

2014. 7. 8
Industry Note

게임산업

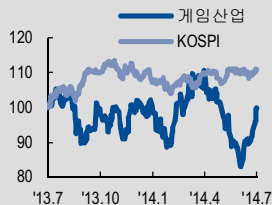
Positive (유지)

Top Picks

게임빌 Buy(유지) 130,000원(상향)
컴투스 Buy(유지) 105,000원(상향)

	PER(배)	PBR(배)
Market	10.7	1.1
Sector	30.1	6.2

Sector Index



업종 시가총액 35,195십억원
(Market 비중 2.64%)

주: KSE업종 분류 기준



Analyst 정재우
02)768-7647, joseph.chung@wooriwm.com

2분기 실적 Preview: 모바일게임의 재평가

2분기 게임업종의 실적은 PC온라인 및 웹보드게임의 부진과 모바일게임의 글로벌 시장 흥행으로 차별화될 전망. 게임빌과 컴투스를 Top Picks로 지속 추천함

모바일게임에 대한 긍정적 시각 지속 견지

- 모바일게임의 흥행성공이 최근 게임업종 내 가장 큰 화두로 자리매김. 특히 치열한 경쟁을 거치며 시장이 중대형 업체 중심으로 재편되고 있는 가운데, 1) 글로벌 시장에서의 흥행을 기록하고, 2) 메신저플랫폼 없이 자체적으로 모객에 성공한 컴투스와 그 신작 게임들이 크게 주목 받았음.
- 모바일게임업체에 대한 긍정적인 시각은 지속적으로 유지하고, 기대치를 넘어서는 신작게임의 흥행을 반영하여 게임빌과 컴투스의 목표주가를 상향 조정함: 게임빌 90,000원 → 130,000원, 컴투스 58,000원 → 105,000원. 또한 게임업종 Top Picks으로 지속 추천
- 한편 온라인게임 중심 업체들의 큰 성과는 보이지 않았으나, 업체별로 하반기에 주가모멘텀을 보유하고 있다는 점을 주목
- 엔씨소프트는 모바일게임과 신작 온라인게임 2종 하반기에 공개할 예정. 게임별 실적추정치를 변경함에 따라 목표주가를 270,000원에서 230,000원으로 하향
- NHN엔터테인먼트의 경우 3분기 중 북미 소셜카지노 게임의 성공여부가 동사의 기업가치를 재평가해줄 수 있을 전망

2분기 실적 Preview: 흥행성과에 따른 차별화 진행

- 엔씨소프트: 영업이익 709억원 vs. 컨센서스 787억원. 2분기실적 중 리니지1의 회복과 중국 블레이드앤소울의 실적안정화 여부 확인 가능할 것
- NHN엔터테인먼트: 영업이익 106억원 vs. 컨센서스 133억원. 웹보드게임매출 저점확인 가능할 것
- 게임빌: 영업이익 41억원 vs. 컨센서스 46억원. RPG, 전략 등 코어장르 매출비중의 극대화과 하반기 신규게임 라인업에 주목
- 컴투스: 영업이익 126억원 vs. 컨센서스 110억원. 3분기까지 이어지는 신작게임의 흥행강도에 주목

게임업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E
엔씨소프트	(036570.KS)	Buy(유지)	230,000(하향)	181,500	34.3	16.8	4.8	2.9	14.8	19.0	-675	-907
NHN엔터	(181710.KS)	Buy(유지)	90,000(유지)	80,700	79.0	20.2	1.5	1.2	1.8	5.8	-548	-600
게임빌	(063080.KQ)	Buy(유지)	130,000(상향)	91,100	19.7	17.0	1.8	3.0	10.9	19.0	-43	-75
컴투스	(078340.KQ)	Buy(유지)	105,000(상향)	80,000	13.0	15.2	2.4	5.0	19.6	39.5	-47	-98

주: 7월 4일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준,
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

게임업종 2 분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

		2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E					
						당사 추정치	y-y	q-q	수정 전 추정치	컨센서스 (7/4기준)	컨센서스 대비(% , %p)
엔씨소프트	매출액	192.0	169.7	210.0	178.1	214.5	11.7	20.4	231.1	223.9	-4.2
	영업이익	62.2	30.7	56.7	44.5	70.9	13.9	59.2	86.5	78.7	-9.9
	영업이익률	32.4	18.1	27.0	25.0	33.0			37.4		
	세전이익	58.7	31.0	61.2	44.4	74.7	27.3	68.1	89.8	83.7	-10.8
	순이익	34.2	26.3	45.8	36.5	56.0	63.7	53.3	67.4	63.7	-12.1
NHN 엔터테인먼트	매출액	158.4	153.4	163.8	152.1	134.4	-15.2	-11.7	139.4	137.3	-2.1
	영업이익	52.9	36.8	26.8	22.3	10.6	-80.0	-52.6	13.1	13.3	-20.3
	영업이익률	33.4	24.0	16.4	14.7	6.4			9.4		
	세전이익	40.8	23.2	14.7	23.6	14.7	-68.4	-50.3	17.3	17.2	-14.5
	순이익	27.2	15.7	8.0	15.0	10.4	-61.6	-30.2	12.3	12.0	-13.3
게임빌	매출액	20.5	21.0	22.4	27.8	37.3	81.8	34.0	37.3	32.9	13.4
	영업이익	3.5	1.9	1.8	3.8	4.1	15.3	8.2	4.1	4.6	-10.9
	영업이익률	17.2	9.2	8.2	13.5	10.9			10.9		
	세전이익	4.5	2.2	2.9	4.2	7.4	62.3	74.1	7.0	6.7	9.0
	순이익	4.0	1.8	2.8	3.6	6.2	57.1	73.3	5.7	5.2	19.2
컴투스	매출액	20.3	16.1	20.0	21.1	36.7	80.4	74.2	32.8	34.0	7.9
	영업이익	2.0	0.1	0.5	2.0	12.6	522.1	543.5	10.7	11.0	14.5
	영업이익률	72.7	63.7	63.9	65.4	80.6			32.7		
	세전이익	2.9	0.1	6.1	2.2	13.0	348.1	483.4	11.1	11.1	17.1
	순이익	3.3	1.3	6.3	1.1	10.7	226.8	905.8	9.1	10.1	5.9

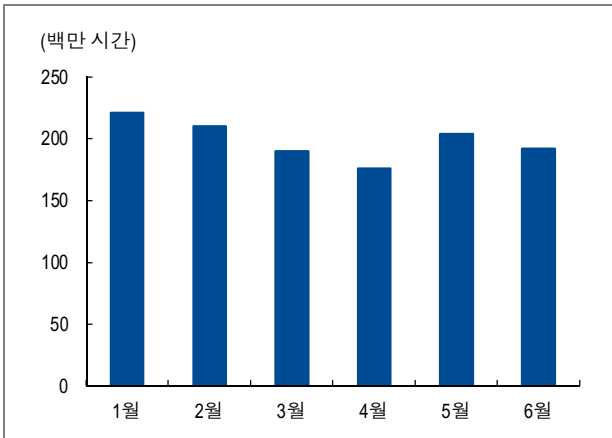
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

게임업종 주요지표 및 투자의견

		엔씨소프트		NHN엔터테인먼트		게임빌		컴투스	
투자의견		Buy(유지)		Buy(유지)		Buy(유지)		Buy(유지)	
목표주가(원)		230,000(하향)		90,000(유지)		130,000(상향)		105,000(상향)	
현주가(원, 7/4 기준)		181,500		80,700		91,100		80,000	
상승여력(%)		26.7%		11.5%		42.7%		31.3%	
(단위: 십억원)		2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E
매출액	수정 후	756.7	878.5	641.8	600.8	81.2	159.8	81.4	173.1
	수정 전		979.6		606.3		159.8		124.6
	변동률(%)		-10.3		-0.9		0.0		38.9
영업이익	수정 후	205.2	301.8	179.0	77.4	12.1	26.4	7.7	63.6
	수정 전		378.1		79.5		26.4		35.6
	변동률(%)		-20.2		-2.7		0.0		78.4
영업이익률		27.1	34.4	27.9	12.9	14.9	16.5	9.5	36.8
EBITDA		240.6	339.0	61.2	98.6	14.5	29.5	10.3	66.4
순이익		158.8	237.1	98.5	60.4	14.0	35.0	19.5	53.3
EPS(원)	수정 후	7,245	10,811	1,220	3,986	2,322	5,352	1,938	5,268
	수정 전		13,356		4,129		4,459		2,967
	변동률(%)		-19.1		-3.5		20.0		77.6
PER(x)		34.3	16.8	91.6	20.2	19.7	17.0	13.1	15.2
PBR(x)		4.8	2.9	1.5	1.2	1.9	3.0	2.4	5.0
EBITDA(x)		19.9	9.1	15.1	6.4	17.5	17.6	20.2	10.7
ROE(%)		14.8	19.0	1.8	5.8	10.9	19.0	19.6	39.5

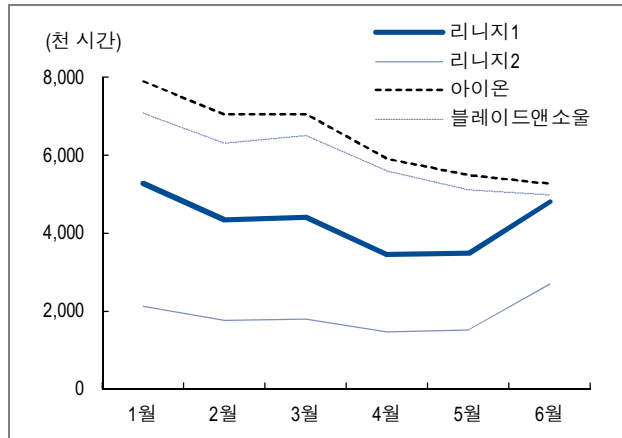
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

