

게임

Overweight
(Maintain)

2018.5.23

게임업종을 주목할 시기가 도래

실적 우려가 있던 1Q가 지나고 게임업체들의 신작 모멘텀이 발생하는 시기가 다가왔습니다. 해리포터의 글로벌 흥행을 비추어 봤을 때 향후에도 IP를 활용한 게임들에 대한 기대치가 높아질 것으로 판단됩니다. 또한 IP들의 활용성과 범위가 확대됨에 따라 그와 관련한 게임들을 주목할 필요가 있습니다. 최선호주로 넷마블, 컴투스를 추천드립니다.



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

Contents



Summary	3
> 게임업종 리뷰 총평: 3Q가 올해 가장 중요한 시기	3
I. 글로벌IP의 영향력은 여전히 유효	4
> 해리포터의 성과는 글로벌IP의 영향력을 보여준 것	4
II. 활용이 확대될수록 떨어지는 IP가치	6
> 처음 활용되는 IP의 성과는 기대 이상	6
III. IP의 범위가 확대된다	7
> PC IP → 영화/애니메이션 IP → 모바일 재생산 IP → 셀럽 IP까지 확장	7
IV. 4월 글로벌 매출로 알아보는 Point	9
> 굳건한 리니지M과 엄청난 다운로드 성과를 보여준 해리포터	9
V. 라인업으로 보는 게임업종 투자전략	12
> 실적안정성보다는 모멘텀 중심으로 바라봐야	12
VI. 기대작들의 중요 Point	15
> 관심게임: 불소:레볼루션, 스카이랜더스, 포트나이트(PC), 더킹오브피이터즈:올스타, NBA, 타이탄폴 온라인	15
VII. 국내에 상륙한 배그모바일 영향은?	17
> 배틀그라운드 모바일의 초기 다운로드 기대 이상	17
기업분석	19
> 엔씨소프트 (036570)	20
> 넷마블 (251270)	23
> 컴투스 (078340)	26
> 게임빌 (063080)	29
> 더블유게임즈 (192080)	32

Compliance Notice

- 당사는 5월 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

게임업종을 주목할 시기가 도래

>>> 1Q리뷰 총평

1Q실적은 엔씨소프트를 제외한 대부분의 업체들이 기대를 하회하는 실적을 달성하였다. 부정적 환율효과, 신작들의 성과가 기대에 하회하는 등의 요인으로 매출이 예상보다 소폭 하회하였다. 반면 비용측면에서 인력의 채용에 따른 인건비 확대 요소로 인해 이익이 예상보다 크게 하회하는 경우가 대다수를 차지하였다. 우리가 기대했던 신작라인업들의 일정에서 대형게임들의 출시 일정이 뒤로 연기되는 모습도 나타났다. 현재 재조정된 일정들을 감안했을 때 3Q에 중요 게임들이 집중되는 현상이 나타나고 있다.

>>> IP활용성 확대에 초점

넷마블의 해리포터:호그와트 미스터리 글로벌 흥행으로 IP 영향력이 다시 한번 입증되었다. 3Q에 출시되는 게임들 중 글로벌IP를 사용하는 게임들에 대한 관심이 더 필요할 것으로 사료된다. 더불어 올해는 IP의 확장성과 관련된 시도가 다수 있다. 모바일IP의 재생산과 셀럽IP를 활용한 게임들이 출시된다. 하반기는 IP의 확장성이 입증되는 시기로 판단하고 있으며 관련된 성과가 나타나게 될 경우 IP홀더들의 가치는 더욱 확대될 개연성이 높다.

>>> 실적안정성에서 모멘텀으로 전환이 필요

부진이 예상되던 1Q실적시즌이 지나고 본격적인 모멘텀으로의 전환이 진행될 것으로 예상된다. 2Q부터 신작들이 본격적으로 출시되고 3Q시점에 방점을 찍을 것으로 전망되기 때문이다. 해리포터의 성과를 이후 게임업종의 하락세는 진정된 것으로 판단되고 있다. 업체들의 주요 라인업에 대한 일정에 따라 모멘텀이 발생될 것으로 전망된다. 다만, 국내는 배틀그라운드모바일이 출시됨에 따라 영향을 지속적으로 관찰할 필요가 있다. 매출적인 요소보다는 배틀그라운드모바일의 유저유입이 리니지M을 제외한 국내 상위게임들에 영향을 줄 수 있기 때문이다. Top Pick으로는 기대작인 불소:레볼루션과 스카이랜더스를 각각 보유하고 있는 넷마블과 컴투스를 추천한다.

