



영향을 받은 종목추천, 인터넷 애널리스트 이창영입니다.

(02)3770-3537

changyoung.lee@tongyang.co.kr

동양증권

모바일과 온라인

모바일은 플랫폼을, 콘텐츠는 온라인을 사자



Why This Report

지난 한달 동안 거래정지 되었던 NHN이, 8월 29일부터 Naver와 NHN 엔터테인먼트 두 개의 회사로 분할 재상장됩니다. 둘중에 누가 얼마나 더오르고, 더 떨어질지 그래서 이에 맞는 투자전략을 어떻게 가져가야할지 의견이 분분합니다. 두회사의 주요 사업 모델인 모바일 플랫폼, 모바일 게임에 대한 현재 시장 및 향후 전망, 그리고 두회사의 실적추정을 통해 이에대한 해법을 정리해보았습니다. 그리고, 모바일 게임보다는 오히려, 특히 중국에서는 온라인 게임의 성공 확률, 기대수익이 높을 것이라 이야기도 추가하였습니다.

Investment Point

고성장에 가려진 위험성. 모바일은 아직 플랫폼만 좋다

- ▶ 2013년 상반기, 게임물등급위원회의 자율심사를 포함한 신규 등급결정된 게임수(신규 모바일 게임의 출시수)가, 2011년 대비 약 20배가 증가, 신규 모바일 게임 흥행 확률 저하 및 매출 발생기간이 짧아지게 되는 경쟁심화가 진행되고 있음
- ▶ 이러한 모바일 게임 매출발생의 불확실성 증대 뿐만 아니라, 매출의 51%를 모바일 플랫폼 수수료로 지불해야하는 현재의 모바일 게임시장의 구조는, 모바일 게임 개발사 및 퍼블리셔에게는 지속가능한 이익 창출이 구조적으로 용이하지 않은 상황임
- ▶ 반면, 유통되는 전체 게임 매출의 일정을 수수료를 수취하는 플랫폼에게는, 개별 게임 흥행 리스크와 무관하게, 전체 시장 성장에 비례하여, 매출 성장 및 이익 레버리지 효과가 나타나고 있음

차이나 드림, 모바일 보다는 온라인일 확률이 더 높다

- ▶ 모바일 게임 시장 경쟁은 격화되고 있는 반면, 2013년 PC온라인 게임의 신규출시 게임수는 전년 대비 34% 감소하며, 경쟁은 급속히 완화되고 있음. 시장 규모면에서도 모바일 게임이 빠르게 성장하고 있지만, 국내, 중국 모두 아직까지는 PC온라인 게임시장이 모바일 게임 대비 약 5~10배 큰 규모의 시장임
- ▶ 중국 모바일 게임시장이 급성장 하고 있지만, 국내와 마찬가지로 신규 게임출시수의 급증 및 높은 플랫폼 수수료로 인하여, 흥행 확률 및 기대수익은 오히려 PC 온라인 게임이 모바일 게임대비 높을 것으로 추정됨
- ▶ 성장하는 산업에 속해 있는 경쟁력있는 기업에 투자하는 것이 가장 최고의 투자전략이지만, 흥행산업의 속 성장 지속가능한 경쟁력 보유여부를 현재 확인할 수 없다면, 차선의 전략으로 성장성이 떨어지기는 하여도 경쟁환경이 완화되어, 남아있는 기존 경쟁력 있는 기업에 투자하는 것이, 게임주 투자의 리스크는 줄이고 수익은 높일 수 있는 방법이 될 수 있을 것으로 판단됨
- ▶ 또한, 국내 및 일본 모바일 게임 시장에서의 기존 온라인 게임 업체들의 경쟁력 부각, 콘솔 게임 업체 EA의 모바일 게임 매출(비중)증가 등의 사례는, 게임이라는 큰 범위에서의 콘텐츠 제작능력을 가진 회사가 장기적으로는 새로운 플랫폼에서도 경쟁력을 보여준 경우라는 판단임

Top Pick

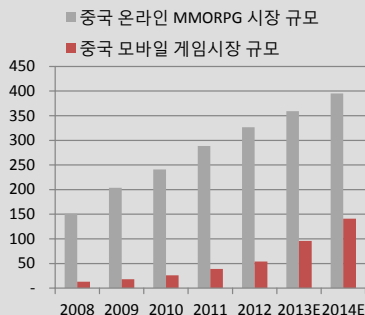
- ▶ 모바일 부분에서는 LINE의 글로벌 플랫폼 경쟁력 및 실적 상승의 선순환이 진행되고 있는 Naver(8월29일 분할상장)를 제시하며, 콘텐츠 부분에서는 모바일 대비 시장규모는 5~10배에 달하지만, 경쟁상황은 모바일 대비 1/100의 수준인 상황에서, 게임 콘텐츠 제작 능력이 국내외에서 이미 검증된 엔씨소프트를 Top Pick으로 제시함.

