

# 인터넷/게임

Overweight  
(Maintain)

2016. 11. 2

## 신기술 접목시대의 도래

신기술 접목의 시대가 도래했다. 최근 글로벌 인터넷/게임업종은 AI와 VR에 대한 연구가 활발하게 이루어지고 있다. 이러한 신기술들이 실제 산업에 접목되기 시작하였으며 산업의 발전 속도를 한 단계 더 끌어올려 줄 것으로 기대된다. NAVER와 엔씨소프트의 견조한 성장이 예상되며 업종 Top-pick으로 제시한다.

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

키움증권 

## Contents



<b>Summary</b>	<b>3</b>
> 변화하는 플랫폼/게임의 매력도	3
<b>I. NAVER vs 카카오: 우선 순위의 차이</b>	<b>5</b>
> 국내 업체들에게서 그들의 향기가 난다	5
<b>II. 사용자의 체류시간 확대가 우선</b>	<b>7</b>
> 글로벌 업체들, 킬러아이템 확보로 사용자를 붙잡는다	7
<b>III. 확보된 체류시간에 광고로 수익화</b>	<b>9</b>
> 광고의 기본은 노출, 효율성	9
<b>IV. AI와 IoT로 경쟁 확산 전망</b>	<b>12</b>
> 플랫폼의 확장을 위한 선택, IoT	12
> 플랫폼의 강화를 위한 선택, AI	14
<b>V. 콘텐츠 시장에 눈독 들이는 ICT업체들</b>	<b>16</b>
> 콘텐츠 시장의 활용폭이 넓어지고 있다	16
> 신기술의 활용에는 콘텐츠도 포함되어 있다	16
<b>VI. 게임: 페러다임의 변화</b>	<b>17</b>
> AR게임의 등장, 발전하고 있는 VR	17
> 다양성, 협력성이 강화되는 온라인게임	19
> 변화하는 모바일게임 트랜드	20
<b>VII. 결론</b>	<b>22</b>
> 2017년은 개발된 신기술들이 서비스에 적용되기 시작할 것	22
> Top Pick: NAVER, 엔씨소프트	22
<b>기업분석</b>	<b>26</b>
> NAVER(035420)	27
> 카카오(035720))	34
> 엔씨소프트(036570)	39
> 컴투스(078340)	42
> 게임빌(063080)	47
> 더블유게임즈(192080)	50
> 조이시티(067000)	53

## 신기술 접목시대의 도래

### >> 플랫폼의 매력도가 미래 실적을 좌우

우리가 Twitter의 매각실패 이슈에서 확인할 수 있는 내용은 플랫폼의 매력도가 미래 실적을 좌우한다는 것이다. 플랫폼의 매력도는 사용자의 체류시간과 관련이 있다. 이에 글로벌 인터넷 업체들은 사용자 체류시간 확대를 위해 노력을 기울이고 있으며 영상 및 기타 콘텐츠들의 확보를 위한 M&A들도 활발하게 이루어지고 있는 추세이다. 국내 업체들 역시 콘텐츠 확대를 위한 작업이 이루어지고 있는 상황이다.

### >> AI 도입이 새로운 인터넷 시대를 연다

NAVER가 ‘아미카’를 비롯한 미래 먹거리 관련 신기술을 발표하였다. Google을 비롯한 대다수의 글로벌 업체들은 AI, IoT 등에 힘을 쏟고 있다. 특히 몇몇 업체는 챗봇 등을 이미 적용시키고 있다. 향후 AI를 활용한 챗봇은 성과형 광고시장에 기폭제 역할을 할 것으로 기대되며 이는 현재 나타나고 있는 인터넷업체들로의 광고시장 쓸림 현상을 가속화 시킬 것으로 전망된다.

### >> 게임도 신기술 접목이 진행

소니의 PSVR 초기성과(일본 내 1주일만에 5만대 판매)는 VR에 대한 대중의 관심을 반영한다. PSVR은 27개 타이틀과 함께 출시되었다. 최근 VR과 관련된 콘텐츠 개발 업체들이 늘어나고 있다는 점을 감안하면 내년에는 VR시장의 저변이 넓혀질 것으로 기대된다. 향후 VR게임이 확대된다면 새로운 수익창출 기회를 열어줄 것으로 기대된다.

모바일게임 시장은 국내를 제외하면 여전히 성장하고 있다. 국내는 경쟁이 심화된 가운데 글로벌에서의 매출 확대가 절실한 상황이다. 다만 글로벌에서 통용되는 장르가 여전히 전략/퍼즐 등의 비RPG게임이라는 점을 감안하면 장르 다양화가 필요해진 시점이다.

- > 당사는 11월 1일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 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.

# Summary

## >>> 변화하는 플랫폼/게임의 매력도

### 변화하는 글로벌 플랫폼의 매력도 변화

2016년 들어 글로벌 인터넷 플랫폼들의 매력도가 상승하고 있다. 3Q실적 발표 이후 인터넷/SNS업체들의 실적성장성에 긍정적 평가가 지속되고 있으며 이러한 사용자수의 정체는 개인당 사용시간의 감소를 불러일으키고 이는 성장에 대한 불확실성을 야기한다.

반면 Facebook, Netflix 등의 플랫폼들은 MAU성장이 지속적으로 이루어지고 있다. 일정 수준 이상으로 MAU가 올라왔기 때문에 성장성에서 예전보다 둔화된 것은 사실이나 개인당 사용시간을 늘리는 방법으로 플랫폼의 매력도를 유지하고 있다. 이 플랫폼들의 특징은 콘텐츠의 확보다. 기존의 SNS플랫폼은 콘텐츠를 품에 안았고 콘텐츠 플랫폼은 양과 질의 확대에 주력을 기울이고 있다. 최근 중국 시장을 보면 플랫폼들의 콘텐츠, 미디어 품기는 활발하게 진행되고 있다는 것을 확인할 수 있다.

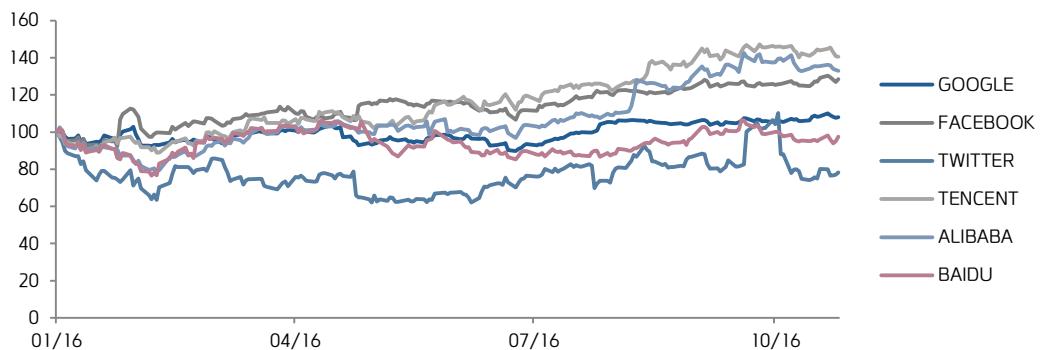
이번 실적발표에서 드러난 인터넷업체들의 과제는 광고성장성 유지+신규 성과였다. 광고매출이 전반적으로 상승하는 모습을 보여주었지만 미래성장에 대한 부분을 보유하고 있는지 없는지가 실적발표 이후 주가에 더 큰 변동을 주었다. 당분간 주가 변동성이 확대될 가능성이 있지만 확인되는 성장성과 플랫폼 매력도가 향후 주가의 향방을 결정할 것이다. 여기서 언급하는 매력도는 광고매출과 연관이 있다. 플랫폼의 성장성, 파급력, 매력도를 가장 냉정하게 평가하여 집행되는 것이 광고이기 때문이다.

### 격변의 3Q를 보낸 글로벌 게임시장, 시장 변화의 가능성 커져

올해 온라인/모바일게임 시장에 큰 변화가 나타났다. 온라인게임은 블리자드의 오버워치가 점유율 1위를 달성하였고 모바일게임은 닌텐도의 포켓몬고가 글로벌 히트를 하면서 AR(증강현실)게임에 대한 관심이 폭발하였다. 온라인게임은 LOL과 오버워치의 점유율 확대에서 볼 수 있듯이 해외 게임의 점유율 확대가 진행되고 있다. 이는 해외업체들과 국내업체들의 개발방향에서 차이가 나기 때문이다. 각자의 개발방향이 갖는 장단점이 분명하지만 주도적인 측면에서는 뼈아픈 부분이 존재한다. 모바일은 AR/VR 게임의 등장으로 커다란 변화가 감지된다. 포켓몬고의 빅히트에는 포켓몬이라는 IP(지적재산권)가 큰 힘을 발휘한 것이 사실이지만 AR이라는 게임방식으로 새로운 트랜드의 지평을 열었다고 평가된다. 특히 이를 통해 그 동안 대부분의 비즈니스 모델인 게임 내 결제방식뿐만 아니라 광고수익, 스폰서수익 등의 비즈니스모델이 도입될 가능성이 높아졌다. 단기적으로 국내 AR/VR게임 개발업체가 소수에 그치고 있어 영향이 크지 않겠지만 중장기적으로는 새로운 수익원이 창출될 수 있다는 측면에서 게임업계에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망된다.

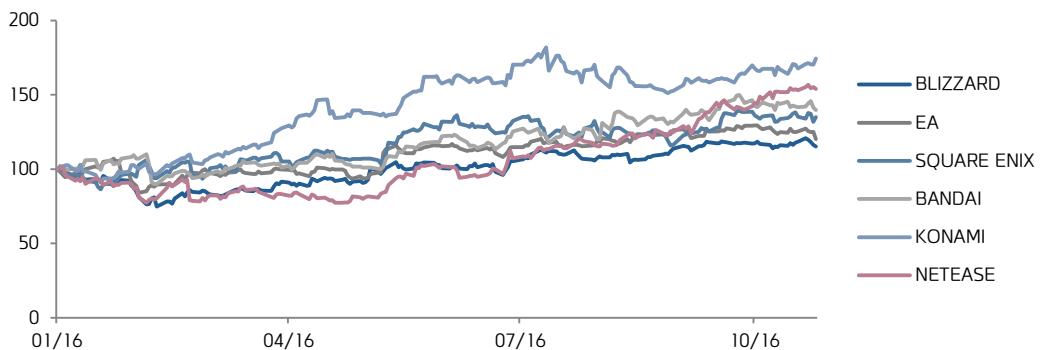
국내 모바일게임의 시장트랜드에는 AR/VR게임의 영향력이 점차 커지겠지만 모바일게임이 주류를 이루던 기존의 시장체제가 무너지지는 않을 것이다. 모바일게임의 시장트랜드는 최근 지형도가 바뀌고 있다. 기존의 RPG게임 중심의 동아시아 시장은 점차 장르 다변화 가능성을 보여주고 있고 RPG게임은 여전히 북미/유럽 시장 공략에 애를 먹고 있다. 중국 및 일본의 RPG게임은 자국 색체가 강하기 때문에 국내 RPG게임 업체들이 쉽사리 공략하지 못하고 있다. RPG게임의 개발 경쟁이 심화되는 가운데 RPG게임의 집중 공략보다는 장르 다변화를 꾀하는 업체들의 성공 가능성이 더욱 높다고 평가된다.

## 2016년 글로벌 주요 인터넷 업체들의 주가추이(기준: 100)



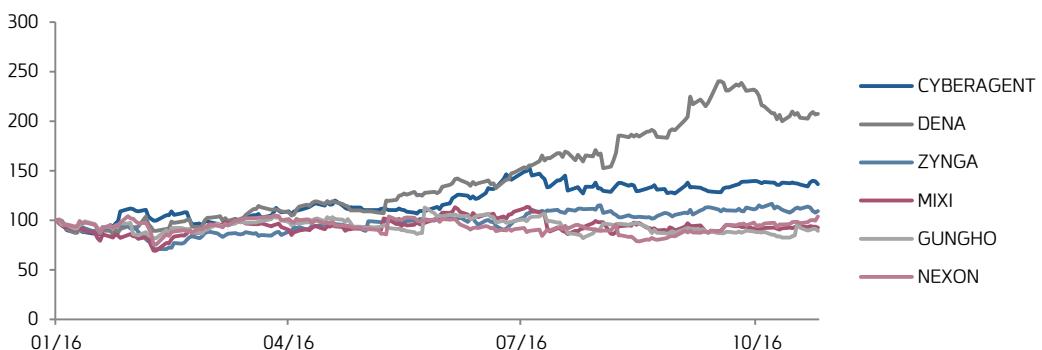
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 2016년 글로벌 주요 온라인게임 업체들의 주가추이(기준: 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 2016년 글로벌 주요 모바일게임 업체들의 주가추이(기준: 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# I. NAVER vs 카카오: 우선 순위의 차이

## >>> 국내 업체들에게서 그들의 향기가 난다

### Facebook과 맞닿아 있는 NAVER

NAVER의 성장전략은 Facebook과 맞닿아 있다. Facebook의 차세대 성장 전략은 ‘시각적 효과(ocular effect)’다. Instagram의 인수부터 시작된 Facebook의 시각적 측면의 중요성 확대는 Oculus(가상현실 관련), LiveRail(비디오광고), QuickFire(동영상 스트리밍), 최근 MSQRD(사진 이미징) 인수에 이르기까지 지속되고 있다. 즉 사진, 동영상, VR/AR 등 시각적 효과에 대한 중요성이 높은 업체들을 중심으로 M&A를 진행하였고 이를 SNS 및 Messenger에 적용하고 있다.

NAVER는 올해 영상과 관련한 서비스가 확대되고 있다. SNOW, TVcast와 V, Line Live, TV등의 영상 플랫폼의 서비스가 국내외에서 안정적인 성장을 보여주고 있다. 웹드라마, 웹예능 등의 비중이 점차 증가할 것이라는 전망에 비추어본다면 국내 영상관련 플랫폼에서 독보적 지위를 영위할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 Facebook과 같이 사진관련 서비스가 점차 확대되고 있다. B612, Bravo, Foodie, egg 등의 사진 촬영, 편집 관련 서비스가 증가하고 있다는 점에서 향후 Instagram과 같은 사진기반 SNS로의 진화가 가능할 것으로 전망된다.

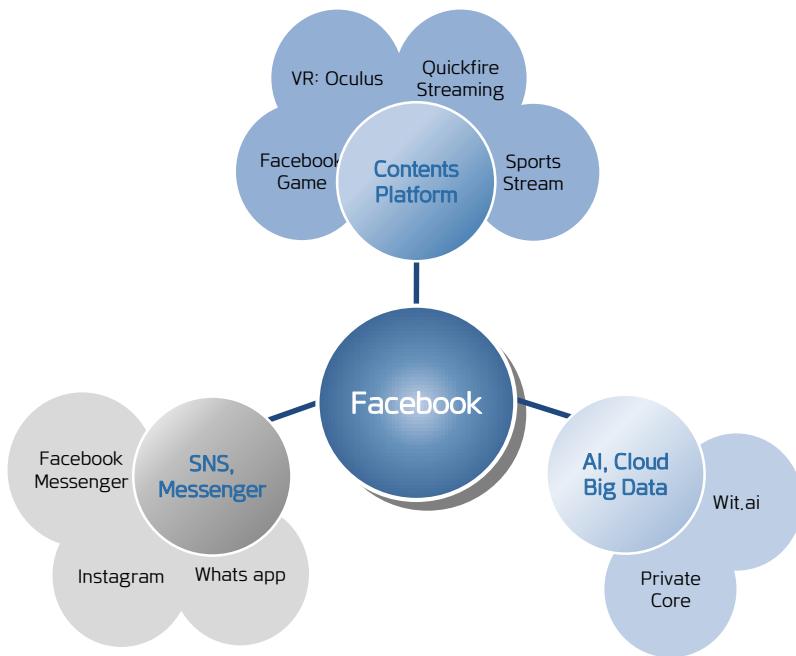
### Tencent와 성장 전략이 같은 카카오

반면 카카오의 성장전략은 Tencent와 비슷하다. 사업 분야도 흡사하다. Messenger, SNS를 기본 바탕으로 광고, 게임, 콘텐츠, O2O, 금융 등에 진출해있다. Tencent는 QQ, 위챗 등의 Messenger의 유저들을 활용하여 신사업으로 유도하는 전략을 기본으로 삼고 있다. 2015년부터 O2O, 금융시장으로 진출하였고 최근에는 게임, 엔터와 같은 콘텐츠 확장에 힘을 쓰고 있다.

카카오 역시 Messenger를 바탕으로 한 서비스 확대에 몰두하고 있으며 최근에는 O2O서비스, 콘텐츠 확보에 집중하고 있다. 올 여름 카카오드라이버, 카카오헤어샵을 런칭하였고 파킹스퀘어(주차서비스), 씨엔티테크(모바일중개서비스) 등의 지분을 인수하였다. 콘텐츠는 로엔 인수를 필두로 오스카엔터테인먼트, 롱투코리아, 코코모, V8 등에 투자를 하였고 엔진, 다음게임의 합병을 통하여 카카오게임이 출범되었다. 기존 카카오 관련 서비스 개선에도 힘을 쓰고 있지만 무게중심이 O2O 및 콘텐츠에 쏠려 있는 것이 사실이다.

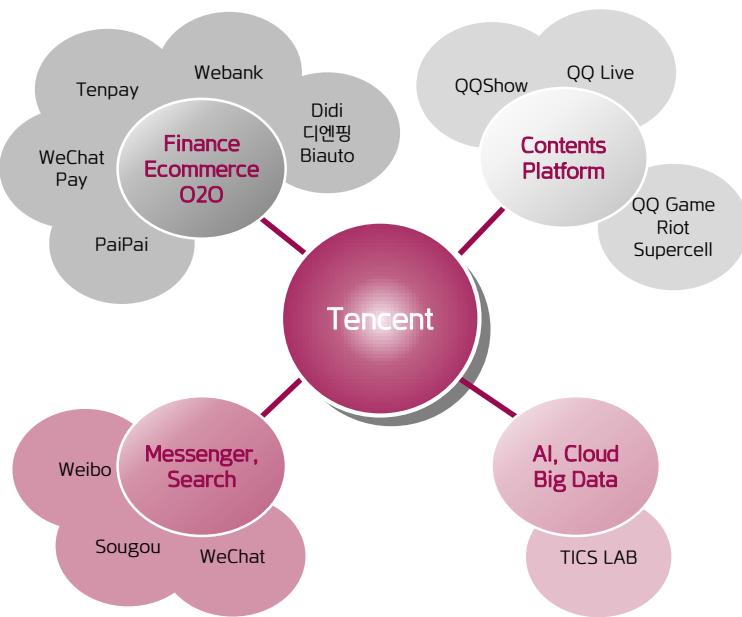
다만 Tencent와 카카오의 다른 점은 자금력 차이에서 오는 성장 전략이다. 방향성은 같으나 Tencent는 막대한 자금력을 바탕으로 대규모 M&A에 집중을 하고 있다. 최근 Supercell(모바일게임), 차이나 뮤직(음악플랫폼) 등의 지분을 잇따라 인수하는 등 공격적인 확장을 지향하고 있다. 반면 카카오는 로엔(음악플랫폼) 인수에 대규모 자금을 집행하였을 뿐 기타 콘텐츠 확장은 제휴, 소규모 투자 등을 통해서 진행하고 있다.

Facebook 주요 사업현황



자료: 키움증권 리서치센터

Tencent 주요 사업현황



자료: 키움증권 리서치센터

## II. 사용자의 체류시간 확대가 우선

### >>> 글로벌 업체들, 킬러아이템 확보로 사용자를 붙잡는다

#### 공통적으로 어려움을 겪고 있는 SNS의 사용자 시간 감소 추세

2016년과 2015년을 비교해보면 순수 SNS들의 사용자 시간이 감소한 것으로 나타났다. 대표적인 4대 SNS들에게 공통적으로 나타난 일이다. 이는 신규 유저의 증가가 문화되는 상황에서 유저들의 SNS 피로도가 증가했기 때문이다.

반면 메신저앱의 경우 사용자가 증가하고 있는 추세를 보이고 있다. 왓츠앱과 페이스북메신저 등의 글로벌 메신저들은 MAU가 지속적으로 증가하는 모습을 보이고 있다. 이는 기존의 SNS를 통한 소통보다는 개인간의 대화 중심으로 방향성이 이동하고 있다는 것을 의미하고 다양한 기능들이 채팅을 통해 구현되기 시작했기 때문이다. 실제 Facebook Messenger는 채팅을 통한 우버를 호출 할 수 있게 연동하였으며 음악공유 서비스도 도입하였다. 챗봇(Chatbot)이 메신저에 탑재됨에 따라 점차 메신저에서의 사용시간이 증가할 것으로 전망된다.

#### 핵심 콘텐츠의 확보에 사활

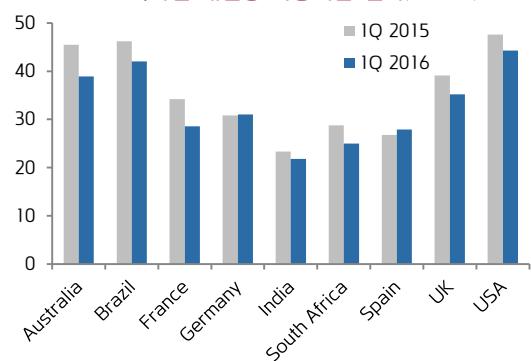
대다수의 ICT업체들은 최근 미디어 사업의 확대를 꾀하고 있다. Facebook의 영상관련 서비스 확대, AT&T의 디렉TV나우 서비스 출시 등이 이에 해당한다. 또한 미국 통신사업자인 버라이즌이 야후를 인수하면서 아메리카온라인과 결합할 계획을 갖고 있다는 것이 디지털미디어 시장의 성장성에 대한 시각을 반영한 결과로 풀이된다. 동영상 스트리밍서비스의 비중이 날이 갈수록 커져가는 가운데 핵심 콘텐츠의 확보는 필연이 되어가고 있다.

핵심 콘텐츠는 드라마/예능, 영화, 스포츠, 음악, 게임, 웹툰, 개인방송 등 다양한 부문에 걸쳐 있다. 파급력이 강한 콘텐츠의 보유 유무는 플랫폼의 강점으로 부각되고 있다. 단순히 글로벌 트랜드에 발맞춰 동영상 기능을 추가시키는 것은 의미가 없다(Twitter는 동영상 기능만 추가하였을 뿐 콘텐츠 확보에 실패하여 다시 서비스를 접을 계획). 실제 사용자를 붙잡을 수 있는 콘텐츠 확보가 필요하다. 이에 따라 콘텐츠들의 모바일로의 이전이 빠르게 이동할 것으로 전망되며 핵심 콘텐츠를 확보하기 위한 투자가 활발해질 것으로 전망된다

#### 향후 지적재산권(IP)의 확대 재생산 시대가 도래

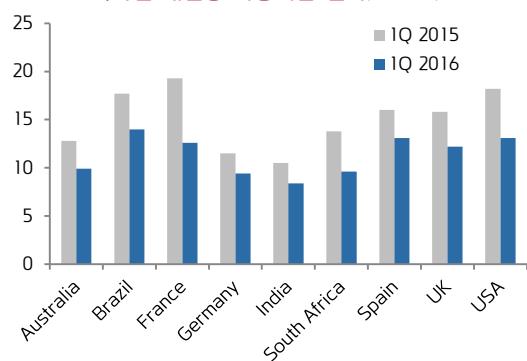
모바일 플랫폼의 사용빈도 증가에 따라 콘텐츠의 소모속도가 빨라지고 있다. 많은 콘텐츠들이 등장하고 사라지지만 점점 킬러 콘텐츠들은 소수만이 존재하는 것이 사실이다. 이에 따라 IP(지적재산권)을 활용하는 사례가 늘어나고 있다. 드라마의 리메이크, 온라인 게임의 모바일화, 만화의 게임 및 드라마화, 게임의 영화화 등 다양한 방면에서 IP의 활용이 진행되고 있다. 향후 이러한 IP들의 영역 확대는 점차 활발해질 것으로 전망되며 이에 따라 IP의 가치는 점차 커질 것으로 예견된다.

