

게임

Overweight
(Maintain)

2018.4.18

배틀로얄의 부각, 판호보다 중요

배틀로얄 장르는 올해부터 모바일에 침투가 시작되었고 글로벌 시장 점유율을 빠르게 끌어올리고 있습니다. 국내 상장사 중에서는 아직까지 이러한 장르를 개발하는 업체가 없는 것으로 파악되고 있기 때문에 경각심을 가질 필요가 있습니다. 최선호주로 엔씨소프트를 추천하며 차선호주로 컴투스를 추천드립니다.



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

Contents



Summary	3
> 배틀로얄 장르 게임의 부각에 대한 고찰이 필요한 시점	3
I. 배틀로얄에 주목하라	4
> PC에서 배틀로얄 장르, 양극체제	4
II. 모바일에 침투하는 배틀로얄 장르	6
> 모바일에서의 배틀로얄 장르, 삼각구도	6
III. MMORPG 글로벌 확장의 하들이 될 수도	9
> Battle Royale 장르의 Hardcore 유저층은 MMORPG 성장을 저해	9
IV. 가변적 요소의 밸런싱이 게임의 흥행을 좌우	11
> 변수 창출이 흥미를 담당, 밸런싱이 운영을 이끌어	11
V. 실적 발표 시즌의 게임업종 투자 전략	13
> 실적 안정성 중심의 투자가 유효하나 실적 발표 이 후에는 업체별 신작 일정에 따라 재배치가 필요	13
VI. 2Q 이내 출시되는 게임들의 중요 Point	15
> 관심 게임: 웨버어베어스, 뮤오리전2, 오버히트, 포트나이트(PC)	15
VII. 중국 판호- 과도한 기대는 금물	16
> 판호 발급과 관련한 주변 분위기는 개선 vs 중국의 장르적 변화	16
기업 분석	20
> 엔씨소프트 (036570)	21
> 넷마블 (251270)	24
> 컴투스 (078340)	27
> 게임빌 (063080)	30
> 더블유게임즈 (192080)	33

Compliance Notice

- 당사는 4월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주
식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공
한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료
상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고
있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게
반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이
작성되었음을 확인합니다

배틀로얄의 부각, 판호보다 중요

>>> Battle Royale 장르의 빠른 모바일 침투

PC에서 선풍적인 인기를 끌고 있는 Battle Royale 장르가 모바일에서도 빠르게 침투하고 있다. 넷이즈에서 발 빠르게 출시한 Knives Out이 아시아시장에서 큰 성과를 나타냈고 PC IP를 활용한 Fortnite, PUBG Mobile이 3월 출시 이후 엄청난 폭발력을 보여주고 있다. 당사에서는 이전 보고서에서도 Battle Royale 장르의 초기 성과에 대해서 언급을 했었지만 예상보다 빠르게 시장을 잠식하고 있다. Battle Royale 장르는 일반적으로 Hardcore 유저들을 중심으로 확장되기 때문에 글로벌 모바일 시장에 상당한 영향을 줄 것으로 판단된다.

>>> 판호보다 더 중요한 장르 주도권

지난 주 금요일 사드 관련 분위기가 완화되는 모습을 보임에 따라 이번 주 게임업종은 판호와 관련된 영향이 크게 작용하였다. 하지만 현재의 상황에서는 국내 게임업체들의 판호가 열린다 하더라도 경쟁력이 예전에 비해 약화될 것으로 판단하는 것이 맞다. 이미 중국에서는 MMORPG의 상위권 비중이 낮아지고 있는 추세이며 신규 장르들이 이를 대체하고 있다. 이에 모바일보다는 PC의 판호 효과가 더 클 것으로 기대하는 것이 합리적이다. 현재는 판호에 대한 기대감보다는 장르 주도권이 빼앗기고 있다는 점이 우려스러운 점이다. 새로운 장르가 진입을 할 때 빠르게 점유율을 끌어올린다는 점에서 MMORPG의 글로벌 M/S 확대는 점차 어려운 과제가 될 것이다.

>>> 실적 발표일을 주목해야

지난 4Q부터 1Q까지 국내를 제외한 글로벌에서의 신작 성과는 일부 게임에 그치고 있다. 즉, 단기적으로는 모멘텀의 다수 보유보다는 안정성이 더 부각되는 시점으로 판단된다. 또한 증시 변동성이 안정화된다고 하더라도 즉각적인 모멘텀으로의 전환은 제한될 가능성이 높다. 본격적인 모멘텀으로의 전환은 트리거가 필요하기 때문이다. 이러한 트리거가 될 만한 모멘텀은 업체들의 실적 컨콜을 통해 확인해 볼 수 있다는 점에서 실적 발표일을 주목할 필요가 있다.

>>> 최선후주: 엔씨소프트

차선후주: 컴투스

Summary

>>> 배틀로얄장르 게임의 부각에 대한 고찰이 필요한 시점

4월 게임업종의 약세를 지나 개별 업체에 주목

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

다만, 1Q에 상승세를 구가했던 게임업종은 4월 들어 일시적인 약세를 보일 것으로 전망된다. 게임업종의 약세에는 이유가 몇 가지 있다.

최근 게임업종이 횡보하는 이유

1. 1Q는 영업일수 감소, 연말이벤트에 따른 Game money의 밸런싱을 위한 대형 이벤트 축소가 대다수 이루어지기 때문에 실적이 상대적으로 약세인 시점이기 때문
2. 아직 Valuation들이 높은 수준에 머물러 있지만 작년 연말부터 현재까지 글로벌 Big Hit게임이 부재
3. 기존 게임들이 매출 감소와 신작들의 성과 부진으로 대다수의 게임업종들의 실적이 부진할 것으로 관측되기 때문
4. MMORPG에 대한 기대치들이 계속적으로 감소하고 있기 때문

상기의 몇 가지 이유로 인해 게임업종의 상승세에 제동이 걸렸지만 당사에서는 2018년 역시 2017년과 다르지 않게 게임업종의 상승세를 바라본다. 다만, 이제는 MMORPG 주도의 흐름이 약해질 개연성이 있어 개별종목으로의 장세로 변동될 것으로 판단된다.

개별종목 중심이 될 것으로 전망

1. 배틀로얄 장르의 모바일 성과로 주도장르의 변화가 나타나고 있음
2. MMORPG의 글로벌 성공(특히 북미/유럽지역, 중국)이 추가적으로 나오기 전까지는 전체적인 업종 리레이팅은 가능성이 낮음- 2017년 하반기는 MMORPG라인업을 통한 리레이팅이 주를 이루었음
3. 5월부터는 신작들의 출시가 이어질 것으로 관측되는 가운데 관련된 개별 게임들에 대한 관심이 확대될 것으로 전망
4. 모멘텀 중심의 게임업종은 변동성이 클 때 취약한 모습을 보여줬었음. 시장 안정화 이후에 Hit게임이 다시 나타날 경우 모멘텀 확장 시기가 도래할 것으로 판단

배틀로얄 장르의 글로벌 부각은 게임업종의 주도권 측면에서 부정적인 요소이다. 국내 업체 중에서는 비상장 업체인 블루홀만이 이 장르를 주도적으로 이끌고 있을 뿐 주요 상장사들 중 배틀로얄 장르의 라인업 계획을 언급한 곳은 없다. 대다수의 주요기업들은 MMORPG의 신작 출시, 해외 출시 계획에 초점을 맞추고 있다. 다시 MMORPG가 주도의 시장이 형성되기 전까지는 국내업체들의 전반적인 상승에 대한 기대치는 감소될 수 밖에 없다.

I. 배틀로얄에 주목하라

>>> PC에서 배틀로얄 장르, 양강체제

배틀그라운드 vs 포트나이트

작년에 큰 호응을 얻은 Battle Royale 장르 게임은 PC에서 이미 두각을 나타내고 있다. PC에서는(글로벌 기준) 리그오브레전드가 부동의 1위를 차지하고 있지만 2위와 3위를 배틀그라운드와 포트나이트가 차지하고 있다. 특히 10위까지의 게임들이 장기간 상위권을 유지했던 게임이라는 점을 감안하면 배틀그라운드와 포트나이트와 같은 **Battle Royale장르가 작년에 PC게임의 판을 크게 흔든 것으로 평가할 수 있다.**

국내 개발사인 블루홀에서 개발한 배틀그라운드는 작년 3월에 얼리엑세스 버전으로 출시한 이후 빠르게 스팀플랫폼에서 순위를 올렸으며 작년 11월 정식 출시 이후에 스팀플랫폼에서 1위를 유지하고 있다. 동시접속자 수 320만명을 달성하는 등 빠르게 글로벌 인기 PC게임으로 자리매김을 하였다. 다만 최근에는 아시아권 중심으로 높은 인기를 구가하고 있고 비아시아권에서는 경쟁게임의 등장으로 예전보다는 유저유입이 적어지고 있는 것으로 파악되고 있다.

에픽게임즈에서 개발한 포트나이트는 배틀그라운드보다 늦은 9월에 출시되었으나 빠른 업데이트, 전투 중심이 아닌 협동과 건축 콘텐츠 등이 각광을 받으면서 인기를 모으고 있다. 동시접속자 수 340만명을 돌파하는 등 비 아시아권에서는 오히려 배틀그라운드보다 인기를 얻고 있다. 특히 배틀그라운드의 게임내 핵이슈가 불거지면서 비 아시아권 지역에서 빠르게 유저들을 흡수한 것으로 파악된다. 현재 에픽게임즈는 텐센트가 대주주로 자리하고 있다.

Battle Royale장르가 PC에서 각광을 받으면서 이전까지 주류로 자리잡던 Moba장르(리그오브레전드, 도타2, 오버워치_FPS+Moba)의 아성이 흔들리고 있는 것으로 파악된다. 아직까지는 e-sports의 높은 인기를 바탕으로 견조한 모습을 보이고 있지만 향후 Battle Royale장르 게임들의 e-sports가 활성화 된다면 경쟁이 더욱 심화될 것으로 전망된다.

Battle Royale장르는 PC에서의 인기를 바탕으로 다른 디바이스로 확장을 꾀하고 있다. 배틀그라운드는 Xbox를 통해서 출시되었고 포트나이트는 출시와 동시에 PS4, Xbox를 지원하며 빠르게 확대전략을 꾀하였다. 최근에는 두 게임 모두 Mobile버전을 선보였으며 모바일에서까지 높은 순위의 다운로드를 기록하고 있다. 배틀그라운드 모바일은 텐센트를 통해서 글로벌 공급이 진행되고 있으나 중국 내 판호발급을 우회하기 위해서 결제시스템이 미 탑재된 버전을 선보였다. 포트나이트 모바일 역시 글로벌에서 큰 인기를 얻고 있으나 아직까지 iOS버전만 나왔을 뿐 Android버전은 추후에 출시될 예정이다. PC에서는 두 게임의 경쟁이 매우 치열한 상황(최근 포트나이트가 앞질렀다는 지표도 나오고 있음)이며 Console에서는 PS4까지 지원되는 포트나이트가 앞선 것으로 평가 받고 있다. 모바일은 아직까지 각기 해결해야 할 부분이 있어 결과가 주목된다.

글로벌 PC게임 Rank

Rank	Game Title	Publisher	Change(Monthly)
1	League of Legends	Riot Games	
2	BATTLEGROUNDS	Bluehole Studio	
3	Fortnite	Epic Games	▲1
4	Hearthstone	Blizzard Entertainment	▼1
5	Counter-Strike	Valve Corporation	
6	Minecraft	Mojang	
7	Overwatch	Blizzard Entertainment	
8	Tom Clancy's Rainbow Six	Ubisoft Entertainment	▲1
9	World of Warcraft	Blizzard Entertainment	▼1
10	Grand Theft Auto V	Rockstar Games	
11	World Of Tanks	Wargaming.net	
12	Dota 2	Valve Corporation	▲1
13	Rocket League	Psyonix	▼1
14	Garry's Mod	Valve Corporation	
15	Diablo III	Blizzard Entertainment	▲1
16	Heroes of the Storm	Blizzard Entertainment	▼1
17	StarCraft II	Blizzard Entertainment	▲5
18	Arma 3	Bohemia Interactive	▼1
19	Warframe	Digital Extremes	▲2
20	The Elder Scrolls V	Bethesda Softworks	▼2

자료: newzoo, 키움증권 리서치센터

배틀그라운드



자료: Bluehole Studio

포트나이트



자료: Epic Games

II. 모바일에 침투하는 배틀로얄 장르

>>> 모바일에서의 배틀로얄 장르, 삼각구도

모바일에서 Battle Royale은 되고 FPS가 안 되는 이유

Battle Royale장르와 비슷한 장르를 꼽는다면 FPS가 가장 흡사하다. 기본적으로 Shooting게임이라는 점에서 같기 때문이다. 이에 FPS의 모바일 점유율 확대가 PC에 비해 어려웠다는 점을 비추어 Battle Royale장르의 모바일 성장성에 부정적 시각이 있었던 것은 사실이다. 결과적으로 FPS는 안되고 Battle Royale이 되었던 이유는 무엇일까?

당사에서는 **Random Play에서 특징**이 있다고 판단하고 있다. 이전까지의 모바일게임들은 일정한 루트에 따라 게임이 진행되는 경우가 많다. 하지만 이러한 루틴한 Play방식은 유저들에게 지루함을 빨리 느끼게 한다. 결국 가변성의 밸런싱이 얼마만큼 잘 되었는지가 게임의 성패로 자리잡고 있다.

넷이즈의 발 빠른 대처

Battle Royale 장르의 모바일화에 가장 앞서있던 업체는 중국의 넷이즈이다. 글로벌 PC시장에서 해당 장르가 인기를 끌자마자 거의 동일한 컨셉으로 모바일을 개발했으며 올해 초부터 중국 및 글로벌 시장에 출시하였다. 초기에는 높은 다운로드를 보여주었고 1개월 정도 이후에는 매출까지 크게 끌어올렸다. 다만, 현재는 **중국 및 일본시장에서만 유의미한 매출**을 기록하고 있는 것으로 판단된다.