모바일 Top Pick : Naver (TP 500,000원)

콘텐츠 Top Pick : 엔씨소프트(TP 240,000원)

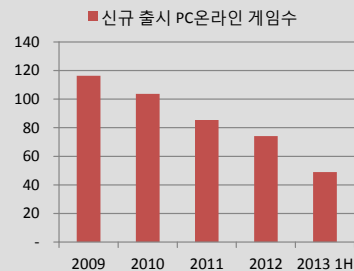
종목	투자의견	목표주가 (원)
NHN	BUY (M)	380000 (M)
엔씨소프트	BUY (M)	240000 (M)

중국 MMORPG 시장 vs 모바일 게임시장 규모



자료: 동양증권 리서치센터

신규 출시 PC 온라인 게임수



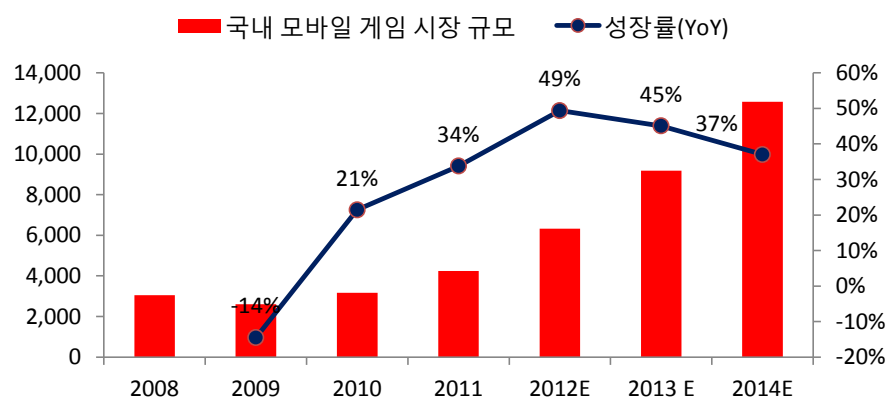
자료: 동양증권 리서치센터

I. 고성장에 가려진 위험성. 모바일은 아직 플랫폼만 좋다

지난해 하반기부터 폭발적으로 성장하게된 국내 모바일 게임시장은, 2013년 1조원 규모를 넘어설 것으로 예상된다. 스마트폰의 대중화는 모바일 게임 사용자층의 저변을 넓히며, 국내 모바일 게임 시장의 폭발적인 성장을 가져왔다.

국내 모바일 게임 시장 규모 & 성장률

(단위 : 억 원)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 문화체육관광부, 게임백서 2012

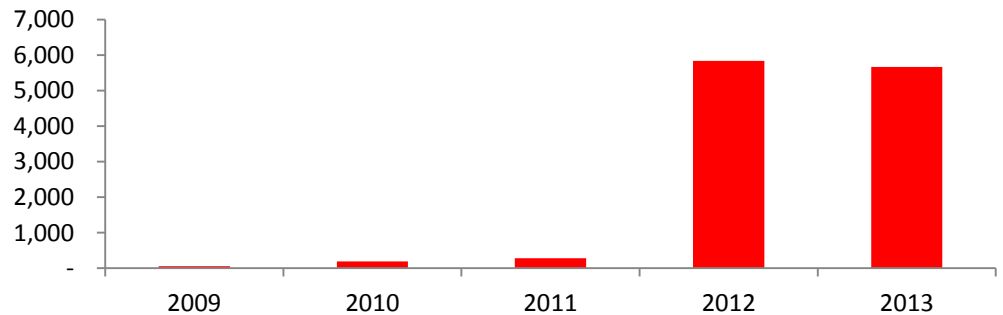
이러한 모바일 게임시장의 폭발적 성장은, 불과 1~2년 전만 해도 게임 개발자들에게 등한시 되었던 모바일게임이, 상당수의 개발자와 게임 개발사들이 모바일 게임 개발에 뛰어드는 결과를 가져오게 되었다.

더구나 모바일 게임의 속성상 PC 온라인 게임 대비 개발비, 개발 소요기간, 기술장벽이 상대적으로 낮기 때문에 개인 개발자를 포함한 수많은 소규모 개발사들의 게임이 양산되었고, 글로벌 표준화된 iOS, Android 등의 모바일 OS 덕분에 수많은 외산 게임들이 한국어로 번역되어 국내 오픈 마켓을 통해 출시하게 되었다.

특히 모바일게임의 자율심의가 시작된 2011년 7월부터 국내 모바일 오픈마켓의 게임 카테고리가 형성되면서, 모바일 게임의 시장공급량은 폭발적으로 증가하게 되었으며, 2012년 7월 카카오톡 게임센터 오픈으로 억 단위의 일매출 게임이 등장하면서, 모바일 게임의 시장공급량은 더욱 증가하게 되었다.

국내 신규 출시 모바일 게임수(월평균)

(단위 : 개)



자료: 게임물등급위원회

게임물등급위원회에 따르면, 모바일 게임등급심사가 결정된 게임(신규 출시게임)숫자가 2009년 638개에서, 2010년, 2011년 각각 2,233개, 3,351개 로 증가하였으나(스마트폰 보급), 2012년에는 35만개, 2013년 상반기까지 17만개의 모바일게임이 자율심의로 신규 등록되었다.

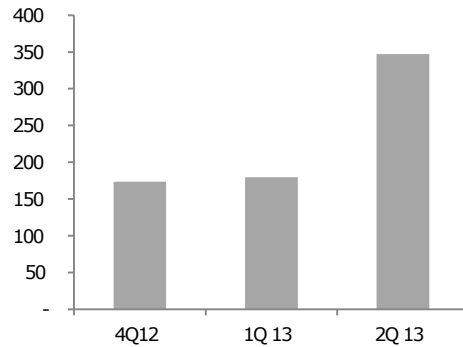
오픈마켓별로 별도로 등록하게 되어 있어 동일한 게임이 중복등록되는 점을 감안한다면, 2012년에는 약 7만개, 2013년 상반기에는 약 3.5만개의 게임이 시장에 신규 출시되었을 것으로 추정된다. 2011년 대비 약 20배에 달하는 증가율이다.

