	19.7	11.3	8.3	14.2	유동자산	1,110	1,431	1,899	2,303	2,815
매출원가	833	0	0	0	0	현금성자산	614	767	1,551	1,924	2,408
판매 및 일반관리비	315	1,465	1,686	1,870	2,079	매출채권	165	229	253	283	310
기타	0	0	(0)	0	0	재고자산	0	0	0	0	0
영업이익	625	656	676	688	844	기타	332	435	95	96	97
증감률 (YoY %)	7.9	5.0	3.0	1.8	22.6	비유동자산	866	942	1,132	1,229	1,333
EBITDA	714	745	782	821	991	투자자산	409	419	480	499	519
증감률 (YoY %)	10.0	4.3	5.1	4.9	20.7	유형자산	329	384	512	549	598
이자수익	35	35	43	44	51	무형자산	128	139	141	180	215
이자비용	7	12	9	9	9	부채총계	610	795	972	995	1,017
지분법손익	17	1	6	1	1	유동부채	390	533	610	627	643
기타	8	(47)	(37)	(36)	(36)	매입채무	105	130	116	130	142
세전계속사업손익	644	632	668	687	849	유동성이자부채	33	75	163	163	163
증감률 (YoY %)	14.1	(1.8)	5.7	2.8	23.5	기타	251	328	331	334	338
법인세비용	144	180	170	186	229	비유동부채	220	262	362	368	374
당기순이익	495	452	498	502	619	비유동이자부채	194	147	224	224	224
증감률 (YoY %)	17.1	(8.6)	10.1	0.7	23.5	기타	25	115	138	144	150
순손익의 귀속						자본총계	1,366	1,578	2,059	2,537	3,131
지배주주	494	450	495	499	617	자본금	24	24	24	24	24
비지배주주	1	2	(0)	2	3	자본잉여금	194	195	196	196	196
이익률 (%)						이익잉여금	1,788	2,171	2,643	3,121	3,716
영업이익률	35.2	30.9	28.6	26.9	28.9	자본조정	(640)	(813)	(808)	(808)	(808)
EBITDA마진	40.3	35.1	33.1	32.1	33.9	지배주주지분	1,366	1,578	2,054	2,532	3,127
세전이익률	36.3	29.8	28.3	26.9	29.0	순차입금	(386)	(545)	(1,164)	(1,537)	(2,021)
순이익률	27.9	21.3	21.1	19.6	21.2	이자지급성부채	227	222	387	387	387

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	569	600	574	625	760
당기순이익	495	452	494	502	619
자산상각비	89	88	106	133	147
기타비현금성손익	(6)	(6)	150	5	5
운전자본증감	(40)	13	(62)	(14)	(12)
매출채권감소 (증가)	(31)	(27)	(25)	(30)	(27)
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	26	0	(37)	14	12
기타	(35)	40	0	2	2
투자현금	(416)	(499)	(704)	(456)	(527)
단기투자자산감소 (증가)	(146)	(272)	(379)	(227)	(276)
장기투자증권감소 (증가)	(100)	(65)	(42)	(12)	(12)
설비투자	(119)	(122)	(217)	(148)	(169)
유무형자산감소 (증가)	(12)	(7)	(37)	(63)	(63)
재무현금	(57)	(189)	159	(24)	(25)
차입금증가 (감소)	61	(7)	174	0	0
자본증가 (감소)	0	0	(19)	(24)	(25)
배당금지급	0	0	24	24	25
현금 증감	26	(89)	30	146	208
총현금흐름 (Gross CF)	609	738	751	639	772
(-) 운전자본증가 (감소)	27	66	(305)	14	12
(-) 설비투자	119	122	217	148	169
(+) 자산매각	(12)	(7)	(37)	(63)	(63)
Free Cash Flow	451	543	801	415	529
(-) 기타투자	100	65	42	12	12
잉여현금	352	477	759	404	516