Facebook 국가별 개인당 사용시간 변화(단위: 분)



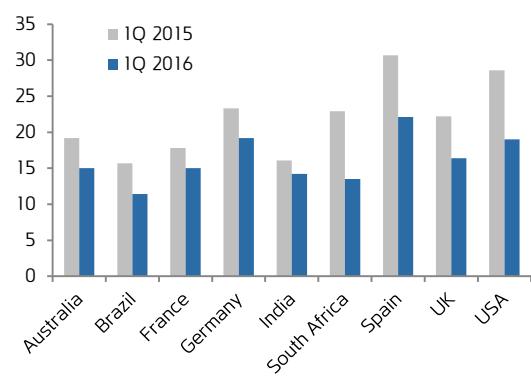
자료: SimilarWeb, 키움증권 리서치

Twitter 국가별 개인당 사용시간 변화(단위: 분)



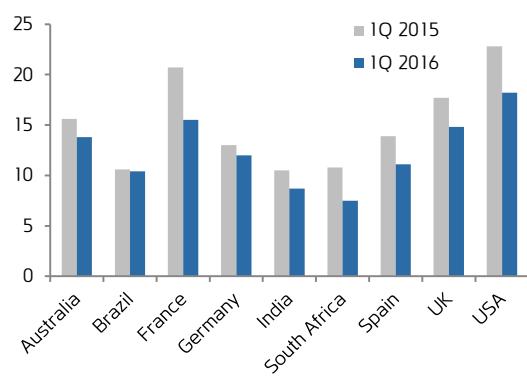
자료: SimilarWeb, 키움증권 리서치

Instagram 국가별 개인당 사용시간 변화(단위: 분)



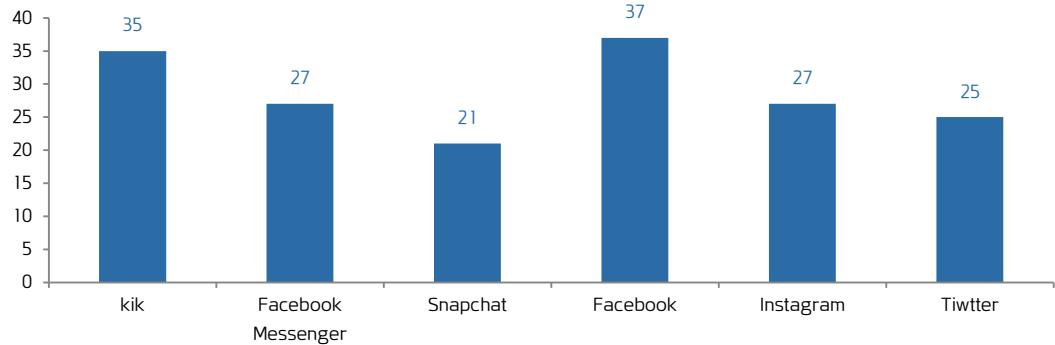
자료: SimilarWeb, 키움증권 리서치

Snap chat 국가별 개인당 사용시간 변화(단위: 분)



자료: SimilarWeb, 키움증권 리서치

평균 사용시간 비교(단위: 분)



자료: Magid, 키움증권 리서치센터

### III. 확보된 체류시간에 광고로 수익화

#### >>> 광고의 기본은 노출, 효율성

##### 모바일로의 광고시장 이전은 빠르게 진행

국내 광고시장의 지각은 지속적으로 온라인+모바일시장으로 이전되고 있다. 특히 모바일광고시장의 성장세가 눈에 띄게 확대되고 있는데 이는 사용자의 체류시간이 여타 플랫폼 대비 높게 나타나고 있기 때문이다. 광고의 기본은 노출이다. 자신의 상품이 많이 노출이 되어야 인식이 되고 이것이 매출까지 이어지기 때문이다. 결국 모바일의 체류시간 확대가 광고시장에서 높게 평가되고 있다는 것을 의미하고 이것이 매출 확대로 이어지고 있는 것이다. 실제 광고주들의 선호현상을 확인 할 수 있는 광고경기 예측지수를 살펴보면 시간이 지날수록 온라인+모바일광고와 기존 TV, 신문 등에 대한 선호도 격차가 커지고 있는 것을 확인할 수 있다. 이에 힘입어 국내 모바일 광고시장은 2016년 1.4조원 시장, 2017년 1.7조원 시장으로 지속 성장할 것으로 전망된다.

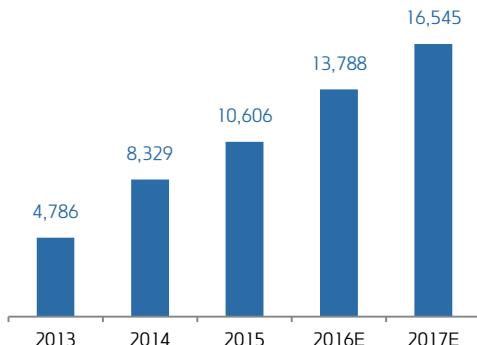
##### 광고에 대한 모바일 기법들의 다양화

모바일광고시장이 성장하면서 광고기법들도 다양화되고 있다. 단순 배너광고에 몰려있던 광고기법이 효율성 확대를 위한 노력이 지속되었고 이에 따라 Native광고, Rich Media 등의 광고가 나타나고 있다. 효율성 작업이 활발하게 나타나는 것은 유저에 대한 Targeting이 가능해지고 있기 때문이다. 그동안의 일반적인 광고는 불특정 다수를 대상으로 진행하였다. 하지만 사용자들의 활동에 대한 기록이 가능해지고 활용기법이 확대되면서 광고 효과를 중심으로 광고주들이 몰리기 시작하였다. 결국 스마트 폰의 사용시간이 증가하는 것과 함께 효율성이 부각되는 인터넷광고 중심으로 광고시장이 재편되기 시작하였다.

이에 보다 효율성을 높일 수 있는 광고 기법들이 탄생하고 있으며 대표적으로 Native광고가 광고주들의 요구와 맞아떨어지면서 부각되기 시작하였다. 이러한 기법들은 KPI(구매, 리텐션 등)를 통해 평가되고 성과에 따라 광고단가도 상승하는 모습들을 보여주고 있다. 실제 한국방송광고진흥공사에서 나오는 광고경기예측지수를 살펴보면 시간이 지나갈수록 온라인/모바일 광고에 대한 광고주들의 수요가 늘어나는 모습들을 확인할 수 있다.

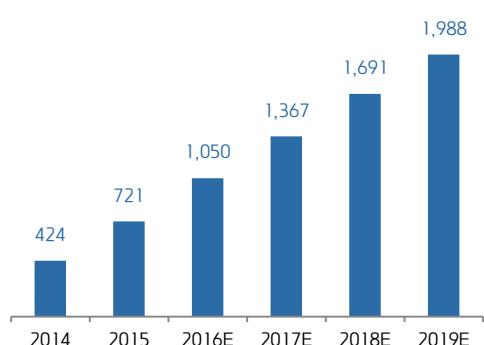
이러한 기류는 최근 불어오고 있는 AI, IoT등의 신규기술과 맞물려 더욱 확대될 가능성성이 높다.

세계 모바일 광고시장 규모 및 전망(단위: 억달러)



자료: eMarketer, 카움증권 리서치

국내 모바일 광고시장 규모 및 전망(단위: 억원)



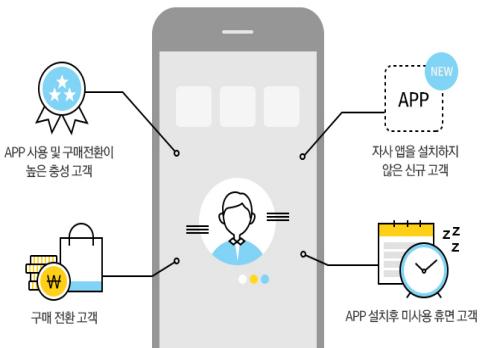
자료: 온라인광고협회, 카움증권 리서치

## 성과형 광고



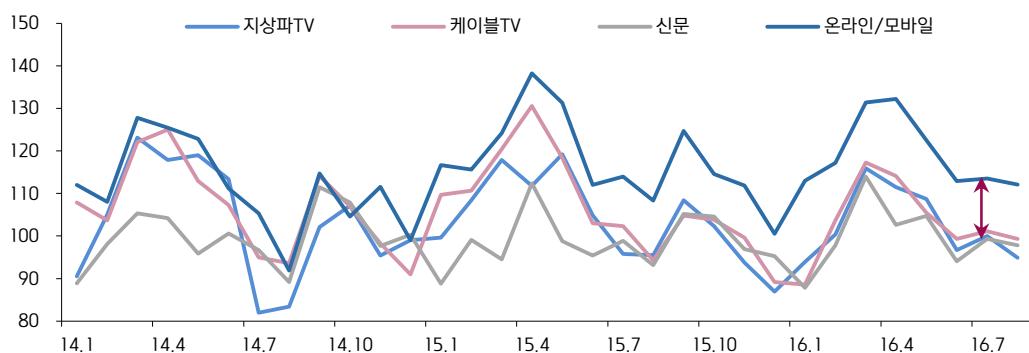
자료: Facebook, 카움증권 리서치

## 변화하는 카카오 광고



자료: 카카오, 카움증권 리서치

## 광고경기예측지수(기준: 100)



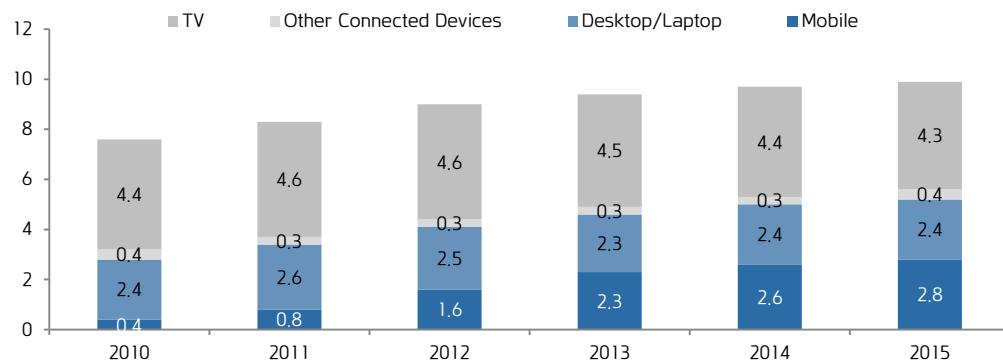
자료: 한국방송광고진흥공사, 카움증권 리서치센터

### 글로벌 Top10 광고시장 현황 및 전망(단위: 백만달러)

	2015	Adspend		2018	Adspend	Growth
1	USA	182,615	1	USA	202,462	19,847
2	China	74,308	2	China	92,295	17,987
3	Japan	42,285	3	Japan	45,771	3,486
4	UK	26,025	4	UK	31,270	5,245
5	Germany	25,194	5	Germany	26,566	1,372
6	Brazil	14,406	6	Brazil	15,969	1,563
7	France	13,123	7	France	13,338	215
8	South Korea	12,208	8	South Korea	13,038	830
9	Australia	11,855	9	Australia	12,737	882
10	Canada	10,172	10	Canada	10,992	820

자료: ZenithOptimedia, 키움증권 리서치센터

### 디바이스별 보내는 시간 비중 변화(기준: 미국, 단위: 시간)



자료: KPCB, 키움증권 리서치센터

## IV. AI와 IoT로 경쟁 확산 전망

### >>> 플랫폼의 확장을 위한 선택, IoT

#### IoT(사물인터넷)를 통한 다양한 Data확보

IoT(사물인터넷)은 정의 그대로 사물에 센서를 부착하여 실시간 Data를 주고 받는 기술을 일컫는다. 향후 ICT기업 및 전문가들은 IoT가 시장을 선도할 것으로 보고 관련 업체들에 투자를 지속하고 있다. IoT의 어떠한 점이 매력적인 것일까? 그것은 온라인/모바일시장의 성장 이유에서 확인할 수 있다. 기존의 TV, 신문, 라디오 등의 매체들은 가공된 정보를 불특정 다수에게 전달하는 일방향 방식의 매체였다. 하지만 인터넷의 등장으로 쌍방향 소통이 가능하게 되었고 이것에 대한 Data들이 쌓이게 되면서 대중들의 니즈에 대한 파악이 손쉬워졌다. 이것이 모바일로 이동하면서 좀 더 개인화된 니즈를 파악할 수 있게 되었다. 이를 바탕으로 맞춤화된 서비스 및 광고 등이 나타나고 있는 것이다. 그렇다면 IoT시대 진입에는 어떠한 점이 변화될까?

- 1) 개인의 일상생활에 대한 Data화가 가능: 모바일도 개인의 일상생활 전체에 대한 Data수집이 불가능하다. 모바일을 열어야지만 개인의 행동패턴이 파악되기 때문이다. 반면 IoT는 일상생활 사물에 센서를 이용하기 때문에 개인의 디테일하고도 광범위한 Data확보가 가능해진다.
- 2) 세분화된 맞춤형 서비스: 확보된 Data를 통해서 개인별 맞춤형 서비스가 가능해지고 사물 전반에 대한 인터넷 연결로 개인의 편리성, 효율성이 확대될 것이다.
- 3) 거부감이 적은 적시적지의 광고: 최근 광고기법에서 Native광고가 주목 받고 있다. Native광고의 특징은 광고라는 인식을 최소화 시켜 사용자의 거부감을 줄인다는 것이다. IoT는 개인에 대한 세분화된 Data확보가 가능하기 때문에 적시적지에 필요한 부분에 대해서 광고를 진행할 수 있다. 예를 들어 냉장고 내 평소 품목 등을 파악하여 필요한 시점에 광고를 진행하는 형태가 가능하다는 것이다. 이는 광고 효율성이 극대화 될 수 있다는 것을 의미한다.

#### 아직까지 개선해야 할 부분이 존재, 실제 활용은 2~3년 뒤

그렇다면 IoT가 바로 활용가능한지를 살펴본다면 아직까지는 쉽지 않다는 것이 결론이다. 분명 스마트홈 등 IoT의 활용범위가 넓어지고 있긴 하지만 중요한 부분이 아직 해결되지 않았다. IoT의 표준화와 개인정보활용 범위에 대한 부분 두 가지다.

- 1) 국제표준: 현재까지 나온 IoT기기들은 국제규격 및 표준기술 책정이 되지 않은 개별기업들의 모델이다. 결국 IoT의 핵심은 생활기기 전반에 대한 데이터 활용이다. 이 부분이 해결되지 않으면 한 기업의 생활기기만을 쓰지 않는 이상 기기들에 대한 전체 통제가 어려워질 수 있다.
- 2) 개인정보활용 범위: 데이터 활용에 있어 중요한 개인정보동의와 각 기업간의 데이터 공유가 주된 핵심요인 중 하나다. 표준이 책정된다 하더라도 기업간의 데이터 공유가 이루어지지 않는다면 효용성이 크게 떨어진다. 결국 확보한 데이터의 공개, 활용범위를 규정하는 것이 필요할 것이다.

현재 IoT 국제표준과 관련해서는 다양한 진영들이 경쟁하고 있는 것으로 알려져 있다. 국가정부간에는 최근 미국, 독일, 일본이 공조하고 있다. 표준 책정기간이 최소 1~2년의 시간이 소요되고 이를 바탕으로 한 서비스가 창출되기까지 시간이 필요하다는 점을 감안하면 실제 IoT를 통한 데이터 활용은 2~3년 뒤에 가능할 것으로 전망된다.

### IoT를 활용한 광고의 예



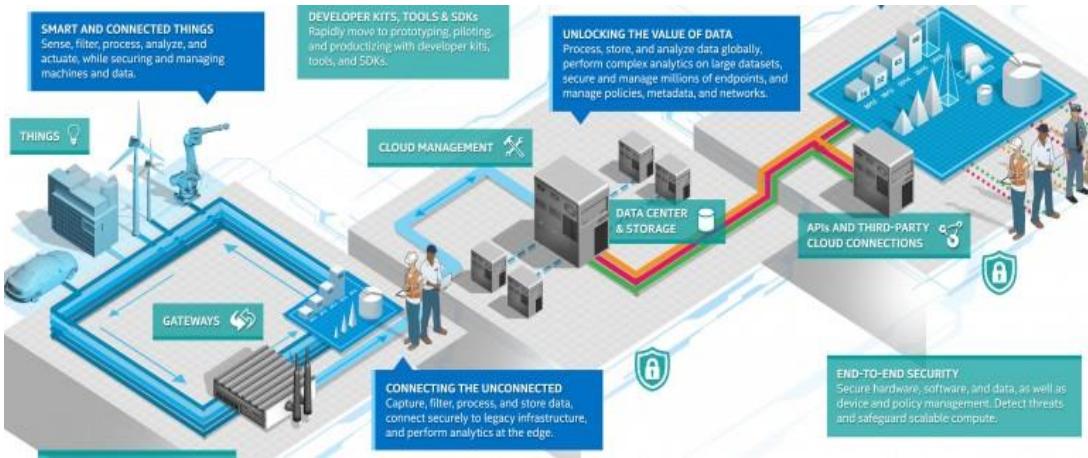
자료: 키움증권 리서치

### IoT 기술표준화 진영 현황



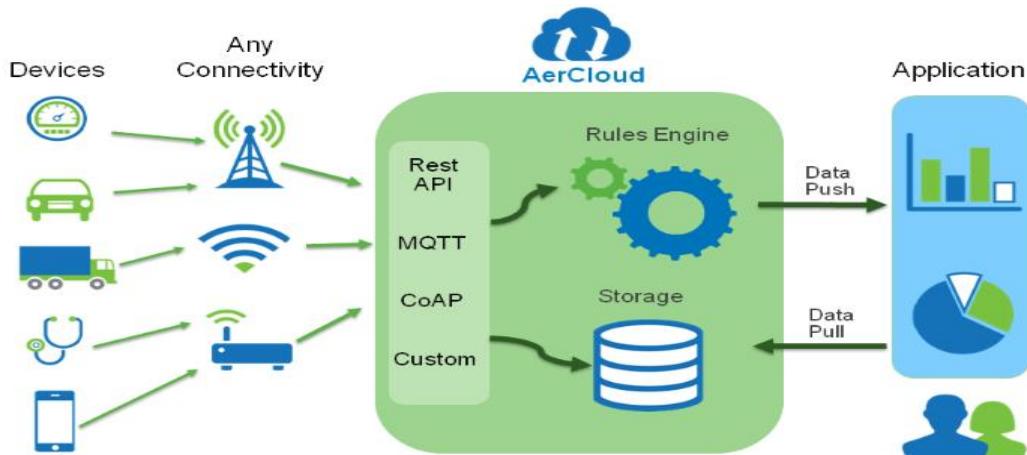
자료: 키움증권 리서치

### IoT 플랫폼의 형태(기업용)



자료: Intel, 키움증권 리서치센터

### IoT 플랫폼의 형태(개인용)



자료: Aeris, 키움증권 리서치센터

## >>> 플랫폼의 강화를 위한 선택, AI

### AI(인공지능)를 통한 효율성 확대, 신규 서비스 창출

IoT가 플랫폼의 확장의 기회로 작용한다면 AI는 플랫폼 강화를 위한 수단이다. AI는 알파고를 통해 국내에 관심이 증가했지만 AI를 분석시스템에 도입하는 것은 이미 지속적으로 발전되고 조금씩 산업 전반에 활용되기 시작했다. AI의 궁극적인 목적은 확보된 데이터를 활용하여 작업의 효율성을 끌어올리고 서비스 질의 확대를 꾀하는 것이다.

AI는 기본적으로 알고리즘의 발전과 관련이 있다. 초기에는 단순 제어프로그램에서 행동패턴을 일정화하는 단계, 기계학습을 통한 인공지능, 최근 딥러닝을 받아들이는 부분까지 발전하였다. 특히 딥러닝은 기계학습을 할 때의 데이터를 구하기 위한 입력값 자체를 학습하는 부분을 의미한다. 결국 최근 활용되고 있는 AI는 딥러닝을 기반으로 하는 인공지능의 초기 형태라고 할 수 있다. 딥러닝 인공지능이 가지는 활용가치는 무궁무진하다.

딥러닝 인공지능과 Messenger가 만난 가장 대표적인 예는 챗봇이다. 현재 Facebook을 비롯하여 Google 및 MS, 텐센트 등도 챗봇 서비스를 구현하거나 적용할 계획이다. 챗봇은 사용자와의 일상적인 대화뿐만 아니라 선호를 파악하고 예약, 상품추천, 구매 등 편의제공을 제공하는 방식으로 준비되고 있다. 이를 통하여 B2C(기업과 개인)간의 효율성이 확대될 수 있다. 또한 연계서비스가 챗으로 바로 구현될 수 있기 때문에 신규 서비스, 연계에 따른 수수료 확보 등이 가능해질 수 있을 것으로 전망된다. 국내에서는 NAVER가 아미카를 발표하였으며 카카오도 AI에 대한 활용방안을 추진 중인 것으로 알려져 있다.

### 새로운 비즈니스 모델로 성장 전망

북미 업체들을 중심으로 도입하고 있는 AI서비스는 향후 새로운 비즈니스모델로의 진화를 이끌어줄 것으로 기대된다. AI서비스는 현재 Facebook Messenger, Kik 등의 Messenger앱에 도입되기 시작했다. Facebook은 GE, American Express, Pizza Hut, Trolli, Whole Food 등의 업체들과 제휴를 맺어 서비스를 도입하였으며 시행하고 있다. AI서비스의 도래는 현재 광고시장 트랜드를 이끌어가는 성과형 광고시장에 주요한 요소로 자리잡을 것으로 전망된다. 성과형 광고란 실시간 입찰 CPC(Cost Per Click)방식을 베이스로 한 광고를 의미한다. 기존 매체광고가 효율성보다는 인식에 중점을 두었다면 이제는 실제 광고를 진행하였을 경우 모객이 되는 효율성에 초점을 맞추고 있다. 그 결과 성과연동 광고의 단가가 지속적으로 증가하고 있다. AI서비스는 이러한 성과연동 광고의 단가상승에 촉매제 역할을 할 것으로 기대된다.

### 딥러닝을 통한 번역시스템 개발은 양질의 콘텐츠 공유를 원활하게 할 것

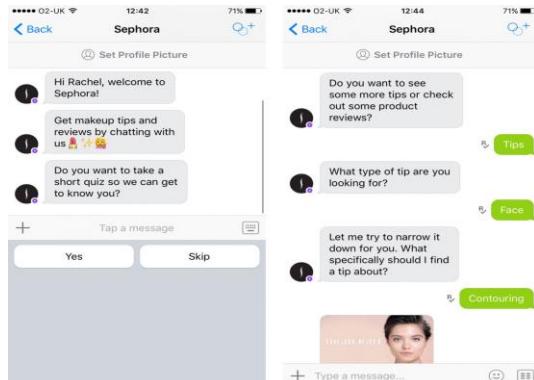
AI서비스를 생각할 경우 우리는 시리 등의 인공지능 비서나 알파고 같은 인공지능을 떠올리게 된다. 하지만 AI서비스가 크게 영향을 미칠 수 있는 분야는 번역시스템이다. 딥러닝을 통한 번역시스템은 현재 대부분의 업체들이 개발 중이거나 도입하기 시작했다. Google은 최근 GNMT시스템(Google Neural Machine Translation)을 발표하였다. 즉, 이전의 단어와 구문 중심의 기계번역과는 다르게 문장전체를 하나의 번역으로 인식하면서 번역오류를 줄이는 시스템이다. 이러한 번역시스템의 안정화는 향후 콘텐츠들의 활발한 공유를 불러일으킬 수 있을 것이며 관련되어 콘텐츠에 대한 가치가 상승할 가능성이 높다.

