



인터넷/게임

Overweight

1Q 실적: Developer의 Level-up

2014. 4. 17

인터넷/게임

Analyst 김동희

(02-6309-4591)

donghee.kim@meritz.co.kr

▶ Top Picks

NAVER(035420)

Buy, TP 1,100,000원

엔씨소프트(036570)

Buy, TP 280,000원

게임빌(063080)

Buy, TP 88,000원

NHN엔터테인먼트(181710)

Buy, TP 130,000원

▶ 인터넷: Global or Domestic?

- 1분기 국내 온라인광고 시장은 계절적 비수기 영향과 동계올림픽으로 인한 매출 순증 효과 크지 않아 연간 성장률 목표치(검색 high-single, 디스플레이 mid-to-high single digit)에 다소 못미칠 전망
- 해외 성장 모멘텀에 의한 종목별 차별화는 여전히 진행중. 라인의 가입자수는 4월 1일 기준 4억명 돌파하며 연내 5억명 달성의 청신호. 4억명 돌파의 의미는 14년 '경쟁력 강화'와 '성장성'의 두마리 토끼를 모두 획득할 수 있는 가능성이 높아졌다는 것
- 다음은 버즈런처를 통해 마이피플 등 메신저앱의 부진 탈피하고자 하나, 시간 소요 전망. 4월 16일 기준 다음의 버즈런처는 일본 및 국내 데코레이션 카테고리 다운로드 5위를 기록. 3월말 누적 다운로드수는 600만건을 돌파하였으나 monetization을 위한 tipping point로 잡고 있는 2천만건 돌파까지는 다소 시일 소요 전망

▶ 게임: Developer의 바게닝파워 강화

- 4월 21일 NAVER 밴드는 총 10종의 게임(NHN엔터 '드래곤프렌즈', 위메이드의 '퍼즐이냥' 등)을 기반으로 게임서비스를 본격 개시. 밴드 게임은 1) 게임 입점시 무심사 원칙과, 2) 입점 수수료를 기존 카카오톡(30%)과 달리 20%로 낮춰 개발업체에게 우호적 정책 제시
- 2014년은 국내 모바일게임 업종의 re-rating 진행 전망. 1) 산업의 헤게모니가 플랫폼 편중 → 콘텐츠의 중요성이 부각되고 있으며, 2) 산업 재편기에 승자가 될만한 업체는 프리미엄 부여 가능, 3) 해외 시장에서 성장 가능성 있는 업체는 더욱 주목할 필요 있기 때문
- 따라서, 모바일게임 업종 Top Pick으로 게임빌, NHN엔터테인먼트 추천
- 게임빌의 1분기 실적, 업종 내 가장 양호한 실적 시현할 전망. 에버플(몬스터워로드 개발사) 지분 인수효과가 비용절감으로 연결, 2월 출시된 '별이되어라'의 흥행 호조로 한 단계 레벨업 된 성장 보여줄 전망

인터넷/게임 업종 투자의견 및 주요 지표

(단위: 십억원, %, 배)	투자의견	목표주가 (4/17)	현재주가 (4/16)	매출액		영업이익		PER		ROE	
				2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F
NAVER	BUY	1,100,000	750,000	2,312.0	2,744.8	524.1	706.3	73.2	48.1	112.7	30.0
다음	BUY	100,000	74,100	530.9	576.1	81.8	72.5	17.3	16.7	12.5	10.9
엔씨소프트	BUY	280,000	212,500	756.7	991.5	205.2	361.7	34.3	15.7	14.8	22.4
NHN엔터테인먼트	BUY	130,000	85,900	641.8	644.6	179.0	135.6	15.2	13.0	9.6	9.4
게임빌	BUY	88,000	68,600	81.2	125.0	12.1	24.8	19.7	18.1	10.9	13.8
컴투스	HOLD	35,000	38,750	81.4	120.6	7.7	14.5	13.0	28.3	19.6	12.0

주) 2013 NAVER PER은 중단사업 손익 제외한 순이익 기준



인터넷 Preview (Overweight)

[표 1] 인터넷/게임 1Q 실적: 종목별 차별화

(단위: 십억원, %, 배)		13.1Q	14.1Q	YoY, %	13	14F	15F	YoY, %
인터넷/게임	매출	1,033	1,180	14.2%	4,404	5,203	5,959	14.5%
	영업이익	277	253	-8.7%	1,010	1,315	1,800	36.8%
	영업이익률	26.8%	21.4%	-5.4%	22.9%	25.3%	30.3%	5.0%
	순이익	234	197	-15.6%	680	1,010	1,344	33.1%
	PER (X)A				28.8	23.3	17.8	
	Market PER(X)B				11.3	9.5	8.5	
Premium.C(C=A/B-1%)				155.0	145.3	110.3		

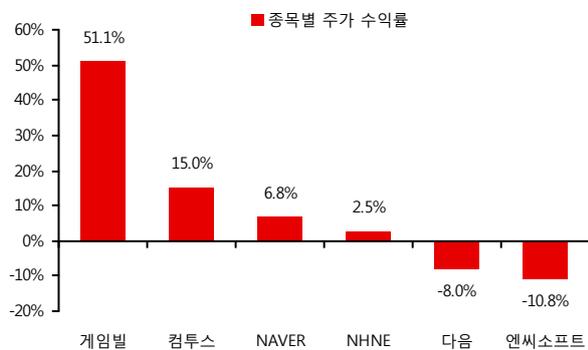
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2] 실적 반영에 따른 연간 추정치와 목표주가 수정

(십억원, %)		변경 후		변경 전		조정률		목표주가		목표주가 조정 요인
		14F	15F	14F	15F	14F	15F	종전	수정	
NAVER	매출액	2,745	3,268	2,745	3,268	0.0	0.0			
	영업이익	706	1,085	706	1,085	0.0	0.0			
	순이익	514	769	514	769	0.0	0.0	1,100,000	1,100,000	
다음	매출액	576	622	581	620	-0.9%	0.3%			1분기 실적 부진 및 14년 전망치 하향 조정 하였으니 그 폭 미미 목표가 유지
	영업이익	72	85	82	92	-11.5%	-7.6%			
	순이익	60	71	71	79	-14.5%	-10.8%	100,000	100,000	
엔씨소프트	매출액	991	1,072	962	1,039	3.1%	3.2%			중국 길드워 2 수익모델 변경에 따른 매출 추정치 소폭 상향
	영업이익	362	410	340	385	6.4%	6.5%			
	순이익	297	335	280	315	5.9%	6.2%	280,000	280,000	
NHNE	매출액	645	706	645	706	0.0%	0.0%			
	영업이익	136	162	136	162	0.0%	0.0%			
	순이익	100	119	100	119	0.0%	0.0%	130,000	130,000	
게임빌	매출	125	150	124	149	0.5%	0.5%			2Q 이후 해외매출 추정치 상향과 에버플 인수 효과 반영하여 실적추정치 및 목표가 상향 조정
	영업이익	25	35	21	30	19.8%	15.2%			
	순이익	25	31	23	28	8.8%	11.2%	80,000	88,000	
컴투스	매출	121	141	101	119	19.9%	18.6%			냥시의 신 흥행으로 2분기 실적 모멘텀 기대. 최근 추가급등으로 밸류에이션 부담 투자의견 Hold 유지. 목표가 35천원 상향
	영업이익	14	23	13	21	14.8%	9.4%			
	순이익	14	19	12	17	13.0%	8.1%	30,000	35,000	

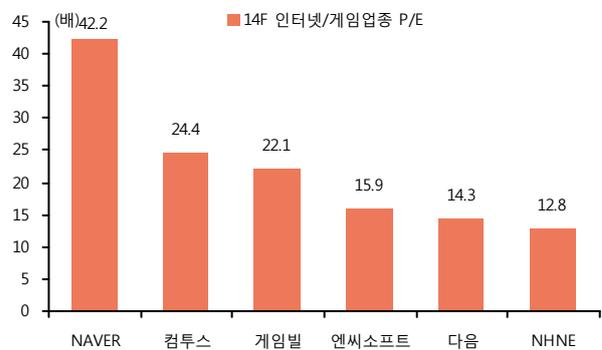
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 1] 1Q 인터넷/게임 종목별 주가수익률



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 인터넷/게임 종목별 PE



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터





Developer의 Level-up 확인

- 4월 21일 NAVER 밴드는 총 10종의 게임(NHN엔터 '드래곤프렌즈', 위메이드의 '퍼즐이냥' 등)을 기반으로 게임서비스를 본격 개시. 밴드 게임은 1) 게임입점시 무심사 원칙과, 2) 입점 수수료를 기존 카카오톡(30%)과 달리 20%로 낮춰 개발업체에게 우호적 정책 제시
- NAVER 밴드의 첫 출시게임 10종의 개발사 중에서 NHN엔터테인먼트와 위메이드를 제외하고는 대부분 중소 및 신생개발사. 진입장벽 없는 개방형 플랫폼이라는 점이 기존 카카오톡과 가장 큰 차이점. 카카오톡의 대표적 히트게임인 '애니팡(선데이토즈)' 과 유사한 스타 개발사 탄생 여부에 주목
- 2014년은 국내 모바일게임 업종의 re-rating 진행 전망. 1) 산업의 헤게모니가 플랫폼 편중 → 콘텐츠의 중요성이 부각되고 있으며, 2) 산업 재편기에 승자가 될만한 업체는 프리미엄 부여 가능, 3) 해외 시장에서 성장 가능성 있는 업체는 더욱 주목할 필요 있기 때문