이와 같은 출시 게임수의 폭발적인 증가는, 이들 게임이 발생하는 매출의 일정 수수료를 안정적으로 수취하는 오픈마켓(30%)과 카카오톡(21%), 라인과 같은 모바일게임 플랫폼 매출의 급증을 가져왔다.

앱스토어, 구글플레이, 그리고 이통3사의 오픈마켓의 게임 매출액은, 국내 시장에 출시되는 대부분의 게임이 이들 오픈마켓을 통해 출시되기 때문에, 2013년 국내 모바일 게임시장 예상규모 1조원 중 약 3,000억원이 이들 오픈마켓에서 수취하는 금액일 것으로 추정된다. 성장률 또한 국내 전체 모바일 게임시장 성장률과 동일한 성장률을 보일 것으로 추정된다.

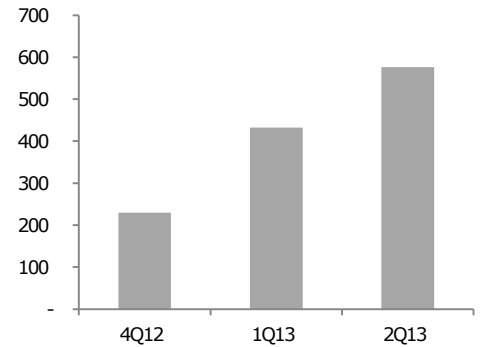
본래부터 모바일 플랫폼은 아니었지만, 다수 사용자를 모아 이들간의 순위경쟁, 아이템 선물, 대전 기능, 서로돕기 등의 소셜기능을 제공해줌으로서, 게임 소비를 촉진하며 모바일 플랫폼으로 자리를 잡게된, 모바일 메신저 카카오톡, LINE 도 모바일 게임 시장 성장의 수혜를 직접적으로 받고 있다.

카카오 게임매출(추정) (단위 : 억원)



자료: 동양증권 리서치센터, 주 : 순액 기준 매출액

LINE 게임매출 (단위 : 억원)



자료: NHN, 주 : 총액 기준 매출액

이러한 모바일 오픈마켓, 모바일 플랫폼들은 어떤 특정한 게임의 흥행여부, 매출 지속 기간과 무관하게, 전체 모바일 게임시장성장률과 비례적으로 안정적인 성장을 할 수 있다는데에 특징이 있다.

특히, 현재와 같이 국내외 수많은 모바일 게임이 경쟁적으로 출시되는 상황하에서는, 게임 개발사 입장에서는 그만큼의 흥행 성공률과 매출 발생기간이 감소되는 것이지만, 이들 오픈마켓과 플랫폼 입장에서는 흥행 리스크 없이 안정적으로 매출/이익 발생을 할 수 있다는 것이 가장 큰 장점이라 할 수 있다.

반면에 신규 모바일 게임 출시수 급증에 따른 경쟁 격화는, 게임 공급업체(개발사, 퍼블리셔 포함)에게는 리스크가 증대되는 요인으로 작용하게 되었다.

흥행 산업인 게임시장에 있어서 경쟁게임 출시수의 급증은, 게임사들의 신규 게임 흥행확률을 크게 저하 시킬 뿐만 아니라, 기존 흥행중인 게임의 매출발생기간도 단축시킬수 밖에 없기 때문이다.

1년 전까지 모바일 게임 선두 업체 게임빌의 2013년 상반기 국내 매출액은, 시장의 높은 성장에도 불구하고 전년대비 7%의 역성장을 기록하였고, 3년전 선두업체 컴투스의 경우에도 국내 모바일 게임 매출액은 하락추세에 있다.

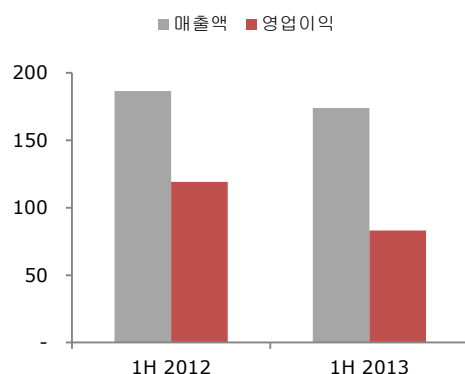
또한, 오픈마켓과 플랫폼 중심으로 형성된 모바일 게임시장은, 게임 개발사, 퍼블리셔 모두에게 수익성 저하를 가져오게 되는 결과가 나타났다.

오랜기간 개발비를 투자하여 흥행 여부의 불확실성을 감수하고 어렵게 출시된 게임들은, 게임 매출액의 약 51%를 플랫폼 수수료를 지불할 수 밖에 없어, 실제 발생하는 이익은 개발비(인건비=고정

비)를 상회하기가 쉽지않다.

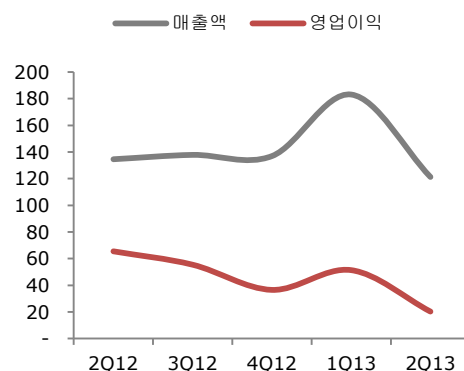
경쟁은 치열해져만 가기때문에 흥행성공 가능성은 낮아지고 있는 상황에서, 게임을 통해 벌어들이는 매출 발생 기간은 짧은데다가, 이마저도 높은 수수료를 부담해야하기 때문에, 모바일 게임 개발사들의 지속적인 이익발생가능성을 장담하기 어려운것이다.