국내 PC 방 사용시간은 지속적으로 정체



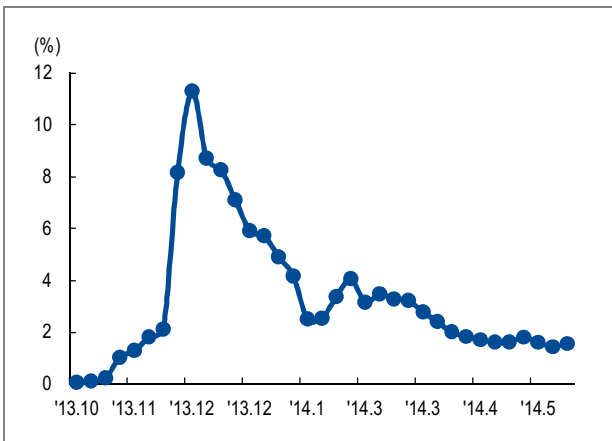
자료: Gametrics, 우리투자증권 리서치센터

리니지 1, 리니지 2 PC 방 사용시간 반등



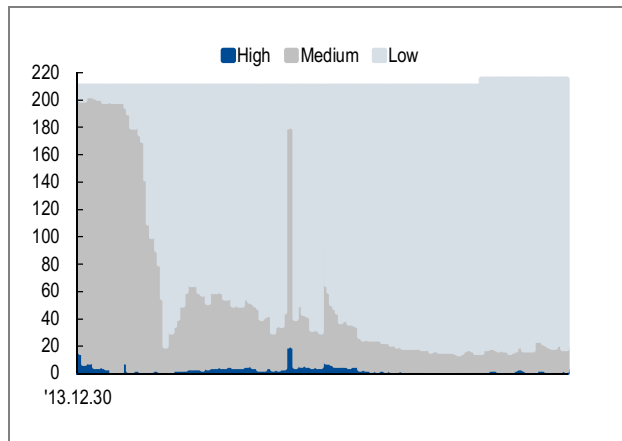
자료: Gametrics, 우리투자증권 리서치센터

중국 블레이드앤소울 PC 방 점유율 추이



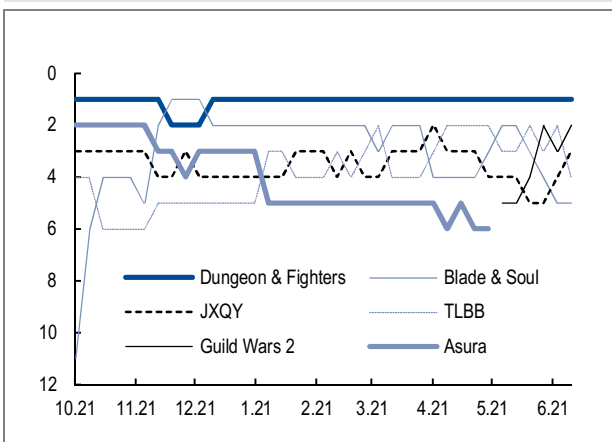
자료: Barchina, 우리투자증권 리서치센터

중국 블레이드앤소울 서버현황은 바닥권에서 안정화 단계



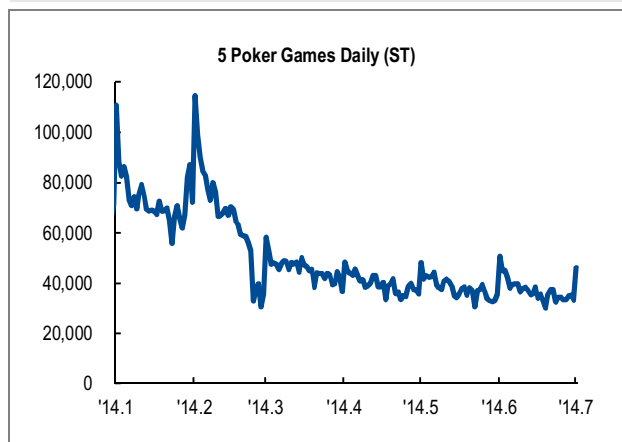
자료: bns.qq.com, 우리투자증권 리서치센터

길드워 2 중국 온라인게임 아이템거래액 순위권 진입



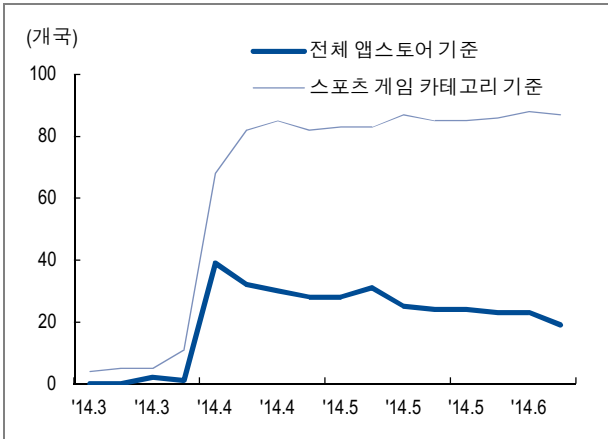
자료: 5173, 우리투자증권 리서치센터

한게임 포커게임 5종 합산 PC 방 사용시간 유지



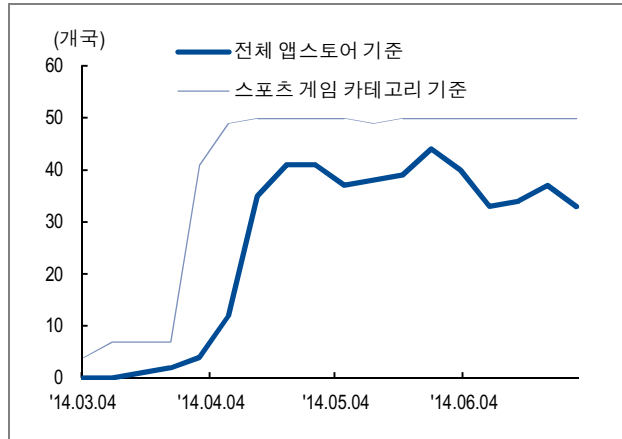
주: 로우바둑이, 하이로우, 세븐포커, 라스베가스포커, 맞포커 합산
자료: Gametrics, 우리투자증권 리서치센터

컴투스 낚시의 신 매출 순위 100 위권 국가 수 (iOS)



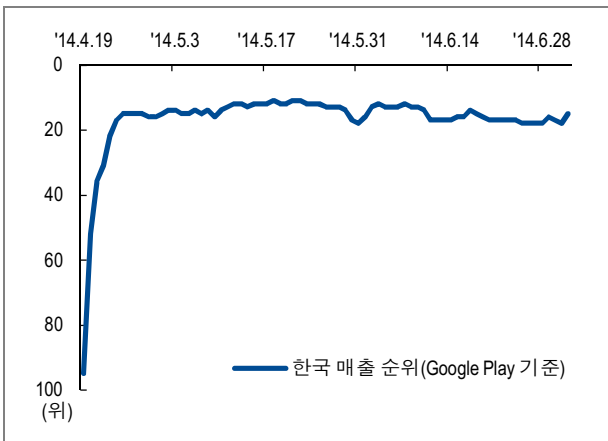
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

컴투스 낚시의 신 매출순위 100 위권 국가 수 (Google Play)



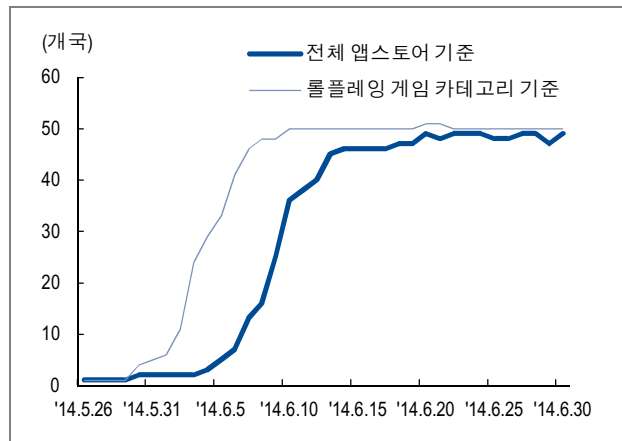
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

컴투스 서머너즈워 한국 매출순위



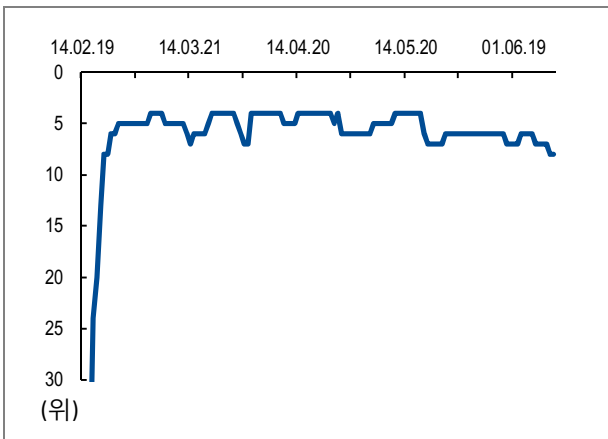
주: Google Play 기준
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

