

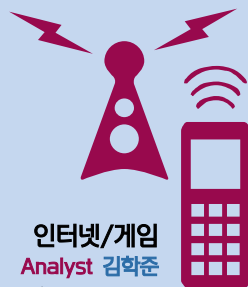
게임

Overweight
(Maintain)

2017. 11. 15

MMORPG의 글로벌 점령 시작

국내 PC게임시장은 MMORPG의 시장도래와 맞물리면서 급속한 성장을 이룩하고 있습니다. 하반기에도 MMORPG의 성공이 이어지는 가운데 내년에는 다수의 신작과 해외진출이 계획되어 있어 국내 업체들의 성장세가 이어질 것으로 전망됩니다. 개발능력과 IP파워를 보유한 엔씨소프트를 MMORPG 부흥기의 최대 수혜주로 제시합니다.



인터넷/게임
Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

키움증권

Contents



Summary 3

- > 글로벌 게임업종, 차별화가 진행 중 3

I. 글로벌 MMORPG 비중이 늘어나고 있다 5

- > 아시아 지역은 MMORPG, 미주/유럽에서는 전략 5

II. 중국과 관련된 모멘텀, 확대 기대 8

- > 중국 모멘텀의 확대 가능성은 장리적 특성과 맞물려 국내업체들에게 수혜로 돌아올 것 8

III. 내년은 해외 진출의 해 9

- > MMORPG의 기본은 오픈월드, 자율성을 무기로 해외 진출 9

V. 정부의 정책적 변화는 가능성이 낮음11

- > 국정감사 이후에 정치권 일부에서 모바일게임 규제 움직임 11
- > 규제 이후 게임개발 업체가 줄어든 역사가 되풀이될 수 있음 11

VI. 내년 디바이스 다양화에도 관심이 필요 13

- > 콘솔 디바이스 활용은 PC게임부터 13
- > 서로에 대한 관심은 확실히 늘어나고 있어 15

VII. 결론 16

- > 점차 판별되는 출시성과, 내년 해외진출로 이어져 16
- > 게임업종 투자전략 16
- > Top Pick: 엔씨소프트, 넷마블게임즈 17

기업분석 21

- > 엔씨소프트(036570) 22
- > 넷마블게임즈(251270) 28
- > 컴투스 (078340) 32
- > 게임빌 (063080) 35
- > 더블유게임즈 (192080) 38

MMORPG의 글로벌 점령 시작

>>> MMORPG, 게임시장을 주도 지속

리니지2:레볼루션에서 리니지M까지 MMORPG를 통한 게임시장 성장스토리는 지속되고 있다. 특히 엑스의 성과는 중소형업체들에 대한 관심을 불러일으켰으며 하반기 게임업종 전체적으로 Re-rating을 일으키는 효과를 불러일으켰다. 내년에는 MMORPG라인업을 통한 해외진출이 관심의 주가 될 것으로 전망되며 이러한 흐름이 이어질 경우 업종성장이 탄력을 받을 것으로 판단된다. 이에 2018년은 EPS와 Valuation 상승 구간이 될 것으로 전망하고 있다.

>>> 내년은 해외진출, IP전쟁의 시대

국내에는 내년에 강력한 IP를 활용한 MMORPG들이 출시될 예정이다. MMORPG들이 다수 나오는 시점이기 때문에 차별화를 위해서는 IP활용, 마케팅이 필수적이 될 것으로 전망되며 국내는 대형업체들을 중심으로 판이 형성될 것으로 전망된다. 해외시장은 아직까지 리니지2:레볼루션을 제외하고는 MMORPG의 청정지역이라고 할 수 있기 때문에 각 업체별 초점이 해외시장으로 설정될 것으로 전망된다.

>>> 모멘텀에 초점을 맞추자

MMORPG의 탁월한 매출이 입증되고 있는 만큼 출시 일정과 관련된 관심이 모아지고 있다. 1. MMORPG라인업의 출시 일정, 2. 유명 IP의 활용, 3. 사전예약자 수. 이 세 가지의 요소를 집중적으로 확인할 필요가 있다. 가장 중요한 요소는 IP의 인지도일 것이며 출시일정, 사전예약자 수와 관련된 시점 투자 방식이 유효하다고 판단된다.

당사에서는 내년 IP게임 3종(블소2, 리니지2, 아이온)을 통해 성장가능성이 높은 엔씨소프트를 Top Pick으로 선정한다.

Compliance Notice

- > 당사는 11월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 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.
- > 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

Summary

>>> 글로벌 게임업종, 차별화가 진행 중

IP홀더, 신작들에 대한 기대가 반영되고 있다

최근 글로벌 게임업종의 대표 업체들의 주가들이 지속적으로 상승하는 모습을 보여주고 있다. 상반기에는 모바일게임 업체들보다 온라인게임 업체들이 더 좋은 모습을 보였다면 최근에는 신작출시 업체들, 특히 IP를 보유하고 모멘텀이 다가온 업체들을 중심으로 주가 상승세가 나타나고 있다. 국내와 비슷한 모습을 보이고 있다고 판단하면 될 것이다.

가장 눈에 띄는 업체는 스쿼어 에닉스와 넥슨이다. 스쿼어 에닉스의 경우 파이널판타지 매출이 성과를 거두고 있고 향후 보유 IP들을 활용한 실적확대가 기대되고 있기 때문이다. 넥슨은 엑스의 성공과 더불어 연말 니드포스피드 엣지(PC게임), 오버히트(모바일게임)/ 내년 FIFA Online4 등 다수의 신작을 출시할 예정이기 때문에 관심을 모으고 있다.

MMORPG를 비롯한 주요 신작 성과에 관심이 쏠리고 있어

오히려 하반기 들어서는 해외업체들 대비 국내업체들의 상승세가 더욱 돋보인다. 이는 국내 업체들의 MMORPG의 성과가 기대를 뛰어넘은 점도 있겠지만 국내에서만 통용되는 것이 아니라 글로벌 전 지역에서 성과가 확인되고 있다는 점이 글로벌 업체들과의 차별점을 부각시킨 것으로 풀이된다.

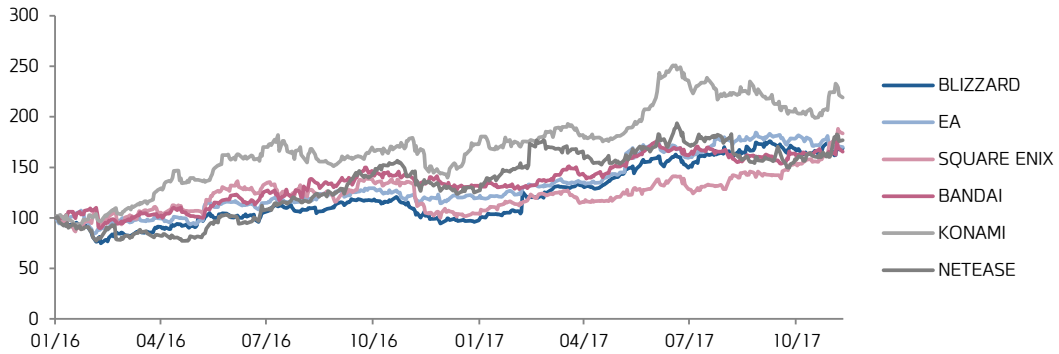
결국 국내업체들의 이러한 상승세가 지속되기 위해서는 리니지2:레볼루션의 북미/유럽 성과와 더불어 중국지역에서의 성과 확인이 필요하다. 또한 MMORPG들의 글로벌 점유율 상승이 나타날 경우 주가 차별화 요소가 더욱 부각될 것으로 전망된다. 국내 업체들의 MMORPG들이 올해와 내년 상반기까지 국내를 중심으로 출시한다면 내년 상반기 말~하반기부터는 글로벌 출시가 주를 이룰 것으로 보인다. 글로벌 출시성과가 크게 나쁘지만 않다면 이러한 흐름 하에서 국내 업체들의 주가 상승세는 내년 상반기까지 이어질 것으로 전망된다.

시장의 흐름은 MMORPG, 그 다음이 IP

게임업종의 주가 흐름은 흥행과 밀접한 관련이 있다. 예전에는 성장성이 크게 보이지 않았었기 때문에 출시 이전에 주가에 기대감이 크게 반영되지 않는 모습이었지만 최근에는 매출 기대치가 대폭 높아졌기 때문에 주가에 기대치가 강하게 반영되고 있다. 결과적으로 기대감 반영치가 높아진 반면에 흥행에 실패했을 경우 주가 하방압력이 매우 거세졌다.

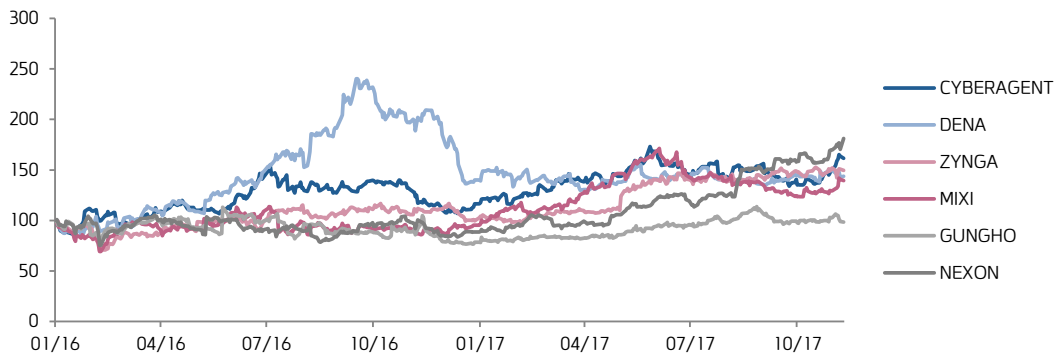
흥행과 관련되어 점칠 수 있는 것이 많지 않지만 지금까지 성과를 지켜봤을 때 몇 가지 요인을 들여다볼 필요가 있다. 아직까지 신작 MMORPG의 실패가 없었기 때문에 MMORPG에 대한 장리적 관심이 가장 우선시 되어야 할 것이며 그 다음이 IP의 파워이다. IP파워와 관련해서는 대중적 인지도 측면도 중요하지만 무엇보다 IP의 게임적 흥행성이 입증되어야 한다. 이는 게임관련 IP일 경우 흥행과 직결될 가능성이 높지만 영화 및 코믹스의 경우에는 흥행 가능성이 좀 더 떨어지는 모습을 보였기 때문이다. 또한 출시 직전에 이루어지는 사전예약이 필수 과정으로 나타나고 있는 만큼 관련된 추이도 중요하다.

2016~17년 글로벌 주요 온라인게임 업체들의 주가추이(기준: 100)



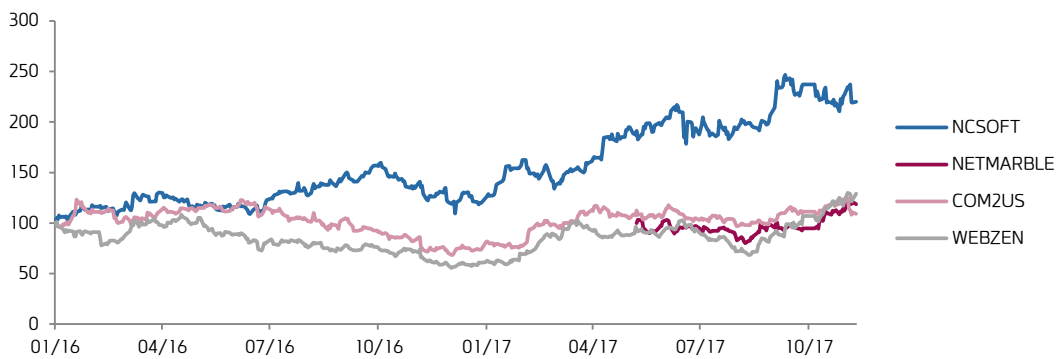
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016~17년 글로벌 주요 모바일게임 업체들의 주가추이(기준: 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016~17년 국내 주요 게임 업체들의 주가추이(기준: 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

I. 글로벌 MMORPG 비중이 늘어나고 있다

>>> 아시아 지역은 MMORPG, 미주/유럽에서는 전략

글로벌 MMORPG 확대 추세

최근 글로벌 시장의 변화는 MMORPG에서 나타나고 있다. 주요 지역은 중국, 한국을 비롯한 아시아 지역이지만 향후 MMORPG의 북미/유럽 지역 출시가 이어질 것으로 감안한다면 비중이 더욱 확대될 것으로 전망된다. 이미 MMORPG를 제외한 RPG의 비중이 감소하고 있는 것으로 나타나고 있으며 북미/유럽 지역에서는 여전히 강세이지만 퍼즐/전략 게임의 비중도 아시아지역에서는 감소하고 있는 것으로 보여진다.

아시아 지역에서 가장 독특한 지역인 일본은 전통적으로 MMORPG가 강세인 시장이 아니다. PC MMORPG시장도 여타 아시아지역에 비해 비중이 낮으며 콘솔게임 역시 솔로플레이잉 RPG가 주류를 이루는 지역이다. 게임산업 내 장르적 점유율로 봤을 때 북미/유럽지역보다도 MMORPG의 선호도가 낮은 지역이라고 할 수 있다. RPG게임도 액션중심보다는 스토리가 중요하며 일본 내에서 통용되는 IP의 가치가 매우 중요한 지역이다. 하지만 리니지2:레볼루션이 일본시장에 안착(일본시장 3위)하면서 MMORPG의 성공 가능성을 입증하였기 때문에 향후 국내 MMORPG의 출시가 늘어날 것으로 전망됨에 따라 점차 MMORPG 비중이 늘어날 것으로 전망된다.

관건은 북미/유럽지역, 중국 지역은 +α

미주/유럽지역에서의 모바일게임 장르는 이전과 큰 변화가 없는 모습을 보이고 있다. 퍼즐게임이 상위권을 차지한 가운데 전략과 카지노게임 등이 일정 점유율을 유지하고 있는 모습이다. 특히 상위권 게임들은 10위권 내의 순위변화만 있을 뿐 대부분 2년이 넘는 게임들이 자리를 차지하고 있다. 모바일게임 시장규모가 지속적으로 성장하는 가운데 장르적 변화가 거의 없는 지역으로 볼 수 있다. 이번 리니지2:레볼루션을 통해서 MMORPG의 가능성을 점쳐볼 수 있을 것이다. MMORPG가 북미/유럽 시장을 성장시킬 수 있는 트리거가 되려면 콘솔유저들의 유입이 필수적이라고 판단된다. 이 시장의 경우 전략을 제외한 퍼즐과 카지노 게임은 높은 DAU와 타시장 대비 약간 높은 ARPU로 시장이 형성되어 있다. 하드코어 유저 비중이 타지역 대비 낮은 지역으로 꼽을 수 있는데 콘솔유저들의 유입이 나타난다면 시장의 성장이 가속화 될 것으로 기대된다.

중국 지역은 이미 MMORPG가 확대된 시장으로 꼽히고 있다. 다만, 팬타스툼(Honour of Kings)이 장기간 1위를 기록함에 따라 Top 게임들의 매출 성장이 정체된 측면이 존재한다. 지금까지의 상위권을 차지했던 MMORPG가 무협 중심이며 고전 스타일이 다수를 차지하고 있다. 결과적으로 지금까지 여러 게임이 출시되었지만 최상위 매출트렌드가 지속되고 있는 모습을 보이고 있다. 예전 국내 모바일게임 시장이 세븐나이츠, 모두의마블 등이 유지되면서 상당 매출이 막혀있었던 모습과 유사하다고 생각하면 될 것이다. 최근 중국 내 개발되고 있는 글로벌형 대형 MMORPG가 이러한 흐름을 꺾 수 있을 것으로 기대를 모으고 있다. 또한 판호 발급과 관련된 분위기가 완화되는 모습을 땀에 따라 내년 출시 가능성이 높아지고 있는 리니지2:레볼루션 역시 크랙과 같은 역할을 할 수 있을지 귀추가 주목된다.