게임빌 2012 vs 2013 상반기 실적 비교 (억원)



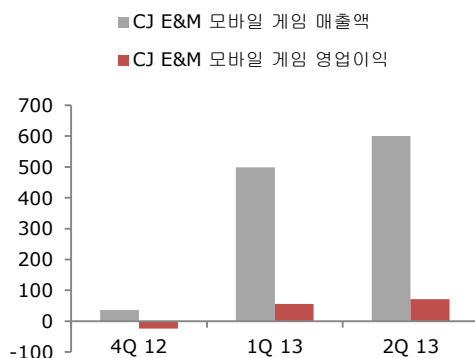
자료: 게임빌

컴투스 최근 분기별 실적 추이 (억원)



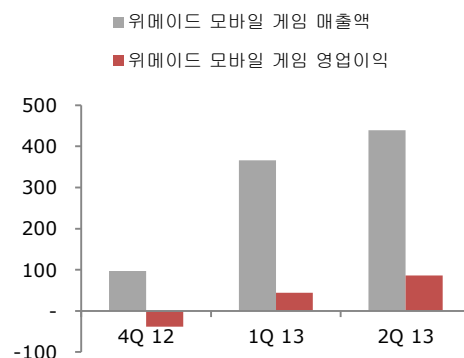
자료: 컴투스

CJ E&M 모바일 게임 매출액 & 영업이익 추이 (억원)



자료: CJ E&M

위메이드 모바일 게임 매출액 & 영업이익 추이 (억원)



자료: 위메이드

최근 모바일 게임 매출 발생 기간이 좀더 길어지고 있고, 몇몇 모바일 게임회사들의 게임들이 모바일 게임순위 상위에 랭크되는 비율이 높아지고 있어, 높은 플랫폼 수수료율에도 불구하고 국내외 모바일 게임시장 성장에 따른 수혜를 통한 성장 기대감이 높은 상황이다. 또한, 잇따라 해외에서 모바일 게임 플랫폼이 생성되어 해외시장을 통한 새로운 성장 기대감이 높아져 가고 있다.

그러나, 현재 모바일 게임시장의 경쟁률은 기본적으로 수만에서 수십만분의 일이라는 사실과 모바일 게임의속성장 개발력 = 흥행성이 잘 비례하지 않는다는 사실을 잊지말아야 한다는 판단이다.

Zynga 주가 추이



자료: 동양증권 리서치센터

II. 차이나드림, 모바일 보다는 온라인일 확률이 더 높다

PC 게임이 없어질까?

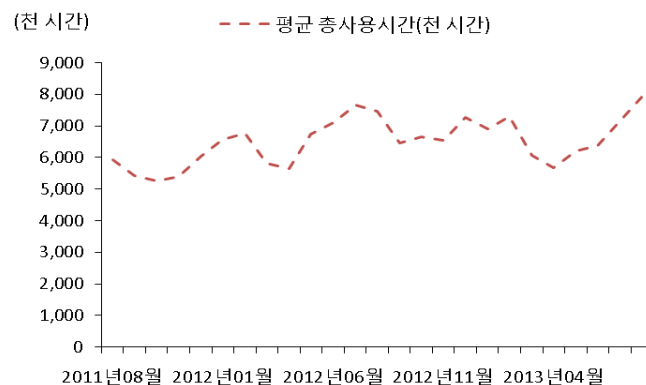
스마트폰의 등장으로, PC 앞에서 보냈던 시간보다 우리는 스마트 폰에 소비하는 시간 및 콘텐츠가 더 많아졌다. 인터넷을 통한 수익모델의 양대축이었던 검색광고와 게임 모두 검색회수와 게임 사용자 수 측면에서 모바일이 PC를 압도하고 있다.

하지만 실제 수익 크기면에서는 아직 PC 온라인이 모바일 시장 대비 압도적으로 큰 규모이다. 검색광고의 규모도 검색조회수면에서 올해 초부터 모바일이 온라인을 앞서고 있지만 모바일 검색광고는 PC 검색광고의 1/5 수준에 불과하다. 모바일 게임도 2년 전 보다 시장 규모가 두배 이상 증가했지만, 아직 PC 온라인 게임시장규모의 10%도 채 되지 않는다. 물론 장기적으로 양 시장의 격차는 점차 줄어들겠지만, 온라인 시장규모가 당분간은 모바일 시장대비 절대적으로 큰 규모를 유지할 것이라는 사실이다.

또한, 무엇보다 중요한 것은 모바일 시장의 급성장이 생각만큼 PC 시장의 감소를 가져오지 않았다는 데에 주목해야 한다.

실제로 지난 1년 동안 전국민에게 모바일 게임 열풍이 불었지만, PC 온라인 게임 사용시간은 감소하지 않았다.