### Facebook의 Chatbot



자료: Facebook, 키움증권 리서치

### Kik의 Chatbot



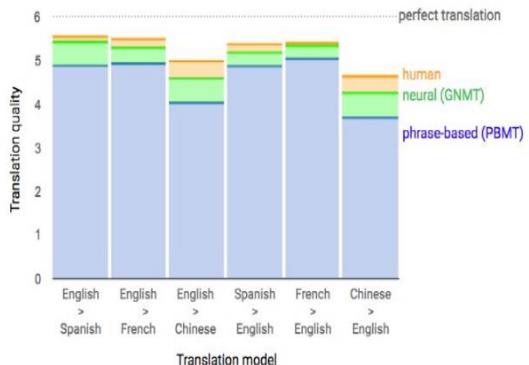
자료: Kik, 키움증권 리서치

### AMICA를 통해 AI봇시스템에 진입하는 NAVER



자료: Facebook, 키움증권 리서치

### Google의 번역시스템(PBMT→GNMT)



자료: Google, 키움증권 리서치

### 인공지능 서비스 비교

	아마존	Google	Facebook	NAVER	IBM	바이두
AI 명	알렉사	구글어시스턴트	챗봇, 빅서(하드웨어)	아미카	왓슨	두미
시점	2014	2015	2016	2016	2016	2016
활용서비스	IoT, 물류배송	검색, 길안내, IoT	검색추천	챗봇, 미정	의료, IoT	음성인식, O2O
특징	스마트홈 허브로 보급	음성검색에서 가장 선두업체	맞춤형 콘텐츠 제공, 뉴럴 네트워크 기반	생활환경지능(사 용자 환경 인지)	B2B 분야에서 선두, 자연어 처리 선두	교육 헬스케어까지 확대 준비

자료: 각종 자료, 키움증권 리서치센터

## V. 콘텐츠 시장에 눈독 들이는 ICT업체들

### >>> 콘텐츠 시장의 활용폭이 넓어지고 있다

#### 장기적으로 콘텐츠의 중요성은 더욱 부각

앞서 말한 콘텐츠 시장의 부각은 현재 진행형이다. 최근 AT&T가 타임워너를 인수한 사례는 M&A대상으로서 콘텐츠업체가 매우 매력적이라는 것을 증명하였다. 콘텐츠는 플랫폼의 확장에 있어 사용자 시간을 늘릴 수 있는 가장 중요한 요소이기 때문이다. 최근 인터넷업체들의 경우 이러한 콘텐츠들을 M&A나 자체제작을 통해 확보하려는 움직임을 보이고 있다. 특히 중국의 경우 콘텐츠의 내제화를 위해 자회사설립, M&A, 제휴가 활발하게 이루어지고 있다. 알리바바의 경우 유쿠투더우를 보유하고 있는 상황에서 중국판 넷플릭스인 TBO(Tall Box Office)의 서비스를 작년에 시작하였고 올해 영화제작사인 엠블린 파트너스와 파트너쉽을 체결하였다. 텐센트도 바비인형으로 유명한 마텔과 완구 및 애니메이션 사업을 공동 추진한다는 협약을 발표하였고 QQ패밀리를 활용한 영화제작을 확대하고 있는 추세다.

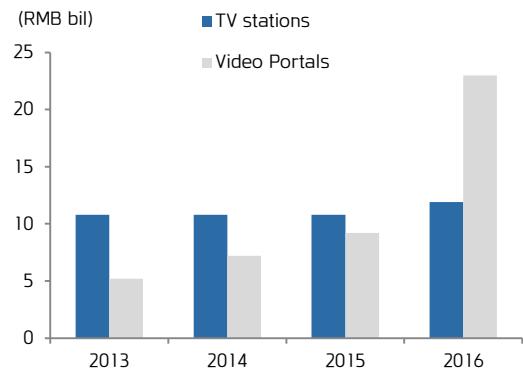
### >>> 신기술의 활용에는 콘텐츠도 포함되어 있다

이러한 콘텐츠 활용은 신기술과 접목하였을 때 더욱 확대될 것으로 기대된다. 현재도 우리는 Big Data를 활용한 추천콘텐츠를 접하고 있다. 그러나 아직까지는 해당 플랫폼 내에서 유통되는 동영상만을 추천받고 있기 때문에 한계가 있다. 우리 니즈에는 맞으나 접해보지 못한 콘텐츠가 다수 존재한다. AI를 활용하였을 경우 다양한 플랫폼에서 생산되는 맞춤형 콘텐츠를 접할 수 있을 것으로 전망되며 이러한 부분이 플랫폼의 매력도를 증가시킬 것으로 기대된다.

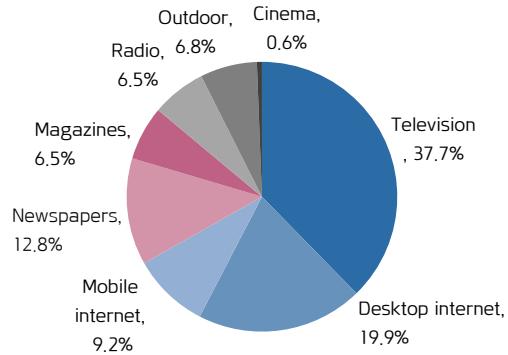
실제 아마존은 음성인식비서 알렉사를 파이어TV 사용자 인터페이스에 업데이트하여 사용자들이 콘텐츠를 미리보고 원하는 동영상을 훨씬 쉽게 찾아볼 수 있도록 지원하고 있다. 국내에서는 SK텔레콤이 음성인식 기반 AI 누구로 맞춤형 콘텐츠 검색결과를 제공하고 있다.

향후에 접목되는 기술들도 콘텐츠 활용방법을 가장 우선시 할 가능성이 높다. 향후 자동 통·번역 시스템이 좀 더 활용된다면 우리가 접할 수 있는 콘텐츠의 양은 기하급수 적으로 늘어날 것이다.

중국 위성 TV vs 스트리밍 콘텐츠 투자 금액



미디어별 광고 소비 행태(기준: 2015년)



## VI. 게임: 페러다임의 변화

### >>> AR게임의 등장, 발전하고 있는 VR

#### 게임의 발전은 향후 수익원 다변화까지 이어질 것으로 전망

미국에서 출시하자마자 흥행한 포켓몬고는 글로벌 게임업계에 일정부분 변화를 불러일으킨 것으로 평가된다. 우선 AR(증착현실)게임인 포켓몬고의 열풍은 몇 가지로 설명될 수 있다.

- 1) AR이라는 새로운 방식의 게임 접근방식을 제공해 줌으로서 기존 게임들과는 차별화에 성공
- 2) 포켓몬이라는 글로벌에서 사랑받는 IP(지적재산권)을 활용하여 특정된 연령층, 남녀 등에 상관없이 접근성이 높아짐
- 3) 행동력이 부여됨에 따라 AR게임의 특징이 더욱 부각되었음(기존 모바일게임은 행동력 부여가 어려웠기 때문에 관련하여 재미와 이슈확대가 어려웠음)

초기 흥행에 비해 콘텐츠 부족으로 매출이 감소하는 추세에 있지만 포켓몬고가 가져다 준 교훈은 여전히 존재한다. 1) 새로운 경험에 대한 이용자들의 니즈가 분명히 존재한다는 것. 2)IP의 영향력이 시간이 지날수록 확대되고 있다는 것이다. 결국 영향력 있는 IP가 새로운 경험과 맞닿게 된다면 폭발적인 결과를 나타낸다는 것을 입증한 것이다.

이러한 새로운 경험은 내년 VR시대가 본격 개화되면서 더욱 주목을 받을 것으로 판단된다. 현재 글로벌 ICT선두업체들은 대부분 VR기기에 대하여 투자를 지속하고 있다. 예전에 실패한 3D, 스마트TV와 VR의 차이점은 실제 경험적 체감이 훨씬 뛰어나다는데 있다. 최근 각종 페스티벌 및 게임쇼 등에서 직접 체감을 해봤을 경우 이미 하드웨어는 일정 수준까지는 발전하였다. 어지러움증이나 초점인식 등의 문제점들은 상당부분 해결된 것으로 파악된다. 다만 같은 하드웨어를 사용하더라도 콘텐츠 개발능력에 따라 앞서 언급되었던 문제점들이 나타나는 것으로 알려져 있다. 결국 관건은 개별 콘텐츠가 될 것으로 판단된다. 콘텐츠의 수익화 역시도 개별 콘텐츠들이 안착하게 된다면 자연스럽게 확대될 것으로 전망된다.

수익원의 다양화는 화면의 확장과 관련이 있다. 온라인에서만 머물던 유저를 오프라인으로 확대시킨 것이다. 그 동안 게임의 오프라인화는 한정된 공간에서만 가능하였다. 하지만 게임을 통해서 유저의 행동범위를 확대/유도할 수 있다는 것을 포켓몬고가 보여주었다. 실제 포켓몬고는 향후 오프라인 관련 매출을 늘릴 계획을 가지고 있다. 어떠한 매장에서 광고료를 지불한다면 그 곳을 방문했을 때 보유 몬스터, 아이템 등을 더 확보할 수 있게 만드는 등 다양한 모델을 고려 중이다. 이러한 수익모델은 Google, Apple과 같은 플랫폼들에게 수익분배를 할 필요가 없기 때문에 수익성이 개선되는 효과를 불러일으킬 것이다. VR의 광고모델 도입도 가능하다. 현재 게임 내 광고는 인벤토리 부족에 따라 중간 광고삽입 형태로만 진행되고 있다. 하지만 VR의 경우 내부에서 바라볼 수 있는 공간이 상당히 많기 때문에 향후 VR게임이 안정화된다면 게임 내 광고형태가 도입될 가능성이 크다.

단기적으로 본다면 국내 게임업계에 가시적 수혜는 없을 것이다. 국내 업체가 이러한 시장을 선도하지 못한다는 점은 아쉽지만 장기적으로 본다면 광고수익이 확대될 수 있다는 측면에서 글로벌 게임업계에 긍정적 효과를 불러일으킬 것이다. 몇 년 후 광고시장을 변수리에 머물렀던 게임업계가 주도할 수도 있다.

## AR게임 포켓몬고



자료: App Annie, 키움증권 리서치

## O2O가 가능해지는 모바일게임(포켓몬고 제휴)



자료: 키움증권 리서치

## AR/VR게임 관련 국내 게임업체 준비현황

업체명	게임명	출시시점	업체명	게임명	출시시점
한빛소프트	헬게이트 VR	내년	엠게임	슈팅게임 VR	내년
	오디션VR	올해말~내년초		또봇VR	내년
엠게임	우주탐험 VR	내년3월	롱투코리아	스페셜 포스AR	내년
	카지노 VR	내년		파이널 포스VR	내년
조이시티	프린세스 메이커VR	내년	컴투스	포켓로이드VR	내년1Q
	캐치몬 AR	내년		낚시의신 VR	올해말~내년초
건쉽배틀 VR	12월~1월	게임빌	미정	미정	내년

자료: 각사, 키움증권 리서치

## VR광고의 한 예



자료: 키움증권 리서치

## >>> 다양성, 협력성이 강화되는 온라인게임

국내 온라인게임에서도 큰 변화의 바람이 나타났다. 블리자드에서 개발한 오버워치가 몇 년간 변화가 없던 국내 온라인게임 순위 판도를 바꿔놓았다. 이에 국내시장의 외국업체 점유율이 60%까지 올라왔다.

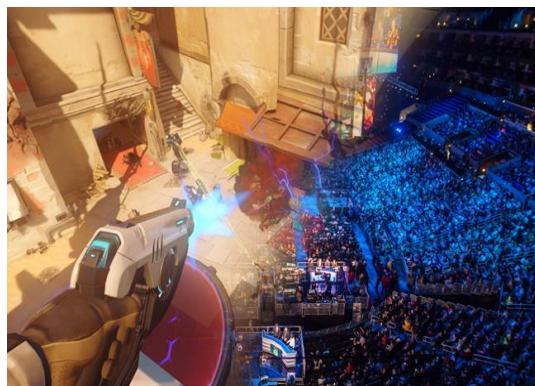
현재 시장을 양분하고 있는 오버워치와 리그오브레전드의 특징은 협력성이다. 개인의 플레이가 아닌 협력게임으로 역할분담을 통한 팀플레이 위주로 게임이 운영된다. 국내 MMORPG나 FPS 역시 협력성이 포함되어 있기는 하지만 협력방식의 다양성에서 부족하다. 국내 온라인게임이 개인에 집중했다면 해외 게임은 팀에 집중하여 개발하고 있다고 보면 된다.

이러한 팀플레이 게임이 대세로 자리잡고 있는 이유는 e-sports의 중요도 확대가 영향을 미치고 있다고 판단된다. 재미있는 게임이 e-sports까지 가는 것은 당연한 일이지만 재미요소는 개인간의 대결보다는 팀간의 대결에서 더 부각되는 경우가 많다. 국내 게임들의 개발방향은 MMORPG나 FPS 등의 개인 요소가 더 부각되거나 액션, 타격감 등의 개인 취향에 맞춤으로 개발이 진행된다. 이에 따라 국내 MMORPG들은 e-sports 요소가 상대적으로 부족한 측면이 존재한다. 최근 해외 사례를 살펴보면 유명 스포츠구단들의 e-sports팀 설립이 늘어나고 있다. 독일의 샬케04, 스페인의 발렌시아 등이 창단을 했거나 할 예정이며 잘 알려진 맨체스터 유나이티드도 e-sports 시장에 뛰어들 가능성이 있다. 이것은 해외에서 e-sports의 비중이 그만큼 늘어나고 있다는 것을 방증하며 향후 게임 개발진들의 계획에서 관전과 관련된 비중이 점차 높아질 것으로 전망된다.

범용적인 즐거움을 추구하지 않는다고 해서 국내 게임업체들의 미래가 어두운 것은 아니다. 블레이드 앤 소울 북미/유럽, 검은사막의 북미/유럽 성공처럼 개인플레이, MMORPG에 즐거움을 느끼는 유저들은 여전히 존재한다. 대세의 흐름에서 비껴가더라도 충성도가 높은 게임 유저들은 계속 존재한다는 측면에서 실적의 흐름이 꺾일 가능성은 적다고 판단된다. 준비되고 있는 협동성 게임은 엔씨소프트의 MXM이 유일하다.

향후 모바일게임의 향후 흐름 역시도 이러한 방향성으로 진행될 가능성이 높다. 이미 AR게임을 통해 행동력을 유발시킬 수 있다는 점이 증명되었고 이를 통한 오프라인게임이 활발해질 것으로 전망된다. 게임의 특성도 개인플레이 중심에서 향후 협력게임, 팀게임 등의 콘텐츠의 비중이 높아질 것으로 예상된다.

오버워치, esports 대회로 발전 중



자료: 키움증권 리서치

해외 유명구단의 e-sports팀 창단 현황

구단명	장르	창단시점
베식타스	LOL	2016.01
FC샬케04	LOL 도타2 오버워치	2016.05 관심 관심
파라생제르망	LOL CS:GO FIFA	창단예정 창단예정 창단예정
발렌시아	LOL	2016.07
세비야	미정	관심
레알소시에다드	미정	관심
레알사라고사	미정	관심
비야레알	미정	관심

자료: CIW, 키움증권 리서치

## >>> 변화하는 모바일게임 트랜드

### RPG 중심의 아시아 vs 전략 중심의 북미/유럽 → 전략게임의 글로벌화

모바일게임 중심의 게임시장 성장은 여전히 변함없는 사실이다. 다만 최근의 상황을 살펴보면 세부적인 트랜드 변화가 감지된다. 그 동안 국내 개발업체들이 집중하는 장르는 RPG였다. 하지만 글로벌 전체적으로 봤을 때 RPG는 여전히 아시아지역에서 높은 점유율을 보였고 미주/유럽지역은 전략/캐주얼/카지노 게임이 주요 장르를 차지하고 있었다. 하지만 최근 들어 전략게임이 불모지였던 아시아지역에서 점유율을 확대하고 있는 모습을 보이고 있다. Epic게임즈의 ‘Mobile Strike’의 아시아지역 순위 상승은 예전 Clash of Kings 때보다 강렬하다. 집중적인 광고의 영향이 크다고 판단되지만 그럼에도 불구하고 매출이 꾸준하게 유지되는 것은 이러한 전략적인 게임성이 아시아지역에서도 통한다는 것을 보여주는 사례라고 판단된다.

RPG들은 하드코어게임일수록 아시아 외 시장에서 성과를 내지 못하고 있다. 실제 일본, 한국은 그들 국가에서 개발한 RPG들이 순위권을 차지하고 있고 미주/유럽지역에서는 순위권에 든 게임이 극히 소수에 불과하다. 결과적으로 얘기한다면 RPG의 시장은 중국의 특수성, 일본의 IP파워를 고려하였을 경우 진입할 수 있는 시장이 동남아시아/홍콩/대만 정도에 불과(실제로 이 지역은 중국/일본/한국 게임들의 경쟁이 치열)하다.

반면 전략게임들은 최근 국내 Mobile Strike, 해전1942에서 나타나듯 통용되는 시장이 글로벌 전체 지역으로 변모하고 있다. 즉, 개발하는 회사들은 RPG에 비해 적은데 반해 통용되는 시장이 더 넓다는 것이다. 다만 이러한 전략게임들은 RPG들에 비해 DAU확보가 필수적이며 이에 따른 높은 마케팅비용이 필요하다는 단점을 보유하고 있다. 그럼에도 불구하고 전략게임에 관심을 가져야 할 필요가 있는 것은 현재의 RPG 개발은 ‘서머너즈워’와 같이 글로벌 전체적인 성적을 낼 가능성이 적다는 점이다. 중국 및 일본, 한국의 RPG들이 비아시아 지역을 수백차례 넘게 문을 두드렸지만 아직까지 크게 성과를 내지 못하고 있는 것이 현실이다. 국내 시장은 대형 퍼블리셔들이 높은 점유율을 가져가고 Kakao역시 퍼블리싱을 시작하면서 경쟁강도가 더 심화되었다. 이에 안정적인 매출을 목표로 하는 글로벌 성과를 위해서는 다양한 장르에 대한 시도가 필요한 시점이다.

### 글로벌 히트전략게임 'Mobile Strike'



자료: 키움증권 리서치

### 글로벌 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 글로벌(Google&iOS)	장르
1	Pokemon Go	AR RPG
2	Monster Strike	RPG
3	Mobile Strike	전략
4	Clash Royale	전략
5	Game of War	전략
6	Fantasy Westward Journey	RPG
7	Candy Crush Saga	퍼즐
8	Fate/Grand Order	RPG
9	Clash of Clans	전략
10	Puzzle&Dragons	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치

### 한국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 한국(Google&iOS)	장르
1	모두의마블	아케이드
2	세븐나이츠	RPG
3	FIFA ONLINE3	스포츠
4	MU: Origin	RPG
5	별이되어라	RPG
6	Mobile Strike	전략
7	Clash Royale	전략
8	해전1942	전략
9	HIT	RPG
10	프랜즈팝	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치

### 일본 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 일본(Google&iOS)	장르
1	Monster Strike	RPG
2	Fate/Grand Order	RPG
3	Puzzle&Dragons	퍼즐
4	THE IDOLM	카드
5	Pokemon Go	AR RPG
6	디즈니 썬썬	퍼즐
7	Colopl Tune Story	RPG
8	White Cat Tennis	스포츠
9	Jikkyou Pawafuru Puroyakyu	스포츠
10	GranBlue Fantasy	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

### 중국 모바일게임 순위 및 장르(iOS기준)

순위	9월 중국(iOS)	장르
1	Fantasy Westward Journey	RPG
2	Hero Moba	Moba
3	Westward Journey Online	RPG
4	Ghost	RPG
5	Jade Dynasty	RPG
6	Onmyoji	RPG
7	JX online	RPG
8	Lineage2	RPG
9	The Legend of Sword and Fairy	RPG
10	Day of Break	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

### 미국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 미국(Google&iOS)	장르
1	Pokemon Go	AR RPG
2	Mobile Strike	전략
3	Game of War	전략
4	Candy Crush Saga	퍼즐
5	Clash Royale	전략
6	Clash of Clans	전략
7	Candy Crush Soda Saga	퍼즐
8	Slotomania	카지노
9	DoubleDown Casino	카지노
10	Marvel Contest of Champions	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## VII. 결론

### >>> 2017년은 개발된 신기술들이 서비스에 적용되기 시작할 것

국내산업의 변화가 다가오는 시점에서 리딩업체에 대한 관심을 지속할 필요가 있음

결과적으로 2017년에는 2016년초 언급되었던 기술들이 본격적으로 적용되기 시작할 것으로 보인다. 특히 해외에서는 이미 적용되고 있는 기술들이 국내에 아직까지 도입되지 않은 경우가 대다수이다. 인터넷업종은 이미 Facebook, Google 등이 AI부문을 적용시키고 있다. 국내는 이제 초입부분으로 내년부터 관련된 서비스가 확대될 것으로 전망된다. 이에 관련한 서비스의 확대는 향후 인터넷의 광고시장 점유율 증가를 더욱 가속화시킬 것으로 전망된다.

게임부문은 VR/AR시장이 내년 본격 개화하는 것은 맞지만 여전히 모바일게임시장 성장이 주도할 것으로 관측된다. 다만 콘텐츠 개발방식에 따라 어지러움증이 해결된다는 것은 개발능력의 격차를 쉽게 메우기 어렵다는 것과 일맥상통한다. 이에 초기 성과를 내는 업체들의 경우 향후 시장에서 선도적 위치를 점유할 수 있을 것으로 기대된다. 모바일게임은 국내 성장이 정체된 가운데 경쟁이 심화되고 있다. 하지만 글로벌 시장은 동아시아만이 RPG중심이고 이외 지역은 여전히 전략/퍼즐게임이 차지하고 있다. 이에 RPG장르 중심의 업체보다는 좀 더 다양한 라인업을 보유한 업체의 성공 가능성이 높다고 판단된다. 현재 준비 중인 라인업들을 면밀히 살펴보고 대응할 필요가 있다.

### >>> Top Pick: NAVER, 엔씨소프트

인터넷/게임업종 Top Pick으로는 NAVER, 엔씨소프트를 제시한다. 차선호주로는 최근 게임트랜드에 맞는 장르 확대와 활발한 IP사업을 벌이고 있는 조이시티를 제시한다.

NAVER: 동사는 국내에서 대체할 수 없는 플랫폼으로 성장하고 있다. 특히 국내 광고시장이 인터넷으로 이동하는 시점에 트랜드에 맞는 서비스를 제공하고 있으며 향후 SNOW, AI 등 미래 먹거리사업 준비도 게을리하지 않고 있다. 이에 인터넷/게임업종 Top Pick으로 제시한다.

엔씨소프트: 12월부터 IP를 활용한 모바일 게임들이 출시된다는 점, 글로벌 추세가 IP보유 업체에게 긍정적 시각을 유지하고 있다는 점, 게임 내 AI시스템 도입을 계획하고 있다는 점에서 종장기적으로 지속성장이 가능한 업체라고 판단된다.

조이시티: 주사위의 신 매출 감소는 빠아프지만 동사의 라인업을 살펴보면 국내업체들이 RPG에 집중하는 것과는 다르게 전략, 보드, 스포츠 등 다양한 장르를 준비하고 있고 전략 게임들의 글로벌 점유율이 증가한다는 점을 감안하면 성공 가능성성이 높다고 판단된다. 또한 IP를 다양하게 활용한다는 점에서 잠재력이 여전히 크다고 평가된다. 업종 내 차선호주로 제시한다.