글로벌 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 글로벌(Google&iOS)	장르
1	Fate/Grand Order	RPG
2	Honour of Kings	Moba
3	Fantasy Westward Journey	RPG
4	Mobile Strike	전략
5	리니지M	MMORPG
6	리니지2:레볼루션	MMORPG
7	Candy Crush Saga	퍼즐
8	Clash Royale	전략
9	The Legend of Sword and Fairy	RPG
10	Novoland the Castle in the Sky	MMORPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

독일 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 독일(Google&iOS)	장르
1	Clash Royale	전략
2	Gardenscapes	퍼즐
3	Candy Crush Saga	퍼즐
4	Summoners War	RPG
5	Pokemon GO	AR
6	Clash of Clans	전략
7	Candy Crush Soda Saga	퍼즐
8	Hay Day	전략
9	Clash of Kings	전략
10	Castle Clash	전략

자료: App Annie, 키움증권 리서치

한국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 한국(Google&iOS)	장르
1	리니지M	MMORPG
2	리니지2: 레볼루션	MMORPG
3	Alliance X Empire	MMORPG
4	Girl's Frontline	RPG
5	Everybody's Marble	아케이드
6	FIFA Online3 M	스포츠
7	Onmyoji	RPG
8	Dark Avenger 3	액션RPG
9	The Rulers	액션RPG
10	Seven Knights	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 일본(Google&iOS)	장르
1	Fate/Grand Order	RPG
2	Monster Strike	RPG
3	리니지2: 레볼루션	MMORPG
4	THE IDOLM	캐주얼
5	Puzzle&Dragons	퍼즐
6	디즈니 썬썬	퍼즐
7	Puella Magi Madoka Magica	RPG
8	Dragon Ball Z	RPG
9	Pokemon GO	AR
10	Colopi Rune Story	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일게임 순위 및 장르(iOS기준)

순위	9월 중국(iOS)	장르
1	Honour of Kings	Moba
2	Fantasy Westward Journey	RPG
3	The Legend of Sword and Fairy5	MMORPG
4	Novoland the castle in the Sky	MMORPG
5	The Demi-Gods and Semi-Devils	MMORPG
6	Ghost	MMORPG
7	Onmyoji	RPG
8	King of Chaos	전략
9	Westward Journey Online	RPG
10	Contra: Return	액션

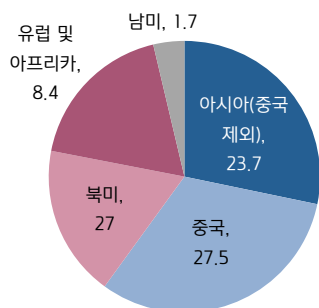
자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	9월 미국(Google&iOS)	장르
1	Candy Crush Saga	퍼즐
2	Clash Royale	전략
3	Candy Crush Soda Saga	퍼즐
4	Slotomania	카지노
5	Clash of Clans	전략
6	Mobile Strike	전략
7	Gardenscapes	퍼즐
8	Pokemon GO	AR
9	Game of War	전략
10	Madden NFL Mobile	스포츠

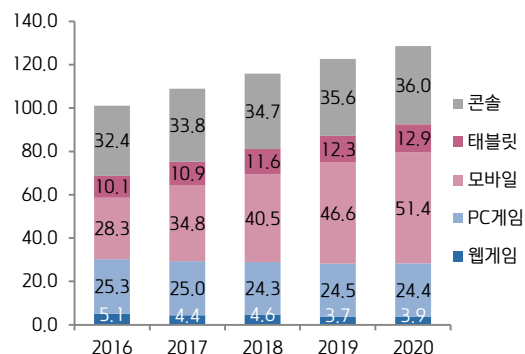
자료: App Annie, 키움증권 리서치

글로벌 모바일게임시장 점유율(단위: 십억달러)



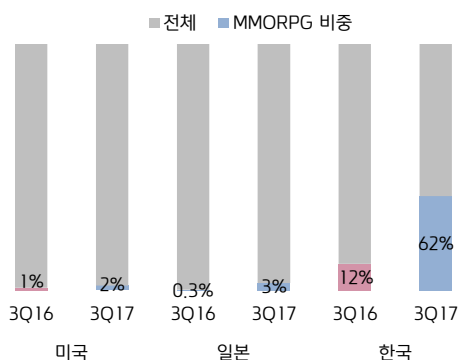
자료: Newzoo, 키움증권 리서치

글로벌 게임마켓 디바이스별 전망(단위: 십억달러)



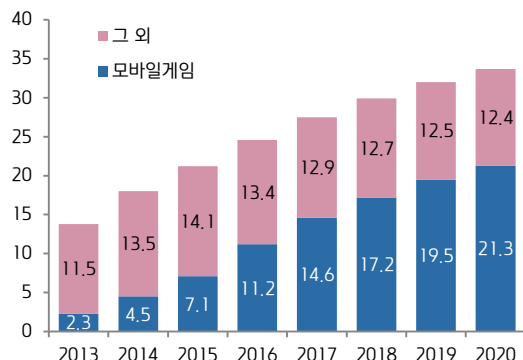
자료: Newzoo, 키움증권 리서치

글로벌 게임시장 MMORPG 점유율 변화



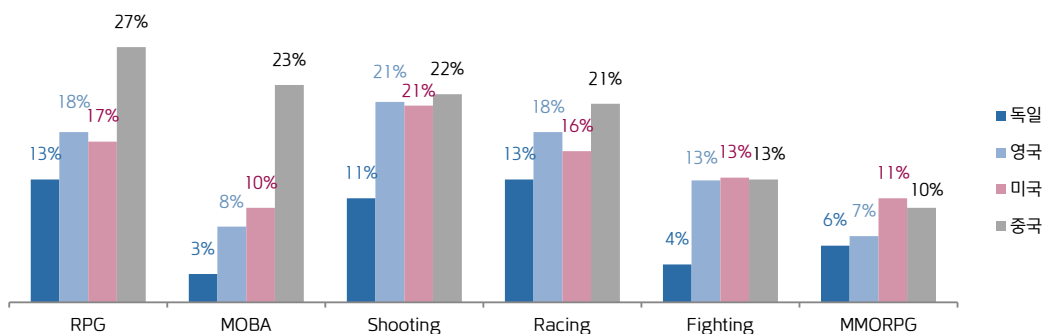
자료: 게임빌, 키움증권 리서치

중국 모바일게임시장 전망(단위: 십억달러)



자료: Newzoo, 키움증권 리서치

주요 국가 장르별 점유율



자료: Newzoo, 키움증권 리서치

II. 중국과 관련된 모멘텀, 확대 기대

>>> 중국 모멘텀의 확대 가능성은 장르적 특성과 맞물려 국내업체들에게 수혜로 돌아올 것

중국 사드이슈 완화 가능성

그 동안 사드 이슈는 국내게임들의 중국 진출이 어려워진 배경 중 하나이다. 국내 게임들이 중국 내에서 성과를 냈던 것들이 드물어지면서 직접적인 수입보다는 IP를 수입하여 개발하는 형태로 전환되고 있는 상황이었기 때문에 큰 영향을 받은 것처럼 느껴지지 않았다. 이러한 상황에서도 국내에서 인기를 끌었던 게임들은 지속적인 관심을 받고 있었다. 하지만 올해 초를 기점으로 중국에 출시되는 한국 게임들의 판호가 제한되면서 한국 개발게임들은 자취를 감춘 상태였다. 예전 글로벌 출시 때 중국iOS출시를 포함하던 형태도 없어졌다. 그 결과 최근까지 중국과 관련된 이슈는 IP를 활용하는 소수의 업체를 제외하고는 없었다. 이러한 상황에서 사드 이슈가 완화되는 움직임이 보이면서 게임업종 주가에 긍정적 영향을 끼칠 것으로 기대된다.

사드이슈가 완화되면 국내 상위게임들부터 수혜

사드 이슈가 완화될 경우(실제 판호 발급이 이루어질 경우) 장기적으로 게임업체 전반적으로 수혜가 돌아가겠지만 이전까지 중국 내에서 한국 개발게임들이 큰 성과를 내지 못했다는 점을 고려해보면 처음부터 큰 폭의 출시 모멘텀이 생길 가능성은 낮다고 판단된다. 다만 이전까지 추진 중이었다 판호 문제로 출시가 지연되었던 게임들은(리니지2:레볼루션, 검은사막PC) 수혜를 받을 것으로 판단된다.

이 게임들의 성과에 따라 추후 리니지M을 비롯한 국내 상위랭크 게임들은 중국 출시는 순조롭게 이어질 것으로 전망되며 글로벌 원빌드로 출시되는 게임들의 iOS출시도 이어질 가능성이 높다. 중국의 상위권 게임들을 살펴보면 최근 국내에서 주류를 이루고 있는 MMORPG게임들이 다수를 차지하고 있기 때문에 이전 액션/전략RPG들에 비해 성공가능성은 높다고 볼 수 있다. 다만 중국 게임들의 경쟁력이 많이 올라왔기 때문에 무조건적인 성공을 기대를 하는 것은 금물이다. 현재 중국은 IP 중심의 게임들이 성공하고 있다는 점을 감안하면 그 동안 중국 내에서 성과가 있던 IP를 중심으로 출시가 늘어날 것으로 판단된다.

중국 출시까지 이루어지면 한국 MMORPG의 성공시대가 열린다

실제 중국 시장에서 국내 게임이 출시되어 성과를 거둔다면 국내 게임업계에는 큰 의미가 된다. 그 동안 기대하지 않았던 지역이 추가되는 것뿐만 아니라 글로벌 모바일게임 시장에서 MMORPG 장르의 점유율이 늘어나고 있다는 점에서 시사점이 크기 때문이다. 이미 MMORPG장르가 한국, 일본, 동남아시아에서 큰 성과를 거두고 있고 올해 연말에는 리니지2:레볼루션이 시발점이 되어 북미/유럽 지역도 성과가 기대되기 때문에 글로벌 전 지역에서의 MMORPG장르가 흥행한다는 논리가 통용된다.

예전에 언급했던 것처럼 MMORPG의 경우 지역특색(무협, 자율성이 낮은)이 강한 중국개발사보다 범용성이 높은 국내 MMORPG의 성과들이 글로벌 시장에서 성공가능성이 높다고 판단했을 때 앞으로의 MMORPG시장은 국내업체들이 주도할 것으로 전망된다. 즉, 향후 다른 장르가 모바일시장을 선도할 때까지는 국내 업체들의 수혜가 예상된다.

III. 내년은 해외 진출의 해

>>> 특명: 콘솔 유저를 끌어들여라

국내 성공작들을 중심으로 내년 글로벌 진출이 활발해질 전망

국내 성공작들을 중심으로 해외 진출이 이어질 것으로 예상되는 가운데 국내 업체들이 성공가능성이 높은 지역은 동남아 시장이다. 이미 라그나로크와 리니지2:레볼루션을 통해 한국형 MMORPG의 성공을 입증한 지역이다. 하지만 실제 글로벌 성공을 위해서는 Big3지역인 중국, 일본, 북미 지역의 성공이 필수적이다. 중국은 직접진출이 어려운 지역이기 때문에 논외로 한다면 일본과 북미지역의 성과는 유저 유입과 관련이 높다. 그나마 일본은 리니지2:레볼루션의 안착으로 가능성을 입증하였지만 북미지역은 아직까지 하드코어게임 유저 비중이 매우 낮다(2016년 6.0%). 결국 일반 유저들을 하드코어게임 유저로 끌어들이던가 외부의 하드코어 유저들을 MMORPG로 끌어들이는 필요가 있다.

관련은 콘솔유저들을 모바일 MMORPG로 흡수하는 방법

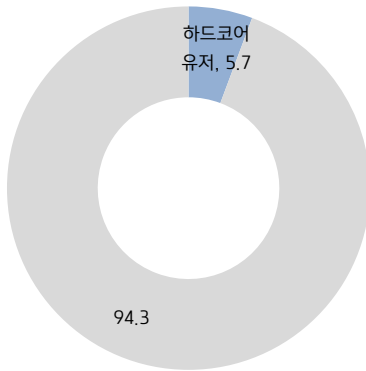
현재 MMORPG의 글로벌 성공 가능성은 북미/유럽지역으로 볼 수 있다. 아시아지역은 전통적으로 모바일 RPG가 강세였기 때문에 MMORPG의 성공을 어느 정도 예상할 수 있었다(일본 역시 특수한 측면은 있지만 RPG 흥행지역이었음). 다만 북미/유럽지역의 모바일 선호 장르는 아시아지역과 다르다. 그 동안 퍼즐/전략 중심으로 선호장르가 변화한 적이 거의 없었다. RPG역시 일부의 성과만 있었을 뿐 주도하는 지역은 아니었다. 그렇기에 북미/유럽시장에서의 모바일 MMORPG의 성공을 예단하는 것은 쉽지 않은 일이다.

북미/유럽시장의 선호장르가 아시아 지역과 다른 이유는 하드코어 게임유저는 모바일보다는 콘솔 중심으로 쏠려있고 모바일게임은 짧은 시간을 플레이 할 수 있는 전략/퍼즐 중심으로 관심이 몰리기 때문이다. 즉, 전통적으로 콘솔유저가 많은 시장이기 때문에 모바일게임은 보완재 역할을 담당하고 있다고 평가된다. 이러한 상황에서 MMORPG가 북미/유럽 시장에서 성공을 하려면 콘솔 유저들의 유입을 유도할 필요가 있다. 즉, 자율성이 높은 게임들이 성과를 나타낼 가능성이 높으며 콘솔/PC에서 성과를 낸 IP의 경우 성공가능성이 더 높아질 것으로 전망된다. 특히 북미/유럽지역은 모바일 RPG에 관심도가 덜했던 만큼 충분한 마케팅과 사전예약을 통한 유저유입이 필요할 것으로 사료된다.

MMORPG의 투트랙 출시, 선국내 출시 이후 해외 공략/원빌드 전략

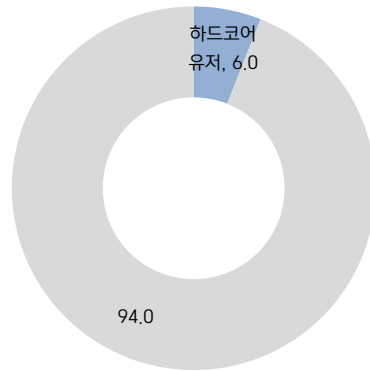
MMORPG의 출시 방식은 크게 두 가지로 나뉘고 있다. 이전까지 출시방식의 주류를 차지했던 원빌드 전략과 선국내 출시 이후 해외지역별 진출 방식이다. 이 중 선국내 출시 이후 해외지역별 진출 방식은 최근 MMORPG들이 많이 채용하는 방식이다. 국내 출시 이후 지역별 커스터마이징을 통해 성공가능성을 높이는 방식이다. 이 경우 개발인력 투입과 마케팅비용이 더 많이 소요되는 측면이 있지만 성공가능성을 높여주기 때문에 개발기간이 매우 긴 MMORPG특성상 유효한 접근방식으로 판단된다. 이에 따라 국내에서 성과를 낸 게임들은 일정 준비기간을 거쳐 동남아, 일본, 북미/유럽지역에 출시될 것으로 봐야 한다. 올해 하반기에 성과를 낸 게임들(엑스, 테라M 등)은 내년 상반기에 해외 진출 가능성이 높다고 판단되며 내년 상반기에 출시될 게임들은 하반기에 해외진출 하는 등 선순환 구조에 진입할 것으로 전망된다.

북미지역 하드코어게임 유저 비중(2015년)



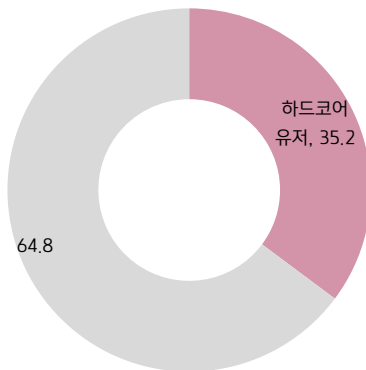
자료: Newzoo, 키움증권 리서치

북미지역 하드코어게임 유저 비중(2016년)



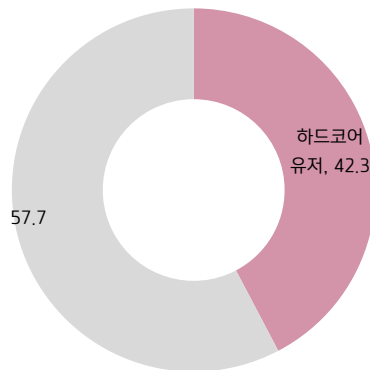
자료: Newzoo, 키움증권 리서치

중국 하드코어게임 유저 비중(2015년)



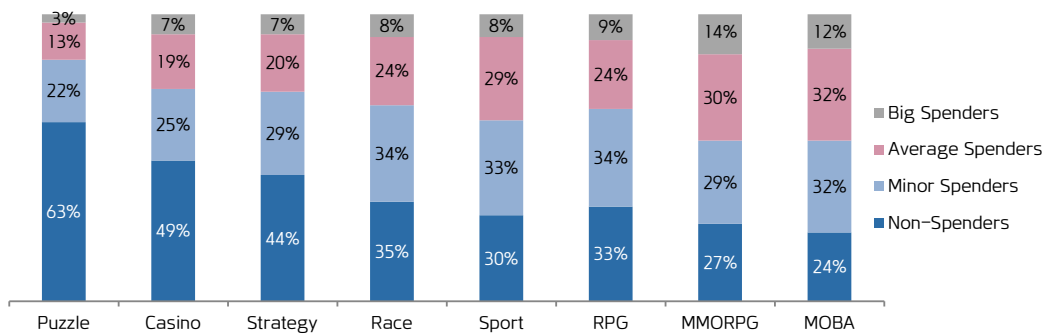
자료: Newzoo, 키움증권 리서치

중국 하드코어게임 유저 비중(2016년)



자료: Newzoo, 키움증권 리서치

게임 장르별 과금유저 비중



자료: Newzoo, 키움증권 리서치

주: Big Spenders(월 25달러 이상 결제유저), Average Spenders(5달러~25달러), Minor Spenders(5달러 미만)

주2: 유저표본은 미국/영국/독일/중국

V. 정부의 정책적 변화는 가능성이 낮음

>>> 국정감사 이후에 정치권 일부에서 모바일게임 규제 움직임

10월 국정감사를 통해서 모바일게임 규제와 관련된 내용이 언급되었다. 주요 이유는 모바일게임을 통한 청소년들의 과도한 결제를 막을 수 있는 방안이 없다는 점, 확률형 아이템을 사기 위한 결제가 대다수 이루어지고 있기 때문에 도박적인 요소가 다분하다는 주장이다. 이를 막기 위해 모바일게임의 결제한도(50만원)를 도입할 필요가 있다는 의견이 제시가 되었고 최근 관련 법안을 추진 중이라는 언론 보도가 나오고 있다.