모바일에서도 맞붙는 배틀그라운드 vs 포트나이트

넷이즈의 Knives Out를 시작으로 중국과 일본에서 성과를 보였던 Battle Royale장르는 3월에 PC의 강자들인 배틀그라운드와 포트나이트 모바일이 출시됨에 따라 폭발적인 성과를 나타내고 있다. 포트나이트는 기존 PC에서 우세지역인 북미/유럽/중동 지역에서 높은 다운로드와 매출을 기록하고 있고 배틀그라운드는 북미/유럽/동남아시아 지역에서 높은 다운로드를 기록하고 있다. **출시시점이 비슷한 상황에서 아직까지는 포트나이트가 한발 앞서 있는 모습**으로 판단된다.

향후 두 게임의 결과는 PC의 인기도에도 영향을 줄 것으로 추정된다. 각자 점유율이 높은 지역이 뚜렷한 만큼 초기에는 모바일도 비슷한 흐름을 보일 가능성이 높다. 다만, 비슷한 시점에 출시된 만큼 주요 시장에서 어떠한 영향력을 행사하는지를 지켜볼 필요가 있다. 포트나이트가 북미/유럽에서 높은 다운로드와 매출을 기록하고 있는 반면에 일본지역에서는 다운로드 높지만 매출이 높지 않은 상황이다. 아시아지역은 전통적으로 밀리터리류의 FPS에 대한 선호도가 높은 지역이라는 점, 넷이즈의 Knives Out이 선점한 효과가 존재한다는 점 때문에 북미/유럽 수준의 큰 임팩트(매출순위)를 못 보여주고 있다고 판단된다.

향후 관전 Point

1. 포트나이트의 PC, 콘솔, 모바일 크로스플레이의 성공 여부- 향후 업데이트 예정
(크로스플레이의 경우 각 디바이스로 접속했을 때 밸런스 문제가 발생할 가능성 존재)
2. 배틀로얄 장르의 모바일 유저흡수 정도
3. Battle Royale장르의 모바일 성과가 PC에 영향을 주는지 여부
(IP를 활용한 모바일게임들의 성공은 기존 게임들의 신규유저 유입에 긍정적 영향을 줄 가능성이 있음)

현재 포트나이트를 개발한 **에픽게임즈에서는 멀티디바이스(PC, 콘솔, 모바일)를 활용한 게임들의 호환을 계획**하고 있다. 당장 이루어질 업데이트는 아니지만 개발과 관련한 방향성을 제시했다는 점에서 차후 포트나이트가 시장 안정화를 달성한 이후 진행(도입에 1~2년 전망)될 것이다. 이전에 국내 업체들이 몇몇 멀티디바이스의 호환과 관련하여 시도를 하는 듯 하였으나 현재는 관련한 진행상황들에 대한 언급이 없는 실정이다. 이 부분과 관련하여 주목하고 있는 이유는 **향후 멀티디바이스의 호환이 트렌드로 자리잡게 된다면 다양한 플랫폼 출시가 가능한 업체들에 관심이 집중될 개연성이 높기 때문**이다.

현재 우리가 **가장 주목해야 할 부분은 배틀로얄 게임의 유저 흡수**가 될 것이다. 이 장르를 선호하는 유저들이 Hardcore유저들이 대다수를 차지하기 때문에 향후 국내 업체들의 글로벌 진출에 걸림돌이 될 수 있다. 국내 게임업체들의 라인업 상당수가 Hardcore에 집중되어 있기 때문에 해당 유저들의 흡수가 이루어진다면 차별적인 요소의 부각이 더욱 필요해지기 때문에 흥행성공 난이도가 높아질 수 있다.

더불어서 Battle Royale장르의 모바일 성과가 PC게임의 붐업으로 이어진다면 현재 PC에서 흥행하고 있는 **IP홀더들의 모바일 진출이 활발해질 가능성이 높다**. 국내와 중국은 이미 대부분의 PC IP가 모바일 개발로 이어지고 있지만 아직 북미/유럽지역의 유수의 게임IP들은 모바일 개발이 더딘 편이다. 특히 FPS의 비중이 높다는 점이 PC IP의 모바일 진입을 저해하는 요소였으나 Battle Royale의 흥행은 이러한 우려를 덜고 기회를 엿보게 되는 태세의 전환이 나타날 수 있다. 이 경우 **모바일 개발 방식이 모바일 인력확보를 통한 자체 개발형식이 될 수 있으나 모바일 개발사와의 제휴를 통한 IP의 적극적인 활용으로 바뀔 수도** 있다. 국내 업체들은 이 부분에 관심을 기울여야 할 것이다.

글로벌 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 글로벌(Google&iOS) 다운로드	장르
1	PUBG Mobile	Battle Royale
2	Subway Surfers	Running
3	The Sims Mobile	Simulation
4	Free Fire	Battle Royale
5	Knife Hit	아케이드
6	Candy Crush Saga	퍼즐
7	Fortnite	Battle Royale
8	Rules of Survival	Battle Royale
9	Helix Jump	아케이드
10	Sniper 3D Assassin	FPS

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 미국(Google&iOS) 다운로드	장르
1	PUBG Mobile	Battle Royale
2	The Sims Mobile	Simulation
3	Fortnite	Battle Royale
4	Rules of Survival	Battle Royale
5	Helix Jump	아케이드
6	Baseball Boy	아케이드
7	1LINE	퍼즐
8	ROBLOX	Adventure
9	Grany	Adventure
10	Pixel Art	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일게임 다운 및 장르(iOS기준)

순위	3월 중국(iOS) 다운로드	장르
1	PUBG Mobile	Battle Royale
2	PUBG by Timi	Battle Royale
3	Honour of Kings	Moba
4	QQ Dancer	음악
5	QQ Speed	Racing
6	Landlord Poker	카지노
7	QQMahjong	카지노
8	Anipop	퍼즐
9	Knives Out	Battle Royale
10	Takling Tom Camp	전략

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 일본(Google&iOS) 다운로드	장르
1	Knives Out	Battle Royale
2	Werewolves Game	Borad/Quiz
3	Human Tower	퍼즐
4	JUMPTI Heroes	RPG
5	Fill	퍼즐
6	디즈니 썸썸	퍼즐
7	Fortnite	Battle Royale
8	FINAL FANTASY EXPLORERS	MMORPG
9	Toji no Miko	RPG
10	TEKKEN	Action

자료: App Annie, 키움증권 리서치

발빠르게 대처한 넷이즈의 Knives Out



자료: Net Ease

동남아시아에서 인기 있는 Garena의 Free Fire



자료: Sea Group

III. MMORPG 글로벌 확장의 허들이 될 수도

>>> Battle Royale 장르의 Hardcore유저흡수는 MMORPG성장을 저해
MMORPG의 글로벌 기대치를 예전보다는 줄일 필요가 있어

〈기본적인 모바일게임의 특성〉

- 모바일 게임을 즐기는 유저들은 기본적으로 선호 스타일이 크게 바뀌지 않음. 일부 변동은 있겠지만 장르적 선호의 변동성이 크지 않음
- 또한, 유저들이 즐기는 모바일게임은 기본적으로 1~2개 정도, 최대 3개정도로 판단
- Hardcore유저들은 게임 몰입도가 상대적으로 크기 때문에 Paying User비중이 다른 게임에 비해 높음. 즉, Casual게임들에 비해 적은 유저들을 바탕으로 높은 매출을 일으키는 고ARPU(Average Revenue Per User)가 나오기 쉬움
- 즉, Hardcore유저들을 얼마만큼 보유하느냐에 따라 장르의 주도권이 변하게 됨
- 혁신적인 게임이 등장할 때 유저흡수가 크게 나타나는데 일반적으로 글로벌에서 주도하는 게임(특히 IP를 활용한 게임일수록 흡수범위가 넓어짐)들은 단기에 타장르에 있는 유저들을 빠르게 흡수함

영향력이 큰 새로운 장르의 등장이 빛이라면 어둠도 있는 법이다. 기존 게임들의 부진과 동시기에 출시되는 신작들의 성과가 부진할 경우가 많다는 것이다. 그나마 기존 게임들의 경우 일부 유저의 이탈에 따른 소폭 감소에 그치지만 신작들의 경우는 정말 특출난 경우가 아니면 평소보다 더 부진하는 경우가 많다. 또한 한번 트렌드가 이동할 경우 관련된 장르들의 출시가 줄을 잇기 때문에 새로운 주도 장르가 나타나기 전까지는 타 장르에 대한 관심도가 떨어지는 경향을 보여준다. 즉, Battle Royale장르의 흥행도에 따라 2018년 하반기부터 해외 시장 공략을 꾀하는 국산 MMORPG들의 흥행 기대감을 낮출 수 밖에 없는 상황이 도래할 수 있는 것이다.

〈MMORPG의 긍정적인 요소〉

- 북미/유럽지역에 본격적으로 진출한 것은 일부에 그치기 때문에 가능성을 타진해 볼 수 있음
- 아시아지역에서는 아직까지 일정 순위를 유지하고 있음

〈MMORPG의 부정적인 요소〉

- 북미/유럽지역은 전통적으로 유저들의 장르 변동성이 더욱 낮음. 즉, 유저들을 크게 유인할만한 요소가 없다면 Hardcore유저들의 이동은 요원할 것(ex. 마블류 액션게임, 서머너즈워 등의 장기 흥행)
- 글로벌 시장을 주도하는 게임들의 성향은 점차 Auto Play를 배제/최소화하는 방향으로 가고 있음(ex. 샌드박스장르, Battle Royale장르, Moba장르의 득세)

보편적인 것보다는 특징적인 게임들의 가능성을 높게 봐야

글로벌 시장(특히 북미/유럽)에서의 MMORPG의 성공기대감은 지난 4Q 이후에 지속적으로 낮아지고 있다고 판단된다. 이제는 MMORPG장르라는 부분보다는 게임의 IP, 특징, 특수성 등에 관심을 기울여야 할 것이다. 보편적인 게임 스타일로는 시장침투가 어렵기 때문이다. 당사에서는 게임의 특수성 중에서도 가변적 요소의 밸런싱을 주목하고 있다. 최근 북미/유럽시장에서 흥행하는 장르인 Sandbox장르, Battle Royale장르는 모두 높은 자율성을 표방하고 있기 때문이다.

글로벌 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 글로벌(Google&iOS)	장르
1	Honour of Kings	Moba
2	Candy Crush Saga	퍼즐
3	Fate/Grand Order	RPG
4	Monster Strike	RPG
5	리니지M	MMORPG
6	QQ Speed	Racing
7	Fantasy Westward Journey	RPG
8	Pokemon GO	AR
9	Dragon Ball Z	RPG
10	검은사막	MMORPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

독일 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

한국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 한국(Google&iOS)	장르
1	리니지M	MMORPG
2	검은사막	MMORPG
3	리니지2: 레볼루션	MMORPG
4	라그나로크M	MMORPG
5	모두의마블	아케이드
6	세븐나이츠	RPG
7	오버히트	RPG
8	프랜즈마블	아케이드
9	Fate/Grand Order	RPG
10	소녀전선	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 일본(Google&iOS)	장르
1	Monster Strike	RPG
2	Fate/Grand Order	RPG
3	Puzzle&Dragons	퍼즐
4	Dragon Ball Z	RPG
5	GranBlue Fantasy	RPG
6	디즈니 썸썸	퍼즐
7	Pokemon GO	AR
8	BanG Dream	음악/SNG
9	Knives Out	BattleRoyale
10	The IDOLM	음악

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일게임 순위 및 장르(iOS기준)

순위	3월 중국(iOS)	장르
1	Honour of Kings	Moba
2	QQ Speed	Racing
3	Fantasy Westward Journey	RPG
4	Chu Liuxiang	MMORPG
5	Westward Journey Online	MMORPG
6	MU Awakening	MMORPG
7	King of Chaos	전략
8	QQ Dancer	음악
9	Ghost	MMORPG
10	Onmyoji	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일게임 순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	3월 미국(Google&iOS)	장르
1	Candy Crush Saga	퍼즐
2	Candy Crush Soda Saga	퍼즐
3	Slotomania	카지노
4	Clash of Clans	전략
5	Pokemon GO	AR
6	Final Fantasy XV	전략
7	Gardenscapes	퍼즐
8	Homescapes	퍼즐
9	Toy Blast	퍼즐
10	ROBLOX	Adventure

자료: App Annie, 키움증권 리서치

IV. 가변적요소의 밸런싱이 게임의 흥행을 좌우

>>> 변수창출이 흥미를 담당, 밸런싱이 운영을 이끌어

변수가 많은 게임이 흥미를 자극한다

일반적인 게임을 즐길 때 루틴한 플레이는 초기에 빠른 적응을 담보하지만 시간에 지남에 따라 흥미가 빨리 떨어지게 만드는 요소이다. 이를 방지하기 위해 게임개발 업체들은 추가적인 콘텐츠 업데이트들을 진행하고 유저들의 흥미를 유지시키기 위한 노력을 한다. 즉, 게임 내 할 거리가 많게 하여 유저 리텐션을 유지하는 방법을 꾀하고 있다. 하지만 과한 콘텐츠 업데이트는 오히려 독이 되어 유저들의 피로도를 높이는 요소가 될 수 있다. 특히 아시아 업체들이 개발하는 게임들은 Auto플레이를 지향하기 때문에 관련한 플레이어의 피로도가 높아지는 특징을 지니고 있다.