전국 PC방 게임 사용시간 추이 (월평균)



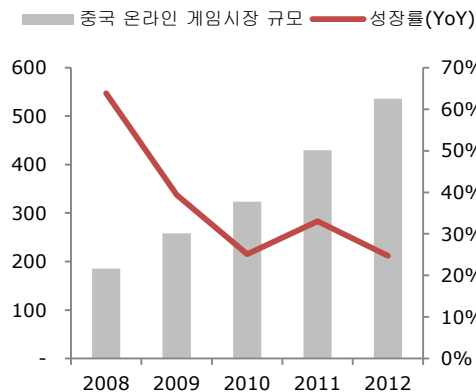
자료: 게임트릭스

모바일 게임이라는 대체상품의 출현으로, PC 온라인 게임의 성장 포텐셜은 감소할 수 있겠지만, 양 게임의 특성상 완전 대체재가 아니기 때문에, PC 온라인 게임 소비가 유지되고 있다는 판단이다.

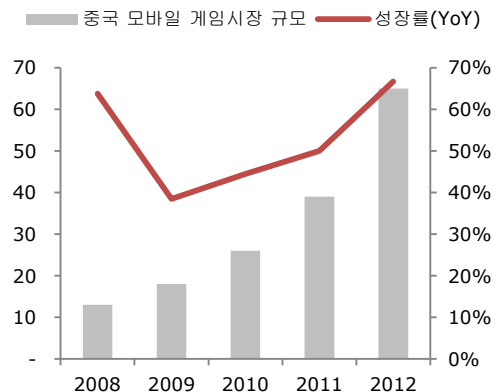
국내보다 PC 보급률, 인터넷 보급률이 낮은 신흥 개발도상국의 경우에는, 모바일 게임의 고성장에 도 불구하고 PC 온라인 게임의 성장이 유지되고 있는 상황이 더욱 두드러지게 나타난다.

전세계 최대 온라인 게임 시장으로 성장하게 된 중국의 경우, 2012년 기준 전년 대비 25% 성장한 536억 위안(9.8조원)의 시장규모로 성장하였다.

중국 온라인 게임시장 규모 및 성장률 (억 위안)



중국 모바일 게임시장 규모 및 성장률 (억 위안)



자료: 한국콘텐츠진흥원 중국사무소, 2013. 7. 15, Enfodesk

중국 또한 스마트폰의 빠른 보급으로 최근 모바일게임시장이 급증하고 있다. 오픈 마켓 구글플레이의 유료화 금지, 복제 게임의 만연으로 지난해까지는 유료 게임 시장형성이 더디게 진행되었지만, 'WeChat 게임센터', '치우 360' 등 다수의 모바일 게임 플랫폼의 등장과 다양한 결제시스템 도입 등으로, 2013년 전년대비 78% 성장한 1.8조원의 시장규모로 성장할 전망이다. 2014년에는 중국도 LTE가 보급될 전망이어서 향후 중국 모바일 게임시장은 고성장을 지속할 것으로 예상된다.

국내와 마찬가지로 중국 게임시장도 향후 더욱 높은 성장률을 보일 게임은, 모바일 게임이다. 이는 향후 디바이스 보급증가를 면에서도 그러하지만, 현재 모바일 게임시장이 PC 온라인 게임대비 약 27%불과한 작은 규모의 시장이어서 베이스가 낮기 때문이기도 하다.

현재의 PC 온라인 게임시장처럼 세계 최대의 시장이 될 수 있는 중국 모바일 게임시장은, 전세계 모바일 게임 개발사(자)들의 최대 타겟 시장이 될 것이라는 점이다. 이러한 상황은 국내 모바일 게임시장 이상으로 수십, 수만 개의 모바일 게임이 중국 시장을 타겟으로 출시될 것으로 예상된다. 글로벌 경쟁이 격화되면 격화되는 만큼 개별 게임, 개별 회사 입장에서는 현재의 국내시장의 상황처럼 흥행 성공 확률은 낮아지고, 매출 수명주기는 짧아질 가능성이 높다는 것이다.

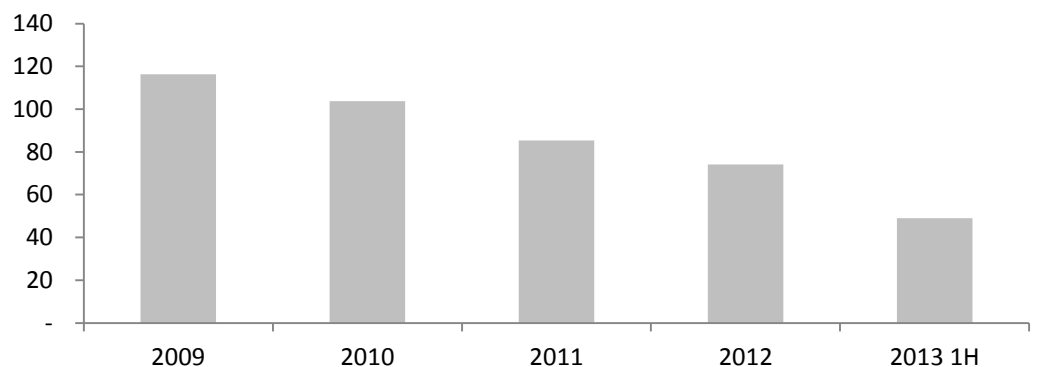
수익성 측면에서도 세계 최대 소비자를 접점으로 가지고 있는 중국 모바일 플랫폼업체들의 막강한 협상력(Bargaining Power)에 기반하여, 높은 플랫폼 수수료(율)를 부과하고 있어 게임 공급자 입장에서는 수익성이 매우 낮을 것으로 예상된다.