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	22.1	22.6	22.3	22.2	17.9
PBR	8.8	7.1	5.8	4.7	3.8
PSR	6.2	4.8	4.7	4.3	3.8
EV/ EBITDA	14.8	12.9	12.7	11.7	9.2
배당수익률	n/a	0.3	n/a	0.2	0.2
EPS	10,269	9,350	10,348	10,423	12,871
BPS	25,726	29,894	39,761	48,865	60,499
SPS	36,833	44,077	49,075	53,158	60,731
DPS	n/a	536	n/a	490	510
수익성지표 (%)					
ROA	27.6	20.8	18.4	15.3	16.1
ROE	42.1	30.7	27.4	21.9	21.9
ROIC	77.2	65.8	75.3	79.3	84.5
안정성지표 (% , X)					
부채비율	44.6	50.4	47.2	39.2	32.5
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	284.5	268.6	311.1	367.0	437.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
매출채권회전율	10.1	10.8	9.8	9.5	9.9
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투자자본	39.8	38.8	22.4	21.9	21.0
차입금	14.3	12.3	15.8	13.2	11.0

주: K-IFRS 연결, EPS는 완전회석 EPS

표 2. 다음

손익계산서						대차대조표					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	345	421	455	535	602	자산총계	448	559	633	710	805
증감률 (YoY %)	26.0	21.9	8.1	17.4	12.7	유동자산	293	324	364	418	488
매출원가	0	0	0	0	0	현금성자산	97	81	269	306	366
판매 및 일반관리비	248	305	350	419	457	매출채권	82	82	81	98	108
기타	(0)	0	(0)	(0)	0	재고자산	0	0	0	0	0
영업이익	98	116	105	116	146	기타	113	161	14	14	14
증감률 (YoY %)	121.7	18.9	(9.2)	9.9	25.7	비유동자산	156	235	269	292	317
EBITDA	122	143	142	160	196	투자자산	69	103	94	98	102
증감률 (YoY %)	77.1	17.6	(0.5)	12.7	22.1	유형자산	64	89	103	126	149
이자수익	5	11	11	14	16	무형자산	22	43	72	68	66
이자비용	0	0	0	0	0	부채총계	97	102	108	117	122
지분법손익	3	(0)	(2)	(2)	(2)	유동부채	90	94	94	102	107
기타	(2)	1	(14)	(11)	(15)	매입채무	31	36	36	43	47
세전계속사업손익	97	127	104	120	149	유동성이자부채	0	1	1	1	1
증감률 (YoY %)	149.1	31.5	(18.1)	15.1	23.7	기타	59	57	58	58	59
법인세비용	25	28	27	30	37	비유동부채	7	8	15	15	16
당기순이익	112	108	77	90	111	비유동성이자부채	0	0	2	2	2
증감률 (YoY %)	244.1	(3.3)	(28.3)	16.6	23.3	기타	7	8	12	13	13
순손익의 귀속						자본총계	351	456	524	593	682
지배주주	112	108	83	89	112	자본금	7	7	7	7	7
비지배주주	0	(1)	(5)	1	(0)	자본잉여금	157	177	182	182	182
이익률 (%)						이익잉여금	177	266	321	390	479
영업이익률	28.3	27.6	23.1	21.7	24.2	자본조정	10	7	10	10	10
EBITDA마진	35.2	34.0	31.3	30.0	32.5	지배주주지분	351	457	520	588	678
세전이익률	28.1	30.2	22.9	22.5	24.7	순차입금	(97)	(80)	(267)	(303)	(364)
순이익률	32.3	25.6	17.0	16.9	18.5	이자지급성부채	0	1	3	3	3

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	134	112	125	128	159
당기순이익	112	108	77	90	111
자산상각비	24	27	37	45	50
기타비현금성손익	4	(4)	22	2	2
운전자본증감	(7)	(26)	7	(9)	(5)
매출채권감소 (증가)	(12)	(12)	3	(17)	(10)
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	7	5	(6)	8	4
기타	(2)	(19)	10	0	0
투자현금	(82)	(115)	(23)	(74)	(82)
단기투자자산감소 (증가)	(66)	(28)	33	(5)	(5)
장기투자증권감소 (증가)	3	2	(4)	(3)	(3)
설비투자	(27)	(43)	(39)	(54)	(61)
유무형자산감소 (증가)	(7)	(4)	(8)	(10)	(10)
재무현금	(5)	(13)	(31)	(22)	(22)
차입금증가 (감소)	(20)	(0)	(1)	0	0
자본증가 (감소)	0	(10)	(22)	(22)	(22)
배당금지급	0	10	22	22	22
현금 증감	17	(16)	71	32	55
총현금흐름 (Gross CF)	142	143	136	137	164
(-) 운전자본증가 (감소)	68	44	(149)	9	5
(-) 설비투자	27	43	39	54	61
(+) 자산매각	(7)	(4)	(8)	(10)	(10)
Free Cash Flow	41	52	238	64	88
(-) 기타투자	(3)	(2)	4	3	3
잉여현금	43	54	234	61	85