[표 3] NAVER 밴드, 21일 게임서비스 출시

게임명	개발사	비고
아크스피어	 위메이드	-
벽돌팡	 안드로메다게임즈	1992년 PC 용 패키지게임 개발로 창업 '배틀스워드', '학교종이 땡땡땡 for Kakao' 등 개발
역전!맛짱탁구	 아프리카 TV	2013년 3월 나우콤에서 아프리카 TV로 사명 변경 '지켜라!몬스터타워', '팜스테이' 등 개발
박자왕	 모모	2011년 2월 나우콤에서 분사해 설립 스톤브릿지캐피탈과 NHN 으로부터 투자 받음 '9 회말', '손맛 뉴시광', '오투잼' 등 개발
별똥소녀	 아울로그	2011년 11월 액토즈소프트 라테일 개발팀 멤버들이 설립 '라비런-원더다이버', '재배소녀' 시리즈 등 개발
드래곤프렌즈	 NHN 엔터테인먼트	-
명랑운동회	 피닉스게임즈	2012년 6월 설립 - 前 네오위즈게임즈 사업 총괄본부장 김정훈 - 前 펜타비전 개발 이사 신봉건 공동대표 '주주버블', '명랑스포츠 for Kakao' 등 개발
퍼즐꾸	 라쿤소프트	2012년 8월 설립 '바이킹 아일랜드' 개발자 조영중 대표 모바일 SNG '학교 2014:반갑다, 친구야!' 등 개발
라바링크	 코카반	2005년 완구 유통 전문회사로 설립 글로벌 캐릭터 라이선싱으로 다양한 캐릭터 보유 웹게임 '퍼즐퀘스트', 모바일게임 '라바링크' 등 개발
퍼즐이냥	 위메이드	-

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터





[그림 3] 밴드게임, 사전예약 서비스 실시 - 3일만에 25만명 돌파

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터 정리

[그림 4] 모바일게임 플랫폼 수수료율 비교

	카카오	구글플레이/ 앱스토어 30%	카카오 21%	게임업체 49%
	라인	구글플레이/ 앱스토어 30%	라인 35%	게임업체 35%
	네이버 앱스토어	네이버 10% 이용자 10%		게임업체 80%
	밴드	네이버 20~30% 앱스토어 20~30%	밴드 14~16%	게임업체 56~64%
	아프리카 TV	구글플레이/ 앱스토어 30%	아프리카TV <<20%	게임업체 >>50%
	알리바바	알리바바 20%	어린이 교육사업 기부금 10%	게임업체 70%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 정리



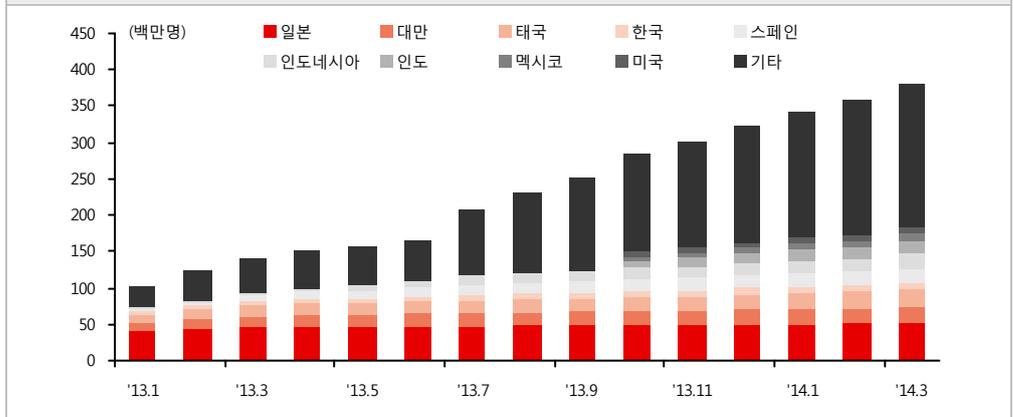


NAVER(035420) – 가입자 4억명의 의미

(단위: 십억원, %, 원, 배)	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	YoY	QoQ	Consensus
NAVER(035420)	매출액	515.1	570.4	585.3	641.1	625.4	21.4%	-2.5%	642.6
6M TP: 1,100,000원	검색광고	327.8	329.0	332.5	362.7	352.6	7.6%	-2.8%	-
BUY	디스플레이광고	77.9	84.6	72.0	88.9	73.9	-5.1%	-16.8%	-
종가 750,000 원	라인	67.3	117.3	132.7	136.9	148.3	120.2%	8.3%	-
주식수 3,296 만주	기타	42.1	39.5	48.1	52.6	50.5	19.9%	-4.0%	-
시가총액 247,220 억원	영업이익	126.1	139.2	104.5	154.3	138.5	-2.1%	47.6%	164.9
	세전이익	137.9	141.6	131.3	46.2	153.8	-73.9%	-64.8%	-
	지배주주순이익	109.7	93.5	76.2	46.4	103.1	-63.4%	-39.2%	134.9

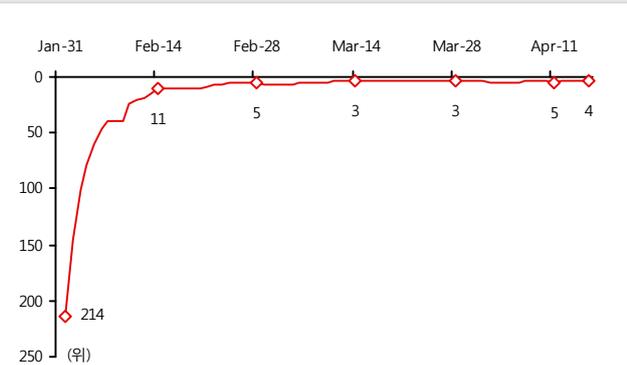
- 1분기 실적은 당사 기대치 부합 전망. 매출액과 영업이익은 각각 6,254억원(+21.4% YoY), 1,385억원(-2.1% YoY)로 추정하며 사업부문별로는 검색과 디스플레이광고 매출액은 각각 3,526억원(+7.6% YoY), 739억원(-5.1% YoY), 라인 매출액은 1,483억원(+120.2% YoY)로 전망.
- 온라인광고 시장은 연초 시즈널리티 및 동계올림픽 등에서 큰 특수효과 누리지 못하면서 시장 성장을 수준 달성
- 라인매출액은 총매출 기준 2,498억원(+17.2% QoQ), 순매출 기준 1,483억원(+8.3% QoQ)으로 추정. 1분기 라인 매출액은 전년 대비 낮아진 엔화 가치에 따라 약 10%의 매출 감소 영향 및 전분기 게임 부문에서 100억원 이상의 회계기준 변경으로 인한 역기저 효과 등이 발생. 그럼에도 불구하고, 일본 라인 디즈니 츠무츠무의 호조, 대만과 태국 등지에서 라인 쿠키런의 흥행 및 홍콩 라인 레인저스의 성과 등으로 안정적 성장세를 지속할 전망
- 영업이익률은 전분기대비 1.9pt 하락한 22.2%로 추정한다. 마케팅비는 전분기와 유사한 820억원 수준에서 집행. 다만 2분기 부터는 3월 17일 본격화된 미국 전역 TV광고 개시로 인해 증가폭이 클 전망
- 라인의 글로벌 성장스토리 여전히 유효. 투자여건 BUY 및 목표주가 110만원 유지

[그림 1] 라인 가입자수, 4월 1일 4억명 돌파



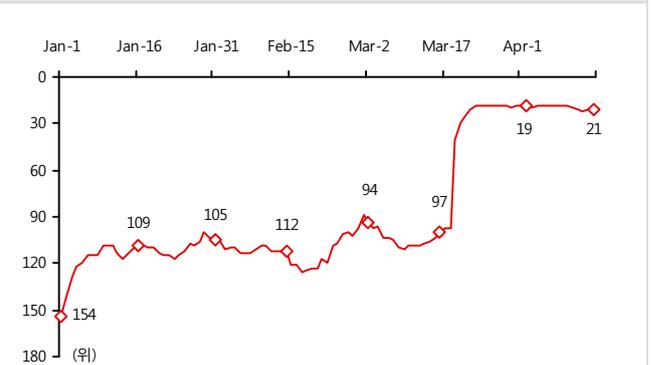
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 라인 디즈니츠무츠무 – 일본내 5위권 유지



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 라인 미국 다운로드 순위- 마케팅 실시로 상승



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터





1Q FY14 Earnings Preview

Income Statement				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	17,987	23,120	27,448	32,679
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17,987	23,120	27,448	32,679
판매비와관리비	12,775	17,878	20,385	21,833
기타손익	18	22	23	25
영업이익	5,212	5,241	7,063	10,847
금융수익	632	643	795	834
종속/관계기업관련손익	1	-22	-23	-24
기타영업외손익	-360	-1,293	-1,357	-1,425
세전계속사업이익	5,485	4,569	7,661	11,474
법인세비용	1,479	1,311	2,530	3,789
당기순이익	5,444	18,953	5,137	7,692
지배주주지분 순이익	5,461	18,975	5,137	7,692