물론 그럼에도 불구하고, 우리가 어떤 회사 게임이 중국 4억명이 좋아할 수 있는 게임을 출시하여 대박을 터뜨릴 수 있을지 여부를 미리 알수있다면 좋겠으나, 게임이라는 흥행산업의 속성상 항상 불확실성을 내포하고 있기 때문에, 가능한한 최대한 높은 확률에 베팅해야 한다는 것이다.

게임물등급위원회에 따르면, 국내에서 PC 온라인 게임등급심사가 결정된 게임(신규 출시게임)숫자가 2009년 1,396개에서 2012년 890개로 매년 10~20%씩 감소하였고, 2013년 상반기에는 294개가 출시(등급결정)되어 전년대비 평균 34%나 감소하였다.

국내 PC 온라인 게임 월별 신규 출시 건수

(단위 : 개)



자료: 게임물등급위원회

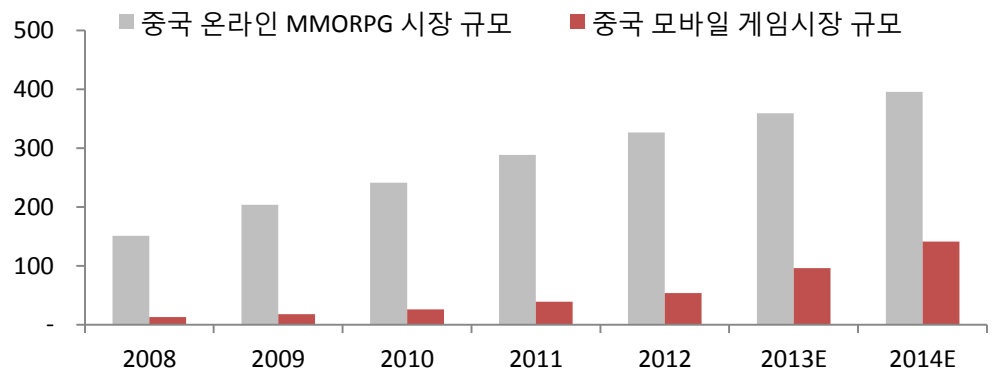
게임 개발 투자 및 인력들이 모바일로 이동하면서 발생되고 있는 현상이라는 판단이다.

이러한 상황은 아마도 중국 게임시장에서도 유사하게 나타나고 있을 것으로 예상된다. 지난 7월에 열린 중국 최대의 게임쇼 ‘차이나조이 2013’에서 전년 보다 모바일게임 출품작이 압도적으로 늘어났으며, 전체 컨퍼런스의 50% 이상이 모바일 관련 이슈를 담고 있었다.

성장하는 산업에 속해 있는 경쟁력있는 기업에 투자하는 것이 가장 최고의 투자전략이다. 하지만 성장하는 산업이지만, 흥행산업의 속성상 지속가능한 경쟁력 보유여부를 확인할 수 없다면, 차선의 전략으로 성장성이 떨어지기는 하지만 경쟁환경이 완화되어, 남아있는 기존 기업의 수혜가능성이 높아지는 기업에 투자하는 것이, 게임주 투자의 리스크는 줄이고 수익은 높일 수 있는 방법이 될 수 있을 것으로 판단된다.

중국 MMORPG 시장 vs 모바일 게임시장 규모

(단위 : 억 위안)



자료: 한국콘텐츠진흥원 중국사무소, 2013. 7. 15

Ⅲ. 콘텐츠만 좋으면 온라인, 모바일 상관없다

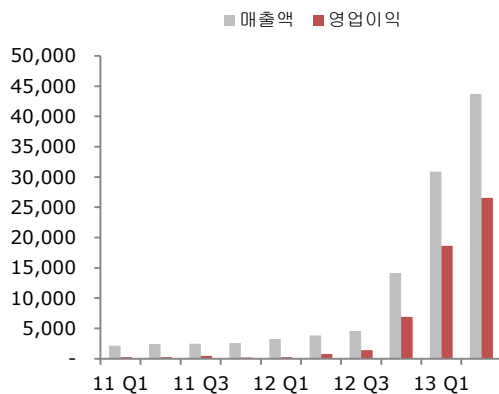
스마트폰 모바일게임이 본격적으로 국내에 등장한지 4년 가까이 되는 현재 모바일 게임시장의 경향은, 기존 모바일 게임 전문 기업보다, 기존에 모바일 게임과는 무관했지만 양질의 게임 콘텐츠 개발 능력 및 경험이 풍부했던 회사들의 모바일 게임시장에서 경쟁력을 높여가고 있는 모습이다.

올해부터 모바일 게임 상위 순위를 석권하고 있는 CJ E&M, 위메이드엔터테인먼트는 오랜기간 온라인 게임 개발 및 서비스를 해왔던 회사들이다.

일본에서 단일 모바일 게임으로 월 매출 1천억원의 세계적인 기록을 수립한 ‘퍼즐앤드래곤’의 개발사도 기존 온라인 게임 개발사인 경호 온라인이다.