컴투스 서머너즈워 매출순위 100 위권 국가 수



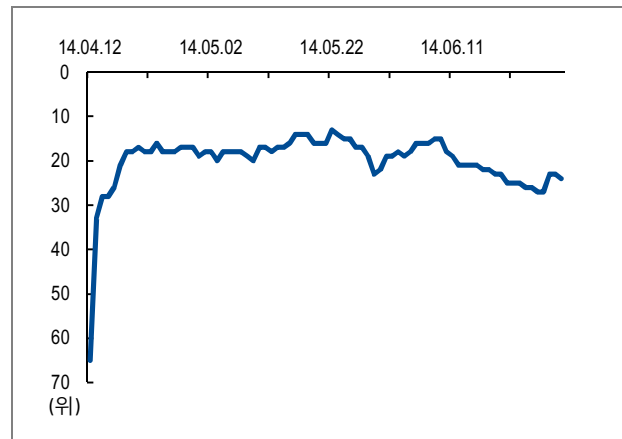
주: Google Play 기준
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

게임빌 별이되어라 한국 매출순위



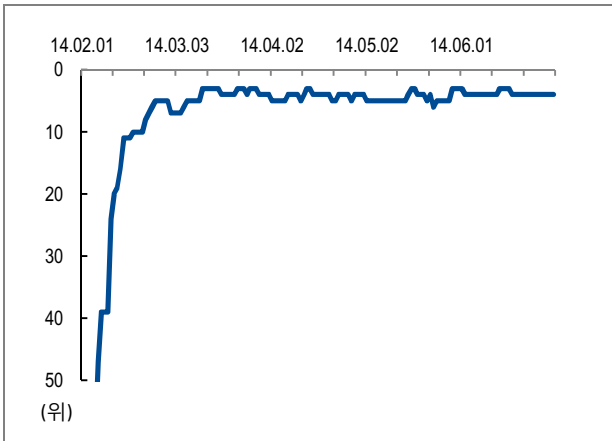
주: Google Play 기준
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

게임빌 이사만루 KBO 한국 매출순위



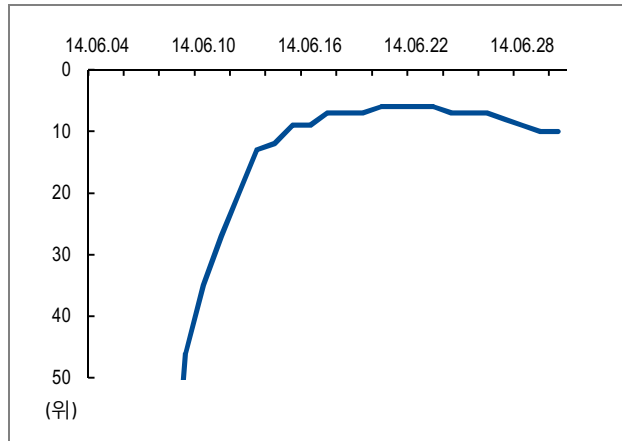
주: Google Play 기준
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

NHN Ent. LINE Disney TSUMTSUM 일본 매출순위



주: Google Play 기준
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

NHN Ent. 우파루사가 한국 매출순위



주: Google Play 기준
자료: AppAnnie, 우리투자증권 리서치센터

모바일게임 하반기 주요 신작 라인업

회사명	게임명	장르	자체개발/퍼블리싱
NHN엔터테인먼트	LINE POP2	퍼즐	자체개발
	킬미어게인	퍼즐	자체개발
	소셜카지노 게임	카지노	자체개발
게임빌	크리티카모바일	RPG	퍼블리싱
	판타지워로드	RPG	자체개발
	몬스터피커	RPG	자체개발
	타이탄워리어	RPG	자체개발
	다크어벤저2	RPG	퍼블리싱
	마크오브더드래곤	RPG	퍼블리싱
	레전드오브마스터	RPG	퍼블리싱
	캐슬판타지아	RPG	퍼블리싱
	던전링크	RPG	퍼블리싱
컴투스	쿵푸팻	SNG: 소셜네트워크게임 (사회관계망게임)	자체개발
	타이니월드	RPG	자체개발
	컴투스프로야구 3D	스포츠	자체개발
	프로야구매니저 MLB	스포츠	퍼블리싱

자료: NHN엔터테인먼트, 게임빌, 컴투스, 언론보도자료, 우리투자증권 리서치센터 정리

2014. 7. 8
Company Comment

엔씨소프트 (036570.KS)

Buy (유지)

목표주가 230,000원 (하향)

현재가 ('14/07/04) 181,500원

업종 게임

KOSPI	2009.66
KOSDAQ	552.90
시가총액(보통주)	3,980.1십억원
발행주식수(보통주)	21.9백만주
52주 최고가('13/12/30)	248,500원
최저가('13/08/22)	161,500원
평균거래대금(60일)	40.1십억원
배당수익률(2013)	0.24%
외국인지분율	36.8%

Price Trend



Analyst 정재우

02)768-7647, joseph.chung@wooriwm.com

하반기 신작모멘텀을 향해 접근 중

2분기 실적은 컨센서스를 하회할 것으로 추정되나, 하반기 블레이드앤소울 모바일게임이나, Metal Black Alternatives, 리니지이터널 등의 신작모멘텀에 주목

2분기 영업이익 컨센서스 소폭 하회할 것으로 추정

- 2분기 연결기준 매출액은 2,145억원(+ 11.7% y-y, + 20.4% q-q), 영업이익은 709억원(+ 13.9% y-y, + 59.2% q-q)을 기록해 컨센서스 영업이익 787억원을 소폭 하회할 것으로 추정
- 리니지1 매출액은 아이템판매 재개로 전분기대비 48.0% 증가한 607억원을 기록할 것으로 추정되어, 리니지1 아이터널에 대한 우려를 점차 해소시켜줄 전망
- 중국 블레이드앤소울 로열티 매출액은 전분기 333억원대비 감소한 188억원으로 추정되는 한편 중국 길드워2 로열티매출액이 143억원 증가해, 전체 로열티 매출액은 전분기와 유사한 445억원을 기록할 것으로 보임

하반기 신작모멘텀을 향해 접근 중

- 동사의 경우 하반기 1) 블레이드앤소울 TCG(트레이딩카드게임) 모바일게임의 출시, 2) Metal Black Alternatives, 리니지이터널 등 신작온라인게임의 1차 CBT 진행 등이 추가모멘텀으로 작용할 전망. 특히 첫 모바일게임인 블소 TCG의 성공에 따라 동사의 기업가치 재평가가 이루어질 수 있을 것으로 기대
- 당사는 중국 블레이드앤소울과 길드워2의 2014년 로열티 매출액 추정치를 기존 1,016억원, 598억원에서 각각 926억원, 465억원으로 하향 조정함. 또한 북미/유럽 길드워2의 확장팩 판매 시점을 기존 4Q14에서 3Q15로 조정하였으며, 이에 따라 2014년 길드워2 연결매출액을 종전대비 23.3% 하향 조정함. 길드워2의 확장팩은 2015년 동사의 본격적인 성장드라이버로 작용할 전망
- 게임별 실적추정치 변동에 따라 엔씨소프트의 2014년 매출액과 EPS추정치를 종전대비 각각 10.3%, 19.1% 하향하며, 목표주가를 기존 270,000원에서 230,000원으로 하향함. 투자자의견은 Buy 유지함

엔씨소프트 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E					3Q14F
					변경후	y-y	q-q	변경전	컨센서스	
매출액	192.0	169.7	210.0	178.1	214.5	11.7	20.4	231.1	223.9	221.7
영업이익	62.2	30.7	56.7	44.5	70.9	13.9	59.2	86.5	78.7	80.7
영업이익률	32.4	18.1	27.0	25.0	33.0			37.4	35.1	36.4
세전이익	58.7	31.0	61.2	44.4	74.7	27.3	68.1	89.8	83.7	83.8
(지배지분)순이익	34.1	25.4	47.2	36.8	56.0	63.3	51.1	67.4	63.7	62.9

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

엔씨소프트 2분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E				3Q14F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	192.0	169.7	210.0	178.1	214.5	11.7%	20.4%	223.9	221.7
리니지1	84.8	62.3	74.7	41.0	60.7	-28.4%	48.0%		68.8
리니지2	14.3	13.1	15.6	11.6	11.3	-20.9%	-2.5%		12.4
아이온	23.3	22.6	21.6	22.2	18.3	-21.3%	-17.7%		19.9
블레이드앤소울	14.2	20.3	17.9	19.2	16.6	17.6%	-13.5%		19.4
길드워2	28.9	24.5	33.6	25.1	23.4	-18.9%	-6.8%		22.8
와일드스타					25.1				16.4
로열티	13.0	9.9	32.3	44.6	44.5	241.3%	-0.2%		47.7
기타	13.6	17.1	14.3	14.4	14.6	7.3%	-1.0%		14.4
영업이익	62.2	30.7	56.7	44.5	70.9	13.9	59.2	78.7	80.7
영업이익률(%)	32.4	18.1	27.0	25.0	33.0			35.1	36.4
세전이익	58.7	31.0	61.2	44.4	74.7	27.3	68.1	83.7	83.8
(지배지분)순이익	34.1	25.4	47.2	36.8	56.0	63.3	51.1	63.7	62.9

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

연결기준 게임별 매출액 전망

(단위: 십억원)

	2013	2014E	2015F	2016F
총 매출액	756.7	878.5	1,040.4	1,185.8
리니지1	287.9	259.2	308.6	306.9
리니지2	57.1	49.4	47.7	46.4
아이온	95.8	81.3	74.8	72.5
블레이드앤소울	68.8	93.3	131.6	92.0
길드워2	123.3	98.8	165.1	140.0
와일드스타		53.4	56.6	58.6
로열티	65.9	185.2	196.1	230.5
블레이드앤소울 중국	21.7	92.6	85.5	90.9
길드워2 중국		46.5	60.6	50.9
기타	57.8	58.0	60.0	239.0