>>> 최선호주: 넷마블, 컴투스

Summary

>>> 게임업종 리뷰 총평: 3Q가 올해 가장 중요한 시기

길게 느껴졌던 실적시즌이 지나 신작의 출시시즌이 온다

게임업종에 대해 기존 투자의견인 비중확대(Overweight)를 유지한다.

예상대로 4월에 기나긴 약세를 보인 게임업종은 반등에 대한 준비를 마쳤다. 신작들의 출시가 극히 적었던 1Q와는 달리 2Q~3Q에는 신작들의 출시가 점차 확대되는 시점이다. 이미 넷마블의 해리포터가 글로벌에서 성과를 내고 있는 가운데 추가적인 게임들의 성과가 더해진다면 다시 게임업종의 수급이 개선될 것으로 전망된다.

게임업종 1Q리뷰 총평

1. 1Q는 기본적으로 게임 매출이 부진한 시점, 예상매출액을 상회한 경우보다는 하회한 경우가 많음
2. 비용에서 인건비의 상승 폭이 예상보다 더 컸음. 근로시간 단축에 대한 대응으로 인력들을 선제적으로 확충했기 때문
3. 업체별로 출시일정이 정해진 가운데 일부 대형 기대작들의 출시일정이 크게 연기 되는 경우가 있음
4. 가려져있던 신작의 등장보다는 2월 실적발표 때 나왔던 라인업들의 일정 재조정 성격이 컸음

다만 위에 언급했던 것처럼 업체별로 출시일정들의 변동이 있기 때문에 이전 보고서와는 다른 접근이 필요하다. 실적시즌이 지났기 때문에 실적 안정성보다는 다가올 모멘텀에 대한 집중이 필요한 시점이라고 판단된다. 특히 3Q에 출시되는 게임들에 대한 집중이 필요할 것이다.

모멘텀 중심이 될 것으로 전망

1. 하반기 주요 게임들 중 일부 게임들은 내년 출시로 연기
2. 모멘텀 중심의 투자방식이 유효, IP사용 게임들 중 해외 출시와 연관된 게임들에 대한 기대치를 부여할 필요가 있음
3. 지역별 특성에 따른 장르 및 IP 고려도 필요

당사에서는 이전보다 글로벌IP의 가치에 대한 비중을 확대할 필요가 있다고 판단하고 있다. 해리포터의 글로벌 성과는 장르와 글로벌IP간의 절묘한 조화가 있었기에 가능했던 성과이다. 다만 해리포터의 성과를 살폈을 때 관련된 지역에 맞는 IP가 있다고 판단하고 있고, IP의 영향력이 높은 지역에서의 게임 출시는 성공에 대한 기대치를 더 높일 필요가 있다. 이에 출시되는 게임들의 IP 영향력과 지역의 특성에 따른 고찰이 필요한 시점이다.

I. 글로벌IP의 영향력은 여전히 유효

>>> 해리포터의 성과는 글로벌IP의 영향력을 보여준 것

출시와 동시에 나타난 높은 다운로드는 IP의 효과

4/25일에 챔시티(넷마블 지분 60%)에서 출시한 해리포터의 흥행은 분명 좋은 성과이다. 글로벌 출시와 동시에 대부분의 마켓에서 다운로드 1위를 달성하였으며 북미/유럽지역에서는 소폭 하락하긴 하였으나 상위권을 유지하고 있다. 컴투스의 서머너즈워 이후에 북미/유럽지역에서 성과를 올린 의미 있는 게임으로 평가할 수 있다.

