

Mirae Asset

Inside COCOON

No. 6

Mirae Asset Hunts

Little Giants | 2009.2.10

Mirae Asset's VIEW

인터넷/소프트웨어 | 엠게임(058630)-작지만 모든게 다 있다
 건설 | 희림(037440)-CM부문에서의 추가적인 성장발판 마련
 전자부품 | 대진디엠피(065690)-정부 주도의 LED조명시장 확대 긍정적
 인터넷/소프트웨어 | 예스이십사(053280)-진정한 가치는 불황기에 빛난다!



시장에 대한 전망이 어렵지만 이럴 때 일수록 기업의 본질적인 가치에 더욱 집중해야 하는 시기가 아닐까 생각합니다. 작지만 작지 않은 기업을 찾아 지속적으로 투자자 여러분들의 투자 기회에 지속적인 도움을 드리는 'Inside Cocoon'에 지속적인 관심 부탁드립니다.

중견기업 우량주 'Inside Cocoon' 을 여섯 번째로 발간하면서

실물 경기의 위축과 경기 부양 효과 기대가 팽팽한 험겨루기를 하는 기간이 좀더 지속 될 것으로 보입니다. 시장이 뚜렷한 방향성을 가지고 있지 않고 있으며, 주도 업종과 기업에 대한 판단이 그 어느 때보다 어려운 국면입니다. 따라서 우량한 중소형주에 대한 요구는 당분간 지속될 것으로 예상합니다.

이에 당사에서는 환경 이슈와 밀접한 관련이 있어 작년 하반기부터 LED 관련 종목으로 추천 했던 대진디엠피와 용산, 잠실 및 한강변 초고층 개발의 최대 수혜가 예상되는 희림에 대해서 최근 상황을 업데이트 해드리고 불황에도 성장을 지속하는 엠게임과 에스이십사를 추천해 드립니다.

시장에 대한 전망이 어렵지만 이럴 때 일수록 기업의 본질적인 가치에 더욱 집중해야 하는 시기가 아닐까 생각합니다. 작지만 작지 않은 기업을 찾아 지속적으로 투자자 여러분의 투자 기회에 지속적인 도움을 드리는 'Inside Cocoon'에 지속적인 관심 부탁드립니다.

미래에셋증권 코리아리서치센터

'Inside Cocoon'의 선정 기준

'Inside Cocoon'은 매달 첫 주에 발행하고 있으며, 시가총액 5천억원 이하 종목들 중에서 업종별로 시장에서 소외 받고 있는 종목 중심으로 선정하고 있습니다. 선정 기준은 아래 <표 2>에서 나와있는 기준들 중에서 최소 3개 이상 해당사항이 있는 종목들입니다.

<표 1> Inside Cocoon운영 계획

	선정 기준	비고
발간일	매월 1회	매달 첫주 예정
종목수	최종 20개	매달 업데이트 예정
시가총액	5,000억원 이하	업종별 소외 종목 중심

자료: 미래에셋증권 리서치센터

<표 2> Inside Cocoon기업 선정 기준

	선정 기준	비고
성장성	2007년~2009년 연평균 EPS성장률 20% 이상	시장 평균 1.5배
수익성	2009년 기준 영업이익률 15% 이상	시장 평균 1.5배
안정성	2009년 기준 부채비율 80% 이하	시장 평균 1/2
자산가치	순 현금성 자산 시가총액의 30% 이상	-
Valuation	2009년 예상 PER 8.0배 이하	시장 평균 10배
TP	현주가 대비 20% 이상 상승 여력	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉 미래에셋증권 중견기업 유니버스 투자 포인트 비교

기업	성장성	수익성	안정성	자산가치	Valuation	TP	합 계
유엔젤	★	★	★	★	★	★	★★★★★
텔레칩스	—	★	★	★	★	★	★★★★★
엠게임	★	★	★	—	★	★	★★★★★
청담러닝	★	★	★	—	—	★	★★★★
대진디엠피	—	★	★	★	★	—	★★★★
CJ CGV	★	★	—	—	★	★	★★★★
파트론	★	—	★	—	★	★	★★★★
희림	★	—	★	—	★	★	★★★★
메리츠화재	—	—	★	★	—	★	★★★
에스이십사	★	—	★	—	★	★	★★★
부광약품	★	★	★	—	—	—	★★★
유니드	★	—	—	—	★	★	★★★
빙그레	—	—	★	—	★	★	★★★
KTB투자증권	—	—	★	★	—	★	★★★
케이프	—	—	★	—	—	★	★★

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 4〉 미래에셋증권 중견기업 유니버스 투자의견 및 목표주가

	업 종	시가총액 (억)	투자의견	목표주가 (원)	담당자	
대진디엠피	전기&전자	840	BUY	8,400	박재철	유지
에스이십사	인터넷	780	BUY	8,500	정우철	유지
유엔젤	소프트웨어	850	BUY	11,000	정우철	유지
파트론	전기&전자	1,040	BUY	9,400	조성은	유지
희림	건설	1,150	BUY	11,600	변성진	유지
부광약품	제약	5,170	BUY	22,000	신지원	유지
CJ CGV	엔터테인먼트	3,040	BUY	22,000	정우철	유지
유니드	화학	2,170	BUY	45,000	이상훈	유지
메리츠화재	보험	4,410	HOLD	5,000	유경목	제외
케이프	기계	960	BUY	14,500	양희준	제외
빙그레	소비재	3,900	BUY	48,700	한국희	유지
KTB투자증권	증권	1,980	BUY	4,700	이창욱	유지
청담러닝	교육	1,480	BUY	36,000	정우철	유지
텔레칩스	전기&전자	890	BUY	10,900	박재철	유지
엠게임	인터넷	980	BUY	25,000	정우철	신규편입

자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈표 5〉 미래에셋증권 중소형 우량주들의 영업실적 및 Valuation

(십억원, %, 배)	매출액		영업이익		순이익		영업이익률		PER	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
대진디엠피	75.0	101.3	14.0	17.8	12.2	15.6	18.7	17.6	6.9	5.4
에스이십사	303.2	350.7	13.6	15.8	10.7	12.4	4.5	4.5	7.3	6.3
유엔젤	67.6	78.2	20.1	23.3	16.1	19.1	29.7	29.8	5.2	4.4
파트론	180.0	202.5	25.4	27.7	18.3	20.6	14.1	13.7	5.7	5.0
희림	196.3	240.3	21.9	26.5	17.0	21.0	11.2	11.0	6.8	5.5
부광약품	160.2	183.8	39.0	48.4	30.4	37.7	24.4	26.3	17.0	13.7
CJ CGV	419.0	466.6	72.7	84.1	40.8	47.6	17.3	18.0	7.5	6.4
유니드	500.4	545.0	54.7	56.9	51.7	53.6	10.9	10.4	4.2	4.1
메리츠화재	2,597.9	2,790.1	75.6	66.1	55.4	50.8	2.9	2.4	8.0	8.7
케이프	56.6	79.9	13.6	19.4	8.7	13.0	24.0	24.3	11.0	7.4
빙그레	611.9	642.5	61.5	67.9	47.6	52.5	10.1	10.6	8.2	7.4
KTB투자증권	69.7	83.8	13.3	26.1	14.6	27.3	19.2	31.2	20.5	8.2
청담러닝	110.8	137.7	21.2	25.7	15.6	20.2	19.1	18.7	10.3	7.9
텔레칩스	94.7	101.7	16.6	17.1	19.6	20.1	17.5	16.8	4.5	4.4
엠게임	74.8	84.6	17.3	19.2	13.7	15.2	23.1	22.7	6.8	6.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터 전망

| 인터넷 · 소프트웨어

엠게임(058630)-작지만 모든게 다 있다

정우철 3774-6708

게임포털과 자체 온라인게임 개발능력 확보

엠게임은 2000년에 설립된 온라인게임업체로서 설립초기부터 게임포털을 기반으로 온라인게임 서비스를 해오고 있음. 동사는 '열혈강호', '귀혼', '풍림화산', '나이트' 등 30여개의 온라인게임들을 서비스 해오고 있으며, 이중 20개를 직접 또는 게임개발 자회사를 통해서 개발함. 또한 동사는 2003년부터 해외 시장진출을 본격화하고 있으며, 지난 2008년 3분기 기준으로 해외로열티 매출 비중이 45.1%에 달함. 이러한 다양한게임 서비스와 해외진출 성공으로 지난 5년간 연평균 성장률이 36.7%였음.

사업안정성 매우 높은 수준

동사의 사업안정성은 매우 높은 수준으로 판단됨. 이는 동사가 국내 5위의 게임포털 '엠게임'을 통해서 다양한 게임 서비스를 해오고 있으며, 단일게임에 대한 매출 의존도가 낮기 때문임. 국내 게임포털 시장은 높은 시장 진입장벽으로 과거 5년 동안 후발업체 진입이 이루어지지 못했음. 동사는 연간 매출액이 10억원을 상회하는 온라인게임을 9개나 확보하고 있으며, 이중 5개는 연간 매출액이 50억원을 상회하고 있음.

고성장하고 있는 해외 온라인게임 시장 진출 성공

동사는 고성장하고 있는 일본, 미국 온라인게임시장에 게임포털을 이미 구축했으며, 이를 기반으로 해외 로열티 매출액이 큰 폭으로 증가하고 있는 추세에 있음. 동사의 해외로열티 매출액은 2005년에 74억원이었으나, 지난 2008년 3분기 누계 기준으로는 191억원으로 크게 증가함. 특히 해외 로열티 매출액은 수익성이 매우 높음. 이는 게임 서비스를 위한 운영 및 마케팅 등을 현지 업체가 모두 부담하고 있기 때문임.