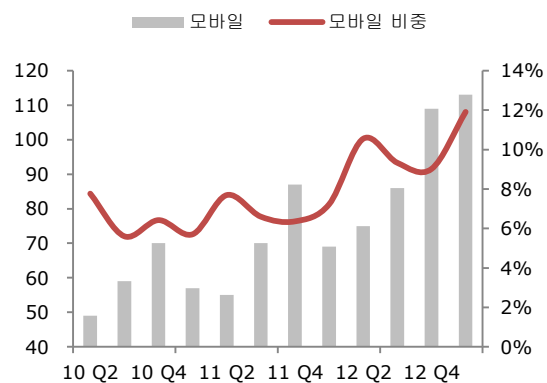
FIFA 시리즈, NHL 시리즈 등 전세계적인 콘솔게임 제작 업체 EA도 최근 모바일 게임 매출액 비중이 전체 게임 매출액중 12%까지 상승하며, 13년 1분기 기준 전년 대비 64%의 모바일 게임 매출 성장률을 시현하였다.

일본 경호온라인 매출액 & 영업이익 추이 (백만엔)



자료: GungHo

EA 모바일 게임 매출액 & 매출비중 추이 (백만불)



자료: Electronic Arts

게임의 특성, 흥행 요소, 제작 방식 등 PC 온라인 게임과 모바일 게임은 여러가지로 상이한 점이 존재하지만, 기본적으로 게임이라는 큰 범위에서의 콘텐츠 제작능력을 가진 회사가 장기적으로는 새로운 플랫폼에서도 흥행 가능성을 보여준 사례라 하겠다.

IV. Top Pick

모바일 Top Pick : Naver (TP 500,000원) , 콘텐츠 Top Pick : 엔씨소프트(TP 240,000원)

이상에서 살펴본 바와 같이, 당리서치팀이 제시하는 인터넷섹터 중의 Top Pick 종목은, 모바일 부분에서는 LINE의 글로벌 플랫폼 경쟁력 및 실적 상승의 선순환이 진행되고 있는 Naver(8월29일 분할상장)를 제시하며, 콘텐츠 부분에서는 모바일 대비 시장규모는 5~10배에 달하지만, 경쟁상황은 모바일 대비 1/100의 수준인 상황에서, 게임 콘텐츠 제작 능력이 국내외에서 이미 검증된 엔씨소프트를 Top Pick으로 제시한다.

Naver 목표주가 산정 내역		(단위: 억원)
LINE 가치 (A)	80,640	
14년 LINE 순이익	2,016	
적용 P/E	40배	Facebook 14년 시장 P/E
국내포털가치 (B)	83,890	
12개월 FW 국내 포털 예상 순이익	4,195	
적용 P/E	20배	Google 13년 시장 P/E
Naver 시가총액 (A+B)	164,530	
주식수(주)	32,962,679	
적정 주당가액(원)	499,140	

자료: 동양증권 리서치센터

NHN 엔터테인먼트 목표주가 산정 내역		(단위: 억원)
13년 예상 순이익	1,469	
14년 예상 순이익	737	
주식수(주)	15,165,025	
Target P/E	14	게임주 평균 시장 P/E
Target 시가총액	15,442	게임회사 실적 변동성 및 웹보드 규제효과 변동성 감안 13년, 14년 순이익의 평균 적용
적정 주당가액(원)	101,826	

자료: 동양증권 리서치센터

Naver 예상 실적					(단위: 십억원)				
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	522	576	623	685	1,781	2,405	3,005	3,929	4,892
검색광고	328	329	337	345	1,206	1,338	1,432	1,518	1,593
YoY	11%	9%	14%	9%	12%	11%	7%	6%	5%
PC	276	272	272	272	1,077	1,093	1,102	1,089	1,067
모바일	52	57	64	72	130	246	330	429	526
배너광고	79	86	85	100	347	350	369	379	383
YoY	2%	-1%	-4%	6%	16%	1%	5%	3%	1%
LINE	69	112	152	188	-	522	999	1,817	2,691
기타	46	49	49	51	228	196	205	216	227
영업비용	396	434	491	513	-	1,835	2,117	2,491	2,954
인건비	120	122	123	124	-	489	539	594	655
지급수수료	149	178	207	230	-	765	1,031	1,349	1,728
광고선전비	35	40	62	62	-	199	150	138	147
감가상각비	27	28	28	28	-	113	115	114	113
기타	65	65	70	70	-	269	282	296	311
영업이익	132	135	132	171	-	571	889	1,439	1,938
영업이익률	25%	23%	21%	25%	-	24%	30%	37%	40%
세전이익	145	136	131	173	-	585	911	1,476	1,988
당기순이익	115	90	95	126	-	426	639	1,005	1,338
라인 순이익	1	14	7	18	-	41	202	533	860
국내 포털순이익	114	76	88	108	-	386	437	472	478

자료: 동양증권 리서치센터

LINE 실적 추정								(단위: 십억원)				
	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
LINE 매출 합계	5	12	41	69	112	152	188	58	522	999	1,817	2,691
스티커	5	12	19	26	33	39	46	35	143	214	253	267
가입자평균(백만명)			83	120	165	226	296		208	390	511	599
ARPU/월(원)			74	71	67	57	51		57	46	41	37
게임	-	-	23	43	58	89	103	23	293	527	790	1,185
흥행게임수			2	4	5	7	9		6	11	17	25
게임당 월매출	-	-	4	4	4	4	4	-	4	4	4	4
광고&기타	-	-	-	-	21	25	40	-	86	258	774	1,239
광고수(개)			-	-	100	200	400		200	600	1,800	3,600
광고당 매출/월(백만원)			-	-	-	33	33		36	36	36	29
영업비용	22	26	42	68	88	140	158	90	454	663	929	1,257
인건비	15	16	17	17	18	20	21	47	75	109	137	156
인원수(명)	500	530	550	550	600	650	700	550	700	910	1092	1201.2
수수료	2	5	16	26	45	81	97	22	249	454	692	1,001
마케팅비	5	5	10	25	25	40	40	20	130	100	100	100
영업이익	-17	-14	-1	1	24	12	30	-32	68	336	889	1,434
영업이익률	-367%	-120%	-2%	2%	21%	8%	16%	-56%	13%	34%	49%	53%
법인세	-	-	-	0	10	5	12	-13	27	134	355	573
순이익	-17	-14	-1	1	14	7	18	-32	41	202	533	860
LINE/Naver 매출 비중	1%	3%	8%	13%	19%	24%	28%	3%	22%	33%	46%	55%
LINE/Naver 영업이익 비중				1%	18%	9%	18%		12%	38%	62%	74%