게임의 흥행 요인에는 IP특성에 맞는 장르로 개발된 점을 가장 첫 손에 꼽을 수 있다. 우선 해리포터 IP의 강점은 널리 알려진 IP라는 것이다. 글로벌 전역에서 흥행한 소설/영화 IP로 전 연령층에 영향력이 있는 IP이다. 이에 수천만에 이르는 유저들이 해리포터:호그와트 미스터리를 다운 받은 것으로 나타나고 있으며 아직까지도 신규유저들의 유입이 이루어지고 있다. 이렇게 모집된 유저를 게임에 안착시키기 위해서는 게임성이 중요하다. 특히 유저들의 특성에 맞는 게임성을 보유해야 유저 Retention Rate가 올라갈 수 있다. 해리포터:호그와트 미스터리는 IP에 가장 열광하는 10~20대의 유저들을 포용하고 비전투 지향적인 Adventure 장르를 활용하였다. 여기에 RPG의 특성을 가미하여 유저 집중력을 높인 게임이다. 개발 측면에서도 캐주얼에 강한 챔시티의 노하우에 넷마블의 RPG역량을 합했다고 평가할 수 있다. 이러한 장르적 특징을 바탕으로 높은 인기를 구가하고 있는 것이다. 다만 게임 진행에 전략게임과 같은 Wait Time, 행동력 요소를 집어넣음에 따라 관련한 인기가 조금은 감소하고 있는 추세이다.

지역별 유효한 IP와 유효한 장르의 만남은 좋은 성과를 기대하게 해

우리가 인지해야 할 사실은 이전부터 언급해왔던 것처럼 권역별로 게임 선호 장르가 다르다는 것이다. IP도 게임장르에 비해 권역별 차이가 덜하긴 하지만 권역별 선호도가 다른 측면이 있다. 이번 해리포터의 결과를 살펴보면 IP선호도가 북미/유럽에서 더 높긴 했으나 아시아지역에서의 선호도도 높은 수준(다운로드 순위로 유추)을 보였다. 다만, 장르적 특성이 북미/유럽지역 선호도가 더욱 높았기 때문에 유저 Retention Rate와 매출 측면에서 아시아와 북미/유럽간 괴리가 발생한 것으로 판단된다.

IP의 가치가 예전에 비해 매우 높아진 것이 현실이지만 실상 글로벌 전역에서 통용될 수 있는 IP는 매우 한정적이다. 실제로 글로벌 20위권 내 모바일게임을 살펴봤을 때 글로벌 전역에서 통용되는 IP게임은 포켓몬, 드래곤볼, 해리포터에 불과하다. 나머지 IP게임들은 일정 지역 내에서 높은 매출을 일으키는 게임들이다. 즉, 지역별 특성에 따른 장르와 IP선택이 글로벌IP 못지 않은 성과를 낼 수 있다는 것이다. 반대로 얘기하면 출시되는 게임의 IP영향력과 장르적 특성을 살폈을 때 성적이 가능될 수 있다는 것을 의미하며 그에 따른 기대치 확대도 배가될 것으로 판단된다.

글로벌 모바일 상위 게임들의 IP사용 여부

Rank	Game Title	IP	Change(Monthly)
1	Monster Strike		▲1
2	Honour of Kings		▼1
3	Fate/Grand Order	애니메이션, Fate Zero	
4	리니지M	PC, 리니지	▲1
5	Fantasy Westward Journey	PC, Fantasy Westward	▼1
6	Candy Crush Saga		
7	리니지2:레볼루션	PC, 리니지2	▲5
8	Clash Royale	Mobile, Clash of Clan	▲5
9	Pocketmon Go	애니메이션, 포켓몬	▼2
10	Dragon Ball Z	애니메이션, 드래곤볼	▼2
11	Lords Mobile		
12	Chu Liuxiang	PC, Chu Liuxiang	▼3
13	QQ Speed		▼3
14	Candy Crush Soda Saga		▲1
15	Knives Out		▲5
16	Gardenscapes		
17	Slotomania		
18	Clash of Clan		▼5
19	검은사막M	PC, 검은사막	▲7
20	해리포터:호그와트 미스터리	영화, 해리포터	NEW