투자의견 BUY, 목표주가 25,000원 제시

엠게임에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 25,000원을 제시함. 이는 동사가 2009년에도 높은 사업안정성을 기반으로 고성장 가능성이 높을 것으로 판단되기 때문임. 동사는 2009년에 '열혈강호2' 등 11개의 신규게임을 국내 및 해외시장에 출시할 예정이며, '열혈강호2'는 올 상반기에 중국 등에 수출 계약이 이루어질 것으로 기대됨. 따라서 동사의 2009년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 20.2%, 21.9% 증가한 748억원, 173억원으로 판단됨.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	55.0	55.9	62.2	74.8	84.6
영업이익	(십억원)	9.7	13.1	14.2	17.3	19.2
EBITDA	(십억원)	13.2	16.4	18.6	19.1	21.5
세전순이익	(십억원)	6.2	12.8	16.0	18.3	20.2
순이익	(십억원)	5.4	10.2	12.0	13.7	15.2
EPS	(원)	0	0	2,045	2,336	2,591
증감률	(%)	-	-	-	14.2	10.9
P/E	(x)	0.0	0.0	7.7	6.8	6.1
P/B	(x)	0.0	0.0	2.5	2.9	3.9
EV/EBITDA	(x)	0.0	0.0	5.3	5.7	5.9
ROE	(%)	32.6	35.6	26.6	22.8	20.4

BUY (Initiate)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : N/A

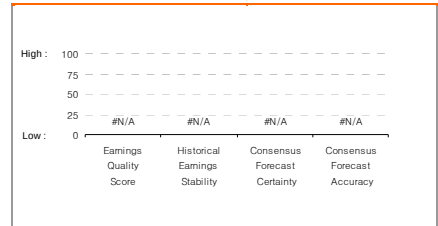
Price Volatility : Low

Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W25,000
컨센서스 목표주가	-
현재가 (2/6)	W15,800
예상 주당배당금 (08E)	-
예상 주가상승률 (6M)	58.2%
예상 배당수익률 (12M)	-

Fundamental Data

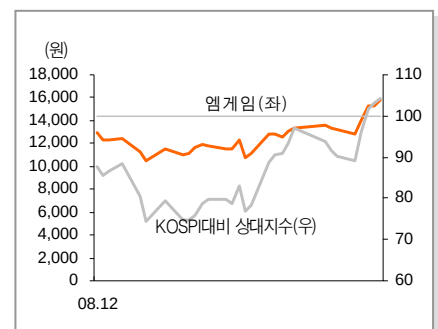
예상 EPS (08E/09E)	W2,045 / W2,336
컨센서스 EPS (08E/09E)	W2,026 / W2,908
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	-
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	-
순부채비율 (08E)	0.3%

Earnings Quality Score**Trading Data**

시가총액 (W bn / US\$ mn)	98 / 71
발행주식수	6 mn
유동주식비율	57.6%
수정배타(3년, 월간수익률)	N/A
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	N/A
52주 최고가 / 최저가	W10,500 - 15,800
최근 3개월 일평균 거래량	254,241
최근 3개월 일평균 거래대금	W3,370 mn
외국인 지분율	-
주요주주 지분율	-
순승철 외 18인	37.95%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	41.1	0.0	0.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	39.7	0.0	0.0



게임포탈, 자체개발, 퍼블리싱 능력까지 보유

2000년에 설립된 온라인게임
업체로서 게임포탈, 자체개발,
퍼블리싱 능력까지 보유

엠게임은 지난 2000년에 설립된 온라인게임 업체로서 설립초기부터 게임포탈 ‘엠게임’을 기반으로 다양한 게임들을 서비스하고 있다. 동사는 사업 초기에 바둑 등 게임포탈 중심으로 서비스했으나, 2004년부터는 ‘열혈강호’의 성공에 힘입어 MMORPG 중심으로 고성장을 해오고 있다. 동사는 ‘열혈강호’, ‘영웅’, ‘귀혼’, ‘나이트’ 등 30개의 온라인게임을 서비스하고 있다. 동사의 주요 매출을 보면 2008년 3분기 누계 기준 열혈강호가 118억원으로 전체 매출의 25.6%를 점했으며, 게임포탈이 67억원으로 14.5%를 점했다. 특히 동사는 연간 매출액이 10억원이 넘는 게임들을 9개나 보유하고 있으며, 이중 ‘열혈강호’, ‘영웅’, ‘나이트’, ‘귀혼’ 등 5개의 게임들은 50억원을 넘어서고 있다.

동사는 일본과 미국시장에 현지 게임포탈 ‘엠게임재팬’과 ‘엠게임USA’를 보유하고 있으며, 동사의 신규게임 확보는 자체개발과 게임개발 자회사 ‘엠게임스튜디오’ 그리고 퍼블리싱을 통해서 이루어지고 있다. 매출 비중을 보면 자체개발게임이 17%였으며, 게임개발 스튜디오와 퍼블리싱 비중이 각각 55%, 28%였다.

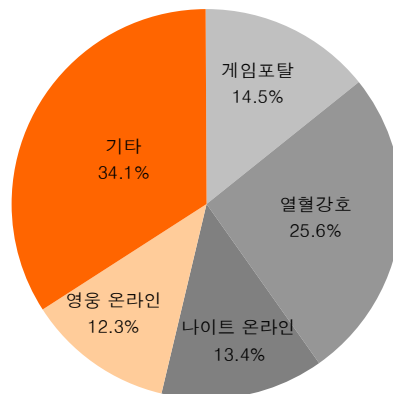
지난 5년간 연평균 성장률 36.7%에 달해

해외 로열티 매출액 2005년
74억원에서 2007년에는
195억원으로 증가

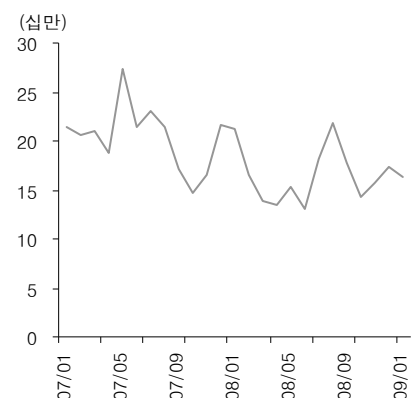
동사는 게임포탈과 다양한 온라인게임들을 기반으로 폭발적인 성장을 보이고 있으며, 지난 2002년부터 2007년까지 연평균 성장률이 36.7%에 달했다. 특히 동사의 해외 진출은 2003년부터 본격화되었으며, 해외진출과 함께 해외 로열티 매출액은 큰 폭으로 증가하고 있다. 동사의 해외로열티 매출액은 2005년에 74억원 달했으며, 2007년에는 195억원으로 확대되었다. 또한 지난 2008년 3분기까지의 해외로열티 누계매출액은 이미 191억원에 달했다. 따라서 2008년 3분기 기준 동사의 해외 로열티 매출액은 전체의 45.1%를 점했다.

특히 동사의 가장 큰 경쟁력은 게임포탈을 확보하고 있다는 점이다. 국내 게임포탈 순위를 보면 NHN의 ‘한게임’, CJ인터넷의 ‘넷마블’ 그리고 네오위즈게임즈의 ‘피망’이 1~3위를 점하고 있으며, 4~5위는 넥슨과 엔씨소프트 그리고 게임포탈 엠게임이 6위에 달하고 있다. 그러나 엔씨소프트의 게임포탈 ‘플레이엔씨’는 일부 게임에 대한 트래픽이 집중되어 있다는 점에서 실질적인 게임포탈의 역할을 못하고 있다. 따라서 동사의 게임포탈 ‘엠게임’은 국내 5위 정도의 경쟁력을 확보하고 있다고 판단된다.

〈그림 1〉 사업부분별 매출 비중



〈그림 2〉 게임포탈 ‘엠게임’의 UV추이



주: 사업부분별 매출비중은 2008년 3분기 누계 기준
자료: 코리아클릭, 엠게임, 미래에셋증권 리서치센터

해외 시장에서 폭발적인 성장성 유지될 전망

다양한 지역으로부터 해외로열티
매출액 증가하고 있는 추세

엔게임의 매출액은 지난 2002년까지 100억원에 불과했으나, 2003년부터 시작된 해외진출 성공으로 큰 폭의 성장을 보이고 있다. 동사는 2005년 일본과 미국 시장에서의 게임 퍼블리싱을 위해 게임포탈 자회사를 설립했으며, 2006년에는 중국 현지 서비스 지원을 위한 중국 법인을 설립했다. 또한 유럽, 동남아시아 등으로의 시장 확대를 위해 해외 14개의 해외 업체와 전략적 제휴를 통해서 온라인게임들을 수출해오고 있다. 동사의 해외로열티 매출의 가장 큰 특징은 특정게임 및 특정국가에 대한 수출의존도가 낮다는 것이다. 동사의 주요 수출 게임들은 '열혈강호', '영웅', '홀릭', '귀혼', '오퍼레이션7' 등 다양하며, 해외로열티도 북미, 유럽, 아시아 등 다양한 지역에서 발생하고 있다.

국가별 동사의 해외로열티 비중을 보면 지난 2008년 3분기 누계 기준으로 중국으로부터의 로열티 매출액은 76억원이었으며, 미국과 대만이 각각 36억원, 11억원이었다. 따라서 상위 3개국가로의 로열티 비중은 65.0%였으며, 그외 일본, 말레이시아, 싱가포르, 터키 등으로부터의 로열티 비중은 35.0%였다. 세계 온라인게임 시장은 인터넷 인프라 개선과 인터넷 이용자 확대에 힘입어 최근 폭발적인 성장을 보이고 있다는 점에서 향후 동사의 해외로열티 매출액은 꾸준히 증가할 것으로 기대된다.