Statement of Cash Flow				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	5,955	6,280	8,021	10,873
당기순이익(손실)	5,444	18,953	5,137	7,692
유형자산감가상각비	888	1,156	1,132	873
무형자산상각비	182	161	103	90
운전자본의 증감	-954	710	724	739
투자활동 현금흐름	-6,900	-4,234	2,876	2,933
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,804	-3,796	-3,872	-3,949
투자자산의 감소(증가)	-757	1,145	1,168	1,191
재무활동 현금흐름	239	-1,621	624	637
차입금증감	1,081	215	1,766	1,801
자본의증가	6	-705	6	7
현금의증가	-708	398	2,215	4,372
기초현금	4,663	3,954	4,353	6,568
기말현금	3,954	4,353	6,568	10,940

Balance Sheet				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	17,389	13,361	16,927	22,853
현금및현금성자산	3,954	4,353	6,568	10,940
매출채권	2,422	2,313	3,012	3,464
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	11,884	13,617	15,572	17,811
유형자산	5,656	7,916	9,103	10,468
무형자산	1,216	1,340	1,541	1,773
투자자산	3,760	2,614	3,007	3,457
자산총계	29,273	26,977	32,499	40,665
유동부채	6,454	8,324	8,740	9,177
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	27	859	859	859
유동성장기부채	1,327	1,557	1,588	1,620
비유동부채	3,784	3,901	4,205	4,538
사채	0	1,101	1,100	1,210
장기차입금	1,945	0	0	0
부채총계	10,237	12,224	12,945	13,715
자본금	241	165	165	165
자본잉여금	1,958	1,329	1,329	1,329
기타포괄이익누계액	-382	-1,194	-1,194	-1,194
이익잉여금	26,678	45,562	50,403	57,799
비지배주주지분	72	40	41	42
자본총계	19,036	14,753	19,554	26,950

Key Financial Data				
	2012	2013	2014E	2015E
주당데이터(원)				
SPS	37,373	55,349	83,269	99,141
EPS(지배주주)	11,346	45,425	15,585	23,337
CFPS	17,301	17,566	26,609	33,503
EBITDAPS	13,054	15,701	25,176	35,829
BPS	36,877	40,570	54,521	76,253
DPS	616	734	734	734
배당수익률(%)	0.3	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)				
PER	19.9	15.9	48.1	32.1
PCR	13.0	41.2	28.2	22.4
PSR	6.0	13.1	9.0	7.6
PBR	6.1	17.8	13.8	9.8
EBITDA	6,283	6,558	8,299	11,810
EV/EBITDA	15.7	35.4	30.0	20.7
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	31.4	112.7	30.0	33.1
EBITDA이익률	34.9	28.4	30.2	36.1
부채비율	53.8	82.9	66.2	50.9
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	79.9	77.5	94.1	144.5
매출채권회전율(x)	7.7	9.8	10.3	10.1
재고자산회전율(x)	-	-	-	-





다음(035720) - 1Q 실적, 역사적 저점 형성 전망

(단위: 십억원, %, 원, 배)	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	YoY	QoQ	Consensus
다음(035720)	매출액	124.9	132.5	129.7	143.7	131.5	5.3%	-8.5%	134.9
6M TP: 100,000원	디스플레이광고	51.1	57.0	55.5	67.0	55.0	7.7%	-17.9%	-
BUY	검색광고	63.9	65.6	64.1	67.0	67.2	5.1%	0.3%	-
종가 74,100 원	게임	8.2	8.6	8.5	8.3	7.8	-5.0%	-5.5%	-
주식수 1,356 만주	거래형서비스	1.5	1.2	1.4	1.3	1.4	-9.9%	5.0%	-
시가총액 10,048 억원	기타자회사	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	15.2%	5.0%	-
	영업이익	22.6	23.9	20.3	15.1	12.7	-43.8%	-15.6%	16.6
	세전이익	23.9	22.2	27.6	10.5	13.7	-42.4%	31.2%	-
	지배주주순이익	19.3	17.6	23.6	5.6	11.3	-41.6%	102.6%	14.6

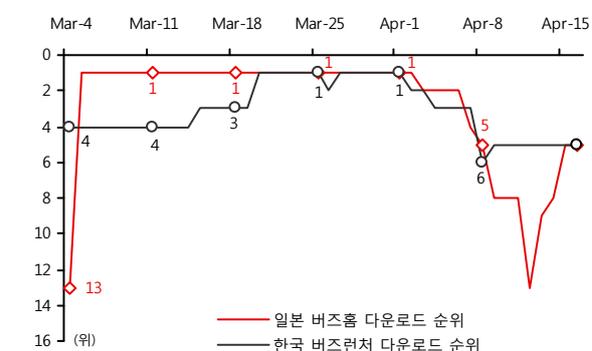
- 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,315억원(+5.3% YoY), 127억원(-43.8% YoY) 예상. 컨센서스(영업이익 166억원) 대비 하회할 전망이다. 검색광고는 5.1% YoY 증가한 672억원, 디스플레이광고는 작년 3분기 TNK팩토리 인수 효과로 +7.1% YoY 증가한 550억 원 예상. 동계올림픽 등의 스포츠 이벤트 효과는 제한적이었던 것으로 추정
- 영업이익률은 9.7%로 역사적 저점 수준의 수익성 시현 전망. 가파른 인건비 증가(1Q13말 약 2,300명 인력 → 1Q14말 2,500명 수준으로 증가) 및 지급수수료를 수반하는 광고매출 증가 등에 기인
- 다음의 버즈런처는 2014년 3월 600만 다운로드 돌파. 2014년 2천만 다운로드 돌파 및 수익모델 구체화 등의 목표 제시. 페이스북의 마크 저커버그 CEO는 '런처는 그 어떤 앱보다 강력한 기능을 포함한 페이스북의 미래' 라고 천명한바 있을 정도로 모바일 트래픽의 핵심. 그러나 수익화를 기대하기는 다소 시일 소요 전망
- 또한 동사는 3월 4일 DDN(Daum Display Network)을 본격 론칭. DDN이란 다음의 광고 네트워크를 활용한 타겟팅 광고 상품을 칭함. 13년 국내 GDN 시장이 약 1천억원 규모라는 점과 동사의 탄탄한 광고 네트워크를 감안시 성공 가능성이 클 전망

[그림 1] 3월말 버즈런처 누적다운로드 6백만 돌파



자료: 다음, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 버즈런처, 국내 및 일본 다운로드 순위



주) 데코레이션 앱 카테고리 내

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] DDN(Daum Display Network)



자료: 다음, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 검은사막, 5월 11일 2차 CBT 개시



자료: 다음, 메리츠증권증권 리서치센터





1Q FY14 Earnings Preview



Income Statement				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	4,534	5,309	5,761	6,218
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	4,534	5,309	5,761	6,218
판매비와관리비	3,516	4,491	5,036	5,367
기타손익	160	163	191	225
영업이익	1,018	818	725	851
금융수익	85	46	86	90
종속/관계기업관련손익	-17	-18	-16	-14
기타영업외손익	-77	-5	10	24
세전계속사업이익	1,009	841	789	923
법인세비용	197	149	233	300
당기순이익	766	661	605	711
지배주주지분 순이익	763	659	603	708

Statement of Cash Flow				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
영업활동현금흐름	1,233	1,262	865	991
당기순이익(손실)	766	661	603	708
유형자산감가상각비	227	244	237	180
무형자산상각비	131	152	96	79
운전자본의 증감	-4	146	295	351
투자활동 현금흐름	-513	-979	-715	-725
유형자산의 증가(CAPEX)	-368	-432	-454	-476
투자자산의 감소(증가)	320	-48	-17	-18
재무활동 현금흐름	-322	-389	-413	-410
차입금증감	-14	8	0	0
자본의증가	43	61	64	67
현금의증가	395	-106	8	198
기초현금	810	1,204	1,098	1,106
기말현금	1,204	1,098	1,106	1,304

Balance Sheet				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	3,475	3,497	3,725	4,184
현금및현금성자산	1,204	1,098	1,106	1,304
매출채권	580	496	678	746
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	2,643	3,080	3,234	3,396
유형자산	1,012	1,195	1,255	1,318
무형자산	739	862	905	951
투자자산	318	349	366	385
자산총계	6,119	6,577	6,959	7,580
유동부채	766	870	913	959
매입채무	104	221	271	332
단기차입금	1	3	3	3
유동성장기부채	0	3	3	3
비유동부채	154	166	175	184
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	3	3	3
부채총계	919	1,036	1,088	1,142
자본금	68	68	68	68
자본잉여금	1,816	1,876	1,876	1,876
기타포괄이익누계액	49	18	18	18
이익잉여금	3,202	3,711	4,193	4,760
비지배주주지분	46	153	156	160
자본총계	5,199	5,541	5,871	6,438