하지만 최근에 글로벌에서 인기를 얻고 있는 게임들은 가변적 요소(자율성)가 많거나 단순한 게임성을 갖고 있다는 것이 특징이다. Running장르나 아케이드, 퍼즐류의 게임의 단순 게임들이 높은 다운로드를 이끌어내고 있다. 다만, 단순한 게임들은 높은 다운로드에도 불구하고 매출까지 이어지는 경우는 낮다. 다운로드 및 매출적 요소에서 살펴봤을 때는 가변적 요소가 많은 게임들이 높은 성과를 나타내고 있다. 가변적 요소가 많을 수록 변수가 다양해지기 때문에 콘텐츠 한 가지로도 높은 만족도를 나타낼 수 있다. 대표적인 장르로는 Moba, Sandbox, Battle Royale, MMORPG(Auto플레이 제외)를 예로 들 수 있다. 이 게임들은 Auto플레이보다는 유저들의 직접적인 컨트롤이 게임의 변수를 창출하면서 게임 내 긴장감을 유지하는 방식을 취하고 있다. 결국 일부 고과금 유저들이 매출의 높은 비중을 차지하는 것이 아니라 다수의 유저들에게 적절한 ARPU를 유지하는 구조를 갖고 있기 때문에 Life Cycle도 길게 가져갈 수 있는 장점이 생긴다. 다만, 이러한 게임들은 일정 유저가 확보되기 전까지는 궤도에 오르기 어렵다는 단점이 있다.

목적성과 밸런싱이 게임의 핵심

게임에서 가장 중요한 부분은 유저들에게 목적성을 심어주는 것이다. 우리는 게임 내 주어지는 Mission을 성공했을 때 성취감을 느낀다. 그러한 성취감을 지속적으로 느끼게 하는 게임들이 유저 Retention Rate가 좋을 수 밖에 없다. 이 과정에서 게임의 목적성을 지속적으로 고취시키고 목적성을 해치지 않는 범위에서 변수 창출을 위한 밸런싱 작업이 게임 운영에 핵심 작업이라고 할 수 있다. 각 장르별 특성들에 대해서 살펴봤을 때 변수의 창출 요소와 밸런싱 작업을 고려했을 때 MMORPG는 대규모 업데이트가 중요성이 다른 게임들에 비해 훨씬 높은 것으로 판단되며 Sandox, Battle Royale, Moba 게임들은 주기적인 업데이트를 통한 밸런싱 작업이 더욱 중요한 요소로 자리잡고 있다.

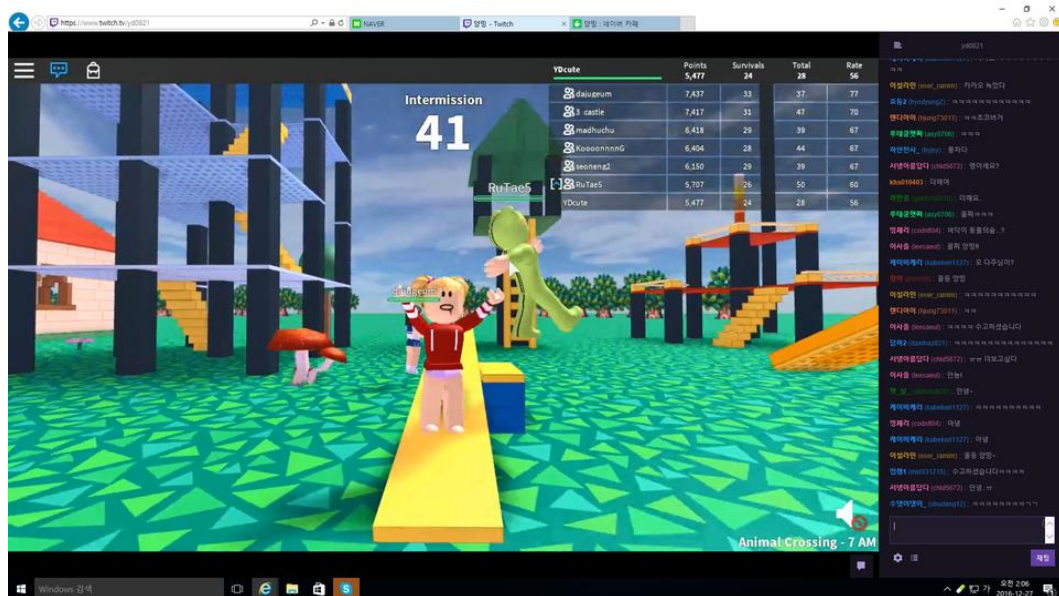
<캐주얼/퍼즐> 게임들은 경쟁이 아닌 개인플레이 중심의 게임이다. 이에 목적성을 Stage Clear에 두고 있으며 Stage가 올라감에 따라 난이도가 높아지고 높은 난이도의 게임을 완료했을 때 성취감을 느끼게 한다. 예전에는 목적성을 더 부여하기 위해 SNS친구들 간에 Stage비교 중심으로 이루어졌으나 최근에는 Story Telling을 통해 목적성을 부여하는 트렌드로 변화되고 있다.

《RPG, MMORPG》들은 목적성이 본인 캐릭터/길드에 애착을 갖게 하고 장비 및 능력치 업그레이드에 목적성을 갖게 한다. 수단으로 퀘스트, 희귀아이템 획득을 통해서 이러한 성취감을 느끼게 한다. 목적성을 잃지 않게 하기 위해 **장비, 레벨, 아이템 획득 콘텐츠의 단계별 업데이트**가 이루어지는 것이다. 또한 게임의 유지를 위해서 가장 중요하게 여기는 요소는 능력치 및 장비의 밸런싱에 있다고 볼 수 있다. 이러한 목적성 확대를 위해서는 신규 콘텐츠 및 능력치 업그레이드가 크게 나타나는 **대규모 업데이트의 성패가 Life Cycle에 가장 중요한 요소**이다. 만약 적시에 대규모 업데이트가 이루어지지 않을 경우 목적성은 감소하고 피로도가 급격하게 증가함에 따라 유저이탈이 크게 나타나게 된다.

《Moba, Battle Royale》과 같은 게임들은 유저들간의 실시간 대전에 목적성을 부여하고 대전게임 내에서 이기는 것에서 성취감을 느끼게 한다. 대전게임은 본인의 능력(컨트롤)을 활용해서 변수를 만들고 그 변수를 통해서 목적을 달성하기 때문에 몰입도가 높고 유저들 간 경쟁이 치열하다고 볼 수 있다. 유저들의 컨트롤이 가장 중요하기 때문에 형평성이 중요하다. 변수 창출을 일으키기 위해 Moba게임은 선택하는 캐릭터/선택장비들 간의 능력차이를 요소로 보고 있으며 Battle Royale게임은 무기 및 장비의 선택적 획득/지형선택에 비중을 두고 있다. 각각 위에 언급한 부분들이 게임 밸런싱에 가장 중요한 요소를 차지하고 있다. 이에 **주기적인 밸런싱 업데이트가 게임 Life Cycle에 가장 중요한 요소**라고 할 수 있다.

《Sandbox》게임들은 변수 창출이 가장 큰 게임이다. 유저의 의지에 따라 하고 싶은 것, 만들고 싶은 것들을 다양하게 시도할 수 있기 때문이다. 변수의 다양성이 여타의 장르보다 더욱 크기 때문에 목적성에 대한 부분이 더욱 강조될 수 밖에 없는 구조이다. 이에 협동플레이를 통한 랜드마크 건설 등이 주요한 수단으로 자리잡고 있으며 꾸준한 성취감을 확대시키기 위해 구조물 제작에 다양성을 가져갈 수 있는 업데이트가 주를 이루고 있다.

변수가 다양한 SandBox 게임들은 높은 인기를 구가



자료: 키움증권 리서치센터

V. 실적발표 시즌의 게임업종 투자전략

>>> 실적안정성 중심의 투자가 유효하나 실적발표 이후에는 업체별 신작 일정에 따라 재배치가 필요

실적안정성 중심 + 근시일 내의 모멘텀을 보유한 업체를 중심의 투자가 유효

Summary에서 언급했던 상기의 이유로 4월은 게임업종에 대한 변동이 큰 시기이다. 1. 게임 출시가 그 동안 부재했기 때문에 신작 성과에 대한 기대치가 낮아지는 시점이며 2. 게임업체들의 실적이 기대에 미치지 못할 가능성이 높아 투자심리가 위축되는 시점이다. 더불어서 신작 일정이 변경될 가능성은 항상 존재하기 때문에 근 시일 출시되는 게임을 제외하고는 과감한 투자가 진행되기 어렵다.

이에 5월 실적발표 이전까지는 실적 안정성을 보유한 업체들과 5월 내 출시가 이루어지는 업체들에 대한 관심이 필요하다. 실적발표들을 통해서 향후 일정은 재조정될 가능성이 크지만 2Q에 출시 예정이었던 게임들은 출시 일정 변동이 적을 것으로 판단되기 때문이다. 이 경우 엔씨소프트와 컴투스가 가장 안정적인 모습을 보일 것으로 판단된다.

실적발표 이후: 활용되는 IP + 장르 + 출시시점에 따른 투자 재배치가 필요

각 업체들의 실적발표에서 가장 중요하게 지켜볼 Point는 게임들의 출시일정 변경이다. 대개 1Q실적발표 시즌에는 연초에 발표한 신작 이외의 게임들은 언급되는 일이 드물다. 즉, 연초에 발표된 게임들의 출시 시점들의 변동이 중요하게 작용할 것이며 각 업체들의 주요 게임들의 출시일정에 따라 투자전략 변경이 필요하다. 지난 보고서에서 언급했던 업종 전체의 보석 찾기는 지속되고 있는 것으로 판단하고 있다. 실적발표 이후 신작 일정들에 따라 이러한 모습들은 다시 나타날 것으로 보고 있으며 3Q에 출시되는 주요게임들에 대해서 주시할 필요가 있을 것이다. 우선순위는 IP, 장르, 출시시점 및 지역이 될 것으로 보고 있다.

MMORPG에 대한 기대치는 줄었으나 여전히 가장 중요한 장르

MMORPG에 대한 기대치는 앞서 언급한 이유로 감소할 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 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 업체들이다. 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.

2Q까지의 게임 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
피싱스트라이크	위메이드/넷마블	2018년 4월 13일(글로벌)	Mobile/Sports	신규
해리포터 호그와트 미스터리	넷마블	2018년 4월 25일(글로벌)	Mobile/Adventure RPG	소설 및 영화 해리포터
퍼스트본	넷마블	2018년 상반기	Mobile/Simulation	신규
댄스빌	컴투스	2018년 2Q(글로벌)	Mobile/Casual	신규
버디크러시	컴투스	2018년 2Q(글로벌)	Mobile/Sports	신규
로열블러드	게임빌	2018년 2Q(글로벌)	Mobile/MMORPG	신규
자이언츠워	싱타/게임빌	2018년 2Q(글로벌)	Mobile/RPG	신규
뮤오리진2(기적각성)	천마시공/웹젠	2018년 2Q(한국)	Mobile/MMORPG	PC MMO, MU(웹젠)
위베어베어스	선데이토즈	2018년 5월(글로벌)	Mobile/Puzzle	미국 만화 위베어베어스
포트나이트	에픽게임즈/네오위즈	2018년 2Q(한국)	PC/Battle Royale	북미/유럽 히트게임
블레이드2	액션스퀘어/4:33, 카카오	2018년 5월(한국)	Mobile/ARPG	Mobile블레이드 후속작
창세기전:안타리아	엔드림/조이시티	2018년 5월	Mobile/Simulate RPG	PC, 창세기전
오버히트	넷게임즈/넥슨	2018년 2Q(일본)	Mobile/RPG	신규

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

주: 각사의 향후 라인업은 실적 발표 이후 변동될 가능성이 높기 때문에 출시일정 변동이 적은 5월까지의 출시예정 일정만 코멘트

VI. 2Q 이내 출시되는 게임들의 중요 Point

>>> 관심게임: 위베어베어스, 뮤오리진2, 오버히트, 포트나이트(PC)

IP와 지역에 맞는 장르 공략이 이어질 경우 성공가능성이 높아진다

위베어베어스(글로벌)

- 긍정 Point1. IP영향력이 적은 국내에서도 성과가 나타나고 있음. IP의 영향력이 있는 지역이 미국이라는 점을 감안하면 5월 글로벌 출시에 대해서 기대감을 품을 수 있음
- 긍정 Point2. 북미/유럽지역은 여전히 퍼즐게임이 강세를 보이고 있기 때문에 성과
- 긍정 Point3. Story Telling이 붙은 퍼즐게임이 최근 퍼즐게임 트렌드를 이끌고 있다는 점도 긍정적
- 부정 Point1. 기존 퍼즐게임들이 독과점 형태로 자리잡고 있기 때문에 게임의 차별성이 더 부각되어야 함

뮤오리진2(한국)

- 긍정 Point1. 국내에서 성공한 뮤오리진 IP라는 점, 유저들의 향수를 불러일으킬 수 있음
- 긍정 Point2. 중국에서 상위권을 지속적으로 유지했던 게임이기 때문에 콘텐츠 다수 보유
- 부정 Point1. 뮤오리진 때보다 뮤오리진2의 중국 내 순위가 소폭 낮기 때문에 후광효과가 낮음
- 부정 Point2. 당시보다 국내 시장의 경쟁상황이 심화되어있고 유저들의 눈높이가 높아져 있어서 차별적 요소가 부각되어야 할 필요가 있음

오버히트(일본)

- 긍정 Point1. 신규IP, 비MMORPG장르라는 불리한 요인들에도 불구하고 국내 매출순위에서 지속적으로 상위권에 랭크되고 있기 때문에 높은 게임성이 입증되었다 할 수 있음
- 긍정 Point2. 전략RPG가 일본 지역에서 강세를 보이는 장르이며 일본은 캐릭터의 매력도 및 그래픽적 요소가 중요한 지역이기 때문에 특수성이 잘 맞는 것으로 판단됨
- 부정 Point1. IP영향력이 없다는 점에서 퍼블리셔의 역할이 매우 중요. 퍼블리셔(넥슨)의 일본 내 성과가 국내에 비해 낮음

포트나이트(PC, 한국)

- 긍정 Point1. 최근 글로벌에서 가장 뛰어난 상승세를 구가하는 게임
- 긍정 Point2. 국내 유저들의 관심이 가장 높은 Battle Royale장르이기 때문에 인기 물이가 이어질 경우 높은 성과를 기대할 수 있음
- 부정 Point1. 가장 큰 경쟁자인 배틀그라운드가 이미 한국에서 독보적인 점유율을 보여주고 있음
- 부정 Point2. 아시아지역에서는 북미/유럽에 비해 인기가 낮기 때문에 국내 유저들을 끌어들이기 위한 요소가 필요

Ⅶ. 중국 판호- 과도한 기대는 금물

>>> 판호 발급과 관련한 주변 분위기는 개선 vs 중국의 장르적 변화

주변 분위기는 개선되고 있으나 향후 변하는 발급 시스템을 주시할 필요가 있어

현재 판호와 관련된 분위기는 중국 지도부의 발언을 통해서 개선되고 있는 것으로 판단된다. 중국과의 관계 개선이 나타난다면 판호 발급의 가능성이 높아진다는 것은 분명한 사실이다. 특히 최근에는 다른 산업과 관련하여 중국의 제재 완화가 피부로 느껴지고 있기 때문에 향후 판호 발급은 가까워 지고 있는 것으로 판단된다.