〈표 1〉엔게임의 해외 현지 법인 현황

	일본	미국	중국
현지 법인명	엔게임재팬	엔게임USA	KRG China
설립일	2005.9	2005.7	2006.1
주요 사업	게임포탈	게임포탈	개발스튜디오
지분율	44.6%	100%	100%

주: 중국 KRG China는 100% 자회사 KRG soft의 100% 자회사

자료: 엔게임, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 2〉엔게임의 해외 국가별 로열티 매출 현황

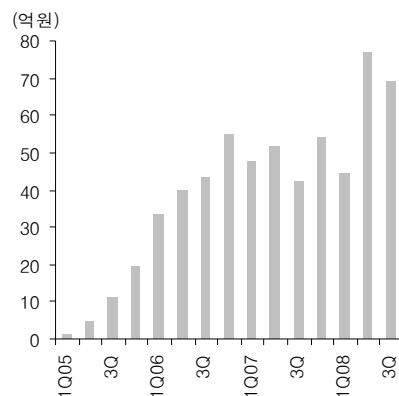
국가	게임	매출액	국가	게임	매출액
중국	열혈강호, 영웅, 홀릭 등 5개	76.3억원	태국	열혈강호, 귀혼, 풍림화산 등 4개	5.2억원
미국	영웅, 귀혼, 오퍼레이션7 등 8개	36.4억원	기타	열혈강호, 귀혼 등	61.6억원
대만	열혈강호, 영웅, 홀릭 등 4개	11.3억원	합계		190.8억원

주: 매출액은 2008년 3분기 누계 기준

주: 기타 국가는 터키, 브라질, 콜롬비아, 베트남, 말레이시아, 싱가포르, 인도네시아 등

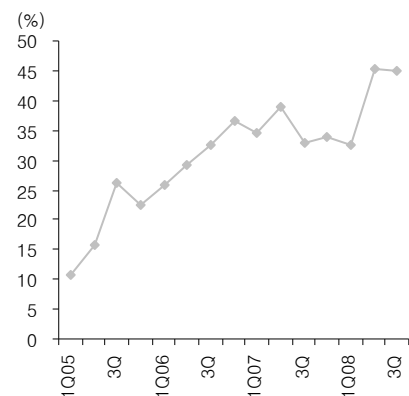
자료: 엔게임, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 3〉분기별 해외 로열티 매출 추이



자료: 엔게임, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 4〉분기별 해외 로열티 매출 비중



자료: 엔게임, 미래에셋증권 리서치센터

2009년 매출액 및 영업이익의 전년대비 각각 20.2%, 21.9% 증가 전망

2009년 매출액 및 영업이익
전년대비 각각 20.2%, 21.9% 증가
전망

엠게임의 2009년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 20.2%, 21.9% 증가한 748억원, 173억원으로 전망된다. 이는 동사의 게임포탈과 주력 온라인게임 ‘열혈강호’, ‘영웅’, ‘나이트’ 등의 안정적인 매출이 기대되며, 신규게임 ‘열혈강호2’의 해외수출에 따른 매출이 발생할 것으로 기대되기 때문이다. 온라인게임 시장의 특성을 고려할 경우 신규게임의 성공가능성 여부를 판단하기 어렵다. 그러나 동사의 ‘열혈강호2’는 ‘열혈강호’가 크게 성공한 중국, 대만 등에 수출할 예정이라는 점에서 해외 수출이 이루어질 것으로 판단되며, 계약금과 러닝 로열티가 2009년에 반영될 것으로 기대된다. ‘열혈강호’는 중국에서 이미 5년째 서비스되고 있으며, 동시접속자수가 30만명에 달하고 있다.

또한 동사가 지난 2008년 하반기에 출시한 신규게임 ‘홀릭’이 일본과 대만에서 성공적으로 서비스되고 있으며, 2009년에도 11개의 신규게임을 출시할 예정이다. 동사는 ‘신규맛고’ 등 3개의 온라인게임을 자체개발하고 있으며, 게임개발 자회사들을 통해서 ‘MYTH’ 등 3개의 게임을 개발하고 있다. 또한 ‘크래쉬배틀’ 등 5개의 신규게임을 퍼블리싱 할 예정이다.

〈표 3〉 엠게임의 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)	영업실적				증가율 (%)		
	2007	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
매출액	55.8	62.2	74.8	84.6	11.4	20.2	13.1
(게임포탈)	8.5	9.0	9.2	9.4	5.7	2.5	2.0
(열혈강호)	18.4	16.8	16.8	16.7	(8.5)	(0.1)	(0.6)
(나이트)	7.4	8.2	8.3	8.4	10.5	1.7	1.7
(영웅)	7.8	7.6	7.7	7.9	(2.9)	1.9	1.9
(열혈강호2)	-	-	8.5	14.3	-	-	68.2
(기타 게임)	12.9	19.5	22.5	25.9	50.5	15.8	14.9
(광고)	0.8	1.2	1.7	2.0	39.2	44.9	18.3
영업이익	13.1	14.2	17.3	19.2	8.4	21.9	10.9
세전이익	12.8	16.0	18.3	20.2	25.0	14.2	10.9
영업이익률	23.4	22.8	23.1	22.7	(0.6)p	0.3p	(0.5)p
세전이익률	22.9	25.7	24.4	23.9	2.8p	(1.3)p	(0.5)p

자료: 엠게임, 미래에셋증권 리서치센터 전망

〈표 4〉 엠게임의 신규게임 라인업

	2008.2H	2009.1Q	2Q	3Q	4Q
자체개발	팝스테이지 신규포커 등	신규맛고(카드)	-	-	WOD(MMO) 레전드(MMO)
자회사 개발	열강싸커 홀릭2	-	MYTH(MMO)	레갈리아(MMO)	열혈강호2(MMO)
퍼블리싱	아스다이야기	크래쉬배틀(액션) 저스티쇼(MMO)	GR(MMO)	미스틱(MMO)	V프로젝트(FPS)

자료: 엠게임, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 25,000원 제시

투자의견 BUY와 목표주가 25,000원 제시

엔게임에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 25,000원을 제시한다. 동사는 2009년 경기침체에도 불구하고 다양한 게임을 기반으로 안정적인 성장이 가능할 것으로 기대되기 때문이다. 특히 동사는 사업안정성이 높은 게임포탈 시장과 고성장하고 있는 해외 온라인게임 진출에 성공했으며, 자체 게임개발 능력도 높은 수준이다. 동사의 목표주가는 2009년 코스닥 평균 PER 8.9배를 적용하여 산출했으며, 높은 사업안정성과 성장성을 감안해 프리미엄을 20% 부여했다. 다음은 동사에 대한 구체적인 투자 포인트이다.

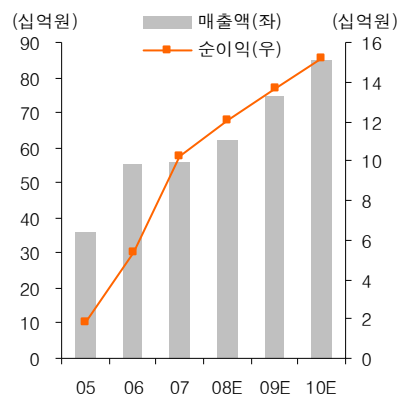
첫째, 동사의 사업안정성은 매우 높은 수준이다. 이는 동사의 서비스가 게임포탈을 기반으로 하고 있으며, 단일게임에 대한 매출 의존도가 낮기 때문이다. 국내 게임포탈 시장은 후발업체들의 진입이 어렵다. 이를 입증하듯 국내 게임포탈 시장에서 지난 5년간 신규업체의 시장 진입이 이루어지지 않았다. 또한 대부분의 게임업체들의 매출은 2~3개의 게임에 매출이 집중되어 있으나, 동사는 다양한 게임으로부터 매출이 발생하고 있다. 동사는 연간 매출액이 10억원을 넘어서는 게임이 9개에 달하고 있으며, 이중 5개의 게임은 연간 매출액이 50억원을 상회하고 있다.

둘째, 동사의 온라인게임 개발 능력은 매우 높은 수준이다. 동사는 이미 ‘풍림화산’, ‘팍스테이지’ 등 13개의 게임을 직접 개발 서비스하고 있으며, 게임개발 자회사를 통해서도 ‘열혈강호’, ‘영웅’ 등을 개발했다. 동사가 서비스하고 있는 온라인게임 30개 중에서 20개를 직접 또는 자회사를 통해서 개발했으며, 이들 게임들의 매출비중은 72%에 달하고 있다.

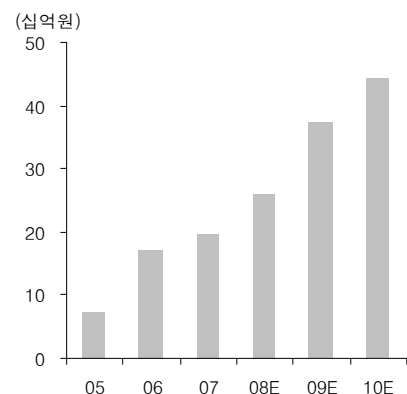
셋째, 동사는 고성장하고 있는 해외 온라인게임시장 진출에 성공했다. 동사는 설립초기부터 해외시장에서의 성과가 가시화되고 있으며, 지난 2008년 3분기 기준으로 해외 로열티 매출비중은 45.1%에 달하고 있다. 해외 로열티 매출액은 비용이 거의 발생하지 않고 있다는 점에서 대부분 이익에 기여하고 있다.

넷째, 동사는 높은 사업안정성과 성장성에도 불구하고 2009년 예상 PER이 6.8배에 불과하다. 글로벌 경기 침체로 기업들의 2009년 성장 여부를 확인하기 어려운 상황이다. 그러나 동사는 2009년에도 20%대의 성장이 가능하다는 점에서 투자 매력도는 높다고 판단된다.