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

엔씨소프트 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	756.7	878.5	1,040.4	1,185.8
	- 수정 전		979.6	1,132.9	1,396.5
	- 변동률		-10.3	-8.2	-15.1
영업이익	- 수정 후	205.2	301.8	401.7	503.4
	- 수정 전		378.1	471.8	676.1
	- 변동률		-20.2	-14.9	-25.5
영업이익률(수정 후)		27.1	34.4	38.6	42.5
EBITDA		240.6	339.0	439.4	541.8
지배지분순이익		158.8	237.1	320.4	406.5
EPS	- 수정 후	7,245	10,811	14,611	18,536
	- 수정 전		13,356	16,972	24,464
	- 변동률		-19.1	-13.9	-24.2
PER		34.3	16.8	12.4	9.8
PBR		4.8	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA		19.9	9.1	6.3	4.4
ROE		14.8	19.0	21.3	22.1

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

엔씨소프트 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	237	320	406	514	488	545	543	605	674	751	837	932
Shareholder's equity	1,360	1,655	2,021	2,475	2,895	3,363	3,817	4,312	4,849	5,433	6,067	6,754
Forecast ROE(FROE)	19.0%	21.3%	22.1%	22.9%	18.2%	17.4%	15.1%	14.9%	14.7%	14.6%	14.6%	14.5%
Spread(FROE-COE)	10.2%	12.5%	13.3%	14.1%	9.4%	8.6%	6.3%	6.1%	5.9%	5.8%	5.8%	5.7%
Residual income	127	188	245	316	251	270	227	247	271	299	331	368
Cost of equity(COE)	8.8%											
Beta	0.8											
Market risk premium(Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate(Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	1,141											
PV of forecast period RI	1,870											
PV of continuing value	1,569											
Equity value(C+P)	4,580											
No of shares(common, mn)	21,929											
		12m TP										
Fair price(C)		227,218										
Current price(C)		181,500										
Upside(-downside)		25.2%										
Implied P/B(x)		3.9										
Implied P/E(x)		17.4										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준(Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB+'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	757	878	1,040	1,186
증감률 (%)	0.4	16.1	18.4	14.0
매출원가	220	233	251	266
매출총이익	536	646	789	919
Gross 마진 (%)	70.9	73.5	75.8	77.5
판매비와 일반관리비	331	344	387	416
영업이익 (GP-SG&A)	205	302	402	503
증감률 (%)	35.7	47.1	33.1	25.3
OP 마진 (%)	27.1	34.4	38.6	42.5
EBITDA	241	339	439	542
영업외손익	11	12	30	44
금융수익(비용)	16	20	31	44
기타영업외손익	-10	-7	-6	-5
중속 및 관계기업관련손익	4	-1	5	5
세전계속사업이익	216	314	432	547
법인세비용	58	75	108	137
계속사업이익	159	239	324	411
당기순이익	159	239	324	411
증감률 (%)	3.3	50.5	35.5	26.9
Net 마진 (%)	21.0	27.2	31.1	34.6
지배주주지분 순이익	159	237	320	406
비지배주주지분 순이익	0	2	3	4
기타포괄이익	-11	0	0	0
총포괄이익	148	239	324	411

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	34.3	16.8	12.4	9.8
PER (High,X)	34.5	23.4	17.3	13.6
PER (Low,X)	17.3	14.8	10.9	8.6
PBR (X)	4.8	2.9	2.4	2.0
PBR (High,X)	4.8	4.1	3.4	2.7
PBR (Low,X)	2.4	2.6	2.1	1.7
PCR (X)	21.1	12.0	9.1	7.3
PSR (X)	7.2	4.5	3.8	3.4
PEG (X)	0.9	0.6	0.8	1.0
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.0	0.6	1.0	1.3
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.1	0.7	1.0	1.3
EV/EBITDA (X)	19.9	9.1	6.3	4.4
EV/EBIT (X)	23.3	10.2	6.8	4.7
Enterprise Value	4,789	3,092	2,746	2,364
EPS CAGR (3년) (%)	36.8	29.4	15.0	10.3
EBITPS CAGR (3년) (%)	34.8	27.9	12.7	7.7
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	31.0	25.5	11.9	7.4
주당EBIT (W)	9,367	13,764	18,320	22,957
주당EBITDA (W)	10,983	15,460	20,037	24,708
EPS (W)	7,245	10,811	14,611	18,536
BPS (W)	52,076	62,034	75,461	92,177
CFPS (W)	11,778	15,096	19,985	24,698
SPS (W)	34,533	40,063	47,446	54,075
DPS (W)	600	900	1,300	2,000

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	236	255	398	436
당기순이익	159	239	324	411
+ 유/무형자산상각비	35	37	38	38
+ 중속, 관계기업관련손익(이익)	-4	0	0	0
+ 외화환산손익(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손익(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	258	331	438	542
- 운전자본의증가(감소)	-16	-21	37	-13
투자활동 현금흐름	-214	128	-130	-25
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-102	-10	-11	-12
+ 투자자산의매각(취득)	-1	3	-10	0
Free Cash Flow	135	245	387	424
Net Cash Flow	23	383	268	411
재무활동 현금흐름	-17	-12	-17	-26
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	-18	-12	-17	-26
현금의증가	0	371	251	385
기말현금 및 현금성자산	123	494	745	1,130
기말 순부채(순현금)	-675	-907	-1,256	-1,643

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	7.0	10.2	13.0	13.9
Residual Income	75.3	127.0	187.7	244.7
12M RIM Target Price (W)	227,218			
EVA				
투자자본	237.7	220.5	173.2	157.3
세후영업이익	141.1	224.2	301.3	377.6
투자자본이익률 (%)	45.4	97.9	153.1	228.5
투자자본이익률 - WACC (%)	38.6	90.1	145.8	221.1
EVA	91.8	198.7	252.5	347.7
DCF				
EBIT	205.2	301.8	401.7	503.4
+ 유/무형자산상각비	35	37	38	38
- CAPEX	-101.6	-10.0	-11.0	-12.1
- 운전자본증가(감소)	28.7	-10.1	31.1	0.7
Free Cash Flow for Firm	55.7	266.7	296.9	403.2
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.0	2.7	2.8	2.8
자기자본비용 (COE)	7.8	8.8	8.3	8.3
WACC(%)	6.8	7.7	7.3	7.4

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	123	494	745	1,130
매출채권	81	76	94	94
유동자산	786	1,010	1,384	1,771
유형자산	248	228	209	191
투자자산	45	41	51	51
비유동자산	694	668	661	646
자산총계	1,480	1,678	2,045	2,417
단기성부채	3	3	4	4
매입채무	8	7	9	9
유동부채	252	234	289	291
장기성부채	5	5	5	5
장기충당부채	51	47	59	59
비유동부채	69	64	78	79
부채총계	321	298	368	369
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	221	221	221	221
이익잉여금	1,017	1,236	1,530	1,897
비지배주주지분	18	19	23	27
자본총계	839.4	914.2	986.3	1,077.5

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	14.8	19.0	21.3	22.1
총자산이익률 (ROA) (%)	11.4	15.1	17.4	18.4
투자자본이익률 (ROIC) (%)	45.4	97.9	153.1	228.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	20.8	24.6	26.2	26.5
EBITDA/ 총자산 (%)	16.3	20.2	21.5	22.4
배당수익률 (%)	0.2	0.5	0.7	1.1
배당성향 (%)	7.5	7.6	8.1	9.8
총현금배당금 (십억원)	12	18	26	40
보통주 주당현금배당금(W)	600	900	1,300	2,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-58.2	-65.8	-74.9	-80.2
총부채/ 자기자본 (%)	27.7	21.6	21.9	18.0
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	636.0	6,084.4	6,265.8	6,375.2
유동비율 (%)	311.9	432.0	478.2	609.5
당좌비율 (%)	311.5	431.6	477.9	609.2
총발행주식수 (mn)	22	22	22	22
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	248,500	181,500	181,500	181,500
시가총액 (십억원)	1,455.0	1,449.1	1,449.1	1,449.1

2014. 7. 8
Company Comment

NHN엔터테인먼트 (181710.KS)

Buy (유지)

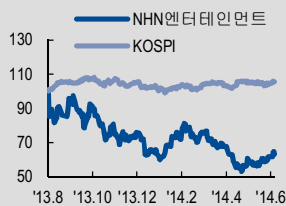
목표주가 90,000원 (유지)

현재가 ('14/07/04) 80,700원

업종 게임

KOSPI	2009.66
KOSDAQ	552.90
시가총액(보통주)	1,223.8십억원
발행주식수(보통주)	15.2백만주
52주 최고가('13/08/01)	127,500원
최저가('13/11/07)	67,500원
평균거래대금(60일)	21.1십억원
배당수익률(2013)	0.00%
외국인지분율	11.2%

Price Trend



Analyst 정재우

02)768-7647, joseph.chung@wooriwm.com

북미지역 소셜카지노가 Key

웹보드게임은 하향 안정화 중이며, 일부 모바일게임 성과도 견조한 상황. 3분기 북미시장 소셜카지노 게임의 성공이 향후 기업가치를 결정짓는 열쇠가 될 전망

