

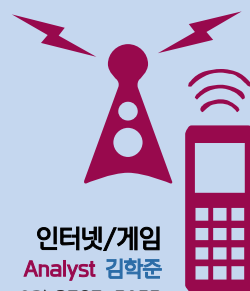
# 게임

Overweight  
(Maintain)

2018.2.22

## 게임업종은 현재 '로딩' 중

최근 증시의 변동성이 확대된 가운데 게임업종 역시 여파에 흔들리고 있습니다. 실적발표를 통해 게임업체들의 모멘텀이 뒤쪽에 쏠려있는 것으로 나타나면서 변동성이 심화되었습니다. 1Q는 게임업체들의 '로딩' 구간입니다. 발표된 신작일정을 통해 시점별, 업체별, 게임별 주목할 만한 포인트를 짚어봤습니다. 최선호주로 넷마블게임즈와 컴투스를 추천하며 차선호주로 더블유게임즈를 추천드립니다.



인터넷/게임  
Analyst 김학준

02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### Summary 3

#### > 게임업종은 현재 '로딩' 중 3

### I. 글로벌 게임업체 동향 4

#### > 최근의 변동성만 제외하면 좋은 퍼포먼스는 유지, 여전히 상승세를 기록하는 기업들의 이유는 살펴볼 필요가 있어 4

### II. 글로벌 선호 장르 7

#### > 아시아지역은 MMORPG의 포지션이 지속 상승 7

#### > 북미/유럽은 퍼즐, 카지노게임의 공고화 7

### III. MMORPG에 대한 의문해소 9

#### > 확일성에서 다양성으로 변하는 MMORPG 9

### IV. 해외 진출에 대한 성과는 하반기가 주11

#### > 상반기는 다양한 장르의 해외 진출 시도를 눈여겨 봐야 11

### V. 게임업종 투자전략 13

#### > 안정성에서 모멘텀 확대의 시기를 노릴 필요가 있음 13

### VI. 업체별 투자전략 16

#### > 최선호주: 넷마블게임즈, 컴투스 차선호주: 더블유게임즈 16

### VII. E-Sports의 활성화를 유심히 지켜봐야8

#### > E-Sports의 활성화 = 게임 Life Cycle의 장기화 18

### 기업분석 22

#### > 엔씨소프트 (036570) 23

#### > 넷마블게임즈 (251270) 26

#### > 컴투스 (078340) 29

#### > 게임빌 (063080) 32

#### > 더블유게임즈 (192080) 35

#### Compliance Notice

- 당사는 2월 21일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

## 게임업종은 현재 '로딩' 중

### >>> 모멘텀의 무게 중심은 하반기에, 비MMO에 대한 관심도 필요

2월에 있었던 실적발표에서 각 업체들의 전반적인 출시 일정들이 재조정되었다. 그 결과 일부의 주요 게임들을 제외하고 대다수의 게임들의 무게중심이 하반기로 이동하였다. 즉, MMORPG 모멘텀이 주축이 되었던 게임업종은 잠시 동안의 침표를 찍게 되었다. 이에 비MMORPG 게임에 대한 관심이 필요한 시점으로 판단하고 있다. 특히 2~3개월 후 출시될 게임들에 대한 관심은 여전히 유효하다.

### >>> 확일성에서 다양성을 갖추는 MMORPG

잠시 동안의 쉬어가는 구간은 불가피하겠지만 MMORPG에 대한 긍정적인 시각은 유지할 필요가 있다. 작년 글로벌에서의 성과가 반절의 성공에 그쳤지만 올해는 하반기에 다양성을 무기로 글로벌 M/S확대에 재도전을 할 것으로 전망된다. 당사에서는 글로벌 진출에 제동이 걸린 이유를 지역별로 선호하는 스타일의 차이가 존재하기 때문으로 보고 있으며 각 업체들의 MMORPG들이 각기 다른 차별성을 갖고 도전한다면 충분히 공략 가능하다고 판단하고 있다.

### >>> 안정성에서 모멘텀으로 넘어가는 시점을 노려야

다만, 현재는 게임업종 내부의 요인도 존재하지만 증시 변동성 확대가 업종 부진에 영향을 더 크게 미친 것으로 판단된다. 단기적으로는 모멘텀의 다수 보유보다는 안정성이 더 부각되는 시점으로 판단된다. 또한 증시 변동성이 안정화된다 하더라도 즉각적인 모멘텀으로의 전환은 제한될 가능성이 높다. 본격적인 모멘텀으로의 전환은 트리거가 필요하기 때문이다. 당사에서는 트리거 요인을 게임의 Big Hit로 꼽고 있으며 2Q부터 게임출시 일정이 많아진다는 점을 감안하면 그 시기에 모멘텀으로의 전환이 나타날 가능성이 높다고 전망하고 있다. 즉, 현재는 안정성을 중심으로 하되 점진적으로 다수의 모멘텀을 보유한 업체로 전환해야 할 필요성이 있다고 판단한다.

### >>> 최선호주: 넷마블게임즈, 컴투스 차선호주: 더블유게임즈

# Summary

## >>> 게임업종은 현재 '로딩' 중

### 1Q는 게임업종의 변동성이 확대,

2018년 게임업종에 대해 기존 투자자의견인 비중확대(Overweight)를 유지한다.

게임업종은 2월 현재 작년 연말대비 하락세를 보이고 있다. 게임업종이 작년 연말 이후 약세를 보이고 있는 이유는 몇 가지가 있다.

#### 최근 게임업종 약세의 이유

1. 작년 4Q부터 나온 신작게임들 중 Big Hit Game이 부재했고 전반적인 실적이 기대를 하회한 점
2. 게임업종에 대한 Valuation 상승 근거인 MMORPG의 글로벌 시장 점유율 확대가 반절의 성과에 그쳤다는 점
3. 2018년 기대신작들이 작게는 1개월에서 길게는 3개월 딜레이 된 점
4. 최근 시장 변동성이 확대된 가운데 이익 안정성의 우선순위가 올라온 점

상기의 몇 가지 이유로 인해 게임업종의 상승세에 제동이 걸렸지만 당사에서는 2018년 역시 2017년과 다르지 않게 게임업종의 전체적인 상승세를 바라본다. 아직 MMORPG 주도의 흐름이 끝나지 않았다고 판단하고 있다. 오히려 세부 장르의 다변화가 나타나면서 전체적인 라인업의 질이 개선되고 있어 글로벌 성과 확대 가능성이 높아지고 있다고 판단된다.

#### 올해도 게임업종을 긍정적으로 바라보는 이유

1. 양산형 게임이 아닌 회사 DNA가 담긴 게임들이 속속 나오고 있고 다양한 장르에 새로운 시도들이 결합되면서 Hit Ratio를 올리려는 노력들이 더해지고 있음
2. 글로벌 시장 점유율 확대는 아시아를 중심으로 확대될 가능성이 높지만 다른 지역은 MMORPG가 아니더라도 다른 장르를 통해서 성과 확대 가능
3. 신작들의 딜레이가 예년보다 크지 않음. 다만, 주요 게임들의 해외 진출의 시기가 2018년 하순 및 2019년이 될 가능성은 높음
4. 모멘텀 중심의 게임업종은 변동성이 클 때 취약한 모습을 보여줬었음. 시장 안정화 이후에 Hit게임이 다시 나타날 경우 모멘텀 확장 시기가 도래할 것으로 판단
5. 상반기는 소수의 MMORPG를 제외하고는 비MMORPG 장르의 Hit 가능성도 있음

게임의 용량이 커진다면 로딩기간이 길어지는 경우처럼 이번 게임업종도 전체 시가총액이 커진 만큼 약세의 기간이 예상보다 길어지고 있다. 당사에서는 게임업종에 대한 반등 시점을 3~4월로 바라보고 있으며 그 이전이라도 Big Hit게임이 나타난다면 그 시점은 당겨질 것으로 전망하고 있다.



# I. 글로벌 게임업체 동향

>>> 최근의 변동성만 제외하면 좋은 퍼포먼스는 유지, 여전한 상승세를 기록하는 기업들의 이유는 살펴볼 필요가 있어

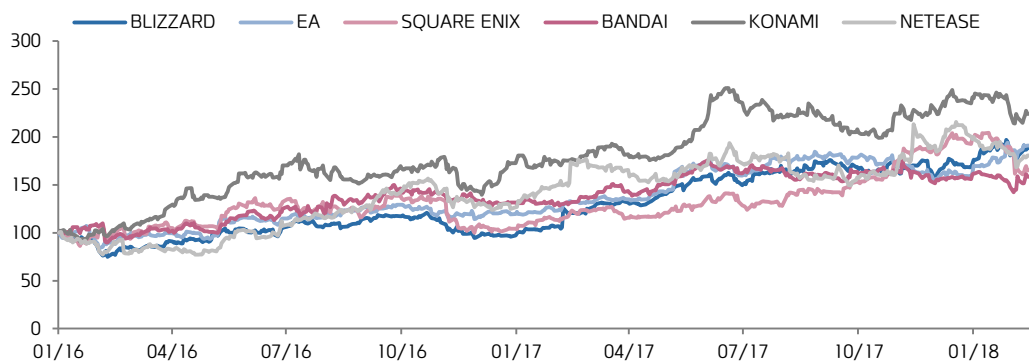
## EA와 블리자드의 무서운 상승세 이유

2018년 들어 글로벌 게임업종의 주가는 미국업체를 중심으로 여전한 상승세를 보여주고 있었다. 반면 아시아 업체들의 경우에는 실적우려와 신작 성과 부진 등이 겹치면서 12월 고점 이후 주가 상승세가 한풀 꺾였다.

**블리자드와 EA가 글로벌 게임업체들의 상승에 최선두에 위치해있다.** 이 두 업체는 기대치보다 낮은 4Q실적을 발표하였지만 세부내용들의 긍정적 평가로 수익성 확대에 대한 기대감이 주가에 작용하고 있다. 블리자드는 수익성에서 부진한 모습을 보여주었지만 이는 오버워치리그 출범에 따른 마케팅비용과 오프라인용 패키지 제작 비용 증가에 따른 것이 크다. 매출은 4Q 성수기시즌(블랙프라이데이 등에 따른 패키지판매 매출 급증 시기)라는 점에서 전분기 대비 크게 증가하였지만 긍정적인 부분이 존재한다. 세부적인 내용에서 살펴봤을 때 오버워치리그의 성공적 출범으로 인한 PC매출 반등 기대감이 작용하였고 **모바일게임의 성장성과 IP가치 확대에 따른 로열티 기대감이 작용**하고 있는 것으로 추정된다. EA는 스타워즈 배틀프론트2의 부진으로 기대치에 비해 못한 매출을 나타냈다. 하지만 수익성이 매우 높은 서비스판매(Ultimate Team모드의 성과)로 **ARPU가 증가하는 모습**을 보여줌에 따라 긍정적 기류가 형성되고 있다. 최근 북미/유럽지역의 인게임결제가 점차 늘어나고 있다는 점을 재차 입증한 것이다.

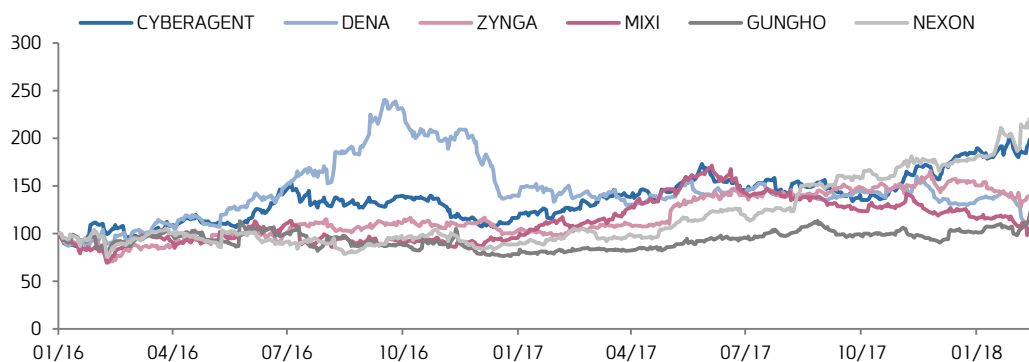
반면, 아시아 게임업체들의 최선두에 위치해있는 넷이즈는 기존 게임들의 부진과 더불어 신작 성과도 기대에 미치지 못함에 따라 주가 하락세가 나타나고 있다. 특히 작년 4Q부터 경쟁사인 텐센트의 게임들(QQ레이싱, 기적:각성 등)이 성공적으로 런칭됨에 따라 미래 수익성에 대한 기대치가 감소했다고 추정된다. 스퀘어에닉스, 반다이남코 등의 일본업체들은 개별 이슈보다는 지수하락에 따른 동반 하락세가 나타나고 있는 것으로 판단된다. 다만, 넥슨은 일본상장 게임업체들과는 다르게 지속 상승세를 구가하고 있다. 이는 작년 하반기 AxE, 오버히트, 올해초 듀랑고 등 **모바일게임에서의 Hit Ratio**가 매우 높아졌고 던전앤파이터(중국)의 흥행도 지속되고 있기 때문이다. 올해도 PC, Mobile에서 다수의 신작 출시를 통해 성장성을 꾀하고 있는 만큼 이에 대한 기대치가 높게 자리잡고 있는 것으로 풀이된다.

2016~현재, 글로벌 주요 온라인게임 업체들의 주가추이 (기준: 100)



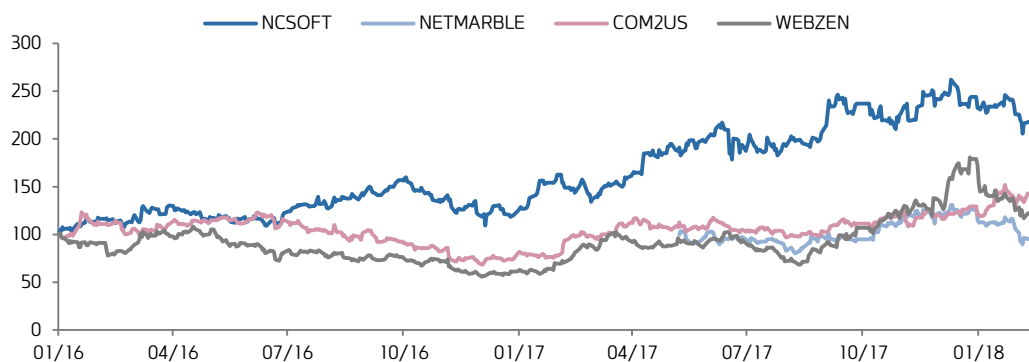
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016~현재, 글로벌 주요 모바일게임 업체들의 주가추이 (기준: 100)



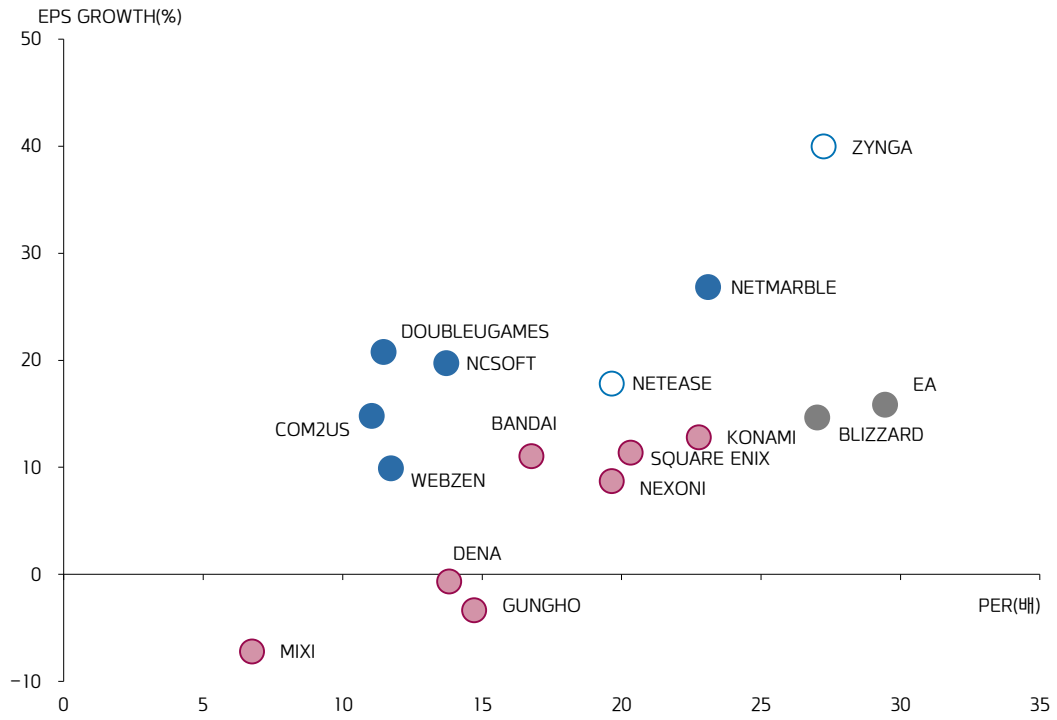
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016~현재, 국내 주요 게임 업체들의 주가추이 (기준: 100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# Global Peer들의 PER/EPS Grwoth 분포도



자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

## II. 글로벌 선호 장르

### >>> 아시아지역은 MMORPG의 포지션이 지속 상승

#### 아시아 지역은 이제 MMORPG가 대세

아시아 지역에서의 장르변화는 MMORPG가 이끌고 있다. 한국 및 중국, 동남아시아는 상위 게임들은 MMORPG가 차지하고 있으며 일본도 최근 리니지2:레볼루션의 성과로 상위권에 MMORPG 비중이 확대되고 있는 것으로 판단된다. 이외 기존 RPG들도 일정수준 이상의 성과를 나타내면서 대부분의 상위 순위들은 RPG류의 게임들이 차지하고 있다. 주목할 지역인 일본에서의 MMORPG 비중이 낮긴 하지만 리니지2:레볼루션의 성공에 비추어 봤을 때 신작 출시에 따른 점진적인 점유율 확대가 전망된다.