〈그림 5〉 엔게임의 매출액 및 순이익 추이



〈그림 6〉 연간 해외 로열티 매출 추이



자료: 엔게임, 미래에셋증권 리서치센터 전망

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	15.3	19.6	40.1	48.1	58.2
현금 및 단기금융상품	3.2	3.7	9.6	17.0	22.0
매출채권	9.3	9.0	14.4	14.8	18.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	23.6	31.3	32.6	40.5	47.8
투자자산	16.2	17.7	15.9	19.2	21.9
유형자산	1.2	2.4	3.4	4.9	6.2
무형자산	6.2	11.2	13.3	16.5	19.8
자산총계	38.9	51.0	72.7	88.6	106.1
유동부채	18.3	13.2	17.7	19.7	21.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	6.9	4.5	8.5	8.5	8.5
유동성장기부채	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.4	0.6	1.8	1.9	2.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
부채총계	18.7	13.8	19.5	21.7	23.9
자본금	2.8	2.9	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	8.9	14.5	17.5	17.5	17.5
이익잉여금	8.5	18.7	30.7	44.4	59.7
자본조정	0.1	1.0	1.9	1.9	1.9
자본총계	20.2	37.1	53.2	66.9	82.1
총차입금	8.5	4.5	9.3	9.3	9.3
순차입금	5.4	0.8	(0.4)	(7.7)	(12.7)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	10.1	10.3	12.0	16.5	13.7
당기순이익	5.4	10.2	12.0	13.7	15.2
감가상각비	1.0	1.2	1.1	1.8	2.3
무형자산상각비	2.5	2.1	3.3	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	1.8	1.2	1.2	0.2	(0.1)
운전자본의 감소(증가)	(5.2)	0.3	(5.7)	(0.4)	(3.4)
매출채권의 감소(증가)	(5.2)	0.3	(5.7)	(0.4)	(3.4)
재고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	(4.5)	(0.0)	1.2	(0.3)
투자활동 현금흐름	(15.9)	(11.8)	(13.3)	(9.1)	(8.8)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(1.1)	(2.4)	(2.2)	(3.2)	(3.6)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(3.5)	(7.1)	(12.1)	(3.2)	(3.3)
투자자산의 감소(증가)	(11.8)	(0.9)	(0.0)	(2.8)	(1.9)
기타	0.5	(1.5)	0.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	5.4	1.6	7.9	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	3.3	(4.1)	4.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	2.1	5.7	3.1	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	(0.4)	0.0	9.6	7.4	5.0
기초현금	3.4	3.1	0.0	9.6	17.0
기말현금	3.1	3.1	9.6	17.0	22.0
잉여 현금흐름	(5.8)	(1.6)	(1.3)	7.4	5.0

자료: 엠게임, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	55.0	55.9	62.2	74.8	84.6
증가율	52.2	1.5	11.3	20.2	13.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	55.0	55.9	62.2	74.8	84.6
증가율	52.2	1.5	11.3	20.2	13.1
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비및일반관리비	45.3	42.8	48.0	57.5	65.4
영업이익	9.7	13.1	14.2	17.3	19.2
증가율	192.5	34.3	8.4	21.9	10.9
영업외손익	(3.6)	(0.3)	1.8	1.0	1.1
순금융비용	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
외환관련손익	(0.2)	(0.0)	3.2	0.0	0.0
지분법평가손익	(1.8)	(1.2)	(1.2)	(0.2)	0.1
기타영업외손익	(1.2)	1.3	0.3	1.6	1.4
세전순이익	6.2	12.8	16.0	18.3	20.2
법인세비용	0.8	2.6	4.0	4.5	5.0
당기순이익	5.4	10.2	12.0	13.7	15.2
EPS	0	0	2,045	2,336	2,591
증가율	-	-	-	14.2	10.9
EBITDA	13.2	16.4	18.6	19.1	21.5
증가율	89.3	24.0	13.7	2.5	12.7

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	0	0	2,045	2,336	2,591
BPS	0	0	6,465	8,169	10,105
주당 EBITDA	2,395	2,789	3,166	3,244	3,657
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	7.7	6.8	6.1
PBR	0.0	0.0	2.5	2.9	3.9
EV/EBITDA	0.0	0.0	5.3	5.7	5.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	17.7	23.4	22.8	23.1	22.7
EBITDA이익률	24.0	29.3	29.9	25.5	25.4
순이익률	9.7	18.3	19.3	18.3	18.0
ROE	32.6	35.6	26.6	22.8	20.4
ROIC	59.3	49.3	26.3	22.9	20.8
안정성					
부채비율	92.4	37.1	36.7	32.4	29.1
순차입금비율	26.5	2.2	순현금	순현금	순현금
유동비율	83.6	148.6	226.4	243.8	266.8
이자보상배율(배)	23.0	43.4	31.2	38.5	42.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.7	1.2	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	7.9	6.1	5.3	5.1	5.1
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본회전율	35.6	11.7	4.4	3.6	4.0

자료: 엠게임, 미래에셋증권 리서치센터 추정

| 건설

희림(037440) - CM부문에서의 추가적인 성장발판 마련

변성진 3774-1457

143억원 규모의 여수 엑스포 CM 용역 수주

희림이 총 사업규모 143억원 규모의 여수 엑스포 건설사업관리(CM, Construction Management) 용역을 수주함. 희림, 건원엔지니어링, 헤인 이엔씨, 도화종합기술공사 등 4개사가 컨소시엄을 구성하였으며 희림의 수주액은 43.8%인 63억원임. 용역기간은 2009년 2월부터 2012년 8월까지 40개월이며, 용역수행범위는 설계전단계, 설계단계, 시공단계 및 준공 이후 단계 등 사업의 전분야를 아우르는 초대형 프로젝트임.

CM부문에서 향상된 경쟁력 확인 계기

이번 수주의 특징은 희림이 컨소시엄 리더로서 동 프로젝트를 수주했다는 점임. 컨소시엄 참여업체인 건원엔지니어링 및 도화종합기술 등이 각각 CM 및 엔지니어링 부문에서 수위의 업체들이라는 점에 주목할 필요가 있음. 특히 이번 프로젝트 수주에는 세계적인 CM업체인 파슨스브링거호프, ITM 및 국내 최대 CM업체인 한미파슨스 등이 참여하였다는 것은 희림 컨소시엄의 차별화된 경쟁력을 반영함. 지난해까지 마스터 플랜 프로젝트를 수행함에 따라 동 프로젝트에 관해 가장 이해도가 높은 업체라는 점이 경쟁력으로 부각되었을 것으로 판단됨.

향후 이익성장의 안정성이 더욱 강화될 것으로 기대

CM부문은 설계부문과 더불어 희림의 실질적인 성장동력으로 자리잡을 것으로 예상됨. 이에 따라 향후 이익성장의 속도 및 안정성이 더욱 강화될 것으로 판단하여 현주가 대비 35%의 상승여력을 보유한 희림에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 11,600원을 유지함. 프로젝트의 대형화에 따라 CM시장 자체가 빠르게 성장하고 있을 뿐만 아니라, 설계부문에서의 검증된 높은 기술력과 연계수주 가능성이 높은 마스터 플랜 프로젝트에서 높은 경쟁력을 확보하고 있는 희림에 지속적으로 주목할 필요가 있다는 판단임.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	91.5	120.1	157.2	196.3	240.3
영업이익	(십억원)	4.7	12.4	17.1	21.9	26.5
EBITDA	(십억원)	6.1	14.3	19.5	24.4	29.0
세전순이익	(십억원)	4.2	12.9	21.7	22.5	27.3
순이익	(십억원)	3.5	9.0	16.1	17.0	21.0
EPS	(원)	258	672	1,202	1,269	1,567
증감률	(%)	(28.2)	160.2	78.9	5.6	23.5
P/E	(x)	11.8	12.5	7.2	6.8	5.5
P/B	(x)	1.2	2.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	(x)	6.0	7.1	5.6	4.2	3.4
ROE	(%)	10.8	22.7	30.8	26.3	26.7

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : Medium

Price Volatility : Low

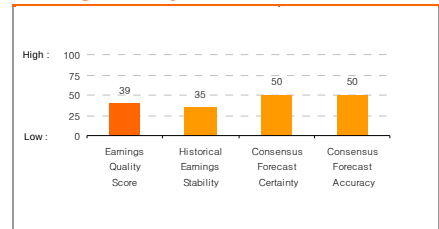
Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W11,600
컨센서스 목표주가	W13,300
현재가 (2/9)	W8,600
예상 주당배당금 (08E)	W350
예상 주가 상승률 (6M)	34.9%
예상 배당 수익률 (12M)	4.1%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,202 / W1,269
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,237 / W1,307
예상 EPS 성장률 (3년, CAGR)	32.6%
과거 EPS 성장률 (4년, CAGR)	45.7%
순부채비율 (08E)	(11.6%)

Earnings Quality Score

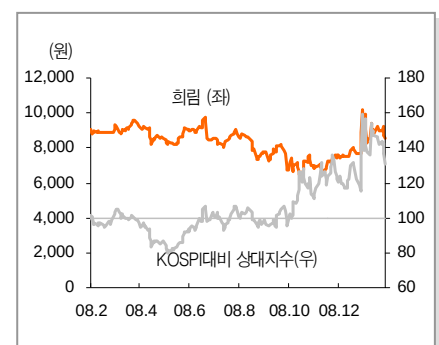


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	115 / 83
발행주식수	13 mn
유동주식비율	57.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.7
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	59.0%
52주 최고가 / 최저가	W6,454 - 10,200
최근 3개월 일평균 거래량	487,179
최근 3개월 일평균 거래대금	W4,486 mn
외국인 지분율	5.8%
주요주주 지분율	
정영균	25.7%
이영희	12.5%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(15.7)	(2.7)	(6.8)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(17.5)	20.6	22.4



여수 엑스포 CM 프로젝트 leader
업체로 수주

〈표 1〉 여수 엑스포 프로젝트 수주 현황

	지분율(%)	주요업무	비고
희림	43.8	총괄	마스터플랜 수행
건원엔지니어링	19.2	건축	CM 능력평가 1위 (07년)
헤인이엔씨	18.8	항만	항만 전문 설계 및 CM 업체
도화 엔지니어링	18.1	구조	엔지니어링 능력 평가 2위 (07년)

자료: 희림, 건설교통부, 미래에셋증권 리서치센터

증가하는 대규모 CM 프로젝트

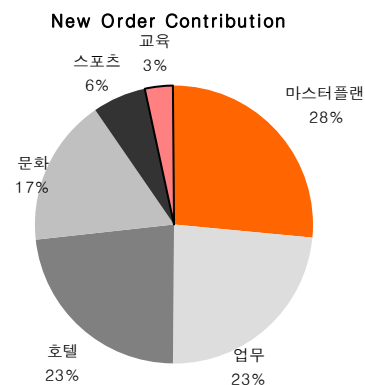
〈표 2〉 희림이 2008년도에 수주한 10억원 이상 주요 CM 프로젝트