Key Financial Data				
	2012	2013	2014E	2015E
주당데이터(원)				
SPS	33,617	39,177	42,483	45,856
EPS(지배주주)	5,656	4,862	4,445	5,222
CFPS	10,718	9,692	8,116	8,797
EBITDAPS	10,199	8,959	7,792	8,185
BPS	32,688	33,380	35,471	39,288
DPS	1,110	1,133	1,133	1,133
배당수익률(%)	1.2	1.3	1.5	1.5
Valuation(Multiple)				
PER	16.1	17.3	16.7	14.2
PCR	8.5	8.7	9.1	8.4
PSR	2.7	2.1	1.7	1.6
PBR	2.8	2.5	2.1	1.9
EBITDA	1,375	1,214	1,056	1,109
EV/EBITDA	7.0	7.2	6.9	6.2
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	15.7	12.5	10.9	11.8
EBITDA이익률	30.3	22.9	18.3	17.8
부채비율	17.7	18.7	18.5	17.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	7,858.9	439.3	298.2	348.0
매출채권회전율(x)	7.0	9.9	9.8	8.7
재고자산회전율(x)	-	-	-	-





엔씨소프트(036570) - 14년 계단식 성장의 시발점

(단위: 십억원 %, 원 배)	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	YoY	QoQ	Consensus
엔씨소프트(036570) 6M TP: 280,000원 BUY 증가 212,500 원 주식수 2,193 만주 시가총액 46,597 억원	매출액	184.9	192.0	169.7	210.0	209.5	13.3%	-0.3%	204.0
	리니지	66.0	84.8	62.3	74.7	72.5	9.8%	-3.0%	-
	리니지2	14.2	14.3	13.1	15.6	13.5	-4.9%	-13.1%	-
	아이온	25.1	28.3	23.3	22.6	21.6	-13.7%	-4.4%	-
	블레이드앤소울	16.5	14.2	20.3	17.9	16.9	2.3%	-5.6%	-
	길드워2	36.4	28.9	24.5	33.6	28.7	-21.2%	-14.5%	-
	로열티	10.7	13.0	9.9	32.3	41.4	285.5%	28.1%	-
	기타	12.7	13.6	17.1	14.3	14.6	15.1%	2.0%	-
	영업이익	55.5	62.2	30.7	56.7	64.9	17.0%	14.4%	64.8
	세전이익	65.3	58.7	31.0	61.2	69.7	6.7%	13.7%	-
지배주주순이익	52.1	34.1	25.4	47.1	54.1	3.8%	14.8%	57.2	

- 1분기 실적, 기대치 부합 전망. 리니지1 매출액은 3.0% QoQ 감소한 725억원, 3월 19일 출시된 리니지 모바일의 매출 기여는 크지 않을 전망. 리니지2와 아이온 매출액은 전분기대비 각각 13.1%, 4.4% 감소한 135억원, 216억원 예상.
- 국내 블레이드앤소울 매출액은 5.6% QoQ 감소한 169억원 예상. 길드워2 매출액은 출시된지 약 2년에 가까워 지면서 패키지 매출 감소. 14.5% QoQ 감소한 287억원 추정
- 중국 블레이드앤소울 로열티 매출액은 22.1% QoQ 증가한 283억원으로 추정. 1분기 공격적인 Monetization 노력 없었다는 점 감안시 나쁘지 않은 성과.
- 투자 의견 BUY 및 목표가 28만원 유지, 게임업종 Top Pick으로 지속 추천. 2분기 중국 B&S 상용화, 5월 15일 중국 길드워2 정식 서비스, 6월 3일 북미/유럽 와일드스타 출시 등 계단식 성장 감안시 비중확대의 기회

[그림 1] 와일드스타, 4월 15일 기준 아마존 비디오게임 판매순위 33위 rank



Wildstar [Online Game Code]

by NCSoft
 Rated: Teen
 ★★★★★ (6 customer reviews)

Price: \$59.99

Available Now.

Sold by Amazon Digital Services, Inc. Additional taxes may apply. By placing your order, you agree to our Terms of Use. Game and software downloads are non-refundable and non-transferable after purchase.

Note: Currently, this item is available only to customers located in the United States and who have a U.S. billing address.

Platform: PC Download

PC PC Download

Edition: Standard

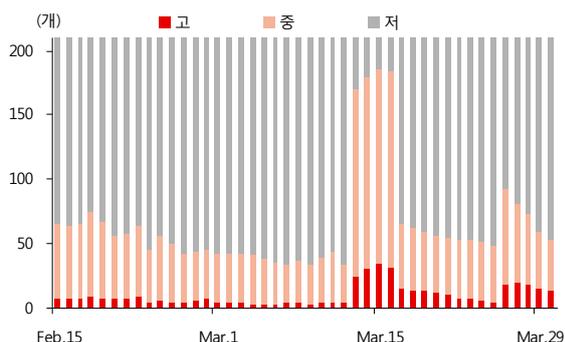
Standard Deluxe

Note: After purchase, you can access the item in Your Games Library.

\$5 Credit
 Wildstar Pre-Sell: Bonus Offers + \$5 Video Games Credit + Be Order Wildstar now and get 1) access to the Wildstar Pre-order Beta 1 Rocket House (only available with pre-order), 4) Housing Vanity Item mounted in Housing), 5) In-game Storage Bag (expands inventory), 6 weeks before launch), 7) a \$5 Amazon Video Games credit. The Deluxe key right away that will give them access to the Beta weekends, pre-order content, at credit cards will be charged at the time of order. Video Game credits will be distribute must be used by June 3, 2015. Amazon reserves the right to terminate this promotion

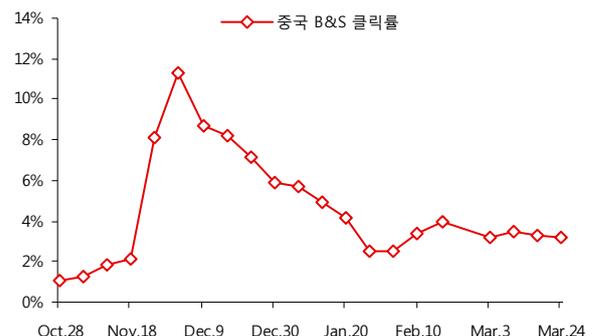
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 중국 B&S 서버, 3월 2번의 이벤트에 유저 반응 확인



자료: QQ.com

[그림 3] 중국 B&S 클릭율, 안정화



자료: Barchina, 메리츠증권증권 리서치센터





- **단계식 성장의 초입** : 중국 블레이드앤소울의 유저 트래픽은 현재 안정화 국면. 3월 2차례에 걸친 이벤트 및 콘텐츠 업데이트에 따라 단기 트래픽 큰 폭으로 증가. 중국 블레이드앤소울에 대한 이용자들의 기대감 반영
- **중국 길드워2 예약 판매의 결과, 나쁘지 않음** - 4월 2일부터 예약판매 시작. 상용화 시점은 5월 15일로 예정. 4월말까지 패키지 구매한 이용자에 한해 5월 1일부터 Pre-Play 가능케 하도록 할 예정으로 4월말에 가까울수록 구매 큰 폭으로 증가 기대
- 중국 길드워2의 패키지 종류는 크게 4가지로 기본 패키지는 88위안(원화로 약 15천원 상당), 머그컵 및 펫, 스킵 등 게임내외의 부가 아이템에 따라 158위안, 198위안, 698위안 패키지 존재
- 주요 판매 경로 중 하나인 Tmall에 따르면 4월 16일 현재 누적 판매량은 약 7.7만장. 나쁘지 않은 성과 거두고 있다고 판단

[표 1] 중국 길드워2 매출 추정

(백만원, 개, 위안, 명, %)	2014F	2015F
중국 로열티 (A+B)	44,499	47,117
패키지판매 매출액 (A)	22,044	7,348
판매량(개)	1,500,000	500,000
판매가격(위안)	88	88
아이템 매출액 (B)	22,455	39,769
서버수	83	90
서버당 최대수용인원수(명)	6,000	6,000
최대 동시접속자수(명)	498,000	540,000
Active Users(명)	1,494,000	1,620,000
Paying Ratio(%)	30.0	35.0
ARPU(위안)	50	70
환율(원/RMB)	167	167
월매출(백만원, 중국 퍼블리셔)	3,742	6,628
연매출(백만원, 중국 퍼블리셔)	44,910	79,539
로열티 배분율(%)	50.0	50.0

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 4] 중국 길드워2 - Tmall 판매 상황

자료: Tmall.com, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 5] Tmall을 통해, 4월 16일 누적 약 7.7만장 판매

자료: Tmall.com, 메리츠증권증권 리서치센터





1Q FY14 Earnings Preview

Income Statement				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	7,535	7,567	9,915	10,724
매출원가	2,262	2,205	2,677	2,896
매출총이익	5,273	5,362	7,238	7,829
판매비와관리비	3,761	3,310	3,621	3,730
기타손익	86	43	51	57
영업이익	1,513	2,052	3,617	4,099
금융수익	174	164	171	183
종속/관계기업관련손익	70	43	44	44
기타영업외손익	72	-97	-92	-94
세전계속사업이익	1,829	2,162	3,739	4,233
법인세비용	292	575	820	741
당기순이익	1,537	1,587	2,975	3,356
지배주주지분 순이익	1,558	1,588	2,965	3,345