향후 선호장르와 관련된 몇 가지 변화의 분위기는 감지되고 있다. 첫 번째 특이점은 PC에서 인기를 끌었던 배틀로얄 장르들이 두각을 나타내고 있다는 것이다. 한국에서는 중국산 배틀로얄 게임이 인기순위(다운로드) 1위를 지속하고 있으며 중국에서는 배틀로얄게임의 매출순위가 지속적으로 상승(최고 6위, 현재 10~20위)하고 있다. 최근 배틀그라운드IP게임을 비롯한 여러 배틀로얄 장르가 출시될 예정이기 때문에 이러한 현상은 지속될 가능성이 높다고 판단된다. 두 번째 특이점으로는 대만에서의 슬롯게임들의 성과가 나타나고 있다는 점이다. 북미/유럽/호주 지역을 제외한 지역에서는 슬롯게임들이 성과를 내지 못하고 있다. 특히 동아시아지역은 슬롯게임보다는 자국 내 유행하는 보드게임 중심으로 매출들이 나타나고 있다. (한국: 고스톱, 중국: 마작, 일본: 빠징코) 이러한 상황에서 대만에서 슬롯게임들이 두각을 나타내고 있으며 상위 10위 내 2~3개의 게임이 성과를 내고 있다. 아직 다른 여타 지역까지 확산될 가능성이 높다고 보고 있지는 않지만 분명 의미 있는 변화로 판단하고 있으며 같은 중화 문화권 내에서의 확산을 지켜볼 여지는 있다.

### >>> 북미/유럽은 퍼즐, 카지노게임의 공고화

#### 전략의 포지션이 점차 낮아지고 있음. RPG의 포지션은 소폭 증가

2017년 북미/유럽지역 주요 시장들의 순위를 살펴봤을 때 선호 장르들의 변동성은 매우 낮은 것으로 판단된다. 순위 변화에서 나타난 이슈는 기존에 높은 순위를 유지하던 전략게임들의 성과가 낮아진 모습을 보이고 있고 이 부분을 퍼즐과 카지노가 메우고 있다. 2017년 하반기에 도전했던 RPG게임들(MMORPG포함)은 신규 출시에 따라서 M/S가 소폭 증가한 것으로 판단되지만 아직 주요 장르에 비해서는 매우 낮은 성과를 보여주고 있다.

주요 장르들의 특성을 살펴보면 여전히 숏폼게임(플레이타임이 짧은 게임)들을 선호하고 있는 것으로 판단되고 있다. 10위권 내 있는 게임들의 특성을 살펴보면 대부분 10~15분 내 플레이가 가능한 게임들이 주류를 이루고 있다. 즉, 플레이타임이 짧은 게임들을 원하고 있다고 판단하고 있고 반면에 기본적인 플레이타임이 긴 RPG류의 게임들은 성과가 제한적이었다. 또한 자동 중심의 게임 진행보다는 수동 플레이 진행이 중심의 게임들이 더 각광을 받고 있는 것으로 나타나고 있다. 북미/유럽지역에서는 본인의 의사결정이 중요시되는 자율성이 높은 게임들이 성과를 내고 있다고 판단된다. 자율성이 높은 게임들에 대한 각광은 ROBLOX의 매출순위에서도 나타난다. 마인크래프트와 같은 샌드박스형 게임으로 높은 자율성을 기반으로 한 게임들의 비중이 확대된다는 것은 분명 생각해볼 의제이다.



## 글로벌 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	1월 글로벌(Google&iOS)	장르
1	Monster Strike	RPG
2	Fate/Grand Order	RPG
3	Honour of Kings	Moba
4	Candy Crush Saga	퍼즐
5	리니지M	MMORPG
6	QQ Speed	Racing
7	Puzzle&Dragons	퍼즐
8	리니지2: 레볼루션	MMORPG
9	Dragon Ball Z	RPG
10	Clash Royale	전략

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 독일 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 한국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	1월 한국(Google&iOS)	장르
1	리니지M	MMORPG
2	리니지2: 레볼루션	MMORPG
3	오버히트	RPG
4	모두의마블	아케이드
5	테라M	MMORPG
6	세븐나이츠	RPG
7	소녀전선	RPG
8	프랜즈마블	아케이드
9	Alliance X Empire	MMORPG
10	붕괴3rd	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 일본 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	1월 일본(Google&iOS)	장르
1	Monster Strike	RPG
2	Fate/Grand Order	RPG
3	Puzzle&Dragons	퍼즐
4	The IDOLM	음악
5	GranBlue Fantasy	RPG
6	Dragon Ball Z	RPG
7	디즈니 썸썸	퍼즐
8	Jikkyou Pawafuru Puroyakyu	Sports
9	리니지2: 레볼루션	MMORPG
10	Azur Lane	Action

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 중국 모바일게임 순위 및 장르(iOS기준)

순위	1월 중국(iOS)	장르
1	Honour of Kings	Moba
2	QQ Speed	Racing
3	Fantasy Westward Journey	RPG
4	MU Awakening	MMORPG
5	Ghost	MMORPG
6	Westward Journey Online	MMORPG
7	Love and Producer	RPG
8	King of Chaos	전략
9	Fate/Grand Order	RPG
10	CrossFire	FPS

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 미국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	1월 미국(Google&iOS)	장르
1	Candy Crush Saga	퍼즐
2	Clash Royale	전략
3	Slotomania	카지노
4	ROBLOX	Adventure
5	Clash of Clans	전략
6	Clash Royale	전략
7	Final Fantasy XV	전략
8	Marvel Contest of Champions	RPG
9	Toy Blast	퍼즐
10	Gardenscapes	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치



### III. MMORPG에 대한 의문해소

#### >>> **확일성에서 다양성으로 변하는 MMORPG**

최근 출시되는 게임들은 PC MMORPG의 Ctrl+C, Ctrl+V

리니지2:레볼루션과 리니지M 이후 출시되는 게임들의 특징은 Auto Play, 비슷한 액션성 등이 추가 되고 있다. 이에 따라 최근 출시된 MMORPG에 대해서 양산형이라는 오명이 붙고 있다. 이에 대해서는 몇 가지 이유가 있다. 최근까지 출시된 게임들은 대부분 2~3년 개발된 게임들로 PC IP와 스타일을 거의 그대로 가져온 경향이 있다. 즉, PC MMORPG를 모바일 디바이스에 맞게 조정한 것이라고 봐도 무방하다. 모바일로 옮겨짐에 따라 모바일 특성을 새롭게 탄생시켰다기 보다는 기존 PC버전을 축소시킨 경향이 크다. 이에 각 게임들의 차별성이 부족해지고 비슷한 스타일로 보일 수 밖에 없는 현상이 나타나고 있다.

이러한 게임들의 유사성은 초기 선점한 게임들을 제외하고 유저들의 Retention Rate가 낮아지는 모습을 불러 일으키고 있으며 초기 매출 순위 역시 점차 낮아지고 있는 현상을 야기하고 있다.(리니지2:레볼루션/리니지M: 1위, 엑스: 2위, 열혈강호/테라M: 3위, 로열블러드: 9위) 국내는 모바일 MMORPG의 초기 시장형성 현상에서 벗어나고 있는 것으로 보이며 게임의 질로 승부하는 중기의 시점으로 진입하고 있다고 판단된다.

#### 각 업체들의 DNA가 담긴 스타일리쉬한 MMORPG들이 점차 출현한다

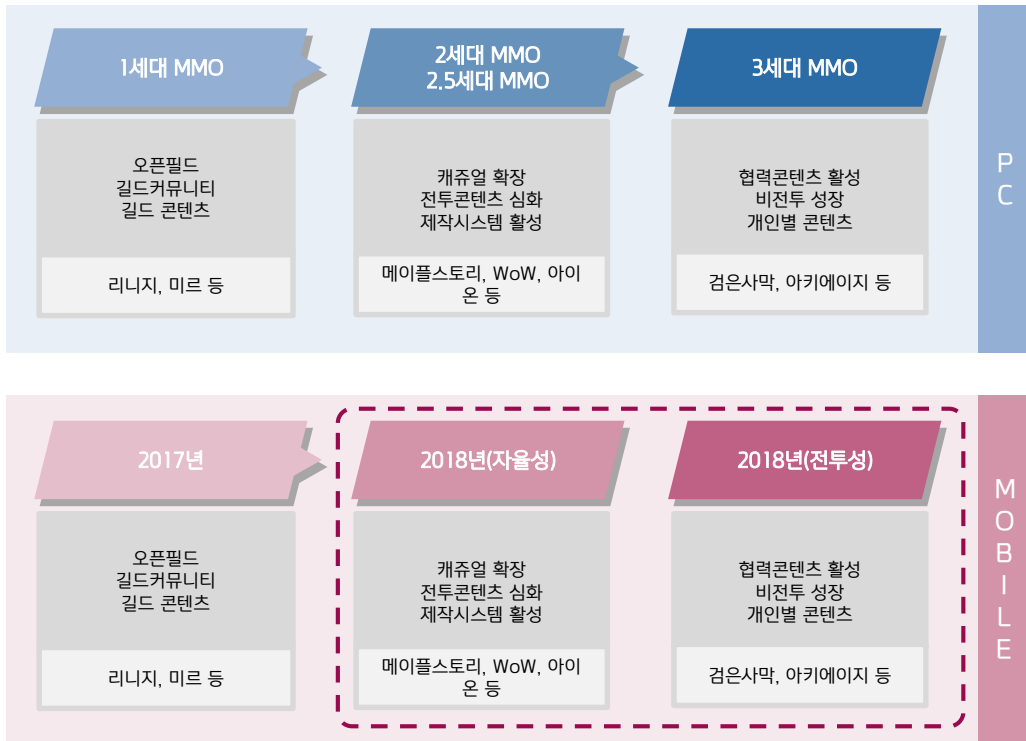
올해 상반기말~ 하반기부터 출시되는 게임들은 각 업체들의 DNA가 담겨있을 것으로 전망된다. 이번 실적발표에서 대부분의 게임사들이 주력 MMORPG의 출시 시점을 연기한 것은 변화하는 시장에 대해 고민을 하고 있기 때문으로 풀이된다. 즉, 앞서 언급한 것과 같이 차별화에 좀 더 중점을 두고 있으며 그에 대한 포인트들이 각 업체마다 다른 방식으로 해석될 것으로 전망된다.

구체적으로 엔씨소프트는 액션에 대한 비중도 존재하지만 길드 중심의 커뮤니티, 콘텐츠의 생성에 강점을 보일 것으로 판단된다. 넷마블게임즈는 게임의 전투 기능성 측면에서 여타의 게임들보다 우위에 있을 것으로 기대되며 컴투스도 타사의 게임에 비해 캐주얼+전략적인 면이 강조될 것으로 판단된다. 이외에도 넥슨의 듀랑고가 보여주었던 것과 같이 유저 자율성 확대에 초점을 맞춘 게임들이 나타날 것으로 전망하고 있으며 2/28일에 출시되는 검은사막이 기존 게임대비 자율성에 강조된 모습을 보일 것으로 판단된다.

#### MMORPG 내에서의 다양성은 장르의 견고함을 만들어가

2018년에 출시되는 MMORPG들은 확일성에 대한 답을 보여줄 것으로 기대된다. 유저들이 원하는 게임스타일은 개인별, 지역별로 편차가 나타나고 있다. MMORPG 내에서의 다양성이 갖춰질 수록 유저 폭이 확대될 개연성이 높고 이는 전체 MMORPG 장르에 대한 견고함을 만들어갈 것이다.

PC MMO의 다양성 변천사와 Mobile MMO의 2018년 다양성 확대



자료: 키움증권 리서치센터

## IV. 해외 진출에 대한 성과는 하반기가 주

>>> 상반기는 다양한 장르의 해외 진출 시도를 눈여겨 봐야

꼭 MMORPG가 아니어도 해외에서의 성과가 필요

MMORPG의 글로벌 성과에 대해서 강조했던 이유는 MMORPG장르는 타국가 대비 경쟁우위에 있기 때문이다. 즉, MMORPG의 글로벌 M/S확대는 향후 온전히 국내업체의 성과가 될 가능성이 높고 이는 양질의 게임 개발로 이어져 선순환구조를 만들어갈 수 있기 때문이다.

하지만 MMORPG의 글로벌 출시가 반절의 성공에 그침에 따라 과거보다는 기대치가 낮아진 것이 현실이다. MMORPG의 글로벌 확대가 빠르게 나타난다면 게임업종의 센티에 매우 긍정적이겠지만 MMORPG의 출시시점 지연과 글로벌빌드의 개발기간을 고려하면 확장속도가 점진적으로 나타날 가능성이 높다.

결국 비MMORPG 장르의 글로벌 성공이라도 매우 필요한 시점이다. 특히 북미/유럽지역은 컴투스 및 더블유게임즈, 넷마블게임즈를 제외하고는 성과가 낮게 나타나고 있는 지역이며 최근 2년간 신규게임의 성공적인 런칭이 전무한 지역이다. 글로벌 모바일게임에서 국내게임의 비중이 증가한 부분은 리니지2:레볼루션 성과를 제외하면 국내 마켓 캡이 확대된 효과에 그친다. 다른 장르에서라도 국내 게임업체들의 글로벌 경쟁력이 입증되어야 게임업종에 대한 관심이 지속될 수 있다. 우리는 2014~2015년 서머너즈워로 인해 각광을 받았지만 해외 성과부진으로 전반적인 게임업종 침체를 보여주었던 2016년을 기억해야 할 것이다.