다만, 최근 중국의 판호를 담당하던 기관이 광전총국에서 중앙선전부로 변경이 되었다. 중앙선전부는 중국정부의 의중이 더욱 많이 반영될 가능성이 높다. 정부와 관련이 높은 기관이 검열을 하는 것이기 때문에 이전보다 심사가 더 까다로워질 가능성이 높다. 또한 발급의 변동성도 정치적 상황과 더욱 밀접한 결과가 나타날 가능성이 높다고 판단된다. 다행히 현재는 한중분위기가 개선되고 있기 때문에 관련한 판호 발급은 이관업무가 마무리되고 큰 시일이 지나기 전에 나타날 가능성이 높다. **우리가 주시해야 할 것은 사업 이관 이후에 발급 기준이 변경되는지 여부**이다. 아직까지는 이관 작업 중이기 때문에 관련한 내용이 나타나고 있지는 않지만 향후 가이드라인이 변경될 가능성이 높다고 전망된다.

MMORPG가 주름잡던 예전의 중국이 아니다

판호의 발급이 이루어진다 하더라도 국내 모바일 게임들의 출시 경쟁력은 예전보다 약해질 것으로 보인다. 작년만 하더라도 왕자영요를 제외한 게임들은 대부분 MMORPG, RPG가 차지하였으나 최근에는 **장르적 다양성이 중국 모바일게임시장에 나타나고** 있다. Moba게임(왕자영요)을 비롯하여 Racing게임(QQ레이싱), 어드벤처게임(제오인격), Battle Royale게임(Knives Out-최근 순위 하락) 등이 상위권에 이름을 올리고 있다. **MMORPG게임들의 경쟁력도 예전에 비해 크게 올라온 것**으로 판단된다. 1년~2년 전만 하더라도 2D와 3D가 혼재한 MMORPG들이 다수를 차지하였으나 현재는 3D중심의 MMORPG들이 순위 상위권에 자리하고 있다. 장르의 다양성, MMORPG들의 경쟁력이 확대는 국내 게임들의 판호 발급이 이루어진다 하더라도 상위권 진입에 허들이 될 것으로 판단된다. 현재 국내 모바일게임들 중에서 **중국 판호발급을 기다리고 있는 게임은 리니지2:레볼루션(MMORPG, 텐센트 퍼블리싱)과 삼국블레이드(MORPG, 넷이즈 퍼블리싱)**이다.

상대적으로 PC는 모바일에 비해 우려가 작아

PC게임의 지형은 예전과 큰 차이가 없는 것으로 파악된다. Battle Royale의 인기가 중국에서도 올라오고 있지만 아직까지 정식 퍼블리싱이 아닌 PC방 내 스팀플랫폼을 통해서 게임을 진행하기 때문에 게임 순위 반영은 안되고 있다. 여전히 리그오브레전드가 높은 성과를 보여주고 있으며 던전애파이터, 몽환서유, 월드오브워크래프트, 오버워치, 크로스파이어들이 상위권을 지키고 있는 것으로 파악하고 있다. 또한 FPS와 MOBA게임을 제외하고는 대부분이 MMORPG를 차지하고 있고 신작들의 성과가 적다는 부분은 성과를 기대할 수 있다. 현재 국내 PC게임들 중에서 **중국 판호발급을 기다리고 있는 게임은 배틀그라운드(Battle Royale, 텐센트 퍼블리싱), 검은사막(MMORPG, 스네일게임즈)**이다.

판호를 기다리는 모바일게임 리니지2:레볼루션



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

판호를 기다리는 모바일게임 삼국블레이드



자료: 액션스퀘어, 키움증권 리서치센터

모바일과 PC의 판호를 기다리는 배틀그라운드



자료: 텐센트, 키움증권 리서치센터

중국 판호를 기다리는 검은사막 PC



자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

중국 온라인게임 검색순위

RANK	게임명	퍼블리셔	장르
1	League of Legends	Tencent	Moba
2	Minecraft	Netease	Snadbox
3	Fantasy Westward Journey	Netease	MMORPG
4	Dota2	Perfect World	Moba
5	World of Warcraft	Tencent	MMORPG
6	Path of exile	Tencent	MMORPG
7	Cross Fire	Tencent	FPS
8	천애명월도	Tencent	MMORPG
9	World of Tank	Netease	Battle Simulation
10	검망3	Kingsoft	MMORPG

자료: Baidu, 키움증권 리서치센터

Global Peers(게임 I)

		BLIZZARD	EA	SQUARE ENIX	BANDAI	KONAMI	NETEASE
시가총액(십억원)		53,902	40,009	5,568	7,917	7,744	37,887
주가수익률(%)	5D	1.2	2.8	0.3	2.3	(1.6)	(2.8)
	1M	(7.1)	(4.9)	(6.1)	(1.2)	(3.7)	(16.6)
	3M	(5.4)	8.0	(18.4)	(3.6)	(14.3)	(15.9)
	6M	7.9	5.4	4.0	(6.5)	(0.2)	(2.6)
	12M	36.4	37.0	45.7	8.3	18.5	2.4
매출액(십억원)	2017	7,934	5,566	2,698	6,584	2,441	9,060
	2018E	8,045	5,527	2,469	6,506	2,460	11,913
	2019E	8,677	6,006	2,680	6,787	2,632	14,878
영업이익(십억원)	2017	1,480	1,406	332	672	386	2,035
	2018E	2,807	1,790	381	633	499	2,108
	2019E	3,217	2,099	432	712	569	2,489
EPS(원)	2017	1,638	3,655	2,073	2,183	2,378	13,565
	2018E	2,791	4,575	2,092	2,075	2,467	16,404
	2019E	3,192	5,329	2,374	2,319	2,805	19,442
EPS Growth(%)	2017	(0.0)	39.4	16.9	39.3	76.0	(11.7)
	2018E	70.4	25.2	0.9	(4.9)	3.7	20.9
	2019E	14.4	16.5	13.4	11.8	13.7	18.5
P/E(배)	2017	43.7	28.1	19.2	16.6	24.6	27.7
	2018E	25.6	28.6	21.8	17.4	21.9	17.7
	2019E	22.3	24.6	19.2	15.5	19.2	15.0
P/B(배)	2017	5.1	6.8	2.1	2.1	2.7	6.4
	2018E	4.6	8.7	2.8	2.1	2.8	3.9
	2019E	3.8	7.0	2.5	1.9	2.5	3.2
ROE(%)	2017	2.9	25.9	11.4	13.3	11.6	25.5
	2018E	15.7	30.5	13.3	12.3	13.5	24.0
	2019E	16.6	29.2	13.7	12.9	14.0	22.9
EV/EBITDA(배)	2017	19.0	17.2	7.0	6.1	10.2	19.8
	2018E	16.6	18.4	9.7	6.9	9.9	14.7
	2019E	13.9	15.1	8.0	6.0	8.5	11.7
EBITDA(십억원)	2017	2,836	1,604	399	911	559	2
	2018E	3,111	1,936	440	865	657	2
	2019E	3,514	2,279	508	954	735	3
EBITDA Growth(%)	2017	(4.6)	26.6	27.9	32.3	7.8	(1.6)
	2018E	9.7	20.7	10.3	(5.1)	17.5	15.2
	2019E	12.9	17.7	15.5	10.3	11.9	19.7

자료: Bloomberg(4/16기준), 키움증권 리서치센터

Global Peers(게임II)

		CYBERAGENT	DENA	ZYNGA	MIXI	GUNGHO	NEXON
시가총액(십억원)		6,810	3,090	3,289	2,848	3,343	14,402
주가수익률(%)	5D	(0.4)	2.0	2.0	(1.5)	(3.8)	(2.3)
	1M	(1.6)	4.5	(7.1)	(15.6)	(4.6)	(9.6)
	3M	27.1	(13.6)	(6.6)	(25.5)	9.0	(1.3)
	6M	63.6	(18.5)	(7.6)	(33.4)	15.8	12.2
	12M	62.4	(10.6)	27.7	(34.2)	43.1	91.3
매출액(십억원)	2017	3,818	1,527	974	2,200	931	2,369
	2018E	4,137	1,392	985	1,929	825	2,754
	2019E	4,591	1,450	1,107	1,829	806	2,958
영업이익(십억원)	2017	316	246	29	945	347	913
	2018E	323	280	144	713	288	1,199
	2019E	399	263	197	622	286	1,331
EPS(원)	2017	477	2,427	48	7,845	329	752
	2018E	592	1,545	147	5,182	243	1,077
	2019E	1,033	1,241	198	5,177	242	1,186
EPS Growth(%)	2017	(64.1)	211.7	(136.6)	10.5	(9.3)	33.0
	2018E	24.1	(36.4)	206.5	(33.9)	(25.9)	43.2
	2019E	74.7	(19.7)	34.6	(0.1)	(0.6)	10.1
P/E(배)	2017	102.5	10.6	94.3	7.3	9.8	25.4
	2018E	91.3	13.3	25.9	7.1	14.3	15.2
	2019E	52.3	16.5	19.4	7.1	14.4	13.8
P/B(배)	2017	5.2	1.4	2.1	2.8	3.7	3.1
	2018E	7.6	1.2	1.8	1.6	3.6	2.6
	2019E	6.9	1.1	1.7	1.4	2.9	2.2
ROE(%)	2017	5.1	14.7	1.7	44.0	45.1	13.5
	2018E	9.5	9.5	6.9	24.4	25.7	18.7
	2019E	15.0	6.7	9.3	19.0	20.9	17.4
EV/EBITDA(배)	2017	9.5	7.3	50.0	3.2	4.7	11.1
	2018E	15.9	5.9	15.0	1.8	9.7	9.2
	2019E	13.0	6.0	10.3	2.2	8.8	8.0
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	11.1	15.1	177.8	(19.8)	(17.9)	35.9
	2019E	21.0	(4.8)	33.0	(15.7)	0.8	10.3

자료: Bloomberg(4/16기준), 키움증권 리서치센터



기업분석

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 530,000원
신작일정만 정해지면 탄탄대로

넷마블
(251270)

BUY(Maintain)/목표주가 180,000원
신작성과만이 우려를 잠재울 수 있어

컴투스
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 215,000원
2Q는 모멘텀 발생시점

게임빌
(063080)

Outperform(Maintain)/목표주가 77,000원
신작성과 이전까지는 지분가치만

더블유게임즈
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 83,000원
장기화될 소송보다는 DDC의 성과에 초점을 맞추어야

엔씨소프트 (036570)



BUY(Maintain)

주가(4/17) 383,000원

목표주가 530,000원

엔씨소프트의 리니지M이 경쟁작들의 도전을 물리친 가운데 Valuation 매력은 충분한 것으로 판단된다. 상반기 신작이 없다는 단점은 시간이 지남에 따라 출시 일정이 명확해지면서 희석될 것으로 판단된다. 이번 실적발표에서는 신작과 관련된 언급이 중요 Point가 될 것이다. 목표주가 530,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

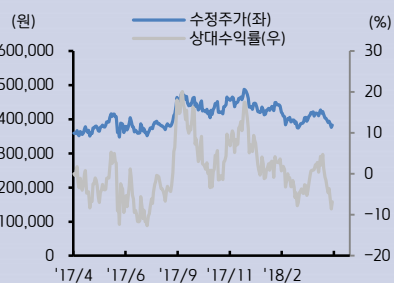
Stock Dat

KOSPI (4/17)	2,453.77pt		
시가총액	84,026억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	488,000원	348,000원	
최고/최저가 대비 등락	-21.52%	10.06%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-6.5%	-4.9%
	6M	-14.5%	-13.4%
	1Y	6.5%	-6.8%

Company Data

발행주식수	21,939천주	
일평균 거래량(3M)	119천주	
외국인 지분율	48.15%	
배당수익률(18E)	1.90%	
BPS (18E)	143,927원	
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	11.9%

Price Trend



신작 일정만 정해지면 탄탄대로

>>> 리니지M의 확고함을 증명한 3월

리니지M의 매출기반은 지난번에 언급했던 것처럼 확고하다. 타 MMORPG의 유저층과 크게 겹치지 않는다는 것을 이번에도 증명하였으며 PC때와 같은 흐름을 보일 것으로 판단된다. 향후 주목해야 할 것은 콘텐츠 업데이트, 이벤트의 성패로 보는 것이 유효하다. 다만, 자연감소는 있을 것으로 예상됨에 따라 신작 성과 전까지는 소폭의 실적 감소세가 이어질 것으로 판단된다.