수주시기	프로젝트 명	수주액(백만원)
11월	연세대학교 송도글로벌캠퍼스 건설사업관리용역	4,545
8월	Tay Ho Tay 작가 감리 용역	4,064
8월	불광 제7구역 주택재개발 정비사업 감리용역	3,124
3월	하이원리조트 콘도 증설공사 건설사업관리용역	2,806
10월	부산영상센터 건립공사 전면책임감리용역	2,155
2월	경주문화예술회관건립 민간투자사업 건설사업관리용역	2,055
6월	송도국제업무단지 C8-2BL 건설공사 감리용역	2,030
4월	고양차량기지 중정비시설 건설공사 전면책임감리용역	1,909
10월	송도테크노파크 메카트로닉스 센터 조성사업 전면책임감리용역	1,767
4월	동대문디자인파크 건설공사 건설사업관리용역	1,705
12월	신정3지구 3단지아파트 건설공사 책임감리용역	1,553
5월	SK케미칼 연구소 건설공사 감리용역	1,350
7월	판교 디지털 콘텐츠파크 조성사업 공사감리용역	1,300
1월	송도 컨벤션센터 호텔 신축공사 감리용역	1,290
3월	하이원리조트 호텔증설 및 원스탑서비스센터 신축공사 건설사업관리 용역	1,154
1월	행정도시 정부청사건립 1단계 2구역 설계감리 용역	1,148
4월	한국은행 제주본부 행사 신축공사 건설사업관리(CM)용역	1,090
12월	DMC E2-1 멀티 콘텐츠 센터 신축공사 건설사업관리용역	1,050
2월	광장초외 8개교 개축 임대형 민자사업 전면책임감리용역	1,014
10월	용인시민체육공원 조성사업 건설사업관리용역	988

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

비주거부문중 CM부으로의
확장가능성이 큰 마스터플랜의 높은
비중에 주목

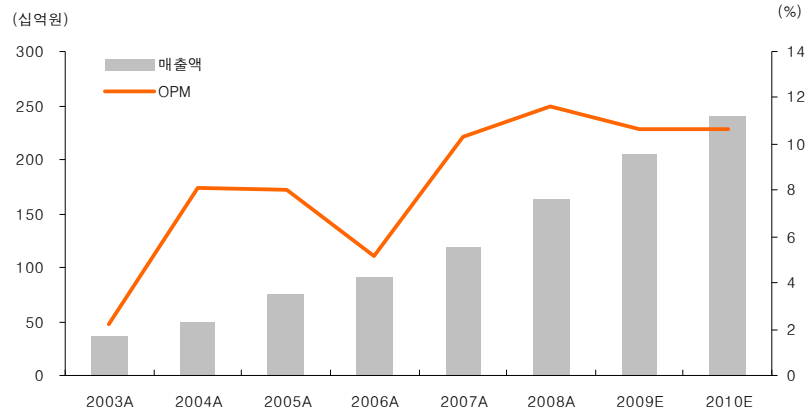
〈그림 1〉 비주거 설계부문 신규수주 구성비율



자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

향후 2년간 연평균 21%의
매출성장세 기대

〈그림 2〉 증가하는 매출액과 안정적인 고수익성



자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

해외 설계부문의 두드러진 성장에
주목

〈표 3〉 부문별 매출액 (누적) 추이

(십억원, %)	07.1Q	07.2Q	07.3Q	07.4Q	08.1Q	08.2Q	08.3Q	08.4Q
설계(국내)	29.9	55.1	84.8	120.8	25.3	85.9	110.9	140.0
설계(해외)	6.2	6.2	53.2	56.1	15.5	30.4	44.8	83.9
설계 합계	36.1	61.3	138.0	176.9	40.9	116.3	155.7	223.9
CM	4.8	10.2	19.2	38.3	12.8	23.2	29.8	40.2
매출 합계	40.9	71.5	157.2	215.2	53.7	139.5	185.5	264.1
YoY								
설계(국내)	(3.5)	(3.2)	(5.9)	11.8	(15.2)	56.0	30.8	15.9
설계(해외)	-	319.2	2,665.3	2,816.8	152.1	392.8	(15.7)	49.6
설계 합계	16.3	4.9	49.9	60.8	13.3	89.9	12.9	26.6
CM	(42.6)	(38.6)	(32.5)	7.3	165.3	126.1	55.1	5.0
매출 합계	3.8	(4.7)	30.4	47.7	31.3	95.0	18.0	22.7

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

설계 및 CM 부문 고른 수주
증가세

〈표 4〉 부문별 수주(누적) 추이

(십억원, %)	07.1Q	07.2Q	07.3Q	07.4Q	08.1Q	08.2Q	08.3Q	08.4Q
설계(국내)	29.9	55.1	84.8	120.8	25.3	85.9	110.9	159.6
설계(해외)	6.2	6.2	53.2	56.1	15.5	30.4	44.8	66.2
설계 합계	36.1	61.3	138.0	176.9	40.9	116.3	155.7	225.8
CM	4.8	10.2	19.2	38.3	12.8	23.2	29.8	44.8
매출 합계	40.9	71.5	157.2	215.2	53.7	139.5	185.5	270.5
YoY								
설계(국내)	(3.5)	(3.2)	(5.9)	11.8	(15.2)	56.0	30.8	32.1
설계(해외)	-	319.2	2,665.3	2,816.8	152.1	392.8	(15.7)	18.0
설계 합계	16.3	4.9	49.9	60.8	13.3	89.9	12.9	27.6
CM	(42.6)	(38.6)	(32.5)	7.3	165.3	126.1	55.1	16.9
매출 합계	3.8	(4.7)	30.4	47.7	31.3	95.0	18.0	25.7

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	17.1	35.1	50.0	65.4	84.4
현금 및 단기금융상품	3.3	9.1	5.8	10.6	14.7
매출채권	10.0	19.5	37.4	46.7	60.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	20.7	22.1	22.6	22.5	22.5
투자자산	7.2	8.1	8.1	8.1	8.1
유형자산	8.3	9.1	10.0	10.4	10.8
무형자산	5.1	4.9	4.4	4.0	3.6
자산총계	37.8	57.2	72.6	87.9	106.9
유동부채	3.7	9.3	12.1	15.1	18.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4.6	11.1	14.0	17.0	20.4
자본금	5.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	3.0	6.4	6.4	6.4	6.4
이익잉여금	25.9	33.2	46.0	58.3	73.9
자본조정	(1.2)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	33.1	46.1	58.6	70.9	86.5
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(4.3)	(10.1)	(6.8)	(11.6)	(15.7)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	7.3	7.1	4.9	11.9	12.0
당기순이익	3.5	9.0	16.1	17.0	21.0
감가상각비	1.2	1.7	1.9	2.1	2.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	(0.1)
지분법평가손실(이익)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(17.9)	(9.3)	(13.3)
매출채권의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(17.9)	(9.3)	(13.3)
재고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.6	5.8	4.4	1.7	1.9
투자활동 현금흐름	(3.2)	(8.3)	(4.8)	(2.4)	(2.6)
단기금융상품의 처분(취득)	1.1	(2.8)	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(1.8)	(2.5)	2.8	2.4	(2.5)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(2.2)	(3.1)	(7.6)	(4.8)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(1.7)	4.2	(3.3)	(4.7)	(5.4)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	5.7	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	(1.5)	(1.7)	(3.3)	(4.7)	(5.4)
기타	(0.2)	0.3	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	2.4	3.0	(3.3)	4.8	4.1
기초현금	0.9	3.3	6.3	3.0	7.8
기말현금	3.3	6.3	3.0	7.8	11.9
잉여 현금흐름	4.1	(1.2)	0.1	9.5	9.4

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	91.5	120.1	157.2	196.3	240.3
증가율	20.3	31.3	30.9	24.9	22.4
매출원가	77.2	97.7	127.2	159.6	195.8
매출총이익	14.3	22.4	30.1	36.7	44.5
증가율	29.3	57.1	34.1	21.9	21.3
매출총이익률	15.6	18.7	19.1	18.7	18.5
판매비및일반관리비	9.5	10.0	13.0	14.8	17.9
영업이익	4.7	12.4	17.1	21.9	26.5
증가율	(22.1)	162.0	37.7	28.1	21.0
영업외손익	(0.6)	0.5	4.6	0.6	3.2
순금융비용	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
외환관련손익	0.0	(0.0)	2.5	0.0	2.5
지분법평가손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	0.3	1.6	0.3	0.4
세전순이익	4.2	12.9	21.7	22.5	27.3
법인세비용	0.7	3.9	5.5	5.4	6.3
당기순이익	3.5	9.0	16.1	17.0	21.0
EPS	258	672	1,202	1,269	1,567
증가율	(28.2)	160.2	78.9	5.6	23.5
EBITDA	6.1	14.3	19.5	24.4	29.0
증가율	(13.9)	133.8	36.0	25.1	18.9

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	258	672	1,202	1,269	1,567
BPS	2,096	3,073	4,045	4,993	6,188
주당 EBITDA	458	1,071	1,455	1,821	2,165
주당 현금배당금	400	500	350	400	500
PER	11.8	12.5	7.2	6.8	5.5
PBR	1.2	2.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.0	7.1	5.6	4.2	3.4
배당수익률	5.3	2.9	4.1	4.7	5.8
수익성					
매출총이익률	15.6	18.7	19.1	18.7	18.5
영업이익률	5.2	10.3	10.9	11.2	11.0
EBITDA이익률	6.7	11.9	12.4	12.4	12.1
순이익률	3.8	7.5	10.2	8.7	8.7
ROE	10.8	22.7	30.8	26.3	26.7
ROIC	14.0	24.2	25.1	28.0	27.7
안정성					
부채비율	14.0	24.1	23.9	24.0	23.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	465.3	378.2	413.2	433.1	456.2
이자보상배율	(20.0)	(58.2)	(34.2)	(73.0)	(88.3)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5
매출채권회전율	9.1	8.1	5.5	4.7	4.5
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본회전율	8.3	9.7	6.7	5.6	5.4

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

| 전자부품

대진디엠피(065690) - 정부 주도의 LED조명시장 확대 긍정적

박재철 3774-6896

LED부문이 돋보이는 4/4분기

대진디엠피는 지난 4/4분기 매출액 및 영업이익으로 3/4분기 대비 3.4% 및 9.6% 증가한 159억원 및 영업이익 33억원을 시현한 것으로 예상함. 매출액은 기존 전망치 163억원 대비 소폭 감소하지만, 영업이익은 유사한 수준이 될 것으로 보임. LED부문의 매출 증가가 프린터부문 매출액 감소부분을 상쇄하며, 이익 방어에 기여할 수 있을 것으로 예상하기 때문임.