다행히 비MMORPG 장르의 글로벌 진출은 큰 변동이 없어

결국 상반기 중에 글로벌 공략이 가능한 MMORPG는 2개 내외가 될 것으로 판단되며 국내에서의 성과를 비춰 봤을 때 큰 기대를 하기 어렵다. 이러한 해외진출 라인업 공백은 비MMORPG 장르들이 메워줄 것으로 판단된다. 일단 국내에서 꾸준히 상위권을 유지하고 있는 오버히트와 컴투스와 게임빌의 게임들(약 6~7종)이 글로벌 출시를 계획하고 있다. IP를 활용한 게임들은 해리포터, DC언체인드 등의 RPG게임들과 퍼즐게임인 위베어베어스가 북미/유럽지역을 타겟으로 하고 있다. 또한 더블유게임즈의 DDC의 경우 신규 출시는 아니지만 대규모 업데이트를 통해 매출회복에 나설 것으로 기대를 모으고 있다. 해당 게임들은 현재 일부 지연은 있을 수 있으나 일정상 큰 변화는 없을 것으로 판단하고 있다.

앞서 언급한 게임들의 장점은 MMORPG 장르에 비해 해당 지역의 IP영향력이 큰 경우가 많기 때문에 유저 확보에 용이하다. 또한 대부분 국내보다는 글로벌 주요 지역을 타겟으로 개발되었다는 점도 장점이다. 단점은 해당 장르가 경쟁적 환경에 놓여져 있기 때문에 차별적 요소 부각이 필요하다는 것이다. 또한 ARPU(Average Revenue per User)가 상대적으로 낮기 때문에 적은 유저로도 높은 매출을 일으키는 MMORPG에 비해 높은 유저 Retention이 필요하다. 이러한 이유로 당사에서는 IP를 활용한 게임들의 성공가능성이 좀 더 높다고 판단하고 있으며 관련된 게임들의 일정 및 성과에 집중할 필요성이 있다고 보고 있다.



### 1/17일에 소프트런칭 한 해리포터



자료: Jam City

### 1월에 CBT를 진행한 DC언체인드



자료: 4:33

### 북미지역 타겟인 위베어베어스



자료: 각종 자료

### 글로벌 출시 예정인 오버히트



자료: 각종 자료

### 게임빌의 비MMO 기대작 자이언트워



자료: 게임빌

### 컴투스의 3월 출시 예정작 체인스트라이크



자료: 컴투스

## V. 게임업종 투자전략

### >>> 안정성에서 모멘텀 확대의 시기를 노릴 필요가 있음

#### 단기적: 안정성 부각의 시기

Summary에서 언급했던 상기의 이유로 1월은 게임업종에 대한 수급 변동이 큰 시기였다. 두 가지 축으로 수급 변동이 있었다. 1. Valuation 매력이 있고 이익 안정성이 담보되는 업체들을 중심으로 관심이 확대되었고 2. 성과가 나타날 경우 높은 성장이 가능한 중소형 업체들 중심으로 관심이 몰려있었다.

실적발표를 종합했을 때 주요 게임들의 출시가 전반적으로 미뤄지는 경향을 나타내었다. 즉, **단기적으로 출시에 대한 성과를 기대할 수 있는 게임은 검은사막 모바일이 유일**하다. 주요 게임들의 출시는 빨라야 2Q 중 하순정도가 될 것으로 보이며 대부분 출시 비중이 하반기에 몰려있다. 이에 따라 1Q는 몇몇 게임을 제외하고는 안정성 중심으로 관심이 몰릴 것으로 판단된다. 멀지 않은 모멘텀을 보유하고 실적 안정성이 담보된 업체들이 해당될 것이며 대표적인 업체로는 컴투스과 더블유게임즈가 해당된다.

#### 중기적: 모멘텀 확장의 시기

2Q 중하순부터 모멘텀들이 발생되겠지만 게임업종 특성상 이에 대한 기대치 반영은 더 일찍 나타날 가능성이 높다. 기대치의 반영 시점과 속도가 관건이겠지만 이는 현재 기대를 모으고 있는 게임들의 성과에 따라 변동될 가능성이 높다. 근시일 내 출시되는 신작게임은 검은사막이 있으며 성과 수준에 따라 게임업종 내 모멘텀 확장시기가 결정될 것으로 판단된다. 현재까지 사전예약자 수가 400만명에 달하고 기대작으로 꼽히고 있는 만큼 최근에 출시된 게임들과는 다른 모습을 보일 가능성이 높다. 결국 **Big Hit Game이 출시된다면 게임업종에 대한 선투는 개선될 것이고 그 결과로 업종 전체에 대한 분석찾기는 지속될 것**으로 판단된다. 이 경우 국내에서 가장 많은 모멘텀을 보유한 넷마블게임즈에 대한 관심이 높을 것으로 판단된다.

#### 장기적: 글로벌 확장의 시기

게임 출시 연기와 관련된 영향은 글로벌 출시와도 맞닿아 있다. 최근 게임들의 출시 패턴은 두 가지(1. 국내 출시 이후 글로벌 출시, 2. 글로벌 원빌드 출시)로 나뉜다. 이 중 다수의 게임들이 국내 출시 이후 글로벌 출시 방식을 택하고 있으며 중요게임일 경우 더욱 그러한 모습을 보인다. 결국 국내 출시 연기는 소수의 원빌드 출시를 제외하고 글로벌 출시 시점 또한 연기된 것을 의미한다. 또한 최근에는 모바일게임도 해외 권역별 순차 출시가 대세를 이루고 있는 만큼 하반기말 정도 되어야 아시아권역 출시 모멘텀이 발생할 것으로 추정된다. **결국 우리가 긴 안목에서 바라볼 업체들은 해외에서의 성공 가능성이 높은 업체들**이다. 이는 게임 개발의 방향성(업체별 개발강점)과 지역별 선호장르, 특색이 잘 맞물리는지를 살펴야 할 것이다. 가장 객관적인 지표로 활용할 수 있는 것은 그 지역에 영향력이 있는 IP를 사용하는지 여부, 사전예약자 수 등이다.



## 주요 게임들의 출시 일정 1

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
피싱스트라이크	위메이드/넷마블게임즈	2018년 2월(원빌드)	Mobile/Sports	신규
퍼스트본	넷마블게임즈	2018년 상반기	Mobile/Simulation	신규
해리포터 호그와트 미스터리	넷마블게임즈	2018년 상반기	Mobile/Adventure RPG	소셜 및 영화 해리포터
테리아사가	넷마블게임즈	2018년 상반기(일본)	Mobile/RPG	신규
블레이드앤소울:레볼루션	넷마블게임즈	2018년 상반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
이카루스M	위메이드/넷마블게임즈	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, 이카루스
세븐나이츠2	넷마블게임즈	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
원탁의기사	넷마블게임즈	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	신규
스톤에이지 MMORPG	넷마블게임즈	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC, 스톤에이지
일곱개의 대죄	넷마블게임즈	2018년 하반기(일본)	Mobile/RPG	애니메이션
더킹오브파이터즈	넷마블게임즈	2018년 하반기(일본)	Mobile/Action	PC, 더 킹오브 파이터즈
극열 마구마구	넷마블게임즈	2018년 하반기(일본)	Mobile/Sports	PC, 마구마구
요괴워치 메달워즈	넷마블게임즈	2018년 하반기	Mobile/RPG	애니메이션
테라M(글로벌)	블루홀/넷마블게임즈	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, 테라
블레이드앤소울2	엔씨소프트	2018년 하반기 전망	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
아이온: 템페스트	엔씨소프트	2018년 하반기 전망	Mobile/MMORPG	PC MMO, 아이온
리니지2:	엔씨소프트	2018년 하반기 전망	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지2
프로젝트TL	엔씨소프트	2019년	Mobile, PC/MMORPG	신규 IP(이터널 계승)
검은사막M(한국)	펄어비스	2018년 02월 28일	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
검은사막M(글로벌)	펄어비스	2018년 3Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
체인 스트라이크	컴투스	2018년 3월	Mobile/Simulate RPG	신규
스카이랜더스	컴투스	2018년 2Q~3Q	Mobile/RPG	Consol, 스카이랜더스
히어로즈워2	컴투스	2018년 4Q	Mobile/RPG	Mobile, 히어로즈워
서머너즈워 MMO	컴투스	2018년 4Q	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
빛의 계승자	편플로/게임빌	2018년 3월	Mobile/RPG	신규
탈리온	유틸플러스/게임빌	2018년 2Q	Mobile/MMORPG	신규
자이언츠워	싱타/게임빌	2018년 2Q	Mobile/RPG	신규
NBA	미공개/게임빌	2018년 상반기	Mobile/Sports	NBA라이센스

자료: 각사, 키움증권 리서치센터



## 주요 게임들의 출시 일정 2

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	다바이스/장르	IP
컴파스	NHN엔터	2018년 2Q(글로벌)	Mobile/Action	신규
모노가타리	NHN엔터	2018년 하반기	Mobile/Puzzle RPG	애니메이션
크리티컬옵스	크리티컬포스/NHN엔터	2018년 하반기	Mobile/FPS	신규
DDC(Ver2)	더블유게임즈	2018년 4월	Mobile/Casino	IGT
대만항 카지노게임	더블유게임즈	2018년 상반기	Mobile/Casino	신규
기적:각성(한국)	천마시공/웹젠	2018년 2Q~3Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, MU(웹젠)
최전기(중국)	시여광네트워크	2018년 1Q	Mobile/MMORPG	미르(위메이드, 액토즈)
미르의전설4	위메이드	2018년 말	Mobile/MMORPG	미르 신규IP
원드러너3	조이맥스	2018년 상반기	Mobile/Casual	원드러너IP
쥬시팝	조이맥스	2018년 상반기	Mobile/Puzzle	신규
스페이스컨커러	조이맥스	2018년 하반기	Mobile/전략	신규
허슬	조이맥스	2018년 하반기	Mobile/Action	신규
위베어베어스(글로벌)	선데이토즈	2018년 2Q~3Q	Mobile/Puzzle	미국 만화 위베어베어스
블레이드2	액션스퀘어/4:33, 카카오	2018년 상반기	Mobile/ARPG	Mobile블레이드 후속작
창세기전:안타리아	엔드림/조이시티	2018년 1Q	Mobile/Simulate RPG	PC, 창세기전
토탈워페어	엔드림/조이시티	2018년 3Q	Mobile/Simulation	신규
블레스M	조이시티	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC, 블레스(네오위즈)
고스트바스터즈AR	썸에이지/구글	2월 24일 MWC공개, 2Q~3Q출시	Mobile/AR	영화 고스트바스터즈
DC언체인드	썸에이지/4:33	2018년 3월	Mobile/ARPG	DC Comics
오버히트	넷게임즈/넥슨	1Q~2Q 일본, 2Q~3Q 글로벌	Mobile/RPG	신규
아스텔리아	스튜디오8/넥슨	2018년	PC/MMORPG	신규
프로젝트EX	NX게임즈(바른손E&A)	2018년	Mobile/MMORPG	신규
시그널	신스타임즈	2018년 2월	Mobile/MMORPG	중국 Mobile MMO
덴마/마왕이되는 소년 등 3종	신스타임즈	2018년 2Q	Mobile/Adventure	웹툰IP
소울오브히어로즈	플레이어스/엔터메이트	2018년 02월 27일	Mobile/RPG	신규
타이탄폴온라인	넥슨지티/넥슨	2018년	PC/FPS	EA, 리스폰엔터
엑스(글로벌)	넥슨지티/넥슨	2018년	Mobile/MMORPG	신규
배틀그라운드(중국)	블루홀, 텐센트/텐센트	2018년	Mobile/Battle Royale	PC 배틀그라운드

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

## VI. 업체별 투자전략

>>> 최선호주: 넷마블게임즈, 컴투스

차선호주: 더블유게임즈

신작 모멘텀이 가깝고 성공가능성이 높은 업체 중심의 전략이 필요

상반기 기대 신작: 블소:레볼루션, 검은사막, 해리포터

하반기 기대 신작: 서머너즈워MMO, 블소2, 스카이랜더스, 기적:각성

### 넷마블게임즈 (251270)

- 긍정 Point1. 국내 최대 신작 모멘텀 보유(MMORPG라인업 포함)
- 긍정 Point2. 국내 최고 수준의 Hit Ratio를 보유, 다양한 파이프라인을 통한 포트폴리오 구축
- 긍정 Point3. 해외에서의 성과를 보유하고 있는 손꼽히는 업체
- 부정 Point1. 높은 밸류에이션이 합당하기 위해서는 성과에 대한 필요성이 매우 큼(특히 글로벌). 즉, 일정 수준의 성과가 아닌 여러 번의 Big Hit가 수반되어야 하는 부담감이 존재

### 엔씨소프트 (036570)

- 긍정 Point1. 로열티가 가장 높은 IP를 다수 보유
- 긍정 Point2. 리니지M을 통한 안정적 실적 유지, 이에 따른 Valuation 매력 부각
- 부정 Point1. 주요 신작의 출시가 상당부분 하반기에 몰려있기 때문에 상반기 모멘텀이 부족
- 부정 Point2. 모바일의 해외 성과가 일부 지역에서만 나타나고 있기 때문에 해외 성과에 대한 기대치가 낮음. 즉, 해외 성과에 대한 기대치를 부여할 만한 모멘텀이 부족

### 컴투스 (078340)

- 긍정 Point1. 서머너즈워의 성과가 안정적으로 지속됨에 따라 Valuation 매력 부각
- 긍정 Point2. 스카이랜더스, 서머너즈워MMO라는 IP를 활용한 게임들이 올해 여름부터 출시되기 때문에 실적 상승에 대한 기대치 부여가 가능
- 부정 Point1. 두 기대작 모두 기존 서머너즈워와 카니발리제이션이 나타날 가능성이 있음. 신작 성과가 나타날 경우 문제가 안 되겠지만 성과가 둘 다 부진할 경우 서머너즈워의 유지력에 영향을 줄 가능성이 높음

### 더블유게임즈 (192080)

- 긍정 Point1. DUC의 매출 성장성이 지속적으로 나타나고 있으며 Take5를 비롯한 신작들의 성과가 긍정적
- 긍정 Point2. DDC의 매출이 1월부터 상승구간에 진입한 가운데 4월 대규모 업데이트(Ver2)를 통한 매출 확대 가능성이 높음
- 부정 Point1. 현재 주가는 DDC의 회복에 대한 기대치가 일정부분 반영되어 있는 만큼 DDC의 Ver2가 실제 성과가 중요한 변수가 됨. 또한 이 경우 DDI(DDC의 모회사)의 상장계획이 차질을 빚기 때문에 이자 비용 부담은 지속될 것

## 게임빌 (063080)

- 긍정 Point1. 올해 약 10종의 게임을 출시할 계획이기 때문에 모멘텀을 다수 보유
- 긍정 Point2. 관계사 컴투스의 주가 상승에 따른 지분가치 상승
- 부정 Point1. 기존 게임들의 매출이 감소추세에 있어 기초체력이 부족한 상황. 신작들의 성과가 뒤따르지 못할 경우 구조적 적자가 장기화될 가능성이 높음
- 부정 Point2. 상반기 기대작이었던 로열블러드의 성과가 부진함에 따라 차후 출시되는 게임들에 대한 높은 기대치 생성이 어려움

## 기타 업체들의 기대 신작: 오버히트 글로벌, 위베어베어스(글로벌), 고스트바스터즈AR, 토탈워페어

### 오버히트(일본, 글로벌)

- 긍정 Point1. 신규IP, 비MMORPG장르라는 불리한 요인들에도 불구하고 국내 매출순위에서 지속적으로 상위권에 랭크되고 있다는 것은 높은 게임성을 반증
- 긍정 Point2. 전략RPG가 그래도 RPG게임들 중(MMORPG제외)에서 글로벌 성과가 가장 좋다는 점, 그 래픽적 요소가 뛰어나다는 점에서 글로벌 성과를 기대할 수 있음
- 부정 Point1. IP영향력이 없다는 점에서 퍼블리셔의 역할이 매우 중요. 퍼블리셔의 글로벌 성과(모바일)가 국내에 비해 낮음