이러한 정치권 일부에서의 움직임은 최근 정부정책의 방향성과는 다른 부분이 있다. 정부는 그 동안 규제되어 있던 온라인게임을 중심으로 규제완화를 논의하고 있고 민관합동 게임제도 개선 협의체를 구성하는 등의 이전에 비해 게임산업에 대한 시각이 완화된 모습을 보이고 있다. 다만 아직 구체적인 결과물이 나오지 않아 방향성에 맞게 정책이 나오는지는 지켜봐야겠지만 분명 규제 중심의 이전 정권과는 다른 움직임을 보여주고 있다. 이에 최근 결제한도 제한과 같은 급진적 법안은 정부와의 정책적 논의가 충분히 이루어지지 않았기 때문에 발의가 쉽지 않을 것으로 전망된다.

>>> 규제 이후 게임개발 업체가 줄어든 역사가 되풀이될 수 있음

모바일게임과 관련한 규제도입이 실제 이루어진다면 예전 게임산업을 크게 위축시켰던 섯다운제 도입 이후의 모습을 되풀이될 수 있다. 섯다운제 도입 이후 국내 게임사들의 온라인게임 개발이 크게 줄어들었고 실제 게임산업의 국내 실적이 크게 꺾인 전례가 있다. 물론 스마트폰 활성화와 더불어 모바일 게임이 크게 성장하면서 개발인력이 모바일게임으로 이동한 이유도 큰 영향을 끼쳤지만 온라인게임 산업성장이 크게 둔화되었던 요소에는 규제 영향이 결정적이었다. 그 결과 국내에는 현재 온라인게임을 개발하는 업체가 채 10개도 안 되는 것으로 파악되고 있다. 현재 남아있는 업체들도 모바일게임 개발 비중이 늘어나면서 실제 진행되는 프로젝트 건수는 더욱 줄어들었을 가능성이 높다.

이러한 여건하에서 글로벌 시장에서 흥행가도를 달리고 있는 블루홀의 ‘배틀그라운드’가 나왔다는 것은 기적과도 같은 일이라고 판단된다. 이마저도 국내에 선 런칭한 것이 아닌 글로벌 플랫폼인 스팀을 통해서 나왔기 때문에 흥행이 가능했다고 판단된다. 최근 관심을 모으는 검은사막과 배틀그라운드의 성공은 스팀플랫폼을 통해서 더욱 부각되고 있다. 스팀플랫폼의 글로벌 영향력이 확인되고 있는 과정에서 국내업체들은 몇몇 대형업체를 제외하고는 흥행을 위해서 플랫폼을 이용할 수밖에 없다. 역설적으로 배틀그라운드의 성공은 국내 PC온라인게임 시장에서 스팀플랫폼이 확대되는 결과를 불러일으키고 있고 이는 향후 국내업체들의 이익확대 가능성을 더 제한하는 요소가 될 것으로 판단된다.

사실 국내에 온라인게임과 관련된 규제가 생기기 전에는 글로벌 온라인 플랫폼이 아직 정립되기 전이었다. 돌이켜보면 그 당시 온라인게임에 대한 규제정책이 아닌 지원정책이 이루어졌다면 국내 업체들이 글로벌 플랫폼으로 성장할 수 있는 기회가 충분히 있었을 것으로 판단된다. 모바일게임 역시 국내 업체들이 크게 성장할 수 있는 기회가 형성되고 있는 와중에 규제가 실행된다면 우리는 또 다시 미래의 먹거리를 제 손으로 꺾어버리는 모습을 확인하게 될 것이다.

주요 게임관련 규제 현황

규제정책	주요 내용
웹보드 규제	▪ 월 결제한도 50만원, 1 회한도 5만원, 1 일 손실한도 10만원
온라인게임 규제	▪ 월 결제한도 성인 50만원, 청소년 7만원
셋다운제	▪ 만 16 세 미만 청소년 심야시간대(12 시~6 시) 인터넷 PC 게임 이용 제한

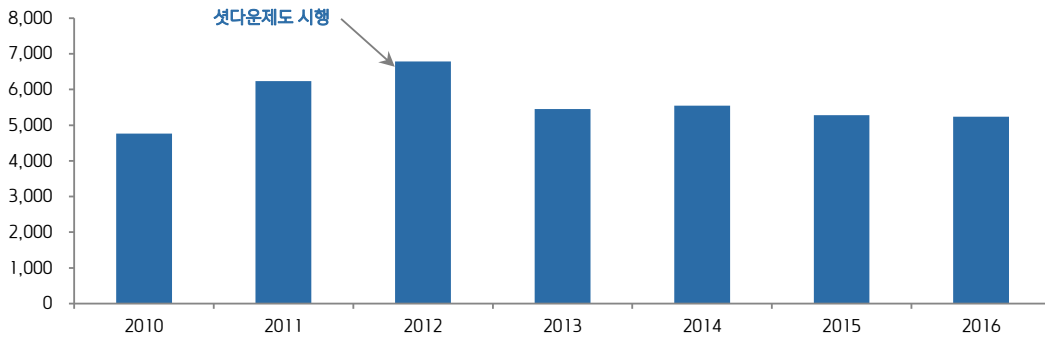
자료: 키움증권 리서치센터

주변 국가들의 게임관련 규제 현황

국가	규제정책	주요 내용
미국	없음	▪ 2014 년 폭력게임 과세법안 제출되었으나 무산
중국	자율규제	▪ 업체별 자율규제, 최근 왕자영요는 자체적으로 셋다운제 실시
일본	자율규제	▪ 확률형 아이템에 대한 확률 고지 등을 자율적으로 실행

자료: 키움증권 리서치센터

국내 온라인게임 매출 추이(단위: 십억원)



자료: 키움증권 리서치

VI. 내년 디바이스 다양화에도 관심이 필요

>>> 콘솔 디바이스 활용은 PC게임부터

온라인 멀티플레이가 가능해진 콘솔

최근 각종 PC게임들이 컨버전을 통해 콘솔시장까지 진출하고 있는 상황이다. 국내에서는 예전 프리스타일IP를 활용한 '3 on 3'가 PS4에 진출한 경험이 있다. 올해는 인기가도를 이루고 있는 배틀그라운드도 12월에 X-Box를 통해 출시할 계획이며 내년에 PC MMORPG 검은사막도 X-Box출시를 계획하고 있다. 이러한 콘솔과의 연계 방식은 국내 업체들에게 새로운 기회를 창출할 것으로 전망된다. 내년까지는 콘솔과 PC게임의 연계가 활발하게 이루어질 것으로 전망된다.

이러한 콘솔과의 연계가 더욱 심화될 것으로 보는 이유는 각 하드웨어 생산 주체들이 시장을 지키거나 키우기 위해 킬러콘텐츠 수급을 최우선 목표로 하기 때문이다. 특히 의미 있는 성과를 낸 업체들을 중심으로 이러한 콘텐츠 컨버전 요구가 커지고 있는 상황이기 때문에 킬러콘텐츠를 생산하는 업체들에 대하여 관심을 지속해야 할 것이다.

〈최근 킬러콘텐츠의 디바이스 진출 사례들〉

- 1) 이전까지 자주 이루어졌던 디바이스 진출은 콘솔콘텐츠→PC진출 (ex GTA시리즈)
- 2) 초기에는 콘솔버전을 먼저 출시한 이후에 PC버전을 출시했었으나 최근에는 동시출시 중심으로 이루어지고 있음
- 3) PC게임들의 콘솔버전 개발도 온라인게임을 중심으로 점차 늘어나고 있음(ex 월드오브탱크)
- 4) 모바일게임들도 콘솔버전으로 개발하는 사례가 발생(ex 마인크래프트)

마인크래프트의 경우에서 보듯 모바일의 콘텐츠 수급도 점차 확산될 것으로 판단된다. 특히 닌텐도 스위치의 흥행은 향후 콘솔의 휴대성이 더욱 진화하고 있다는 점에서 모바일과 같은 환경이 형성된 것을 의미한다. 물론 게임 중심의 디바이스이기 때문에 모바일만큼의 확장성은 어렵다고 판단되지만 콘솔의 유저들이 일반 모바일 유저들에 비해 Paying User 비중이 월등히 높다는 점을 감안하면 모바일게임들에도 새로운 매출원으로 자리잡을 수 있을 것이다.

다만, 아직까지는 모바일의 콘텐츠들이 특색이 있는 콘텐츠들을 제외하고는 콘솔대비 콘텐츠 우월성이 있다고 평가하기는 이르다. 디바이스적인 한계가 있기 때문에 그래픽 퀄리티를 놓고 판단했을 때 뒤떨어질 수 밖에 없다. 다만, 최근 모바일의 스펙들이 전체적으로 상향되고 있는 가운데 모바일게임들의 그래픽퀄리티도 동반 상승하는 모습을 보이고 있다. 장르 역시 PC와 같이 하드코어 및 다중접속 중심(ex MMORPG)으로 재편되고 있는 상황이다. 모바일게임들의 그래픽 퀄리티가 점차 상승하고 콘솔의 다중접속 콘텐츠 수요가 늘어나고 있다는 점을 감안하면 멀지 않은 미래에 모바일게임의 콘솔 컨버전도 늘어날 것으로 기대된다.

배틀그라운드 X-BOX One기간 독점작 출시



자료: 키움증권 리서치

내년 콘솔 출시 계획인 검은사막 스크린 샷



자료: 키움증권 리서치

주요 콘솔 비교

	닌텐도 스위치	PS4 Pro	X-Box one x
CPU/GPU	Tegra 기반 커스텀 칩	ADM 재규어, 옥타코어(8 코어)/ 4.20 TFLOPS	8 코어 커스텀 2.3GHz/ AMD 6.0 TFLOPS
RAM	4GB LPDDR4 SDRAM	8GB GDDR5	12GB GDDR5
저장장치	32GB eMMC 5.1 규격 내장 메모리, micro SDXC(2TB 지원)	1TB 지원	1TB
디스플레이	6.2 인치 HD(1280x720) IPS TFT-LCD 멀티 터치 정전식 터치스크린	TV 연결	TV 연결
영상 출력	HDMI, 1080P 60fps(FHD) 업스케일링	HDMI 2.0 (4K, HDR 대응), 광디지털 출력	800 만 이상 픽셀 HDR 지원, 4K UHD 지원
네트워크	무선 LAN Wi-Fi 2.4/5GHz(IEEE 802.11 a/b/g/n/ac), 블루투스 4.1	IEEE 802.11 a/b/g/n/ac, 블루투스 4.0	IEEE 802.11 ac dual band
배터리	16Wh(4,310mAh, 3.7V) 리튬 이온 배터리	없음	없음
전원어댑터	입력- AC 100~260V 1A (Free Volt) / 출력- USB Type-C PD 규격, DC 5V~15V, Max 2.6A(약 40W)	AC 100~ 240V, 50/60Hz	미공개
크기	102x239x13.9mm	29.5X32.7X5.5cm	30X23X6cm
무게	약 297g(조이컨 장착 시 398g)	3.3kg	3.2kg
형태	복합형	거치형	거치형

자료: 각종 자료, 키움증권 리서치센터

>>> 컨버전 대한 관심은 확실히 늘어나고 있어

콘솔과 모바일은 그 동안 각자의 영역을 확고하게 자리를 잡고 개별적인 움직임을 보여왔다. 콘솔의 경우 고퀄리티 게임 보유에도 불구하고 휴대성의 불편함 때문에 시장성장에 한계를 드러내었고 그에 대한 방편으로 휴대용 콘솔디바이스를 제작, 판매를 하였지만 다운그레이드 된 사양으로 거치형 콘솔 만큼의 재미를 보여주기에 무리가 있었다. 그 결과 콘솔시장의 새로운 돌파구를 위해 VR로의 반전을 꾀했으나 아직까지 VR시장은 가능성만을 보여준 입장이기 때문에 돌파구가 되지 못하는 상황이었다.

하지만 이번 닌텐도 스위치를 통해서 콘솔시장은 새로운 성장돌파구를 찾을 것으로 판단한다. PS4, X-box등도 콘솔기기의 휴대성을 확대시킬 가능성이 있으며 관련한 디바이스 판매도 확대될 것으로 기대 된다. 콘솔의 휴대성 확대가 모바일에 영향을 미치는 요소는 분명 존재한다. 다만 아직까지 콘솔의 진 화방향에서 부족한 부분이 존재한다. 모바일과 같은 동시접속 부분이 상대적으로 떨어진다는 것이다. 분명 예전보다는 솔로플레이보다는 온라인플레이가 늘었으나 여전히 솔로플레이 중심의 콘텐츠 개발이 다수를 차지하고 있다는 점에서 지속성에서 떨어지는 모습을 보이고 있다.

또 한 가지 긍정적인 점은 디지털다운로드 부분이다. 아직까지 게임 구매가 오프라인을 통한 부분이 다수를 차지하지만 디지털다운로드의 비중이 점차 늘어나고 있다. 오프라인 구매의 장점은 구매 이후 일정시간 게임을 즐기고 다시 되팔 수 있다는 점이다. 반면 디지털다운로드는 계정활용을 통해 구매이력을 남길 수 있다는 점, 구매방법이 간편하다는 점에서 장점을 보이고 있다. 이러한 디지털다운로드는 구매력을 늘릴 수 있어 휴대용 콘솔의 콘텐츠 활성화에 긍정적 역할을 할 것으로 기대된다.

반면 모바일은 게임의 고도화가 이루어지고 있다. 이전에는 어렵던 동시접속 플레이들이 디바이스, 네트워크의 발전으로 가능해지고 있으며 디바이스들이 대용량으로 전환됨에 따라 하드코어 게임들로 속 속 바뀌고 있는 상황이다. 아직까지 모바일 버전을 콘솔로 컨버전하기 위해서는 업그레이드가 필요하기 때문에 엔진호환이 가능하다 하더라도 리소스 투입대비 효율성이 떨어질 수 있다. 이에 퀄리티 중심보다는 게임성에 맞춰져 컨버전이 나타나고 있다. 고퀄리티의 게임이 콘솔로 컨버전되기 까지는 아직 수년의 시간이 필요하겠지만 그 간극은 점차 좁혀질 것으로 전망된다.

닌텐도 스위치 온라인상점



자료: 닌텐도, 키움증권 리서치

소니의 PS4 온라인상점



자료: Sony, 키움증권 리서치

VII. 결론

>>> 점차 판별되는 출시성과, 내년 해외진출로 이어져

국내지역의 성과도 중요하지만 내년 해외진출 성공 가능성이 높은 업체가 중심

하반기를 통과하는 시점에서 업체별 성과들이 점차 판별되고 있다. 현재까지의 결과는 여전히 신규 MMORPG의 성과는 지속되고 있고 기타 장르의 성과는 높아진 눈높이를 충족시키지 못하고 있다고 판단된다. 이에 우리는 리딩업체들의 출시 라인업을 살펴볼 필요가 있다. 특히 지금과 같이 주요 게임의 글로벌 출시가 예정되어 있는 상황에서는 변화의 시작점이 될 수 있기 때문에 성과를 지켜볼 필요가 있다. 현재까지 통용되는 지역(한국, 중국, 동남아)이 아닌 변화가 적은 지역(일본, 북미/유럽)에서 성과를 거둔다면 시장 판도가 확실히 변하는 것을 의미하기 때문이다.