프린터 시장의 기대감은 낮추나 LED조명의 성장세 지속

2009년 매출액과 영업이익은 기존 전망치 대비 각각 9.9% 및 1.6% 감소하지만 전년 대비 각각 20% 및 36% 증가한 750억원 및 140억원 수준이 될 것으로 전망함. 프린터 시장의 위축에 따라 동사 프린터 부문의 매출액 또한 2008년과 유사한 510억원 수준이 될 것이지만, LED부문은 2008년 대비 94% 증가한 240억원 규모가 될 것으로 예상함.

정부 주도의 LED조명 사업 강화 기대감 유효

경기 침체가 지속되고, LED조명의 높은 단가로 민간 부문에서 LED조명의 채택이 어려워지고 있으나, 정부의 주도하에 공공 부문에서의 채택은 확대되고 있음. 에너지관리공단에서는 공공기관 LED조명기기 교체사업을 시행하고 있고, 미국에서는 CREE가 U.S. Federal Reserve에 LED조명을 설치하였으며, Pentagon에도 4,200개를 설치할 예정임. 이러한 정부 주도의 정책은 기술적으로 검증되었고, 다양한 설치 사례를 보유하고 있는 동사에 게 긍정적인임.

투자의견 BUY 및 목표주가 8,400원 유지

대진디엠피에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 8,400원을 유지함. 이는 1) 경기 침체에도 불구하고 정부를 중심으로 기존 조명의 LED조명으로의 교체가 점차 확대되어 동사의 수혜가 예상되고, 2) 전 세계 프린터 시장의 정체 가운데, 핵심 고객인 삼성전자가 프린터 사업에 지속적으로 중점을 두면서 동사의 프린터 부문 매출액도 2008년 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망되기 때문임.

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	45.5	54.0	62.7	75.0	101.3
영업이익	(십억원)	6.2	12.0	10.3	14.0	17.8
EBITDA	(십억원)	8.2	13.8	12.5	16.7	20.8
세전순이익	(십억원)	5.5	12.2	16.0	15.9	20.2
순이익	(십억원)	4.4	9.0	12.2	12.2	15.6
EPS	(원)	373	774	1,045	1,045	1,332
증감률	(%)	2.6	107.2	35.1	(0.1)	27.5
P/E	(x)	11.7	9.3	6.9	6.9	5.4
P/B	(x)	1.4	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	(x)	3.9	4.1	4.5	3.1	2.3
ROE	(%)	12.4	21.3	23.4	20.0	21.7

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : High

Price Volatility : Low

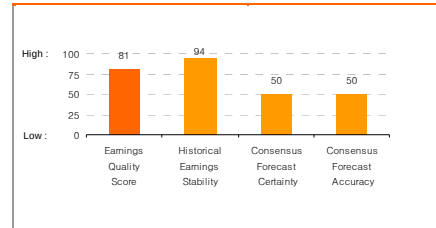
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W8,400
컨센서스 목표주가	W8,820
현재가 (2/6)	W7,200
예상 주당배당금 (08E)	W260
예상 주가상승률 (6M)	16.7%
예상 배당수익률 (12M)	3.6%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,045 / W1,045
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,009 / W985
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	19.8%
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	14.7%
순부채비율 (08E)	순현금

Earnings Quality Score

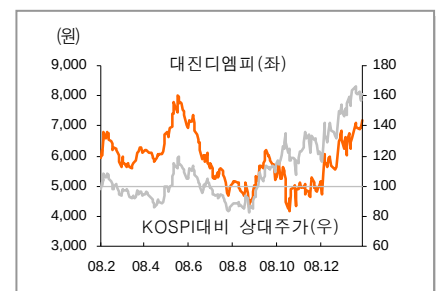


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	84 / 61
발행주식수	12 mn
유동주식비율	53.8%
수정배타(3년, 월간수익률)	1.1
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	47.9%
52주 최저가 / 최고가	W4,180 - 8,000
최근 3개월 일평균 거래량	290,801
최근 3개월 일평균 거래대금	W1,808 mn
외국인 지분율	1.1%
주요주주 지분율	
박창식 외	41.75%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	9.3	46.6	15.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	7.9	70.0	43.7



LED부문의 성장에 따라 2009년
매출액 및 영업이익을 각각
750억원 및 140억원으로 전망

〈표 1〉 대진디엠피 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E	2008E	2009E	2010E
매출액											
전체	15.0	16.4	15.4	15.9	16.5	18.2	19.8	20.5	62.7	75.0	101.3
Printer	13.0	13.0	12.6	11.7	11.7	12.9	13.5	12.9	50.4	51.0	57.7
LED	2.0	3.3	2.8	4.3	4.8	5.3	6.3	7.6	12.4	24.0	43.7
영업이익											
전체	2.5	1.6	3.0	3.3	3.2	3.4	3.7	3.6	10.3	14.0	17.8
Printer	2.8	1.2	2.1	2.6	2.5	2.7	2.9	2.6	8.7	10.7	12.5
LED	(0.3)	0.3	0.9	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	1.6	3.2	5.3
영업이익률											
전체	16.6	9.6	19.3	20.5	19.4	18.8	18.9	17.7	16.4	18.7	17.6
Printer	21.3	9.4	16.5	22.6	21.6	21.0	21.3	20.5	17.3	21.1	21.7
LED	(14.4)	10.2	32.2	14.6	14.1	13.5	13.8	13.0	12.7	13.5	12.2

자료: 대진디엠피, 미래에셋증권 리서치센터 전망

정부 중심의 LED조명 설치
기술적으로 입증된 동사에 긍정적

〈표 2〉 LED조명 확대 사례

국가	사업자	내용	제품
한국	다수	공공기관 LED조명 교체사업 - 공공기관에 설치된 백열등, 할로겐램프(MR/PAR 타입)를 LED로 교체 - 기간: 2008년 12월~2009년 2월 - 예산: 대상 공공기관의 '08년 불용예산 및 '09년 가용예산으로 추진	
미국	CREE	U.S. Federal Reserve (기 설치) Pentagon - LR24제품, 4,200개 설치 예정	
미국	CREE	LED City® Program - Indian Wells, CA - 시청의 모든 조명을 Cree LR6로 교체, 80%에너지 절감 LED University® Program - Notre Dame, Madison Area Technical College - U.C Davis	
대만	다수	- 2010년까지 LED신호등으로 교체 - 2009년 LED가로등 시장을 약 10억대만달러로 추산 - 2009년 내로 실내LED조명에 대한 규격 제정 후 시장 확산 예상	

자료: 대진디엠피, CREE, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	33.5	45.5	53.5	61.3	74.1
현금 및 단기금융상품	18.8	27.0	28.1	32.8	35.4
매출채권	11.8	13.9	19.8	22.0	30.9
재고자산	1.9	2.9	3.1	3.9	5.1
고정자산	11.5	12.3	16.1	18.7	21.6
투자자산	3.1	2.4	3.4	4.2	5.7
유형자산	8.4	9.9	12.7	14.5	15.9
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	45.0	57.8	69.6	80.0	95.7
유동부채	7.9	9.7	13.0	14.1	17.2
매입채무	5.5	5.3	7.3	8.2	11.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8.0	9.7	13.2	14.3	17.5
자본금	2.9	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	9.6	6.6	6.6	6.6	6.6
이익잉여금	28.5	35.9	45.9	55.1	67.7
자본조정	(4.0)	(0.3)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
자본총계	37.0	48.1	56.4	65.7	78.2
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(18.8)	(27.0)	(28.1)	(32.8)	(35.4)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	10.1	9.7	10.5	12.0	10.3
당기순이익	4.4	9.0	12.2	12.2	15.6
감가상각비	2.0	1.8	2.2	2.7	3.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.1	(0.1)	(1.8)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.6	1.1	(0.3)	(0.4)	(0.4)
운전자본의 감소(증가)	1.4	(4.0)	(2.3)	(2.1)	(7.2)
매출채권의 감소(증가)	(0.2)	(2.1)	(4.1)	(2.2)	(8.9)
재고자산의 감소	0.4	(1.6)	(0.2)	(0.8)	(1.2)
매입채무의 증가(감소)	1.2	(0.3)	2.0	0.9	2.9
기타	1.5	1.9	0.4	(0.3)	(0.6)
투자활동 현금흐름	(8.2)	(9.0)	(0.8)	(8.9)	(12.0)
단기금융상품의 처분(취득)	(8.2)	(5.8)	5.3	(4.5)	(7.2)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(0.4)	(3.4)	(5.0)	(4.4)	(4.4)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.5	(0.1)	(0.6)	0.1	(0.3)
기타	(0.0)	0.2	(0.5)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(0.5)	1.7	(3.3)	(3.0)	(3.0)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.6	3.3	(1.1)	0.0	0.0
배당금의 지급	(1.1)	(1.6)	(2.2)	(3.0)	(3.0)
기타	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	1.4	2.4	6.4	0.2	(4.7)
기초현금	2.0	3.4	5.8	12.2	12.4
기말현금	3.4	5.8	12.2	12.4	7.7
잉여 현금흐름	1.9	0.7	9.7	3.2	(1.7)

자료: 대진디엠피, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	45.5	54.0	62.7	75.0	101.3
증가율	2.3	18.9	16.1	19.6	35.1
매출원가	35.3	38.3	47.0	55.1	75.0
매출총이익	10.1	15.8	15.8	19.9	26.3
증가율	0.3	55.7	(0.1)	26.4	32.2
매출총이익률	22.3	29.2	25.1	26.5	26.0
판매비및일반관리비	4.0	3.8	5.5	5.9	8.5
영업이익	6.2	12.0	10.3	14.0	17.8
증가율	(13.6)	94.2	(13.9)	35.8	27.4
영업외손익	(0.7)	0.2	5.7	1.9	2.4
순금융비용	(0.4)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.5)
외환관련손익	(1.1)	0.0	4.2	0.0	0.0
지분법평가손익	(0.6)	(1.1)	0.3	0.4	0.4
기타영업외손익	0.5	0.3	0.1	0.4	0.5
세전순이익	5.5	12.2	16.0	15.9	20.2
법인세비용	1.1	3.1	3.8	3.7	4.7
당기순이익	4.4	9.0	12.2	12.2	15.6
EPS	373	774	1,045	1,045	1,332
증가율	2.6	107.2	35.1	(0.1)	27.5
EBITDA	8.2	13.8	12.5	16.7	20.8
증가율	(11.3)	68.8	(9.3)	33.3	24.8