### 위베어베어스(글로벌)

- 긍정 Point1. IP영향력이 적은 국내에서도 성과가 나타나고 있음. 국내보다 미국에서 영향력이 있다는 점을 감안하면 글로벌 출시에 대한 기대감 작용 가능
- 긍정 Point2. 퍼즐게임류가 여전히 강세를 보이는 지역은 북미/유럽 지역이기 때문에 장르적 특수성에 적합
- 부정 Point1. 기존 퍼즐장르는 일부의 게임들이 독과점 형태로 자리잡고 있기 때문에 경쟁력이 높지 않으면 성과를 올리기 어려움. 즉, 기존 게임들과의 차별점이 유저들에게 부각되어야 할 필요가 있음

### 고스트바스터즈AR

- 긍정 Point1. 포켓몬고 이후 AR 특수성에 맞는 IP게임이라는 점
- 긍정 Point2. 구글과의 협업체제로 인해 유저들의 인식이 빠를 수 있음
- 부정 Point1. AR게임의 주요 유저층은 저연령층인 반면 IP의 영향력은 청년층 이상이라는 점에서 미스매칭이 될 여지는 있음
- 부정 Point2. 경쟁작이라고 할 수 있는 해리포터IP AR게임(나이언틱 개발)이 올해 출시될 예정이기 때문에 출시시점이 매우 중요

### 토탈워페어

- 긍정 Point1. 밀리터리 전략게임이라는 점에서 희소성 존재, 전작 전략게임들의 성과를 봤을 때 일정수준 이상 성과 기대
- 부정 Point1. 글로벌 전략게임들의 매출비중 감소



## VII. E-Sports의 활성화를 유심히 지켜보아야

### >>> E-Sports의 활성화 = 게임 Life Cycle의 장기화

#### E-Sports에 대한 열기는 계속 확산

글로벌 게임에서의 2017년 화두 중 하나는 E-Sports였다. 지금까지 E-Sports 활성화 지역이 국내에만 머물렀다면 2017년에는 글로벌 활성화의 모습이 나타나는 시기라고 볼 수 있다. 2022년 항저우 아시안게임에서 공식 종목으로 채택되었으며 2024년 파리올림픽의 추가종목으로의 논의도 이뤄지고 있는 것으로 알려져 있다. 이러한 E-Sports의 위상확대는 E-Sports의 관람객 수의 증가와 맞물려 있으며 트위치TV 등의 스트리밍서비스들을 통해 이러한 추세는 이어질 가능성이 높다.

이에 발맞추어 최근 게임개발 업체들은 PC와 Consol게임 출시준비와 함께 E-Sports를 염두해두고 있다. 특히 최근 개발트렌드가 대전중심의 게임들로 이루어지고 있어 그러한 요소들이 더욱 부각되고 있다. 이에 게임의 인기몰이 이후 E-Sports대회 주최까지의 기간이 점점 짧아지고 있다. 최근 큰 인기를 끌고 있는 오버워치리그는 2016년 게임 출시 이후 1년반~2년이라는 기간이 걸렸다. 배틀그라운드에는 글로벌 리그가 정식 출범되지 않았지만 국내리그는 게임 출시 1년만에 리그 출범이라는 성과를 이루었다. 아직 E-Sports의 매출 성과는 크지 않지만 종목의 다양화와 리그의 활성화를 통한 관람객수 증가, 몰입도를 고려하면 미래에는 가장 성장성이 높은 Sports 산업이 될 것으로 기대된다.

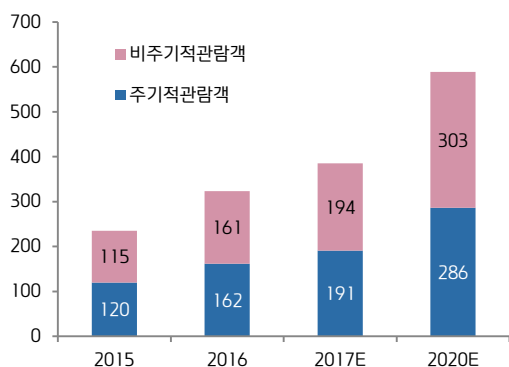
#### Mobile E-Sports도 점차 활성화

Mobile E-Sports는 아직까지 PC와 Consol E-Sports에 비해 매우 빈약한 수준이다. 아직까지 대규모 정기리그 개최보다는 이벤트성 대회들이 주를 이루고 있으며 스폰서십 비중이 매우 적기 때문에 개발사 및 퍼블리셔들의 마케팅의 한 방안으로 개최되고 있는 상황이다. 이는 모바일게임의 특성상 컨트롤을 통한 개인역량 발휘가 다른 디바이스보다 낮다는 점, PC등과 다르게 E-Sports전용 읍저버 개발이 잘 안되어 있다는 점(관전의 흥미 감소 유발)이 크다. 이에 Mobile E-Sports 대회에서 가장 활성화된 게임들은 전략성이 높은 게임들이 다수를 차지하고 있다. 가장 잘 알려진 게임은 PC와 병용이기는 하지만 하스스톤(대회 Play는 PC로 진행)이 있다. 국내에서는 리니지2:레볼루션이 대회를 개최했으며 서머너즈워도 작년에 대회를 개최하였다. 아직까지 Mobile E-Sports의 길은 험난해 보이지만 글로벌 Mobile Game의 비중이 비추어봤을 때 점차 활성화될 가능성이 높다고 판단된다.

#### E-Sports 인기 종목에 대한 Premium의 부여도 고민해봐야

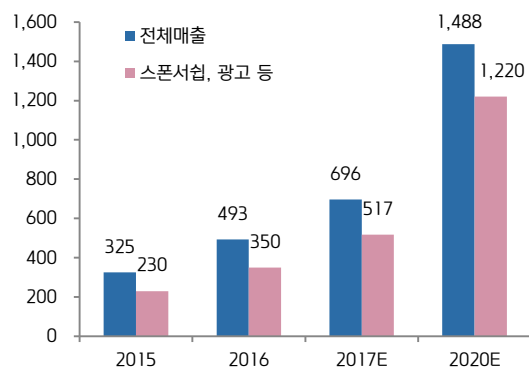
E-Sports의 주요 리그들은 대부분 최고 인기게임인 경우가 대다수이다. E-Sports의 흥행의 주요 전제인 게임의 글로벌 흥행이 있어야 하기 때문이다. 즉, 게임의 흥행뿐만 아니라 리그의 활성화까지 이어지는 경우는 소수만이 해당되며 이러한 게임들은 다른 게임들에 비해 Premium을 받을 가치가 있다. 지표측면에서도 E-Sports를 통한 마케팅효과, 유저 Retention Rate 상승 효과, IP의 확대 재생산 효과에 도움이 되기 때문에 Life Cycle의 장기화는 필연적으로 나타나게 된다. 최근 오버워치 리그출범에 따른 게임 스트리밍서비스 내 순위상승은 이러한 효과를 극명히 보여주는 사례라고 판단된다.

E-Sports 관람객수 전망 (단위: 백만명)



자료: NewZoo, 키움증권 리서치센터

E-Sports관련 매출 전망 (단위: 백달러)



자료: NewZoo, 키움증권 리서치센터

트위치TV 내 1월 E-Sports 순위

RANK	GAME TITLE	TOTAL HOURS	ESPORTS HOURS	SHARE ESPORTS	CHANGE
1	Counter Strike	69.6M	55.0M	79%	▲1
2	League of Legends	88.9M	13.7M	15%	▲1
3	Overwatch	32.5M	13.6M	42%	▲5
4	Dota2	30.9M	9.5M	31%	▼3
5	Hearthstone	35.0M	5.3M	15%	▼1
6	FIFA18	10.3M	2.1M	20%	▲21
7	Smite	4.2M	1.8M	42%	▲8
8	StarCraft2	4.2M	1.6M	39%	▼1
9	Call of Duty	4.7M	1.5M	32%	▼4
10	Heroes of the Storm	5.8M	1.1M	19%	▲8

자료: Twitch, 키움증권 리서치센터

트위치TV 내 1월 게임방송 순위

RANK	GAME TITLE	HOURS WATCHED	CHANGE
1	League of Legends	88.9M	-
2	Counter Strike	69.6M	▲4
3	BATTLEGROUNDS	53.6M	▼1
4	Fortnite	45.8M	-
5	Hearthstone	35.0M	▼2
6	Overwatch	32.5M	▲1
7	Dota2	30.9M	▼2
8	Sea of Thieves	14.5M	New
9	Grand Theft Auto V	12.9M	-
10	Monster Hunter World	12.3M	▲19

자료: Twitch, 키움증권 리서치센터

## Global Peers(게임 I)

		BLIZZARD	EA	SQUARE ENIX	BANDAI	KONAMI	NETEASE
시가총액(십억원)		57,467	41,577	5,393	7,901	8,140	43,401
주가수익률(%)	5D	3.7	3.4	3.8	4.7	5.8	5.4
	1M	0.4	8.7	(18.6)	(3.6)	(8.5)	(4.5)
	3M	9.8	17.3	(15.3)	(6.5)	(3.4)	(9.9)
	6M	14.7	8.1	13.3	(2.2)	(1.0)	13.1
	12M	56.2	44.3	31.9	13.8	22.0	5.9
매출액(십억원)	2017	7,934	5,566	2,698	6,584	2,441	9,060
	2018E	8,022	5,623	2,574	6,463	2,454	11,922
	2019E	8,650	6,126	2,778	6,761	2,622	15,010
영업이익(십억원)	2017	1,480	1,406	332	672	386	2,035
	2018E	2,803	1,788	398	654	500	2,263
	2019E	3,206	2,099	442	733	566	2,685
EPS(원)	2017	407	3,665	1,744	2,135	2,038	13,625
	2018E	2,798	4,606	2,178	2,143	2,467	17,166
	2019E	3,209	5,337	2,425	2,379	2,782	20,221
EPS Growth(%)	2017	(73.0)	(15.1)	10.9	40.6	176.3	(11.8)
	2018E	587.5	25.7	24.9	0.4	21.0	26.0
	2019E	14.7	15.9	11.4	11.1	12.8	17.8
P/E(배)	2017	43.7	28.1	19.2	16.6	24.6	27.7
	2018E	27.0	29.4	20.3	16.8	22.8	19.7
	2019E	23.6	25.4	18.2	15.1	20.2	16.7
P/B(배)	2017	5.1	6.8	2.1	2.1	2.7	6.4
	2018E	4.8	9.0	2.7	2.0	3.0	4.5
	2019E	4.0	7.3	2.4	1.9	2.7	3.7
ROE(%)	2017	2.9	25.9	11.4	13.3	11.6	25.5
	2018E	16.1	30.6	13.9	12.5	13.6	24.5
	2019E	17.8	29.5	14.1	13.2	14.0	23.1
EV/EBITDA(배)	2017	19.0	17.2	7.0	6.1	10.2	19.8
	2018E	17.4	19.3	8.8	6.8	10.6	15.7
	2019E	14.6	15.8	7.4	6.0	9.2	12.6
EBITDA(십억원)	2017	2,836	1,604	399	911	559	2
	2018E	3,137	1,944	466	867	662	2
	2019E	3,530	2,298	526	948	734	3
EBITDA Growth(%)	2017	(4.6)	26.6	27.9	32.3	7.8	(1.6)
	2018E	10.6	21.2	16.8	(4.9)	18.4	20.3
	2019E	12.5	18.2	13.0	9.4	11.0	18.7

자료: Bloomberg(2/20기준), 키움증권 리서치센터



Global Peers(게임II)

		CYBERAGENT	DENA	ZYNGA	MIXI	GUNGHO	NEXON
시가총액(십억원)		5,691	2,870	3,338	3,276	3,465	17,012
주가수익률(%)	5D	7.9	4.4	4.4	(8.5)	13.4	4.7
	1M	5.4	(20.4)	(4.0)	(15.1)	13.0	15.7
	3M	10.9	(29.6)	(13.1)	(25.3)	22.5	19.0
	6M	31.3	(19.8)	(0.8)	(27.3)	14.8	43.9
	12M	47.5	(23.2)	31.7	(10.9)	42.0	102.1
매출액(십억원)	2017	3,818	1,527	974	2,200	931	2,369
	2018E	4,103	1,419	996	1,993	825	2,621
	2019E	4,546	1,485	1,112	1,885	797	2,801
영업이익(십억원)	2017	316	246	29	945	347	913
	2018E	309	273	147	779	292	1,115
	2019E	382	299	199	694	288	1,220
EPS(원)	2017	329	2,256	34	7,761	318	1,304
	2018E	536	1,384	142	6,265	247	1,987
	2019E	1,029	1,375	198	5,814	239	2,160
EPS Growth(%)	2017	(70.9)	197.0	(124.4)	9.5	(7.9)	163.8
	2018E	62.9	(38.7)	318.0	(19.3)	(22.1)	52.4
	2019E	92.0	(0.7)	39.9	(7.2)	(3.4)	8.7
P/E(배)	2017	102.5	10.6	94.3	7.3	9.8	25.4
	2018E	84.0	13.8	27.3	6.8	14.7	19.6
	2019E	43.8	13.9	19.5	7.3	15.2	18.1
P/B(배)	2017	5.2	1.4	2.1	2.8	3.7	3.1
	2018E	6.2	1.1	1.9	1.8	3.7	3.2
	2019E	5.7	1.0	1.7	1.5	3.0	2.7
ROE(%)	2017	5.1	14.7	1.7	44.0	45.1	13.5
	2018E	9.5	8.3	7.0	27.6	26.0	17.8
	2019E	14.1	7.7	9.0	20.2	14.6	16.9
EV/EBITDA(배)	2017	9.5	7.3	50.0	3.2	4.6	11.1
	2018E	13.5	5.4	14.8	2.2	10.1	12.5
	2019E	11.0	4.8	10.2	2.5	9.2	11.1
EBITDA(십억원)	2017	0	0	0	1	0	1
	2018E	0	0	0	1	0	1
	2019E	0	0	0	1	0	1
EBITDA Growth(%)	2017	(10.6)	22.2	(177.3)	1.9	(29.1)	98.1
	2018E	7.8	12.9	185.5	(14.5)	(17.9)	24.5
	2019E	21.1	8.2	31.9	(11.9)	0.8	9.5

자료: Bloomberg(2/20기준), 키움증권 리서치센터





## 기업분석

엔씨소프트  
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 530,000원  
리니지M의 기반은 확고

넷마블게임즈  
(251270)

BUY(Maintain)/목표주가 210,000원  
뛰다 잠시 걷고 있다

컴투스  
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 185,000원  
그렇게 멀지 않은 그대

게임빌  
(063080)

Outperform(Downgrade)/목표주가 77,000원  
신작 기대보다는 기초체력 부족에 대한 우려가 커

더블유게임즈  
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 83,000원  
기대치를 높일 필요가 있어



엔씨소프트 (036570)



## BUY(Maintain)

주가(2/21) 394,500원

목표주가 530,000원

엔씨소프트의 리니지M 매출 안정성이 유지될 것으로 판단되는 가운데 Valuation 매력은 충분한 것으로 판단된다. 다만, 신작의 출시 윤곽이 명확하지 않다는 점은 단기적으로 부정적 요소이다. 목표주가 530,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

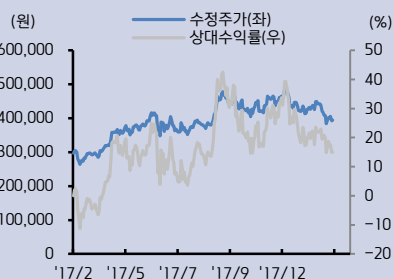
## Stock Data

KOSPI (2/21)	2,429.65pt		
시가총액	86,549억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	488,000원	263,500원	
최고/최저가 대비 등락	-19.16%	49.72%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-7.4%	-3.9%
	6M	4.5%	1.3%
	1Y	32.8%	15.0%