리딩업체의 성공이 이어지고 난 이후에는 관련된 장르를 개발하고 있는 업체들에게 관심이 쏠릴 가능성이 높다. 하나의 장르가 지역을 먼저 선점하게 되면 뒤따르는 게임들이 일정수준 이상의 성과가 나타나기 때문이다. 이후 경쟁게임들이 우후죽순처럼 늘어나기 전까지는 해당 게임들의 성적이 준수하게 나타나기 때문에 선점된 시장에 출시되는 게임들 역시 살펴볼 필요가 있다.

결과적으로 올해 연말 MMORPG의 해외 공략이 성공하게 된다면 해당업체의 EPS상승이 나타날 뿐만 아니라 시장을 선도하는 기업으로 프리미엄도 받게 될 것으로 전망된다.

>>> 게임업종 투자전략

다가온 모멘텀 중심의 투자가 유효, 성공가능성에 대한 고찰도 필요

게임업종은 게임 흥행과 관련되어 주가의 급등락이 형성된다. 이에 출시 모멘텀, 흥행게임의 대규모 업데이트 등의 모멘텀에 주가가 큰 영향을 받는다. 이에 모멘텀과 관련된 주가흐름이 게임업종에 나타나고 있으며 출시직전까지 기대감으로 주가가 형성되다가 출시 이후 성과에 따라 향방이 갈리는 움직임이 지속적으로 나타나고 있다.

이러한 주가흐름에 비추어 봤을 때 가장 모멘텀 시점이 가까운 것은 넷마블게임즈이다. 리니지2:레볼루션의 북미/유럽 진출과 더불어 테라M의 출시가 11월에 예정되어 있기 때문이다. 현 시점에서는 넷마블게임즈에 대한 관심이 가장 많을 것으로 전망되는 가운데 12월부터는 내년 초에 나타날 것으로 전망되는 모멘텀들에 관심이 몰릴 것으로 전망된다. 예년과는 다르게 다양한 MMORPG들이 내년 초를 목표로 준비 중에 있다. 대표적으로 검은사막, 게임빌의 로열블러드 등이 있고 상반기 중에는 불소IP를 비롯한 엔씨소프트와 넷마블게임즈의 IP게임들이 선보일 것으로 전망된다.

우리가 감안해야 할 점은 게임의 성공가능성이다. 모멘텀 중심의 투자가 주를 이루기 때문에 게임의 흥행이 주가에 절대적 역할을 한다. 리스크를 최대한 줄이기 위해서는 각 업체들이 보유한 IP의 인지도, 개발능력, 사전예약자 수 등을 면밀히 살펴볼 필요가 있으며 해외 성과가 가능한지 여부도 참조할 필요가 있다.

>>> Top Pick: 엔씨소프트, 넷마블게임즈

게임업종 Top Pick으로는 엔씨소프트를 제시한다. 차선호주로는 글로벌 선점효과를 누릴 넷마블게임즈와 더블다운카지노게임 개선작업을 통해 성장이 전망되는 더블유게임즈를 제시한다. 12월에는 모멘텀이 일부 소진될 넷마블게임즈보다 신규 모멘텀이 생길 것으로 전망되는 엔씨소프트의 매력에 더욱 부각될 것으로 전망된다.

엔씨소프트: 동사는 리니지M의 출시에 따라 올해 높은 실적 성장을 이룰 것으로 전망된다. 롱런할 수 있는 요소를 갖추에 따라 모바일에서의 성과가 더욱 빛을 발할 것으로 판단되며 내년에도 동사의 IP를 활용한 게임들이 출시될 것으로 예상됨에 따라 온라인/모바일을 통합한 성장성이 부각될 것으로 기대된다. 특히 12월부터 시작되는 리니지M의 대만/홍콩 출시 모멘텀과 내년 상반기 중에 신작 출시가 확인될 경우 실적 개선과 더불어 관심이 다시 형성될 것으로 전망된다.

넷마블게임즈: 글로벌 추세가 IP보유 업체에게 긍정적 시각을 유지하고 있다는 점, 연말까지 해외 매출이 확대되고 있다는 점과 주요IP를 활용한 MMORPG들이 대거 준비되고 있다는 점, 안정적 파이프라인 유지로 인해 큰 흔들림 없이 성장이 가능하다는 점이 긍정적이다. 단기적으로 실적이 기대에 미치지 못한 점은 있지만 모멘텀(리니지2:레볼루션 북미/유럽 진출, 테라M 출시)이 가장 근접한 업체로 모멘텀 결과에 따라 성과 확인이 될 경우 높은 성장세가 전망된다.

더블유게임즈: 더블다운카지노의 개선작업이 1차적으로 마무리되고 2차작업과 마케팅이 병행되는 4Q 시점부터는 실적확대가 가능할 것으로 전망된다. 연말효과까지 더해 실적개선이 크게 이루어질 것으로 보이며 신작들은 IP를 바탕으로 예전에 비해 빠르게 올라올 것으로 기대된다. 결과적으로 마케팅효과와 업데이트 효과가 마무리되는 내년 2Q시점부터는 뚜렷한 성장세를 시현할 수 있을 것으로 전망된다.

주요 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
리니지 2(북미/유럽)	넷마블게임즈	11/15	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지 2
테라 M	블루홀/넷마블게임즈	11/28	Mobile/MMORPG	PC MMO, 테라
페이트그랜드 오더	Aniplex/넷마블게임즈	11/21	Mobile/RPG	만화 Fate/Grand
세븐나이츠 MMO	넷마블게임즈	2018 년	Mobile/MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
블레이드앤소울 M	넷마블게임즈	2018 년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
리니지 M(대만/홍콩)	엔씨소프트	4Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지
블레이드앤소울 2	엔씨소프트	2018 년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
아이온: 템페스트	엔씨소프트	2018 년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 아이온
리니지 2:	엔씨소프트	2018 년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지 2
프로젝트 TL	엔씨소프트	2019 년	Mobile, PC/MMORPG	신규 IP(이터널 계승)
스카이랜더스	컴투스	2018 년 하반기	Mobile/RPG	콘솔 IP, 스카이랜더스
서머너즈워 MMO	컴투스	2018 년 하반기	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
로열블러드	게임빌	2018 년 1 월	Mobile/MMORPG	신규 IP
탈리온	유틸플러스/게임빌	2018 년 2Q	Mobile/MMORPG	신규 IP
NBA	미공개/게임빌	2018 년 상반기	Mobile/Sports	NBA 라이선스
검은사막 M	펄어비스	2018 년 1Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
검은사막 X-box	펄어비스/Microsoft	2018 년 상반기	Consol/MMORPG	PC MMO, 검은사막
기적:최강자(중국)	룽투게임즈(중국)	2018 년 상반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, MU(웹젠)
전민기적 2(중국)	천마시공/텐센트	4Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, MU(웹젠)
전민기적 2(한국)	천마시공/웹젠	2018 년 상반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, MU(웹젠)
블레스	네오위즈	4Q	PC/MMORPG	자체개발
DC 정의연맹	룽투게임즈/룽투,카카오	4Q	Mobile/Moba	DC Comics
블레이드 2	액션스퀘어/4:33,카카오	2018 년 상반기	Mobile/ARPG	Mobile 블레이드 후속작
창세기전:안타리아	엔드림/조이시티	2018 년 1Q	Mobile/RPG	PC, 창세기전
블레스 M	조이시티	2018 년 하반기	Mobile/MMORPG	PC, 블레스(네오위즈)
DC 언체인드	썸에이지/4:33	2018 년 1Q	Mobile/ARPG	DC Comics
오버히트	넷게임즈/넥슨	11/28	Mobile/RPG	신규 IP
니드포스피드 엣지	스피어헤드/넥슨	12/7	PC/Racing	니드포스피드
FIFA Online4	EA/넥슨	2018 년 상반기	PC/Sports	FIFA Online
타이탄폴온라인	넥슨지티/넥슨	2018 년	PC/FPS	EA, 리스폰엔터
배틀그라운드(한국)	블루홀/카카오	11/14	PC/Battle Royale	정식출시

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

Global Peers(게임 I)

		BLIZZARD	EA	SQUARE ENIX	BANDAI	KONAMI	NETEASE
시가총액(십억원)		53,875	38,794	6,217	8,649	8,252	44,792
주가수익률(%)	5D	4.4	(0.1)	3.4	0.5	(2.5)	(1.7)
	1M	4.1	(5.2)	18.1	2.9	8.6	8.9
	3M	4.7	(2.6)	35.2	10.8	2.6	8.4
	6M	13.5	3.0	49.9	4.5	16.1	12.2
	12M	61.3	45.1	69.1	30.5	37.0	29.8
매출액(십억원)	2016	7,670	5,084	2,078	5,551	2,411	6,674
	2017E	7,786	5,814	2,546	6,299	2,495	8,998
	2018E	8,241	6,229	2,665	6,544	2,610	11,231
영업이익(십억원)	2016	1,639	1,039	251	479	238	2,208
	2017E	2,640	1,886	388	654	507	2,434
	2018E	3,025	2,215	415	719	548	2,858
EPS(원)	2016	1,509	4,314	1,573	1,519	737	15,453
	2017E	2,491	4,785	2,081	2,110	2,479	17,372
	2018E	2,855	5,582	2,266	2,303	2,684	20,389
EPS Growth(%)	2016	10.1	44.7	92.6	(8.3)	6.5	67.3
	2017E	65.1	10.9	32.3	38.9	236.3	12.4
	2018E	14.6	16.7	8.9	9.2	8.2	17.4
P/E(배)	2016	25.6	29.2	18.6	15.6	43.6	17.0
	2017E	28.5	26.3	24.2	18.3	23.0	19.6
	2018E	24.8	22.6	22.3	16.8	21.2	16.7
P/B(배)	2016	3.0	5.9	2.2	1.7	2.1	5.2
	2017E	4.7	7.3	3.1	2.2	3.0	5.4
	2018E	4.1	6.0	2.8	2.0	2.7	4.3
ROE(%)	2016	11.2	35.8	12.3	11.2	4.9	34.4
	2017E	16.1	29.5	13.5	12.7	14.2	29.7
	2018E	15.8	28.8	13.4	13.2	13.9	27.6
EV/EBITDA(배)	2016	11.1	15.7	8.2	5.1	6.9	12.8
	2017E	18.9	16.2	10.2	7.3	10.4	15.8
	2018E	15.5	13.5	8.9	6.3	9.2	12.6
EBITDA(십억원)	2016	2,974	1,266	312	689	519	2
	2017E	2,811	2,070	475	878	674	2
	2018E	3,300	2,399	527	949	728	3
EBITDA Growth(%)	2016	44.9	2.2	37.9	(11.2)	49.1	64.5
	2017E	(5.5)	63.4	52.2	27.5	30.0	17.9
	2018E	17.4	15.9	11.1	8.1	8.0	18.1

자료: Bloomberg(11/13기준), 키움증권 리서치센터

Global Peers(게임 II)

		CYBERAGENT	DENA	ZYNGA	MIXI	GUNGHO	NEXON
시가총액(십억원)		4,857	3,799	3,762	4,691	2,855	14,670
주가수익률(%)	5D	4.4	(2.2)	(0.1)	5.9	(7.9)	4.8
	1M	16.3	1.6	0.7	9.7	0.3	13.3
	3M	8.3	9.4	6.2	3.4	0.0	33.4
	6M	6.4	(1.7)	16.1	(4.4)	10.5	61.4
	12M	43.2	(23.8)	33.4	70.8	6.7	93.6
매출액(십억원)	2016	3,238	1,386	861	2,014	1,202	1,957
	2017E	4,084	1,449	948	1,979	945	2,239
	2018E	4,517	1,511	1,036	1,857	868	2,447
영업이익(십억원)	2016	383	191	(133)	917	493	435
	2017E	324	272	98	781	356	888
	2018E	402	329	145	698	308	1,011
EPS(원)	2016	1,129	760	(139)	7,086	345	494
	2017E	636	1,272	104	6,432	298	1,570
	2018E	1,145	1,483	146	5,820	261	1,834
EPS Growth(%)	2016	2.3	(32.0)	(5.4)	78.7	(11.0)	(58.7)
	2017E	(43.7)	67.4	(174.9)	(9.2)	(13.5)	217.5
	2018E	80.1	16.6	40.2	(9.5)	(12.4)	16.8
P/E(배)	2016	27.6	24.6	N/A	5.7	7.7	36.6
	2017E	60.9	19.9	41.5	9.3	10.1	21.2
	2018E	33.8	17.0	29.4	10.2	11.6	18.1
P/B(배)	2016	4.8	1.5	2.7	2.9	4.5	2.0
	2017E	5.3	1.5	2.1	2.5	4.1	3.4
	2018E	4.8	1.4	2.1	2.1	3.1	2.8
ROE(%)	2016	18.8	6.5	(6.4)	69.7	43.6	5.4
	2017E	10.0	7.7	5.2	27.6	45.9	16.9
	2018E	14.7	8.2	6.9	20.3	32.7	17.3
EV/EBITDA(배)	2016	7.5	6.9	N/A	2.3	3.0	8.9
	2017E	10.9	8.3	21.4	3.9	6.3	12.4
	2018E	8.8	6.8	15.0	4.4	6.5	10.8
EBITDA(십억원)	2016	0	0	(0)	1	0	0
	2017E	0	0	0	1	0	1
	2018E	0	0	0	1	0	1
EBITDA Growth(%)	2016	20.1	(20.3)	(21.0)	70.1	(27.1)	(30.4)
	2017E	(3.5)	24.5	(273.7)	(10.0)	(24.1)	97.0
	2018E	21.7	17.2	34.9	(14.4)	(11.3)	8.9

자료: Bloomberg(11/13기준), 키움증권 리서치센터



기업분석

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 530,000원
모멘텀은 계속 이어진다

넷마블게임즈
(251270)

Outperform(Maintain)/목표주가 210,000원
글로벌 석권을 기대하며

컴투스
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 170,000원
아직 멀어보여도 그때는 온다

게임빌
(063080)

BUY(Maintain)/목표주가 95,000원
신작에 대한 기대 확대

더블유게임즈
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 83,000원
내년 DDC의 반등을 지켜보자

엔씨소프트 (036570)



BUY(Maintain)

주가(11/14) 421,000원

목표주가 530,000원

2017년의 엔씨소프트의 화두가 리니지M이었다면 2018년은 신작의 성과와 해외진출이 될 것으로 전망된다. 모멘텀 공백 우려도 대만지역 출시와 내년 신작 출시로 해소될 것으로 전망된다. 게임업종 Top Pick으로 추천한다.

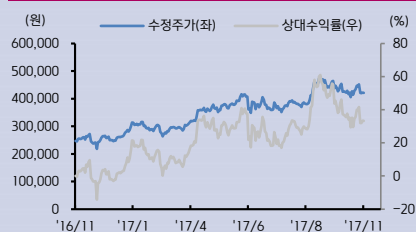
Stock Data

KOSPI (11/14)		2,526.64pt
시가총액		92,363억
52주 주가동향	최고가	최저가
	478,500원	218,000원
최고/최저가 대비 등락	-12.02%	93.12%
주가수익률	절대	상대
	1M	-1.4%
	6M	19.9%
	Y	70.4%
		-3.5%
		8.5%
		33.2%

Company Data

발행주식수	21,939천주
일평균 거래량(3M)	251천주
외국인 지분율	40.89%
배당수익률(17.E)	0.95%
BP(17.E)	104,688원
주요 주주	국민연금 12.3%
	김택진 외 7인 12.0%

Price Trend



모멘텀은 계속 이어진다

>>> 리니지M의 대만출시 새로운 동력

엔씨소프트의 주가 하락은 리니지M의 매출감소에 대한 우려가 반영되어 있다. 9월까지 견조한 모습을 보이던 리니지M이 10월들어 감소세를 보였기 때문이다. 이에 따라 향후 실적 부진에 대한 우려가 나타난 것이다. 하지만 당사가 당초에 전망했던 리니지M의 매출 추이에서는 크게 벗어나지 않고 있다. 업데이트를 통해 매출이 반등하고 있고 12월 대만/홍콩 지역 신규 출시를 통해 감소했던 매출은 충분히 회복될 것으로 전망된다. 더불어 개인거래 업데이트가 이루어지면 장기 흥행을 위한 기초작업이 마무리 될 것이다.