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.1	14.8	15.6	13.3	10.8
PBR	3.1	3.9	2.7	2.3	2.0
PSR	3.0	3.8	2.6	2.3	2.0
EV/ EBITDA	7.7	10.7	6.6	5.6	4.3
배당수익률	1.0	1.3	1.8	1.8	1.8
EPS	8,453	8,083	5,732	6,682	8,240
BPS	24,677	30,765	33,180	38,516	45,363
SPS	26,152	31,388	33,726	39,593	44,616
DPS	749	1,607	1,610	1,610	1,610
수익성지표 (%)					
ROA	29.5	21.4	13.0	13.4	14.7
ROE	39.8	26.7	15.8	16.3	17.6
ROIC	40.6	32.1	27.8	36.3	40.6
안정성지표 (% , X)					
부채비율	27.6	22.5	20.7	19.7	17.9
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	325.8	344.8	387.6	409.6	456.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	5.1	5.1	5.6	6.0	5.9
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투자자본	58.0	64.7	38.2	38.7	37.6
차입금	0.0	0.1	0.5	0.5	0.4

주: K-IFRS 연결, EPS는 완전회석 EPS

표 3. 엔씨소프트

손익계산서						대차대조표					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	650	609	724	848	947	자산총계	1,046	1,187	1,357	1,589	1,874
증감률 (YoY %)	2.4	(6.3)	19.0	17.0	11.7	유동자산	751	880	1,029	1,234	1,490
매출원가	140	139	201	181	196	현금성자산	80	767	840	1,056	1,303
판매 및 일반관리비	267	335	354	360	388	매출채권	75	46	84	78	82
기타	0	0	(0)	0	0	재고자산	2	46	84	78	82
영업이익	243	135	169	306	363	기타	594	22	22	22	22
증감률 (YoY %)	3.6	(44.5)	25.2	81.6	18.5	비유동자산	295	307	328	354	385
EBITDA	269	162	194	333	392	투자자산	97	101	106	110	114
증감률 (YoY %)	5.0	(39.9)	19.9	71.6	17.7	유형자산	189	202	221	244	270
이자수익	23	24	19	18	21	무형자산	9	4	1	1	0
이자비용	1	2	1	1	1	부채총계	235	270	312	311	319
자본법손익	(1)	0	0	0	0	유동부채	168	200	240	236	242
기타	(51)	(0)	(0)	(0)	(0)	매입채무	15	46	84	78	82
세전계속사업손익	215	156	186	323	382	유동성이자부채	0	0	0	0	0
증감률 (YoY %)	(10.5)	(27.4)	19.2	73.5	18.2	기타	153	155	156	158	159
법인세비용	53	39	46	78	92	비유동부채	67	69	72	75	78
당기순이익	167	118	141	246	290	비유동이자부채	4	4	4	4	4
증감률 (YoY %)	(11.1)	(29.8)	19.7	74.6	18.2	기타	63	66	68	71	74
순손익의 귀속						자본총계	812	918	1,045	1,278	1,555
지배주주	167	120	146	254	300	자본금	11	11	11	11	11
비지배주주	1	(2)	(5)	(8)	(9)	자본잉여금	212	212	212	212	212
이익률 (%)						이익잉여금	675	781	909	1,141	1,418
영업이익률	37.3	22.1	23.3	36.1	38.3	자본조정	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
EBITDA마진	41.4	26.6	26.8	39.3	41.4	지배주주지분	798	904	1,031	1,264	1,541
세전이익률	33.1	25.7	25.7	38.1	40.4	순차입금	(77)	(764)	(837)	(1,052)	(1,300)
순이익률	25.8	19.3	19.4	29.0	30.7	이자지급성부채	4	4	4	4	4