2분기 실적 웹보드 부진 탓 컨센서스 하회할 것으로 추정

- 2분기 연결기준 매출액 1,344억원(-15.2% y-y, -11.7% q-q), 영업이익 106억원(-80.0% y-y, -52.6% q-q)을 기록할 것으로 추정되어, 컨센서스 영업이익 133억원을 하회할 것으로 보임
- 웹보드게임 매출액은 전분기대비 47.6% 감소할 것으로 추정되어 부진한 실적의 주요인으로 판단됨. 한편 모바일게임 매출액은 전분기대비 11.8% 증가한 495억원을 기록할 것으로 보임. 이는 LINE Disney TSUM TSUM의 성공에 주로 기인함

웹보드는 하향안정화 중. 3분기 소셜카지노의 성공이 Key

- 동사의 주요 포커류 게임 합산 PC방 사용시간은 4월 이후 큰 변동 없이 유지되고 있는 상황. (5월과 6월 사용시간은 전월대비 각각 0.9%, 5.5% 감소)
- 최근 모바일게임 성과는 견조한 상황. 1) LINE Disney TSUM TSUM의 경우 일본시장 매출순위 5위권을 유지하고 있고, 2) 국내시장에서 새롭게 출시된 쿠키런 문질문질과 러브라이브!는 Google Play 매출순위 30~40위권을 기록 중. 또한 하반기 LINE POP2를 포함한 모바일게임 기대작 보유
- 특히 3분기 중 북미시장에 소셜카지노 게임을 출시할 예정이며, 게임의 성공여부가 동사의 기업가치를 결정짓는 중요한 열쇠가 될 것으로 판단. 참고로 전세계 모바일 소셜카지노 시장규모는 2014년 14억달러 수준 (Super Data Research)
- 한편 동사는 최근 들어 비게임사업부문의 M&A를 적극적으로 진행 중. 인크루트(취업포털, 지분율 50%, 100억원 규모), 티켓링크(관람권 예매 사이트), 피앤피시큐어(DB보안 솔루션, 지분율 100%, 600억원 규모) 등의 투자를 비롯하여 NHN엔터테인먼트 AD(온라인광고 대행) 설립 등을 진행. 게임사업과의 시너지 여부는 미지수이나 트랙픽 확보 측면에서는 일부 도움이 될 전망

NHN 엔터테인먼트 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E				컨센서스	3Q14F
					변경후	y-y	q-q	변경전		
매출액	158.4	153.4	163.8	152.1	134.4	-15.2	-11.7	139.4	137.3	151.1
영업이익	52.9	36.8	26.8	22.3	10.6	-80.0	-52.6	13.1	13.3	19.1
영업이익률	33.4	24.0	16.4	14.7	7.9	-	-	9.4	9.7	12.7
세전이익	40.8	23.2	14.7	23.6	14.7	-63.9	-37.6	17.3	17.2	22.5
(지배지분)순이익	27.2	17.4	8.9	15.0	10.4	-61.6	-30.2	12.3	12.0	15.9

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

NHN 엔터테인먼트 2 분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E				3Q14F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	158.4	153.4	163.8	152.1	134.4	-15.2	-11.7	137.3	151.1
웹보드	68.7	61.9	59.2	45.6	23.9	-65.2	-47.6		22.6
PC온라인게임	52.2	52.4	60.3	57.2	55.8	6.9	-2.4		55.9
모바일게임	34.1	31.9	37.3	44.3	49.5	45.0	11.8		67.2
기타	3.4	7.2	7.0	5.1	5.2	51.7	3.0		5.4
영업이익	52.9	36.8	26.8	22.3	10.6	-80.0	-52.6	13.3	19.1
영업이익률(%)	33.4	24.0	16.4	14.7	7.9			9.7	12.7
세전이익	40.8	23.2	14.7	23.6	14.7	-63.9	-37.6	17.2	22.5
(지배지분)순이익	27.2	17.4	8.9	15.0	10.4	-61.6	-30.2	12.0	15.9

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

연결기준 부문별 매출액 전망

(단위: 십억원)

	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	641.8	600.8	736.7	976.4
웹보드	259.8	115.0	88.5	84.1
PC게임	230.0	226.1	234.6	249.9
모바일게임	130.1	238.5	389.8	615.6
기타	21.8	21.2	23.9	26.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

NHN 엔터테인먼트 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	641.8	600.8	736.7	976.4
	- 수정 전		606.3	736.2	935.9
	- 변동률		-0.9	0.1	4.3
영업이익	- 수정 후	179.0	77.4	112.4	164.0
	- 수정 전		79.5	116.0	157.4
	- 변동률		-2.7	-3.0	4.2
영업이익률(수정 후)		27.9	12.9	15.3	16.8
EBITDA		61.2	98.6	135.4	189.0
지배지분순이익		98.5	60.4	95.8	132.4
EPS	- 수정 후	1,220	3,986	6,320	8,732
	- 수정 전		4,129	6,496	8,465
	- 변동률		-3.5	-2.7	3.2
PER		79.0	20.2	12.8	9.2
PBR		1.5	1.15	1.1	0.9
EV/EBITDA		15.1	6.4	3.8	2.4
ROE		1.8	5.8	8.6	10.8

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	265	601	737	976
증감률 (%)	N/A	126.4	22.6	32.5
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	265	601	737	976
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 일반관리비	213	523	624	812
영업이익 (GP-SG&A)	52	77	112	164
증감률 (%)	N/A	48.5	45.3	45.9
OP 마진 (%)	19.6	12.9	15.3	16.8
EBITDA	61	99	135	189
영업외손익	-25	11	22	25
금융수익(비용)	4	12	24	28
기타영업외손익	-20	-1	-2	-2
중속 및 관계기업관련손익	-9	-1	0	0
세전계속사업이익	27	88	134	189
법인세비용	11	27	39	57
계속사업이익	16	60	96	132
당기순이익	16	60	96	132
증감률 (%)	N/A	278.9	58.6	38.2
Net 마진 (%)	6.0	10.1	13.0	13.6
지배주주지분 순이익	18	60	96	132
비지배주주지분 순이익	-3	0	0	0
기타포괄이익	8	0	0	0
총포괄이익	24	60	96	132

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	79.0	20.2	12.8	9.2
PER (High,X)	122.6	26.3	16.6	12.0
PER (Low,X)	71.6	16.8	10.6	7.7
PBR (X)	1.5	1.2	1.1	0.9
PBR (High,X)	2.3	1.5	1.4	1.2
PBR (Low,X)	1.3	1.0	0.9	0.8
PCR (X)	23.3	13.0	9.2	6.6
PSR (X)	5.5	2.0	1.7	1.3
PEG (X)	0.9	0.5	0.4	0.4
PER/주당EBIT 증감률 (X)	1.7	0.5	0.4	0.4
PER/주당EBITDA 증감률 (X)	1.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA (X)	15.1	6.4	3.8	2.4
EV/EBIT (X)	17.7	8.2	4.6	2.7
Enterprise Value	924	634	520	447
EPS CAGR (3년) (%)	92.7	41.2	31.3	21.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	46.6	40.0	35.3	22.2
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	45.6	34.3	31.5	20.8
주당EBIT (W)	3,434	5,101	7,414	10,815
주당EBITDA (W)	4,037	6,501	8,930	12,464
EPS (W)	1,220	3,986	6,320	8,732
BPS (W)	66,167	70,153	76,473	85,206
CFPS (W)	4,146	6,211	8,742	12,292
SPS (W)	17,497	39,614	48,582	64,383
DPS (W)	0	0	0	0

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	94	79	117	164
당기순이익	16	60	96	132
+ 유무형자산상각비	9	21	23	25
+ 중속, 관계기업관련손실(이익)	11	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	63	94	133	186
- 운전자본의증가(감소)	28	-3	-2	7
투자활동 현금흐름	-11	-34	15	-153
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-17	-10	-11	-12
+ 투자자산의매각(취득)	-287	-8	20	-65
Free Cash Flow	76	69	106	152
Net Cash Flow	83	44	132	11
재무활동 현금흐름	-3	0	0	0
자기자본 증가	976	0	0	0
부채증감	-979	0	0	0
현금의증가	80	44	132	11
기말현금 및 현금성자산	277	321	453	465
기말 순부채(순현금)	-548	-600	-713	-786

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-6.8	-3.8	-0.5	1.8
Residual Income	-67.8	-38.8	-10.9	14.7
12M RIM Target Price (W)	70,988			
EVA				
투자자본	181.6	180.4	180.4	182.1
세후영업이익	N/A	51.1	80.1	114.8
투자자본이익률 (%)	N/A	28.2	44.4	63.3
투자자본이익률 - WACC (%)	N/A	19.6	36.0	55.1
EVA	-13.9	35.4	65.0	100.3
DCF				
EBIT	52.1	77.4	112.4	164.0
+ 유무형자산상각비	9	21	23	25
- CAPEX	-17.0	-10.0	-11.0	-12.1
- 운전자본증가(감소)	N/A	-3.0	0.1	-0.2
Free Cash Flow for Firm	N/A	67.5	92.0	127.8
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.0	2.5	2.7	2.6
자기자본비용 (COE)	8.6	9.6	9.1	9.1
WACC(%)	7.7	8.6	8.3	8.2

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	277	321	453	465
매출채권	68	70	66	80
유동자산	678	733	839	937
유형자산	29	30	32	35
투자자산	298	305	286	351
비유동자산	500	506	486	553
자산총계	1,178	1,239	1,325	1,490
단기성부채	2	2	2	2
매입채무	0	0	0	0
유동부채	120	120	112	137
장기성부채	13	13	13	13
장기충당부채	30	30	28	35
비유동부채	46	46	44	51
부채총계	165	165	156	188
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	969	969	969	969
이익잉여금	20	80	176	309
비지배주주지분	10	10	10	10
자본총계	1,013	1,073	1,169	1,302