>>> 내년 신작출시는 추가적인 성장 기회

리니지M에서 동사의 성장성이 끝나는 것이 아니다. 내년 불소2와 리니지2, 아이온:템페스트를 통한 추가적인 성장이 가능할 것으로 전망된다. 특히 위에 언급된 IP게임들은 해외 성공 가능성이 리니지M에 비해 높을 것으로 예상되기 때문에 내년 글로벌 MMORPG 경쟁에서도 빛을 볼 것으로 기대된다. 당사에서는 이중 불소2의 출시가 가장 빠를 것으로 예상하고 있으며 연말이 다가올수록 관련된 기대감이 주가에 반영될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 및 Valuation

엔씨소프트에 대해 투자의견을 BUY, 목표주가 530,000원을 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(십억원)	838	984	1,774	2,018	2,396
보고영업이익(십억원)	237	329	622	798	986
핵심영업이익(십억원)	237	329	622	798	986
EBITDA(십억원)	272	361	650	826	1,013
세전이익(십억원)	240	346	665	822	1,015
순이익(십억원)	166	271	492	600	741
지배주주지분순이익(십억원)	165	272	492	599	740
EPS(원)	7,542	12,416	22,426	27,325	33,729
증감율(%YoY)	-28.1	64.6	80.6	21.8	23.4
PER(배)	28.2	19.9	18.8	15.4	12.5
PBR(배)	2.6	2.9	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	12.4	9.2	6.9
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	35.1	39.5	41.2
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	35.1	39.5	41.2
ROE(%)	10.5	14.7	23.4	23.4	23.5
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-50.7	-57.5	-64.5

>>> 리니지M의 공성전과 개인거래 효과

4Q 리니지M 업데이트가 장거리 운전의 동력이 될 것

리니지M의 공성전 업데이트와 관련된 고찰이 필요하다. PC리니지가 바람의 나라 등과는 다르게 어떻게 장수 게임이 됐는지를 살펴보면 개인거래 시스템과 공성전 시스템이 주요한 역할을 하였다. 우리는 이러한 PC의 운영 노하우가 모바일에도 충분히 이식될 수 있다고 판단하고 있으며 시스템이 안정적으로 정착하게 된다면 기존의 모바일게임 Life Cycle이 혁신적으로 길어질 것으로 판단하고 있다.

1. 리니지M의 공성전 11/5일 시작

리니지M의 첫 공성전이 11/5일에 시작되었다. 공성전은 55레벨 이상의 캐릭터만 참여할 수 있고 혈맹 중심의 경쟁이기 때문에 관련된 아이템 업그레이드에 대한 욕구가 확대된다. 이러한 아이템 업그레이드 욕구는 매출로 연계될 가능성이 높으며 이에 많은 사람들이 공성전 업데이트 이후에 매출 반등을 기대하고 있는 상황이다. 다만, 아직까지 큰 폭의 반등이 나오지 않는 이유는 공성전이 일주일에 한번 열린다는 점, 공성전 경쟁이 치열해질수록 업그레이드 욕구가 강해지기 때문에 초기 공성전에서는 그러한 모습이 적게 나타난다는 점 때문이다. 공성전이 점차 치열해질수록 매출 안정성도 더욱 견고해질 것으로 전망된다.

2. 마지막 남은 관문, 개인거래 시스템

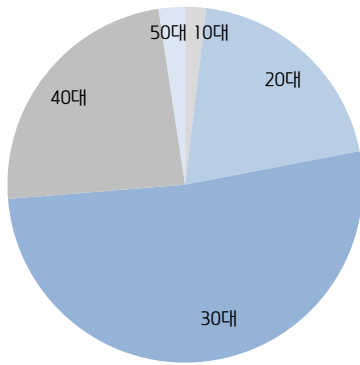
아직까지 개인거래 시스템에 대한 업데이트 일정은 미정이다. 주요 지역업데이트를 제외하고 시스템적으로 남아있는 업데이트로 볼 수 있다. 기존 PC에서 리니지 경제의 버팀목이었던 개인간 거래시스템은 근시일 내에 도입될 가능성이 높다. 다만 개인간 거래시스템은 저가의 아이템 위주보다는 고가의 아이템 중심으로 활용되기 때문에 장비보유 상황 등을 면밀히 살펴보면서 진행될 가능성이 높다. 저가의 아이템은 이미 거래소를 이용하기 때문에 공급이 충분한 상황이다. 결국 공성전을 통해서 전반적인 아이템이 업그레이드 될 경우 개인간 거래시스템이 도입될 가능성이 높다고 판단된다.

개인간 거래 시스템이 도입이 될 경우 아이템가치 형성과 맞물리면서 매출의 안정성이 더욱 견고해질 가능성이 높다. 아직까지 아이템가치가 얼마나 형성될지는 모르겠으나 현재까지 꾸준히 높은 매출을 기록하고 DAU도 큰 변화 없이 초기와 비슷한 수준을 유지하고 있다는 엔씨소프트 발표를 감안해본다면 상당히 높은 가치에서 거래될 가능성이 높다고 판단된다.

3. 지역 업데이트/신규 클래스를 통해서 경쟁작 대비 우위에 설 계획

올해 연말부터해서 내년까지 다수의 MMORPG가 출시될 계획이다. 경쟁작들의 출시는 리니지M의 매출에 부정적 요소는 분명하지만 주요 연령층이 30~40대인 점을 감안하면 큰 폭의 이탈은 없을 것으로 전망된다. 또한 신규 지역 및 클래스 업데이트가 내년부터 이어질 것으로 전망되기 때문에 불소, 아이온, 뮤, 라그나로크 등의 대형IP게임들을 제외하고는 큰 영향이 없을 가능성이 높다. 결국 리니지M의 스케줄대로 업데이트가 순조롭게 이어진다면 롱런 할 바탕이 마련될 것이다.

30~40대 중심의 리니지M 연령비



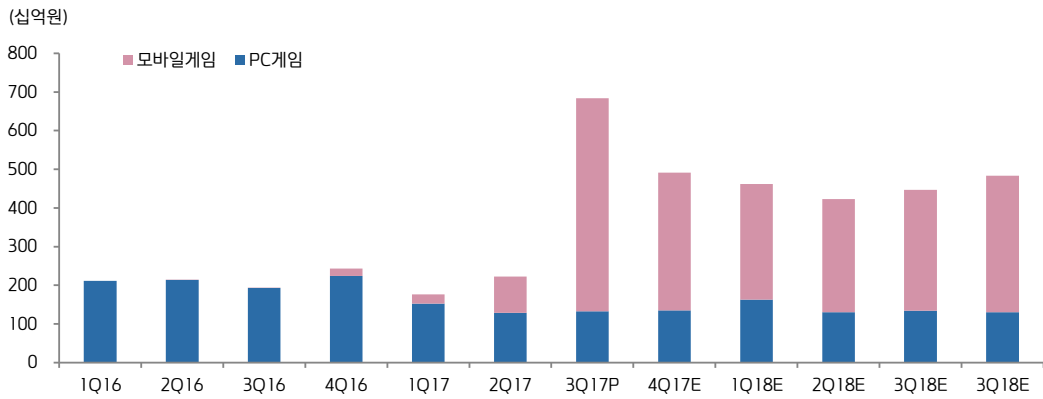
자료: 키움증권 리서치센터

11/1일에 진행된 공성전 업데이트



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

PC에서 모바일로 매출비중 이동



자료: 키움증권 리서치센터

>>> 신작 모멘텀을 보유한 내년이 다가온다

내년 상반기부터 발생될 것으로 기대되는 신작 모멘텀

11/7일 발표된 엔씨소프트의 신작 리스트

11/7일에 엔씨소프트의 신작 발표회가 있었다. 블소2, 리니지2, 아이온:템페스트, 프로젝트TL, 4개 게임과 관련한 내용을 발표하였다. 출시 시점은 프로젝트TL만 2019년 출시이고 나머지 3개의 게임은 2018년 출시 예정이다. 이 중 블소2의 출시가 가장 가까운 것으로 당사에서는 예측(블소2는 상당 부분 완성되었다고 언급)하고 있다. 3개의 게임이 순차적으로 출시된다고 봤을 때 2017년 하반기에 발생하였던 모멘텀 부족 현상은 내년에 해소될 것으로 전망된다. 위의 3개 IP는 전부 글로벌 출시가 가능한 게임으로 평가되고 있기 때문에 국내 출시 이후 글로벌 출시까지 연계되는 사이클을 감안하면 3개의 출시 모멘텀이 아닌 5~6개의 모멘텀이 발생한다고 볼 수 있다.

리니지M의 대만/홍콩 성공 가능성은 매우 높아

리니지M의 대만/홍콩/마카오 지역 출시는 연내에 진행될 예정이다. 이미 사전예약이 150만명을 넘어서면서 성공 가능성이 높아진 상황으로 볼 수 있다. 12월 중에 출시될 가능성이 높기 때문에 실적 기여는 1Q에 대부분 나타날 것으로 전망되는 상황이다. 홍콩/마카오 지역에서의 성과보다는 대만에서의 성과가 기대되는데 이는 대만에서의 IP 영향력이 높기 때문이다. 한 가지 고려해야 할 점은 대만에서의 1~2위 게임이 라그나로크와 리니지2:레볼루션이라는 점이다. 이미 상위 게임 2개가 IP를 활용한 MMORPG이며 높은 매출을 기록하고 있기 때문에 두 게임을 뛰어넘는 성과를 보여줄지 지켜볼 필요가 있다.

결과적으로 엔씨표 IP의 점령이 시작

리니지M을 필두로 엔씨표 모바일게임들의 시장 점령은 이제 시작단계라고 볼 수 있다. 이미 리니지M과 리니지2:레볼루션을 통해서 IP의 강력함은 입증되었다. 지금껏 출시되었던 게임들이 IP임대 및 PC 버전을 거의 비슷하게 가져왔다면 내년에 출시될 게임들은 엔씨의 모바일 MMORPG해석 및 개발능력을 더 명확히 보여줄 것으로 기대된다. 넷마블게임즈도 엔씨IP를 활용한 게임들을 출시할 계획을 갖고 있기 때문에 엔씨표 IP의 가치는 내년에 더욱 확대될 것으로 전망된다.

향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 M	Mobile	MMORPG	연내, 대만/홍콩
블소 2	Mobile	MMORPG	2018 년
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2018 년
아이온:템페스트	Mobile	MMORPG	2018 년
프로젝트 TL	PC/Mobile	MMORPG	2019 년

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

>>> 4Q실적은 안정적으로 성과를 낼 것으로 전망

대만/홍콩 성과와 내년 초 신작 성과가 중요

4Q에는 리니지M의 매출 감소 영향이 있겠지만 모멘텀이 발생하는 시기로 판단

엔씨소프트의 4Q실적은 매출액 5,490억원(YoY, +92.9%), 영업이익 2,262억원(YoY, +122.4%)으로 전망된다. 리니지M의 매출이 3Q대비 하향안정화 된 것으로 추정되고 리니지M의 대만 지역 출시는 12월에 출시될 것으로 전망되기 때문에 매출기여가 크지 않을 것으로 추정된다. 로열티 매출액은 리니지2:레볼루션의 일본지역 매출 온기반영과 북미/유럽지역 출시로 증가할 것으로 전망된다. 다만 비용적인 측면에서 마케팅비용 지출이 여전히 높게 형성될 것으로 판단되며 인센티브 지급도 3Q에 이어 발생할 것으로 추정하고 있다.

2018년, 신작의 성과에 따라 전반적인 레벨업 된 실적 기대

2018년 실적은 앞서 말한 신작들의 성과에 큰 영향을 받을 것으로 전망된다. 리니지M의 매출이 견고한 모습을 보이겠지만 현재 수준의 매출을 지속적으로 유지한다고 가정하기에는 무리가 있다. 결국 리니지M의 매출의 하방경직성과 신작들의 성과가 얼마나 나타나는지가 2018년 성적을 결정할 것으로 전망된다. 당사는 내년 출시일정이 명확하게 잡히지 않았기 때문에 신작 모바일의 성과를 보수적으로 산정(리니지M제외 해외성적 미반영)하였다. 향후 출시일정이 명확해지고 사전예약자 수 등의 숫자가 집계될 경우 추정치를 조정할 계획이다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2015	2017E	2018E
매출액	241	241	218	285	240	259	727	549	984	1,774	2,018
게임 매출액	211	214	193	243	176	222	684	491	861	1,573	1,815
리니지	79	94	84	118	51	34	35	37	375	158	169
리니지 2	17	19	21	20	18	17	16	16	77	67	61
아이온	20	18	16	18	13	11	10	10	72	45	47
블레이드앤소울	54	49	40	39	45	39	38	38	182	160	144
길드워 2(확장)	31	16	15	15	14	14	20	21	77	69	67
기타(모바일)	11	18	18	32	34	109	564	368	78	1,075	1,326
로열티 매출액	29	27	24	42	64	36	44	58	122	201	204
영업비용	165	154	152	183	209	221	399	323	654	1,152	1,221
인건비	99	91	93	99	132	113	155	134	383	535	518
매출변동비	14	13	13	25	19	38	176	123	64	356	460
마케팅비	9	5	7	14	13	24	22	17	35	75	64
감가상각비	8	8	8	8	7	7	7	7	28	26	24
기타	35	37	31	37	38	38	38	43	143	159	155
영업이익	76	86	65	102	30	38	328	226	330	622	798
영업이익률	31%	36%	30%	36%	13%	15%	45%	41%	34%	35%	40%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,774	2,018	2,396
매출원가	203	188	211	185	209
매출총이익	636	796	1,563	1,833	2,187
판매비및일반관리비	398	467	941	1,036	1,200
영업이익(보고)	237	329	622	798	986
영업이익(핵심)	237	329	622	798	986
영업외손익	2	17	43	24	28
이자수익	20	22	19	24	27
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	13	16	6	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	13	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	1	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	-1	0	0
기타	-25	-7	34	2	2
법인세차감전이익	240	346	665	822	1,015
법인세비용	73	75	173	222	274
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	26.0%	27.0%	27.0%
당기순이익	166	271	492	600	741
지배주주지분손이익(억원)	165	272	492	599	740
EBITDA	272	361	650	826	1,013
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	521	628	767
수정당기순이익	167	278	494	600	741
증감률(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	80.4	13.8	18.7
영업이익(보고)	-14.6	38.4	89.2	28.2	23.7
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	89.2	28.2	23.7
EBITDA	-13.5	32.6	80.1	27.0	22.6
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	80.7	21.9	23.4
EPS	-28.1	64.6	80.6	21.8	23.4
수정순이익	-26.2	66.4	77.7	21.4	23.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	481	593	763
당기순이익	166	271	492	600	741
감가상각비	28	27	24	23	22
무형자산상각비	7	6	5	5	4
외환손익	-9	-7	7	0	0
자산처분손익	1	10	2	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	-41	-34	-2
기타	42	-41	-7	-2	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-467	-229	-325
투자자산의 처분	-487	-118	-443	-212	-308
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-18	-17	-17	-17	-17
무형자산의 처분	1	-2	-8	0	0
기타	-14	-3	1	0	0
재무활동현금흐름	310	-74	-81	-83	-81
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	150	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-69	-60	-81	-85	-85
기타	379	-163	0	2	4
현금및현금성자산의순증가	45	-103	-67	281	357
기초현금및현금성자산	203	248	145	78	358
기말현금및현금성자산	248	145	78	358	716
Gross Cash Flow	235	266	521	627	766
Op Free Cash Flow	189	117	432	582	755

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,715	2,220	2,926
현금및현금성자산	248	145	78	358	716
유동금융자산	705	839	1,242	1,413	1,677
매출채권및유동채권	129	207	394	449	532
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,223	1,260	1,305
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	41	46	55
투자자산	797	867	907	950	996
유형자산	234	225	218	212	207
무형자산	64	53	57	51	47
기타비유동자산	24	1	0	0	0
자산총계	2,219	2,361	2,937	3,480	4,230
유동부채	338	284	444	468	555
매입채무및기타유동채무	231	244	355	367	436
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	89	101	120
비유동부채	93	181	187	190	197
장기매입채무및비유동채무	16	7	13	15	18
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	24	26	30
부채총계	430	465	631	658	753
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,330	1,544	1,955	2,470	3,125
기타자본	210	112	112	112	112
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,297	2,812	3,467
비지배주주지분자본총계	19	10	10	10	11
자본총계	1,789	1,896	2,307	2,822	3,477
순차입금	-953	-835	-1,170	-1,622	-2,243
총차입금	0	150	150	150	150

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,542	12,416	22,426	27,325	33,729
BPS	80,693	85,985	104,688	128,154	158,023
주당EBITDA	12,424	16,470	29,653	37,653	46,179
CFPS	9,181	13,853	23,740	28,646	34,978
DPS	2,747	3,820	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	18.8	15.4	12.5
PBR	2.6	2.9	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	13.7	12.7	12.4	9.2	6.9
PCFR	23.2	17.9	17.7	14.7	12.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	35.1	39.5	41.2
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	35.1	39.5	41.2
EBITDA margin	32.5	36.7	36.7	40.9	42.3
순이익률	19.8	27.6	27.7	29.7	30.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	23.4	23.4	23.5
투자자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	229.4	258.0	309.0
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	27.3	23.3	21.6
순차입금비율	-53.3	-44.0	-50.7	-57.5	-64.5
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	194.8	249.3	308.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	5.9	4.8	4.9
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,705.6	3,170.6	3,877.2
매입채무회전율	3.8	4.1	5.9	5.6	6.0

넷마블게임즈(251270)



Outperform(Maintain)

주가(11/14) 186,500원

목표주가 210,000원

넷마블게임즈의 가장 중요한 이벤트는 리니지2의 북미/유럽 성과이다. 상위권에 랭크될 경우 글로벌 전지역 선점효과와 더불어 차후에 확보된 MMORPG모멘텀들이 탄력을 받을 수 있기 때문이다. 중국 출시 가능성은 아직 확인되지 않았지만 분위기는 무르익고 있다.