## Global Peers(인터넷 I)

	GOOGLE	FACEBOOK	TWITTER	TENCENT	ALIBABA	BAIDU
<b>시가총액(십억원)</b>	635,851	432,392	14,336	292,628	302,271	71,396
<b>주가수익률(%)</b>	5D 1M 3M 6M 12M	(0.5) 1.9 3.6 15.8 11.1	(0.6) 2.4 5.9 11.7 28.8	(2.4) (23.4) 6.1 20.8 (37.9)	(2.4) (3.4) 11.6 32.9 41.8	2.9 8.8 33.1 39.5 57.8
<b>매출액(십억원)</b>	2015 2016E 2017E	84,906 86,990 101,008	20,299 31,135 42,092	2,511 2,920 3,215	18,529 25,036 32,933	13,055 25,213 32,578
<b>영업이익(십억원)</b>	2015 2016E 2017E	21,920 34,633 40,882	7,048 17,905 23,338	(510) 456 334	6,850 9,423 12,156	3,963 7,213 10,093
<b>EPS(원)</b>	2015 2016E 2017E	26,166 39,455 46,803	1,483 4,562 5,899	(894) 591 684	N/A 796 1,037	1,770 3,577 4,540
<b>EPS Growth(%)</b>	2015 2016E 2017E	18.8 50.8 18.6	25.7 207.5 29.3	(11.5) (166.1) 15.7	N/A N/A 30.4	(6.5) 102.1 26.9
<b>P/E(배)</b>	2015 2016E 2017E	29.5 23.8 20.1	81.1 33.0 25.5	N/A 34.3 29.6	N/A 38.5 29.6	66.5 33.9 26.7
<b>P/B(배)</b>	2015 2016E 2017E	4.4 4.0 3.4	6.7 6.4 5.1	3.7 2.8 2.6	N/A 11.0 8.2	8.8 6.7 5.5
<b>ROE(%)</b>	2015 2016E 2017E	14.1 14.7 14.7	9.1 21.8 21.0	(13.0) 8.6 11.2	28.8 30.9 30.7	27.5 17.7 19.8
<b>EV/EBITDA(배)</b>	2015 2016E 2017E	18.6 13.0 10.6	34.2 20.3 14.9	N/A 15.4 12.4	26.5 26.3 19.6	44.0 25.3 19.7
<b>EBITDA(십억원)</b>	2015 2016E 2017E	27,653 41,410 48,284	9,250 19,589 26,079	(155) 818 958	8,053 10,720 13,793	4,720 11,585 14,375
<b>EBITDA Growth(%)</b>	2015 2016E 2017E	22.2 49.8 16.6	40.8 111.8 33.1	(55.4) (626.6) 17.1	40.4 33.1 28.7	(0.4) 145.5 24.1

자료: Bloomberg(10/28기준), 카운증권 리서치센터

## Global Peers(게임 I)

	BLIZZARD	EA	SQUARE ENIX	BANDAI	KONAMI	NETEASE	
시가총액(십억원)	36,842	27,408	4,676	7,469	6,718	40,300	
주가수익률(%)	5D 1M 3M 6M 12M	(2.7) (2.2) 7.9 25.7 24.6	(4.1) (7.0) 4.1 28.5 10.2	1.2 1.2 9.2 23.6 7.0	0.0 0.5 12.9 32.1 3.5	5.4 10.4 7.8 25.2 55.9	0.5 10.0 29.7 88.3 83.3
매출액(십억원)	2015 2016E 2017E	5,281 7,459 7,953	4,791 5,610 5,964	1,628 2,822 2,897	5,474 6,596 6,805	2,112 2,535 2,712	4,108 6,345 7,945
영업이익(십억원)	2015 2016E 2017E	1,493 2,355 2,619	1,006 1,686 1,902	159 424 484	545 666 709	148 405 449	1,310 2,073 2,454
EPS(원)	2015 2016E 2017E	1,370 2,260 2,477	2,982 4,146 4,689	816 2,198 2,582	1,656 2,076 2,225	693 1,847 2,028	9,236 14,799 17,326
EPS Growth(%)	2015 2016E 2017E	14.1 65.0 9.6	9,011.6 39.0 13.1	30.8 169.2 17.5	33.3 25.3 7.2	97.3 166.6 9.8	49.4 60.2 17.1
P/E(배)	2015 2016E 2017E	32.3 21.8 19.9	19.3 21.8 19.3	30.5 17.4 14.8	13.7 16.2 15.1	31.4 25.4 23.1	23.1 20.4 17.4
P/B(배)	2015 2016E 2017E	3.5 3.5 3.2	5.9 5.8 4.6	2.0 2.3 2.0	1.7 1.9 1.8	1.4 2.5 2.2	5.3 6.0 4.7
ROE(%)	2015 2016E 2017E	11.5 15.4 14.5	31.9 29.9 27.4	7.0 13.7 15.0	13.2 12.5 12.5	4.7 10.4 10.3	25.5 32.9 29.8
EV/EBITDA(배)	2015 2016E 2017E	16.9 14.1 12.6	13.5 12.0 10.0	9.3 6.7 5.5	4.6 5.5 4.8	8.1 9.1 8.2	19.6 17.0 13.8
EBITDA(십억원)	2015 2016E 2017E	2,053 2,707 2,886	1,239 1,854 2,066	226 498 567	776 917 973	348 640 681	1 2 2
EBITDA Growth(%)	2015 2016E 2017E	27.5 31.9 6.6	337.0 49.6 11.4	20.9 120.1 13.9	7.1 18.1 6.2	9.9 84.1 6.4	49.0 61.7 19.0

자료: Bloomberg(10/28기준), 카운증권 리서치센터

## Global Peers(게임 II)

	CYBERAGENT	DENA	ZYNGA	MIXI	GUNGHO	NEXON
<b>시가총액(십억원)</b>	4,198	5,607	2,853	3,334	2,654	8,514
주가수익률(%)	5D	1.5	3.3	(2.1)	(0.5)	(2.3)
	1M	1.9	(6.6)	(3.1)	2.9	3.6
	3M	5.0	29.0	(1.7)	1.4	9.9
	6M	17.3	83.2	18.5	(1.1)	(11.1)
	12M	22.0	74.9	19.0	(19.4)	(34.9)
<b>매출액(십억원)</b>	2015	2,378	1,379	866	1,093	1,444
	2016E	3,770	1,693	856	2,162	1,363
	2017E	4,103	1,935	955	1,930	1,168
<b>영업이익(십억원)</b>	2015	306	240	(165)	510	678
	2016E	400	299	20	890	594
	2017E	492	447	53	768	459
<b>EPS(원)</b>	2015	2,208	1,117	(147)	3,965	387
	2016E	1,341	1,415	25	6,938	386
	2017E	1,751	1,944	71	5,942	358
<b>EPS Growth(%)</b>	2015	181.8	(57.8)	(46.3)	(12,053.4)	(28.1)
	2016E	(39.2)	26.7	(117.3)	75.0	(0.3)
	2017E	30.5	37.4	179.9	(14.4)	(7.3)
<b>P/E(배)</b>	2015	19.7	20.4	N/A	11.9	7.9
	2016E	24.8	26.3	128.2	5.9	7.2
	2017E	19.0	19.1	44.8	6.9	7.8
<b>P/B(배)</b>	2015	4.4	1.9	1.4	7.3	3.6
	2016E	4.1	2.4	1.4	1.9	2.3
	2017E	3.5	2.2	1.4	1.6	2.1
<b>ROE(%)</b>	2015	24.3	10.0	(6.6)	86.8	39.9
	2016E	19.6	9.1	1.2	35.4	39.0
	2017E	21.1	11.9	3.8	23.8	31.2
<b>EV/EBITDA(배)</b>	2015	6.5	N/A	N/A	6.4	3.2
	2016E	7.8	11.3	27.8	2.0	3.1
	2017E	6.4	7.7	14.2	2.4	3.1
<b>EBITDA(십억원)</b>	2015	0	0	(0)	0	1
	2016E	0	0	0	1	0
	2017E	1	1	0	1	0
<b>EBITDA Growth(%)</b>	2015	23.8	(46.9)	(43.3)	4,867.0	(32.3)
	2016E	30.2	13.7	(163.3)	65.9	(19.5)
	2017E	18.2	41.7	75.6	(22.7)	(13.7)
						49.3

자료: Bloomberg(10/28기준), 카운증권 리서치센터



## 기업분석

NAVER  
(035420)

BUY(Reinitiate)/목표주가 1,050,000원  
대체할 것이 없는 플랫폼으로 진화

카카오  
(035720)

BUY(Reinitiate)/목표주가 94,000원  
좋아지는 점을 찾아보자

엔씨소프트  
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 370,000원  
모바일을 통한 점진적 성장 가능

컴투스  
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 190,000원  
과도한 우려는 금물

게임빌  
(063080)

BUY(Maintain)/목표주가 95,000원  
기대작이 출시된다

더블유게임즈  
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 57,000원  
변화는 없지만 꾸준한 장점 부각

조이시티  
(067000)

BUY(Maintain)/목표주가 33,000원  
실적우려와 신작기대감 사이

NAVER (035420)

**BUY(Reinitiate)**

주가(11/1) 847,000원

목표주가 1,050,000원

올해 NAVER의 주가는 광고 성장 기대감에 힘입어 지속적인 상승세를 보여왔다. 이러한 성장세는 쇼핑거래액 증가와 모바일광고 성장에 힘입어 지속될 가능성이 높다. AI를 통한 미래 먹거리를 준비하고 있다는 점을 감안하면 국내에서 대체할 것이 없는 플랫폼이라고 평가된다. 목표주가 1,050,000원과 투자의견 Buy를 제시한다.

**Stock Data**

KOSPI (11/1)	2,007.39pt
시가총액	279,194억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	900,000원 556,000원
최고/최저가 대비 등락	-4.78% 54.14%
주가수익률	절대 상대
1M	-2.9% -1.2%
6M	26.6% 25.7%
1Y	42.8% 44.3%

**Company Data**

발행주식수	32,963천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	61.52%
배당수익률(16.E)	0.13%
BP(16.E)	87,801원
주요 주주	국민연금 11.3%

**Price Trend****대체할 것이 없는 플랫폼으로 진화****>>> 안정적인 실적, 라인의 성장 확인**

NAVER의 3Q실적은 매출액 1조131억원(QoQ, +2.6%), 영업이익 2,830억원(QoQ, +3.5%)을 기록하며 기대치를 충족하는 실적을 달성하였다. 국내 광고 비수기임에도 불구하고 국내 모바일광고 부문은 쇼핑거래규모 증가에 힘입어 호실적을 기록하였으며 라인의 퍼포먼스광고 성장으로 매출이 확대되었다. 다만 콘텐츠부문의 실적은 전분기대비 감소하면서 둔화되는 모습을 보였다.

**>>> AI의 접목 가시화, 한 단계 레벨업 가능**

최근 개발자컨퍼런스에서 NAVER는 음성인식AI 아미카, 로봇, 자율주행 등을 선보였다. 로봇 및 자율주행의 경우 장기 프로젝트로 보이지만 아미카는 시연과정에서 네이버예약 등을 활용하는 장면을 소개하면서 실제 적용이 멀지 않았음을 알렸다. 최근 성과형광고의 폭발적 성장은 광고가 효율성으로 초점을 맞추고 있는 것을 대변한다. 아미카는 향후 동사의 광고 성장의 중추적 역할을 할 것으로 기대된다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

NAVER에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 1,050,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP방식으로 산정하였다. 단기적으로는 쇼핑과 퍼포먼스광고를 통한 성장이 유효할 것으로 전망되며 미래 AI와 SNOW를 통한 성장동력을 확보하고 있다는 점에서 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(십억원)	2,758	3,251	4,025	4,650	5,050
보고영업이익(십억원)	758	762	1,130	1,430	1,546
핵심영업이익(십억원)	758	762	1,130	1,430	1,591
EBITDA(십억원)	902	918	1,272	1,593	1,775
세전이익(십억원)	659	708	1,179	1,480	1,646
순이익(십억원)	452	517	808	1,036	1,152
자체주주분배이익(십억원)	454	519	800	1,018	1,132
EPS(원)	13,787	15,737	24,273	30,888	34,348
증감율(%YoY)	-69.6	14.1	54.2	27.3	11.2
PER(배)	51.6	41.8	35.3	27.7	25.0
PBR(배)	13.1	10.2	9.8	7.3	5.7
EV/EBITDA(배)	24.7	22.0	20.7	16.0	13.8
보고영업이익률(%)	27.5	23.4	28.1	30.7	30.6
핵심영업이익률(%)	27.5	23.4	28.1	30.7	31.5
ROE(%)	27.6	25.4	28.4	26.5	23.1
순부채비율(%)	-56.1	-61.3	-63.2	-72.8	-76.3

## >>> 모바일 쇼핑거래액, 디스플레이를 통한 광고매출 확대 전략이 이어진다

지속적으로 증가하는 모바일 쇼핑거래액, 모바일 검색광고매출에 힘을 실어준다

### 모바일 쇼핑거래액 3조원 시대 돌입

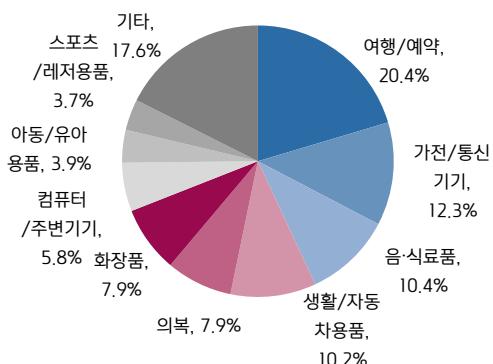
최근 통계청에서 발표한 자료에 따르면 온라인 쇼핑거래액은 8월 5.6조원, 그 중 모바일 쇼핑거래액은 54.4%를 차지하며 3조원을 달성하였다. 특히 모바일 쇼핑거래액은 전월대비 3.3%, 전년동월대비 49.6% 증가하면서 높은 성장세를 보이고 있다. 모바일 쇼핑의 확대의 가장 큰 역할을 담당하고 있는 것이 NAVER다. 이는 NAVER의 쇼핑관련 쿼리가 증가하는 것과 무관하지 않다. 이에 맞추어 NAVER 쇼핑의 월거래액도 6월 3,000억원 수준에서 현재 3,400억원을 상회하는 것으로 나타났다. 결국 인터넷 전체의 SA가 증가를 하겠지만 모바일 관련 SA의 성장속도는 쇼핑거래액 확대와 더불어 크게 확대될 것으로 전망된다. 이에 쇼핑과 관련된 매출기여는 14.3%로 증가하였고 향후 모바일 쇼핑거래액이 지속적으로 확대될 것으로 전망됨에 따라 관련한 광고매출 확대 기여도가 상승할 것으로 전망된다.

최근 NAVER는 쇼핑과 관련된 검색의 개편안을 내놓았다. NAVER가 선보인 쇼핑검색광고는 상품단위 이미지형 광고였다. 기존의 상품 카테고리별로 도입한 것에서 이미지형으로 변형시킨 것이다. 향후 이러한 상품단위 이미지의 광고 단가는 입찰과정에서 여타 카테고리별보다 높아질 가능성이 있으며 관련된 광고매출 확대로 이어질 것으로 전망된다. 이러한 쇼핑검색광고 개편안은 11월부터 반영될 예정이며 쇼핑과 광고 성수기인 연말로 진입할수록 효과를 발휘할 것으로 기대된다.

### 국내 DA의 성장이 예사롭지 않다.

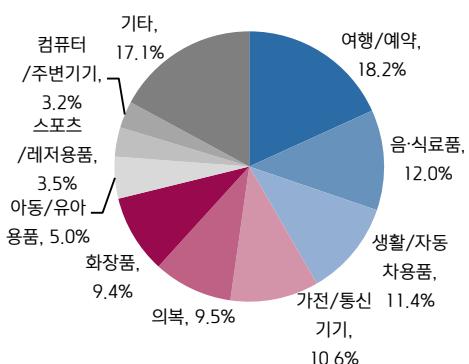
3Q실적발표에서 나타난 부분은 라인의 퍼포먼스광고의 성장도 있었지만 국내 광고의 성장이 더욱 돋보였다. 특히 3Q는 국내 광고시장에서 비수기에 해당하는 부분이다. 그 결과 국내PC부문의 광고성적은 소폭 감소하였지만 디스플레이 광고는 괄목할 만한 성장을 지속하고 있다. 현재 모바일 부문의 광고비중에서 디스플레이 광고 비중이 39%까지 성장하였다. 결국 TV캐스트, 네이버V등의 성장이 뒷받침이 되고 있는 것으로 판단된다. 이러한 모바일 중심의 동영상광고 성장은 향후에도 지속될 것으로 전망되며 장기적으로 영상 메신저인 SNOW까지 성장이 이어진다면 괄목할만한 성장세를 보여줄 것으로 기대된다.

국내 온라인쇼핑 상품군별 구성비중



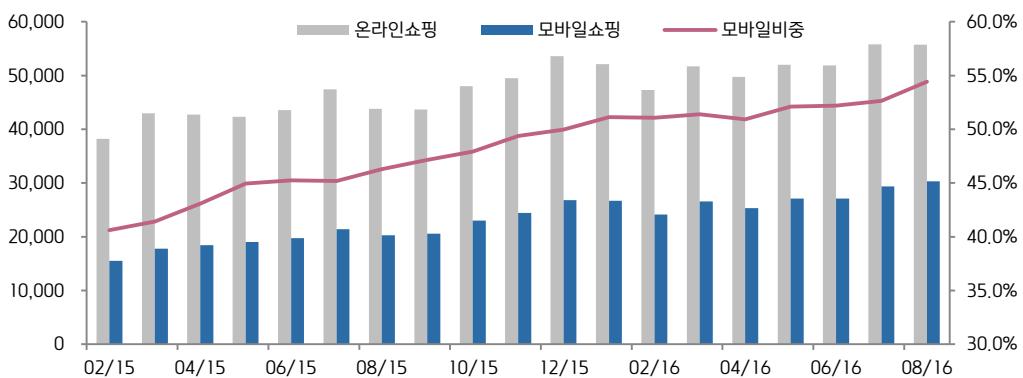
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

국내 모바일쇼핑 상품군별 구성비중



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

국내 온라인 및 모바일 쇼핑 거래액(단위: 억원, %)



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

## >>> 2017년 AI시스템의 전면적인 등장 전망

‘아미카’ 생태계의 등장은 1~2년내 이루어질 것

실생활 접목에서 이루어지는 ‘아미카’

이번에 공개된 AI인 ‘아미카’는 좀 더 넓은 분야에서 활용하기 위한 시스템이다. 현재 AI기반 음성인식 서비스라고 공개되었지만 결국 다양한 분야에 여러 형태로 활용될 것으로 전망된다. 현재까지 공개된 내용은 삼성전자의 IoT플랫폼인 아틱, SPC, GS숍, 야놀자, 배달의 민족, 호텔나우 등과 파트너쉽을 맺었다는 것이다. 향후 아미카를 통해 예약, 구매 등이 이루어질 개연성이 크다. 또한 라인 등과 연계를 통해 챗봇으로 발전할 가능성이 존재한다. 이번 개발자회의에서 API를 공개할 예정이기 때문에 내년부터는 NAVER, Line의 서비스와 본격적으로 연계하여 신규서비스들이 대거 나타날 것으로 기대된다.

**우선 챗봇 등으로 라인과의 연계, 웹서비스와의 연계가 이루어질 것**

앞서 말한 연계는 챗봇 기능에서 시작될 것이다. 최근 NAVER가 취하고 있는 사업형태를 살펴보면 개인별 특성에 의거해 알고리즘이 구성된다. 즉, 검색 및 쇼핑, 거래(Naver Pay), 콘텐츠 활용에 대한 Big Data가 쌓이고 있으며 이를 활용한 서비스가 기존에는 광고 쪽에 활용되었다. 하지만 챗봇이 등장하게 된다면 개개인에게 Big Data를 활용한 서비스가 가능해지며 이것의 활용 창구가 챗봇, 음성인식 비서 등으로 진행되는 것이다. 향후 동사가 개발하고 있는 Whale(웹브라우저)와 결합하게 된다면 PC 내에서의 활용도도 더욱 커질 것으로 기대된다.

**IoT까지 염두해둔 ‘아미카’**

현재 대부분의 AI는 IoT(사물인터넷)를 Target으로 개발이 진행되고 있다. 이에 따라 인터넷업체들은 API를 오픈소스로 제공하고 있으며 자사AI를 기반으로 개발된 서비스들은 향후 IoT의 개별서비스들로 진화할 가능성이 높다. IoT시장은 2~3년 후에나 시장이 개화할 것으로 전망되지만 Big Data확보에서 가장 중요한 신기술이 IoT다. 아미카를 기반으로 진행되는 스마트홈 서비스 등은 향후 동사의 중요한 자원이 될 것으로 전망된다.

**‘파파고’, 콘텐츠의 글로벌화의 전략 무기**

우리는 NAVER V에 대한 성장성을 확인하고 있다. 실시간 스트리밍 방송(영상)인 V는 대부분 한국 중심의 콘텐츠(연예인)로 개발되고 있다. 이러한 실시간 스트리밍 콘텐츠의 글로벌 진출에 가장 난관이 되는 것은 바로 언어번역/통역이다. 동사는 현재도 적용되고 있는 파파고를 아미카와 결합시켜 음성인식, 통·번역의 자동화 기능을 딥러닝으로 진화시킬 계획이다. 이를 이용하면 향후 동사가 해외 진출하던 방식인 현지업체와의 제휴를 최소화할 수 있으며 콘텐츠의 직접 서비스가 가능해질 수 있다.

### NAVER ‘생활환경 지능’ 기술

	아미카(AMICA)	자율주행	이동형 로봇 M1	파파고	웨일
특징	기기-사람 간 대화시스템	도심에서의 자율주행 기술	3 차원 실내공간 측정로봇	한·중·일·영어 간 통·번역 앱	새로운 브라우저
개발현황	삼성 아틱(사물인터넷 플랫폼) 및 다양한 앱과 파트너쉽→AI 음성비서 서비스 플랫폼 지향(개발중)	미국 도로교통 안전국(NHTSA) 자율주행 3 단계 수준 충족(개발중)	고정밀 3 차원 실내지도 제작→실내 공간 정보화와 로보틱스의 융합(개발중)	음성인식·음성합성·문자인식 기술 등 적용→아미카와 결합시 글로벌 AI 서비스로 확장(2016년 8월 출시)	네이버가 만든 첫 브라우저. 검색어 입력 않고 단어 드래그로 검색. 외국어 검색결과 자동번역(개발중)

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

## >>> Snow의 성장은 또 다른 성장 동력

### 현재는 사업성 강화에 초점

SNOW의 가치는 조금 더 먼 미래를 볼 필요가 있어

이번 실적발표에서 밝힌 내용 중에 SNOW의 가치에 대한 부분도 포함되어 있었다. 이번 라인의 500억원 투자는 사업계획에 비추어 현금흐름을 추정한 이후에 할인 평가한 가치였다. SNOW에 대한 가치가 시장에서의 평가와 실제 평가가 달랐던 것은 결국 사업계획에 대한 부분이 핵심이다. 우선 근시일 내에 비즈니스모델이 도입될 가능성은 극히 낮은 것으로 평가되며 당분간은 사용자 확보, 기능 향상, 콘텐츠 강화 등에 힘을 기울일 것으로 전망된다. 결국 향후 1~2년간은 실적 기여가 가능한 부분이 적다는 것이다. 다만 현재의 라인으로 성장하는 기간이 5년 걸렸고 본격적인 수익화 시점이 3년 이후부터였다는 점을 감안하면 아직 잠재력에 대한 평가가 전부 반영되었다고 볼 수 없다.