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	1.8	5.8	8.6	10.8
총자산이익률 (ROA) (%)	1.4	5.0	7.5	9.4
총자산이익률 (ROIC) (%)	N/A	28.2	44.4	63.3
EBITDA/ 자기자본 (%)	6.0	9.2	11.6	14.5
EBITDA/ 총자산 (%)	5.2	8.0	10.2	12.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금 (십억원)	0	0	0	0
보통주 주당현금배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-54.1	-55.9	-61.0	-60.4
총부채/ 자기자본 (%)	16.3	15.4	13.3	14.5
순이자비용/ 매출액 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	384.4	285.1	415.3	600.7
유동비율 (%)	566.6	612.2	748.1	681.8
당좌비율 (%)	566.6	612.2	748.1	681.8
총발행주식수 (mn)	15	15	15	15
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	96,400	80,700	80,700	80,700
시가총액 (십억원)	1,462	1,224	1,224	1,224

2014. 7. 8
Company Comment

게임빌 (063080.KQ)

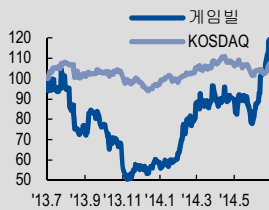
Buy (유지)

목표주가 130,000원 (상향)

현재가 ('14/07/04) 91,100원

업종	게임
KOSPI	2,009.66
KOSDAQ	552.90
시가총액(보통주)	594.2십억원
발행주식수(보통주)	6.5백만주
52주 최고가('14/07/04)	91,100원
최저가('13/11/15)	38,350원
평균거래대금(60일)	10.4십억원
배당수익률(2013)	0.0%
외국인지분율	14.1%

Price Trend



Analyst 정재우
02)768-7647, joseph.chung@wooriwm.com

RPG장르를 중심으로 글로벌 시장 공략

2분기 신규게임 출시가 부재했던 반면, 3분기 이후 RPG장르를 중심으로 한 글로벌 시장 공략이 본격화된다는 점에 주목

2분기 컨센서스에 부합할 것으로 추정

- 2분기 연결기준 매출액 373억원(+ 81.8% y-y, + 34.0% q-q), 영업이익 41억원(+ 15.3% y-y, + 8.2% q-q)을 기록해 컨센서스 영업이익 46억원에 부합할 것으로 보임
- 별이되어라의 국내시장 흥행으로 RPG장르의 매출액이 전분기대비 45.5% 증가한 203억원을 기록해 전체 매출액의 54.6%를 차지할 것으로 추정

목표주가 105,000원으로 상향 조정

- 2분기 신작게임이 부재했던 점에 반해, 3분기 이후 동사가 집중하고 있는 RPG장르의 신규게임이 대거 출시될 예정
- 현재 공개된 신작 RPG장르만 9종 가량. 자체개발 게임 몬스터피커, 타이탄위리어, 판타지워로드를 포함하여, 크리티카모바일, 다크어벤저2, 레전드오브마스터, 마크오브더드래곤 등 다수의 퍼블리싱 타이틀 출시 예정
- 특히 게임빌과 컴투스의 글로벌 모바일게임 통합 플랫폼 'HIVE'가 공개되었고, 향후 신규게임들의 글로벌 유저베이스를 바탕으로 한 크로스프로모션이 기대됨. 크리티카 모바일이 처음으로 플랫폼을 연동하여 출시될 예정인데, 최근 CBT(비공개테스트) 결과 유저들의 피드백이 매우 좋은 것으로 파악
- 이 밖에도 별이되어라의 중국시장 및 글로벌 시장 출시도 하반기에 예정되어 있어 주가의 촉매제로 작용할 전망
- 컴투스의 신작게임 흥행에 따른 관계기업투자이익 확대부분을 반영하여 2014년 EPS 전망치를 종전대비 20.0% 상향 조정함. 이에 따라 목표주가도 기존 90,000원에서 130,000원으로 상향 조정하며 게임업종 Top Pick 지속 유지함

게임빌 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E					3Q14F
					변경후	y-y	q-q	변경전	컨센서스	
매출액	20.5	21.0	22.4	27.8	37.3	81.8	34.0	37.3	32.9	45.0
영업이익	3.5	1.9	1.8	3.8	4.1	15.3	8.2	4.1	4.6	8.1
영업이익률	17.2	9.2	8.2	13.5	10.9			10.9	14.0	18.1
세전이익	4.5	2.2	2.9	4.2	7.4	62.3	74.1	7.0	6.7	14.4
(지배지분)순이익	4.0	1.8	2.8	3.6	6.2	57.2	73.4	5.7	5.2	12.2

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

게임빌 2 분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E				3Q14F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	20.5	21.0	22.4	27.8	37.3	81.8	34.0	32.9	45.0
자체개발	6.6	6.3	8.9	13.9	13.2	100.9	-4.6		15.7
퍼블리싱	13.9	14.7	13.6	14.0	24.0	72.8	72.3		29.3
영업이익	3.5	1.9	1.8	3.8	4.1	15.3	8.2	4.6	8.1
영업이익률(%)	17.2	9.2	8.2	13.5	10.9			14.0	18.1
세전이익	4.5	2.2	2.9	4.2	7.4	62.3	74.1	6.7	14.4
(지배지분)순이익	4.0	1.8	2.8	3.6	6.2	57.2	73.4	5.2	12.2

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

게임빌 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	81.2	159.8	192.7	214.7
	- 수정 전		159.8	192.7	214.7
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	12.1	26.4	41.8	50.8
	- 수정 전		26.4	41.8	50.8
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익률(수정 후)		14.9	16.5	21.7	23.7
EBITDA		14.5	29.5	45.1	54.4
지배지분순이익		14.0			
EPS	- 수정 후	2,322	5,352	7,749	9,129
	- 수정 전		4,459	6,619	8,163
	- 변동률		20.0	17.1	11.8
PER		19.7	17.0	11.8	10.0
PBR		1.9	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA		17.5	17.6	10.3	7.5
ROE		10.9	19.0	22.3	21.1

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

게임빌 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	35	51	60	75	92	109	124	141	160	182	206	234
Shareholder's equity	201	252	311	387	478	588	709	844	995	1,162	1,347	1,553
Forecast ROE(FROE)	19.0%	22.3%	21.1%	21.5%	21.2%	20.5%	19.1%	18.1%	17.4%	16.8%	16.4%	16.1%
Spread(FROE-COE)	8.7%	12.0%	10.8%	11.2%	10.9%	10.2%	8.8%	7.8%	7.1%	6.5%	6.1%	5.8%
Residual income	16	27	31	39	47	54	57	61	65	71	77	85
Cost of equity(COE)	10.3%											
Beta	0.9											
Market risk premium(Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate(Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	166											
PV of forecast period RI	324											
PV of continuing value	264											
Equity value(C+P)	754											
No of shares(common, mn)	6,522											
		12m TP										
Fair price(C)		127,502										
Current price(C)		91,100										
Upside(-downside)		40.0%										
Implied P/B(x)		4.5										
Implied P/E(x)		18.9										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준(Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	81	160	193	215
증감률 (%)	15.6	96.7	20.6	11.4
매출원가	32	54	64	68
매출총이익	49	105	129	146
Gross 마진 (%)	60.7	66.0	67.0	68.1
판매비와 일반관리비	37	79	87	96
영업이익 (GP-SG&A)	12	26	42	51
증감률 (%)	-49.8	118.2	58.2	21.5
OP 마진 (%)	14.9	16.5	21.7	23.7
EBITDA	15	30	45	54
영업외손익	3	15	21	24
금융수익(비용)	2	2	4	7
기타영업외손익	-1	-1	0	0
종속 및 관계기업관련손익	2	14	17	17
세전계속사업이익	15	41	63	74
법인세비용	1	6	13	15
계속사업이익	14	35	51	60
당기순이익	14	35	51	60
증감률 (%)	-37.6	149.5	44.8	17.8
Net 마진 (%)	17.2	21.8	26.2	27.7
지배주주지분 순이익	14	35	51	60
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	14	35	51	60

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	19.7	17.0	11.8	10.0
PER (High,X)	56.0	17.7	12.2	10.4
PER (Low,X)	16.4	7.9	5.4	4.6
PBR (X)	1.8	3.0	2.4	1.9
PBR (High,X)	5.1	3.1	2.5	2.0
PBR (Low,X)	1.5	1.4	1.1	0.9
PCR (X)	18.4	14.2	9.6	8.3
PSR (X)	3.4	3.7	3.1	2.8
PEG (X)	0.3	0.6	0.5	0.4
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.3	0.5	0.5	0.5
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (X)	17.5	17.6	10.3	7.5
EV/EBIT (X)	21.1	19.6	11.1	8.0
Enterprise Value	255	519	464	405
EPS CAGR (3년) (%)	57.8	29.1	22.0	22.4
EBITPS CAGR (3년) (%)	57.1	35.1	23.3	21.6
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	51.2	32.8	22.3	20.9
주당EBIT (W)	2,009	4,052	6,410	7,786
주당EBITDA (W)	2,413	4,526	6,922	8,339
EPS (W)	2,322	5,352	7,749	9,129
BPS (W)	25,518	30,871	38,619	47,748
CFPS (W)	2,483	6,428	9,524	10,921
SPS (W)	13,472	24,497	29,543	32,920
DPS (W)	0	0	0	0