>>> 1Q 실적발표 관전 Point

- 리니지M의 매출 안정화 유지 수준
- 부진했던 PC게임들의 ARPU 상승 가능 여부
- 명확한 신작관련 일정
- 글로벌 성공 가능성이 높은 IP들의 활용 시점(블소, 길드워)

>>> 안정적인 실적은 하방을 지지, 상방은 신작이 결정

엔씨소프트의 신작의 부재는 상반기 주가가 횡보하는 주요 이유였다. 다만, 상반기의 절반이 지나고 있는 만큼 하반기에 출시되는 신작들의 일정이 명확해질 가능성이 크다. 기존에 언급되었던 신작들 외에도 추가적인 신작 언급이 있을지 여부도 관심을 가질 대목이다. 아직까지 활용되지 않은 IP들도 존재하는 만큼 동사의 잠재력이 언제 나타날 것인가를 가능할 수 있기 때문이다. 낮은 Valuation과 하반기에 발휘될 높은 잠재력을 바탕으로 업종 내 최선호주로 제시한다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	984	1,759	2,060	2,489	2,319
보고영업이익(십억원)	329	585	783	1,068	981
핵심영업이익(십억원)	329	585	783	1,068	981
EBITDA(십억원)	361	615	810	1,095	1,008
세전이익(십억원)	346	610	805	1,093	1,047
순이익(십억원)	271	444	604	819	794
지배주주지분순이익(십억원)	272	441	591	802	788
EPS(원)	12,416	20,104	26,921	36,534	35,933
증감율(% oY)	64.6	61.9	33.9	35.7	-1.6
PER(배)	19.9	22.3	14.2	10.5	10.7
PBR(배)	2.9	3.6	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	8.5	5.7	5.6
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	38.0	42.9	42.3
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	38.0	42.9	42.3
ROE()	14.7	19.2	20.4	23.3	19.1
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-53.7	-59.9	-63.4

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	240	259	727	533	468	434	524	634	984	1,759	2,060
게임 매출액	176	222	684	474	422	392	473	586	861	1,556	1,873
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	297	272	356	467	78	1,045	1,392
로열티 매출액	64	36	44	60	46	42	52	49	122	203	188
영업비용	209	221	399	344	300	279	315	384	654	1,174	1,278
인건비	132	113	155	161	138	128	133	164	383	562	562
매출변동비	19	38	176	108	100	93	113	136	64	342	443
마케팅비	13	24	22	24	19	19	23	29	35	83	89
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	29	26	24
기타	38	38	38	44	36	33	40	49	143	161	160
영업이익	30	38	328	189	168	155	210	251	330	585	783
영업이익률	13%	15%	45%	35%	36%	36%	40%	40%	34%	33%	38%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	2,060	2,489	2,319
매출원가	188	212	219	217	238
매출총이익	796	1,547	1,841	2,272	2,081
판매비및일반관리비	467	962	1,059	1,204	1,100
영업이익(보고)	329	585	783	1,068	981
영업이익(핵심)	329	585	783	1,068	981
영업외손익	17	25	22	25	66
이자수익	22	19	20	22	22
배당금수익	1	2	4	4	2
외환이익	16	9	0	0	0
이자비용	3	3	3	3	3
외환손실	9	26	0	0	0
관계기업지분법손익	7	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	-5	0	0	0
기타	-7	34	2	2	45
법인세차감전이익	346	610	805	1,093	1,047
법인세비용	75	166	201	273	253
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	25.0%	25.0%	24.2%
당기순이익	271	444	604	819	794
지배주주지분손이익(억원)	272	441	591	802	788
EBITDA	361	615	810	1,095	1,008
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	631	846	821
수정당기순이익	278	449	604	819	794
증감률(% YoY)					
매출액	17.3	78.8	17.2	20.8	-6.8
영업이익(보고)	38.4	77.9	33.8	36.4	-8.1
영업이익(핵심)	38.4	77.9	33.8	36.4	-8.1
EBITDA	32.6	70.3	31.6	35.2	-7.9
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	33.9	35.7	-1.6
EPS	64.6	61.9	33.9	35.7	-1.6
수정순이익	66.4	61.3	34.6	35.7	-3.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	560	836	808
당기순이익	271	444	604	819	794
감가상각비	27	27	24	25	25
무형자산상각비	6	3	3	2	2
외환손익	-7	6	0	0	0
자산처분손익	10	7	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-154	11	-68	-7	-9
기타	-41	97	-2	-4	-4
투자활동현금흐름	-139	-460	-77	-377	8
투자자산의 처분	-118	-433	-48	-347	38
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
유형자산의 취득	-17	-29	-29	-29	-29
무형자산의 처분	-2	-4	0	0	0
기타	-3	6	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-74	-80	-154	-141	-168
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	150	0	0	0	0
자본의 증가	6	0	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-155	-155
기타	-169	1	1	14	-13
현금및현금성자산의순증가	-103	42	329	318	648
기초현금및현금성자산	248	145	187	516	834
기말현금및현금성자산	145	187	516	834	1,482
Gross Cash Flow	266	584	629	843	817
Op Free Cash Flow	117	434	523	801	733

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	2,159	2,835	3,347
현금및현금성자산	145	187	516	834	1,482
유동금융자산	839	1,357	1,339	1,618	1,507
매출채권및유동채권	207	228	303	383	357
재고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,829	1,910	1,986
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	30	36	33
투자자산	867	1,444	1,512	1,584	1,661
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,987	4,745	5,333
유동부채	284	456	466	544	507
매입채무및기타유동채무	244	313	332	395	368
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	134	149	139
비유동부채	181	342	343	358	344
장기매입채무및비유동채무	7	5	5	6	6
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	188	201	188
부채총계	465	797	809	902	851
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,342	2,990	3,625
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,158	3,805	4,441
비지배주주지분자본총계	10	8	21	38	42
자본총계	1,896	2,729	3,178	3,843	4,482
순차입금	-835	-1,394	-1,706	-2,302	-2,840
총차입금	150	150	150	150	150

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	12,416	20,104	26,921	36,534	35,933
BPS	85,985	124,037	143,927	173,455	202,405
주당EBITDA	16,470	28,039	36,905	49,902	45,960
CFPS	13,853	21,612	28,743	38,578	37,419
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	14.2	10.5	10.7
PBR	2.9	3.6	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.7	13.8	8.5	5.7	5.6
PCFR	17.9	20.7	13.3	9.9	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	38.0	42.9	42.3
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	38.0	42.9	42.3
EBITDA margin	36.7	35.0	39.3	44.0	43.5
순이익률	27.6	25.2	29.3	32.9	34.2
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	20.4	23.3	19.1
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	739.3	676.5	575.3
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	25.5	23.5	19.0
순차입금비율	-44.0	-51.1	-53.7	-59.9	-63.4
이자보상배율(배)	110.4	179.6	230.4	314.2	301.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.8	7.3	6.3
재고자산회전율	1,455.7	2,983.9	4,117.7	5,235.6	5,135.4
매입채무회전율	4.1	6.3	6.4	6.8	6.1

넷마블 (251270)



BUY(Maintain)

주가(4/17) 134,000원

목표주가 180,000원

넷마블은 실적에 대한 우려가 지속적으로 영향을 주고 있다. 이에 신작의 기대감보다는 매출 감소에 대한 우려가 더욱 큰 것으로 판단된다. 추가적인 Big Hit게임의 출현만이 이러한 부정적 시각을 전환시킬 수 있을 것으로 판단된다. 투자의견 Buy를 유지하나 실적 추정치 조정으로 목표주가는 180,000원으로 하향조정 한다.

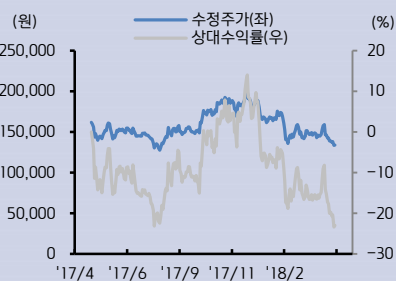
Stock Data

KOSPI (4/17)		2,453.77pt
시가총액		113,937억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	199,500원	127,500원
최고/최저가 대비 등락	-32.83%	5.10%
주가수익률	절대	상대
	1	-10.4%
	6M	-8.9%
	1Y	-20.9%

Company Data

발행주식수	85,027천주	
일평균 거래량(3M)	293천주	
외국인 지분율	26.22%	
배당수익률(18E)	0.27%	
BPS (18E)	56,244원	
주요 주주	방준혁 외 8인	25.2%
	CJ E&M	22.0%

Price Trend



신작성과만이 우려를 잠재울 수 있어

>>> 경쟁작들에 타격을 받은 3월

1Q실적은 리니지2:레볼루션의 매출하락이 예상됨에 따라 부진할 것으로 전망된다. 2월까지도 감소추세에 있었지만 3월 경쟁작의 출현으로 매출이 급락한 것으로 추정되며 일본 역시 순위 변동성이 4Q보다 커진 것으로 판단된다. 비용적인 부분에서 마케팅비가 예전보다 감소할 것으로 예상되지만 매출의 감소로 인한 이익감소 영향이 더 클 것으로 전망된다. 넷마블의 1Q실적은 매출액 5,248억원(QoQ -14.8%), 영업이익 827억원(QoQ -10.7%)로 전망된다.

>>> 1Q 실적발표 관전 Point

- 리니지2:레볼루션의 매출 회복 가능성 타진
- 해리포터, 블소:레볼루션의 출시 시점
- 일본향 게임(상반기 1종, 하반기 4~5종)의 기대치 수준
- 리니지2:레볼루션의 중국 판호 획득 가능성 및 성공 전략
- 추가 확보된 IP게임과 활용 여부

>>> 2Q, 신작의 성과는 고밸류에이션을 입증하는 필수요소

넷마블에 대한 높은 Valuation은 지속적으로 부담이 되고 있다. 이를 입증하기 위해서는 2018년의 신작 성과를 보여 주어야 한다. 특히 기존게임들의 매출감소가 발생할 때 이를 채워줄 수 있는 신작 결과가 나와야 한다. 이번 2Q에 출시되는 해리포터의 성과가 나와야 향후 출시되는 게임들에 대해서 기대감이 반영될 수 있을 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	15,000	24,248	27,636	31,788	33,377
보고영업이익(억원)	2,947	5,098	7,173	9,211	9,446
핵심영업이익(억원)	2,947	5,098	7,173	9,211	9,446
EBITDA(억원)	3,253	5,745	7,718	9,708	9,892
세전이익(억원)	2,756	4,715	7,240	9,279	9,518
순이익(억원)	2,092	3,609	5,611	7,191	7,377
지배주주지분순이익(억원)	1,740	3,098	4,825	6,185	6,344
EPS(원)	2,718	3,900	5,675	7,274	7,461
증감율(%YoY)	32.6	43.5	45.5	28.2	2.6
PER(배)	0.0	48.3	23.6	18.4	18.0
PBR(배)	0.0	3.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.1	13.4	10.0	9.1
보고영업이익률(%)	19.6	21.0	26.0	29.0	28.3
핵심영업이익률(%)	19.6	21.0	26.0	29.0	28.3
ROE(%)	16.8	12.5	11.9	13.5	12.2
순부채비율(%)	-24.0	-57.0	-57.6	-62.9	-66.3

>>> 게임 기대감보다 실적우려가 빠르게 자리잡고 있어

당사에서는 넷마블에 대하여 당초 실적우려 가능성이 존재하지만 게임 기대감이 빠르게 형성될 것으로 판단하였다. 하지만 전제조건이었던 기존 매출들의 부침이 3월에 예상보다 크게 나타남에 따라 실적우려에 대한 부분이 빠르게 자리잡고 있다. 이러한 우려는 신작의 성과가 나오기 전까지 주가에 지속적인 부담이 될 것으로 전망된다. 특히 신작의 성과를 통해 의미 있는 반등을 하기 위해서는 국내에서의 성과보다는 해외에서의 성과가 수반되어야 할 것이다. 당사에서는 신작성과에서 2가지 Point 중에서 1가지라도 달성한다면 높은 반등이 가능할 것으로 판단하고 있다.

1. 해외 Big3지역(일본, 미국, 중국은 판호 발급이 나올 경우)전반에서 신작 Hit가 나타날 때
2. 해외 Big3지역 중 한 곳이라도 의미 있는 M/S 확대가 이루어질 때

상기의 2가지 Point는 달성하기 어려운 과제이긴 하지만 동사가 글로벌 업체로 안착하기 위해서는 반드시 달성해야 하는 부분이다.