자료: 동양증권 리서치센터

엔씨소프트 목표주가 산정내역

(단위: 억원)

13년 예상 순이익	2,244	
14년 예상 순이익	3,205	14년 불소 해외(중국) 로열티 1500억원, 길드워2 500억원 가정
주식수(주)	21,908,958	
Target P/E	16.4	
Target 시가총액	52,581	
적정 주당가액(원)	240,000	

자료: 동양증권 리서치센터

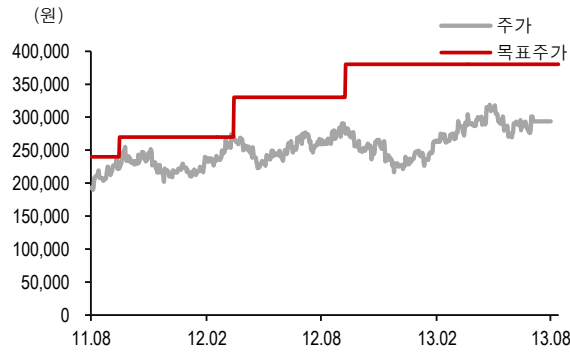
엔씨소프트 예상 실적

(단위: 억원)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	2011	2012	2013E	2014E
총매출	1,468	1,822	2,834	1,849	1,920	1,797	6,089	7,535	8,087	9,489
YoY	-12%	23%	104%	31%	31%	-1%	-7%	24%	7%	17%
리니지	584	383	649	660	848	713	1,957	2,053	2,951	2,826
YoY	-12%	-25%	62%	51%	45%	86%	7%	5%	44%	-4%
리니지 II	169	133	165	142	143	145	1,006	651	577	559
YoY	-29%	-37%	-33%	-23%	-15%	9%	-18%	-35%	-11%	-3%
아이온	364	269	251	283	233	239	2,232	1,413	1,012	822
YoY	-33%	-52%	-52%	-47%	-36%	-11%	-15%	-37%	-28%	-19%
로열티매출	171	149	168	107	130	123	566	641	493	567
YoY	19%	26%	17%	-29%	-24%	-18%	18%	13%	-23%	15%
블레이드앤소울	-	327	269	165	142	183	-	596	823	2,046
길드워2	-	458	1,190	364	289	246	-	1,649	1,368	1,783
와일드스타	-	-	-	-	-	-	-	-	300	210
비용총계	1,579	1,454	1,702	1,294	1,298	1,306	4,732	6,023	5,480	5,867
인건비	926	736	855	765	764	781	2,694	3,246	3,142	3,076
매출변동비	134	182	185	128	116	124	390	622	522	652
광고선전비	68	108	155	40	49	44	187	363	291	248
감가상각비	115	119	56	85	85	76	286	381	318	528
기타 (*)	336	309	451	276	284	280	1,174	1,411	1,207	1,364
영업이익	-111	368	1,132	555	622	491	1,357	1,513	2,607	3,621
순이익	-78	472	1,019	521	341	446	1,207	1,558	2,244	3,205

자료: 동양증권 리서치센터, 주: 블레이드앤소울, 길드워 2 해외 로열티는 편의상 로열티 매출 계정이 아닌 게임별 매출에 분류함

NHN (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



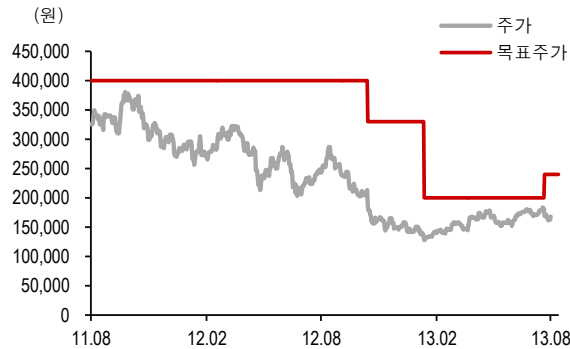
날짜	투자의견	목표주가
2013-08-28	BUY	380,000
2013-08-09	BUY	380,000
2013-07-11	BUY	380,000
2013-05-29	BUY	380,000
2013-05-10	BUY	380,000
2013-04-12	BUY	380,000
2013-03-19	BUY	380,000
2013-03-11	BUY	380,000
2013-03-04	BUY	380,000
2013-02-25	BUY	380,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-08-28	BUY	240,000
2013-08-16	BUY	240,000
2013-05-13	BUY	200,000
2013-04-15	BUY	200,000
2013-03-04	BUY	200,000
2013-02-25	BUY	200,000
2013-02-06	BUY	200,000
2013-01-30	BUY	330,000
2013-01-23	BUY	330,000
2013-01-16	BUY	330,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 엔씨소프트종목을 기초자산으로 하는 추가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.