Statement of Cash Flow				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
영업활동현금흐름	2,106	2,362	1,962	3,715
당기순이익(손실)	1,537	1,587	2,975	3,356
유형자산감가상각비	287	289	291	251
무형자산상각비	96	65	20	19
운전자본의 증감	-3	-159	212	-585
투자활동 현금흐름	-1,465	-2,136	-1,747	-3,466
유형자산의 증가(CAPEX)	-898	-1,016	-245	-252
투자자산의 감소(증가)	-94	10	-36	-38
재무활동 현금흐름	55	-174	75	77
차입금증감	114	-151	0	0
자본의증가	4	9	-32	0
현금의증가	639	3	289	326
기초현금	592	1,230	1,233	1,522
기말현금	1,230	1,233	1,522	1,848

Balance Sheet				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	6,743	7,855	9,375	12,253
현금및현금성자산	1,230	1,233	1,522	1,848
매출채권	767	814	989	1,088
재고자산	20	9	10	10
비유동자산	6,425	6,940	7,148	7,195
유형자산	4,258	2,483	2,533	2,583
무형자산	1,333	1,121	1,233	1,356
투자자산	455	446	492	365
자산총계	13,168	14,795	18,495	21,837
유동부채	2,357	2,518	2,596	2,677
매입채무	67	75	83	62
단기차입금	122	34	34	34
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	606	689	755	573
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	2,963	3,208	3,319	3,435
자본금	109	110	110	110
자본잉여금	2,201	2,209	2,177	2,177
기타포괄이익누계액	10	-61	-61	-61
이익잉여금	8,707	10,168	13,013	16,239
비지배주주지분	200	175	102	35
자본총계	10,206	11,588	15,177	18,402

Key Financial Data				
	2012	2013	2014E	2015E
주당데이터(원)				
SPS	34,437	34,533	45,217	48,905
EPS(지배주주)	7,120	7,245	13,522	15,255
CFPS	10,556	11,778	17,946	19,074
EBITDAPS	8,665	10,983	17,909	19,920
BPS	39,603	46,961	63,121	77,572
DPS	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.3	0.3
Valuation(Multiple)				
PER	21.1	34.3	15.7	13.9
PCR	14.3	21.1	11.8	11.1
PSR	4.4	7.2	4.7	4.3
PBR	3.8	5.3	3.4	2.7
EBITDA	1,896	2,406	3,927	4,368
EV/EBITDA	14.6	19.9	9.5	7.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	16.8	14.8	22.4	20.0
EBITDA이익률	25.2	31.8	39.6	40.7
부채비율	29.0	27.7	21.9	18.7
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	174.7	636.0	2,123.8	2,407.0
매출채권회전율(x)	10.1	9.6	11.0	10.3
재고자산회전율(x)	456.3	509.0	1,050.4	1,113.9



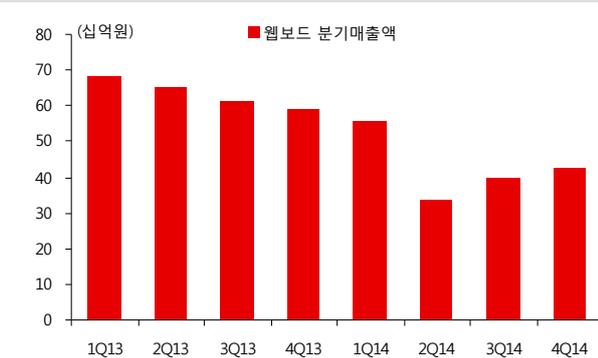


NHN엔터테인먼트(181710) - 웹보드 규제리스크의 확인

(단위: 십억원, %, 원, 배)	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	YoY	QoQ	Consensus
NHN엔터테인먼트(181710) 6M TP: 130,000원 BUY 증가 85,900 원 주식수 1,517 만주 시가총액 13,027 억원	매출액	166.1	158.4	153.4	163.8	164.7	-0.9%	0.5%	171.2
	PC	135.2	120.9	114.3	119.5	115.8	-14.3%	-3.0%	-
	모바일	26.8	34.1	31.9	37.3	44.6	66.5%	19.5%	-
	기타	4.1	3.4	7.2	7.0	4.2	2.0%	-40.2%	-
	영업이익	62.5	52.9	36.8	26.8	30.7	-50.9%	14.5%	33.1
	세전이익	59.0	40.8	23.2	14.7	32.4	-45.1%	120.1%	-
	지배주주순이익	38.8	27.2	15.7	8.0	22.7	-41.5%	184.7%	26.5

- 1분기 실적, 컨센서스 하회 예상. PC게임은 14.3% YoY 감소한 1,158억원 예상. 모바일게임 매출액은 66.5% YoY 증가한 446억원 예상. PC게임 중에서 웹보드 매출액은 18.5% YoY 감소한 558억원 추정. 2월 24일 규제안 실시에 따른 부정적인 영향 확인하는 첫 분기실적 시현할 전망
- 다만, 모바일에 있어서는 긍정적 시그널 지속 확인. 1분기 라인 디즈니즈무츠무는 2월 24일 이후 약 50일 동안 일본 구글플레이 매출 순위 5위권 이내에 위치. 월 100억원 이상의 매출 기여할 것으로 추정
- 1,2분기 실적을 통해 웹보드 규제에 의한 역사적 저점 수준의 실적을 확인할 전망. 참고로 2분기 영업이익률은 웹보드규제가 fully 반영됨에 따라 13.1%까지 낮아질 전망
- 그러나 14년 모바일게임 산업 Consolidation의 Winner라는 측면에서 투자의견 BUY 및 목표주가 13만원 유지. 14F PE 13.0배, PB 1.2배 수준으로 업종 내 저평가 지속. 추가 조정시 중장기 매수하는 전략 바람직

[그림 1] 웹보드 분기 매출액 추이 및 전망



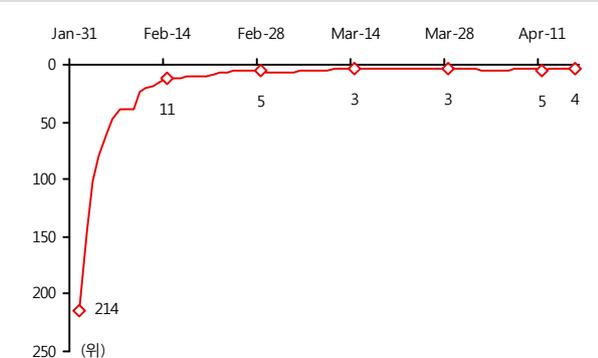
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 웹보드 트래픽 추이



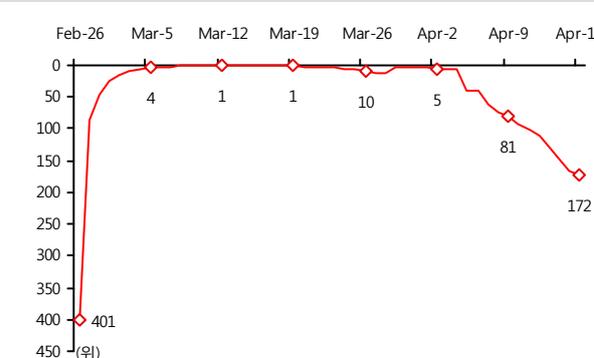
자료: 코리아클릭, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 라인디즈니즈무츠무 - 일본 구글플레이 매출 4위



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 와라편의점 for Kakao, 국내 구글플레이 다운로드 순위



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터





1Q FY14 Earnings Preview



Income Statement			
(억원)	2013	2014E	2015E
매출액	6,418	6,446	7,064
매출원가	0	0	0
매출총이익	6,418	6,446	7,064
판매비와관리비	4,628	5,090	5,439
기타손익	32	44	44
영업이익	1,790	1,356	1,625
금융수익	37	11	21
종속/관계기업관련손익	-89	-84	-65
기타영업외손익	-201	10	11
세전계속사업이익	1,537	1,426	1,698
법인세비용	109	428	509
당기순이익	960	998	1,189
지배주주지분 순이익	960	998	1,189

Statement of Cash Flow			
(억원)	2013	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	935	542	782
당기순이익(손실)	960	998	1,189
유형자산감가상각비	31	32	33
무형자산상각비	60	62	64
운전자본의 증감	281	289	298
투자활동 현금흐름	-106	-1,650	-1,450
유형자산의 증가(CAPEX)	-170	-175	-181
투자자산의 감소(증가)	1,471	1,578	-196
재무활동 현금흐름	-28	137	146
차입금증감	68	15	16
자본의증가	588	0	0
현금의증가	801	277	305
기초현금	1,968	2,769	3,046
기말현금	2,769	3,046	3,350