최근 판호 발급에 대한 기대감이 일부 자리잡고 있지만 예전에 비해서는 그 기대치가 낮다. 한국에서 출시한지 1년 반 가까이 되었기 때문에 경쟁우위 요소가 이미 중국게임들에도 반영되었다고 볼 수 있으며 중국 내 게임들의 장르 선호도가 MMORPG 중심에서 다른 장르로 넓게 퍼져가고 있기 때문이다. 판호 허가가 나올 경우 동사의 호재는 분명하지만 추가적인 CBT 등의 결과를 관찰할 필요가 있다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,248	5,429	8,475	8,485	24,248	27,636
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,424	3,286	3,239	2,933	3,126	13,257	12,584
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	1,962	1,520	1,518	1,564	10,658	6,564
주요신작 매출				333		670	3,128	2,668	333	6,466
로열티 매출							620	575	0	1,195
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,232	4,421	4,621	5,631	5,791	19,152	20,463
인건비	900	868	924	942	933	947	976	995	3,634	3,851
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,619	2,180	2,256	3,008	3,135	10,025	10,579
마케팅비	784	824	1,010	1,194	865	983	1,130	1,152	3,812	4,130
기타	349	419	436	477	443	434	517	509	1,681	1,903
영업이익	2,001	1,051	1,118	926	827	808	2,845	2,694	5,096	7,173
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.0%	15.8%	14.9%	33.6%	31.8%	21.0%	26.0%

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	15,000	24,248	27,636	31,788	33,377
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	15,000	24,248	27,636	31,788	33,377
판매비및일반관리비	12,053	19,150	20,463	22,576	23,931
영업이익(보고)	2,947	5,098	7,173	9,211	9,446
영업이익(핵심)	2,947	5,098	7,173	9,211	9,446
영업외손익	-191	-383	66	68	72
이자수익	44	222	104	110	117
배당금수익	54	74	81	86	92
외환이익	96	166	0	0	0
이자비용	20	135	0	0	0
외환손실	100	299	0	0	0
관계기업지분법손익	31	-79	20	30	30
투자및기타자산처분손익	-4	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-89	-56	0	0	0
기타	-204	-272	-138	-159	-167
법인세차감전이익	2,756	4,715	7,240	9,279	9,518
법인세비용	663	1,106	1,629	2,088	2,142
유효법인세율 (%)	24.1%	23.5%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	2,092	3,609	5,611	7,191	7,377
지배주주지분손이익(억원)	1,740	3,098	4,825	6,185	6,344
EBITDA	3,253	5,745	7,718	9,708	9,892
현금순이익(Cash Earnings)	2,398	4,256	6,156	7,688	7,823
수정당기순이익	2,163	3,655	5,611	7,191	7,377
증감률(% YoY)					
매출액	39.8	61.6	14.0	15.0	5.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	40.7	28.4	2.5
영업이익(핵심)	30.8	73.0	40.7	28.4	2.5
EBITDA	31.1	76.6	34.3	25.8	1.9
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	55.7	28.2	2.6
EPS	32.6	43.5	45.5	28.2	2.6
수정순이익	27.8	68.9	53.5	28.2	2.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,488	4,832	7,113	8,127	8,323
당기순이익	2,092	3,609	5,611	7,191	7,377
감가상각비	82	115	107	122	137
무형자산상각비	224	532	438	375	309
외환손익	18	103	0	0	0
자산처분손익	5	5	0	0	0
지분법손익	35	56	-20	-30	-30
영업활동자산부채 증감	-1,306	-391	977	475	542
기타	339	802	0	-7	-12
투자활동현금흐름	-2,098	-14,205	-1,881	-1,530	-1,577
투자자산의 처분	-575	-5,509	-1,418	-1,120	-1,156
유형자산의 처분	5	1	0	0	0
유형자산의 취득	-898	-300	-315	-331	-331
무형자산의 처분	-69	-14	-80	0	0
기타	-561	-8,383	-68	-79	-90
재무활동현금흐름	1,136	25,353	-2,391	288	-150
단기차입금의 증가	1,241	-932	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	26,346	0	0	0
배당금지급	-39	0	-306	-306	-306
기타	-66	-60	-2,085	595	156
현금및현금성자산의순증가	567	16,351	2,841	6,885	6,596
기초현금및현금성자산	2,159	2,727	19,078	21,919	28,804
기말현금및현금성자산	2,727	19,078	21,919	28,804	35,400
Gross Cash Flow	2,794	5,222	6,136	7,651	7,781
Op Free Cash Flow	270	3,845	6,686	7,780	7,978

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,215	29,184	33,105	40,794	47,743
현금및현금성자산	2,727	19,078	21,919	28,804	35,400
유동금융자산	1,471	6,434	6,909	6,993	7,009
매출채권및유동채권	2,995	3,596	4,187	4,890	5,215
재고자산	19	24	29	37	46
기타유동비금융자산	4	53	60	70	73
비유동자산	12,359	24,293	25,225	26,273	27,454
장기매출채권및기타비유동채권	255	367	419	482	506
투자자산	5,353	9,648	10,610	11,683	12,865
유형자산	1,229	1,454	1,663	1,872	2,065
무형자산	5,400	12,368	12,010	11,635	11,326
기타비유동자산	122	455	524	602	693
자산총계	19,574	53,477	58,330	67,067	75,198
유동부채	4,212	5,013	6,645	7,902	8,806
매입채무및기타유동채무	2,513	3,228	4,606	5,298	5,563
단기차입금	1,053	39	39	39	39
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	646	1,745	2,000	2,565	3,203
비유동부채	2,258	3,812	1,728	2,323	2,479
장기매입채무및비유동채무	13	5	6	7	7
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,245	3,807	1,722	2,316	2,472
부채총계	6,471	8,824	8,373	10,225	11,284
자본금	68	85	85	85	85
주식발행초과금	3,503	29,921	29,921	29,921	29,921
이익잉여금	2,939	6,029	10,558	16,449	22,504
기타자본	5,653	7,260	7,260	7,260	7,260
지배주주지분자본총계	12,163	43,295	47,823	53,715	59,770
비지배주주지분자본총계	940	1,358	2,134	3,128	4,144
자본총계	13,104	44,653	49,957	56,842	63,913
순차입금	-3,144	-25,472	-28,788	-35,758	-42,369
총차입금	1,053	39	39	39	39

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,718	3,900	5,675	7,274	7,461
BPS	17,946	50,919	56,244	63,173	70,294
주당EBITDA	5,082	7,233	9,077	11,418	11,634
CFPS	3,747	5,358	7,239	9,042	9,200
DPS	0	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	23.6	18.4	18.0
PBR	0.0	3.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	-1.0	28.1	13.4	10.0	9.1
PCFR	0.0	35.2	18.5	14.8	14.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	26.0	29.0	28.3
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	26.0	29.0	28.3
EBITDA margin	21.7	23.7	27.9	30.5	29.6
순이익률	13.9	14.9	20.3	22.6	22.1
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	11.9	13.5	12.2
투자자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	228.6	461.1	814.4
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	16.8	18.0	17.7
순차입금비율	-24.0	-57.0	-57.6	-62.9	-66.3
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	7.1	7.0	6.6
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	1,041.6	958.0	804.3
매입채무회전율	7.1	8.4	7.1	6.4	6.1

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(4/17) 170,000원

목표주가 215,000원

컴투스의 Valuation이 저평가의 늪에서 올라오고 있는 추세이다. 이는 여름부터 시작되는 주요 기대작에 관심이 모아지고 있기 때문이다. 올해 동사의 주가는 스카이랜더스의 흥행 여부가 중요한 변곡점이 될 것으로 판단하며 흥행에 성공할 경우 지속적인 Value up이 이루어질 것이다. 투자의견 Buy를 유지하고 Target PER을 15.5배로 상향조정함에 따라 목표주가를 215,000원으로 상향한다.

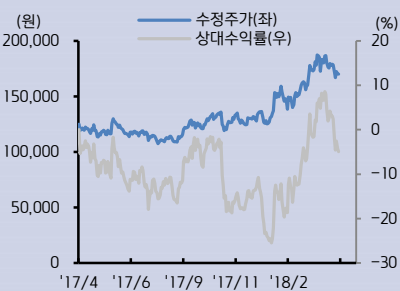
Stock Data

KOSDAQ (4/17)	901.22pt	
시가총액	21,873억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	187,300원	107,000원
최고/최저가 대비 등락	-9.24%	58.14%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.2%	-6.9%
6M	33.3%	-0.8%
1Y	36.1%	-4.9%

Company Data

발행주식수	12,866천주
일평균 거래량(3M)	126천주
외국인 지분율	30.04%
배당수익률(18E)	0.82%
BPS (18E)	71,607원
주요 주주	게임빌 외 3인
	KB자산운용
	15.2%

Price Trend



2Q는 모멘텀 발생시점

>>> 안정적인 실적, 점진적인 Value UP

컴투스의 1Q실적은 안정적 성과가 예상된다. 작년 4Q대비해서는 연말효과(아이템패키지)의 감소로 실적이 감소하겠지만 예년과 비교했을 때 큰 변동성이 없을 것으로 판단된다. 3월말에 출시한 체인스트라이크는 일부 국가에서 성과를 내고 있지만 그리 크지 않은 수준(일매출 1억원 미만)으로 판단된다. 이로 인해 크지는 않지만 2Q실적에 기여를 할 것으로 판단되며 서머너즈워의 대규모 업데이트, 4주년 패키지 판매, 시즌 돌입에 따른 스포츠게임 매출 확대 등으로 긍정적인 상반기 실적이 기대된다.

>>> 1Q 실적발표 관전 Point

- 스카이랜더스의 출시 일정 명확화(CBT, 사전예약 등)
- 서머너즈워 ARPU의 추가 상승 가능? (YoY기준)
- 서머너즈워 대규모 업데이트 일정
- 신작의 성과와 추가 성장 가능성

>>> 목표주가 215,000원 상향

컴투스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 215,000원으로 상향한다. 일부 주가에 선반영되어 있긴 하지만 스카이랜더스의 출시시점이 점차 다가옴에 따라 관련한 기대치가 더욱 커질 것으로 전망된다. 이에 Target PER을 기존 13.2배에서 15.5배로 상향조정 한다. 스카이랜더스의 출시 이후에는 흥행의 성패에 따라 향후 서머너즈워 MMO에 대한 기대치 반영 수준이 달라질 수 있기 때문에 Multiple이 변동할 개연성이 높다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	5,130	5,080	5,890	6,962	7,377
보고영업이익(억원)	1,920	1,946	2,250	2,734	2,739
핵심영업이익(억원)	1,920	1,946	2,250	2,734	2,739
EBITDA(억원)	1,952	1,974	2,268	2,750	2,754
세전이익(억원)	1,989	1,932	2,372	2,863	2,811
순이익(억원)	1,518	1,424	1,779	2,147	2,131
지배주주지분순이익(억원)	1,518	1,424	1,779	2,147	2,131
EPS(원)	11,796	11,066	13,826	16,689	16,563
증감율(%YoY)	11.3	-6.2	24.9	20.7	-0.8
PER(배)	7.4	12.3	12.3	10.2	10.3
PBR(배)	1.8	2.3	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	2.8	5.5	6.0	4.2	3.5
보고영업이익률(%)	37.4	38.3	38.2	39.3	37.1
핵심영업이익률(%)	37.4	38.3	38.2	39.3	37.1
ROE(%)	26.5	20.4	21.1	21.1	17.5
순부채비율(%)	-89.9	-88.1	-90.9	-92.5	-93.4

>>> 이유 있는 상승세

상승세의 유지 조건은 스카이랜더스의 Hit

컴투스의 1Q 상승세는 올해 기대치에 대해서 일부 선반영된 부분이 있다. 기대신작 출시가 3Q에 예상됨에도 불구하고 빠르게 올라온 이유는 무엇일까? 안정성에서 찾을 수 있다. 현재 게임업종의 Valuation이 전반적으로 올라온 가운데 글로벌에서 국산게임의 Hit는 답보상태이다. 일부 게임들의 활약은 있었지만 시장에 큰 영향을 줄 정도의 성과는 아니었다. 결과적으로 게임업종의 상승세에 동력이 될만한 요소가 부재했고 이에 변동성이 커질 수 밖에 없는 상황이었다. 시장의 관심이 안정성+모멘텀 중심으로 쏠릴 때 동사의 저평가와 기대신작들은 각광받을 수 밖에 없는 요소였다.

이러한 시장 기대치는 2Q에도 이어질 것으로 판단된다. 2Q에도 실리적인 부분에서는 크게 둔화될 요소가 없을 것으로 관측되고 본격적인 모멘텀이 도래하는 시점이기 때문이다. 다만, 선반영된 부분이 존재하기 때문에 예전과 같은 높은 상승세는 어려울 수 있으나 지금과 같이 게임업종이 전반적으로 부진하는 시점에는 충분히 매력적이라고 판단된다. 결국 동사의 올해 가장 큰 변곡점은 스카이랜더스의 흥행결과라고 판단된다. 흥행에 실패할 경우 다시 예전의 저평가 영역으로 돌아갈 가능성이 높고 반대로 흥행할 경우에는 연말에 출시가 예정된 서머너즈워MMO에 대한 기대치가 더욱 상향될 가능성이 높기 때문에 지속적인 관심을 받을 가능성이 높다.

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,203	1,294	1,257	1,326	1,234	1,418	1,557	1,680	5,130	5,080	5,890
해외모바일	1,066	1,124	1,101	1,126	1,066	1,233	1,384	1,469	4,405	4,416	5,153
국내모바일	131	165	156	200	168	185	173	211	708	653	737
영업비용	702	804	762	877	755	895	914	1,077	3,211	3,145	3,641
인건비	118	105	135	125	120	131	153	145	429	483	548
로열티	34	36	27	30	27	28	28	30	132	127	114
지급수수료	382	423	412	450	407	467	545	596	1,567	1,668	2,016
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	449	479	523	643	604	1,920	1,935	2,250
영업이익률 YOY	41.6%	37.8%	39.4%	33.9%	38.8%	36.9%	41.3%	35.9%	37.4%	38.1%	38.2%
매출액	-11%	2%	6%	0%	3%	10%	24%	27%	18%	-1%	16%
영업비용	-7%	3%	-1%	-3%	8%	11%	20%	23%	20%	-2%	16%
영업이익	-16%	1%	20%	6%	-4%	7%	30%	34%	16%	1%	16%