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	6	39	67	68
당기순이익	14	35	51	60
+ 유/무형자산상각비	2	3	3	4
+ 종속, 관계기업관련손익(이익)	-2	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	15	42	62	71
- 운전자본의증가(감소)	-7	1	13	5
투자활동 현금흐름	-68	-9	-13	-11
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-1	-1	-1	-1
+ 투자자산의매각(취득)	-70	-4	-9	-6
Free Cash Flow	4	38	66	67
Net Cash Flow	-62	30	53	57
재무활동 현금흐름	61	0	0	0
자기자본 증가	62	0	0	0
부채증감	0	0	0	0
현금의증가	-2	30	53	57
기말현금 및 현금성자산	10	41	94	151
기말 순부채(순현금)	-43	-75	-130	-189

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	1.6	8.7	12.5	11.4
Residual Income	2.0	16.0	27.2	30.5
12M RIM Target Price (W)	127,502			
EVA				
투자자본	36.9	35.6	23.3	18.2
세후영업이익	9.1	22.4	33.7	40.7
투자자본이익률 (%)	28.4	61.9	114.5	196.5
투자자본이익률 - WACC (%)	19.6	52.0	105.3	187.4
EVA	7.2	18.5	24.5	34.1
DCF				
EBIT	12.1	26.4	41.8	50.8
+ 유/무형자산상각비	2	3	3	4
- CAPEX	-1.4	-0.5	-0.5	-0.5
- 운전자본증가(감소)	-1.6	0.8	11.6	4.2
Free Cash Flow for Firm	13.7	24.3	24.6	39.5
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.1	3.8	4.0	4.0
자기자본비용 (COE)	9.3	10.3	9.8	9.8
WACC(%)	8.9	9.9	9.2	9.2

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	10	41	94	151
매출채권	8	8	9	9
유동자산	64	97	153	213
유형자산	17	17	17	17
투자자산	78	83	92	98
비유동자산	116	119	128	133
자산총계	179	216	281	346
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0
유동부채	12	13	26	31
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	1	1	3	3
부채총계	13	15	29	34
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	88	123	174	233
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	167	201	252	312

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	10.9	19.0	22.3	21.1
총자산이익률 (ROA) (%)	10.0	17.7	20.4	19.0
투자자본이익률 (ROIC) (%)	28.4	61.9	114.5	196.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	8.7	14.7	17.9	17.5
EBITDA/ 총자산 (%)	8.1	13.7	16.1	15.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금 (십억원)	0	0	0	0
보통주 주당현금배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금) 자기자본 (%)	-25.8	-37.2	-51.6	-60.6
총부채/ 자기자본 (%)	7.6	7.3	11.3	11.0
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	681.5	1,957.6	2,787.3	3,385.4
유동비율 (%)	551.1	725.0	586.8	678.5
당좌비율 (%)	551.1	725.0	586.8	678.5
총발행주식수 (mn)	7	7	7	7
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	45,700	91,100	91,100	91,100
시가총액 (십억원)	298	594	594	594

2014. 7. 8
Company Comment

컴투스 (078340.KQ)

Buy (유지)

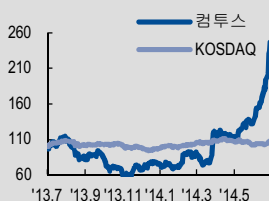
목표주가 105,000원 (상향)

현재가 ('14/07/04) 80,000원

업종 게임

KOSPI	2,009.66
KOSDAQ	552.90
시가총액(보통주)	803.9십억원
발행주식수(보통주)	10.1백만주
52주 최고가('14/07/04)	80,000원
최저가('13/11/11)	18,500원
평균거래대금(60일)	31.3십억원
배당수익률(2013)	0.00%
외국인지분율	4.9%

Price Trend



Analyst 정재우
02)768-7647, joseph.chung@wooriwm.com

주가상승을 앞선 서머너즈워의 성과

서머너즈워는 현재 중국, 일본을 포함한 글로벌 시장에서 높은 성과를 기록 중. 특히 자체개발 게임이 영업이익 레버리지가 크다는 점에서 분기실적 성장폭은 매우 가파를 전망

2분기 실적 컨센서스 상회할 것으로 추정

- 2분기 연결기준 매출액 367억원(+ 80.4% y-y, + 74.2% q-q), 영업이익 126억원(+ 522.1% y-y, + 543.5% q-q)을 기록해 컨센서스 영업이익 110억원을 상회할 것으로 추정
- 동사는 2분기 중 낚시의 신과 서머너즈워의 글로벌 흥행으로 매출성장이 본격화되었으며, 흥행작 모두 1) 자체개발작이고, 2) 메신저플랫폼을 활용하지 않아 영업이익 레버리지가 크게 발생. 2분기 영업이익률은 34.3%를 기록할 것으로 추정됨 (vs. 1Q14 영업이익률 9.3%)
- 또한 서머너즈워의 글로벌 매출이 전체적으로 반영되는 3분기 영업이익은 전분기 대비 92.4% 증가한 242억원을 기록할 것으로 예상됨

목표주가 105,000원으로 상향조정

- 골프스타를 기점으로, 낚시의 신, 서머너즈워 등으로 이어지는 자체개발 게임의 글로벌 흥행은 동사의 게임 개발 경쟁력을 다시 한번 검증해주는 계기가 된 것으로 보임
- 서머너즈워는 현재 Google Play 기준 48개국에서 매출순위 100위권을 유지하고 있고, iOS기준 중국시장 매출순위 8위, 일본시장 23위 등을 기록한 바 있으며, 당사 기준 추정치를 크게 상회하고 있는 상황
- 하반기에는 쿠팡(SNG), 타이니월드(RPG), 컴투스프로야구 3D(스포츠) 등의 자체개발 라인업이 출시예정
- 서머너즈워의 글로벌 흥행 수준이 기존 당사의 추정치를 크게 상회하는 것으로 예상되어, 동사의 2014년 매출액과 EPS 추정치를 종전대비 각각 38.9%, 77.6% 상향 조정함. 이에 따라 목표주가를 기존 58,000원에서 105,000원으로 상향함

컴투스 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E					3Q14F
					변경후	y-y	q-q	변경전	컨센서스	
매출액	20.3	16.1	20.0	21.1	36.7	80.4	74.2	32.8	34.0	59.5
영업이익	2.0	0.1	0.5	2.0	12.6	522.1	543.5	10.7	11.0	27.0
영업이익률	9.9	0.6	2.4	9.3	34.3			32.7	32.4	45.4
세전이익	2.9	0.1	6.1	2.2	13.0	348.1	483.4	11.1	11.1	27.5
(지배지분)순이익	3.3	1.3	6.3	1.1	10.7	226.8	905.8	9.2	10.1	22.6

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

컴투스 2 분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E				3Q14F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	20.3	16.1	20.0	21.1	36.7	80.4	74.2	34.0	59.5
국내	12.1	8.1	12.2	13.2	15.0	23.8	13.7		24.1
해외	6.9	7.5	7.3	7.3	20.7	198.2	184.6		34.4
영업이익	2.0	0.1	0.5	2.0	12.6	522.1	543.5	11.0	27.0
영업이익률(%)	9.9	0.6	2.4	9.3	34.3			32.4	45.4
세전이익	2.9	0.1	6.1	2.2	13.0	348.1	483.4	11.1	27.5
(지배지분)순이익	3.3	1.3	6.3	1.1	10.7	226.8	905.8	10.1	22.6

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

컴투스 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	81.4	173.1	213.3	221.6
	- 수정 전		124.6	137.7	158.7
	- 변동률		38.9	54.9	39.6
영업이익	- 수정 후	7.7	63.6	86.1	82.7
	- 수정 전		35.6	40.8	46.7
	- 변동률		78.4	111.0	77.0
영업이익률(수정 후)		9.5	36.8	40.4	37.3
EBITDA		10.3	66.4	89.3	86.2
지배지분순이익		19.5	53.3	70.4	69.2
EPS	- 수정 후	1,938	5,268	6,964	6,845
	- 수정 전		2,967	3,371	3,906
	- 변동률		77.6	106.5	75.3
PER		13.1	15.2	11.5	11.7
PBR		2.4	5.0	3.5	2.7
EV/EBITDA		20.2	10.7	7.3	6.8
ROE		19.6	39.5	35.8	26.0

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

컴투스 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	53	70	69	79	96	116	136	159	186	218	256	300
Shareholder's equity	161	231	300	379	475	591	724	876	1,051	1,252	1,482	1,746
Forecast ROE (FROE)	39.5%	35.8%	26.0%	23.2%	22.5%	21.7%	20.6%	19.9%	19.3%	18.9%	18.7%	18.6%
Spread (FROE-COE)	29.2%	25.5%	15.7%	12.9%	12.2%	11.4%	10.3%	9.6%	9.0%	8.6%	8.4%	8.3%
Residual income	39	50	42	44	52	61	68	76	87	100	115	133
Cost of equity (COE)	10.3%											
Beta	0.9											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	108											
PV of forecast period RI	448											
PV of continuing value	407											
Equity value (C+P)	963											
No of shares (common, Thou)	10,087											
		12m TP										
Fair price (C)		105,267										
Current price (C)		80,000										
Upside (-downside)		31.6%										
Implied P/B (x)		7.6										
Implied P/E (x)		16.8										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB+'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	81	173	213	222
증감률 (%)	5.8	112.8	23.2	3.9
매출원가	24	32	34	40
매출총이익	57	141	179	182
Gross 마진 (%)	70.3	81.7	83.9	82.0
판매비와 일반관리비	49	78	93	99
영업이익 (GP-SG&A)	8	64	86	83
증감률 (%)	-51.9	722.6	35.4	-3.9
OP 마진 (%)	9.5	36.8	40.4	37.3
EBITDA	10	66	89	86
영업외손익	12	2	4	6
금융수익(비용)	7	2	4	6
기타영업외손익	5	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	66	90	89
법인세비용	0	13	20	19
계속사업이익	19	53	70	69
당기순이익	19	53	70	69
증감률 (%)	-5.4	174.6	32.2	-1.7
Net 마진 (%)	23.8	30.7	32.9	31.2
지배주주지분 순이익	20	53	70	69
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	0	0	0
총포괄이익	16	53	70	69