자료: newzoo, 키움증권 리서치센터

글로벌 성과를 보여준 해리포터



자료: 넷마블

해리포터의 성과 감소의 이유, Wait Time/행동력



자료: 넷마블

II. 활용이 확대될수록 떨어지는 IP가치

>>> 처음 활용되는 IP의 성과는 기대 이상인 경우가 많아

살아있는 IP vs 죽어있는 IP

IP는 우리가 살아오면서 무수히 겪은 콘텐츠들의 지적재산권을 의미한다. 게임 및 콘텐츠 제작에 IP를 활용할 경우 기대되는 효과는 유저 유입과 Retention, 콘텐츠의 질적 확대이다. 이 중 IP를 사용하는 가장 중요 이유는 유저 확보에 있다고 평가할 수 있다. 게임의 개발 엔진이 다양하지 못하고 장르별 콘텐츠가 비슷함에 따라 신작의 차별성이 예전에 비해 떨어지는 모습을 보여주고 있는 것이 현실이다. 이에 게임성만으로 성과를 내는 경우는 매우 드물다. 그 결과 퍼블리셔들의 마케팅비용이 확대되는 추세를 보여주었으며 기하급수적으로 늘어나는 마케팅비용에 대한 대안으로 IP활용이 대안으로 나타났다.

IP의 활용성이 확대됨에 따라 많은 IP들이 모바일게임들에 적용되었는데 그 동안의 IP게임들의 성과를 살펴 보게 되면 살아있는 IP(최근까지 많이 노출된 IP)가 죽어있는 IP(예전에 인기 있었으나 최근 노출도가 크게 떨어진 IP)보다 효용성이 높은 경우가 대다수이다. 게임의 Target 연령층에 따라 변동은 있으나 범용성에서는 살아있는 IP가 죽어있는 IP보다 큰 효과를 발휘하고 있다. 살아있는 IP에서도 영향력은 IP의 흥행과도 맞닿아 있다. 대표적으로 마블과 DC의 IP영향력은 영화의 흥행에 따라 큰 차이를 보이고 있다.

IP의 과도한 활용은 IP의 가치를 떨어뜨리는 것

IP의 활용은 분명 좋은 성과를 유도할 가능성이 높다. 이에 IP의 가치가 높아지고 있는 것이다. 다만 IP홀더들의 수수료를 목적으로 한 과도한 IP활용은 이후에 IP의 가치를 떨어뜨리는 효과를 나타낸다. 기본적으로 IP의 가치가 가장 빛날 때는 영향력 있는 IP의 첫 출시 게임이다. 이후 IP의 활용 속도, 노출도에 따라 점차 영향력이 낮아지는 추세를 보이고 있다. 이에 대형 IP홀더들은 그 활용에 속도조절을 하고 있다.

IP활용이 확대됨에 따라 성과가 더뎠는 예

1. 카카오프랜즈IP를 활용한 캐주얼 게임들이 가장 많이 출시되었던 2015~2016년은 성과가 낮았음
2. 미르, 뮤IP 게임이 2017~2018년에 여러 출시되었으나 2014년 임팩트보다 낮음
3. 가장 강력한 IP중 하나인 삼국지IP는 가장 많이 활용되에도 불구하고 항상 일정 성과를 나타내지만 최상위 성과는 드물어

카카오프랜즈의 IP게임들의 초기 최고성과

출시일	게임명	최고순위
2014.10	프렌즈파이터즈 for kakao	220위
2015.08	프렌즈팝 for kakao	5위
2015.12	프렌즈맛고 for kakao	174위
2016.05	프렌즈런 for kakao	9위
2016.10	프렌즈팝콘 for kakao	8위
2016.10	프렌즈사천성 for kakao	20위
2017.11	프렌즈마블 for kakao	6위

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 내 IP활용 극대화를 노리는 미르와 MU



자료: App Annie, 키움증권 리서치

III. IP의 범위가 확대된다

>>> PC IP → 영화/애니메이션 IP → 모바일 재생산 IP → 셀럽 IP까지 확장
 IP홀더들의 가치가 더 상승할 것으로 전망

최근까지의 흐름은 다른 디바이스(PC, Consol)에서 흥행했던 IP를 활용하거나 영화 및 애니메이션 등에서 유명했던 IP를 모바일게임으로 개발하는 Trend였다. 모바일게임들의 IP활용 초기에는 PC에 있는 리소스를 활용하여 모바일에 접목시키는 방식이 주를 이루었다. IP의 효용가치가 확인됨에 따라 전체적인 IP사용 범위가 넓어지는 형태를 보여주었다. 이에 그래픽으로 인지했던 영화/애니메이션/웹툰 등의 IP에 대한 가치가 확대(소설은 그래픽 인지도가 없기 때문에 IP효용성이 떨어짐)되었다. 다만, 이러한 **유용한 IP들의 가치가 확대됨에 따라 매출에서 차지하는 수수료의 비중이 높아지고 있는 추세이며 이에 따라 게임개발업체들은 가치 확대가 이루어지지 않은 유용한 IP를 지속적으로 찾고 있는 것**이 현재의 상황이다.