### 스노우의 장점은 영상 콘텐츠

스노우의 최대 장점은 카메라를 통한 콘텐츠 제작 활용이다. 현재까지는 제공된 콘텐츠 내에서만 단순 영상 촬영에 그치고 있지만 향후에는 라이브 미디어 콘텐츠 등을 추가할 예정이다. 결국 앞으로의 SNOW 방향성은 영상과 관련되어 강화될 것으로 전망된다. 이를 통하여 콘텐츠의 공유와 개인들의 영상 제작 등이 활발해질 것으로 기대된다. 라인과의 연계는 카니발 보다는 시너지를 불러 일으킬 가능성이 높다. SNOW로써는 보다 손쉽게 MAU를 확대해 나갈 수 있으며 라인은 그 동안 진입하지 못한 지역에서 새로운 시도를 해볼 수 있으며 점유지역에서의 콘텐츠 강화를 꾀할 수 있는 장점이 있다.

### SNOW



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

### SNOW 와 스냅챗 비교

	SNOW	SNAP CHAT
주요지역	동아시아	북미/유럽
출시시점	2016.09	2011.09
MAU	4.1천만	1.5억명
특징	동영상 메신저	동영상 메신저
제휴	스티커	렌즈/필터(위치기반)
차이점	연락처, SNS 연동	연락처, 위치기반, 아이디
가치	2,500억원	최대 400억달러

자료: 각종자료, 키움증권 리서치센터

## >>> 성수기 진입에 따른 성장세 지속

### 라인의 광고매출 성장이 관건

#### 4Q는 쇼핑거래액 증가 기간, 광고 성수기 시즌

NAVER의 4Q실적은 매출액 1조 1,088억원(YoY, +22.0%), 영업이익 3,182억원(YoY, +41.0%)으로 전망된다. 연말로 진입하면서 쇼핑거래액이 증가할 것으로 기대되며 광고도 성수기에 돌입함에 따라 매출이 확대될 것으로 기대된다. 특히 김영란법 시행에 따른 선물 검소화로 적은 금액의 상품 구매가 용이한 온라인쇼핑이 각광을 받을 것으로 기대되며 이에 따른 수혜가 예상된다. 다만 관건은 Line의 광고매출이다. 퍼포먼스광고의 성장세가 뛰어나지만 통상적으로 일본은 4Q에 비수기 시점에 들어가 QoQ대비 매출성장이 둔화될 가능성이 존재한다.

#### 2017년, 광고주도의 성장 유효

2017년은 여전히 광고주도의 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 쇼핑과 모바일, 퍼포먼스광고의 성과 확대추세는 이어질 것으로 기대된다. 다만 콘텐츠부문은 동사의 게임 매출이 캐쥬얼게임에 집중되어 있어 장르 확장에 한계가 존재하고 MAU도 증가세가 둔화됨에 따라 스티커 매출 역시 둔화될 것으로 전망된다. 이에 다양한 콘텐츠 매출 확보가 필요하다고 판단된다. 2017년 실적은 매출액 4조 6,494억 원(YoY, +15.5%), 영업이익 1조 4,295억원(YoY, +26.5%)으로 전망된다.

#### Valuation

구분	적용값	비고
①NAVER(한국) 사업가치 (십억원)	20,502	
순이익 (십억원)	882	2017년 예상 순이익
Target PER (배)	23	2011~12년 평균 PER에 10% 할증
②Line 가치 (십억원)	11,844	Line 지분율 적용
매출액 (십억원)	1,832	2017년 예상 매출액
Target PSR (배)	8	Facebook PSR 30% 할인
③SNOW 가치	1,723	LINE MAU 당 가치 20% 할인
④기업가치(십억원)	34,068	①+②+③
⑤발행주식수(천주)	32,963	
목표주가 (원)	1,033,521	④/⑤
	1,050,000	
현재주가 (원)	847,000	

자료: 키움증권 리서치센터

#### NAVER 실적 Table (단위: 십억원)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	740.6	781.4	840.5	891.4	937.3	987.3	1,013.1	1,087.7	3,253.9	4,025.1	4,649.4
광고	505.6	556.6	587.1	647.4	672.5	722.9	749.5	810.0	2,322.4	2,954.9	3,472.3
콘텐츠	200.0	205.4	234.2	216.4	237.4	235.7	227.5	240.5	848.8	941.1	1,028.7
기타	17.8	17.4	19.3	28.2	27.1	28.7	36.0	37.2	82.7	129.1	148.4
영업비용	548.6	592.0	619.3	666.2	680.5	714.6	730.8	769.5	2,423.7	2,895.3	3,219.8
인건비	163.2	172.3	186.0	194.6	210.3	223.6	226.1	234.8	714.9	894.8	893.9
지급수수료	197.6	220.3	234.8	249.9	268.8	276.2	283.3	291.7	902.2	1,120.0	1,345.1
광고선전비	67.5	82.3	74.4	80.8	64.2	68.4	69.4	84.1	304.6	286.2	327.6
감가상각비	37.5	37.8	38.5	39.3	38.1	40.9	41.9	42.9	152.9	163.8	175.4
통신비	24.6	24.6	27.1	27.4	27.5	28.9	29.1	29.7	103.7	115.1	120.9
복리후생비	18.5	18.2	18.2	20.5	21.3	23.1	22.6	24.7	75.2	91.7	92.8
기타	39.7	36.5	40.4	53.7	50.3	53.5	58.4	61.5	170.1	223.7	264.0
영업이익	192.0	189.4	221.3	225.2	256.8	272.7	282.3	318.2	830.2	1,129.7	1,429.6
영업이익률	25.9%	24.2%	26.3%	25.3%	27.4%	27.6%	27.9%	29.3%	25.5%	28.1%	30.7%
YOY											
매출액	18.3%	13.9%	20.1%	19.4%	26.6%	26.3%	20.5%	22.0%	18.0%	23.7%	15.5%
영업비용	24.8%	19.2%	21.2%	20.5%	24.6%	20.7%	18.0%	15.5%	21.2%	19.5%	11.2%
영업이익	3.1%	0.1%	17.1%	16.2%	32.1%	44.0%	27.6%	41.3%	9.6%	36.1%	26.5%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,758	3,251	4,025	4,650	5,050
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,758	3,251	4,025	4,650	5,050
판매비및영업관리비	2,000	2,489	2,895	3,220	3,459
영업이익(보고)	758	762	1,130	1,430	1,546
영업이익(핵심)	758	762	1,130	1,430	1,591
영업외손익	-99	-54	49	51	55
이자수익	22	28	34	37	41
배당금수익	9	12	8	8	9
외환이익	39	46	29	0	0
이자비용	6	6	4	0	0
외환손실	21	55	41	0	0
관계기업지분법손익	-1	1	18	0	0
투자및미타자산처분손익	5	7	28	1	1
금융상품평가및기타금융이익	-116	-12	-12	0	0
기타	-32	-75	-11	5	5
법인세차감전이익	659	708	1,179	1,480	1,646
법인세비용	237	191	356	444	494
유효법인세율 (%)	36.0%	27.0%	30.2%	30.0%	30.0%
당기순이익	452	517	808	1,036	1,152
지배주주지분순이익(억원)	454	519	800	1,018	1,132
EBITDA	902	918	1,272	1,593	1,775
현금순이익(Cash Earnings)	596	673	950	1,199	1,337
수정당기순이익	523	521	796	1,036	1,152
증감율(% YoY)					
매출액	22.1	17.9	23.8	15.5	8.6
영업이익(보고)	49.7	0.5	48.3	26.5	8.2
영업이익(핵심)	49.7	0.5	48.3	26.5	11.3
EBITDA	41.4	1.8	38.5	25.2	11.5
지배주주지분 당기순이익	-76.0	14.1	54.2	27.3	11.2
EPS	-69.6	14.1	54.2	27.3	11.2
수정순이익	-72.3	-0.4	52.8	30.1	11.2

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,946	2,639	3,618	4,796	5,880
현금 및 현금성자산	723	813	1,285	2,105	2,960
유동금융자산	741	1,246	1,542	1,781	1,934
매출채권 및 유동채권	465	563	774	894	971
재고자산	17	16	15	14	13
기타유동비금융자산	1	1	2	2	2
비유동자산	1,449	1,747	1,957	2,160	2,370
장기미수출채권 및 기타비유동채권	46	95	118	136	148
투자자산	263	440	461	461	461
유형자산	901	864	1,006	1,154	1,310
무형자산	121	103	103	99	96
기타비유동자산	119	245	269	310	356
자산총계	3,394	4,386	5,575	6,955	8,250
유동부채	1,081	1,684	1,701	2,038	2,173
매입채무 및 기타유동채무	710	938	1,006	1,224	1,329
단기차입금	209	413	413	413	413
유동성장기차입금	5	105	105	105	105
기타유동부채	158	228	177	297	327
비유동부채	516	433	459	498	538
장기매입채무 및 비유동채무	1	5	6	7	7
사채 및 장기차입금	243	150	150	150	150
기타비유동부채	273	278	303	341	380
부채총계	1,597	2,116	2,160	2,536	2,711
자본금	16	16	16	16	16
주식발행초과금	133	133	133	133	133
이익잉여금	2,584	3,069	3,839	4,830	5,934
기타자본	-937	-1,094	-1,094	-1,094	-1,094
지배주주지분자본총계	1,796	2,125	2,895	3,886	4,990
비지배주주지분자본총계	1	145	520	534	550
자본총계	1,797	2,270	3,415	4,419	5,539
순차입금	-1,008	-1,392	-2,159	-3,218	-4,226
총차입금	456	668	668	668	668

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	837	856	1,055	1,399	1,384
당기순이익	452	517	808	1,036	1,152
감가상각비	132	143	130	151	173
무형자산상각비	12	13	12	12	11
외환손익	0	0	12	0	0
자산처분손익	0	0	-28	-1	-1
지분법손익	1	2	-18	0	0
영업활동자산부채 증감	83	63	-215	201	48
기타	156	118	354	0	0
투자활동현금흐름	-436	-791	-576	-586	-536
투자자산의 처분	-163	-660	-295	-239	-153
유형자산의 처분	11	2	0	0	0
유형자산의 취득	-271	-121	-272	-299	-329
무형자산의 처분	-6	-15	-12	-8	-8
기타	-7	3	4	-40	-46
재무활동현금흐름	-112	6	-7	6	7
단기차입금의 증가	8	42	0	0	0
장기차입금의 증가	150	145	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-22	-23	-32	-32	-32
기타	-248	-158	25	38	39
현금및현금성자산의순증가	287	91	472	820	855
기초현금및현금성자산	435	723	813	1,285	2,105
기말현금및현금성자산	723	813	1,285	2,105	2,960
Gross Cash Flow	753	793	1,270	1,199	1,336
Op Free Cash Flow	435	640	495	1,135	1,101

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	13,787	15,737	24,273	30,888	34,348
BPS	54,486	64,452	87,813	117,877	151,371
주당EBITDA	27,373	27,855	38,582	48,322	53,863
CFPS	18,076	20,416	28,809	36,386	40,557
DPS	782	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	51.6	41.8	35.3	27.7	25.0
PBR	13.1	10.2	9.8	7.3	5.7
EV/EBITDA	24.7	22.0	20.7	16.0	13.8
PCFR	39.4	32.2	29.7	23.6	21.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.5	23.4	28.1	30.7	30.6
영업이익률(핵심)	27.5	23.4	28.1	30.7	31.5
EBITDA margin	32.7	28.2	31.6	34.3	35.2
순이익률	16.4	15.9	20.1	22.3	22.8
자기자본이익률(ROE)	27.6	25.4	28.4	26.5	23.1
투하자본이익률(ROIC)	73.8	104.2	140.5	142.5	154.4
안정성(%)					
부채비율	88.9	93.2	63.3	57.4	48.9
순차입금비율	-56.1	-61.3	-63.2	-72.8	-76.3
이자보상배율(배)	132.4	132.7	309.6	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	6.3	6.0	5.6	5.4
재고자산회전율	334.0	203.0	267.8	329.4	381.1
매입채무회전율	4.7	3.9	4.1	4.2	4.0

카카오 (035720)

**BUY(Reinitiate)**

주가(11/1) 74,600원

목표주가 94,000원

카카오의 2016년은 O2O에 대한 도전으로 총칭할 수 있다. 하지만 기대에 미치지 못한 초기 성과와 실적 우려로 주가는 글로벌 인터넷 업체에서 가장 안 좋은 모습을 보이고 있다. 하지만 카카오의 플랫폼은 여전히 국내에서 영향력이 높고 관련한 사업모델의 성장성도 존재한다. 이에 목표주가 94,000원과 투자의견 Buy를 제시한다.

**Stock Data**

KOSDAQ (11/1)	626.38pt
시가총액	50,374억원
52주 주가동향	최고가 최저가 120,800원 74,600원
최고/최저가 대비 등락	-38.25% 0.00%
주가수익률	절대 상대 1M -6.6% 1.9% 6M -24.0% -14.8% 1Y -32.7% -26.4%

**Company Data**

발행주식수	67,525천주
일평균 거래량(3M)	316천주
외국인 지분율	23.27%
배당수익률(16.E)	0.22%
BP (16.E)	49,552원
주요 주주	김병수 외 19인 MAXIMO Star Invest Hold
	36.2% 8.3% 8.2%

**Price Trend****좋아지는 점을 찾아보자****>>> 시작된 O2O서비스, 실적 기여는 아직**

올해 야심차게 진행된 카카오의 O2O서비스 확대는 기대에 충족하지 못한 모습을 보이고 있다. 이에 광고 비수기 영향과 더불어 실적 부진에 영향을 줄 것으로 전망된다. 게임부문은 검은사막 출시 초기효과 감소로 소폭 감소할 것으로 전망된다. 3Q실적은 매출액 3,797억원(QoQ, +0.84%), 영업이익 244억원(QoQ, -8.21%)으로 전망된다.

**>>> 카카오톡 알림톡, 카카오페이지 기대**

반등할만한 요소는 분명히 존재한다. 당사 리서치에서는 광고보다는 카카오톡 알림톡과 카카오페이지에서의 성장을 기대하고 있다. 특히 알림톡은 메신저라는 특성을 십분 발휘한 서비스이기 때문에 기업용 메시지 산업에서 점유율을 빠르게 늘려나갈 수 있을 것으로 기대된다. 또한 초점을 맞추고 있는 콘텐츠 부문은 영상부문은 부진 하지만 카카오페이지 성장세와 견조한 게임부문 성과에 힘입어 점진적 성장이 예상된다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

카카오에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 94,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2017년 예상 매출액에 Target PSR 3.6배를 적용하여 산정하였다. 11월 14일에 발표되는 광고개편이 향후 동사의 성장잠재력을 끌어올릴 수 있을지 귀추가 주목된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	4,989	9,322	14,106	17,868	19,865
보고영업이익(억원)	1,764	886	1,061	2,077	2,912
핵심영업이익(억원)	1,764	886	1,061	2,077	2,912
EBITDA(억원)	1,995	1,640	2,191	3,231	3,942
세전이익(억원)	1,688	1,095	981	2,075	2,970
순이익(억원)	1,498	788	672	1,494	2,139
자본주자분배금(억원)	1,501	757	507	997	1,427
EPS(원)	6,117	1,269	769	1,476	2,113
증감율(%YoY)	35.0	-79.3	-39.4	92.1	43.1
PER(배)	20.2	91.2	99.4	51.7	36.2
PBR(배)	2.9	2.7	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	32.5	40.8	32.0	24.6	19.4
보고영업이익률(%)	35.4	9.5	7.5	11.6	14.7
핵심영업이익률(%)	35.4	9.5	7.5	11.6	14.7
ROE(%)	11.3	3.1	2.2	4.2	5.9
순부채비율(%)	-26.0	-21.5	5.0	5.9	-2.4

## >>> 2017년을 기대하게 하는 이유

플랫폼으로서의 영향력은 여전히 살아 있다

### 메신저 플랫폼 영향력의 극대화 전략

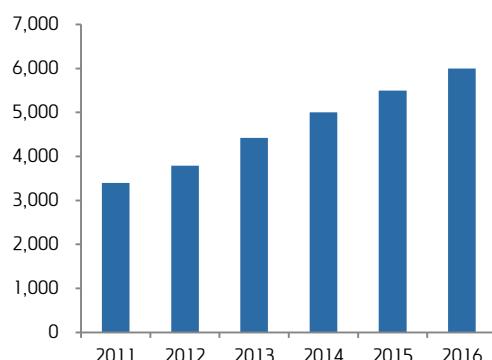
카카오가 O2O서비스 확대 이외에 취하고 있는 방식은 2가지다. 우선은 메신저를 활용한 서비스 확대와 콘텐츠의 강화다. O2O서비스의 경우 신규 시장에 진입하고 새로운 어플리케이션을 개발해야 한다는 점에서 일정 수준에 오르기까지 시간이 소요된다. 반면 메신저의 경우 우월적 지위를 활용하여 서비스를 진행하기 때문에 시장 영향력이 강하게 나타날 수 있다. 동사가 작년 10월에 출시한 알림톡은 기업형 메시지 시장을 타겟으로 만들어진 서비스다. 현재 시장은 약 6,000억원 수준의 규모로 성장할 것으로 관측되는 가운데 경쟁사 대비 동사의 장점은 가격경쟁력과 가독성이다. 기존의 문자(SMS)의 경우 건당 10~20원의 발송비용이 필요(단문: 10원, 장문: 10~20원)하지만 알림톡은 건당 8원에 불과하기 때문에 가격경쟁력에서 뛰어나다. 이에 7월까지 기업 436개사, 중소상공인 2,676개가 서비스를 사용하고 있으며 향후 활용기업이 늘어나게 된다면 매출이 더욱 가속화 될 것으로 기대된다. 다만 방송통신위원회가 알림톡과 관련한 법리검토에 들어간 것으로 알려져 있어 이 부분만 해결된다면 급속도로 성장할 수 있는 것으로 판단된다.

### 콘텐츠를 통해 다시 일어나나?

카카오의 콘텐츠 부문만을 살펴보면 다른 부문보다 긍정적인 것이 많다. 일단 게임부문은 기존 플랫폼에서 퍼블리셔로 전환한 이후 성공확률이 높아지고 있다. 프랜즈IP를 활용한 게임뿐만 아니라 중국게임의 국내 진입확대에 따라 20위권 내 40%수준으로 유지되고 있다. 카카오를 통한 출시 게임 수가 예전에 비해 확연하게 감소하였으나 선택과 집중 전략으로 안정적 유지가 가능해진 셈이다. 그 동안 우려되던 게임 매출의 지속적인 감소는 가능성성이 낮아졌다고 판단된다.

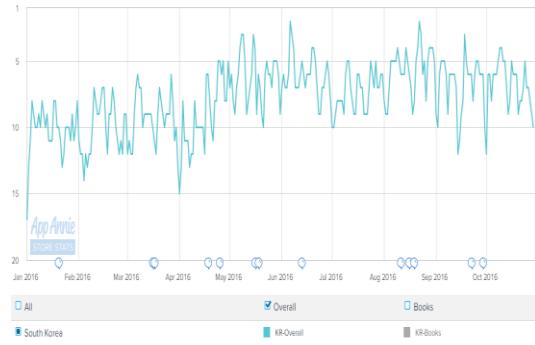
우리가 주목해야 할 부문은 카카오페이지이다. 카카오페이지의 성적은 올해 상반기부터 급속도로 상승해왔다. 이에 상반기 거래액만 420억원을 기록하며 높은 성장세를 보이고 있다(2015년 거래액 약 500억원). 하반기에는 이러한 성장세가 유지되면서 연간 거래액 1,000억원 수준을 뛰어 넘을 것으로 전망된다. 또한 동사의 현재 콘텐츠 10편이 QQ에 연재되거나 될 예정이다. 현재 1~2편의 웹툰이 QQ유료콘텐츠 상위권에 포진함에 따라 내년부터는 웹툰 콘텐츠의 해외 진출이 더욱 활발해질 것으로 예상된다.

기업형 메시지 시장규모 (단위: 억원)



자료: 업계자료, 기움증권 리서치센터

카카오페이지 매출순위 추이(iOS기준)



자료: App Annie, 기움증권 리서치센터

## 카카오 신규서비스 전망 (단위: 억원)

		2016F	2017F	2018F
<b>1) 카카오드라이버</b>				
72 일간 누적콜수 270 만, 누적가입자 100 만	일평균 콜수(270 만/72 일=3.75 만회) 평균 대리운전 비용(원) 연매출=일콜수*비용*365 일*수수료율 20%	37,500 15,000 205	45,000 15,000 493	54,000 15,000 591
<b>2) 카카오헤어샵</b>				
	수수료율(10%) 시장점유율(%) 헤어미용시장 규모(조원) 연매출=헤어시장규모*점유율*수수료율	10.00% 2.00% 5.0 40	10.00% 5.00% 5.0 250	10.00% 10.00% 5.0 500
<b>3) 카카오훼우클리닝</b>				
	수수료율(10%) 시장점유율(%) 홈클리닝 시장규모(조원) 연매출=홈클린시장규모*점유율*수수료율		10.00% 5.00% 3.0 150	10.00% 10.00% 3.0 300
<b>4) 카카오주차서비스</b>				
	수수료율(10%) 시장점유율(%) 국내 주차시장 규모(조원) 연매출=주차시장규모*점유율*수수료율		10.00% 3.00% 2.0 60	10.00% 5.00% 2.0 100
<b>5) 카카오톡 알림톡</b>				
	시장점유율(%) 국내 기업메시징시장 규모(조원) 연매출=시장규모*점유율*수수료율*할인	1.50% 0.7 63	10.00% 0.8 480	15.00% 0.8 720

자료: 카옴증권 리서치센터

## 실적 개선은…

### 3Q실적은 로엔과 게임부문 성적으로 벼틴다

카카오의 3Q실적은 매출액 3,797억원(QoQ, +0.84%), 영업이익 244억원(QoQ, -8.2%)으로 전망된다. 로엔실적이 견조하지만 게임부문의 매출 감소와 광고 비수기 영향으로 시장기대치를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 신규O2O서비스(카카오드라이브, 카카오헤어샵)에 대한 마케팅비용 지출로 전반적인 비용은 증가할 것으로 전망된다. 광고시장에서의 실적은 급속도로 개선되기 어려울 것으로 보이나 계절적 영향에 따라 4Q에는 개선될 가능성이 높다.

### 2017년, O2O부문 실적 개선과 더불어 알림톡 매출 확대 기대

오는 11월 14일에 카카오의 광고개편안이 나온다. 다만 동사의 광고부진은 PC기반 매출 부진에 기인한 것이 크다. 국내는 전반적으로 PC기반 광고매출이 둔화될 것으로 전망되는 가운데 경쟁사대비 점유율도 감소하고 있어 모바일광고 개편안이 큰 효과를 발휘하기 까지는 실적 회복에 시일이 걸릴 것으로 전망된다. 반면 알림톡 부분의 매출 증가와 콘텐츠 부문의 매출 상승, O2O부분의 점진적 성장으로 광고 외 부문의 성장은 지속될 것으로 기대된다. 2017년 실적은 매출액 1조 7,868억원(YoY, +26.7%), 영업이익 2,078억원(YoY, +95.7%)으로 전망된다.