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	11	56	65	69
당기순이익	19	53	70	69
+ 유무형자산상각비	3	3	3	4
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	12	66	89	86
- 운전자본의증가(감소)	-1	0	-8	-4
투자활동 현금흐름	-10	-6	-55	-27
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-1	-3	-3	-3
+ 투자자산의매각(취득)	1	0	-5	-2
Free Cash Flow	10	53	62	66
Net Cash Flow	0	49	10	42
재무활동 현금흐름	0	0	0	0
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	0	0	0	0
현금의증가	0	49	10	42
기말현금 및 현금성자산	8	58	68	110
기말 순부채(순현금)	-47	-98	-155	-217

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	8	58	68	110
매출채권	9	10	20	25
유동자산	64	117	193	265
유형자산	3	4	5	5
투자자산	4	4	9	11
비유동자산	54	55	61	64
자산총계	118	172	255	329
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0
유동부채	9	9	20	24
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	2	2	4	5
부채총계	10	11	23	29
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	27	27	27	27
이익잉여금	78	131	201	270
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	-	340.4	388.4	442.3

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	13.0	15.2	11.5	11.7
PER (High,X)	30.9	15.7	11.9	12.1
PER (Low,X)	9.4	4.1	3.1	3.2
PBR (X)	2.4	5.0	3.5	2.7
PBR (High,X)	5.6	5.2	3.6	2.8
PBR (Low,X)	1.7	1.4	0.9	0.7
PCR (X)	20.7	12.2	9.0	9.4
PSR (X)	3.1	4.7	3.8	3.6
PEG (X)	0.2	1.1	1.0	0.6
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.1	1.1	1.2	0.7
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.1	1.1	1.2	0.7
EV/EBITDA (X)	20.2	10.7	7.3	6.8
EV/EBIT (X)	26.8	11.1	7.6	7.1
Enterprise Value	207	709	652	590
EPS CAGR (3년) (%)	52.3	14.1	11.0	18.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	120.3	13.6	9.4	17.7
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	103.1	13.5	9.3	17.2
주당EBIT (W)	767	6,306	8,537	8,201
주당EBITDA (W)	1,020	6,584	8,854	8,549
EPS (W)	1,938	5,268	6,964	6,845
BPS (W)	10,692	15,960	22,923	29,768
CFPS (W)	1,217	6,570	8,854	8,549
SPS (W)	8,065	17,159	21,144	21,968
DPS (W)	0	0	0	0

RIM & EVA

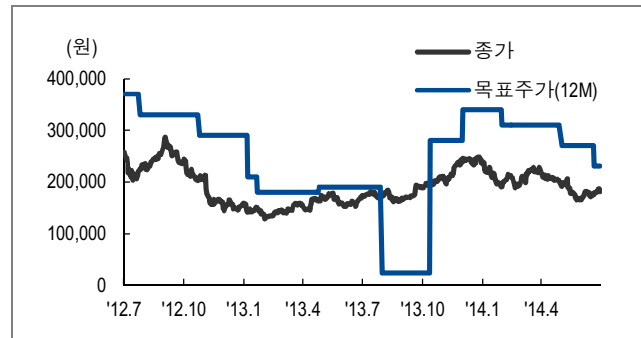
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	10.3	29.2	26.0	16.2
Residual Income	10.3	39.3	50.0	41.7
12M RIM Target Price (W)	105,267			
EVA				
투자자본	21.3	23.0	34.1	39.4
세후영업이익	2.8	51.6	67.2	64.5
투자자본이익률 (%)	14.4	233.0	235.1	175.5
투자자본이익률 - WACC (%)	5.6	223.1	225.9	166.3
EVA	1.2	51.3	77.2	65.5
DCF				
EBIT	7.7	63.6	86.1	82.7
+ 유무형자산상각비	3	3	3	4
- CAPEX	-0.7	-3.0	-3.1	-3.2
- 운전자본증가(감소)	-4.0	-0.5	-10.2	-4.5
Free Cash Flow for Firm	13.4	51.7	77.5	69.3
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.3	3.2	3.1	3.1
자기자본비용 (COE)	9.3	10.3	9.8	9.8
WACC(%)	8.8	9.8	9.2	9.2

PROFITABILITY & STABILITY

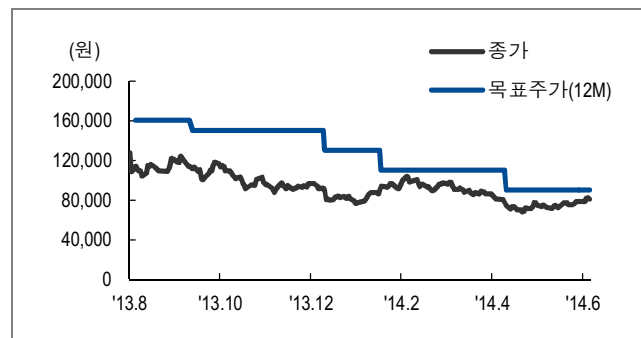
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	19.6	39.5	35.8	26.0
총자산이익률 (ROA) (%)	17.7	36.6	32.9	23.7
투자자본이익률 (ROIC) (%)	14.4	233.0	235.1	175.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	9.5	41.2	38.6	28.7
EBITDA/ 총자산 (%)	8.7	38.6	35.1	26.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
중현금배당금 (십억원)	0	0	0	0
보통주 주당현금배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-43.3	-61.1	-66.8	-72.3
총부채/ 자기자본 (%)	9.6	6.8	10.1	9.6
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	206.4	N/A	N/A	N/A
유동비율 (%)	732.5	1,261.7	983.4	1,093.1
당좌비율 (%)	732.5	1,261.7	983.4	1,093.1
총발행주식수 (mn)	10	10	10	10
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	25,200	80,000	80,000	80,000
시가총액 (십억원)	-	637.0	637.0	637.0

투자이전 및 목표주가 변경내역

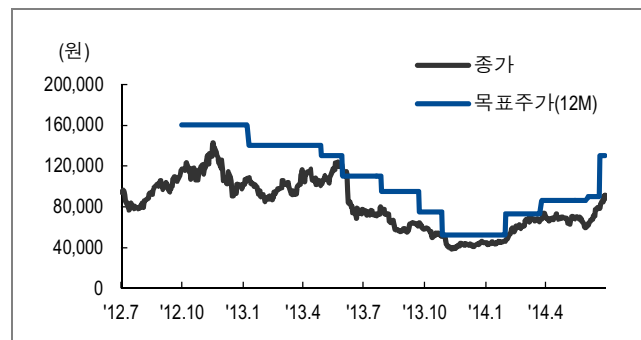
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
엔씨소프트	036570.KS	2014.07.07	Buy	230,000원(12개월)
		2014.05.19	Buy	270,000원(12개월)
		2014.02.14	Buy	310,000원(12개월)
		2013.12.18	Buy	340,000원(12개월)
		2013.10.29	Buy	280,000원(12개월)
		2013.08.16	Buy	230,000원(12개월)



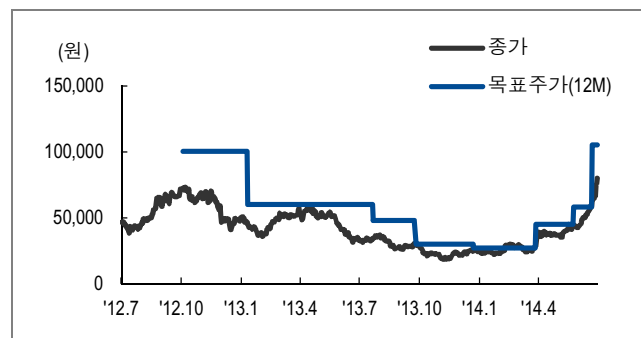
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
NHN엔터	181710.KS	2014.05.09	Buy	90,000원(12개월)
		2014.02.14	Buy	110,000원(12개월)
		2014.01.07	Buy	130,000원(12개월)
		2013.10.10	Buy	150,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
게임빌	063080.KQ	2014.07.07	Buy	130,000원(12개월)
		2014.06.18	Buy	90,000원(12개월)
		2014.04.09	Buy	86,000원(12개월)
		2014.02.13	Buy	73,000원(12개월)
		2013.11.12	Buy	52,000원(12개월)
		2013.10.07	Buy	75,000원(12개월)
		2013.08.13	Buy	95,000원(12개월)
		2013.06.14	Buy	110,000원(12개월)
		2013.05.14	Buy	130,000원(12개월)
		2013.01.23	Buy	140,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
컴투스	078340.KQ	2014.07.07	Buy	105,000원 (12개월)
		2014.06.10	Buy	58,000원 (12개월)
		2014.04.09	Buy	45,000원 (12개월)
		2014.01.07	Hold	27,000원 (12개월)
		2013.10.10	Hold	30,000원 (12개월)
		2013.08.05	Buy	48,000원 (12개월)
		2013.01.23	Buy	60,000원 (12개월)
		2012.10.16	Buy	100,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings)

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "동 자료상에 언급된 기업들"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.