## Company Data

발행주식수	21,939천주	
일평균 거래량(3M)	167천주	
외국인 지분율	46.79%	
배당수익률(17E)	1.63%	
BPS (17E)	116,992원	
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	12.1%

## Price Trend



## 리니지M의 기반은 확고

## &gt;&gt;&gt; 리니지M의 기반은 상대적으로 확고

리니지M의 매출기반은 지난 하반기에 보여주었던 것처럼 확고한 편이다. 타 MMORPG의 유저층과 크게 겹치지 않는다는 점에서 향후의 경쟁에서도 큰 영향은 없을 것으로 판단된다. 오히려 콘텐츠 업데이트, 이벤트의 성패가 영향이 더욱 클 것이다. 굳이 경쟁작을 뽑자면 불소IP를 활용한 외부 개발사의 신작 정도만이 손꼽힐 수 있다. 이 경우도 사실 리니지M에 대한 영향보다는 향후 출시될 신작들에 대한 영향이 더 클 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 상반기 관련 Point

- 리니지M의 매출 안정화 유지(업데이트, 이벤트의 성패)
- 부진했던 PC게임들의 ARPU 상승 가능 여부
- 불소2 등 신작관련 일정의 윤곽이 언제 나타나는지

## &gt;&gt;&gt; IP가치의 글로벌 부각이 장기적 Point

엔씨소프트의 IP가치는 상대적으로 아시아지역에 묶여있는 편이다. 물론 불소, 길드워 IP라는 글로벌한 IP가 존재하지만 글로벌 전 지역에서의 고른 성과보다는 일부 권역의 집중된 성과가 크다는 아쉬운 점이 존재한다. 또한 IP가치가 상대적으로 높은 중국으로의 신규진출이 아직까지도 어렵다는 점은 IP활용성에 제한이 될 수 있다. 즉, 당사의 장기적 Point는 PC에서 하지 못했던 IP영향력의 글로벌 전지역 확대를 Mobile에서 이룩하는 것이다. IP의 확대 재생산 트렌드가 나타나고 있는 이 시점에 과제를 달성한다면 장기적 선순환 구조에 돌입할 수 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(십억원)	838	984	1,759	2,082	2,737
보고영업이익(십억원)	237	329	585	798	1,237
핵심영업이익(십억원)	237	329	585	798	1,237
EBITDA(십억원)	272	361	615	826	1,265
세전이익(십억원)	240	346	611	826	1,272
순이익(십억원)	166	271	445	620	954
지배주주지분순이익(십억원)	165	272	442	606	934
EPS(원)	7,542	12,416	20,141	27,630	42,550
증감율(% oY)	-28.1	64.6	62.2	37.2	54.0
PER(배)	28.2	19.9	22.2	16.2	10.5
PBR(배)	2.6	2.9	3.8	3.3	2.6
EV/EBITDA(배)	13.7	12.7	14.0	10.1	5.9
보고영업이익률(%)	28.3	33.4	33.3	38.3	45.2
핵심영업이익률(%)	28.3	33.4	33.3	38.3	45.2
ROE(%)	10.5	14.7	19.9	22.0	27.7
순부채비율(%)	-53.3	-44.0	-50.0	-55.0	-65.9



## >>> 상반기까지는 안정화, 하반기부터 움직임이다

### 1Q 성과는 업데이트와 PC의 반등 여부가 결정

리니지M은 1월까지 안정적 성과를 나타내고 있다. 1Q실적의 성과는 이번에 진행된 리니지M의 아이템 컬렉션 업데이트가 좌우할 것으로 판단된다. 최근 유저들의 레벨 상향평준화에 따라 예전과 같이 단기간의 높은 매출을 기록하는 일이 점차 적어지고 있다. 예전 수준의 업데이트 성과가 나타난다면 오히려 당사의 기대치를 상회할 가능성도 존재한다. PC부문은 길드워 확장팩의 효과로 기대 이상의 성과를 나타내었지만 1Q에는 이 부분이 작년 3Q수준으로 감소할 것으로 판단된다. 아이온의 업데이트 성과가 이 부분을 얼마만큼 상쇄시키는지 중요하다.

본격적인 실적반등은 하반기에 나타날 것으로 판단된다. 3Q에는 최소 1개의 MMORPG가 출시될 것으로 기대되는 가운데 관건은 내부IP를 활용한 외부개발사 게임의 성패 여부다. 내부IP이기 때문에 엔씨소프트 개발게임에 대한 로열티가 더 높을 것으로 판단되지만 큰 성과를 거둔다면 동사의 실적성과에 영향이 있을 수 밖에 없다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	240	259	727	533	474	440	529	639	984	1,759	2,082
게임 매출액	176	222	684	474	429	398	478	590	861	1,556	1,895
리니지	51	34	35	34	36	37	38	37	375	154	147
리니지 2	18	17	16	15	16	16	15	16	77	66	63
아이온	13	11	10	13	16	14	11	12	72	47	53
블레이드앤소울	45	39	38	40	40	36	35	38	182	161	150
길드워 2(확장)	14	14	20	35	19	17	17	16	77	83	69
기타(모바일)	34	109	564	338	303	278	361	471	78	1,045	1,414
로열티 매출액	64	36	44	60	46	42	52	49	122	203	188
영업비용	209	221	399	344	302	281	316	384	654	1,174	1,284
인건비	132	113	155	161	138	128	133	164	383	562	562
매출변동비	19	38	176	108	102	95	114	138	64	342	450
마케팅비	13	24	22	24	19	19	23	28	35	83	89
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	29	26	24
기타	38	38	38	44	36	33	40	48	143	161	160
영업이익	30	38	328	189	172	159	213	254	330	585	798
영업이익률	13%	15%	45%	35%	36%	36%	40%	40%	34%	33%	38%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	838	984	1,759	2,082	2,737
매출원가	203	188	212	219	216
매출총이익	636	796	1,547	1,863	2,521
판매비및일반관리비	398	467	962	1,066	1,283
영업이익(보고)	237	329	585	798	1,237
영업이익(핵심)	237	329	585	798	1,237
영업외손익	2	17	26	28	35
이자수익	20	22	20	27	33
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	13	16	8	0	0
이자비용	0	3	3	3	3
외환손실	3	9	14	0	0
관계기업지분법손익	-2	7	1	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-8	-1	0	0
기타	-25	-7	15	2	3
법인세차감전이익	240	346	611	826	1,272
법인세비용	73	75	166	207	318
유효법인세율 (%)	30.5%	21.6%	27.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	166	271	445	620	954
지배주주지분손이익(억원)	165	272	442	606	934
EBITDA	272	361	615	826	1,265
현금순이익(Cash Earnings)	201	304	475	648	982
수정당기순이익	167	278	446	620	954
증감률(% YoY)					
매출액	-0.1	17.3	78.8	18.4	31.4
영업이익(보고)	-14.6	38.4	77.9	36.4	55.1
영업이익(핵심)	-14.6	38.4	77.9	36.4	55.1
EBITDA	-13.5	32.6	70.4	34.3	53.1
지배주주지분 당기순이익	-28.1	64.6	62.3	37.2	54.0
EPS	-28.1	64.6	62.2	37.2	54.0
수정순이익	-26.2	66.4	60.5	38.8	54.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	241	112	1,030	580	1,040
당기순이익	166	271	445	620	954
감가상각비	28	27	27	24	24
무형자산상각비	7	6	3	5	4
외환손익	-9	-7	6	0	0
자산처분손익	1	10	1	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	6	-154	191	-60	61
기타	42	-41	356	-7	-2
투자활동현금흐름	-517	-139	-709	-544	-518
투자자산의 처분	-487	-118	-677	-522	-494
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-18	-17	-24	-24	-24
무형자산의 처분	1	-2	-8	0	0
기타	-14	-3	0	2	0
재무활동현금흐름	310	-74	78	-113	-88
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	-155	-155
기타	379	-163	159	42	67
현금및현금성자산의순증가	45	-103	399	-76	434
기초현금및현금성자산	203	248	145	544	467
기말현금및현금성자산	248	145	544	467	902
Gross Cash Flow	235	266	839	641	980
Op Free Cash Flow	189	117	631	549	1,002

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,083	1,192	1,618	2,082	3,023
현금및현금성자산	248	145	544	467	902
유동금융자산	705	839	898	1,354	1,779
매출채권및유동채권	129	207	176	260	342
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,136	1,169	1,754	1,850	1,937
장기매출채권및기타비유동채권	17	23	29	64	83
투자자산	797	867	1,445	1,512	1,583
유형자산	234	225	225	225	225
무형자산	64	53	53	49	45
기타비유동자산	24	1	2	0	0
자산총계	2,219	2,361	3,372	3,932	4,960
유동부채	338	284	456	502	659
매입채무및기타유동채무	231	244	237	379	498
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	107	40	219	123	162
비유동부채	93	181	336	390	462
장기매입채무및비유동채무	16	7	3	15	20
사채및장기차입금	0	150	150	150	150
기타비유동부채	77	24	183	225	292
부채총계	430	465	792	892	1,121
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	221	221	221
이익잉여금	1,330	1,544	1,903	2,355	3,135
기타자본	210	112	433	433	433
지배주주지분자본총계	1,770	1,886	2,567	3,019	3,799
비지배주주지분자본총계	19	10	14	20	40
자본총계	1,789	1,896	2,581	3,039	3,839
순차입금	-953	-835	-1,291	-1,671	-2,530
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	20,141	27,630	42,550
BPS	80,693	85,985	116,992	137,609	173,155
주당EBITDA	12,424	16,470	28,056	37,664	57,657
CFPS	9,181	13,853	21,665	29,533	44,738
DPS	2,747	3,820	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	28.2	19.9	22.2	16.2	10.5
PBR	2.6	2.9	3.8	3.3	2.6
EV/EBITDA	13.7	12.7	14.0	10.1	5.9
PCFR	23.2	17.9	20.7	15.2	10.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.3	33.4	33.3	38.3	45.2
영업이익률(핵심)	28.3	33.4	33.3	38.3	45.2
EBITDA margin	32.5	36.7	35.0	39.7	46.2
순이익률	19.8	27.6	25.3	29.8	34.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	14.7	19.9	22.0	27.7
투자자본이익률(ROIC)	161.3	215.6	488.2	2,645.1	5,041.9
안정성(%)					
부채비율	24.1	24.5	30.7	29.3	29.2
순차입금비율	-53.3	-44.0	-50.0	-55.0	-65.9
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	181.6	245.1	380.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.9	9.2	9.5	9.1
재고자산회전율	1,202.6	1,455.7	2,511.0	2,874.5	3,891.7
매입채무회전율	3.8	4.1	7.3	6.8	6.2

## 넷마블게임즈 (251270)



## BUY(Maintain)

주가(2/21) 148,500원

목표주가 210,000원

넷마블게임즈는 실적에 대한 우려가 1Q 들어 지속적으로 영향을 주고 있다. 분명 이러한 부분에 대한 영향은 무시할 수 없겠지만 올해 Big Hit게임의 출현 가능성이 가장 높은 업체라는 점도 분명한 사실이다. 게임업종 전체에 대한 부정적 시각을 보유하고 있지 않는 한 우려보다는 기대를 가져야 할 시점이다. 목표주가 210,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

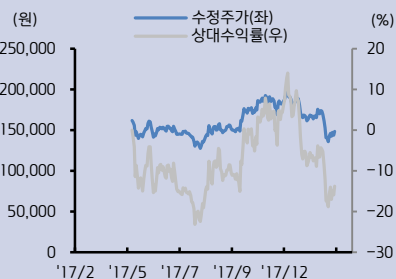
## Stock Data

KOSPI (2/21)		2,429.65pt
시가총액		126,265억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	199,500원	127,500원
최고/최저가 대비 등락	-25.56%	16.47%
주가수익률	절대	상대
	1M	-11.3%
	6M	4.2%
	1Y	1.0%

## Company Data

발행주식수	85,027천주
일평균 거래량(3M)	352천주
외국인 지분율	26.70%
배당수익률(17E)	0.19%
BPS (17E)	49,156원
주요 주주	방준혁 외 8인 25.2%
	CJ E&M 22.0%

## Price Trend



## 뛰다 잠시 걷고 있다

## &gt;&gt;&gt; 1Q는 잠시 예열 중

작년 4Q에 신규게임 출시가 있는 이후 게임출시는 잠시 공백을 갖고 있다. 하지만 다양한 라인업들의 소프트런칭, CBT등이 진행 중에 있다. 3월 들어 실적악화 우려가 확대될 수 있겠지만 예상을 뛰어넘는 부진이 있지 않는 이상 2Q에 출시될 신작들에 대한 기대치가 반영될 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 상반기 관전 Point

- 리니지2:레볼루션의 매출 안정화 유지
- 해리포터의 성과와 블소:레볼루션의 출시 시점
- 일본향 게임(상반기 1종, 하반기 4~5종)의 성과 수준
- 리니지2:레볼루션의 중국 판호 획득 여부

## &gt;&gt;&gt; 장기적 Point

넷마블게임즈에 대한 높은 Valuation은 Hit Ratio와 글로벌 성공에 대한 기대치가 녹아들여 있다. 국내 업체들 중에서 글로벌 성과와 관련되어 가장 앞서있는 것은 분명하기 때문이다. 향후의 과제는 세븐나이트, 리니지2:레볼루션을 통해 닦아놓은 일본지역 Hit Ratio를 유지하는 것이 첫 번째이고 두 번째는 작년에 성과를 내지 못했던 북미/유럽지역에서의 첫 성과를 낼 필요가 있다. 마지막으로 자체IP의 비중을 높일 필요가 있다. 현재는 IP홀더의 입장보다는 IP활용 입장이 크기 때문에 수익성 개선관점에서도 IP홀더로의 변화가 필요하다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	10,729	15,000	24,248	32,535	35,116
보고영업이익(억원)	2,253	2,947	5,096	10,120	11,162
핵심영업이익(억원)	2,253	2,947	5,096	10,120	11,162
EBITDA(억원)	2,480	3,253	5,368	11,844	12,743
세전이익(억원)	2,289	2,756	4,749	10,040	11,082
순이익(억원)	1,686	2,092	3,621	7,781	8,589
지배주주지분순이익(억원)	1,205	1,740	3,105	6,692	7,386
EPS(원)	2,050	2,718	3,909	7,870	8,687
증감율(%YoY)	282.4	32.6	43.8	101.3	10.4
PER(배)	0.0	0.0	48.2	24.0	21.7
PBR(배)	0.0	0.0	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA(배)	-1.2	-1.0	30.6	13.0	11.4
보고영업이익률(%)	21.0	19.6	21.0	31.1	31.8
핵심영업이익률(%)	21.0	19.6	21.0	31.1	31.8
ROE(%)	18.8	16.8	12.9	16.6	15.7
순부채비율(%)	-25.4	-24.0	-52.3	-63.2	-70.4



## >>> 실적우려보다 게임 기대감이 빠르게 자리잡을 것

리니지2:레볼루션의 매출은 1월까지 안정화된 모습을 보이고 있다. 작년 4Q에 증가세를 보였던 마블챔피언의 매출도 전분기대비 감소하고 있으나 그 폭이 크지 않은 것으로 판단된다. 2월 들어 세븐나이트의 일본 매출 감소와 국내 테라M의 매출 감소는 눈에 띄는 요소이나 업데이트, 신규 캐릭터 등장 등의 요소를 지켜볼 필요가 있다. 비용적인 부분에서 마케팅비용의 대폭 감소가 예상되기는 하지만 1Q실적에 대한 불안요소는 분명 존재한다.

다만 신작들의 출시가 3월 피싱스트라이크를 시작으로 이어질 예정이다. 특히 상반기 최고 기대작인 블소:레볼루션과 해외 기대작인 해리포터의 출시 기대감이 작용할 가능성이 높다. 특히 해리포터: 호그와트 미스터리는 1월에 소프트르런칭을 했기 때문에 정식 출시가 크게 멀지는 않을 것으로 판단된다.