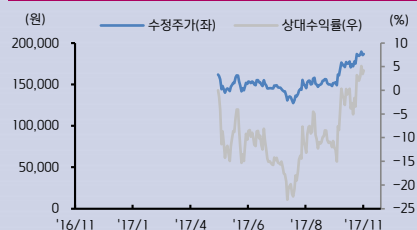
Stock Data

KOSPI (11/14)		2,526.64pt
시가총액		158,559억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	189,500원	127,500원
최고/최저가 대비 등락	-1.58%	46.27%
주가수익률	절대	상대
	1M	15.1% 12.7%
	6M	15.1% 4.2%
	1Y	

Company Data

발행주식수	85,018천주	
일평균 거래량(3M)	343천주	
외국인 지분율	27.26%	
배당수익률(17.E)	0.00%	
BP (17.E)	50,179원	
주요 주주	방준혁 외 8인	25.4%
	CJ E&M	22.0%

Price Trend



글로벌 석권을 기대하며

>>> 리니지2의 북미/유럽 성과 기대

넷마블게임즈의 하반기 빅이벤트는 리니지2의 북미/유럽 출시, 테라M의 국내 출시이다. 이 중 북미/유럽의 성과가 더 중요하다. 매출의 상승 외에도 MMORPG의 성과 지속성과 관련된 중요한 지표가 되기 때문이다. 상위권에 랭크될 경우 넷마블의 MMORPG 글로벌 전지역 선점효과와 더불어 차후 출시되는 라인업들의 성공가능성이 확대될 것으로 전망된다.

>>> 중국 출시까지 이어진다면 호재

최근 중국과의 관계가 완화되는 조짐을 나타내면서 리니지2와 관련된 판호가 나올 것으로 기대를 모으고 있다. 아직 확인되지 않았으나 판호가 올해 나올 경우 내년 상반기 중에 중국 출시 모멘텀이 추가가 된다고 봐야 한다. 최근 중국 시장에서 MMORPG가 여전히 영향력을 발휘하고 있다는 점도 긍정적 요소이다.

>>> 투자의견 및 Valuation

넷마블게임즈에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 210,000원을 유지한다. 주가에 출시 기대감이 선반영되어 있지만 높은 성과가 나타나게 된다면 내년 라인업에 대한 평가가 상향될 수 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(십억원)	1,073	1,500	2,544	3,365	3,373
보고영업이익(십억원)	225	295	594	1,025	924
핵심영업이익(십억원)	225	295	594	1,025	924
EBITDA(십억원)	248	325	621	1,200	1,085
세전이익(십억원)	229	276	594	1,023	925
순이익(십억원)	169	209	451	777	703
지배주주지분순이익(십억원)	121	174	397	684	619
EPS(원)	2,050	2,718	4,999	8,046	7,277
증감율(%YoY)	282.4	32.6	83.9	60.9	-9.6
PER(배)	0.0	0.0	37.3	23.2	25.6
PBR(배)	0.0	0.0	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA(배)	-1.2	-1.0	25.6	12.7	13.5
보고영업이익률(%)	21.0	19.6	23.3	30.5	27.4
핵심영업이익률(%)	21.0	19.6	23.3	30.5	27.4
ROE(%)	18.8	16.8	15.8	16.2	12.7
순부채비율(%)	-25.4	-24.0	-47.4	-53.7	-57.2

>>> 북미/유럽을 기대하게 하는 이유

일본에서의 성공을 북미/유럽까지 이어간다

넷마블의 아픈 손가락은 북미/유럽지역

사실 넷마블이 국내 및 해외시장에서 뛰어난 성장을 보였지만 유독 성과가 적었던 지역은 북미/유럽지역이었다. 그 동안 세븐나이트를 비롯하여 모두의 마블 등 다양한 게임이 IP까지 활용하며 북미/유럽 쪽에 출시하였지만 성과를 낸 게임은 마블퓨쳐파이트 정도에 불과하다. 이에 북미/유럽에서 성과를 내고 있던 KBAM을 인수하였지만 상반기 트랜스포머의 실패까지 생각하면 아직 괄목할만한 성과를 못 낸 지역으로 평가할 수 있다. 하지만 11월에 출시될 리니지2:레볼루션은 이전과는 다른 성과를 나타낼 것으로 기대된다.

MMORPG를 통한 북미/유럽지역의 성공 기대

우선 사전예약자 수도 10월 말에 150만명을 돌파하였고 출시 전까지 지속적으로 늘어날 것으로 전망되기 때문에 DAU확보에 큰 무리가 없을 것으로 전망된다. 또한 이전과는 다르게 장르적으로도 PC에서 성과가 나왔던 MMORPG이기 때문에 기존RPG에 비해 유저 흡입력이 높을 것으로 전망된다.

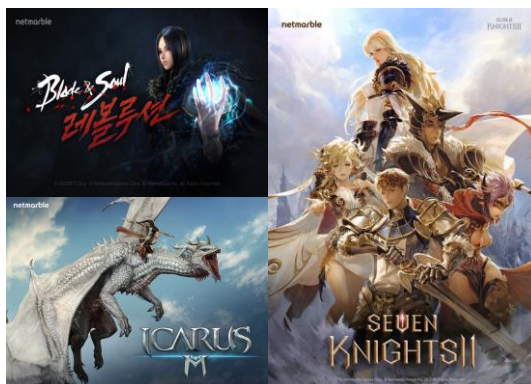
이 중 가장 기대되는 게임은 세븐나이트2와 블레이드앤소울:레볼루션이다. 이미 글로벌에서 흥행을 입증한 두 IP는 MMORPG로 개발될 경우 일정 수준 이상의 성과를 보여줄 것으로 기대된다. 특히 블레이드앤소울 MMORPG는 국내에서 한 손에 꼽히는 인기를 자랑하고 있고 글로벌에서도 일정수준 이상의 흥행을 기록했기 때문에 하반기 최고 기대작으로 꼽히고 있다. 이러한 다수의 MMORPG게임라인업은 리니지2:레볼루션이 닦아놓은 성과를 더욱 단단하게 해줄 것으로 기대되며 글로벌 전체 장르에 변화를 일으킬 것으로 전망된다.

11/15일 글로벌 출시, 리니지2:레볼루션



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

넷마블게임즈의 내년 주요 IP게임



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

넷마블게임즈 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	7,347	7,882	7,996	9,153	8,619	25,437	33,650
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,064	2,722	2,464	2,345	2,179	12,897	9,710
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	3,788	3,960	3,604	3,220	2,852	12,045	13,636
주요신작 매출				495	1,200	1,929	3,036	3,220	495	9,385
로열티 매출							552	368	0	920
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,578	5,804	5,743	5,984	5,872	19,498	23,402
인건비	900	868	924	942	992	1,011	1,041	1,052	3,634	4,096
지급수수료	2,838	2,239	2,329	3,063	3,348	3,249	3,463	3,448	10,469	13,507
마케팅비	784	824	1,010	1,140	1,030	1,060	930	855	3,758	3,875
기타	349	419	436	433	433	424	549	517	1,637	1,924
영업이익	2,001	1,051	1,118	1,768	2,078	2,253	3,169	2,748	5,938	10,248
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	24.1%	26.4%	28.2%	34.6%	31.9%	23.3%	30.5%

자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
리니지 2:레볼루션	북미/유럽	MMORPG	11 월 15 일
테라 M	국내	MMORPG	11 월 28 일
페이트/그랜드 오더	국내	RPG	11 월 21 일
블레이드앤소울:레볼루션	국내	MMORPG	내년
세븐나이츠 2	국내 및 일부 해외	MMORPG	내년
테라 M	글로벌	MMORPG	내년
이카루스 M	국내	MMORPG	내년
리니지 2:레볼루션	중국	MMORPG	내년 기대

자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,073	1,500	2,544	3,365	3,373
매출원가	588	751	1,142	1,362	1,508
매출총이익	484	749	1,402	2,003	1,864
판매비및일반관리비	259	454	808	978	940
영업이익(보고)	225	295	594	1,025	924
영업이익(핵심)	225	295	594	1,025	924
영업외손익	4	-19	0	-2	1
이자수익	5	4	5	7	8
배당금수익	0	5	7	8	10
외환이익	14	10	0	0	0
이자비용	1	2	0	0	0
외환손실	5	10	0	0	0
관계기업지분법손익	-2	3	3	3	3
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-9	0	0	0
기타	-6	-20	-15	-20	-20
법인세차감전이익	229	276	594	1,023	925
법인세비용	60	66	142	245	222
유효법인세율 (%)	26.3%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	169	209	451	777	703
지배주주지분순이익(억원)	121	174	397	684	619
EBITDA	248	325	621	1,200	1,085
현금순이익(Cash Earnings)	191	240	478	952	863
수정당기순이익	169	216	451	777	703
증감율(% YoY)					
매출액	196.1	39.8	69.6	32.3	0.2
영업이익(보고)	153.8	30.8	101.5	72.6	-9.8
영업이익(핵심)	153.8	30.8	101.5	72.6	-9.8
EBITDA	142.7	31.1	90.9	93.2	-9.6
지배주주지분 당기순이익	391.2	44.3	128.2	72.3	-9.6
EPS	282.4	32.6	83.9	60.9	-9.6
수정순이익	292.9	27.8	108.6	72.3	-9.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	188	149	496	947	848
당기순이익	169	209	451	777	703
감가상각비	7	8	8	13	18
무형자산상각비	15	22	20	162	142
외환손익	-1	2	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	2	3	-3	-3	-3
영업활동자산부채 증감	-44	-131	21	1	-7
기타	39	34	-1	-4	-5
투자활동현금흐름	-480	-210	-1,374	-325	-305
투자자산의 처분	-352	-57	-161	-219	-201
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-90	-93	-97	-102
무형자산의 처분	-6	-7	-1,120	-8	0
기타	-104	-56	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	407	114	2,626	15	40
단기차입금의 증가	53	124	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	380	0	2,651	0	0
배당금지급	-3	-4	0	0	0
기타	-23	-7	-25	15	40
현금및현금성자산의순증가	117	57	1,747	636	583
기초현금및현금성자산	99	216	273	2,020	2,656
기말현금및현금성자산	216	273	2,020	2,656	3,239
Gross Cash Flow	232	279	475	946	855
Op Free Cash Flow	120	27	-713	850	753

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	498	721	2,626	3,461	4,053
현금및현금성자산	216	273	2,020	2,656	3,239
유동금융자산	115	147	178	236	236
매출채권및유동채권	166	299	424	561	562
재고자산	0	2	4	8	15
기타유동비금융자산	0	0	1	1	1
비유동자산	961	1,236	2,570	2,682	2,834
장기매출채권및기타비유동채권	12	26	38	50	51
투자자산	460	535	670	838	1,047
유형자산	26	123	208	292	376
무형자산	448	540	1,641	1,486	1,344
기타비유동자산	16	12	13	15	16
자산총계	1,458	1,957	5,196	6,142	6,887
유동부채	245	421	580	733	735
매입채무및기타유동채무	173	270	424	561	562
단기차입금	29	105	105	105	105
유동성장기차입금	2	0	0	0	0
기타유동부채	40	46	51	67	67
비유동부채	33	226	202	217	258
장기매입채무및비유동채무	4	2	3	4	4
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	224	199	214	254
부채총계	278	647	782	951	992
자본금	1	7	9	9	9
주식발행초과금	929	350	3,001	3,001	3,001
이익잉여금	121	294	691	1,375	1,994
기타자본	7	565	565	565	565
지배주주지분자본총계	1,059	1,216	4,266	4,950	5,569
비지배주주지분자본총계	122	94	148	241	326
자본총계	1,181	1,310	4,414	5,192	5,895
순차입금	-300	-314	-2,092	-2,786	-3,370
총차입금	31	105	105	105	105

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,050	2,718	4,999	8,046	7,277
BPS	17,786	17,946	50,179	58,225	65,502
주당EBITDA	4,218	5,082	7,819	14,113	12,756
CFPS	3,254	3,747	6,023	11,202	10,156
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	0.0	0.0	37.3	23.2	25.6
PBR	0.0	0.0	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	-1.2	-1.0	25.6	12.7	13.5
PCFR	0.0	0.0	31.0	16.6	18.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	21.0	19.6	23.3	30.5	27.4
영업이익률(핵심)	21.0	19.6	23.3	30.5	27.4
EBITDA margin	23.1	21.7	24.4	35.7	32.2
순이익률	15.7	13.9	17.7	23.1	20.8
자기자본이익률(ROE)	18.8	16.8	15.8	16.2	12.7
투자자본이익률(ROIC)	128.0	114.6	52.1	55.1	52.0
안정성(%)					
부채비율	23.5	49.4	17.7	18.3	16.8
순차입금비율	-25.4	-24.0	-47.4	-53.7	-57.2
이자보상배율(배)	178.6	149.2	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	6.4	7.0	6.8	6.0
재고자산회전율	7,121.8	1,374.8	899.4	594.9	298.1
매입채무회전율	8.1	6.8	7.3	6.8	6.0

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(11/14) 124,400원

목표주가 170,000원

컴투스의 실적 안정성은 지속될 것으로 전망되지만 신작 출시 모멘텀이 연기되었다는 점은 아쉬운 대목이다. 최근의 게임업종 흐름에서 관심을 받기 어렵겠지만 내년 상반기 말부터는 다시 각광을 받을 것으로 전망된다.

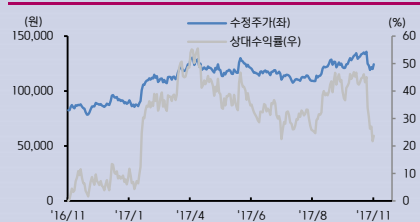
Stock Data

KOSDAQ (11/14)		756.46pt
시가총액		16,006억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	135,800원	78,500원
최고/최저가 대비 등락	-8.39%	58.47%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.0% -12.3%
	6M	4.3% -11.3%
	1Y	50.6% 23.7%

Company Data

발행주식수	12,866천주
일평균 거래량(3M)	84천주
외국인 자본율	28.02%
배당수익률(17.E)	1.13%
BP (17.E)	60,128원
주요 주주	게임빌 외 2인 24.5%
	KB자산운용 21.6%

Price Trend



아직 멀어보여도 그때는 온다

>>> 내년 상반기까지 굳건할 서머너즈워

서머너즈워의 대규모 업데이트가 11월(길드 공성전), 내년 2Q(차원홀)에 진행될 것으로 전망된다. 서머너즈워의 매출이 업데이트가 이루어질 경우에는 유저 활동성이 크게 늘어나고 연말 및 4주년 업데이트가 비슷한 시점에 예정되어 있어 내년 상반기까지는 무리 없이 견고한 매출을 나타낼 것으로 전망된다.

>>> 신작 출시 모멘텀이 멀게 느껴지지만 그때는 온다

동사에 대한 기대치는 서머너즈워MMO와 스카이랜더스 두 IP게임에 대한 부분이 크다. 이번 실적발표 이전까지만 해도 내년 상반기에 대한 기대감이 확대되는 시점이었으나 두 게임 일정이 내년 하반기로 연기됨에 따라 모멘텀이 멀어지는 결과를 불러일으켰다. 결국 주가 역시 이에 대한 실망감을 반영하였다고 볼 수 있다. 다만, 주요 게임일정이 하반기에 몰려있을 뿐 댄스빌, 체인스트라이크는 상반기에 출시될 예정이다. 모멘텀이 멀게 느껴지는 시점이지만 일부 신작을 통해 기다리다 보면 그때가 올 것이다.