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,130	5,080	5,890	6,962	7,377
매출원가	515	513	595	704	745
매출총이익	4,615	4,567	5,295	6,259	6,632
판매비및일반관리비	2,695	2,620	3,045	3,525	3,892
영업이익(보고)	1,920	1,946	2,250	2,734	2,739
영업이익(핵심)	1,920	1,946	2,250	2,734	2,739
영업외손익	70	-14	122	130	72
이자수익	82	102	116	123	118
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	56	18	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	54	81	0	0	0
관계기업지분법손익	2	7	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-19	-29	0	0	0
기타	3	-31	6	7	-45
법인세차감전이익	1,989	1,932	2,372	2,863	2,811
법인세비용	472	509	593	716	680
유효법인세율 (%)	23.7%	26.3%	25.0%	25.0%	24.2%
당기순이익	1,518	1,424	1,779	2,147	2,131
지배주주지분손이익(억원)	1,518	1,424	1,779	2,147	2,131
EBITDA	1,952	1,974	2,268	2,750	2,754
현금순이익(Cash Earnings)	1,550	1,451	1,797	2,164	2,146
수정당기순이익	1,532	1,445	1,779	2,147	2,131
증감률(% YoY)					
매출액	18.3	-1.0	16.0	18.2	6.0
영업이익(보고)	15.7	1.4	15.6	21.5	0.2
영업이익(핵심)	15.7	1.4	15.6	21.5	0.2
EBITDA	15.4	1.2	14.9	21.2	0.2
지배주주지분 당기순이익	20.6	-6.2	24.9	20.7	-0.8
EPS	11.3	-6.2	24.9	20.7	-0.8
수정순이익	21.8	-5.7	23.1	20.7	-0.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,560	1,345	1,905	2,219	2,140
당기순이익	1,518	1,424	1,779	2,147	2,131
감가상각비	19	16	10	11	11
무형자산상각비	13	11	8	6	4
외환손익	-3	41	0	0	0
자산처분손익	1	0	0	0	0
지분법손익	-2	-6	0	0	0
영업활동자산부채 증감	41	-111	108	56	-6
기타	-27	-30	0	0	0
투자활동현금흐름	-1,314	-1,820	-95	-557	-450
투자자산의 처분	-1,284	-1,803	-84	-546	-439
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-11	-11	-11	-11	-11
무형자산의 처분	-8	-7	0	0	0
기타	-13	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-196	-159	-174	-173	-174
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-174	-175	-175	-175
기타	-196	16	1	2	1
현금및현금성자산의순증가	52	-642	1,637	1,489	1,516
기초현금및현금성자산	848	900	258	1,895	3,384
기말현금및현금성자산	900	258	1,895	3,384	4,900
Gross Cash Flow	1,519	1,456	1,797	2,164	2,146
Op Free Cash Flow	1,518	1,333	1,821	2,133	2,074

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,543	7,680	9,356	11,418	13,412
현금및현금성자산	900	258	1,895	3,384	4,900
유동금융자산	4,807	6,443	6,479	6,962	7,377
매출채권및유동채권	836	980	982	1,071	1,135
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	577	703	744	803	824
장기매출채권및기타비유동채권	2	7	8	10	10
투자자산	523	640	687	750	774
유형자산	26	29	29	29	29
무형자산	26	27	19	14	10
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,120	8,383	10,100	12,221	14,236
유동부채	744	765	877	1,023	1,081
매입채무및기타유동채무	118	83	85	88	90
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	626	683	791	936	991
비유동부채	26	9	10	12	13
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	9	10	12	13
부채총계	770	774	887	1,035	1,094
자본금	64	64	64	64	64
주식발행초과금	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	4,348	5,597	7,201	9,173	11,130
기타자본	-113	-103	-103	-103	-103
지배주주지분자본총계	6,350	7,609	9,213	11,186	13,142
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	6,350	7,609	9,213	11,186	13,142
순차입금	-5,707	-6,701	-8,374	-10,346	-12,277
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	11,796	11,066	13,826	16,689	16,563
BPS	49,352	59,141	71,607	86,936	102,140
주당EBITDA	15,168	15,343	17,629	21,371	21,404
CFPS	12,043	11,281	13,969	16,815	16,677
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	7.4	12.3	12.3	10.2	10.3
PBR	1.8	2.3	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	2.8	5.5	6.0	4.2	3.5
PCFR	7.2	12.1	12.2	10.1	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	37.4	38.3	38.2	39.3	37.1
영업이익률(핵심)	37.4	38.3	38.2	39.3	37.1
EBITDA margin	38.0	38.9	38.5	39.5	37.3
순이익률	29.6	28.0	30.2	30.8	28.9
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	21.1	21.1	17.5
투자자본이익률(ROIC)	974.2	679.3	776.0	1,576.3	2,035.1
안정성(%)					
부채비율	12.1	10.2	9.6	9.3	8.3
순차입금비율	-89.9	-88.1	-90.9	-92.5	-93.4
이자보상배율(배)	6,487.4	8,420.1	9,660.8	11,737	11,849
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.6	6.0	6.8	6.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	72.1	50.6	70.3	80.7	83.0

게임빌 (063080)



Outperform(Maintain)

주가(4/17) 66,300원

목표주가 77,000원

게임빌은 다수의 신작이 성과를 낼 필요가 있다. 일정 성과를 달성하지 못할 경우 컴투스의 지분가치 이상의 영업가치를 인정받기 쉽지 않을 수 있다. 투자 의견 Outperform과 목표주가는 77,000원을 유지한다.

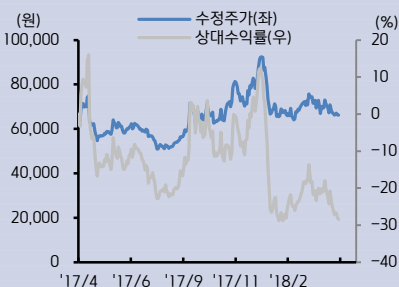
Stock Data

KOSDAQ (4/17)	901.22pt	
시가총액	4,373억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	92,500원	50,900원
최고/최저가 대비 등락	-28.32%	30.26%
주가수익률	절대	상대
1M	-9.1%	-9.7%
6M	-3.2%	-28.0%
1Y	2.5%	-28.4%

Company Data

발행주식수	6,595천주
일평균 거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	10.42%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS (18E)	42,240원
주요 주주	송병준 외 6인 33.6%

Price Trend



신작 성과 이전까지는 지분가치만

>>> 여전히 어려울 1Q

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 수밖에 없다.

>>> 여러 신작의 성과가 필요

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/오픈이 일정 수준이상의 성과가 나오거나 탈리온/자이언츠 위키의 Big Hit뿐이다.

>>> 1Q 실적발표 관전 Point

- 신작의 흥행을 위한 구체적 전략
- 현금흐름

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,615	1,064	1,351	1,528	1,645
보고영업이익(억원)	43	-201	7	100	117
핵심영업이익(억원)	43	-201	7	100	117
EBITDA(억원)	87	-147	50	140	152
세전이익(억원)	363	65	420	610	642
순이익(억원)	293	80	378	488	487
지배주주지분순이익(억원)	295	80	371	479	485
EPS(원)	4,516	1,211	5,627	7,257	7,352
증감율(%YoY)	46.8	-73.2	364.8	29.0	1.3
PER(배)	10.8	76.2	11.8	9.1	9.0
PBR(배)	1.4	2.5	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	38.7	-44.4	98.0	34.3	31.4
보고영업이익률(%)	2.6	-18.9	0.5	6.6	7.1
핵심영업이익률(%)	2.6	-18.9	0.5	6.6	7.1
ROE(%)	13.1	3.4	14.5	16.0	13.8
순부채비율(%)	8.6	17.2	15.4	10.5	10.5

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 2Q	Mobile/MMORPG	신규
자이언츠워	싱타/게임빌	2018년 2Q	Mobile/RPG	신규
가디우스 엠파이어	드래곤플레이/게임빌	2018년 2Q	Mobile/Simulate RPG	신규
엘룬	게임빌	2018년 3Q	Mobile/RPG	신규
탈리온	유티플러스/게임빌	2018년 3Q	Mobile/MMORPG	신규
NBA	미공개/게임빌	2018년 3Q	Mobile/Sports	NBA라이선스
게임빌 프로야구	게임빌	2018년 3Q	Mobile/Sports	게임빌 프로야구 시리즈
코스모듀얼	콩스튜디오/게임빌	2018년 4Q	Mobile/Puzzle	신규
피싱마스터2	게임빌	2018년 4Q	Mobile/Sports	피싱마스터 차기작

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,615	1,064	1,351	1,528	1,645
매출원가	628	503	570	624	682
매출총이익	986	561	781	904	962
판매비및일반관리비	944	762	774	804	845
영업이익(보고)	43	-201	7	100	117
영업이익(핵심)	43	-201	7	100	117
영업외손익	320	267	412	510	525
이자수익	4	3	2	2	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	2	0	0	0
이자비용	13	16	15	15	16
외환손실	10	14	0	0	0
관계기업지분법손익	392	328	426	523	537
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-1	0	0	0
기타	-52	-35	0	0	0
법인세차감전이익	363	65	420	610	642
법인세비용	70	-15	41	122	155
유효법인세율 (%)	19.3%	-22.3%	9.8%	20.0%	24.2%
당기순이익	293	80	378	488	487
지배주주지분손이익(억원)	295	80	371	479	485
EBITDA	87	-147	50	140	152
현금순이익(Cash Earnings)	337	134	421	528	522
수정당기순이익	300	82	378	488	487
증감률(% YoY)					
매출액	6.0	-34.1	27.0	13.1	7.6
영업이익(보고)	32.1	N/A	N/A	1,291.7	17.2
영업이익(핵심)	32.1	N/A	N/A	1,291.7	17.2
EBITDA	16.3	N/A	N/A	180.8	8.6
지배주주지분 당기순이익	46.8	-72.9	365.4	29.0	1.3
EPS	46.8	-73.2	364.8	29.0	1.3
수정순이익	47.1	-72.8	364.1	29.0	-0.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	40	-206	-4	82	-106
당기순이익	293	80	378	488	487
감가상각비	24	30	27	27	27
무형자산상각비	20	24	15	13	8
외환손익	-4	3	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-426	-523	-537
영업활동자산부채 증감	-7	-18	-42	34	-30
기타	-286	-326	43	43	-61
투자활동현금흐름	-106	33	-40	-28	-29
투자자산의 처분	-39	61	-7	-3	-5
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-41	-23	-23	-23	-23
무형자산의 처분	-27	-6	-9	0	0
기타	-1	0	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-440	-21	15	28	19
단기차입금의 증가	-510	-273	0	0	0
장기차입금의 증가	100	250	0	0	0
자본의 증가	3	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-33	0	15	28	19
현금및현금성자산의순증가	-503	-212	-29	82	-117
기초현금및현금성자산	819	315	104	75	157
기말현금및현금성자산	315	104	75	157	41
Gross Cash Flow	47	-188	38	47	-76
Op Free Cash Flow	4	-239	-26	127	71

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	595	364	302	364	346
현금및현금성자산	315	104	75	157	101
유동금융자산	45	17	34	37	39
매출채권및유동채권	235	244	193	170	206
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,660	2,995	3,369	3,838	4,370
장기매출채권및기타비유동채권	60	37	47	50	54
투자자산	2,222	2,483	2,856	3,338	3,877
유형자산	256	284	280	276	272
무형자산	89	74	68	55	46
기타비유동자산	32	117	118	119	120
자산총계	3,255	3,360	3,671	4,201	4,716
유동부채	435	564	481	496	505
매입채무및기타유동채무	200	190	107	121	131
단기차입금	12	12	12	12	12
유동성장기차입금	220	361	361	361	361
기타유동부채	3	1	2	2	2
비유동부채	473	368	383	411	430
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	330	167	167	167	167
기타비유동부채	143	201	216	245	263
부채총계	909	932	864	907	935
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,612	1,692	2,063	2,542	3,027
기타자본	-64	-69	-69	-69	-69
지배주주지분자본총계	2,339	2,415	2,786	3,264	3,749
비지배주주지분자본총계	7	13	20	30	32
자본총계	2,347	2,428	2,806	3,294	3,781
순차입금	202	419	431	345	399
총차입금	562	539	539	539	539

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,516	1,211	5,627	7,257	7,352
BPS	35,865	36,613	42,240	49,497	56,849
주당EBITDA	1,331	-2,231	757	2,126	2,309
CFPS	5,163	2,041	6,387	8,007	7,911
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	76.2	11.8	9.1	9.0
PBR	1.4	2.5	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	38.7	-44.4	98.0	34.3	31.4
PCFR	9.4	45.2	10.4	8.3	8.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.6	-18.9	0.5	6.6	7.1
영업이익률(핵심)	2.6	-18.9	0.5	6.6	7.1
EBITDA margin	5.4	-13.8	3.7	9.2	9.3
순이익률	18.1	7.5	28.0	31.9	29.6
자기자본이익률(ROE)	13.1	3.4	14.5	16.0	13.8
투자자본이익률(ROIC)	8.9	-60.1	1.2	18.0	22.0
안정성(%)					
부채비율	38.7	38.4	30.8	27.5	24.7
순차입금비율	8.6	17.2	15.4	10.5	10.5
이자보상배율(배)	3.3	N/A	0.5	6.6	7.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.4	6.2	8.4	8.8
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	9.7	5.4	9.1	13.4	13.1

더블유게임즈 (192080)



BUY(Maintain)

주가(4/17) 61,800원

목표주가 83,000원

더블유게임즈는 카지노게임 소송과 관련한 이슈로 인해 최근 급락하였다. 소송의 불확실 성으로 인해 센티가 악화된 측면이 존재하지만 결과까지 긴 시간이 소요된다는 측면에서 우려가 점차 희석될 것으로 판단된다. 오히려 DDC의 업데이트 성과에 초점을 맞추어야 할 것으로 보고 있고 5~6월정도면 관련된 성과를 볼 수 있을 것으로 전망된다. 목표주가 83,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

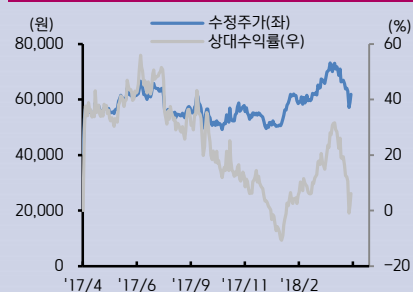
Stock Data

KOSDAQ (4/17)		901.22pt
시가총액		10,874억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	73,200원	49,200원
최고/최저가 대비 등락	-15.57%	25.61%
주가수익률	절대	상대
	1M	-11.6% -12.3%
	6M	19.3% -11.2%
	1Y	52.0% 6.2%

Company Data

발행주식수	17,596천주
일평균 거래량(3M)	162천주
외국인 지분율	9.67%
배당수익률(18E)	0.57%
BPS (18E)	28,471원
주요 주주	김가람 외 5인 43.5%

Price Trend



장기화될 소송보다는 DDC의 성과에 초점을 맞추어야

>>> 1Q실적, 호조 전망

앞선 보고서에서 언급했던 것처럼 더블유게임즈의 1Q실적은 호조를 보일 것으로 전망된다. 역시 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. 또

>>> 4월 업데이트의 레깅 효과 감안해야

DDC의 Ver2.업데이트에 대한 기대치가 높아진 가운데 주가의 변동성이 높아진 것으로 판단된다. DDC의 업데이트 진행방식이 Non Paying User부터 시작(전체 이전과정이 15일정도 소요)되기 때문에 업데이트 시작 이후에 급격하게 매출이 증가하긴 어려울 것으로 판단된다. 마케팅도 업데이트 진행상황, 유저들의 반응 등을 살펴보고 점진적으로 진행될 계획이기 때문에 DDC업데이트의 성패를 일부 판가름할 수 있는 시점은 5~6월 성과를 보고 난 이후가 될 것이다. 또한 카지노 게임은 특성상 업데이트의 성과가 장기적으로 나타나지만 게임업종의 주가는 숨가쁘게 움직인다는 점에서 변동성이 커질 가능성이 높다.