넷마블게임즈 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	6,013	7,078	9,446	9,998	24,248	32,535
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,424	3,178	2,984	2,786	2,592	13,257	11,540
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	2,475	2,211	2,116	1,794	10,658	8,596
주요신작 매출				333	360	1,883	3,588	3,772	333	9,603
로열티 매출							496	460	0	956
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,232	4,774	5,297	6,042	6,301	19,152	22,415
인건비	900	868	924	942	910	933	989	1,009	3,634	3,842
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,619	2,533	2,844	3,447	3,837	10,025	12,661
마케팅비	784	824	1,010	1,194	865	1,060	1,030	855	3,812	3,810
기타	349	419	436	477	465	460	576	600	1,681	2,102
영업이익	2,001	1,051	1,118	926	1,239	1,781	3,404	3,697	5,096	10,121
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.0%	20.6%	25.2%	36.0%	37.0%	21.0%	31.1%

자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,729	15,000	24,248	32,535	35,116
매출원가	5,884	7,515	10,419	13,620	14,535
매출총이익	4,845	7,485	13,829	18,915	20,581
판매비및일반관리비	2,591	4,539	8,733	8,795	9,419
영업이익(보고)	2,253	2,947	5,096	10,120	11,162
영업이익(핵심)	2,253	2,947	5,096	10,120	11,162
영업외손익	35	-191	-347	-80	-80
이자수익	45	44	36	47	50
배당금수익	0	54	14	16	17
외환이익	141	96	0	0	0
이자비용	13	20	0	0	0
외환손실	54	100	0	0	0
관계기업지분법손익	-19	31	5	20	30
투자및기타자산처분손익	5	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-14	-89	0	0	0
기타	-57	-204	-402	-163	-176
법인세차감전이익	2,289	2,756	4,749	10,040	11,082
법인세비용	602	663	1,128	2,259	2,494
유효법인세율 (%)	26.3%	24.1%	23.8%	22.5%	22.5%
당기순이익	1,686	2,092	3,621	7,781	8,589
지배주주지분손이익(억원)	1,205	1,740	3,105	6,692	7,386
EBITDA	2,480	3,253	5,368	11,844	12,743
현금순이익(Cash Earnings)	1,913	2,398	3,893	9,506	10,170
수정당기순이익	1,693	2,163	3,621	7,781	8,589
증감률(% YoY)					
매출액	196.1	39.8	61.7	34.2	7.9
영업이익(보고)	153.8	30.8	72.9	98.6	10.3
영업이익(핵심)	153.8	30.8	72.9	98.6	10.3
EBITDA	142.7	31.1	65.0	120.7	7.6
지배주주지분 당기순이익	391.2	44.3	78.5	115.5	10.4
EPS	282.4	32.6	43.8	101.3	10.4
수정순이익	292.9	27.8	67.4	114.9	10.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,880	1,488	5,259	10,660	10,278
당기순이익	1,686	2,092	3,621	7,781	8,589
감가상각비	72	82	77	130	182
무형자산상각비	154	224	195	1,595	1,399
외환손익	-8	18	0	0	0
자산처분손익	3	5	0	0	0
지분법손익	19	35	-5	-20	-30
영업활동자산부채 증감	-439	-1,306	1,377	1,158	124
기타	392	339	-6	16	14
투자활동현금흐름	-4,798	-2,098	-12,328	-1,815	-1,390
투자자산의 처분	-3,517	-575	-390	-749	-355
유형자산의 처분	4	5	0	0	0
유형자산의 취득	-187	-898	-925	-972	-1,020
무형자산의 처분	-58	-69	-11,000	-80	0
기타	-1,040	-561	-12	-13	-15
재무활동현금흐름	4,072	1,136	26,336	4	431
단기차입금의 증가	534	1,241	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	3,803	0	26,510	0	0
배당금지급	-31	-39	0	-306	-306
기타	-234	-66	-174	310	737
현금및현금성자산의순증가	1,166	567	19,267	8,849	9,319
기초현금및현금성자산	993	2,159	2,727	21,994	30,843
기말현금및현금성자산	2,159	2,727	21,994	30,843	40,161
Gross Cash Flow	2,319	2,794	3,882	9,502	10,154
Op Free Cash Flow	1,202	270	-6,391	9,674	9,335

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,975	7,215	27,776	38,626	48,632
현금및현금성자산	2,159	2,727	21,994	30,843	40,161
유동금융자산	1,153	1,471	1,697	2,277	2,458
매출채권및유동채권	1,657	2,995	4,041	5,423	5,853
재고자산	3	19	38	75	151
기타유동비금융자산	3	4	6	8	9
비유동자산	9,609	12,359	24,326	23,964	23,647
장기매출채권및기타비유동채권	121	255	364	488	527
투자자산	4,596	5,353	5,545	5,718	5,908
유형자산	257	1,229	2,078	2,920	3,758
무형자산	4,476	5,400	16,205	14,691	13,292
기타비유동자산	159	122	134	148	163
자산총계	14,584	19,574	52,102	62,590	72,279
유동부채	2,445	4,212	5,024	7,126	7,608
매입채무및기타유동채무	1,731	2,699	3,464	5,423	5,853
단기차입금	293	1,053	1,053	1,053	1,053
유동성장기차입금	20	0	0	0	0
기타유동부채	402	461	507	651	702
비유동부채	331	2,258	3,826	4,737	5,661
장기매입채무및비유동채무	35	16	1,758	2,359	2,546
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	296	2,242	2,068	2,379	3,116
부채총계	2,777	6,471	8,850	11,864	13,269
자본금	15	68	85	85	85
주식발행초과금	9,294	3,503	30,013	30,013	30,013
이익잉여금	1,212	2,939	6,044	12,440	19,536
기타자본	71	5,653	5,653	5,653	5,653
지배주주지분자본총계	10,592	12,163	41,795	48,191	55,287
비지배주주지분자본총계	1,215	940	1,456	2,536	3,723
자본총계	11,807	13,104	43,252	50,727	59,010
순차입금	-3,000	-3,144	-22,638	-32,067	-41,566
총차입금	312	1,053	1,053	1,053	1,053

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,050	2,718	3,909	7,870	8,687
BPS	17,786	17,946	49,156	56,678	65,023
주당EBITDA	4,218	5,082	6,758	13,930	14,987
CFPS	3,254	3,747	4,901	11,180	11,960
DPS	0	0	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	48.2	24.0	21.7
PBR	0.0	0.0	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	-1.2	-1.0	30.6	13.0	11.4
PCFR	0.0	0.0	38.5	16.9	15.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	21.0	19.6	21.0	31.1	31.8
영업이익률(핵심)	21.0	19.6	21.0	31.1	31.8
EBITDA margin	23.1	21.7	22.1	36.4	36.3
순이익률	15.7	13.9	14.9	23.9	24.5
자기자본이익률(ROE)	18.8	16.8	12.9	16.6	15.7
투자자본이익률(ROIC)	128.0	114.6	48.7	64.3	79.1
안정성(%)					
부채비율	23.5	49.4	20.5	23.4	22.5
순차입금비율	-25.4	-24.0	-52.3	-63.2	-70.4
이자보상배율(배)	178.6	149.2	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	6.4	6.9	6.9	6.2
재고자산회전율	7,121.8	1,374.8	857.3	575.2	310.4
매입채무회전율	8.1	6.8	7.9	7.3	6.2

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(2/21) 152,500원

목표주가 185,000원

컴투스는 Valuation이 국내 게임업체 중 가장 낮다. 이는 실적에 비해 오랫동안 추가 Hit게임이 부재했던 영향이 크다. 올해는 저Valuation의 늪에서 탈출할 수 있는 절호의 기회다. 여름부터 시작되는 주요 기대작의 성과에 높은 관심을 기울일 필요가 있다. 목표주가 185,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

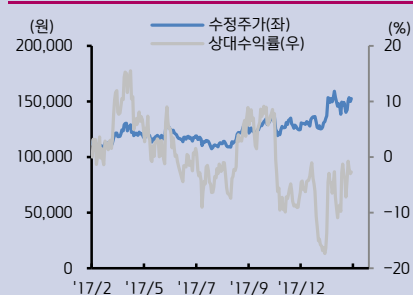
## Stock Data

KOSDAQ (2/21)	875.58pt	
시가총액	19,621억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	159,100원	107,000원
최고/최저가 대비 등락	-4.15%	42.52%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.3%	0.2%
6M	35.9%	-0.5%
1Y	36.9%	-2.7%

## Company Data

발행주식수	12,866천주
일평균 거래량(3M)	115천주
외국인 지분율	28.90%
배당수익률(17E)	1.03%
BPS (17E)	59,299원
주요 주주	게임빌 외 3인
	KB자산운용
	24.5%
	20.1%

## Price Trend



## 그렇게 멀지 않은 그대

## &gt;&gt;&gt; 서머너즈워의 ARPU상승은 경이로워

작년 4Q실적을 좀 더 살펴보았을 때 경이로운 점은 서머너즈워의 뛰어난 ARPU상승이다. 작년 하반기부터 현재까지 평균 DAU가 100만명에 조금 못 미친다는 점을 감안하면 서머너즈워의 실적 확대는 전부 ARPU의 상승이다. 또한 2016년 말에 비해 환율효과가 매우 부정적이었다는 점을 감안하면 달러베이스의 매출은 최소 4%이상 더 성장했다는 것을 반증한다. 즉, 출시 4년차임에도 불구하고 매년 최고 실적을 경신하고 있다는 것을 의미한다.

## &gt;&gt;&gt; 상반기 관전 Point

- 스카이라랜더스의 출시 전 지표(2Q, CBT 사전예약 등)
- 체인스트라이크, 댄스빌 등의 깜짝 성과 가능성
- 서머너즈워 ARPU의 추가 상승 가능? (YoY기준)

## &gt;&gt;&gt; 그렇게 멀지 않다

작년 신작의 지연 우려가 팽배했지만 이제 그 시점이 점차 다가오고 있다. 서머너즈워MMO의 시점은 여전히 멀긴 하지만 스카이라랜더스라는 또 다른 기대작이 여름에 출시한다는 점에서 시점상 멀지 않은 상황이다. 특히나 다른 업체들의 출시시점이 조금씩 연기된 상황에서 기대작의 순서상으로도 상당히 앞쪽에 포진해 있다. 스카이라랜더스는 또 다른 의미로 컴투스에게 중요하다. 외부IP를 활용하는 첫 사례이기 때문에 성패에 따라 양질의 IP공급 가능여부가 결정될 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	4,335	5,130	5,117	5,816	6,903
보고영업이익(억원)	1,659	1,920	1,972	2,269	2,295
핵심영업이익(억원)	1,659	1,920	1,972	2,269	2,771
EBITDA(억원)	1,691	1,952	1,992	2,288	2,788
세전이익(억원)	1,707	1,989	1,961	2,402	2,927
순이익(억원)	1,258	1,518	1,454	1,801	2,195
지배주주지분순이익(억원)	1,258	1,518	1,454	1,801	2,195
EPS(원)	10,599	11,796	11,303	14,001	17,061
증감율(%YoY)	50.2	11.3	-4.2	23.9	21.9
PER(배)	11.2	7.4	12.0	9.7	8.0
PBR(배)	3.0	1.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	6.4	2.8	5.3	3.9	2.5
보고영업이익률(%)	38.3	37.4	38.5	39.0	33.2
핵심영업이익률(%)	38.3	37.4	38.5	39.0	40.1
ROE(%)	35.0	26.5	20.8	21.3	21.4
순부채비율(%)	-85.9	-89.9	-91.7	-92.7	-93.4



## >>> 상반기 실적은 우려가 없다. 신작게임의 Hit만이 중요

### 업데이트와 더불어 돌아오는 4주년 이벤트

서머너즈워는 올해 상반기와 하반기에 각기 한번씩의 대규모 업데이트를 예고하고 있다. 또한 2Q에는 4주년 이벤트가 있는 시점이기 때문에 큰 변수가 발생하지 않는 한 안정적 성과를 낼 가능성이 매우 높다. 비용적인 측면에서는 신작 출시가 있기 때문에 마케팅효율화를 했던 작년 상반기 수준보다는 높을 가능성이 있지만 그 폭이 크지 않을 것으로 전망된다.

컴투스의 올해 과제는 첫 번째도 Hit, 두 번째도 Hit다. Big Hit가 아니어도 일정 수준 이상의 성과(유지력이 동반된 성과)만 나타나게 된다면 업계 최저 수준의 Valuation이 상승할 개연성이 충분하다. 서머너즈워의 Big Hit 이후 Hit작이 전무하다는 점에서 급격한 Valuation 상승은 어렵겠지만 기대작의 출시 전 지표만 잘 나온다면 점진적 Valuation 상승이 뒤따를 가능성이 높다. 반면, 두 기대작의 성과가 미비할 경우 개발력에 대한 의문으로 이어질 가능성이 높기 때문에 M&A를 진행한다고 하더라도 장기적 Valuation의 높에서 빠져 나올 수 없다.

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,203	1,294	1,257	1,363	1,241	1,408	1,567	1,600	5,130	5,117	5,816
해외모바일	1,066	1,124	1,101	1,157	1,070	1,223	1,395	1,362	4,405	4,448	5,050
국내모바일	131	165	156	206	171	185	171	238	708	659	766
영업비용	702	804	762	877	758	872	891	1,026	3,211	3,145	3,547
인건비	118	105	135	125	120	131	153	145	429	483	548
로열티	34	36	27	30	27	28	28	27	132	127	111
지급수수료	382	423	412	450	411	465	517	532	1,567	1,668	1,925
마케팅비	120	190	139	213	149	176	200	216	891	662	742
기타	48	50	49	59	51	53	53	63	192	206	221
영업이익	501	490	496	486	483	536	676	574	1,920	1,972	2,269
영업이익률	41.6%	37.8%	39.4%	35.7%	38.9%	38.1%	43.2%	35.9%	37.4%	38.5%	39.0%
YOY											
매출액	-11%	2%	6%	2%	3%	9%	25%	17%	18%	0%	14%
영업비용	-7%	3%	-1%	-3%	8%	8%	17%	17%	20%	-2%	13%
영업이익	-16%	1%	20%	15%	-4%	9%	36%	18%	16%	3%	15%

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,335	5,130	5,117	5,816	6,903
매출원가	443	515	513	585	694
매출총이익	3,892	4,615	4,604	5,231	6,209
판매비및일반관리비	2,233	2,695	2,631	2,963	3,438
영업이익(보고)	1,659	1,920	1,972	2,269	2,295
영업이익(핵심)	1,659	1,920	1,972	2,269	2,271
영업외손익	48	70	-11	133	156
이자수익	52	82	102	128	149
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	29	56	25	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	29	54	130	0	0
관계기업지분법손익	-1	2	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-19	0	0	0
기타	-3	3	-7	6	7
법인세차감전이익	1,707	1,989	1,961	2,402	2,927
법인세비용	449	472	507	600	732
유효법인세율 (%)	26.3%	23.7%	25.8%	25.0%	25.0%
당기순이익	1,258	1,518	1,454	1,801	2,195
지배주주지분순이익(억원)	1,258	1,518	1,454	1,801	2,195
EBITDA	1,691	1,952	1,992	2,288	2,788
현금순이익(Cash Earnings)	1,290	1,550	1,474	1,821	2,212
수정당기순이익	1,258	1,532	1,454	1,801	2,195
증감률(% YoY)					
매출액	84.7	18.3	-0.3	13.7	18.7
영업이익(보고)	63.9	15.7	2.7	15.0	1.2
영업이익(핵심)	63.9	15.7	2.7	15.0	22.1
EBITDA	62.9	15.4	2.1	14.9	21.8
지배주주지분 당기순이익	58.7	20.6	-4.2	23.9	21.9
EPS	50.2	11.3	-4.2	23.9	21.9
수정순이익	59.6	21.8	-5.1	23.9	21.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,380	1,560	1,479	1,796	2,171
당기순이익	1,258	1,518	1,454	1,801	2,195
감가상각비	22	19	11	11	12
무형자산상각비	10	13	8	8	6
외환손익	-1	-3	104	0	0
자산처분손익	2	1	0	0	0
지분법손익	1	-2	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-85	41	4	-25	-41
기타	173	-27	-104	0	0
투자활동현금흐름	-2,464	-1,314	-6	-693	-1,072
투자자산의 처분	-2,426	-1,284	13	-681	-1,060
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	-171	-170
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	3	5
현금및현금성자산의순증가	728	52	1,299	931	930
기초현금및현금성자산	121	848	900	2,199	3,130
기말현금및현금성자산	848	900	2,199	3,130	4,060
Gross Cash Flow	1,464	1,519	1,475	1,821	2,212
Op Free Cash Flow	1,136	1,518	1,491	1,702	2,064