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	217	165	132	282	320
당기순이익	167	118	141	246	290
자산상각비	27	27	25	27	29
기타비현금성손익	(5)	3	3	3	3
운전자본증감	5	18	(37)	7	(3)
매출채권감소 (증가)	33	30	(38)	5	(4)
재고자산감소 (증가)	0	(44)	(38)	5	(4)
매입채무증가 (감소)	(40)	31	38	(5)	4
기타	12	1	1	1	1
투자현금	(246)	(63)	(71)	(80)	(87)
단기투자자산감소 (증가)	(164)	(24)	(25)	(26)	(27)
장기투자증권감소 (증가)	13	(1)	(1)	(1)	(1)
설비투자	(38)	(35)	(42)	(49)	(55)
유무형자산감소 (증가)	(11)	0	0	0	0
재무현금	(1)	(12)	(13)	(13)	(13)
차입금증가 (감소)	(1)	0	0	0	0
자본증가 (감소)	(1)	(12)	(13)	(13)	(13)
배당금지급	10	12	13	13	13
현금 증감	(34)	90	48	189	220
총현금흐름 (Gross CF)	212	147	169	275	322
(-) 운전자본증가 (감소)	201	(591)	37	(7)	3
(-) 설비투자	38	35	42	49	55
(+) 자산매각	(11)	0	0	0	0
Free Cash Flow	(38)	703	90	233	265
(-) 기타투자	(13)	1	1	1	1
잉여현금	(25)	702	89	232	264

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	27.2	38.6	23.5	13.5	11.4
PBR	5.8	5.1	3.3	2.7	2.2
PSR	7.0	7.6	4.7	4.0	3.6
EV/ EBITDA	16.6	23.8	13.4	7.2	5.5
배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EPS	7,658	5,484	6,677	11,628	13,745
BPS	36,180	41,277	47,230	57,938	70,672
SPS	29,858	27,923	33,216	38,875	43,418
DPS	600	600	600	600	600
수익성지표 (%)					
ROA	17.6	10.5	11.1	16.7	16.8
ROE	23.4	13.8	14.5	21.4	20.7
ROIC	30.3	24.0	81.3	121.6	129.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	28.9	29.4	29.8	24.3	20.5
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	447.9	439.2	429.2	522.8	616.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
매출채권회전율	8.7	10.1	11.2	10.5	11.8
재고자산회전율	455.1	25.8	11.2	10.5	11.8
자산/자본구조 (%)					
투자자본	80.0	13.0	16.2	14.6	13.9
차입금	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2

주: K-IFRS 연결, EPS는 완전회석 EPS

표 4. 위메이드

손익계산서						대차대조표					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	126	116	123	209	250	자산총계	353	359	398	433	475
증감률 (YoY %)	18.2	(7.8)	6.1	69.7	19.7	유동자산	243	216	201	214	231
매출원가	15	15	16	28	33	현금성자산	206	177	146	135	139
판매 및 일반관리비	77	80	105	138	160	매출채권	28	33	48	72	86
기타	0	1	(0)	0	0	재고자산	0	0	0	0	0
영업이익	33	19	2	42	55	기타	8	6	6	6	6
증감률 (YoY %)	(43.5)	(42.0)	(91.3)	2,387.3	31.3	비유동자산	110	143	197	220	244
EBITDA	42	26	9	51	66	투자자산	33	29	61	64	66
증감률 (YoY %)	(32.3)	(37.6)	(64.4)	450.2	29.4	유형자산	24	30	27	38	50
이자수익	9	7	6	10	13	무형자산	53	84	109	118	127
이자비용	0	0	0	0	0	부채총계	35	29	39	48	53
자본법손익	(7)	(1)	(1)	(1)	(1)	유동부채	25	23	33	41	46
기타	(15)	(0)	(4)	(3)	(3)	매입채무	4	6	16	24	29
세전계속사업손익	34	27	4	50	66	유동성이자부채	0	0	0	0	0
증감률 (YoY %)	(42.5)	(23.0)	(83.5)	1,033.3	33.7	기타	21	16	16	16	17
법인세비용	8	(4)	1	6	13	비유동부채	10	6	7	7	7
당기순이익	21	26	2	44	53	비유동이자부채	0	0	0	0	0
증감률 (YoY %)	(54.9)	25.6	(93.3)	2,403.4	21.0	기타	10	6	7	7	7
순이익의 귀속						자본총계	318	331	358	385	422
지배주주	19	23	4	45	50	자본금	4	4	9	9	9
비지배주주	2	3	(2)	(1)	3	자본잉여금	154	154	161	161	161
이익률 (%)						이익잉여금	102	116	110	137	173
영업이익률	26.6	16.8	1.4	20.2	22.2	자본조정	(1)	(5)	12	12	12
EBITDA마진	33.3	22.6	7.6	24.5	26.5	지배주주지분	259	270	292	319	355
세전이익률	27.4	22.9	3.6	23.8	26.6	순차입금	(206)	(176)	(146)	(135)	(139)
순이익률	16.5	22.5	1.4	21.0	21.3	이자지급성부채	0	0	0	0	0