>>> 1Q 실적발표 관전 Point

- Take5의 상승세
- DDC의 Ver2. 매출효과(후면/신규유저의 유입정도)
- 향후 진행되는 신규 게임의 출시 여부(해외 진출 등)
- 소송과 관련한 내용, 대응방안 등

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,556	3,193	5,211	5,866	6,036
보고영업이익(억원)	449	810	1,630	1,949	2,016
핵심영업이익(억원)	449	810	1,630	1,949	2,016
EBITDA(억원)	452	1,007	1,793	2,018	2,083
세전이익(억원)	534	383	1,360	1,748	1,926
순이익(억원)	487	356	1,020	1,311	1,460
지배주주지분순이익(억원)	488	354	1,020	1,311	1,448
EPS(원)	2,847	2,027	5,798	7,450	8,231
증감율(%YoY)	12.7	-28.8	186.0	28.5	10.5
PER(배)	14.0	25.5	10.7	8.3	7.5
PBR(배)	1.8	2.2	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	9.4	14.0	8.3	6.7	5.9
보고영업이익률(%)	28.8	25.4	31.3	33.2	33.4
핵심영업이익률(%)	28.8	25.4	31.3	33.2	33.4
ROE(%)	13.1	9.1	22.5	23.3	21.0
순부채비율(%)	-68.9	120.8	79.1	42.7	16.2

>>> 소송으로 인한 악영향은 센티와 관련된 부분일 뿐

칩의 things of value(현실 가치를 지닌 요소)를 인정한 워싱턴 판결

4월 초 더블유게임즈의 주력 게임 중 하나인 DDI를 포함한 미국 소셜카지노 회사들에게 소송이 제기된 것은 워싱턴주에서 나온 판결로 인한 결과이다. 워싱턴주 판결 내용은 카지노 게임의 칩이 현실 가치를 지닌 요소라고 판단하고 있으며 칩이 없이는 게임을 즐길 수 없다는 것에 불법적 요소를 지닌다고 판단하고 있다. 특히 대부분의 카지노게임들이 Free to Play게임이기 때문에 불법이라고 판단하는 것으로 풀이된다. 이 판결 이후에 **DDC에 대해 20\$의 소송이 제기된 것으로 파악**되고 있다.

워싱턴 소송 판결은 게임 전반적으로 부정적 영향을 줄 수 있는 판결이다. 대부분의 게임들이 게임을 더 많이 즐기기 위해서 게임머니가 소요되기 때문이다. 특히 Casual게임들(활력게이지를 활용하는 RPG게임들도 포함될 수 있음)이 이에 해당한다. 다만, 1심에서는 원고 패소 판결 결과가 나왔었고 항소심에서 승소한 사항이기 때문에 아리스토에서 항소를 제기할 경우 최종 결과까지는 시일이 걸릴 것으로 판단된다. DDI에 제기된 소송 역시 업계전반적으로 공동 대응 할 가능성이 높으며 관련된 소송이 결과가 나오기까지는 상당한 시간이 걸릴 것으로 판단된다. 특히, 카지노게임들이 무료코인을 접속할 때 지급해 주기 때문에 관련된 부분이 어떻게 받아들여질 것인가가 향후 관건이 될 것이다.

이 소송과 관련해서 실적 등에 단기적인 악영향은 없을 것으로 판단된다. 향후 항소 및 집단소송에서 패할 경우에 큰 악영향이 나타날 수 있지만 소송이 최소 1~2년은 걸릴 가능성이 높기 때문이다. 제기된 소송도 20\$에 그치고 있기 때문에 단기에 충당금 등의 이슈는 없을 것으로 판단된다. 다만, 잠재적인 부정적 요소임에는 분명하기 때문에 향후 소송의 진행상황 등을 주시할 필요는 분명히 존재한다. **단기적으로 주가 센티멘탈에는 부정적 영향이 있겠지만 시간이 지남에 따라 화석될 것으로 판단된다.**

현재는 카지노게임 전반에 걸친 부정적 이슈보다는 DDC 업데이트 성과에 초점을 맞추어야 할 시기이다.

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,556	3,193	5,211	5,866	6,036
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	5,211	5,866	6,036
판매비및일반관리비	1,108	2,383	3,581	3,917	4,020
영업이익(보고)	449	810	1,630	1,949	2,016
영업이익(핵심)	449	810	1,630	1,949	2,016
영업외손익	85	-427	-270	-201	-91
이자수익	53	30	-1	-1	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	48	18	0	0	0
이자비용	1	204	265	209	126
외환손실	13	207	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	-4	9	0
투자및기타자산처분손익	0	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-60	0	0	0
기타	-1	1	0	0	2
법인세차감전이익	534	383	1,360	1,748	1,926
법인세비용	47	27	340	437	466
유효법인세율 (%)	8.8%	7.0%	25.0%	25.0%	24.2%
당기순이익	487	356	1,020	1,311	1,460
지배주주지분손이익(억원)	488	354	1,020	1,311	1,448
EBITDA	452	1,007	1,793	2,018	2,083
현금순이익(Cash Earnings)	490	553	1,183	1,380	1,527
수정당기순이익	488	416	1,020	1,311	1,460
증감률(% YoY)					
매출액	27.1	105.2	63.2	12.6	2.9
영업이익(보고)	40.6	80.6	101.2	19.6	3.5
영업이익(핵심)	40.6	80.6	101.2	19.6	3.5
EBITDA	41.0	122.9	78.0	12.6	3.2
지배주주지분 당기순이익	43.0	-27.6	188.5	28.5	10.5
EPS	12.7	-28.8	186.0	28.5	10.5
수정순이익	42.8	-14.8	145.4	28.5	11.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	543	824	1,089	1,355	1,518
당기순이익	487	356	1,020	1,311	1,460
감가상각비	3	8	6	6	6
무형자산상각비	1	189	157	64	61
외환손익	-32	129	0	0	0
자산처분손익	0	5	0	0	0
지분법손익	0	0	4	-9	0
영업활동자산부채 증감	-44	65	-98	-16	-8
기타	128	71	0	0	0
투자활동현금흐름	-1,059	-5,968	-185	-82	-45
투자자산의 처분	-1,052	3,498	16	-53	-14
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-4	-6	-6	-6	-6
무형자산의 처분	0	-55	0	0	0
기타	-2	-9,404	-195	-24	-25
재무활동현금흐름	-64	5,246	-686	-734	-751
단기차입금의 증가	434	2,337	0	0	0
장기차입금의 증가	0	3,000	-700	-700	-700
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-103	-57	-57	-57
기타	-498	12	71	23	6
현금및현금성자산의순증가	-575	95	218	539	722
기초현금및현금성자산	728	153	248	466	1,005
기말현금및현금성자산	153	248	466	1,005	1,728
Gross Cash Flow	586	759	1,187	1,371	1,527
Op Free Cash Flow	364	954	1,240	1,524	1,581

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,228	1,051	1,352	1,974	2,725
현금및현금성자산	153	248	466	1,005	1,728
유동금융자산	2,888	355	365	411	423
매출채권및유동채권	186	448	521	559	575
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,948	8,930	8,898
장기매출채권및기타비유동채권	25	29	47	52	54
투자자산	1,044	77	48	64	66
유형자산	11	19	20	20	21
무형자산	2	8,654	8,496	8,433	8,372
기타비유동자산	60	142	337	360	386
자산총계	4,370	9,972	10,300	10,904	11,623
유동부채	574	3,074	3,067	3,095	3,104
매입채무및기타유동채무	99	292	217	235	241
단기차입금	435	2,772	2,772	2,772	2,772
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	9	78	88	91
비유동부채	13	2,852	2,222	1,546	852
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,720	2,020	1,320	620
기타비유동부채	13	131	202	225	231
부채총계	587	5,926	5,290	4,640	3,956
자본금	86	88	88	88	88
주식발행초과금	2,733	2,815	2,815	2,815	2,815
이익잉여금	1,230	1,481	2,444	3,698	5,090
기타자본	-267	-337	-337	-337	-337
지배주주지분자본총계	3,782	4,046	5,010	6,264	7,656
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	11
자본총계	3,782	4,046	5,010	6,264	7,667
순차입금	-2,606	4,889	3,962	2,677	1,242
총차입금	435	5,492	4,792	4,092	3,392

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,847	2,027	5,798	7,450	8,231
BPS	22,007	22,996	28,471	35,600	43,508
주당EBITDA	2,633	5,772	10,187	11,471	11,840
CFPS	2,858	3,170	6,723	7,845	8,676
DPS	650	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	14.0	25.5	10.7	8.3	7.5
PBR	1.8	2.2	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.4	14.0	8.3	6.7	5.9
PCFR	13.9	16.3	9.2	7.9	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.8	25.4	31.3	33.2	33.4
영업이익률(핵심)	28.8	25.4	31.3	33.2	33.4
EBITDA margin	29.0	31.5	34.4	34.4	34.5
순이익률	31.3	11.2	19.6	22.3	24.2
자기자본이익률(ROE)	13.1	9.1	22.5	23.3	21.0
투자자본이익률(ROIC)	499.6	74.4	61.9	79.5	84.5
안정성(%)					
부채비율	15.5	146.4	105.6	74.1	51.6
순차입금비율	-68.9	120.8	79.1	42.7	16.2
이자보상배율(배)	416.6	4.0	6.2	9.3	16.0
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	10.1	10.8	10.9	10.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.5	16.3	20.5	26.0	25.4

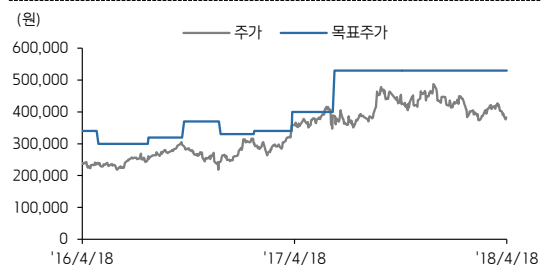
투자이건 변동내역

종목명	일자	투자이건	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	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	-22.49	-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	-23.13	-15.19
	2018/04/18	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	-28.95	-11.81
	2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		
넷마블 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84
	2017/11/08	Outperform(Downgrade)	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	-21.50	-5.00
	2018/04/18	BUY(Maintain)	180,000원	6개월		
컴투스 (078340)	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
게임빌 (063080)	2017/06/27	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.28	-30.06
	2017/08/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.62	-20.12
	2017/11/08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.56	-20.12
	2017/11/15	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.25	-20.12
	2018/02/06	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-19.86	-17.08
	2018/02/22	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-9.48	1.24
	2018/04/18	BUY(Maintain)	215,000원	6개월		
	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(Downgrade)	77,000원	6개월	-8.61	-1.56
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	77,000원	6개월		

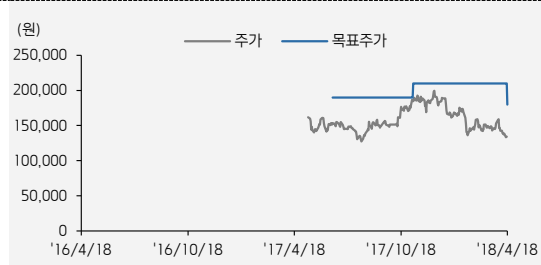
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

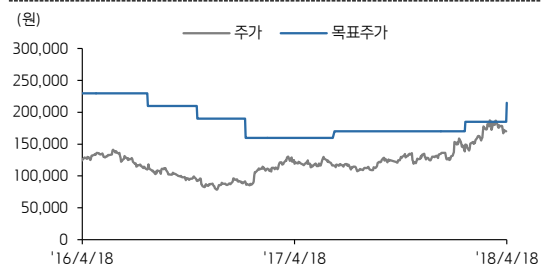
엔씨소프트



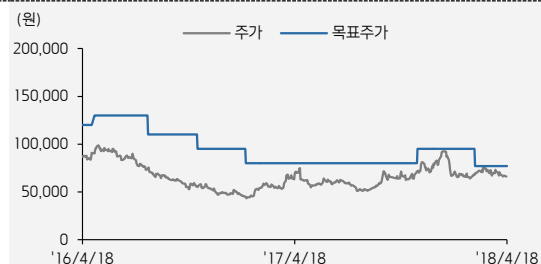
넷마블



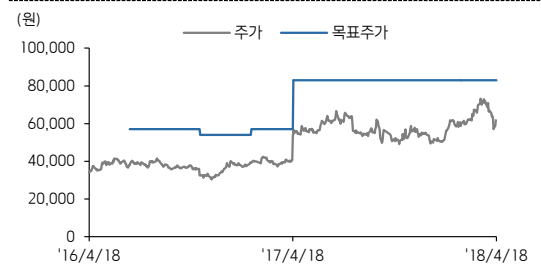
컴투스



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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%