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,076	6,543	7,827	9,527	11,652
현금및현금성자산	848	900	2,199	3,130	4,060
유동금융자산	3,525	4,807	4,795	5,450	6,468
매출채권및유동채권	703	836	834	947	1,124
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	745	577	575	594	630
장기매출채권및기타비유동채권	74	2	2	2	2
투자자산	608	523	521	548	589
유형자산	34	26	27	27	27
무형자산	29	26	25	17	11
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,821	7,120	8,401	10,120	12,282
유동부채	684	744	746	835	972
매입채무및기타유동채무	24	118	122	126	129
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	660	626	624	710	842
비유동부채	47	26	26	29	35
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	26	26	29	35
부채총계	731	770	772	864	1,006
자본금	64	64	64	64	64
주식발행초과금	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	2,830	4,348	5,628	7,254	9,274
기타자본	145	-113	-113	-113	-113
지배주주지분자본총계	5,090	6,350	7,630	9,256	11,276
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	5,090	6,350	7,630	9,256	11,276
순차입금	-4,373	-5,707	-6,993	-8,579	-10,528
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	11,303	14,001	17,061
BPS	39,561	49,352	59,299	71,940	87,641
주당EBITDA	14,248	15,168	15,481	17,784	21,667
CFPS	10,869	12,043	11,454	14,153	17,194
DPS	0	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	11.2	7.4	12.0	9.7	8.0
PBR	3.0	1.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.4	2.8	5.3	3.9	2.5
PCFR	10.9	7.2	11.9	9.6	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	38.3	37.4	38.5	39.0	33.2
영업이익률(핵심)	38.3	37.4	38.5	39.0	40.1
EBITDA margin	39.0	38.0	38.9	39.3	40.4
순이익률	29.0	29.6	28.4	31.0	31.8
자기자본이익률(ROE)	35.0	26.5	20.8	21.3	21.4
투자자본이익률(ROIC)	625.5	974.2	1,041.7	1,150.3	1,193.5
안정성(%)					
부채비율	14.4	12.1	10.1	9.3	8.9
순차입금비율	-85.9	-89.9	-91.7	-92.7	-93.4
이자보상배율(배)	5,217.6	6,487.4	8,543.8	9,793.2	11,961.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	6.7	6.1	6.5	6.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	216.7	72.1	42.6	47.0	54.2

게임빌 (063080)



Outperform(Downgrade)

주가(2/21) 68,800원

목표주가 77,000원

게임빌은 2017년에 시장상황과는 반대로 역성장을 하였다. 올해는 다수의 신작이 출시되긴 하지만 어느때보다 빠르고 큰 성과가 필요하다. 일정 성과를 달성하지 못할 경우 저평가된 컴투스의 Valuation에서도 Discount가 있을 수 밖에 없다. 실적추정치를 하향조정함에 따라 투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주는 77,000원으로 낮춰 제시한다.

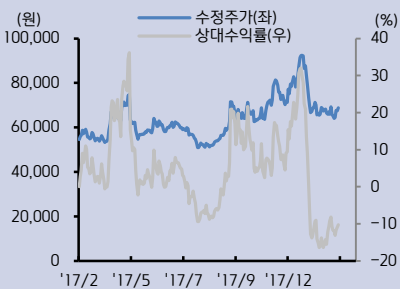
## Stock Data

KOSDAQ (2/21)	875.58pt	
시가총액	4,537억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	92,500원	50,900원
최고/최저가 대비 등락	-25.62%	35.17%
주가수익률	절대	상대
1M	-1.9%	-1.4%
6M	34.4%	-1.6%
1Y	26.2%	-10.3%

## Company Data

발행주식수	6,595천주
일평균 거래량(3M)	206천주
외국인 지분율	9.00%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS (17E)	36,841원
주요 주주	송병준 외 6인 33.6%

## Price Trend



## 신작 기대보다는 기초체력 부족에 대한 우려가 커

### >>> 4Q실적은 구조적 어려움에 대한 신호

게임빌의 4Q실적은 구조적 어려움에 대한 신호로 해석할 수 있다. 2014년과 2017년의 실적을 비교 했을 때 매출은 2014년대비 -26.6%가 감소한 반면 변동비(수수료, 로열티)를 제외한 비용은 53.3%가 증가하였다. 즉, 기초 체력이 되는 매출이 뒷걸음질을 치고 있는데 몸은 더 커진 형국이다. 체력이 보충되지 않는 상황에서 구조적 문제가 지속될 경우 몸집을 줄일 필요성이 있다. 순이익 측면에서는 자회사의 지분법이익으로 흑자를 지속하고 있으나 영업측면에서의 구조적 문제를 앓고 갈 경우 그 의미는 평가 절하될 수 밖에 없다.

### >>> 치료법은 간단, 자체비중 확대 혹은 Big Hit

다행히 올해는 체력을 보충할 수 있는 신작들이 다수 존재한다. 치료법은 간단하다 10% 미만으로 감소한 자체게임의 비중을 크게 늘리는 방법, 아니면 퍼블리싱게임의 Big Hit가 필요하다. 이런 상황에서 로열블러드의 국내 출시부진은 매우 뼈아프다. 남은 방법은 로열블러드의 해외 매출/엘룬이 일정 수준이상의 성과가 나오거나 탈리온/자이언츠 워의 Big Hit뿐이다.

### >>> 상반기 관전 Point

- 탈리온, 자이언츠워의 성공 여부/로열블러드의 해외성과

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,523	1,615	1,064	1,351	1,563
보고영업이익(억원)	32	43	-196	7	154
핵심영업이익(억원)	32	43	-196	7	155
EBITDA(억원)	75	87	-159	44	192
세전이익(억원)	290	363	79	430	679
순이익(억원)	200	293	91	390	543
지배주주지분순이익(억원)	201	295	90	382	532
EPS(원)	3,076	4,516	1,368	5,789	8,071
증감율(%YoY)	-13.6	46.8	-69.7	323.2	39.4
PER(배)	25.2	10.8	67.5	15.9	11.4
PBR(배)	2.4	1.4	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA(배)	69.4	38.7	-40.8	148.9	33.5
보고영업이익률(%)	2.1	2.6	-18.4	0.5	9.8
핵심영업이익률(%)	2.1	2.6	-18.4	0.5	9.9
ROE(%)	9.9	13.1	3.8	14.8	17.5
순부채비율(%)	6.1	8.6	14.9	11.7	6.7



게임빌 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	286	302	254	222	235	315	417	384	1,615	1,064	1,351
해외모바일	159	195	114	107	167	199	301	280	916	574	947
국내모바일	127	107	140	115	68	116	115	105	706	490	404
영업비용	316	344	291	308	299	333	366	346	1,572	1,260	1,343
인건비	82	83	79	82	81	81	77	79	266	326	318
로열티	62	69	63	58	49	55	85	82	381	252	271
지급수수료	101	98	84	73	75	97	127	117	605	356	416
마케팅비	19	41	12	43	42	47	24	18	127	114	131
기타	52	54	53	52	52	53	52	50	193	211	207
영업이익	-30	-42	-38	-86	-64	-18	51	38	43	-196	7
영업이익률	-10.7%	-14.0%	-14.8%	-38.5%	-27.1%	-5.8%	12.3%	10.0%	2.7%	-18.4%	0.6%
YOY											
매출액	-30%	-30%	-35%	-42%	-18%	4%	64%	73%	6%	-34%	27%
영업비용	-12%	-16%	-25%	-25%	-6%	-3%	25%	12%	5%	-20%	7%
영업이익	적자전환	적자전환	적자전환	적자유지	적자유지	적자유지	흑자전환	흑자전환	32%	적자전환	적자유지

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

## 신작 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
빛의 계승자	편플로/게임빌	2018년 3월	Mobile/RPG	신규
로열블러드(글로벌)	게임빌	2018년 3월	Mobile/MMORPG	신규
자이언츠워	싱타/게임빌	2018년 2Q	Mobile/RPG	신규
탈리온	유틸플러스/게임빌	2018년 2Q	Mobile/MMORPG	신규
엘룬	게임빌	2018년 2Q	Mobile/RPG	신규
가디우스 엠파이어	드래곤플레이/게임빌	2018년 2Q	Mobile/Simulate RPG	신규
NBA	미공개/게임빌	2018년 3Q	Mobile/Sports	NBA라이센스
코스모듀얼	콩스튜디오/게임빌	2018년 3Q	Mobile/Puzzle	신규
게임빌 프로야구	게임빌	2018년 3Q	Mobile/Sports	게임빌 프로야구 시리즈
피싱마스터2	게임빌	2018년 4Q	Mobile/Sports	피싱마스터 차기작

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

## Valuation

구분	적용값	비고
EPS		
① 예상 EPS (원)	5,789	2018년 예상
② Target PER (배)	13.2	컴투스적용 PER
적정주가 (원)	76,531	①x②
목표주가 (원)	77,000	백단위 절상
현재주가 (원)	68,800	
상승여력 (%)	11.9	

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,523	1,615	1,064	1,351	1,563
매출원가	615	628	499	570	594
매출총이익	908	986	565	781	969
판매비및일반관리비	876	944	760	774	814
영업이익(보고)	32	43	-196	7	154
영업이익(핵심)	32	43	-196	7	155
영업외손익	257	320	275	423	524
이자수익	4	4	3	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	15	9	3	0	0
이자비용	6	13	17	19	19
외환손실	10	10	24	0	0
관계기업지분법손익	288	392	342	440	541
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-9	0	0	0
기타	-29	-52	-32	0	0
법인세차감전이익	290	363	79	430	679
법인세비용	89	70	-12	40	136
유효법인세율 (%)	30.8%	19.3%	-15.1%	9.4%	20.0%
당기순이익	200	293	91	390	543
지배주주지분손이익(억원)	201	295	90	382	532
EBITDA	75	87	-159	44	192
현금순이익(Cash Earnings)	243	337	127	426	580
수정당기순이익	204	300	91	390	543
증감률(% YoY)					
매출액	5.0	6.0	-34.1	27.0	15.7
영업이익(보고)	-71.5	32.1	N/A	N/A	2,033.3
영업이익(핵심)	-71.5	32.1	N/A	N/A	2,048.6
EBITDA	-51.0	16.3	N/A	N/A	336.8
지배주주지분 당기순이익	-13.6	46.8	-69.4	323.8	39.4
EPS	-13.6	46.8	-69.7	323.2	39.4
수정순이익	-13.6	47.1	-69.8	330.3	39.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-40	40	-154	43	114
당기순이익	200	293	91	390	543
감가상각비	18	24	22	24	25
무형자산상각비	24	20	15	13	12
외환손익	-10	-4	22	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-342	-440	-541
영업활동자산부채 증감	-70	-7	17	14	32
기타	-203	-286	21	43	43
투자활동현금흐름	-434	-106	-8	-71	-47
투자자산의 처분	-394	-39	42	-20	-5
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	127	46	34
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	27	46	34
현금및현금성자산의순증가	412	-503	-35	18	101
기초현금및현금성자산	407	819	315	280	298
기말현금및현금성자산	819	315	280	298	399
Gross Cash Flow	30	47	-172	29	82
Op Free Cash Flow	-46	4	-138	5	144

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,076	595	418	454	540
현금및현금성자산	819	315	280	298	399
유동금융자산	24	45	19	34	38
매출채권및유동채권	234	235	118	123	104
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,243	2,660	2,936	3,361	3,869
장기매출채권및기타비유동채권	1	60	40	47	52
투자자산	1,883	2,222	2,505	2,908	3,407
유형자산	236	256	276	294	310
무형자산	110	89	82	78	67
기타비유동자산	13	32	33	33	33
자산총계	3,319	3,255	3,353	3,815	4,409
유동부채	656	435	416	441	459
매입채무및기타유동채무	133	200	82	107	124
단기차입금	522	12	12	12	12
유동성장기차입금	0	220	320	320	320
기타유동부채	1	3	2	2	3
비유동부채	540	473	500	546	580
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	450	330	330	330	330
기타비유동부채	89	143	170	216	250
부채총계	1,195	909	916	988	1,039
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,318	1,612	1,702	2,084	2,616
기타자본	16	-64	-64	-64	-64
지배주주지분자본총계	2,125	2,339	2,430	2,812	3,344
비지배주주지분자본총계	-1	7	8	16	26
자본총계	2,124	2,347	2,438	2,827	3,370
순차입금	129	202	363	330	226
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	1,368	5,789	8,071
BPS	32,575	35,865	36,841	42,630	50,701
주당EBITDA	1,144	1,331	-2,416	666	2,911
CFPS	3,720	5,163	1,934	6,465	8,801
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	25.2	10.8	67.5	15.9	11.4
PBR	2.4	1.4	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	69.4	38.7	-40.8	148.9	33.5
PCFR	20.8	9.4	47.7	14.3	10.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.1	2.6	-18.4	0.5	9.8
영업이익률(핵심)	2.1	2.6	-18.4	0.5	9.9
EBITDA margin	4.9	5.4	-15.0	3.3	12.3
순이익률	13.2	18.1	8.5	28.8	34.8
자기자본이익률(ROE)	9.9	13.1	3.8	14.8	17.5
투자자본이익률(ROIC)	6.6	8.9	-35.4	1.3	30.4
안정성(%)					
부채비율	56.3	38.7	37.6	34.9	30.8
순차입금비율	6.1	8.6	14.9	11.7	6.7
이자보상배율(배)	5.6	3.3	N/A	0.4	8.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	6.9	6.0	11.2	13.8
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	9.9	9.7	7.5	14.3	13.5

## 더블유게임즈 (192080)



## BUY(Maintain)

주가(2/21) 60,000원

목표주가 83,000원

더블유게임즈는 M&A 이후 DDC의 성장에 기대에 미치지 못함에 따라 주가가 부진하였다. 하지만 올해 초부터 성장세가 나타나고 있는 것으로 판단하고 있다. 4월 업데이트 기대감과 신작들의 높은 성장세가 전망됨에 따라 게임업종 차선호주로 추천한다. 목표주가 83,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

## Stock Data

KOSDAQ (2/21)	875.58pt	
시가총액	10,557억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	66,600원	37,250원
최고/최저가 대비 등락	-9.91%	61.07%
주가수익률	절대	상대
1M	6.8%	7.3%
6M	12.4%	-17.8%
1Y	45.3%	3.3%

## Company Data

발행주식수	17,596천주
일평균 거래량(3M)	140천주
외국인 지분율	7.73%
배당수익률(17E)	0.68%
BPS (17E)	24,703원
주요 주주	김가람 외 5인 43.8%

## Price Trend



## 기대치를 높일 필요가 있어

## &gt;&gt;&gt; 1Q실적을 기대하게 만드는 1~2월

카지노게임은 특성상 이벤트와 관련된 매출변동이 크기 때문에 이벤트가 많은 4Q가 최고 성수기 시즌이다. 작년4Q는 환율 영향을 제거하고 봤을 때 무난한 성적을 거뒀다. 1Q역시 환율이 우호적이지는 않지만 실적 상승 가능성이 매우 높다. DUC는 4Q에 비해 큰 낙폭을 보이고 있지 않은 상황이고 DDC와 Take5는 오히려 성장세를 보이고 있는 것으로 추정된다. 또한 엘런 등의 신작도 비중은 작지만 꾸준히 우상향하고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 4월 업데이트 효과까지 더해지면...