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	373	774	1,045	1,045	1,332
BPS	3,165	4,111	4,824	5,612	6,687
주당 EBITDA	698	1,178	1,068	1,424	1,778
주당 현금배당금	300	190	260	260	330
PER	11.7	9.3	6.9	6.9	5.4
PBR	1.4	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.9	4.1	4.5	3.1	2.3
배당수익률	3.4	2.7	3.6	3.6	4.6
수익성					
매출총이익률	22.3	29.2	25.1	26.5	26.0
영업이익률	13.5	22.1	16.4	18.7	17.6
EBITDA이익률	18.0	25.5	19.9	22.2	20.5
순이익률	9.6	16.7	19.5	16.3	15.4
ROE	12.4	21.3	23.4	20.0	21.7
ROIC	24.2	40.4	21.2	25.8	29.7
안정성					
부채비율	21.5	20.2	23.3	21.8	22.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	424.0	469.7	412.2	435.0	430.1
이자보상배율(배)	(14.3)	(12.3)	(9.0)	(12.5)	(11.8)
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	1.0	1.2
매출채권회전율	3.8	4.2	3.7	3.6	3.8
재고자산회전율	21.8	22.7	21.1	21.7	22.5
매입채무회전율	9.2	10.0	10.0	9.7	10.5
순운전자본회전율	5.3	6.9	5.9	5.6	5.7

자료: 대진디엠피, 미래에셋증권 리서치센터 추정

| 인터넷 · 소프트웨어

예스이십사(053280)-진정한 가치는 불황기에 빛난다!

정우철 3774-6708

투자 의견 BUY, 목표주가 8,500원 유지

예스이십사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 8,500원을 유지함. 이는 동사가 지난 2008년 4분기에도 안정적인 성장성을 보였으며, 2009년에도 성장세는 유지될 수 있을 것으로 판단되기 때문임. 국내 온라인도서 시장은 경기침체에 따른 영향을 적게 받고 있으며, 동사의 높은 시장지배력은 더욱 확대되고 있는 추세에 있음. 또한 동사는 400억원의 순현금을 보유하고 있으며, 무차입 경영으로 재무안정성이 높음.

4분기 매출액 및 영업이익의 전년동기 대비 각각 14.7%, 109.4% 증가

예스이십사의 2008년 4분기 매출액 및 영업이익은 전년동기 대비 각각 14.7%, 109.4% 증가한 652억원, 29억원이었음. 사업부별로 보면 도서는 13.7% 증가했으며, 비도서와 광고는 각각 23.3%, 9.1% 증가함. 이처럼 동사가 큰 폭으로 성장한 것은 국내 도서시장에서 온라인 비중이 꾸준히 확대되고 있기 때문임. 특히 동사는 물류비용 절감과 각종 마일리지 제도 축소 등으로 수익성이 큰 폭으로 개선되고 있는 추세에 있음.

온라인도서 시장은 경기침체에도 안정적인 성장 전망

국내 온라인도서 시장은 경기침체에 따른 소비둔화에도 불구하고 2009년에도 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단됨. 이는 국내 도서 시장에서 온라인도서 판매 비중이 꾸준히 확대되고 있으며, 어학, 자격증 등 자기개발 관련 서적 판매가 큰 폭으로 증가하고 있기 때문임. 또한 최근 국내 도서시장에서 온라인도서 판매 비중은 30% 수준에 달하고 있으며, 향후 50% 수준까지 확대될 것으로 기대됨. 이는 온라인서점의 높은 가격 경쟁력과 당일 배송시스템 등으로 경쟁력이 향상되고 있기 때문임.

2009년 매출액 및 영업이익의 전년대비 각각 18.4%, 31.4% 증가 전망

예스이십사의 2009년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 18.4%, 31.4% 증가한 3,032억원, 136억원으로 전망됨. 이는 온라인도서 시장 확대에 따라 동사의 도서 판매는 전년대비 17.6% 증가가 전망되며, 비도서 부분에서는 상품군 확대를 통해서 24.4% 증가가 전망됨. 또한 수익성이 좋은 광고 매출액은 전년도 39억원에서 49억원으로 확대될 것으로 전망됨.

결산월	12월	2006	2007	2008P	2009E	2010E
매출액	(십억원)	176.8	214.3	256.0	303.2	350.7
영업이익	(십억원)	2.3	5.9	10.3	13.6	15.8
EBITDA	(십억원)	3.3	7.1	11.6	15.4	18.0
세전순이익	(십억원)	2.1	5.8	11.0	14.0	16.3
순이익	(십억원)	2.1	7.0	7.7	10.7	12.4
EPS	(원)	0	0	446	620	719
증감률	(%)	-	-	-	39.0	16.1
P/E	(x)	0.0	0.0	10.2	7.3	6.3
P/B	(x)	0.0	0.0	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	(x)	0.0	0.0	3.7	2.3	1.3
ROE	(%)	27.6	57.3	26.0	21.9	20.6

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight

Earnings Quality Score : N/A

Price Volatility : Low

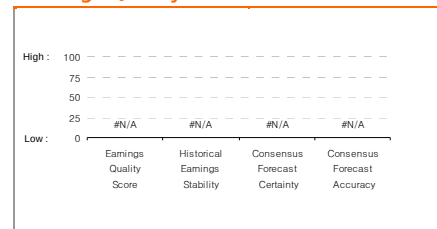
Target Price & Expected Return

목표주가(6M)	W8,500
컨센서스 목표주가	W8,000
현재가 (2/9)	W4,550
예상 주당배당금 (08E)	-
예상 주가상승률 (6M)	86.8%
예상 배당수익률 (12M)	-

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W446 / W620
컨센서스 EPS (08E/09E)	W500 / W638
예상 EPS 성장률 (3년,CAGR)	-
과거 EPS 성장률 (5년,CAGR)	-
순부채비율 (08E)	(82.1%)

Earnings Quality Score

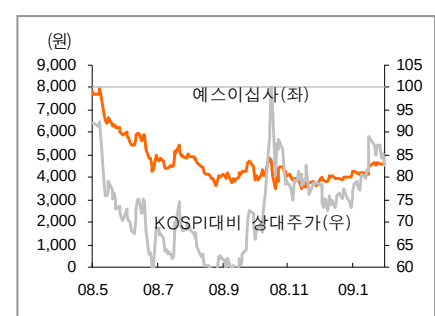


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	78 / 57
발행주식수	17 mn
유동주식비율	40.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	N/A
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	N/A
52주 최고가 / 최저가	W3,485 - 8,500
최근 3개월 일평균 거래량	124,722
최근 3개월 일평균 거래대금	W520 mn
외국인 지분율	0.6%
주요주주 지분율	
한세실업 외 1인	53.19%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	7.1	(7.1)	0.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	5.2	16.2	0.0



2008년 4분기 매출액 및 영업이익
전년동기 대비 각각 14.7%, 109.4%

증가

〈표 1〉 예스이십사의 2008년 4분기 영업실적

(단위: 십억원, %)	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08(P)	(QoQ)	(YoY)
매출액	56.8	68.8	54.3	67.8	65.2	(3.9)	14.7
(도서)	49.4	61.6	47.0	60.6	56.2	(7.2)	13.7
(비도서)	6.4	6.3	6.3	6.2	7.9	27.0	23.3
(광고)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1	8.2	9.1
영업이익	1.4	2.4	1.7	3.3	2.9	(13.5)	109.4
세전이익	1.3	2.3	2.4	3.5	2.8	(19.9)	105.3
영업이익률	2.4	3.5	3.1	4.9	4.4	(0.5)p	2.0p
세전이익률	2.4	3.4	4.5	5.1	4.3	(0.8)p	1.9p

자료: 예스이십사, 미래에셋증권 리서치센터

2009년 매출액 및 영업이익
전년대비 각각 18.4%, 31.4% 증가

전망

〈표 2〉 예스이십사의 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)	영업실적				증가율 (%)		
	2007	2008P	2009E	2010E	2008P	2009E	2010E
매출액	214.3	256.0	303.2	350.7	19.4	18.4	15.6
(도서)	189.0	225.4	265.1	306.0	19.2	17.6	15.4
(비도서)	22.3	26.7	33.2	38.7	19.8	24.4	16.3
(광고)	3.0	3.9	4.9	6.0	30.0	25.0	23.6
영업이익	5.9	10.3	13.6	15.8	74.3	31.4	16.1
세전이익	5.8	11.0	14.0	16.3	90.0	27.3	16.7
영업이익률	2.8	4.0	4.5	4.5	1.3p	0.4p	0.0p
세전이익률	2.7	4.3	4.6	4.7	1.6p	0.3p	0.0p