### Valuation

구분	적용값	비고
① 예상 매출액 (억원)	17,868	2017년 예상
② Target PSR (배)	3.55	Tencent 2017년 PSR 60% 할인
③ 기업가치(억원)	63,430	①x②
④ 발행주식수(천주)	67,525	
⑤ 적정주가 (원)	93,936	③/④
목표주가 (원)	94,000	백단위 절상
현재주가 (원)	74,600	

자료: 카카오증권 리서치센터

### 카카오 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	2,344	2,265	2,296	2,417	2,425	3,765	3,797	4,120	9,322	14,106	17,868
광고플랫폼	1,455	1,550	1,467	1,536	1,294	1,362	1,321	1,389	6,007	5,366	5,701
콘텐츠플랫폼	768	604	691	674	916	1,904	1,902	2,053	2,736	6,774	8,492
게임 콘텐츠	700	540	514	570	703	783	747	812	2,324	3,045	2,835
뮤직 콘텐츠	24	26	71	33	34	905	915	979	154	2,833	4,326
기타 콘텐츠	44	38	106	70	179	216	240	261	258	896	1,332
기타	122	111	138	207	215	499	574	677	579	1,965	3,675
영업비용	1,940	2,150	2,134	2,211	2,214	3,499	3,552	3,780	8,435	13,044	15,789
인건비	518	546	565	556	637	756	767	763	2,184	2,922	3,055
복리후생비	100	173	128	109	104	160	162	168	511	594	694
감가상각비	115	123	124	129	130	145	148	149	491	572	609
지급수수료	546	578	655	660	649	1,430	1,405	1,524	2,438	5,008	6,703
광고선전비	172	197	68	131	77	160	188	225	568	647	715
광고대행수수료	225	252	244	263	206	209	213	231	985	858	1,001
기타	70	58	74	100	89	212	232	253	301	786	1,132
영업이익	404	114	162	206	211	266	244	340	887	1,062	2,078
영업이익률	17.2%	5.0%	7.0%	8.5%	8.7%	7.1%	6.4%	8.2%	9.5%	7.5%	11.6%

자료: 카카오, 카카오증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,989	9,322	14,106	17,868	19,865
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,989	9,322	14,106	17,868	19,865
판매비 및 일반관리비	3,224	8,436	13,045	15,790	16,953
영업이익(보고)	1,764	886	1,061	2,077	2,912
영업이익(핵심)	1,764	886	1,061	2,077	2,912
영업외손익	-76	210	-80	-2	59
이자수익	60	110	87	116	131
배당금수익	0	1	0	0	0
외환이익	5	24	0	0	0
이자비용	0	8	0	0	0
외환손실	7	16	0	0	0
관계기업지분법손익	-40	104	-52	24	44
투자및기타자산처분손익	0	147	-1	-1	-1
금융상품평가및기타금융이익	4	1	2	0	0
기타	-97	-152	-116	-141	-116
법인세차감전이익	1,688	1,095	981	2,075	2,970
법인세비용	190	308	309	581	832
우호법인세율 (%)	11.3%	28.1%	31.5%	28.0%	28.0%
당기순이익	1,498	788	672	1,494	2,139
지배주주지분순이익(억원)	1,501	757	507	997	1,427
EBITDA	1,995	1,640	2,191	3,231	3,942
현금순이익(Cash Earnings)	1,729	1,542	1,802	2,648	3,169
수정당기순이익	1,495	682	671	1,495	2,139
증감율(% YoY)					
매출액	136.7	86.9	51.3	26.7	11.2
영업이익(보고)	167.9	-49.8	19.8	95.8	40.2
영업이익(핵심)	167.9	-49.8	19.8	95.8	40.2
EBITDA	174.8	-17.8	33.6	47.5	22.0
지배주주지분 당기순이익	144.4	-49.6	-33.0	96.6	43.1
EPS	35.0	-79.3	-39.4	92.1	43.1
수정순이익	143.4	-54.4	-1.5	122.8	43.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,340	1,998	27,120	468	3,098
당기순이익	1,688	1,095	672	1,494	2,139
김가상각비	171	491	541	559	445
무형자산상각비	59	263	589	595	586
외환손익	-2	-2	0	0	0
자산처분손익	1	6	1	1	1
지분법손익	26	45	52	-24	-44
영업활동자산부채 증감	198	376	1,395	-567	-28
기타	199	-276	23,872	-1,590	0
투자활동현금흐름	1,654	-4,495	-35,187	-970	-596
투자자산의 처분	-2	-3,319	-313	-861	-485
유형자산의 처분	1	12	0	0	0
유형자산의 취득	-128	-761	-517	-103	-103
무형자산의 처분	-98	-72	-34,351	-8	-9
기타	1,881	-355	-6	2	1
재무활동현금흐름	289	1,949	9,655	-625	47
단기차입금의 증가	-65	-24	2,271	0	0
장기차입금의 증가	0	2,114	6,300	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-116	-100	-113	-113
기타	354	-24	1,184	-512	160
현금및현금성자산의순증가	4,278	-541	1,588	-1,127	2,550
기초현금및현금성자산	234	4,512	3,972	5,560	4,432
기말현금및현금성자산	4,512	3,972	5,560	4,432	6,983
Gross Cash Flow	2,142	1,622	25,726	1,035	3,126
Op Free Cash Flow	1,768	934	-31,574	1,981	3,001

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,983	9,701	11,235	11,421	14,752
현금및현금성자산	4,512	3,972	5,560	4,432	6,983
유동금융자산	1,892	3,799	3,120	3,931	4,370
매출채권및유동채권	1,557	1,874	1,630	1,985	2,207
재고자산	20	54	0	0	0
기타유동비금융자산	1	2	925	1,072	1,192
비유동자산	19,697	22,184	41,956	40,972	40,175
장기미출자금및기타비유동채권	313	308	494	482	516
투자자산	496	1,116	2,023	2,096	2,185
유형자산	1,969	2,191	2,235	1,780	1,438
무형자산	16,890	18,556	37,184	36,597	36,020
기타비유동자산	30	14	20	17	14
자산총계	27,680	31,885	53,191	52,392	54,926
유동부채	2,275	3,161	7,596	7,527	7,869
매입채무및기타유동채무	2,048	2,546	2,037	1,985	1,986
단기차입금	1	221	2,492	2,492	2,492
유동성장기차입금	0	1	0	0	0
기타유동부채	226	393	3,067	3,050	3,391
비유동부채	773	2,869	10,050	9,529	9,696
장기매입채무및비유동채무	18	19	62	54	60
사채및장기차입금	3	1,997	7,951	7,951	7,951
기타비유동부채	753	853	2,037	1,525	1,685
부채총계	3,048	6,030	17,646	17,057	17,565
자본금	291	301	338	338	338
주식발행초과금	22,590	22,742	30,378	30,378	30,378
이익잉여금	1,907	2,563	2,970	3,861	5,178
기타자본	-242	-82	-226	-226	-226
지배주주지분자본총계	24,546	25,524	33,460	34,351	35,668
비지배주주지분자본총계	86	331	2,085	985	1,693
자본총계	24,632	25,855	35,545	35,336	37,361
순차입금	-6,402	-5,553	1,763	2,079	-910
총차입금	3	2,218	10,443	10,443	10,443

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,117	1,269	769	1,476	2,113
BPS	42,218	42,472	49,552	50,871	52,822
주당EBITDA	8,129	2,751	3,320	4,785	5,838
CFPS	7,045	2,586	2,730	3,921	4,693
DPS	173	167	167	167	167
주가배수(배)					
PER	20.2	91.2	99.4	51.7	36.2
PBR	2.9	2.7	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	32.5	40.8	32.0	24.6	19.4
PCFR	17.5	44.8	28.0	19.5	16.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	35.4	9.5	7.5	11.6	14.7
영업이익률(핵심)	35.4	9.5	7.5	11.6	14.7
EBITDA margin	40.0	17.6	15.5	18.1	19.8
순이익률	30.0	8.4	4.8	8.4	10.8
자기자본이익률(ROE)	11.3	3.1	2.2	4.2	5.9
투자자본이익률(ROIC)	67.9	14.7	3.7	4.1	5.8
안정성(%)					
부채비율	12.4	23.3	49.6	48.3	47.0
순차입금비율	-26.0	-21.5	5.0	5.9	-2.4
이자보상배율(배)	4,316.6	105.9	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	5.4	8.1	9.9	9.5
재고자산회전율	495.0	253.0	527.1	N/A	N/A
매입채무회전율	4.1	4.1	6.2	8.9	10.0

엔씨소프트 (036570)

**BUY(Maintain)**

주가(11/1) 268,000원

목표주가 370,000원

엔씨소프트의 3Q실적은 소폭 감소하였지만 안정적 실적이 예상된다. 4Q 동사의 주가를 가늠할 중요한 요소는 바로 모바일이다. 리니지 IP를 활용한 자체제작 게임들의 출시가 다가온 것으로 예상되며 이러한 게임들의 성과에 따라 향후 주가의 방향성이 결정될 것으로 판단된다.

**Stock Data**

KOSPI (11/1)	2,007.39pt
시가총액	58,770억원
52주 주가동향	최고가 최저가 305,000원 186,000원
최고/최저가 대비 등락	-12.13% 44.09%
주가수익률	절대 상대 1M -10.5% -8.9% 6M 15.5% 14.7% 1Y 39.6% 41.1%

**Company Data**

발행주식수	21,929천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	39.84%
배당수익률(16.E)	1.32%
BP (16.E)	91,053원
주요 주주	국민연금 김택진 외 7인
	12.9% 12.0%

**Price Trend****모바일을 통한 점진적 성장 가능****>>> 3Q실적 견조한 모습 전망**

엔씨소프트의 3Q실적은 매출액 2,303억원(QoQ, -4.3%), 영업이익 716억원(QoQ, -16.9%)이 전망된다. 블레이드앤소울의 해외매출이 감소한 것으로 추정되며 리니지 역시 큰 이벤트가 없어 매출이 감소하였다. 리니지2:혈맹의 매출이 신규로 발생하였지만 본격적으로 궤도에 오른 것이 9월이라는 점을 감안하면 기여도가 크지 못할 것으로 관측된다.

**>>> 4Q, 리니지 업데이트와 더불어 모바일 게임 기대**

4Q에는 리니지 블라카스업데이트가 예정되어 있고 모바일게임 리니지RK가 출시될 것으로 전망된다. 또한 리니지2레볼루션(넷마블제작)까지 더해져 실적 상승이 기대된다. 27일 쇼케이스에서 차기 라인업 발표가 이루어졌다. 기존에 출시예정이던 게임들 외에도 프로젝트 ORCA, 파이널블레이드 등이 추가되었다. 다만 가장 기대가 컸던 리니지M의 출시가 내년 상반기로 연기된다는 점은 안타까운 내용이다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

엔씨소프트에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 370,000원을 유지한다. 4Q실적 성장과 모바일게임 출시, 내년 리니지이터널로 이어지는 라인업을 감안한다면 안정적 성장이 가능하다. 리니지M의 출시 지연이 아쉽긴 하지만 내년 전체 실적에는 큰 영향이 없을 것으로 판단한다. 업종 내 Top Pick을 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(십억원)	839	838	978	1,121	1,177
보고영업이익(십억원)	278	237	322	398	491
핵심영업이익(십억원)	278	237	322	398	492
EBITDA(십억원)	315	272	353	429	522
세전이익(십억원)	289	240	351	426	523
순이익(십억원)	228	166	286	320	392
자체주주분배금(십억원)	230	165	287	320	393
EPS(원)	10,487	7,542	13,066	14,615	17,911
증감률(%YoY)	44.7	-28.1	73.2	11.9	22.6
PER(배)	17.4	28.2	20.2	18.1	14.8
PBR(배)	2.9	2.6	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	9.7	13.7	13.1	10.1	7.6
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	32.9	35.5	41.7
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	32.9	35.5	41.8
ROE(%)	18.0	10.5	15.0	15.0	16.2
순부채비율(%)	-65.3	-53.3	-58.8	-65.4	-70.9

## 모바일 신작 출시일정

게임명	장르	출시시점
리니지RK	RPG	2016.12.08
블레이드&소울: 정령의 반지	카드형RPG	2017.1Q
파이널블레이드	RPG	2017.1Q
리니지M	MMORPG	2017.상반기
프로젝트 오르카	RPG	미정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 리니지RK, 중국 사전예약 중

The screenshot shows the app store page for 'Project RK'. It features a green button labeled '正在上架中...' (Available for pre-order). Below it, there's a rating of 8.0 and several screenshots of the game. The page also includes tabs for '游戏介绍' (Game Introduction), '游戏资讯' (Game Information), '游戏攻略' (Game Guide), '游戏礼包' (Game Gift), '游戏视频' (Game Video), and '我要评论' (I Want to Comment).

자료: 키움증권 리서치센터

## 엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	241	241	230	267	243	275	295	308	838	978	1,121
게임 매출액	211	214	198	226	206	242	262	277	740	849	843
리니지	79	94	76	88	73	88	71	82	313	337	314
리니지 2	17	19	18	18	19	21	20	20	63	72	80
아이온	20	18	18	21	18	16	17	19	74	77	70
블레이드앤소울	54	49	45	49	49	44	40	44	114	197	177
길드워 2(확장)	31	16	17	17	21	13	14	17	101	80	66
기타(모바일)	11	18	23	40	37	102	177	166	76	92	118
로열티 매출액	29	27	33	41	37	33	33	31	99	130	135
영업비용	165	154	159	178	177	177	183	186	601	656	723
인건비	99	91	91	91	104	96	95	95	325	372	390
매출변동비	14	13	15	23	20	23	24	26	55	65	93
마케팅비	9	5	8	12	10	12	13	13	34	34	48
감가상각비	8	8	9	8	8	7	8	8	33	31	29
기타	35	37	36	44	35	39	42	44	154	153	162
영업이익	76	86	72	89	66	98	112	123	237	322	398
영업이익률	31%	36%	31%	33%	27%	36%	38%	40%	28%	33%	36%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	839	838	978	1,121	1,177
매출원가	220	203	204	210	214
매출총이익	618	636	774	912	964
판매비 및 일반관리비	340	398	452	513	472
영업이익(보고)	278	237	322	398	491
영업이익(핵심)	278	237	322	398	492
영업외손익	11	2	29	28	31
이자수익	17	20	22	24	25
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	9	13	6	0	0
이자비용	0	0	1	0	0
외환손실	5	3	5	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	4	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	0	0	0
기타	-11	-25	3	4	5
법인세차감전이익	289	240	351	426	523
법인세비용	61	73	65	107	131
우회법인세율 (%)	21.3%	30.5%	18.5%	25.0%	25.0%
당기순이익	228	166	286	320	392
지배주주지분순이익(억원)	230	165	287	320	393
EBITDA	315	272	353	429	522
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	317	350	422
수정당기순이익	226	167	286	321	392
증감율(% YoY)					
매출액	10.8	-0.1	16.7	14.6	5.0
영업이익(보고)	35.5	-14.6	35.7	23.7	23.2
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	35.7	23.7	23.5
EBITDA	30.9	-13.5	29.5	21.5	21.8
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	73.2	11.9	22.6
EPS	44.7	-28.1	73.2	11.9	22.6
수정순이익	48.1	-26.2	71.2	12.0	22.3

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	308	380	433
당기순이익	228	166	286	320	392
김가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	-1	0	0
자산처분손익	1	1	0	1	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	-4	30	12
기타	25	42	0	-1	-1
투자활동현금흐름	-176	-517	-143	-147	-64
투자자산의 처분	-156	-487	-118	-120	-47
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-18	-18	-19	-19
무형자산의 처분	-2	1	-8	-8	0
기타	1	-14	1	1	1
재무활동현금흐름	-12	310	-51	-61	-72
단기차입금의 증가	-3	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-69	-60	-74	-85
기타	3	379	9	13	13
현금및현금성자산의순증가	79	45	115	172	296
기초현금및현금성자산	123	203	248	363	535
기말현금및현금성자산	203	248	363	535	831
Gross Cash Flow	285	235	313	350	421
Op Free Cash Flow	214	189	243	334	396

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,337	1,651	2,003
현금및현금성자산	203	248	363	535	831
유동금융자산	695	705	823	943	990
매출채권및유동채권	121	129	150	172	181
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,138	1,136	1,126
장기미출자금및기타비유동채권	18	17	20	23	24
투자자산	301	797	802	803	804
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,474	2,787	3,128
유동부채	245	338	355	407	427
매입채무및기타유동채무	210	231	306	350	368
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	49	57	59
비유동부채	78	93	104	120	134
장기매입채무및비유동채무	14	16	19	21	22
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	86	99	111
부채총계	323	430	459	527	561
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,558	1,804	2,113
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	1,997	2,244	2,552
비지배주주지분자본총계	15	19	18	17	16
자본총계	1,376	1,789	2,015	2,261	2,568
순차입금	-898	-953	-1,186	-1,478	-1,821
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	13,066	14,615	17,911
BPS	62,045	80,693	91,053	102,309	116,375
주당EBITDA	14,362	12,424	16,087	19,551	23,813
CFPS	12,051	9,181	14,442	15,970	19,251
DPS	3,430	2,747	3,500	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	20.2	18.1	14.8
PBR	2.9	2.6	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.7	13.7	13.1	10.1	7.6
PCFR	15.1	23.2	18.3	16.6	13.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	32.9	35.5	41.7
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	32.9	35.5	41.8
EBITDA margin	37.5	32.5	36.1	38.2	44.4
순이익률	27.1	19.8	29.2	28.5	33.3
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	15.0	15.0	16.2
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	455.3	821.4	4,441.6
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	22.8	23.3	21.8
순차입금비율	-65.3	-53.3	-58.8	-65.4	-70.9
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	237.8	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	7.0	6.9	6.7
재고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,449.9	1,716.8	1,862.1
매입채무회전율	4.0	3.8	3.6	3.4	3.3

컴투스 (078340)

**BUY(Maintain)****주가(11/1) 92,400원****목표주가 190,000원**

컴투스의 3Q실적은 시장 기대치보다 부진할 것으로 전망된다. 하지만 4Q부터는 서머너즈워의 업데이트 효과가 발휘되고 있다는 점, 기존의 RPG 중심의 라인업에서 조금씩 다변화되고 있다는 점에서 실적 개선 가능성이 높다고 판단된다. 동시에 동종 그룹 내에서 가장 자평이 되어 있는 기업으로 향후 신작 게임이 일정 수준 이상 성과를 낸다면 디스카운트 요인이 사라지기 때문에 항상 관심을 갖을 필요가 있다.

**Stock Data**

KOSDAQ (10/31)	626.38pt
시가총액	11,889억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	145,100원 92,400원
최고/최저가 대비 등락	-36.32% 0.00%
주가수익률	절대 상대
1M	-5.0% 3.6%
6M	-26.6% -17.8%
1Y	-17.4% -9.6%

**Company Data**

발행주식수	12,866천주
일평균 거래량(3M)	97천주
외국인 지분율	19.32%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS (16.E)	51,758원
주요 주주	개임빌 외 2인 KB자산운용
	24.5% 24.9%

**Price Trend****과도한 우려는 금물****>>> 3Q실적, 기대치에 못 미쳐도 안정적**

컴투스의 3Q실적은 매출액 1,235억원(QoQ, -10%), 영업이익 411억원(QoQ-20%)가 전망된다. 서머너즈워의 대규모 업데이트가 지난 9/7일에 진행됨에 따라 7~8월 까지 콘텐츠 소모에 따른 유료결제가 소폭 감소하였던 것이 주요원인으로 판단된다. 또한 하반기 대규모 마케팅비용 집행이 진행되면서 이익률이 전분기대비 감소하였다. 그럼에도 불구하고 여전히 글로벌 RPG게임에서 No.1 자리를 유지하고 있다는 점에서 전체적인 펀더멘털은 크게 이상이 없는 상황이다.

**>>> 4Q 업데이트 효과 반영, 신작 출시**

하지만 4Q부터는 서머너즈워의 업데이트 효과가 반영되고 있는 것으로 판단된다. 10월에는 올해 1월과 같은 매출 수준에 올라와 있는 것으로 판단되며 마케팅비용 집행에 따른 신규유저 유입으로 1Q수준의 매출로 회복할 가능성이 높다. 신작은 MLB9이닝스가 10월에 출시하였고 11월 시크릿클루(캐쥬얼), 12월 소울즈(전략)가 출시될 것으로 전망된다. 다만 기존에 출시를 준비하던 RPG 게임들이 내년 상반기로 연기되었다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

컴투스에 대한 투자의견은 Buy로 유지, 목표주가는 190,000원으로 하향조정 한다. 신작 추정치를 하향 하였기 때문이다. 서머너즈워의 매출은 4Q에 다시 회복될 것으로 예상되지만 기대 신작들(아이기스, 포켓던전 등)이 내년으로 연기된 점을 반영하였다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	2,347	4,335	5,251	5,664	5,975
보고영업이익(억원)	1,012	1,659	1,989	2,246	2,555
핵심영업이익(억원)	1,012	1,659	1,989	2,246	2,349
EBITDA(억원)	1,038	1,691	2,009	2,270	2,374
세전이익(억원)	1,037	1,707	2,082	2,402	2,515
순이익(억원)	792	1,258	1,569	1,814	1,899
자본주자분순이익(억원)	793	1,258	1,569	1,814	1,899
EPS(원)	7,059	10,599	12,197	14,096	14,758
증감율(%YoY)	305.6	50.2	15.1	15.6	4.7
PER(배)	17.1	11.2	7.8	6.7	6.4
PBR(배)	6.4	3.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	11.9	6.4	3.2	2.0	1.1
보고영업이익률(%)	43.1	38.3	37.9	39.7	42.8
핵심영업이익률(%)	43.1	38.3	37.9	39.7	39.3
ROE(%)	49.7	35.0	26.7	24.0	20.2
순부채비율(%)	-61.8	-85.9	-88.0	-90.2	-91.8

## >>> 예상되었던 실적 감소, 4Q에는 회복 전망

콘텐츠 소모에 따른 매출감소, 업데이트를 통해 다시 회복할 것으로 전망

매출 확대 시점은 콘텐츠 업데이트 이후 4Q시점

3Q에 나타난 서머너즈워의 매출감소 현상은 통상적으로 콘텐츠 업데이트 직전에 나타나는 현상이다. 업데이트는 기본적으로 콘텐츠 소모에 따라 시기를 결정하게 된다. 즉 업데이트 직전에는 많은 유저들이 기존의 콘텐츠를 소모했다고 볼 수 밖에 없다. 업데이트 시점인 9월 7일까지 매출이 감소한 것은 이러한 측면이 크다. 하지만 업데이트가 이루어진 이후 현시점까지 점진적으로 매출이 상승곡선을 그리고 있었다. 작년 12월을 돌아보면 실제 업데이트가 이루어진 직후 매출이 의미 있게 상승한 시점은 1월이었고 2월에 가장 높은 일평균매출(13억원)을 달성하였다. 이번 업데이트도 그와 비슷한 상승 곡선을 그릴 것으로 전망된다. 특히 연말 이벤트와 서머너즈워의 마케팅 효과가 맞물리면서 연말로 진행될 수록 성과가 나타날 가능성이 높다고 판단된다.

### 현재까지 나온 게임의 콘텐츠를 살펴보면 내년 상반기가 Life Cycle의 정점, 대비가 필요한 시점

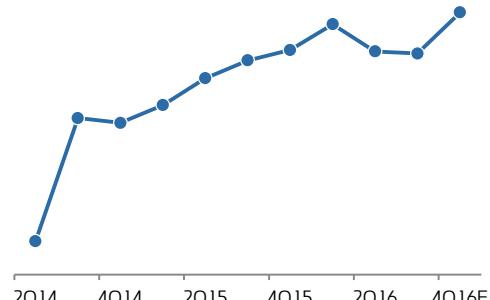
현재까지 진행된 서머너즈워의 콘텐츠를 살펴보면, 길드전-레이드-자체제작 등으로 이어지고 있다. 기존의 온라인RPG게임에 비추어 보았을 때 추가할 수 있는 콘텐츠가 점점 소진되고 있다는 것이다. 결국 향후에는 의미있는 대규모 업데이트가 1~2번 정도 남아있다고 볼 수 밖에 없다. 이에 비추어 판단한다면 서머너즈워의 Life Cycle의 정점은 내년 상반기정도가 될 것으로 판단된다. 시기적으로도 Supercell의 Clash of Clan이 3년이 지난 시점부터 매출이 감소하기 시작하였다는 점을 감안하면 내년 하반기부터는 보다 많은 신규유저의 유입이 없이는 매출이 증가하기 어렵다는 것이다. 이에 따라 동사는 올해 하반기에 미주/유럽지역을 중심으로 마케팅을 확대하고 있는 것으로 판단한다. 서머너즈워의 Life Cycle을 보다 길게 유지하기 위해서다. 이에 따라 내년 하반기까지 일정수준 이상의 매출은 유지할 것으로 전망되지만 보다 글로벌 회사들과의 경쟁을 위해서는 신작의 성과가 필요해진 시점이다.