Balance Sheet			
(억원)	2013	2014E	2015E
유동자산	6,781	7,444	8,265
현금및현금성자산	2,769	3,046	3,350
매출채권	682	986	1,084
재고자산	0	0	0
비유동자산	5,003	5,503	6,053
유형자산	288	316	348
무형자산	557	613	674
투자자산	2,975	3,204	3,204
자산총계	11,783	12,947	14,318
유동부채	1,197	1,316	1,448
매입채무	0	916	1,008
단기차입금	16	2	2
유동성장기부채	0	0	0
비유동부채	456	502	552
사채	0	0	0
장기차입금	126	139	153
부채총계	1,653	1,819	2,000
자본금	76	8	8
자본잉여금	9,685	9,685	9,685
기타포괄이익누계액	108	108	108
이익잉여금	200	1,198	2,387
비지배주주지분	96	0	0
자본총계	10,130	11,129	12,317

Key Financial Data			
	2013	2014E	2015E
주당데이터(원)			
SPS	42,318	42,508	46,581
EPS(지배주주)	6,331	6,583	7,839
CFPS	9,424	7,831	9,172
EBITDAPS	12,404	9,565	11,354
BPS	62,494	69,342	76,777
DPS	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)			
PER	15.2	13.0	11.0
PCR	10.2	11.0	9.4
PSR	2.3	2.0	1.8
PBR	1.5	1.2	1.1
EBITDA	1,881	1,450	1,721
EV/EBITDA	4.9	5.3	4.1
Key Financial Ratio(%)			
자기자본이익률(ROE)	9.6	9.4	10.1
EBITDA이익률	29.3	22.5	24.4
부채비율	16.3	16.3	16.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,321.1	1,340.5	1,559.0
매출채권회전율(x)	9.4	7.7	6.8
재고자산회전율(x)	-	-	-



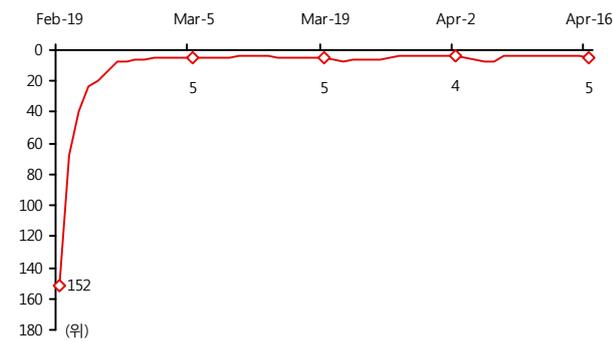


게임빌(063080) - 투자기에서 수확기로 진입

(단위: 십억원, %, 원, 배)	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	YoY	QoQ	Consensus
게임빌(063080)	매출액	17.3	20.5	21.0	22.4	27.2	56.6%	21.1%	25.4
6M TP: 88,000원	국내 모바일	8.2	9.2	8.8	9.1	13.0	59.0%	42.3%	-
BUY	해외 모바일	9.2	11.3	12.2	13.3	14.1	54.4%	6.5%	-
증가 68,600 원	영업이익	4.8	3.5	1.9	1.8	4.2	-12.8%	127.2%	3.9
주식수 652 만주	세전이익	5.6	4.5	2.2	2.9	4.9	-12.8%	66.1%	-
시가총액 4,474 억원	지배주주순이익	5.4	4.0	1.8	2.8	4.7	-13.3%	66.2%	4.2

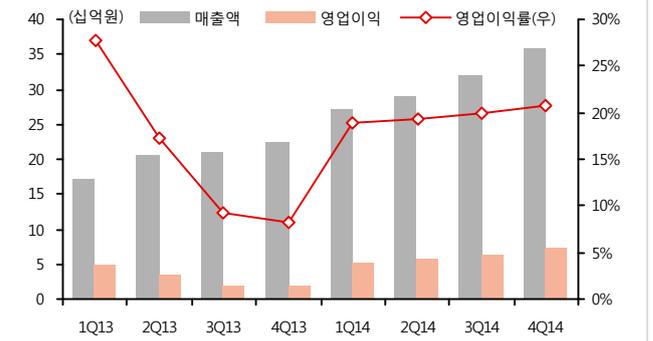
- 1분기 실적, 기대치 충족 전망. 기존 게임들의 캐쉬카우 역할 지속되며 신작기여 본격화. 1분기 매출액과 영업이익은 각각 272억원(+21.1% QoQ), 42억원(+127.2% QoQ) 예상. 국내와 해외 매출액은 각각 130억원(42.3% QoQ), 141억원(+6.5% QoQ)으로 추정. 2월 18일 출시된 '별이되어라'의 양호한 흥행이 국내 매출 증가에 기여한 것으로 전망
- 영업이익률은 12.7%(+4.0%p QoQ) 예상. 올해 약 80여명의 신규 채용 계획하고 있으나 1분기 인원 증가 제한적
- 올해 동사는 전략, 스포츠, RPG 등 핵심 장르에 기반한 국내외 모바일게임 시장 공략 본격화. 2분기 신규게임 라인업이 본격 가동되며 해외시장 공략도 더욱 적극적으로 진행된다는 점 긍정적
- 투자의견 BUY 유지하며 목표주가는 실적추정치 상황에 따라 88,000원으로 상향. 14년 실적기준 Target PE는 23.2배 수준
- 모바일게임 업종 Top Pick. 1) 13년 강화된 개발력(자체충원+M&A 및 지분투자)이 결실을 맺을 시점 임박, 2) 글로벌 퍼블리싱 시장에서의 입지 강화, 북미 및 유럽에서 약 10여개의 현지 게임 소싱하며 서구권 취향에 맞는 게임 역량 강화

[그림 1] 별이되어라! for Kakao, 국내 매출 순위



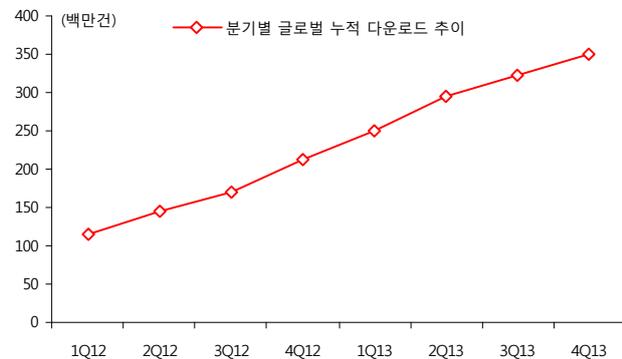
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 분기 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



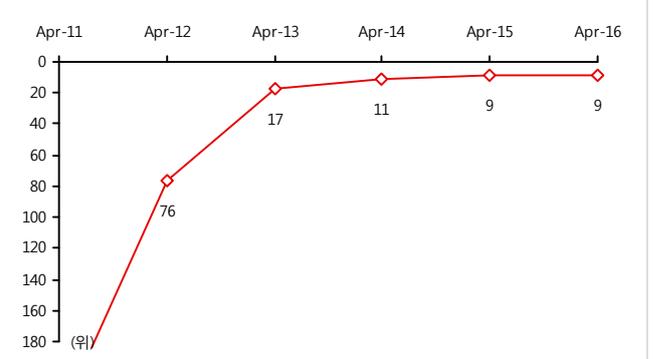
자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 글로벌 누적 다운로드 추이



자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 이사만루2014 KBO 국내 다운로드, 가파른 상승



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터





1Q FY14 Earnings Preview

Income Statement				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	703	812	1,250	1,499
매출원가	194	319	483	578
매출총이익	509	493	768	920
판매비와관리비	267	372	520	572
기타손익	6	10	11	14
영업이익	241	121	248	348
금융수익	18	20	12	15
종속/관계기업관련손익	6	22	26	27
기타영업외손익	5	-10	0	0
세전계속사업이익	270	153	277	381
법인세비용	46	13	16	18
당기순이익	224	140	247	307
지배주주지분 순이익	224	140	247	307

Statement of Cash Flow				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
영업활동현금흐름	194	58	222	270
당기순이익(손실)	224	140	247	307
유형자산감가상각비	3	6	7	6
무형자산상각비	12	19	10	7
운전자본의 증감	-28	-69	-2	-2
투자활동 현금흐름	-237	-681	-143	-157
유형자산의 증가(CAPEX)	-141	-14	-15	-15
투자자산의 감소(증가)	-39	-704	-52	-60
재무활동 현금흐름	-3	612	1	1
차입금증감	-3	-5	-5	-5
자본의증가	1	615	0	0
현금의증가	-48	-19	81	114
기초현금	170	122	103	184
기말현금	122	103	184	297

Balance Sheet				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	654	637	759	930
현금및현금성자산	122	103	184	297
매출채권	84	81	101	111
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	340	1,155	1,297	1,448
유형자산	162	172	189	208
무형자산	32	105	141	177
투자자산	65	785	863	949
자산총계	994	1,792	2,056	2,378
유동부채	65	116	127	138
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	3	2	2	2
비유동부채	22	12	12	12
사채	0	0	0	0
장기차입금	5	1	1	1
부채총계	86	127	144	159
자본금	28	33	33	33
자본잉여금	148	759	759	759
기타포괄이익누계액	-1	-2	-2	-2
이익잉여금	745	885	1,132	1,438
비지배주주지분	0	1	0	0
자본총계	908	1,665	1,912	2,219