자료: 예스이십사, 미래에셋증권 리서치센터 전망

추정재무재표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008P	2009E	2010E
유동자산	21.6	28.8	54.8	67.3	81.1
현금 및 단기금융상품	7.7	9.8	30.9	38.7	50.2
매출채권	5.5	7.7	6.5	8.6	8.9
재고자산	7.3	9.9	10.5	12.3	13.4
고정자산	18.6	21.9	22.7	24.9	27.5
투자자산	3.1	5.6	6.9	8.2	9.4
유형자산	15.2	15.5	14.9	15.5	16.2
무형자산	0.3	0.8	0.9	1.2	1.8
자산총계	40.3	50.7	77.5	92.2	108.6
유동부채	20.5	25.1	23.2	26.3	29.4
매입채무	14.1	16.2	14.9	17.7	20.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	11.0	9.9	11.0	11.9	12.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	31.5	35.0	34.3	38.3	42.3
자본금	6.9	6.9	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	18.6	18.6	28.5	28.5	28.5
이익잉여금	(16.7)	(9.7)	7.7	18.3	30.7
자본조정	0.0	0.0	(1.5)	(1.5)	(1.5)
자본총계	8.7	15.8	43.3	53.9	66.3
총차입금	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(4.7)	(9.8)	(35.5)	(44.1)	(56.4)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008P	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	8.4	7.2	7.3	12.3	16.8
당기순이익	2.1	7.0	7.7	10.7	12.4
감가상각비	0.8	1.0	1.0	1.2	1.5
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.6	0.7
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
운전자본의 감소(증가)	(0.9)	(2.8)	(0.8)	(1.0)	1.3
매출채권의 감소(증가)	(2.3)	(2.2)	1.0	(2.0)	(0.3)
재고자산의 감소	(2.7)	(2.6)	(0.6)	(1.8)	(1.1)
매입채무의 증가(감소)	4.1	2.0	(1.2)	2.8	2.7
기타	6.2	1.5	(1.3)	0.4	0.5
투자활동 현금흐름	(1.1)	(2.0)	(7.5)	(4.5)	(5.4)
단기금융상품의 처분(취득)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.2	(0.8)	(0.8)
유형자산의 취득	(0.6)	(1.3)	0.3	(1.9)	(2.1)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.1)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(1.4)
투자자산의 감소(증가)	0.6	0.0	(7.1)	(1.0)	(1.0)
기타	(1.0)	(0.1)	(0.4)	(0.0)	0.0
재무활동 현금흐름	(5.8)	(3.0)	21.3	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	(6.0)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.4	0.0	21.3	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	1.6	2.2	21.2	7.8	11.5
기초현금	6.0	7.6	9.7	30.9	38.6
기말현금	7.6	9.7	30.9	38.6	50.1
잉여 현금흐름	7.4	5.2	(0.1)	7.8	11.5

자료: 에스이십사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원 %)	2006	2007	2008P	2009E	2010E
매출액	176.8	214.3	256.0	303.2	350.7
증가율	31.4	21.2	19.4	18.4	15.6
매출원가	129.0	153.7	184.7	218.3	252.5
매출총이익	47.9	60.6	71.3	84.9	98.2
증가율	35.6	26.5	17.7	19.1	15.6
매출총이익률	27.1	28.3	27.9	28.0	28.0
판매비및일반관리비	45.5	54.6	61.0	71.3	82.4
영업이익	2.3	5.9	10.3	13.6	15.8
증가율	15.6	154.1	74.3	31.4	16.1
영업외손익	(0.3)	(0.1)	0.7	0.4	0.6
순금융비용	0.2	(0.1)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
외환관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타영업외손익	(0.0)	(0.0)	0.5	(0.0)	(0.0)
세전순이익	2.1	5.8	11.0	14.0	16.3
법인세비용	0.0	(1.2)	3.3	3.3	4.0
당기순이익	2.1	7.0	7.7	10.7	12.4
EPS	0	0	446	620	719
증가율	-	-	-	39.0	16.1
EBITDA	3.3	7.1	11.6	15.4	18.0
증가율	8.8	118.0	63.5	32.0	17.0

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008P	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	0	0	446	620	719
BPS	490	871	2,460	3,065	3,747
주당 EBITDA	190	414	676	893	1,044
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	10.2	7.3	6.3
PBR	0.0	0.0	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	0.0	0.0	3.7	2.3	1.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	27.1	28.3	27.9	28.0	28.0
영업이익률	1.3	2.8	4.0	4.5	4.5
EBITDA이익률	1.8	3.3	4.5	5.1	5.1
순이익률	1.2	3.3	3.0	3.5	3.5
ROE	27.6	57.3	26.0	21.9	20.6
ROIC	22.0	64.4	29.3	25.9	23.9
안정성					
부채비율	360.6	221.8	79.2	71.0	63.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	105.4	114.7	236.0	255.7	275.9
이자보상배율(배)	13.4	(47.4)	(15.5)	(14.9)	(15.0)
활동성 (회)					
총자산회전율	4.8	4.7	4.0	3.6	3.5
매출채권회전율	40.7	32.7	36.1	40.1	40.2
재고자산회전율	29.9	25.0	25.1	26.5	27.2
매입채무회전율	14.7	14.2	16.5	18.6	18.4
순운전자본회전율	NA	NA	NA	NA	NA

자료: 에스이십사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Earnings Quality Score

$$\text{Earnings Quality Score} = 0.70 \times (\text{Earnings Stability}) + 0.15 \times (\text{Earnings Certainty}) + 0.15 \times (\text{Earnings Forecast Accuracy})$$

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 등 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 등 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '연말 실제치 - 연초 추정치/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 등 지표값이 높음.

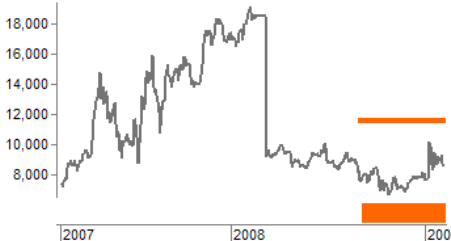
* 참고사항

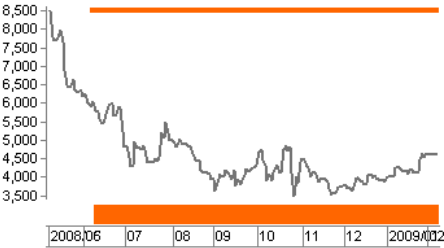
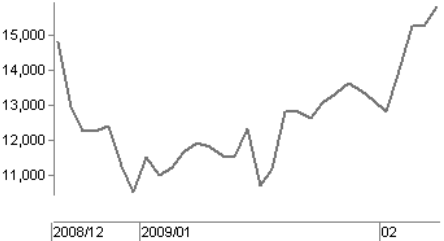
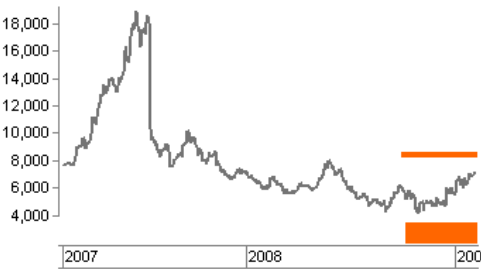
- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 당사는 엠게임의 유가증권 발행과 관련하여 주간사로 참여 하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자 : 리서치센터

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
0									

주가 및 목표주가 변동추이		주가	목표가격	희림(037440)																					
BuyHoldReduceNot Rated이전기준Strong BuyBuyMkt.PermUnd.Perm																									
				<table><tr><th>날짜</th><th>투자의견</th><th>목표가격(6개월)</th></tr><tr><td>2008/09/02</td><td>BUY (Initiate)</td><td>11,600원</td></tr><tr><td>2008/11/04</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr><tr><td>2008/12/02</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr><tr><td>2009/01/13</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr><tr><td>2009/02/06</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr><tr><td>2009/02/10</td><td>BUY</td><td>11,600원</td></tr></table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2008/09/02	BUY (Initiate)	11,600원	2008/11/04	BUY	11,600원	2008/12/02	BUY	11,600원	2009/01/13	BUY	11,600원	2009/02/06	BUY	11,600원	2009/02/10	BUY	11,600원
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																							
2008/09/02	BUY (Initiate)	11,600원																							
2008/11/04	BUY	11,600원																							
2008/12/02	BUY	11,600원																							
2009/01/13	BUY	11,600원																							
2009/02/06	BUY	11,600원																							
2009/02/10	BUY	11,600원																							

주가 및 목표주가 변동추이			주가	목표가격	에스이십사(053280)																
BuyHoldReduceNot Rated 이전 기준Strong BuyBuy®Mkt.PermUnd.Perm 			<table><tr><th>날짜</th><th>투자의견</th><th>목표가격(6개월)</th></tr><tr><td>2008/06/09</td><td>BUY(Initiate)</td><td>8,500원</td></tr><tr><td>2008/07/07</td><td>BUY</td><td>8,500원</td></tr><tr><td>2008/09/02</td><td>BUY</td><td>8,500원</td></tr><tr><td>2008/11/17</td><td>BUY</td><td>8,500원</td></tr><tr><td>2009/02/10</td><td>BUY</td><td>8,500원</td></tr></table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2008/06/09	BUY(Initiate)	8,500원	2008/07/07	BUY	8,500원	2008/09/02	BUY	8,500원	2008/11/17	BUY	8,500원	2009/02/10	BUY	8,500원
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																			
2008/06/09	BUY(Initiate)	8,500원																			
2008/07/07	BUY	8,500원																			
2008/09/02	BUY	8,500원																			
2008/11/17	BUY	8,500원																			
2009/02/10	BUY	8,500원																			
주가 및 목표주가 변동추이			주가	목표가격	엠게임(058630)																
BuyHoldReduceNot Rated 이전 기준Strong BuyBuy®Mkt.PermUnd.Perm 			<table><tr><th>날짜</th><th>투자의견</th><th>목표가격(6개월)</th></tr><tr><td>2009/02/10</td><td>BUY(Initiate)</td><td>25,000원</td></tr></table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2009/02/10	BUY(Initiate)	25,000원												
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																			
2009/02/10	BUY(Initiate)	25,000원																			
주가 및 목표주가 변동추이			주가	목표가격	대진다애플(065690)																
BuyHoldReduceNot Rated 이전 기준Strong BuyBuy®Mkt.PermUnd.Perm 			<table><tr><th>날짜</th><th>투자의견</th><th>목표가격(6개월)</th></tr><tr><td>2008/10/07</td><td>BUY(Initiation)</td><td>8,400원</td></tr><tr><td>2008/11/04</td><td>BUY</td><td>8,400원</td></tr><tr><td>2009/02/10</td><td>BUY</td><td>8,400원</td></tr></table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2008/10/07	BUY(Initiation)	8,400원	2008/11/04	BUY	8,400원	2009/02/10	BUY	8,400원						
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																			
2008/10/07	BUY(Initiation)	8,400원																			
2008/11/04	BUY	8,400원																			
2009/02/10	BUY	8,400원																			