>>> 투자 의견 및 Valuation

컴투스에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 170,000원을 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	4,335	5,130	5,108	5,574	5,889
보고영업이익(억원)	1,659	1,920	2,025	2,299	2,238
핵심영업이익(억원)	1,659	1,920	2,025	2,299	2,438
EBITDA(억원)	1,691	1,952	2,044	2,319	2,455
세전이익(억원)	1,707	1,989	2,119	2,403	2,549
순이익(억원)	1,258	1,518	1,561	1,793	1,902
자배주주지분순이익(억원)	1,258	1,518	1,561	1,793	1,902
EPS(원)	10,599	11,796	12,132	13,939	14,784
증감율(%YoY)	50.2	11.3	2.8	14.9	6.1
PER(배)	11.2	7.4	10.3	8.9	8.4
PBR(배)	3.0	1.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	6.4	2.8	4.4	3.2	2.3
보고영업이익률(%)	38.3	37.4	39.6	41.2	38.0
핵심영업이익률(%)	38.3	37.4	39.6	41.2	41.4
ROE(%)	35.0	26.5	22.2	21.0	18.6
순부채비율(%)	-85.9	-89.9	-91.8	-92.9	-93.9

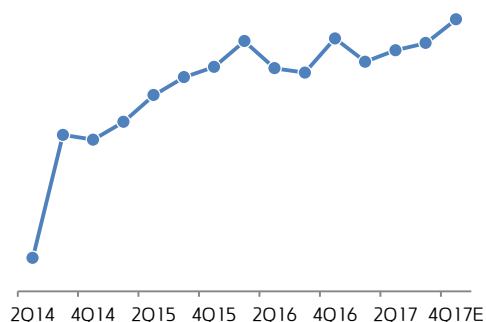
컴투스 차기 신작

"서머너즈 워"의 위상 및 Life Cycle이 지속 강화되는 가운데, MMO를 포함한 다양한 신규 게임의 성공적인 출시로 신규 성장동력 확보



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

서머너즈워의 분기별 매출 추이 및 전망



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,351	1,266	1,181	1,332	1,203	1,294	1,257	1,354	5,130	5,108	5,574
해외모바일	1,172	1,076	1,002	1,155	1,066	1,124	1,101	1,174	4,405	4,463	4,909
국내모바일	175	186	175	172	131	165	156	175	708	627	647
영업비용	754	780	770	908	702	804	762	815	3,211	3,083	3,275
인건비	109	98	97	125	118	105	135	137	429	494	514
로열티	27	35	35	36	34	36	27	24	132	121	103
지급수수료	407	383	358	420	382	423	412	447	1,567	1,663	1,816
마케팅비	163	211	235	282	120	190	139	156	891	606	636
기타	48	52	46	45	48	50	49	52	192	198	205
영업이익	598	486	411	424	501	490	496	539	1,920	2,025	2,299
영업이익률	44.2%	38.4%	34.8%	31.9%	41.6%	37.8%	39.4%	39.8%	37.4%	39.7%	41.3%
YOY											
매출액	44%	17%	3%	14%	-11%	2%	6%	2%	18%	0%	9%
영업비용	30%	15%	6%	32%	-7%	3%	-1%	-10%	20%	-4%	6%
영업이익	68%	21%	-3%	-11%	-16%	1%	20%	27%	16%	6%	14%

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,335	5,130	5,108	5,574	5,889
매출원가	443	515	519	560	592
매출총이익	3,892	4,615	4,589	5,014	5,297
판매비및일반관리비	2,233	2,695	2,565	2,715	2,860
영업이익(보고)	1,659	1,920	2,025	2,299	2,238
영업이익(핵심)	1,659	1,920	2,025	2,299	2,438
영업외손익	48	70	94	104	111
이자수익	52	82	97	102	109
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	29	56	24	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	29	54	26	0	0
관계기업지분법손익	-1	2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-19	0	0	0
기타	-3	3	-1	2	2
법인세차감전이익	1,707	1,989	2,119	2,403	2,549
법인세비용	449	472	558	610	647
유효법인세율 (%)	26.3%	23.7%	26.3%	25.4%	25.4%
당기순이익	1,258	1,518	1,561	1,793	1,902
지배주주지분순이익(억원)	1,258	1,518	1,561	1,793	1,902
EBITDA	1,691	1,952	2,044	2,319	2,455
현금순이익(Cash Earnings)	1,290	1,550	1,580	1,813	1,919
수정당기순이익	1,258	1,532	1,561	1,793	1,902
증감율(% YoY)					
매출액	84.7	18.3	-0.4	9.1	5.6
영업이익(보고)	63.9	15.7	5.5	13.6	-2.7
영업이익(핵심)	63.9	15.7	5.5	13.6	6.0
EBITDA	62.9	15.4	4.7	13.4	5.9
지배주주지분 당기순이익	58.7	20.6	2.8	14.9	6.1
EPS	50.2	11.3	2.8	14.9	6.1
수정순이익	59.6	21.8	1.9	14.9	6.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,380	1,560	1,585	1,797	1,910
당기순이익	1,258	1,518	1,561	1,793	1,902
감가상각비	22	19	11	11	12
무형자산상각비	10	13	8	8	6
외환손익	-1	-3	2	0	0
자산처분손익	2	1	0	0	0
지분법손익	1	-2	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-85	41	4	-16	-9
기타	173	-27	-2	0	0
투자활동현금흐름	-2,464	-1,314	2	-466	-319
투자자산의 처분	-2,426	-1,284	22	-454	-307
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-11	-12	-12	-12
무형자산의 처분	-15	-8	-8	0	0
기타	-4	-13	0	0	0
재무활동현금흐름	1,810	-196	-175	-173	-173
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	1,801	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-174	-175	-175
기타	9	-196	0	2	2
현금및현금성자산의순증가	728	52	1,412	1,159	1,418
기초현금및현금성자산	121	848	900	2,312	3,471
기말현금및현금성자산	848	900	2,312	3,471	4,889
Gross Cash Flow	1,464	1,519	1,580	1,813	1,919
Op Free Cash Flow	1,136	1,518	1,531	1,735	1,844

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,076	6,543	7,931	9,602	11,366
현금및현금성자산	848	900	2,312	3,471	4,889
유동금융자산	3,525	4,807	4,786	5,223	5,518
매출채권및유동채권	703	836	832	908	959
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	745	577	576	586	593
정기매출채권및기타비유동채권	74	2	2	2	2
투자자산	608	523	523	540	552
유형자산	34	26	27	27	27
무형자산	29	26	25	17	11
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,821	7,120	8,507	10,188	11,959
유동부채	684	744	745	806	848
매입채무및기타유동채무	24	118	122	126	129
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	660	626	623	680	719
비유동부채	47	26	26	28	29
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	26	26	28	29
부채총계	731	770	771	834	877
자본금	64	64	64	64	64
주식발행초과금	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	2,830	4,348	5,734	7,353	9,080
기타자본	145	-113	-113	-113	-113
지배주주지분자본총계	5,090	6,350	7,736	9,355	11,082
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	5,090	6,350	7,736	9,355	11,082
순차입금	-4,373	-5,707	-7,099	-8,694	-10,407
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	10,599	11,796	12,132	13,939	14,784
BPS	39,561	49,352	60,128	72,706	86,130
주당EBITDA	14,248	15,168	15,888	18,022	19,080
CFPS	10,869	12,043	12,283	14,091	14,917
DPS	0	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	11.2	7.4	10.3	8.9	8.4
PBR	3.0	1.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.4	2.8	4.4	3.2	2.3
PCFR	10.9	7.2	10.1	8.8	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	38.3	37.4	39.6	41.2	38.0
영업이익률(핵심)	38.3	37.4	39.6	41.2	41.4
EBITDA margin	39.0	38.0	40.0	41.6	41.7
순이익률	29.0	29.6	30.6	32.2	32.3
자기자본이익률(ROE)	35.0	26.5	22.2	21.0	18.6
투자자본이익률(ROIC)	625.5	974.2	1,070.7	1,207.6	1,231.2
안정성(%)					
부채비율	14.4	12.1	10.0	8.9	7.9
순차입금비율	-85.9	-89.9	-91.8	-92.9	-93.9
이자보상배율(배)	5,217.6	6,487.4	8,793.1	9,977.4	10,578
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	6.7	6.1	6.4	6.3
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	216.7	72.1	42.5	45.1	46.2

게임빌 (063080)



BUY (Maintain)

주가(11/14) 71,200원

목표주가 95,000원

게임빌의 모멘텀이 내년 초부터 이어질 것으로 전망된다. 특히 트렌드에 맞는 MMORPG가 상반기에 2개 출시될 계획이기 때문에 어느 때보다 관심이 높아지고 있는 상황이다. 2017년은 부진을 겪었지만 2018년에는 예전 명성을 되찾을 것을 기대된다.

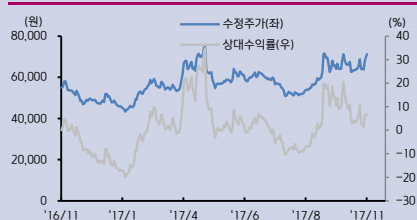
Stock Data

KOSDAQ (11/14)		756.46pt
시가총액		4,696억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	74,900원	43,250원
최고/최저가 대비 등락	-4.94%	64.62%
주가수익률	절대	상대
	1M	11.1% -2.6%
	6M	21.1% 3.0%
	1Y	29.7% 6.5%

Company Data

발행주식수	6,595천주
일평균 거래량(3M)	129천주
외국인 지분율	6.62%
배당수익률(17.E)	0.00%
BP (17.E)	37,659원
주요 주주	송병준 외 4인 33.6%

Price Trend



신작에 대한 기대 확대

>>> 올해 실적 부진은 지속

게임빌의 3Q실적은 매출액 254억원(QoQ, -15.8%), 영업적자 37억원(QoQ, 적자유지)으로 부진한 실적을 기록하였다. 하반기 출시작이 아키에이지 하나였기 때문에 기존 게임들의 매출이 감소하는 추세에서 큰 폭의 실적 반등은 어려울 것으로 전망된다.

>>> 신작에 대한 기대치를 심어준 컨콜

이번 실적발표를 통해서 주목해야 할 점은 내년 초부터 출시 모멘텀이 시작된다는 점이다. 로열블러드(자체개발)의 1월 출시를 기점으로 2Q에는 탈리온(퍼블리싱)까지 이어지는 MMORPG라인업과 기타 5개 게임이 상반기에 출시되기 때문에 큰 폭의 실적 개선이 가능할 것으로 전망되기 때문이다. 특히 자체개발 게임인 로열블러드는 동사의 약점이었던 이익률을 대폭 끌어올려줄 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 및 Valuation

게임빌에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 95,000원으로 상향한다. 2018년 MMORPG라인업을 통한 이익개선 가능성이 높아 실적추정치를 상향조정 하였으며 예상EPS도 2018년도로 변경함에 따라 목표주가를 상향조정하였다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,523	1,615	1,115	1,978	2,270
보고영업이익(억원)	32	43	-163	348	416
핵심영업이익(억원)	32	43	-163	348	388
EBITDA(억원)	75	87	-127	385	426
세전이익(억원)	290	363	167	762	836
순이익(억원)	200	293	145	564	619
지배주주지분순이익(억원)	201	295	144	564	619
EPS(원)	3,076	4,516	2,187	8,552	9,383
증감율(%YoY)	-13.6	46.8	-51.6	291.0	9.7
PER(배)	25.2	10.8	32.6	8.3	7.6
PBR(배)	2.4	1.4	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	69.4	38.7	-39.8	12.3	10.5
보고영업이익률(%)	2.1	2.6	-14.7	17.6	18.3
핵심영업이익률(%)	2.1	2.6	-14.7	17.6	17.1
ROE(%)	9.9	13.1	6.0	20.3	18.4
순부채비율(%)	6.1	8.6	12.7	1.4	-6.6

로열블러드의 기대치 확대 중



자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

게임빌 신작 일정



자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

게임빌 실적 Table (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	408	432	390	384	286	302	254	274	1,615	1,115	1,978
해외모바일	256	244	201	215	159	195	114	216	916	684	1,372
국내모바일	152	189	189	177	127	107	140	57	706	431	606
영업비용	361	410	390	411	316	344	291	327	1,572	1,278	1,629
인건비	60	62	66	79	82	83	79	82	266	326	346
로열티	85	102	97	97	62	69	63	57	381	251	292
지급수수료	150	164	150	140	101	98	84	88	605	371	612
마케팅비	19	35	29	44	19	41	12	49	127	120	163
기타	48	47	48	51	52	54	53	51	193	211	217
영업이익	47	22	0	-27	-30	-42	-38	-53	43	-163	348
영업이익률	11.5%	5.2%	0.0%	-6.9%	-10.7%	-14.0%	-14.8%	-19.4%	2.7%	-14.7%	17.6%
YOY											
매출액	15%	16%	2%	-6%	-30%	-30%	-35%	-29%	6%	-31%	77%
영업비용	6%	10%	-2%	8%	-12%	-16%	-25%	-21%	5%	-19%	27%
영업이익	207%	845%	-101%	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자유지	32%	적자전환	흑자전환

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,523	1,615	1,115	1,978	2,270
매출원가	615	628	516	633	790
매출총이익	908	986	599	1,345	1,480
판매비및일반관리비	876	944	763	996	1,092
영업이익(보고)	32	43	-163	348	416
영업이익(핵심)	32	43	-163	348	388
영업외손익	257	320	331	414	448
이자수익	4	4	3	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	15	9	1	0	0
이자비용	6	13	17	18	18
외환손실	10	10	9	0	0
관계기업지분법손익	288	392	353	430	464
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-9	0	0	0
기타	-29	-52	-1	0	0
법인세차감전이익	290	363	167	762	836
법인세비용	89	70	22	198	217
유효법인세율 (%)	30.8%	19.3%	13.3%	26.0%	26.0%
당기순이익	200	293	145	564	619
지배주주지분손이익(억원)	201	295	144	564	619
EBITDA	75	87	-127	385	426
현금순이익(Cash Earnings)	243	337	182	601	656
수정당기순이익	204	300	145	564	619
증감률(% YoY)					
매출액	5.0	6.0	-31.0	77.4	14.8
영업이익(보고)	-71.5	32.1	N/A	N/A	19.4
영업이익(핵심)	-71.5	32.1	N/A	N/A	11.5
EBITDA	-51.0	16.3	N/A	N/A	10.5
지배주주지분 당기순이익	-13.6	46.8	-51.1	291.5	9.7
EPS	-13.6	46.8	-51.6	291.0	9.7
수정순이익	-13.6	47.1	-51.8	289.5	9.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-40	40	-115	203	282
당기순이익	200	293	145	564	619
감가상각비	18	24	22	24	25
무형자산상각비	24	20	15	13	12
외환손익	-10	-4	7	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
자본법손익	0	0	-353	-430	-464
영업활동자산부채 증감	-70	-7	14	-11	46
기타	-203	-286	36	43	43
투자활동현금흐름	-434	-106	-10	-98	-48
투자자산의 처분	-394	-39	40	-47	-6
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-34	-41	-42	-42	-42
무형자산의 처분	-6	-27	-8	-9	0
기타	0	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	875	-440	135	138	47
단기차입금의 증가	425	-510	0	0	0
장기차입금의 증가	450	100	100	0	0
자본의 증가	0	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-33	35	138	47
현금및현금성자산의순증가	412	-503	10	243	280
기초현금및현금성자산	407	819	315	326	569
기말현금및현금성자산	819	315	326	569	849
Gross Cash Flow	30	47	-129	213	235
Op Free Cash Flow	-46	4	-118	228	336

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,076	595	470	798	1,055
현금및현금성자산	819	315	326	569	849
유동금융자산	24	45	20	49	54
매출채권및유동채권	234	235	124	180	151
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,243	2,660	2,950	3,397	3,829
장기매출채권및기타비유동채권	1	60	42	69	75
투자자산	1,883	2,222	2,518	2,922	3,345
유형자산	236	256	276	294	310
무형자산	110	89	82	78	67
기타비유동자산	13	32	33	33	33
자산총계	3,319	3,255	3,420	4,195	4,884
유동부채	656	435	420	492	516
매입채무및기타유동채무	133	200	86	157	180
단기차입금	522	12	12	12	12
유동성장기차입금	0	220	320	320	320
기타유동부채	1	3	2	3	4
비유동부채	540	473	509	647	694
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	450	330	330	330	330
기타비유동부채	89	143	178	316	363
부채총계	1,195	909	928	1,139	1,209
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,318	1,612	1,756	2,320	2,939
기타자본	16	-64	-64	-64	-64
지배주주지분자본총계	2,125	2,339	2,484	3,048	3,667
비지배주주지분자본총계	-1	7	8	8	8
자본총계	2,124	2,347	2,492	3,056	3,675
순차입금	129	202	316	44	-241
총차입금	972	562	662	662	662

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,076	4,516	2,187	8,552	9,383
BPS	32,575	35,865	37,659	46,210	55,594
주당EBITDA	1,144	1,331	-1,924	5,840	6,455
CFPS	3,720	5,163	2,758	9,109	9,949
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	25.2	10.8	32.6	8.3	7.6
PBR	2.4	1.4	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	69.4	38.7	-39.8	12.3	10.5
PCFR	20.8	9.4	25.8	7.8	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.1	2.6	-14.7	17.6	18.3
영업이익률(핵심)	2.1	2.6	-14.7	17.6	17.1
EBITDA margin	4.9	5.4	-11.4	19.5	18.8
순이익률	13.2	18.1	13.0	28.5	27.3
자기자본이익률(ROE)	9.9	13.1	6.0	20.3	18.4
투자자본이익률(ROIC)	6.6	8.9	-29.4	60.8	72.3
안정성(%)					
부채비율	56.3	38.7	37.2	37.3	32.9
순차입금비율	6.1	8.6	12.7	1.4	-6.6
이자보상배율(배)	5.6	3.3	N/A	19.6	21.8
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	6.9	6.2	13.0	13.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	9.9	9.7	7.8	16.3	13.5

더블유게임즈 (192080)



BUY (Maintain)

주가(11/14) 55,100원

목표주가 83,000원

더블유게임즈의 주가 부진은 DDC(더블다운카지노)의 성장세가 미비하다는 점에 있다. 개선작업이 진행이 1차로 마무리 되었고 마케팅 역시 시작될 것으로 전망됨에 따라 DDC의 실적개선은 연말부터 뚜렷한 모습을 나타낼 것으로 기대된다.