Key Financial Data				
	2012	2013	2014E	2015E
주당데이터(원)				
SPS	12,666	13,472	19,170	22,977
EPS(지배주주)	4,041	2,322	3,787	4,703
CFPS	4,673	2,483	4,089	4,964
EBITDAPS	4,619	2,413	4,052	5,545
BPS	15,770	23,914	27,153	31,315
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	24.9	19.7	18.1	14.6
PCR	21.6	18.4	16.8	13.8
PSR	8.0	3.4	3.6	3.0
PBR	6.4	1.9	2.5	2.2
EBITDA	256	146	264	362
EV/EBITDA	19.8	17.5	14.5	10.2
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	28.2	10.9	13.8	14.9
EBITDA이익률	36.5	17.9	21.1	24.1
부채비율	9.5	7.6	7.5	7.2
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	675.7	681.5	1,461.4	2,053.9
매출채권회전율(x)	8.5	9.9	13.8	14.2
재고자산회전율(x)	-	-	-	-



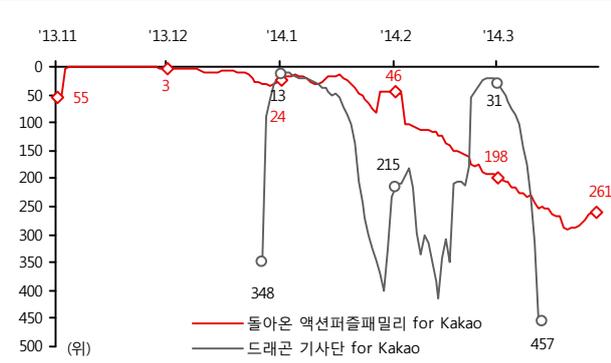


컴투스(078340) - 2분기 어닝모멘텀에 대한 기대

(단위: 십억원, %, 원, 배)	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	YoY	QoQ	Consensus
컴투스(078340)	매출액	24.9	20.3	16.1	20.0	22.1	-11.0%	10.6%	22.3
6M TP: 35,000원	국내 모바일	18.3	12.1	8.1	12.2	13.6	-25.5%	12.0%	-
HOLD	해외 모바일	5.4	6.9	7.6	7.3	7.9	45.7%	9.0%	-
종가 38,750 원	기타	1.1	1.3	0.5	0.6	0.6	-49.4%	1.9%	-
주식수 1,009 만주	영업이익	5.1	2.0	0.1	0.5	1.6	-68.8%	236.3%	2.5
시가총액 3,909 억원	세전이익	10.5	2.9	0.1	6.1	1.9	-81.5%	-68.0%	-
	지배주주순이익	8.6	3.3	1.3	6.3	1.6	-81.1%	-74.2%	2.7

- 1분기 실적, 컨센서스 부합 전망. 1Q 액션퍼즐패밀리(13년 12월 출시), 드래곤기사단(14년 1월 출시)이 국내 구글플레이 매출 순위 10위권대에 랭크되며 매출 및 이익성장에 기여
- 1분기 매출액과 영업이익은 각각 221억원(+10.6% QoQ), 16억원(+236.3% QoQ) 예상
- 영업이익률은 7.2%로 4.9%p QoQ 개선. 전체 인력은 4Q13말 479명에서 2월말 465명으로 2.9% 감소.
- 전년 3분기말 기준 494명이었음을 감안시 게임빌 피인수후 인력 효율화의 과정 진행 중
- '냥시의 신'의 글로벌 흥행은 1) 동사의 개발력 재확인, 2) 게임빌과의 시너지 창출 개시, 3) 2014년도 실적 가이드스 달성 가능성 커졌다는 점에서 매우 긍정적. 4월 16일 기준 중국 iOS 다운로드 및 매출순위 각각 46위, 15위 기록 중.
- 참고로 냥시의 신은 3월 27일 글로벌 시장에 동시 출시된 바 있음
- 다만, 최근 주가 상승으로 14F PER 20배 이상으로 급등. 단기 밸류에이션 부담. 또한 게임빌 피인수 이후 전략의 방향성 정립 될 때까지는 시일소요 불가피. 투자의견 Hold 및 목표주가는 2분기 이후 실적추정치 상황에 따라 3.5만원으로 조정

[그림 1] 액션퍼즐패밀리, 드래곤기사단 국내 다운로드 순위



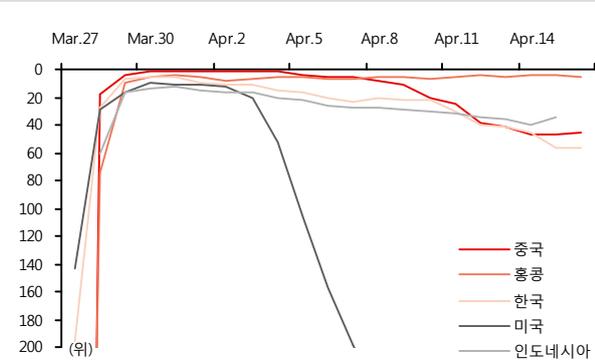
주: 구글플레이 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 액션퍼즐패밀리, 드래곤기사단 국내 매출 순위



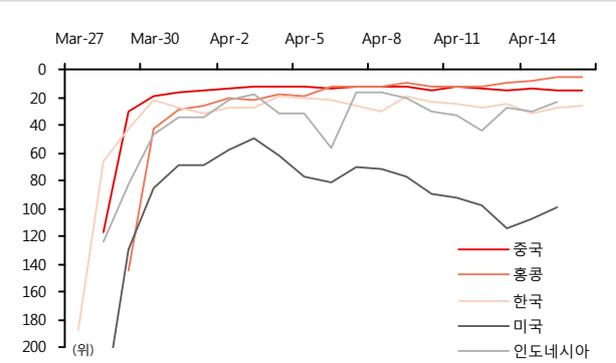
주: 구글플레이 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 냥시의 신, 글로벌 다운로드 순위



주: iOS앱스토어 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 냥시의 신, 글로벌 매출 순위



주: iOS앱스토어 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터





1Q FY14 Earnings Preview

Income Statement				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	769	814	1,206	1,405
매출원가	214	242	430	534
매출총이익	555	572	777	871
판매비와관리비	395	495	632	645
기타손익	0	2	2	2
영업이익	161	77	145	226
금융수익	82	67	-11	-27
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	52	1	1
세전계속사업이익	238	197	134	199
법인세비용	34	3	25	53
당기순이익	205	193	138	187
지배주주지분 순이익	205	195	138	187

Statement of Cash Flow				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
영업활동현금흐름	261	106	88	143
당기순이익(손실)	205	193	138	187
유형자산감가상각비	15	19	14	8
무형자산상각비	8	6	8	5
운전자본의 증감	23	-6	4	4
투자활동 현금흐름	-213	-102	-62	-68
유형자산의 증가(CAPEX)	-35	-7	0	0
투자자산의 감소(증가)	101	40	-95	-95
재무활동 현금흐름	-1	0	9	9
차입금증감	-1	0	0	0
자본의증가	5	1	-15	-15
현금의증가	45	3	35	85
기초현금	33	79	82	117
기말현금	79	82	117	202

Balance Sheet				
(억원)	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	462	641	729	873
현금및현금성자산	79	82	117	202
매출채권	84	91	158	174
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	542	542	608	670
유형자산	41	34	37	41
무형자산	20	26	43	51
투자자산	81	41	39	37
자산총계	1,004	1,183	1,337	1,543
유동부채	81	87	92	96
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	11	16	24	28
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	93	104	116	124
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	269	269	264	264
기타포괄이익누계액	37	2	2	2
이익잉여금	584	779	917	1,104
비지배주주지분	0	1	0	0
자본총계	911	1,079	1,221	1,419

Key Financial Data				
	2012	2013	2014E	2015E
주당데이터(원)				
SPS	7,626	8,065	11,961	13,930
EPS(지배주주)	2,028	1,938	1,367	1,854
CFPS	1,873	1,217	1,881	2,238
EBITDAPS	1,827	1,020	1,651	2,378
BPS	8,842	10,431	11,685	13,565
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	23.9	13.0	28.3	20.9
PCR	25.9	20.7	20.6	17.3
PSR	6.4	3.1	3.2	2.8
PBR	5.5	2.4	3.3	2.9
EBITDA	184	103	167	240
EV/EBITDA	24.7	20.2	20.8	13.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	25.4	19.6	12.0	14.2
EBITDA이익률	24.0	12.6	13.8	17.1
부채비율	10.2	9.6	9.5	8.8
금융비용부담률	0.0	0.0	2.0	3.3
이자보상배율(x)	1,549.1	206.4	5.9	4.9
매출채권회전율(x)	10.4	9.3	9.7	8.5
재고자산회전율(x)	-	-	-	-