서머너즈워 미국 광고



자료: 키움증권 리서치센터

서머너즈워의 분기별 매출 추이 및 전망



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

## >>> 다양한 장르의 라인업 보유가 필요

RPG게임으로 성공했지만 주력 지역은 비RPG게임을 선호

신작의 흥행 불발 1년이 넘어

서머너즈워의 성공 이후 동사는 11개의 신작을 출시(중복 출시 제외)하였다. 하지만 작년 상반기에 출시한 소울시커만이 일정수준 이상의 매출을 일으키고 있고 대부분 성과를 내지 못하였다. 이러한 원인은 동사의 주력지역과 라인업 장르의 미스매치에 있다고 판단된다. RPG게임이 모바일에 등장할 무렵에는 향후 모바일게임 시장의 주도는 RPG게임일 것으로 전망했다. 이러한 전망은 절반만 맞았다. 아시아지역은 RPG게임들이 대세로 자리잡았지만 북미/유럽지역은 여전히 RPG게임에게 견고한 벽(인지도 있는 IP게임들만 일부 성과)으로 자리잡고 있다. 그간 출시되었던 11개의 장르를 살펴보면 RPG 4개, 스포츠 5개(야구게임 4개), 캐주얼 2개로 구성되어 있다. 그 결과 동남아시아 지역에서는 초기 성과가 좋게 나타났지만 북미/유럽지역에서는 고전을 면치 못하는 모습들이 자주 연출되었다. 즉, 동사의 가장 큰 자산인 북미/유럽 유저들이 제대로 활용되지 못했다는 것이다.

### 다양한 장르의 라인업 보유가 필요

RPG게임의 경쟁강도가 높은 아시아지역은 순위에 들기도 어렵지만 동시에 유지하기 어려운 시장이다. 그만큼 다양한 RPG게임들이 출시되기 때문이다. RPG선호도가 낮은 유럽지역, 경쟁강도가 높은 아시아지역을 감안한다면 좀 더 다양한 장르의 라인업 보유가 필요하다고 판단된다. 경쟁사 대비 높은 북미/유럽 유저비중을 보유한 동사는 장르선호도가 높은 전략/퍼즐 등으로 확대될 필요가 있다. 다행히 동사가 준비한 라인업은 예전에 비해 다양하다. 내년까지 예정된 신작은 RPG게임 6개, 캐주얼게임 3개, 스포츠게임 3개, 전략게임 1개, VR게임 1개 등이다. 기대되는 RPG게임들은 내년에 출시될 것으로 예상되지만 의외로 4Q에 출시되는 시크릿클루(캐주얼), 소울즈(전략) 등의 게임에서 성과가 나타날 수도 있다. 특히 소울즈는 최근 전략게임 장르가 글로벌 전체 지역에서 인기를 확대하고 있다는 점에서 성과를 기대해볼 필요가 있다. 다만 당 리서치에서는 기존에 출시했던 게임들의 성과가 RPG/스포츠게임들 중심으로 나타났기 때문에 실적추정치에는 낮은 수준으로 반영하였다.

### 동사 RPG게임들의 출시 20일 이후 상위 10위 국가

No	원더택틱스		빛의 원정대	
	국가	순위	국가	순위
1	Thailand	18	Kyrgyzstan	31
2	South Korea	19	South Korea	52
3	Hong Kong	21	Panama	52
4	Vietnam	21	Dominican	55
5	Venezuela	30	Chile	63
6	Moldova	39	Bulgaria	67
7	Latvia	52	Hong Kong	67
8	Nepal	53	Vietnam	67
9	Yemen	53	Norway	75
10	Algeria	53	Argentina	84

자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

### 컴투스 신작 라인업



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	937	1,082	1,149	1,167	1,351	1,266	1,242	1,392	4,334	5,250	5,664
해외모바일	774	883	978	1,000	1,172	1,076	1,040	1,174	3,634	4,462	4,730
국내모바일	160	196	167	162	175	186	198	213	685	772	918
영업비용	581	680	726	690	754	780	825	904	2,676	3,262	3,418
인건비	66	77	124	88	109	98	98	103	354	408	433
로열티	30	34	35	25	27	35	30	28	124	119	116
지급수수료	278	322	344	356	407	383	374	421	1,300	1,585	1,711
마케팅비	169	207	178	175	163	211	267	298	728	940	897
기타	38	40	45	46	48	52	56	54	169	210	260
영업이익	356	402	423	477	598	486	417	488	1,658	1,988	2,246
영업이익률 YOY	38.0%	37.2%	36.8%	40.9%	44.2%	38.4%	33.5%	35.1%	38.3%	37.9%	39.7%
매출액	345%	151%	32%	39%	44%	17%	8%	19%	85%	21%	8%
영업비용	204%	164%	78%	45%	30%	15%	14%	31%	100%	22%	5%

자료: 컴투스, 카운증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,347	4,335	5,251	5,664	5,975
매출원가	300	443	475	517	612
매출총이익	2,047	3,892	4,776	5,147	5,363
판매비밀본관리비	1,035	2,233	2,787	2,901	3,014
영업이익(보고)	1,012	1,659	1,989	2,246	2,555
영업이익(핵심)	1,012	1,659	1,989	2,246	2,349
영업외수익	25	48	94	156	166
이자수익	21	52	96	155	165
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	15	29	32	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	10	29	35	0	0
관계기업지분법수익	0	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	7	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	-1	-1	0	0
기타	-6	-3	2	1	1
법인세차감전이익	1,037	1,707	2,082	2,402	2,515
법인세비용	245	449	513	589	616
우회별이세율 (%)	23.6%	26.3%	24.6%	24.5%	24.5%
당기순이익	792	1,258	1,569	1,814	1,899
지배주주지분순이익(억원)	793	1,258	1,569	1,814	1,899
EBITDA	1,038	1,691	2,009	2,270	2,374
현금순이익(Cash Earnings)	818	1,290	1,590	1,837	1,924
수정당기순이익	788	1,258	1,570	1,814	1,899
증감율(% YoY)					
매출액	188.5	84.7	21.1	7.9	5.5
영업이익(보고)	1,208.9	63.9	19.9	13.0	13.7
영업이익(핵심)	1,208.9	63.9	19.9	13.0	4.6
EBITDA	909.1	62.9	18.8	13.0	4.6
지배주주지분 당기순이익	305.6	58.7	24.7	15.6	4.7
EPS	305.6	50.2	15.1	15.6	4.7
수정순이익	450.8	59.6	24.8	15.5	4.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	831	1,380	1,566	1,827	1,916
당기순이익	792	1,258	1,569	1,814	1,899
감가상각비	19	22	13	16	17
무형자산상각비	8	10	8	8	8
외환손익	2	-1	4	0	0
자산처분손익	3	2	0	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-204	-85	-24	-10	-8
기타	210	173	-4	0	0
투자활동현금흐름	-808	-2,464	-831	-391	-293
투자자산의 처분	-796	-2,426	-804	-363	-273
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-9	-19	-19	-20	-20
무형자산의 처분	-3	-15	-8	-8	0
기타	-1	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	16	1,810	10	5	3
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1,801	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	16	9	10	5	3
현금및현금성자산의 순증가	39	728	745	1,440	1,627
기초현금및현금성자산	82	121	848	1,593	3,033
기말현금및현금성자산	121	848	1,593	3,033	4,660
Gross Cash Flow	1,034	1,464	1,590	1,837	1,924
Op Free Cash Flow	584	1,136	1,469	1,679	1,778

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,738	5,076	6,714	8,557	10,487
현금및현금성자산	121	848	1,593	3,033	4,660
유동금융자산	1,181	3,525	4,269	4,605	4,858
매출채권및유동채권	437	703	851	918	968
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	759	745	827	866	886
장기매출채권및기타비유동채권	66	74	90	97	103
투자자산	640	608	668	695	715
유형자산	29	34	40	44	47
무형자산	23	29	29	30	22
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,497	5,821	7,541	9,423	11,373
유동부채	320	684	824	888	936
매입채무및기타유동채무	16	24	25	25	26
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	304	660	799	862	909
비유동부채	71	47	58	62	65
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	71	47	58	62	65
부채총계	391	731	882	950	1,001
자본금	50	64	64	64	64
주식발행초과금	264	2,051	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	1,572	2,830	4,400	6,213	8,112
기타자본	219	145	145	145	145
지배주주지분자본총계	2,106	5,090	6,659	8,473	10,372
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	2,106	5,090	6,659	8,473	10,372
순차입금	-1,301	-4,373	-5,863	-7,639	-9,518
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,059	10,599	12,197	14,096	14,758
BPS	18,754	39,561	51,758	65,854	80,612
주당EBITDA	9,248	14,248	15,618	17,641	18,454
CFPS	7,289	10,869	12,358	14,278	14,954
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	17.1	11.2	7.8	6.7	6.4
PBR	6.4	3.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.9	6.4	3.2	2.0	1.1
PCFR	16.5	10.9	7.7	6.7	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	43.1	38.3	37.9	39.7	42.8
영업이익률(핵심)	43.1	38.3	37.9	39.7	39.3
EBITDA margin	44.2	39.0	38.3	40.1	39.7
순이익률	33.8	29.0	29.9	32.0	31.8
자기자본이익률(ROE)	49.7	35.0	26.7	24.0	20.2
투하자본이익률(ROIC)	346.9	625.5	875.4	872.4	877.3
안정성(%)					
부채비율	18.6	14.4	13.2	11.2	9.7
순차입금비율	-61.8	-85.9	-88.0	-90.2	-91.8
이자보상배율(배)	2,830.7	5,217.6	6,337.6	7,295.4	7,629.6
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.6	6.8	6.4	6.3
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	125.4	216.7	215.4	225.6	231.1

게임빌 (063080)

**BUY (Maintain)**

주가(11/1) 55,300원

목표주가 95,000원

게임빌의 주가는 관계사 이익감소 우려와 신작의 성과 부재로 지속적인 하향세를 보여왔다. 지금까지 별이되어라가 버팀목이 되고는 있지만 그외의 게임들의 매출이 감소추세에 있다. 이에 신작의 확실한 성과가 필요한 시점이다. 다행히 11월부터 기대작들의 출시가 예정되어 있어 성과를 기대해봄직 하다.

**Stock Data**

KOSDAQ (11/1)	626.38pt
시가총액	3,607억원
52주 주가동향	최고가 98,700원 최저가 52,600원
최고/최저가 대비 등락	-43.97% 5.13%
주가수익률	절대 상대
1M	-10.9% -2.8%
6M	-34.9% -27.1%
1Y	-33.8% -27.6%

**Company Data**

발행주식수	6,522천주
일평균 거래량(3M)	58천주
외국인 지분율	6.48%
배당수익률(16.E)	0.00%
BP (16.E)	38,668원
주요 주주	송병준 외 4인 33.9%

**Price Trend****기대작이 출시된다****>>> 아직까지 버팀목이 되는 별이되어라**

게임빌의 3Q실적은 매출액 272억원(QoQ, -4.0%), 영업이익 19억원(QoQ, -27.4%)으로 기대에 못 미치는 실적을 기록할 것으로 전망된다. 별이되어라의 매출이 2Q 보다 소폭 증가한 것으로 추정되지만 그 외 게임들의 매출들이 감소하였기 때문이다. 또한 상반기 출시하였던 킹덤오브워와 마스커레이드의 성과가 기대에 미치지 못하면서 신작효과가 나타나지 못하였다. 마케팅/인건비 등은 전분기와 유사한 가운데 카카오게임 비중이 증가함에 따라 영업이익이 크게 감소한 것으로 판단된다.

**>>> 기대작 대빌리언의 성과에 초점**

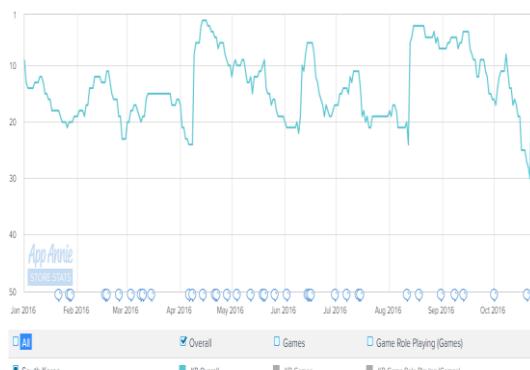
3Q실적은 부진하겠지만 11월 중순부터 시작되는 신작의 성과가 4Q실적을 좌우할 것으로 판단된다. 11/15일에는 기대작으로 꼽히는 데빌리언(Google Play를 통해 글로벌 사전예약 중)이 출시되며, 11월 말 나이트슬링거, 크로메틱소울과 애프터펄스의 안드로이드버전 출시가 12월에 예정되어 있다. 또한 자체제작게임인 나인하츠는 4Q중에 출시일을 조율 중이다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

게임빌에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 95,000원으로 하향조정 한다. 주요 매출원인 별이되어라를 제외하고 대부분의 게임의 매출을 하향조정하였기 때문이다. 다만 11월부터 게임 출시가 이어지고 관계사인 컴투스의 실적 회복 가능성은 긍정적 요소이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,450	1,523	1,754	1,950	2,158
보고영업이익(억원)	114	32	129	173	240
핵심영업이익(억원)	114	32	129	173	240
EBITDA(억원)	152	75	160	202	269
세전이익(억원)	296	290	497	631	722
순이익(억원)	229	200	397	486	556
자본주주부채비율(억원)	232	201	397	486	557
EPS(원)	3,560	3,076	6,093	7,457	8,536
증감율(%YoY)	53.3	-13.6	98.1	22.4	14.5
PER(배)	33.9	25.2	9.1	7.5	6.5
PBR(배)	4.1	2.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	48.7	69.4	23.8	18.8	14.0
보고영업이익률(%)	7.8	2.1	7.3	8.8	11.1
핵심영업이익률(%)	7.8	2.1	7.3	8.8	11.1
ROE(%)	12.7	9.9	17.1	17.6	16.9
순부채비율(%)	-18.9	6.1	6.7	6.0	3.8

## 별이되어라 국내 매출 추이(Google기준)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

## 게임빌 신작 일정



자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

## 게임빌 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	356	374	383	410	408	432	415	499	1,523	1,754	1,950
해외모바일	173	236	243	252	256	244	198	273	903	970	1,180
국내모바일	182	138	141	158	152	189	215	225	620	780	771
영업비용	341	371	398	380	361	410	399	456	1,491	1,626	1,778
인건비	56	59	61	65	60	62	63	68	241	253	274
로열티	84	89	94	100	85	102	98	122	366	407	478
지급수수료	132	129	136	151	150	164	157	177	548	649	696
마케팅비	24	46	59	22	19	35	38	47	152	140	147
기타	44	48	48	43	48	47	42	42	184	178	183
영업이익	15	2	-15	30	47	22	16	43	32	129	172
영업이익률	4.3%	0.6%	-3.9%	7.2%	11.5%	5.2%	3.9%	8.6%	2.1%	7.3%	8.8%
YOY											
매출액	28%	13%	-10%	-1%	15%	16%	8%	22%	5%	15%	11%
영업비용	42%	20%	2%	-4%	6%	10%	0%	20%	12%	9%	9%
영업이익	-59%	-89%	적전	52%	207%	845%	-210%	46%	-72%	297%	34%

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,450	1,523	1,754	1,950	2,158
매출원가	552	615	656	758	839
매출총이익	898	908	1,099	1,192	1,319
판매비 및 일반관리비	784	876	970	1,020	1,080
영업이익(보고)	114	32	129	173	240
영업이익(핵심)	114	32	129	173	240
영업외손익	182	257	369	458	483
이자수익	9	4	4	3	3
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	15	3	0	0
이자비용	0	6	13	11	11
외환손실	6	10	6	0	0
관계기업지분법손익	206	288	387	467	491
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-5	-5	0	0
기타	-27	-29	-1	0	0
법인세차감전이익	296	290	497	631	722
법인세비용	67	89	100	145	166
우회법인세율 (%)	22.5%	30.8%	20.1%	23.0%	23.0%
당기순이익	229	200	397	486	556
지배주주지분순이익(억원)	232	201	397	486	557
EBITDA	152	75	160	202	269
현금순이익(Cash Earnings)	268	243	428	516	586
수정당기순이익	236	204	401	486	556
증감율(% YoY)					
매출액	78.5	5.0	15.2	11.2	10.7
영업이익(보고)	-6.1	-71.5	297.0	34.2	39.0
영업이익(핵심)	-6.1	-71.5	297.0	34.2	39.0
EBITDA	4.6	-51.0	113.7	26.8	33.1
지배주주지분 당기순이익	65.9	-13.6	98.1	22.4	14.5
EPS	53.3	-13.6	98.1	22.4	14.5
수정순이익	69.0	-13.6	96.4	21.2	14.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	129	-40	-2	43	84
당기순이익	229	200	397	486	556
감가상각비	11	18	17	18	19
무형자산상각비	27	24	14	12	10
외환손익	-6	-10	3	0	0
자산처분손익	2	0	0	0	0
지분손익	0	0	-387	-467	-491
영업활동자산부채 증감	-16	-70	-43	-5	-11
기타	-119	-203	-3	0	0
투자활동현금흐름	92	-434	-48	-49	-52
투자자산의 처분	147	-394	-10	-8	-9
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-33	-34	-35	-36	-36
무형자산의 처분	-24	-6	-8	-8	-9
기타	0	0	5	3	2
재무활동현금흐름	81	875	-514	-9	9
단기차입금의 증가	88	425	-522	0	0
장기차입금의 증가	0	450	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-7	0	8	-9	9
현금및현금성자산의 순증가	303	412	-564	-15	41
기초현금및현금성자산	103	407	819	255	240
기말현금및현금성자산	407	819	255	240	281
Gross Cash Flow	145	30	41	48	95
Op Free Cash Flow	54	-46	38	105	147

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	686	1,076	551	569	645
현금및현금성자산	407	819	255	240	281
유동금융자산	56	24	27	30	33
매출채권및유동채권	224	234	269	299	331
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,578	2,243	2,644	3,128	3,639
장기미출자금및기타비유동채권	2	1	2	2	2
투자자산	1,173	1,883	2,276	2,749	3,245
유형자산	229	236	254	272	289
무형자산	153	110	104	100	99
기타비유동자산	21	13	8	5	3
자산총계	2,264	3,319	3,195	3,697	4,284
유동부채	282	656	126	151	173
매입채무및기타유동채무	173	133	125	150	171
단기차입금	96	522	0	0	0
유동성장기차입금	1	0	0	0	0
기타유동부채	13	1	1	1	1
비유동부채	45	540	547	539	548
장기매입채무및비유동채무	3	1	1	1	1
사채및장기차입금	0	450	450	450	450
기타비유동부채	43	89	96	88	97
부채총계	328	1,195	674	690	721
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,117	1,318	1,715	2,201	2,758
기타자본	31	16	16	16	16
지배주주지분자본총계	1,939	2,125	2,522	3,008	3,565
비지배주주지분자본총계	-2	-1	-1	-1	-2
자본총계	1,937	2,124	2,521	3,007	3,563
순차입금	-366	129	168	180	136
총차입금	97	972	450	450	450

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,560	3,076	6,093	7,457	8,536
BPS	29,725	32,575	38,668	46,125	54,661
주당EBITDA	2,334	1,144	2,446	3,101	4,128
CFPS	4,106	3,720	6,564	7,905	8,981
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.9	25.2	9.1	7.5	6.5
PBR	4.1	2.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	48.7	69.4	23.8	18.8	14.0
PCF	29.4	20.8	8.5	7.0	6.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.8	2.1	7.3	8.8	11.1
영업이익률(핵심)	7.8	2.1	7.3	8.8	11.1
EBITDA margin	10.5	4.9	9.1	10.4	12.5
순이익률	15.8	13.2	22.6	24.9	25.8
자기자본이익률(ROE)	12.7	9.9	17.1	17.6	16.9
투하자본이익률(ROIC)	28.8	6.6	23.4	28.7	37.9
안정성(%)					
부채비율	16.9	56.3	26.7	22.9	20.2
순차입금비율	-18.9	6.1	6.7	6.0	3.8
이자보상배율(배)	340.9	5.6	9.8	15.3	21.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.8	6.7	7.0	6.9	6.8
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	10.3	9.9	13.6	14.2	13.4

더블유게임즈 (192080)

**BUY (Maintain)****주가(11/1) 35,950원****목표주가 57,000원**

더블유게임즈의 3Q실적은 안정적인 모습을 보일 것으로 전망된다. 더블유카지노의 매출이 2Q대비 소폭 상승하였기 때문이다. 연말로 진행될수록 이벤트가 확대됨에 따라 실적은 개선될 것으로 기대된다. 다만 4Q에 출시하는 신작들은 출시 초기부터 성과가 나타나기 보다는 내년 상반기에 나타날 가능성이 높다. 긴 호흡으로 바라보자.

**Stock Data**

KOSDAQ (11/1)	626.38pt
시가총액	6,178억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	68,300원 32,850원
최고/최저가 대비 등락	-47.37% 9.44%
주가수익률	절대 상대
1M	-2.3% 6.5%
6M	-2.3% 9.4%
1Y	

**Company Data**

발행주식수	17,185천주
일평균 거래량(3M)	60천주
외국인 지분율	4.87%
배당수익률(16.E)	0.00%
BP (16.E)	23,961원
주요 주주	김가람 외 2인 한국투자파트너스
	43.1% 7.2%

**Price Trend****변화는 없지만 꾸준한 장점 부각****>>> 견조하게 유지되는 더블유카지노**

더블유게임즈의 주요매출원인 더블유카지노는 2Q대비 소폭 상승한 매출순위를 유지하고 있다. 마케팅비용 효율화 작업은 3Q에도 유지될 것으로 전망되지만 성과급 지급에 따른 인건비 증가 요인이 존재하기 때문에 전체적인 비용은 전분기대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. 3Q실적은 매출액 413억원(QoQ, +8.4%), 영업이익 119억원(QoQ, -6.1%)으로 전망된다.

**>>> 하반기 이벤트확대와 신규슬럿 출시**

통상 북미는 연말로 진입할수록 이벤트가 많아지는 시점이다. 이에 따라 4Q는 연말효과로 매출확대가 기대된다. 다만 신규슬럿게임이 4Q에 예정되어 있지만 성과는 올해보다는 내년 중반 이후부터 반영될 가능성이 높다. 이는 Take5의 매출추이에서 확인할 수 있듯이 기존의 더블유카지노에 유입되었다 나가는 유저들을 신규슬럿으로 유도시키는 전략을 꾀하고 있기 때문이다. 주시해야 할 점은 출시 1년이 다 되가는 Take5의 모바일 성과다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

더블유게임즈에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 57,000원을 유지한다. 동사의 최대 장점은 실적 안정성이다. 올해까지는 비용 효율화 작업으로 깜짝 매출확대가 나타날 가능성은 적다. 하지만 안정성을 바탕으로 내년 신규슬럿들이 본격화되는 시점에는 Zynga나 Playtika와 같이 다양한 슬럿게임을 통한 성장이 가능할 것으로 기대된다.