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	31	28	3	38	56
당기순이익	21	26	2	44	53
자산상각비	8	7	8	9	11
기타비현금성손익	16	4	1	1	1
운전자본증감	(14)	(2)	(8)	(16)	(9)
매출채권감소 (증가)	1	(1)	(15)	(24)	(14)
재고자산감소 (증가)	(0)	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	(1)	0	6	8	5
기타	(15)	(1)	1	0	0
투자현금	(3)	(6)	23	(35)	(38)
단기투자자산감소 (증가)	117	0	(1)	(2)	(2)
장기투자증권감소 (증가)	(3)	0	(1)	(2)	(2)
설비투자	(4)	(8)	(9)	(15)	(18)
유무형자산감소 (증가)	(5)	(4)	(14)	(14)	(14)
재무현금	(22)	(19)	22	(17)	(17)
차입금증가 (감소)	(0)	2	(0)	0	0
자본증가 (감소)	(4)	(8)	24	(17)	(17)
배당금지급	4	8	3	17	17
현금 증감	25	3	48	(13)	1
총현금흐름 (Gross CF)	45	36	10	54	65
(-) 운전자본증가 (감소)	4	5	5	16	9
(-) 설비투자	4	8	9	15	18
(+) 자산매각	(5)	(4)	(14)	(14)	(14)
Free Cash Flow	32	19	(18)	9	23
(-) 기타투자	3	0	1	2	2
잉여현금	29	19	(19)	7	21

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	14.4	27.1	212.7	16.6	15.0
PBR	1.4	3.4	4.1	3.7	3.3
PSR	2.2	5.5	6.1	3.6	3.0
EV/ EBITDA	1.9	17.4	65.1	12.0	9.3
배당수익률	2.2	2.6	2.2	2.2	2.2
EPS	1,184	1,388	210	2,693	2,971
BPS	12,246	11,056	10,877	11,936	13,566
SPS	7,848	6,895	7,316	12,413	14,857
DPS	371	991	990	990	990
수익성지표 (%)					
ROA	6.5	7.3	0.5	10.6	11.7
ROE	8.1	9.9	0.6	14.4	15.7
ROIC	43.8	11.9	0.9	19.2	19.4
안정성지표 (% , X)					
부채비율	11.1	8.7	11.0	12.4	12.6
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	967.5	944.6	613.1	523.1	505.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5
매출채권회전율	4.7	3.8	3.0	3.5	3.2
재고자산회전율	3,586.7	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투자자본	29.2	40.1	45.9	51.6	54.3
차입금	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0