1Q FY14 Earnings Preview

글로벌 인터넷 1Q Preview

포털/소셜서비스		Google	Yahoo	Facebook	Twitter	Baidu	Yahoo Japan	Sector Average
Ticker		GOOG US	YHOO US	FB US	TWTR US	BIDU US	4689 JP	
단위		mn USD	mn USD	mn USD	mn USD	mn CNY	mn JPY	
Sales	2013 1Q	13,969	1,140	1,458	114	5,969	97,975	37.6%
	2014 1Q(E)	12,618	1,133	2,348	241	9,480	102,883	
	Growth(%)	-9.7%	-0.7%	61.1%	111.2%	58.8%	5.0%	
OP	2013 1Q	3,477	186	373	-24	2,211	50,931	14.5%
	2014 1Q(E)	4,363	30	1,028	-16	2,269	51,150	
	Growth(%)	25.5%	-83.8%	175.7%	-33.4%	2.7%	0.4%	
OP margin (%)	2013 1Q	24.9%	16.3%	25.6%	-20.9%	37.0%	52.0%	22.5%
	2014 1Q(E)	34.6%	2.7%	43.8%	-6.6%	23.9%	49.7%	24.7%
PER (X). A	2013	57.7	31.1	88.1	-18.7	5.9	29.5	
	2014(E)	20.3	21.8	47.0	1,685.9	4.6	22.0	
	2015(E)	17.1	19.3	35.2	186.6	3.3	20.5	
Market PER(X). B	2013	17.3	17.3	17.3	17.3	9.2	13.9	
	2014(E)	16.0	16.0	16.0	16.0	8.8	12.4	
	2015(E)	14.3	14.3	14.3	14.3	8.0	11.2	
Premium. C C=A/B-1(%)	2013	233.2%	79.5%	408.6%	-207.7%	-35.7%	112.7%	98.4%
	2014(E)	27.1%	36.5%	194.5%	10463.4%	-47.6%	77.6%	1791.9%
	2015(E)	19.8%	34.7%	146.0%	1205.0%	-58.2%	83.0%	238.4%

주1) Google은 모바일광고 매출이 전체 매출액대비 29% 비중 차지하며 Top Line 성장 견인. 동영상광고의 성장 역시 유튜브 매출 성장에 기여
 주2) Yahoo의 1Q 시장 예상치 상회. 플릭커, 야후파이낸스와 같은 인기 섹션들 업데이트하며 광고매출 성장세로 전환. 알리바바 지분 24% 보유 역시 IPO를 앞두고 긍정적 모멘텀으로 작용
 주3) Facebook의 경우 가장 양호한 실적 달성 예상. 60% 이상의 매출 성장에 이익 역시 두배 이상 증가
 주4) Twitter의 경우 신규 광고상품 대거 출시하며 영업적자폭 축소 기대
 주5) Yahoo Japan의 결산월 3월, 나머지 기업들의 결산월 12월로 비교타당성을 위해 Calendar year 기준으로 표기
 자료: Bloomberg

글로벌 게임 1Q Preview

게임		EA	Blizzard	Nexon	Gameloft	Gungho Online	Tencent	Sector Average
Ticker		EA US	ATVI US	3659 JP	GFT FP	3765 JP	700 HK	
단위		mn USD	mn USD	mn JPY	mn EUR	mn JPY	mn CNY	
Sales	2013 1Q	1,209	1,324	44,364	109	30,904	13,548	3.9%
	2014 1Q(E)	808	689	43,390	123	49,500	18,150	
	Growth(%)	-33.1%	-48.0%	-2.2%	12.4%	60.2%	34.0%	
OP	2013 1Q	310	587	20,716	10	18,616	4,348	-2.7%
	2014 1Q(E)	45	142	18,494	17	28,102	5,331	
	Growth(%)	-85.5%	-75.8%	-10.7%	82.1%	51.0%	22.6%	
OP margin (%)	2013 1Q	25.6%	44.3%	46.7%	8.7%	60.2%	32.1%	36.3%
	2014 1Q(E)	5.6%	20.6%	42.6%	14.1%	56.8%	29.4%	28.2%
PER (X). A	2013	71.7	18.6	14.1	89.0	15.9	58.4	
	2014(E)	20.9	14.8	8.9	23.9	9.9	45.4	
	2015(E)	18.3	13.5	8.3	16.7	9.5	34.7	
Market PER(X). B	2013	17.3	17.3	13.9	19.4	13.9	9.2	
	2014(E)	16.0	16.0	12.4	14.2	12.4	8.8	
	2015(E)	14.3	14.3	11.2	12.6	11.2	8.0	
Premium. C C=A/B-1(%)	2013	313.7%	7.2%	2.0%	358.0%	14.9%	534.8%	205.1%
	2014(E)	30.9%	-7.3%	-28.1%	68.8%	-19.7%	415.5%	76.7%
	2015(E)	27.7%	-5.5%	-25.4%	32.9%	-15.0%	334.2%	58.1%

주1) EA와 Blizzard 모두 신작 부재와 개발비 증가로 이익 급감
 주2) Gameloft는 게임매출 외에도 MAU 성장에 따른 광고 매출 증가로 실적 호조
 주3) EA의 결산월 3월, 나머지 기업들의 결산월 12월로 비교타당성을 위해 Calendar year 기준으로 표기. Gameloft는 분기실적 발표하지 않아 반기 기준으로 표기
 자료: Bloomberg





Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자 의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

NAVER(035420)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.03.05	산업분석	Buy	330,000	김동희	
2013.04.11	기업브리프	Buy	350,000	김동희	
2013.05.10	기업브리프	Buy	350,000	김동희	
2013.06.18	기업브리프	Buy	350,000	김동희	
2013.08.29 분할 상장					
2013.08.29	산업브리프	Buy	480,000	김동희	
2013.10.28	기업분석	Buy	750,000	김동희	
2013.11.08	기업브리프	Buy	750,000	김동희	
2013.12.02	산업분석	Buy	820,000	김동희	
2014.01.09	기업브리프	Buy	820,000	김동희	
2014.02.07	기업브리프	Buy	820,000	김동희	
2014.04.04	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	
2014.04.17	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	

다음(035720)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.03.05	산업분석	Hold	105,000	김동희	
2013.03.20	기업브리프	Hold	105,000	김동희	
2013.05.13	기업브리프	Hold	105,000	김동희	
2013.07.05	기업브리프	Hold	105,000	김동희	
2013.09.30	기업브리프	Buy	120,000	김동희	
2013.12.02	산업분석	Buy	120,000	김동희	
2014.02.19	기업브리프	Buy	100,000	김동희	
2014.04.17	산업분석	Buy	100,000	김동희	





1Q FY14 Earnings Preview

엔씨소프트(036570)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.08.08	기업분석	Buy	230,000	김동희	
2013.08.23	기업브리프	Buy	230,000	김동희	
2013.10.01	산업분석	Buy	230,000	김동희	
2013.10.17	기업브리프	Buy	230,000	김동희	
2013.11.01	산업분석	Buy	230,000	김동희	
2013.11.18	기업브리프	Buy	250,000	김동희	
2013.12.02	산업분석	Buy	280,000	김동희	
2014.01.02	산업분석	Buy	280,000	김동희	
2014.01.21	기업브리프	Buy	280,000	김동희	
2014.02.14	기업브리프	Buy	280,000	김동희	
2014.03.03	산업분석	Buy	280,000	김동희	
2014.04.17	산업분석	Buy	280,000	김동희	

NHN엔터테인먼트(181710)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.08.29	산업브리프	Buy	160,000	김동희	
2013.09.12	기업브리프	Buy	160,000	김동희	
2013.11.08	기업브리프	Buy	160,000	김동희	
2013.12.02	산업분석	Buy	160,000	김동희	
2013.12.18	기업브리프	Buy	160,000	김동희	
2014.01.24	기업브리프	Buy	130,000	김동희	
2014.02.14	기업브리프	Buy	130,000	김동희	
2014.03.05	기업브리프	Buy	130,000	김동희	
2014.03.20	산업분석	Buy	130,000	김동희	
2014.04.17	산업분석	Buy	130,000	김동희	

게임빌(063080)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.03.05	산업분석	Buy	120,000	김동희	
2013.04.01	산업분석	Buy	120,000	김동희	
2013.04.03	산업분석	Buy	140,000	김동희	
2013.04.19	기업브리프	Buy	140,000	김동희	
2013.05.14	기업브리프	Buy	140,000	김동희	
2013.06.28	기업브리프	Buy	110,000	김동희	
2013.10.07	기업브리프	Buy	80,000	김동희	
2013.12.02	산업분석	Buy	80,000	김동희	
2014.02.13	기업브리프	Buy	80,000	김동희	
2014.02.28	기업브리프	Buy	80,000	김동희	
2014.03.20	산업분석	Buy	80,000	김동희	
2014.04.17	산업분석	Buy	88,000	김동희	

컴투스(078340)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.03.04	산업분석	Buy	66,000	김동희	
2013.03.05	산업분석	Buy	66,000	김동희	
2013.04.03	산업분석	Buy	66,000	김동희	
2013.05.07	기업브리프	Buy	66,000	김동희	
2013.06.13	기업브리프	Buy	66,000	김동희	
2013.08.05	기업브리프	Buy	50,000	김동희	
2013.10.07	산업브리프	Hold	30,000	김동희	
2013.12.02	산업분석	Hold	30,000	김동희	
2014.03.20	산업분석	Hold	30,000	김동희	
2014.04.17	산업분석	Hold	35,000	김동희	