올해 4월에는 DDC의 Ver2.업데이트가 예정되어 있다. 유저 이동이 점진적으로 진행될 계획이기 때문에 매출의 수직 상승 가능성은 낮지만 마케팅 진행과 맞물리면서 의미있는 수준의 성장이 기대되는 상황이었다. 하지만 1Q에도 인기 슬롯 추가로 성장세가 나타나고 있어 4월 업데이트 때 적절한 슬롯추가가 이루어질 경우 좀 더 높은 상승세를 기대할 수 있다. DDC의 확실한 개선이 나타난다면 내년 디에이 트게임즈의 상장계획이 진행될 수 있기 때문에 성장세는 더욱 탄력 받을 수 있다.

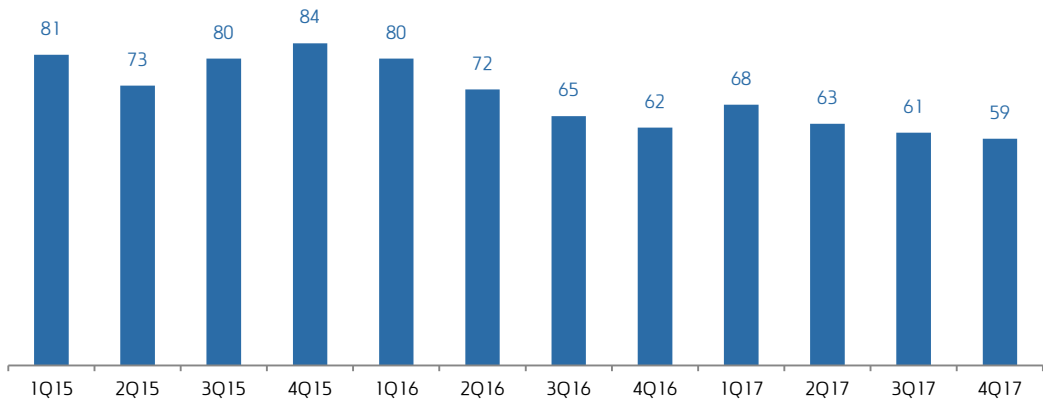
## &gt;&gt;&gt; 상반기 관전 Point

- Take5의 상승세
- DDC의 Ver2. 매출효과(휴면/신규유저의 유입정도)
- 신규 카지노게임 해외출시와 DDC의 글로벌 비중확대

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,224	1,556	3,193	5,211	5,639
보고영업이익(억원)	319	449	813	1,630	1,790
핵심영업이익(억원)	319	449	813	1,630	1,790
EBITDA(억원)	320	452	1,005	1,799	1,861
세전이익(억원)	365	534	386	1,313	1,510
순이익(억원)	342	487	348	985	1,132
지배주주지분순이익(억원)	342	488	345	985	1,132
EPS(원)	2,527	2,847	1,977	5,598	6,435
증감율(%YoY)	15.3	12.7	-30.5	183.1	15.0
PER(배)	20.1	14.0	26.1	9.2	8.0
PBR(배)	2.4	1.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	15.9	9.4	14.4	7.4	6.5
보고영업이익률(%)	26.1	28.8	25.5	31.3	31.7
핵심영업이익률(%)	26.1	28.8	25.5	31.3	31.7
ROE(%)	16.7	13.1	8.6	20.5	19.5
순부채비율(%)	-96.7	-68.9	121.6	78.6	48.1

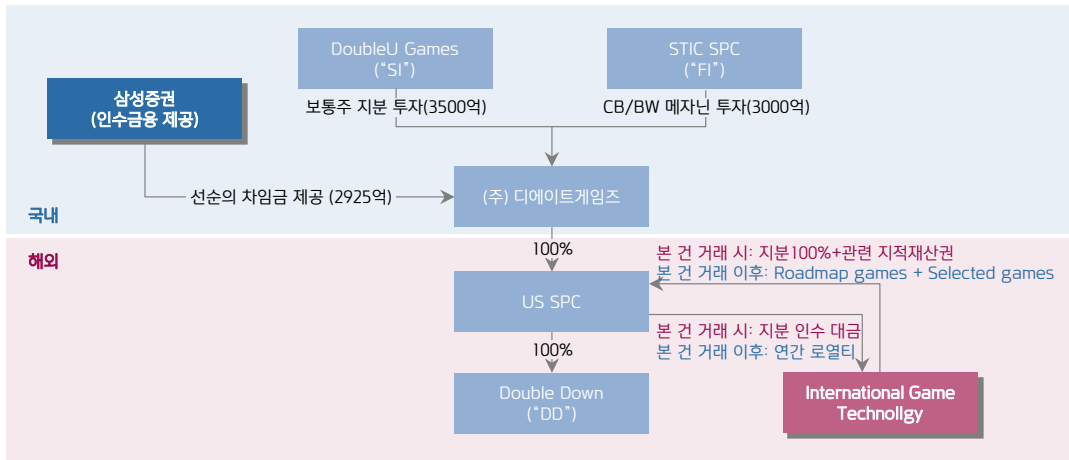


### 더블다운카지노(DDC) 결제액추이(단위: 백만달러)



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

### DDC인수구조



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	414	604	1,072	1,104	1,129	1,248	1,360	1,475	1,556	3,193	5,211
DUC+DDC	372	567	1,036	1,056	1,067	1,180	1,278	1,379	1,408	3,032	4,904
DUC	372	330	356	397	374	355	396	419	1,408	1,456	1,544
DDC	0	237	681	659	693	825	882	961	0	1,577	3,361
더블유빙고	10	9	9	8	8	8	8	7	73	35	31
TAKES	29	26	26	29	36	38	47	54	72	109	176
기타	2	2	1	11	18	21	26	35	4	16	100
영업비용	246	528	796	811	807	875	933	967	1,108	2,380	3,581
지급수수료	124	181	322	329	339	374	408	442	467	956	1,563
광고선전비	50	88	133	142	146	169	183	171	265	414	668
주식보상비	5	4	4	1	1	0	0	0	103	13	1
로열티	0	19	54	55	57	68	73	80	0	128	279
감가상각비	1	26	82	84	81	81	81	81	3	193	326
인건비/기타	65	210	202	199	183	182	187	192	271	676	744
영업이익	168	76	276	293	322	373	427	508	449	813	1,630
영업이익률	41%	13%	26%	27%	29%	30%	31%	34%	29%	25%	31%
QoQ											
매출액	-2%	45.9%	78%	3%	2%	11%	9%	8%	27%	105%	63%
영업비용	-5%	114.9%	51%	2%	-1%	8%	7%	4%	22%	115%	50%
영업이익	3%	-54.8%	263%	6%	10%	16%	14%	19%	41%	81%	100%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,556	3,193	5,211	5,639
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,556	3,193	5,211	5,639
판매비및일반관리비	905	1,108	2,381	3,581	3,849
영업이익(보고)	319	449	813	1,630	1,790
영업이익(핵심)	319	449	813	1,630	1,790
영업외손익	46	85	-427	-317	-280
이자수익	16	53	33	9	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	79	0	0
이자비용	0	1	208	322	297
외환손실	9	13	274	0	0
관계기업지분법손익	-7	0	-2	-4	9
투자및기타자산처분손익	0	0	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	-58	0	0
기타	-5	-1	4	0	0
법인세차감전이익	365	534	386	1,313	1,510
법인세비용	23	47	38	328	377
유효법인세율 (%)	6.3%	8.8%	9.9%	25.0%	25.0%
당기순이익	342	487	348	985	1,132
지배주주지분손이익(억원)	342	488	345	985	1,132
EBITDA	320	452	1,005	1,799	1,861
현금순이익(Cash Earnings)	343	490	540	1,155	1,203
수정당기순이익	342	488	391	985	1,132
증감률(% YoY)					
매출액	71.8	27.1	105.2	63.2	8.2
영업이익(보고)	8.8	40.6	81.2	100.5	9.8
영업이익(핵심)	8.8	40.6	81.2	100.5	9.8
EBITDA	9.1	41.0	122.4	79.1	3.4
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	-29.4	185.5	15.0
EPS	15.3	12.7	-30.5	183.1	15.0
수정순이익	22.4	42.8	-19.9	151.7	15.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	-7,856	995	1,160
당기순이익	342	487	348	985	1,132
감가상각비	1	3	9	4	4
무형자산상각비	0	1	183	166	67
외환손익	-26	-32	194	0	0
자산처분손익	0	0	2	0	0
지분법손익	7	0	2	4	-9
영업활동자산부채 증감	-47	-44	-70	-167	-35
기타	111	128	-8,524	3	0
투자활동현금흐름	-2,677	-1,059	1,843	303	-41
투자자산의 처분	-2,641	-1,052	3,194	310	-34
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-4	-5	-5	-5
무형자산의 처분	-7	0	-1,380	0	0
기타	-19	-2	34	-2	-2
재무활동현금흐름	2,789	-64	6,451	-217	-56
단기차입금의 증가	0	0	3,065	0	0
장기차입금의 증가	0	434	3,300	0	0
자본의 증가	2,789	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-103	-57	-57
기타	0	-498	188	-160	0
현금및현금성자산의순증가	512	-575	438	1,081	1,062
기초현금및현금성자산	216	728	153	591	1,672
기말현금및현금성자산	728	153	591	1,672	2,734
Gross Cash Flow	435	586	-7,786	1,162	1,194
Op Free Cash Flow	236	364	-674	1,179	1,388

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,228	1,361	2,558	3,692
현금및현금성자산	728	153	591	1,672	2,734
유동금융자산	2,832	2,888	310	365	395
매출채권및유동채권	170	186	460	521	564
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	1,142	9,721	9,244	9,201
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	29	83	90
투자자산	6	1,044	419	50	64
유형자산	10	11	20	21	23
무형자산	2	2	9,227	9,061	8,994
기타비유동자산	55	60	26	28	30
자산총계	3,825	4,370	11,083	11,802	12,893
유동부채	126	574	3,847	3,796	3,810
매입채무및기타유동채무	101	99	313	217	226
단기차입금	0	435	3,500	3,500	3,500
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	34	78	85
비유동부채	17	13	2,889	2,729	2,729
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	2,687	2,687	2,687
기타비유동부채	17	13	201	42	42
부채총계	143	587	6,736	6,524	6,539
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,793	2,793	2,793
이익잉여금	741	1,230	1,473	2,402	3,477
기타자본	137	-267	-7	-7	-7
지배주주지분자본총계	3,682	3,782	4,347	5,275	6,350
비지배주주지분자본총계	0	0	0	3	3
자본총계	3,682	3,782	4,347	5,278	6,354
순차입금	-3,560	-2,606	5,286	4,151	3,059
총차입금	0	435	6,187	6,187	6,187

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	1,977	5,598	6,435
BPS	21,546	22,007	24,703	29,978	36,091
주당EBITDA	2,371	2,633	5,760	10,226	10,578
CFPS	2,538	2,858	3,094	6,562	6,839
DPS	0	650	350	350	350
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	26.1	9.2	8.0
PBR	2.4	1.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	15.9	9.4	14.4	7.4	6.5
PCFR	20.0	13.9	16.7	7.9	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	28.8	25.5	31.3	31.7
영업이익률(핵심)	26.1	28.8	25.5	31.3	31.7
EBITDA margin	26.2	29.0	31.5	34.5	33.0
순이익률	27.9	31.3	10.9	18.9	20.1
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	8.6	20.5	19.5
투자자본이익률(ROIC)	675.4	499.6	56.4	58.9	68.1
안정성(%)					
부채비율	3.9	15.5	155.0	123.6	102.9
순차입금비율	-96.7	-68.9	121.6	78.6	48.1
이자보상배율(배)	N/A	416.6	3.9	5.1	6.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.7	9.9	10.6	10.4
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.5	15.5	19.7	25.5



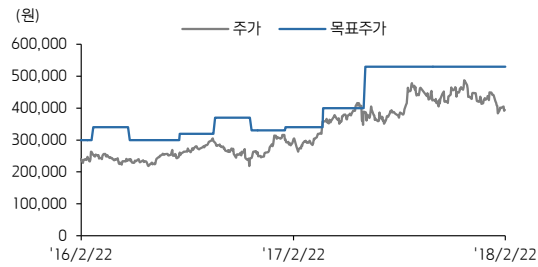
# 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	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(Dowgrade)	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	-22.49	-9.72
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.61	-7.92
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-17.99	-15.19
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.99	-15.19
	2018/02/22	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	-36.11	-33.61
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-34.00	-25.30
	2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-33.29	-25.30
	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		
넷마블 게임즈 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84
	2017/11/08	Outperform(Dowgrade)	210,000원	6개월	-10.82	-9.76
	2017/11/15	Outperform(Maintain)	210,000원	6개월	-12.00	-5.00
	2018/01/09	BUY(Upgrade)	210,000원	6개월	-14.63	-5.00
	2018/02/07	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-17.14	-5.00
	2018/02/22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월		
컴투스 (078340)	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
	2017/08/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.62	-20.12
	2017/11/15	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.56	-20.12
게임빌 (063080)	2018/02/06	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-28.25	-20.12
	2018/02/22	BUY(Maintain)	185,000원	6개월		
	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	-21.61	-2.63
	2018/02/22	Outperform(Dowgrade)	77,000원	6개월		

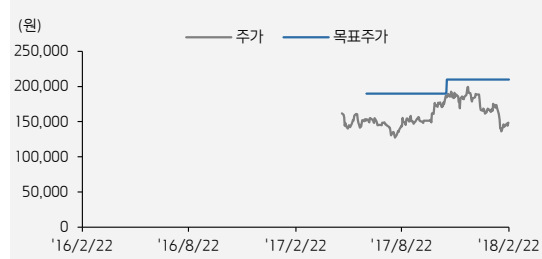
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

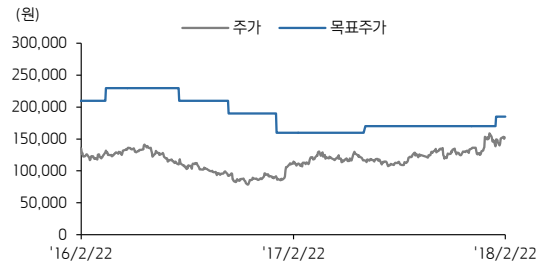
엔씨소프트



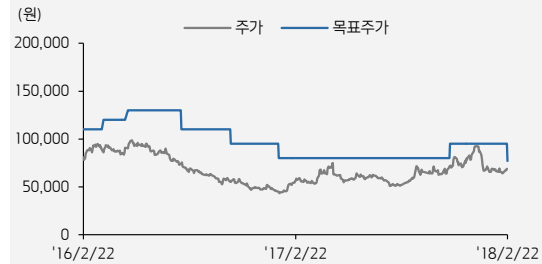
넷마블게임즈



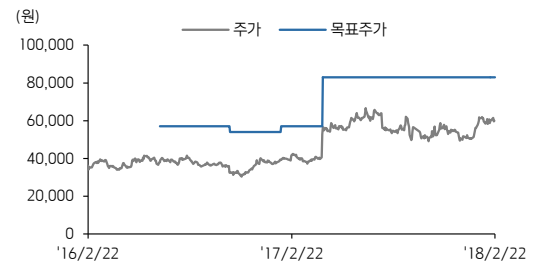
컴투스



게임빌



더블유게임즈



## 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%