주: K-IFRS 연결, EPS는 완전회석 EPS

표 5. 네오위즈게임즈

손익계산서						대차대조표					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	506	668	692	488	375	자산총계	497	626	719	767	832
증감률 (YoY %)	36.7	31.9	3.6	(29.4)	(23.3)	유동자산	232	238	303	307	337
매출원가	280	405	431	271	169	현금성자산	96	79	175	220	249
판매 및 일반관리비	114	129	140	103	112	매출채권	73	142	93	52	53
기타	0	0	19	0	(0)	재고자산	0	0	0	0	0
영업이익	112	134	102	114	94	기타	62	16	34	35	35
증감률 (YoY %)	39.9	20.0	(24.1)	11.9	(17.1)	비유동자산	265	389	416	461	495
EBITDA	132	156	129	146	131	투자자산	201	177	202	210	219
증감률 (YoY %)	32.2	17.6	(17.0)	13.4	(10.6)	유형자산	20	117	118	130	135
이자수익	4	5	6	3	2	무형자산	43	94	96	121	142
이자비용	0	6	9	10	10	부채총계	190	353	356	325	326
자본법손익	(10)	(25)	1	4	4	유동부채	183	197	220	189	190
기타	(103)	(56)	15	2	2	매입채무	58	81	74	41	42
세전계속사업손익	23	101	113	105	84	유동성이자부채	2	45	74	74	74
증감률 (YoY %)	(68.5)	337.3	12.6	(7.8)	(19.4)	기타	123	72	73	73	74
법인세비용	2	28	31	26	21	비유동부채	7	156	135	136	137
당기순이익	21	73	82	79	63	비유동이자부채	5	147	121	121	121
증감률 (YoY %)	(59.1)	252.9	13.2	(4.2)	(19.7)	기타	2	9	15	15	16
순손익의 귀속						자본총계	308	273	363	443	506
지배주주	19	73	84	80	65	자본금	11	11	11	12	12
비지배주주	1	(1)	(2)	(2)	(2)	자본잉여금	127	133	133	133	133
이익률 (%)						이익잉여금	101	160	245	324	387
영업이익률	22.1	20.1	14.7	23.3	25.2	자본조정	1	(55)	(53)	(53)	(53)
EBITDA마진	26.1	23.3	18.7	30.0	34.9	지배주주지분	240	249	336	416	479
세전이익률	4.6	15.1	16.4	21.4	22.5	순차입금	(90)	112	20	(25)	(55)
순이익률	4.1	10.9	11.9	16.1	16.9	이자지급성부채	7	191	195	195	195

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	92	(2)	108	117	97
당기순이익	21	73	82	79	63
자산상각비	21	22	28	33	37
기타비현금성손익	10	26	46	(3)	(3)
운전자본증감	(41)	(144)	(20)	9	0
매출채권감소 (증가)	(19)	(46)	22	41	(0)
재고자산감소 (증가)	0	(0)	0	0	(0)
매입채무증가 (감소)	20	(6)	(5)	(32)	0
기타	(43)	(92)	(38)	0	0
투자현금	(70)	(102)	(72)	(76)	(70)
단기투자자산감소 (증가)	68	5	(1)	(3)	(3)
장기투자증권감소 (증가)	(5)	0	0	1	1
설비투자	(7)	(98)	(14)	(29)	(22)
유무형자산감소 (증가)	(12)	(17)	(19)	(40)	(40)
재무현금	(20)	128	(1)	1	0
차입금증가 (감소)	(2)	193	4	0	0
자본증가 (감소)	(0)	5	0	1	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	5	25	33	42	27
총현금흐름 (Gross CF)	134	174	156	108	96
(-) 운전자본증가 (감소)	(109)	51	(24)	(9)	(0)
(-) 설비투자	7	98	14	29	22
(+) 자산매각	(12)	(17)	(19)	(40)	(40)
Free Cash Flow	223	8	148	48	34
(-) 기타투자	5	0	(0)	(1)	(1)
잉여현금	218	8	148	48	35

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	50.7	12.9	6.4	6.7	9.3
PBR	4.9	6.1	2.2	2.0	1.7
PSR	1.9	1.4	0.8	1.1	1.6
EV/ EBITDA	6.7	6.8	4.2	3.4	3.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	906	3,352	3,746	3,588	2,596
BPS	9,315	7,051	10,949	12,137	13,859
SPS	23,986	30,640	31,556	22,290	15,396
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성지표 (%)					
ROA	4.6	12.9	12.2	10.6	7.9
ROE	8.8	29.7	28.1	20.9	14.1
ROIC	73.4	46.4	23.9	27.0	20.3
안정성지표 (% , X)					
부채비율	61.6	129.4	98.0	73.3	64.5
순차입비율	n/a	41.1	5.4	n/a	n/a
유동비율	127.0	120.4	137.4	162.6	177.7
이자보상배율	n/a	82.4	32.1	15.4	11.7
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.1	1.2	1.0	0.7	0.5
매출채권회전율	8.0	6.2	5.9	6.7	7.1
재고자산회전율	1,734.9	2,872.6	2,732.4	11,450.2	12,181.0
자산/자본구조 (%)					
투자자본	25.5	55.0	44.4	43.7	43.7
차입금	2.1	41.2	34.9	30.5	27.8