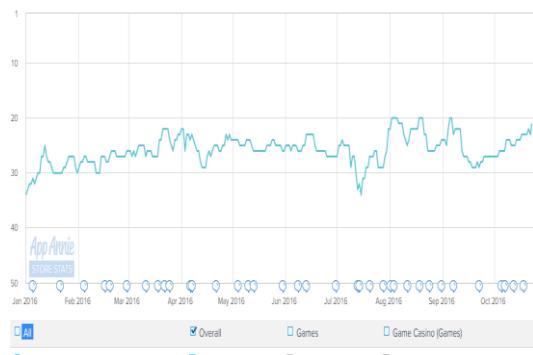
투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	713	1,224	1,613	1,848	2,158
보고영업이익(억원)	293	319	459	744	931
핵심영업이익(억원)	293	319	459	744	931
EBITDA(억원)	294	320	460	747	936
세전이익(억원)	311	365	473	758	945
순이익(억원)	279	342	435	697	761
자배증주자분순이익(억원)	279	342	435	697	761
EPS(원)	2,192	2,527	2,535	4,056	4,426
증감율(%YoY)	N/A	N/A	0.3	60.0	9.1
PER(배)	0.0	20.1	14.0	8.8	8.0
PBR(배)	0.0	2.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	-1.4	15.9	4.5	1.9	0.7
보고영업이익률(%)	41.1	26.1	28.4	40.3	43.1
핵심영업이익률(%)	41.1	26.1	28.4	40.3	43.1
ROE(%)	134.9	9.3	11.2	15.6	14.6
순부채비율(%)	-97.7	-97.1	-97.7	-97.8	-97.8

## 4Q에 모바일 출시 예정인 Take5



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

## 소폭 우상향한 더블유카지노 매출추이(미국 Google기준)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

## 더블유게임즈 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	249	296	340	340	376	381	413	443	1,224	1,613	1,848
더블유카지노	236	281	325	321	350	347	376	401	1,163	1,473	1,642
웹	145	160	173	163	161	153	164	174	641	652	713
모바일	92	121	152	158	189	194	212	227	523	822	929
더블유빙고	12	14	15	18	19	19	20	22	59	80	88
기타	0	0	0	1	7	14	17	20	2	59	117
영업비용	192	188	257	268	316	254	294	290	905	1,154	1,104
지급수수료	75	89	102	102	113	114	124	133	367	484	554
광고선전비	55	45	69	84	105	64	74	78	254	321	299
주식보상비용	23	29	30	31	28	22	26	26	113	102	15
인건비 및 기타	39	26	56	51	70	54	71	53	171	247	235
영업이익	57	107	83	72	60	126	119	154	319	459	744
영업이익률	23%	36%	24%	21%	16%	33%	29%	35%	26%	28%	40%
QoQ											
매출액	-	19%	15%	0%	10%	1%	8%	7%	-	32%	15%
영업비용	-	-2%	36%	4%	18%	-20%	16%	-2%	-	27%	-4%
영업이익	-	89%	-23%	-12%	-18%	112%	-6%	30%	-	44%	62%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	713	1,224	1,613	1,848	2,158
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	713	1,224	1,613	1,848	2,158
판매비및일반관리비	419	905	1,154	1,104	1,227
영업이익(보고)	293	319	459	744	931
영업이익(핵심)	293	319	459	744	931
영업외손익	18	46	14	14	14
이자수익	1	16	14	14	14
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	19	50	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	3	9	0	0	0
관계기업지분법손익	0	-7	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	0	-5	0	0	0
법인세차감전이익	311	365	473	758	945
법인세비용	32	23	38	61	184
유효법인세율 (%)	10.2%	6.3%	8.0%	8.0%	19.5%
당기순이익	279	342	435	697	761
지배주주지분순이익(억원)	279	342	435	697	761
EBITDA	294	320	460	747	936
현금순이익(Cash Earnings)	280	343	436	700	766
수정당기순이익	279	342	435	697	761
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	N/A	31.7	14.6	16.8
영업이익(보고)	N/A	N/A	43.7	62.2	25.1
영업이익(핵심)	N/A	N/A	43.7	62.2	25.1
EBITDA	N/A	N/A	43.5	62.5	25.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	27.3	60.3	9.1
EPS	N/A	N/A	0.3	60.0	9.1
수정순이익	N/A	N/A	27.2	60.3	9.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	493	3,729	4,229	4,942	5,727
현금 및 현금성자산	216	728	1,574	2,305	2,971
유동금융자산	188	2,846	2,451	2,402	2,481
매출채권 및 유동채권	89	155	205	235	274
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	14	96	112	128	141
장기미출채권 및 기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	7	29	29	29	29
유형자산	2	10	19	27	35
무형자산	1	2	10	17	22
기타비유동자산	6	55	55	55	55
자산총계	508	3,825	4,342	5,069	5,868
유동부채	81	126	205	224	252
매입채무 및 기타유동채무	81	101	124	132	144
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	24	81	92	108
비유동부채	13	17	20	30	41
장기매입채무 및 비유동채무	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	17	20	30	41
부채총계	94	143	224	254	292
자본금	1	85	86	86	86
주식발행초과금	14	2,718	2,718	2,718	2,718
이익잉여금	400	741	1,176	1,873	2,634
기타자본	-1	137	137	137	137
지배주주지분자본총계	414	3,682	4,118	4,815	5,575
비지배주주지분자본총계	414	3,682	4,118	4,815	5,575
자본총계	414	3,682	4,118	4,815	5,575
순차입금	-404	-3,574	-4,025	-4,707	-5,453
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	269	388	466	690	754
당기순이익	279	342	435	697	761
감가상각비	1	1	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	1	2
외환손익	-14	-26	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-42	-47	30	-10	-12
기타	45	116	0	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-152</b>	<b>-2,677</b>	<b>377</b>	<b>31</b>	<b>-98</b>
투자자산의 처분	-152	-2,641	395	49	-79
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-1	-10	-10	-10	-11
무형자산의 처분	-1	-7	-8	-8	-8
기타	1	-19	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>2,789</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	2,789	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	11	11
<b>현금및현금성자산의 순증가</b>	<b>117</b>	<b>512</b>	<b>846</b>	<b>732</b>	<b>666</b>
기초현금및현금성자산	99	216	728	1,574	2,305
기말현금및현금성자산	216	728	1,574	2,305	2,971
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>311</b>	<b>435</b>	<b>437</b>	<b>700</b>	<b>766</b>
Op Free Cash Flow	220	236	435	659	723

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,192	2,527	2,535	4,056	4,426
BPS	3,251	21,546	23,961	28,017	32,444
주당EBITDA	2,308	2,371	2,680	4,347	5,444
CFPS	2,197	2,538	2,543	4,076	4,456
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	20.1	14.0	8.8	8.0
PBR	0.0	2.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	-1.4	15.9	4.5	1.9	0.7
PCFR	0.0	20.0	14.0	8.7	8.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	41.1	26.1	28.4	40.3	43.1
영업이익률(핵심)	41.1	26.1	28.4	40.3	43.1
EBITDA margin	41.2	26.2	28.5	40.4	43.4
순이익률	39.2	27.9	27.0	37.7	35.3
자기자본이익률(ROE)	134.9	9.3	11.2	15.6	14.6
투하자본이익률(ROIC)	5,216.5	714.3	1,193.1	1,648.9	1,119.3
안정성(%)					
부채비율	22.7	3.9	5.4	5.3	5.2
순차입금비율	-97.7	-97.1	-97.7	-97.8	-97.8
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	16.0	7.9	9.0	8.4	8.5
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	17.6	12.1	14.3	14.4	15.6

조이시티 (067000)

**BUY (Maintain)**

주가(11/1) 20,700원

목표주가 33,000원

조이시티의 3Q 실적은 기대에 미치지 못할 것으로 전망된다. 주사위의 신 매출이 감소 추세에 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 동사에 대해 기대감을 갖고 있는 이유는 4Q부터 시작되는 신작들의 모멘텀이 존재하기 때문이다. 특히, IP 활용사업과 비RPG 중심의 라인업은 재도약기를 가져올 것으로 기대된다.

**Stock Data**

KOSDAQ (11/1)	626.38pt
시가총액	2,439억원
52주 주가동향	최고가 최저가 33,000원 17,900원
최고/최저가 대비 등락	-37.27% 15.64%
주가수익률	절대 상대 1M -21.1% -14.0% 6M -31.3% -23.0% 1Y -27.3% -20.5%

**Company Data**

발행주식수	11,783천주
일평균 거래량(3M)	76천주
외국인 지분율	2.48%
배당수익률(16.E)	0.00%
BP (16.E)	6,076원
주요 주주	엔드림 외 6인 디자인통
	35.5% 9.93%

**Price Trend****실적우려와 신작기대감 사이****>>> 3Q실적, 주사위의 신 매출감소로 부진**

조이시티의 3Q실적은 매출액 146억원(QoQ, -19.1%), 영업이익 6억원(QoQ, -42.7%)으로 2Q대비 크게 부진할 것으로 예상된다. 기존 프리스타일 온라인의 매출이 소폭 증가하였지만 주요 매출원인 주사위의 신의 매출이 크게 감소하였기 때문이다. 또한 중국 진출의 결과도 기대에 크게 못 미친 결과를 보여주고 있다.

**>>> 분위기를 반전시키킬 신작이 존재**

이러한 주사위의 신 매출감소는 아직까지 현재 진행형이다. 실제 10월들어 주요 지역이었던 홍콩의 순위도 떨어지고 있어서 4Q실적 기여도가 낮아질 가능성이 높다. 이러한 분위기를 반전시키기 위해서는 신작의 성과가 절실해진 상황이다. 현재 준비되고 있는 게임은 오션앤파이어(11월3일, 한국출시), 3on3(12월, PS4출시), 가두농구(12월, 중국출시), 건쉽배틀VR(12월), 앵그리버드다이스(내년1월) 등이 존재한다. 특히 오션앤파이어(김태곤PD개발)는 최근 모바일게임 트랜드로 자리잡고 있는 전략게임으로 향후 글로벌 출시까지 성과가 기대된다.

**>>> 투자의견 및 Valuation**

조이시티에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 33,000원으로 하향조정 한다. 주사위의 신이 순위 감소로 향후 실적전망치를 하향했기 때문이다. 다만 동사의 경우 그 동안 연기되었던 신작 출시가 11월부터 시작되고 IP활용과 비RPG 중심의 라인업을 보유했다는 측면에서 타업체 대비 경쟁력이 높다고 판단된다.

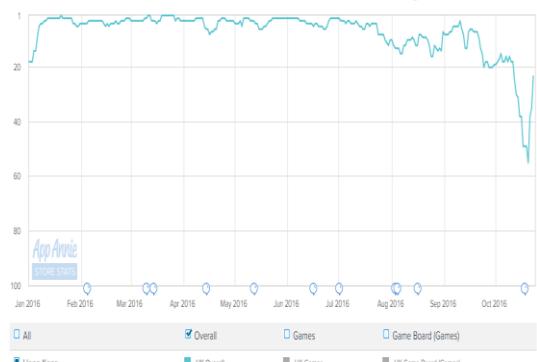
투자표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	465	575	762	1,119	1,021
보고영업이익(억원)	56	83	66	254	187
핵심영업이익(억원)	56	83	66	254	187
EBITDA(억원)	77	111	87	272	202
세전이익(억원)	64	43	69	267	201
순이익(억원)	34	11	34	200	150
자배증주자분순이익(억원)	34	11	34	200	150
EPS(원)	291	91	292	1,700	1,277
증감율(%YoY)	N/A	-68.6	219.6	482.4	-24.9
PER(배)	69.4	320.9	69.7	12.0	15.9
PBR(배)	4.2	5.1	3.3	2.6	2.2
EV/EBITDA(배)	26.3	27.5	22.5	6.8	8.3
보고영업이익률(%)	12.0	14.4	8.7	22.7	18.3
핵심영업이익률(%)	12.0	14.4	8.7	22.7	18.3
ROE(%)	5.8	1.7	4.9	24.5	15.2
순부채비율(%)	-64.6	-56.1	-60.7	-59.5	-67.2

11월 3일에 출시 예정인 오션엔드파이어의 스크린샷



자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

감소하는 주사위의 신 매출추이(홍콩 Google기준)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

조이시티 실적 Table (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	108	118	147	202	240	180	146	195	575	761	1,119
국내온라인	9	8	8	8	8	6	6	6	34	26	23
해외온라인	67	79	98	80	64	55	57	61	324	237	312
온라인(콘솔포함)	76	87	106	88	72	61	63	67	358	264	335
국내모바일	10	9	9	40	37	19	11	32	67	100	158
해외모바일	23	19	32	74	131	100	71	96	147	398	626
모바일	32	28	41	114	168	119	82	128	214	498	784
영업비용	93	100	123	176	216	169	140	171	492	695	865
인건비	53	54	57	42	48	61	55	56	206	220	220
지급수수료	23	28	42	62	77	62	37	66	156	242	401
광고선전비	2	2	6	60	74	31	31	33	71	169	179
무형자산상각비	6	6	6	6	6	6	6	6	24	25	25
기타	9	9	11	6	9	9	11	10	35	39	40
영업이익	15	18	24	26	25	11	6	24	83	66	254
영업이익률 YOY	14%	15%	16.1%	12.9%	10.3%	6.0%	4.2%	12.5%	14.4%	8.7%	22.7%
매출액	-12%	-14%	44%	97%	122%	53%	-1%	-3%	24%	32%	47%
영업비용	-19%	-14%	37%	101%	132%	70%	13%	-3%	40%	50%	76%
영업이익	95%	-14%	98%	75%	60%	-40%	-74%	-6%	49%	-20%	284%

자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	465	575	762	1,119	1,021
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	465	575	762	1,119	1,021
판매비 및 일반관리비	410	492	695	865	834
영업이익(보고)	56	83	66	254	187
영업이익(핵심)	56	83	66	254	187
영업외손익	9	-39	3	13	14
이자수익	12	7	7	12	13
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	13	12	4	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	4	3	6	0	0
관계기업지분법손익	-8	-27	-5	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-41	-5	2	0	0
기타	36	-24	0	1	1
법인세차감전이익	64	43	69	267	201
법인세비용	30	33	35	67	50
우회법인세율 (%)	46.6%	75.3%	50.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	34	11	34	200	150
지배주주지분순이익(억원)	34	11	34	200	150
EBITDA	77	111	87	272	202
현금순이익(Cash Earnings)	55	39	55	218	166
수정당기순이익	56	12	33	200	150
증감율(% YoY)					
매출액	24.1	23.7	32.4	46.9	-8.8
영업이익(보고)	N/A	49.1	-20.2	283.6	-26.5
영업이익(핵심)	N/A	49.1	-20.2	283.6	-26.5
EBITDA	576.3	45.4	-21.8	211.8	-25.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	-68.6	219.9	483.0	-24.9
EPS	N/A	-68.6	219.6	482.4	-24.9
수정순이익	N/A	-78.7	178.2	502.9	-24.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	88	5	78	144	185
당기순이익	64	43	34	200	150
감가상각비	6	4	3	2	2
무형자산상각비	15	24	18	15	13
외환손익	-7	-1	2	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분손익	7	12	5	0	0
영업활동자산부채 증감	-34	-108	18	-74	19
기타	37	31	-2	0	0
투자활동현금흐름	153	-209	-77	-134	14
투자자산의 처분	198	-163	-59	-113	31
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-2	0	0	0	0
무형자산의 처분	-46	-9	-8	-8	0
기타	3	-37	-10	-13	-16
재무활동현금흐름	-94	90	-1	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-94	90	-1	0	0
현금및현금성자산의순증가	148	-114	0	9	199
기초현금및현금성자산	186	334	220	220	229
기말현금및현금성자산	334	220	220	229	428
Gross Cash Flow	122	113	60	218	166
Op Free Cash Flow	-32	-68	80	126	175

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	556	598	720	965	1,099
현금및현금성자산	334	220	220	229	428
유동금융자산	31	163	215	316	288
매출채권및유동채권	191	216	286	419	383
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	173	169	172	196	192
장기미출자금및기타비유동채권	13	13	17	25	23
투자자산	46	36	38	50	46
유형자산	17	13	11	9	7
무형자산	65	66	56	49	36
기타비유동자산	32	40	50	63	79
자산총계	728	767	892	1,160	1,291
유동부채	153	81	173	241	221
매입채무및기타유동채무	15	28	30	45	41
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	138	52	142	196	180
비유동부채	10	5	4	3	3
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	5	4	3	3
부채총계	164	85	176	244	224
자본금	59	59	59	59	59
주식발행초과금	240	240	240	240	240
이익잉여금	303	313	348	548	698
기타자본	-38	69	69	69	69
지배주주지분자분총계	565	682	716	916	1,067
비지배주주지분자분총계	0	0	0	0	0
자본총계	565	682	716	916	1,067
순차입금	-365	-383	-435	-545	-716
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

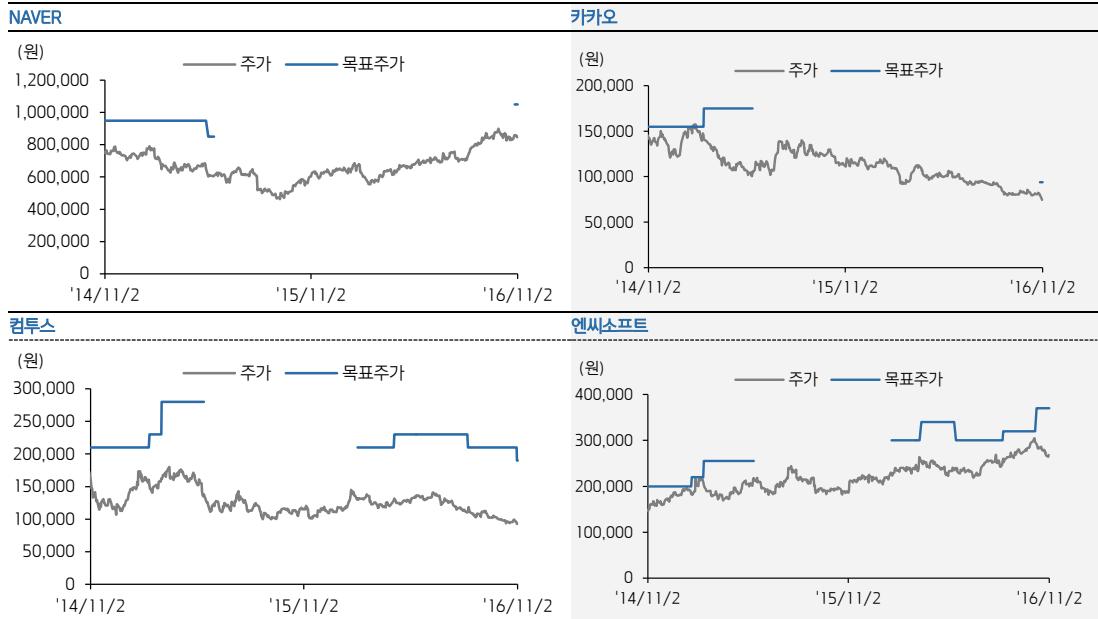
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	291	91	292	1,700	1,277
BPS	4,801	5,794	6,076	7,776	9,053
주당EBITDA	651	947	740	2,305	1,714
CFPS	470	333	469	1,849	1,406
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	69.4	320.9	69.7	12.0	15.9
PBR	4.2	5.1	3.3	2.6	2.2
EV/EBITDA	26.3	27.5	22.5	6.8	8.3
PCF	43.0	88.0	43.4	11.0	14.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.0	14.4	8.7	22.7	18.3
영업이익률(핵심)	12.0	14.4	8.7	22.7	18.3
EBITDA margin	16.5	19.4	11.4	24.3	19.8
순이익률	7.4	1.9	4.5	17.9	14.7
자기자본이익률(ROE)	5.8	1.7	4.9	24.5	15.2
투하자본이익률(ROIC)	29.7	11.4	23.6	83.6	57.9
안정성(%)					
부채비율	29.0	12.5	24.6	26.6	21.0
순차입금비율	-64.6	-56.1	-60.7	-59.5	-67.2
이자보상배율(배)	N/A	436,551	1,385.5	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.8	3.0	3.2	2.5
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	30.1	26.2	25.9	29.7	23.9

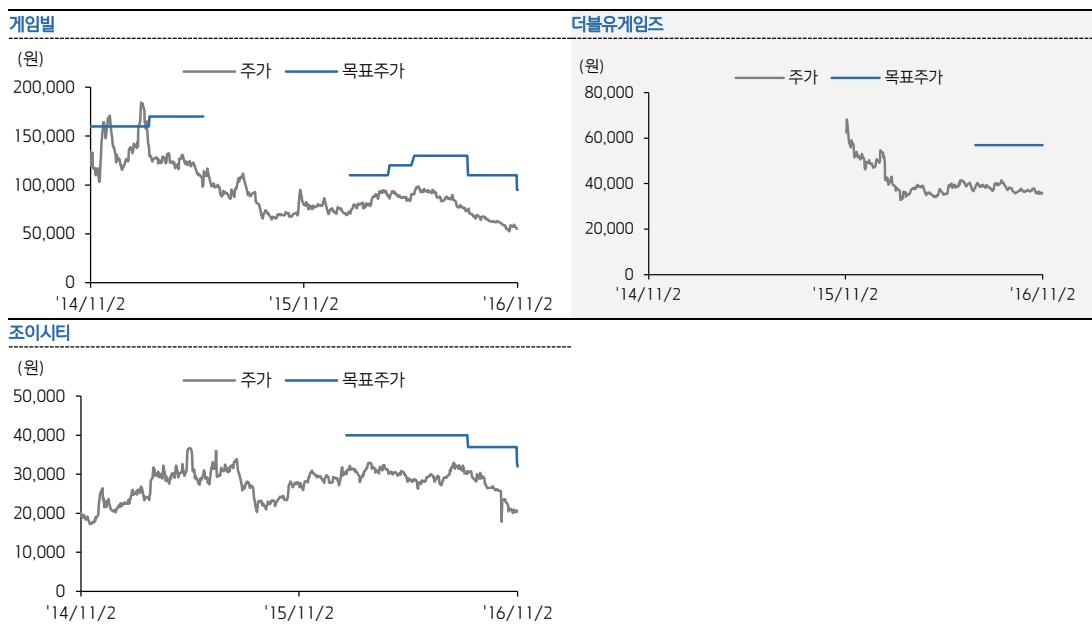
## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
<b>NAVER</b> <b>(035420)</b>	2014/12/12	BUY(Maintain)	950,000원
	2015/01/30	BUY(Maintain)	950,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	850,000원
	담당자변경 2016/11/02	BUY(Reinitiate)	1,050,000원
<b>컴투스</b> <b>(078340)</b>	2015/02/11	BUY(Maintain)	230,000원
	2015/03/04	BUY(Maintain)	280,000원
	담당자변경 2016/02/02	BUY(Reinitiate)	210,000원
	2016/02/04	BUY(Maintain)	210,000원
	2016/04/06	BUY(Maintain)	230,000원
	2016/05/12	BUY(Maintain)	230,000원
	2016/05/23	BUY(Maintain)	230,000원
	2016/08/11	BUY(Maintain)	210,000원
	2016/09/08	BUY(Maintain)	210,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	190,000원
<b>더불유</b>	2016/06/30	BUY(Initiate)	57,000원
<b>게임즈</b> <b>(192080)</b>	2016/08/05	BUY(Maintain)	57,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원
<b>조이시티</b> <b>(067000)</b>	2016/02/02	BUY(Initiate)	40,000원
	2016/04/20	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/08/16	BUY(Maintain)	37,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	33,000원
<b>카카오</b> <b>(036570)</b>	2014/12/12	BUY(Maintain)	155,000원
	2015/02/13	BUY(Maintain)	175,000원
	담당자변경 2016/11/02	BUY(Reinitiate)	94,000원
	2014/11/14	BUY(Maintain)	200,000원
	2014/12/12	BUY(Maintain)	200,000원
	2015/01/21	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/01/28	BUY(Maintain)	220,000원
	2015/02/12	BUY(Maintain)	255,000원
	2015/05/14	BUY(Maintain)	255,000원
	담당자변경 2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000원
<b>엔씨소프트</b>	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원
<b>게임빌</b> <b>(063080)</b>	2015/02/11	BUY(Maintain)	170,000원
	담당자변경 2016/02/02	BUY(Reinitiate)	110,000원
	2016/02/04	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/03/31	BUY(Maintain)	120,000원
	2016/05/12	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/05/23	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/08/11	BUY(Maintain)	110,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	95,000원

## 목표주가 추이 (2개년)



## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## 투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%