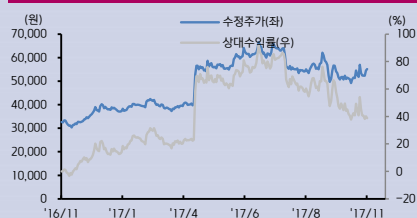
Stock Data

KOSDAQ (11/14)		756.46pt
시가총액		9,625억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	66,600원	30,350원
최고/최저가 대비 등락	-17.27%	81.55%
주가수익률	절대	상대
	1M	8.7% -4.7%
	6M	-1.6% -16.3%
	1Y	69.0% 38.8%

Company Data

발행주식수	17,468천주
일평균 거래량(3M)	127천주
외국인 지분율	7.30%
배당수익률(17.E)	1.18%
BP (17.E)	24,067원
주요 주주	김가람 외 5인 43.5%

Price Trend



내년 DDC의 반등을 지켜보자

>>> DDC의 반등은 이루어진다

더블유게임즈의 주가 부진은 기대에 미치지 못한 DDC의 성과와 맞물려 있다. 하지만 이는 개선작업이 이루어지기 이전 모습으로 마케팅의 축소까지 감안한다면 오히려 선방했다고 평가할 수 있다. 4Q에는 2차작업과 마케팅이 진행된다는 점을 감안하면 본격적인 반등이 이루어질 것으로 전망된다.

>>> 내년 2Q가 관건

관건은 내년 2Q이다. 연말과 연초에는 이벤트효과가 나타나는 시점이기 때문에 개선에 대한 효과를 확실하게 구분하기 어렵다. 비수기 시점인 2Q에는 개선작업이 완벽히 마무리된 시점이기 때문에 편입효과 여부를 온전히 평가할 수 있을 것이다. 더불어 신작들의 성과도 판가름할 수 있는 시점이기 때문에 내년 2Q의 성과가 향후 동사의 방향성을 좌우할 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 및 Valuation

더블유게임즈에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 83,000원을 유지한다. 모멘텀 중심의 게임업종 흐름과는 다소 동떨어질 수 있으나 전반적인 모멘텀 소진이 나타나는 시점에는 DDC와 관련된 실적성장성이 부각될 가능성이 높다고 판단된다. 방어주적인 입장에서 게임업종 차선호주로 추천한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,224	1,556	3,252	4,684	5,035
보고영업이익(억원)	319	449	875	1,447	1,794
핵심영업이익(억원)	319	449	875	1,447	1,633
EBITDA(억원)	320	452	878	1,574	1,686
세전이익(억원)	365	534	691	1,201	1,402
순이익(억원)	342	487	526	829	968
지배주주지분순이익(억원)	342	488	523	829	968
EPS(원)	2,527	2,847	3,002	4,745	5,540
증감율(%YoY)	15.3	12.7	5.5	58.0	16.8
PER(배)	20.1	14.0	18.4	11.6	9.9
PBR(배)	2.4	1.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	15.9	9.4	13.5	7.0	6.0
보고영업이익률(%)	26.1	28.8	26.9	30.9	35.6
핵심영업이익률(%)	26.1	28.8	26.9	30.9	32.4
ROE(%)	16.7	13.1	13.2	18.1	18.0
순부채비율(%)	-96.7	-68.9	51.0	28.0	8.9

DDC 서비스 개선 계획

3Q17	4Q17	1Q18
DDC 1.0 버전 유지	DDC 1.5 버전 출시	DDC 2.0 버전 출시
1) iOS 접속 속도 76% 개선 2) 서버 사용량 10% 감축	1) 안드로이드 서버속도 개선 2) 서버사용량 10~20% 추가 감축 3) 고객 행동패턴 데이터화 구축 계획 4) 서버 Side Re-structuring, 속도 개선	1) Side Re-structuring, 디자인, 게임속도 개선 2) VIP 룸, 책꽂이 피쳐 확대 등의 콘텐츠 확대 3) DUC 메가 히트 슬롯 IP 공급
연말 마케팅 집행 계획		본격적인 성장드라이브 모색

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	376	382	376	422	414	604	1,072	1,162	1,556	3,252	4,684
DUC+DDC	350	347	333	379	372	567	1,037	1,151	1,408	3,128	4,585
DUC	350	347	333	379	372	330	356	378	1,408	1,437	1,442
DDC	0	0	0	0	0	237	681	773	0	1,691	3,143
더블유빙고	19	19	19	16	10	9	9	9	73	36	32
TAKES	7	14	23	27	29	26	26	27	72	108	141
기타	0	2	2	0	2	2	0	3	4	7	67
영업비용	316	258	274	260	246	528	796	807	1,108	2,377	3,237
지급수수료	113	115	113	127	124	181	322	349	467	976	1,405
광고선전비	105	64	58	38	50	88	133	151	265	422	537
주식보상비	28	22	27	26	5	4	4	1	103	13	1
로열티	0	0	0	0	0	19	54	63	0	135	255
감가상각비	1	1	1	1	1	26	82	81	3	190	326
인건비/기타	70	56	76	69	65	210	202	163	271	640	714
영업이익	60	125	102	163	168	76	276	355	449	875	1,447
영업이익률	16%	33%	27%	39%	41%	13%	26%	31%	29%	27%	31%
QoQ											
매출액	10%	2%	-1.7%	12.4%	-2%	45.9%	78%	8%	27%	109%	44%
영업비용	18%	-19%	6.4%	-5.2%	-5%	114.9%	51%	1%	22%	115%	36%
영업이익	-18%	109%	-18.4%	59.9%	3%	-54.8%	263%	29%	41%	95%	65%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,556	3,252	4,684	5,035
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,556	3,252	4,684	5,035
판매비및일반관리비	905	1,108	2,377	3,237	3,402
영업이익(보고)	319	449	875	1,447	1,794
영업이익(핵심)	319	449	875	1,447	1,633
영업외손익	46	85	-184	-246	-231
이자수익	16	53	43	27	29
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	83	0	0
이자비용	0	1	193	269	269
외환손실	9	13	52	0	0
관계기업지분법손익	-7	0	-3	-4	9
투자및기타자산처분손익	0	0	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	-61	0	0
기타	-5	-1	1	0	0
법인세차감전이익	365	534	691	1,201	1,402
법인세비용	23	47	164	372	435
유효법인세율 (%)	6.3%	8.8%	23.8%	31.0%	31.0%
당기순이익	342	487	526	829	968
지배주주지분손이익(억원)	342	488	523	829	968
EBITDA	320	452	878	1,574	1,686
현금순이익(Cash Earnings)	343	490	529	956	1,021
수정당기순이익	342	488	572	829	968
증감율(% YoY)					
매출액	71.8	27.1	108.9	44.0	7.5
영업이익(보고)	8.8	40.6	95.1	65.4	24.0
영업이익(핵심)	8.8	40.6	95.1	65.4	12.9
EBITDA	9.1	41.0	94.2	79.3	7.2
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	7.2	58.3	16.8
EPS	15.3	12.7	5.5	58.0	16.8
수정순이익	22.4	42.8	17.1	44.9	16.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	-4,267	900	983
당기순이익	342	487	526	829	968
감가상각비	1	3	2	3	3
무형자산상각비	0	1	0	124	50
외환손익	-26	-32	-31	0	0
자산처분손익	0	0	2	0	0
지분법손익	7	0	3	4	-9
영업활동자산부채 증감	-47	-44	-146	-60	-29
기타	111	128	-4,624	0	0
투자활동현금흐름	-2,677	-1,059	2,178	-31	-37
투자자산의 처분	-2,641	-1,052	3,568	-21	-28
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-4	-4	-4	-4
무형자산의 처분	-7	0	-1,380	0	0
기타	-19	-2	-5	-6	-5
재무활동현금흐름	2,789	-64	3,197	-104	-104
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	434	3,300	0	0
자본의 증가	2,789	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-103	-104	-104
기타	0	-498	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	512	-575	1,109	765	841
기초현금및현금성자산	216	728	153	1,262	2,027
기말현금및현금성자산	728	153	1,262	2,027	2,868
Gross Cash Flow	435	586	-4,120	960	1,012
Op Free Cash Flow	236	364	-893	1,112	1,258

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,228	1,949	2,823	3,724
현금및현금성자산	728	153	1,262	2,027	2,868
유동금융자산	2,832	2,888	325	328	352
매출채권및유동채권	170	186	361	468	503
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	1,142	6,202	6,122	6,096
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	52	75	81
투자자산	6	1,044	34	48	61
유형자산	10	11	13	15	17
무형자산	2	2	6,038	5,913	5,863
기타비유동자산	55	60	65	71	76
자산총계	3,825	4,370	8,151	8,946	9,820
유동부채	126	574	630	701	712
매입채무및기타유동채무	101	99	130	195	201
단기차입금	0	435	435	435	435
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	65	70	76
비유동부채	17	13	3,313	3,313	3,313
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	3,300	3,300	3,300
기타비유동부채	17	13	13	13	13
부채총계	143	587	3,944	4,014	4,025
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,733	2,733	2,733
이익잉여금	741	1,230	1,651	2,375	3,239
기타자본	137	-267	-267	-267	-267
지배주주지분자본총계	3,682	3,782	4,204	4,928	5,792
비지배주주지분자본총계	0	0	3	3	3
자본총계	3,682	3,782	4,207	4,932	5,795
순차입금	-3,560	-2,606	2,148	1,380	515
총차입금	0	435	3,735	3,735	3,735

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	3,002	4,745	5,540
BPS	21,546	22,007	24,067	28,214	33,156
주당EBITDA	2,371	2,633	5,033	9,009	9,654
CFPS	2,538	2,858	3,033	5,471	5,844
DPS	0	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	18.4	11.6	9.9
PBR	2.4	1.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.9	9.4	13.5	7.0	6.0
PCFR	20.0	13.9	18.2	10.1	9.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	28.8	26.9	30.9	35.6
영업이익률(핵심)	26.1	28.8	26.9	30.9	32.4
EBITDA margin	26.2	29.0	27.0	33.6	33.5
순이익률	27.9	31.3	16.2	17.7	19.2
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	13.2	18.1	18.0
투자자본이익률(ROIC)	675.4	499.6	74.7	66.3	80.4
안정성(%)					
부채비율	3.9	15.5	93.7	81.4	69.5
순차입금비율	-96.7	-68.9	51.0	28.0	8.9
이자보상배율(배)	N/A	416.6	4.5	5.4	6.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.7	11.9	11.3	10.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.5	28.3	28.8	25.4

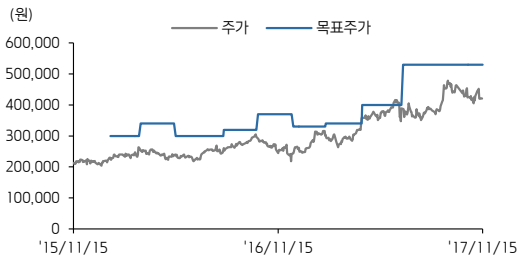
투자 의견 변동 내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	2016/02/02	BUY(Reinitate)	300,000원	6개월	-20.45	-20.00
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-19.74	-12.17
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-28.63	-24.71
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-19.85	-10.33
	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-13.57	-4.69
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.07	-22.03
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.86	-22.03
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-29.00	-22.03
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-22.21	-16.06
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-15.90	-4.24
	2017/02/08	Outperform (Downgrade)	340,000원	6개월	-12.98	5.44
	2017/04/14	Outperform (Maintain)	400,000원	6개월	-9.47	-5.38
	2017/05/15	Outperform (Maintain)	400,000원	6개월	-6.04	4.00
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000원	6개월	-27.75	-23.58
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-29.65	-23.58
	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-28.55	-21.70
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-22.55	-9.72
	2017/11/10	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-22.50	-9.72
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000원	6개월		
더블유 게임즈 (192080)	2016/06/30	BUY(Initiate)	57,000원	6개월	-32.14	-29.30
	2016/08/05	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-33.51	-27.19
	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-33.66	-27.19
	2016/11/04	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-34.21	-25.56
	2017/02/03	BUY(Maintain)	54,000원	6개월	-29.77	-7.37
	2017/04/19	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-32.54	-29.28
	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.35	-19.76
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.72	-19.76
	2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-30.44	-19.76
	2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-36.53	-34.34
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		
넷마블 게임즈 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84
	2017/11/08	Outperform (Downgrade)	210,000원	6개월	-10.75	-9.76
	2017/11/15	Outperform (Maintain)	210,000원	6개월		
	2016/02/02	BUY(Reinitate)	210,000원	6개월	-37.60	-36.95
	2016/02/04	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-39.93	-34.14
	2016/04/06	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-44.38	-41.52
	2016/05/12	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-43.66	-40.65
	2016/05/23	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-44.64	-38.61
	2016/08/11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-48.25	-46.00
	2016/09/08	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-50.99	-46.00
	2016/11/02	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-50.73	-49.37
	2016/11/09	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-53.74	-49.32
	2017/01/24	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-44.76	-36.94
	2017/02/09	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.54	-19.38
	2017/04/06	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.48	-18.50
	2017/05/15	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-28.30	-18.50
	2017/06/27	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.28	-30.06
컴투스 (078340)	2017/08/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.62	-20.12
	2017/11/08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.58	-20.12
	2017/11/15	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		
	2016/02/02	BUY(Reinitate)	110,000원	6개월	-27.27	-26.82
	2016/02/04	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-21.97	-13.82
	2016/03/31	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.78	-20.17
	2016/05/12	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-26.29	-24.08
	2016/05/23	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-33.10	-24.08
	2016/08/11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-42.80	-34.91
	2016/11/02	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-40.39	-38.95
	2016/11/09	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-46.66	-38.84
	2017/01/24	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-43.56	-38.50
	2017/02/09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.60	-6.38
	2017/05/15	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.20	-6.38
	2017/06/27	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-26.78	-6.38
	2017/11/15	BUY(Maintain)	95,000원	6개월		

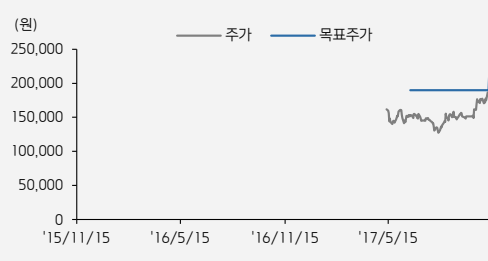
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

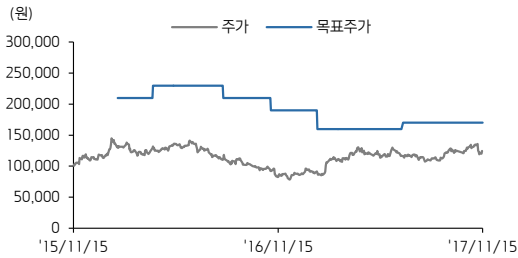
엔씨소프트



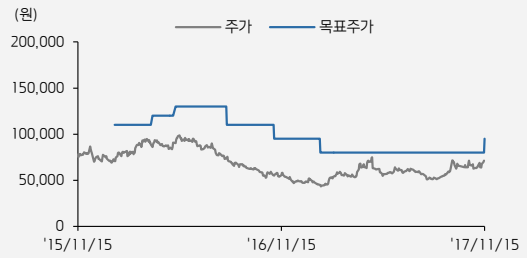
넷마블게임즈



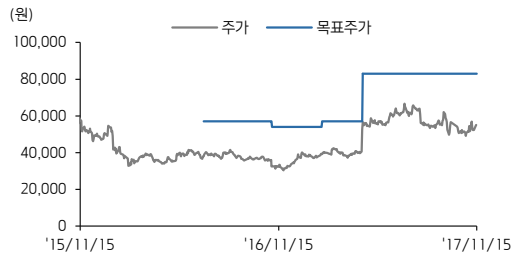
컴투스



게임빌



더블유게임즈



투자익전 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%