주: K-IFRS 연결, EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

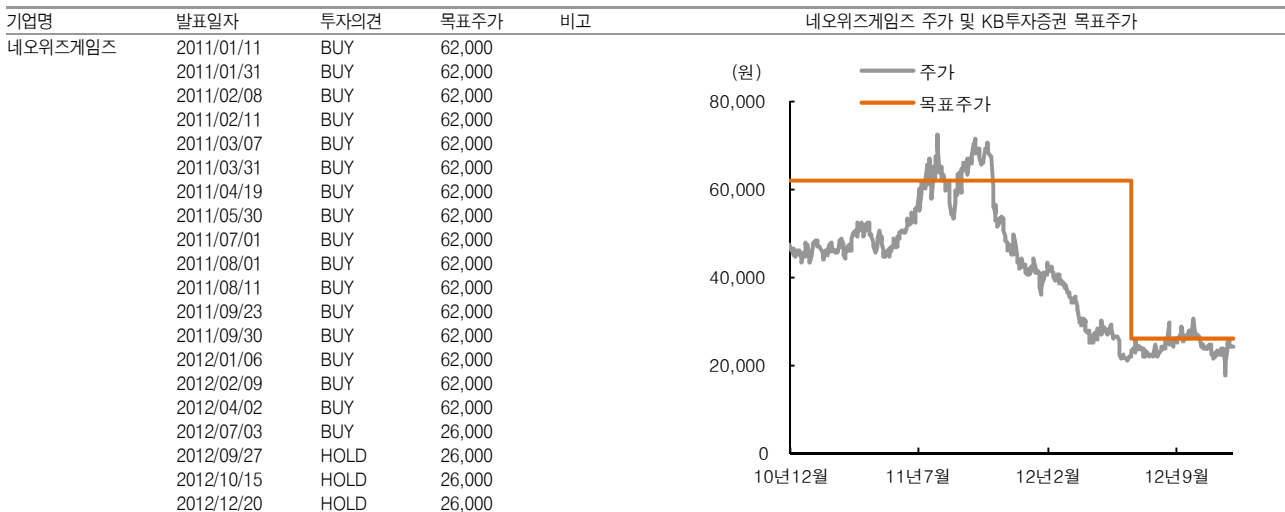
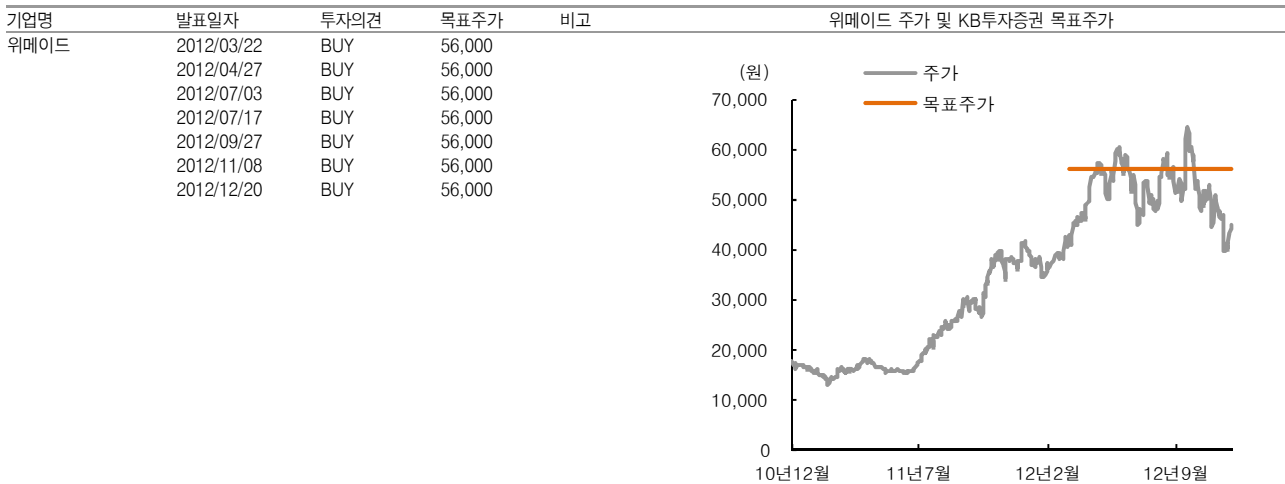
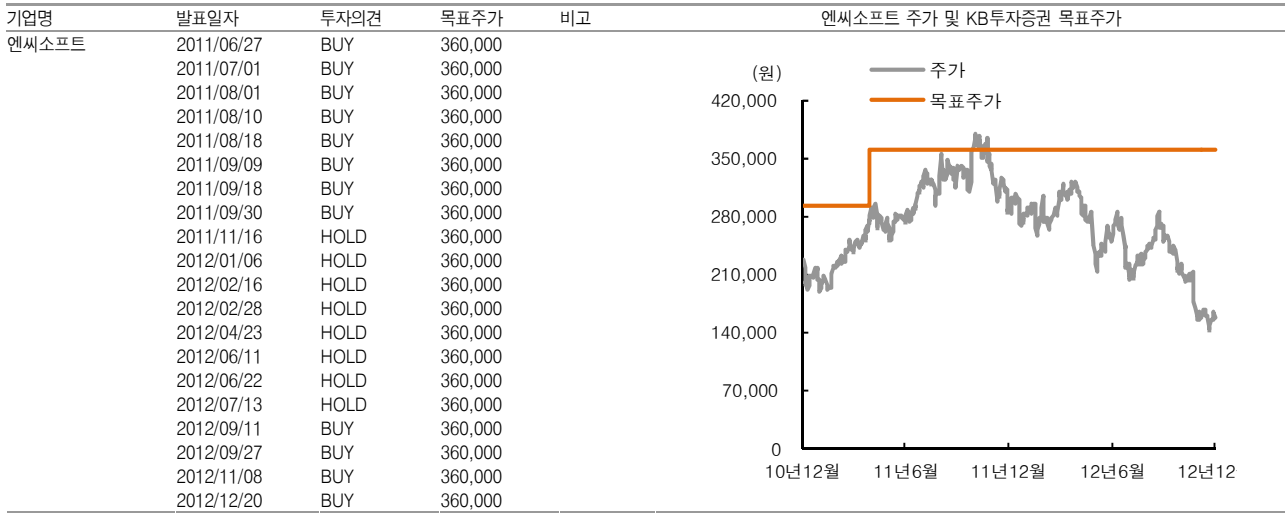
2012년 12월 20일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 12월 20일 현재 엔씨소프트 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	NHN 주가 및 KB투자증권 목표주가
NHN	2011/06/24	BUY	230,000		
	2011/06/27	BUY	230,000		
	2011/07/01	BUY	230,000		
	2011/07/15	BUY	230,000		
	2011/08/10	BUY	230,000		
	2011/09/23	BUY	230,000		
	2011/09/30	BUY	230,000		
	2011/10/31	BUY	230,000		
	2011/11/13	BUY	230,000		
	2011/11/28	BUY	230,000		
	2011/12/23	BUY	290,000		
	2012/01/06	BUY	290,000		
	2012/02/10	BUY	290,000		
	2012/02/22	BUY	290,000		
	2012/03/28	BUY	290,000		
	2012/04/24	BUY	290,000		
	2012/08/10	BUY	290,000		
	2012/08/20	BUY	323,000		
	2012/09/27	BUY	323,000		
	2012/12/20	BUY	323,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	다음 주가 및 KB투자증권 목표주가
다음	2010/12/06	HOLD	95,000		
	2010/12/27	HOLD	95,000		
	2011/02/16	HOLD	95,000		
	2011/03/31	HOLD	95,000		
	2011/07/01	HOLD	95,000		
	2011/07/18	BUY	144,000		
	2011/08/16	BUY	144,000		
	2011/08/23	BUY	144,000		
	2011/09/23	BUY	144,000		
	2011/09/30	BUY	144,000		
	2011/11/02	BUY	144,000		
	2012/01/06	BUY	144,000		
	2012/02/15	BUY	144,000		
	2012/02/27	BUY	144,000		
	2012/04/02	BUY	144,000		
	2012/06/07	BUY	144,000		
	2012/09/27	BUY	144,000		
	2012/10/22	BUY	144,000		
	2012/12/12	BUY	144,000		
	2012/12/20	BUY	144,000		



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.