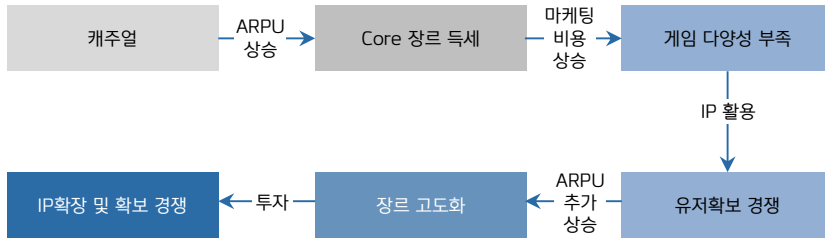
올해는 모바일에서 성공한 IP들의 후속작이나 IP들을 다른 장르로 재생산하는 신작게임들이 출시될 예정이다. 이것은 그 동안 PC/Consol 및 영화/애니메이션의 유명IP들의 가치가 확대됨에 따라 모바일 고유의 IP 가치를 확대시키는 전략으로 풀이할 수 있다. 특히 당사에서는 **모바일IP들의 다른 장르로의 확대에 관심**을 두고 있다. 이미 해외에서는 모바일IP를 다른 장르로 활용시켜 성공시킨 사례가 있다. 대표적인 예가 Supercell이 Clash of Clan의 IP를 활용하여 Clash Royale을 히트시킨 사례다. Supercell은 지속적으로 Clash of Clan의 캐릭터를 부각시키는 전략을 취해왔으며 이를 바탕으로 실시간 대전전략 게임인 Clash Royale은 초기부터 큰 흥행을 일으켰다. 국내도 이러한 사례를 바탕으로 IP강화전략을 취하고 있다. 컴투스가 서머너즈워의 캐릭터들을 활용하여 코믹스, 애니메이션을 제작하는 것 역시 이러한 맥락의 일환이다. **모바일IP의 가치 확립은 전체 게임 Life Cycle을 길게 가져갈 수 있는 요소**이다. 다만, 앞에서 언급한 것과 같이 모바일IP가 다른 장르에 너무 많이 활용될 경우 개별 가치가 하락할 개연성도 존재한다.

또 한 가지 주목해야 할 것은 셀럽IP(엔터)의 활용이다. 넷마블이 이번에 빅히트에 투자한 행위와 BTS월드라는 게임의 출시 계획은 의미 있는 변화이다. 유수의 글로벌IP들에 비해 셀럽IP들은 활용도가 낮기 때문에 수수료율이 낮을 것으로 전망는 반면 인지도가 높은 셀럽들은 글로벌IP와 같은 효용성을 나타낼 수 있다. 단점은 셀럽IP를 활용 가능한 장르가 한정적일 수 있다는 것이다. 셀럽 활용이 이전까지 아예 없었던 것은 아니다. 기존 게임에 셀럽을 이용한 캐릭터를 추가시키는 방식이 존재하였다. 다만 이는 마케팅적 요소가 크다고 볼 수 있기 때문에 본격적으로 셀럽을 활용한 게임은 아니다. BTS월드는 단순한 셀럽 활용이 아닌 초점을 셀럽에 맞추고 콘텐츠를 구성하는 것이기 때문에 성과에 대한 관심이 필요하다. **셀럽을 활용한 게임이 성공하게 될 경우 장르적 확장성이나 활용성에서 기존의 모바일게임과 다른 새로운 시장이 확대**될 수 있다. 이 경우 영향력 있는 셀럽의 가치가 확대될 개연성이 높고 **셀럽들을 보유한 엔터 업체들의 가치 역시 확대**될 수 있다.

<IP활용 변화 및 성과를 확인할 수 있는 게임들>

- 모바일IP의 장르 확장: 서머너즈워 MMO, 세븐나이츠 MMO
- 셀럽을 활용한 IP개념 확대: BTS월드

게임의 변화에 따라 IP의 활용 확대



자료: 키움증권 리서치센터

영화IP의 최고성적을 보여준 마블



자료: 넷마블

애니메이션의 최고 성과를 나타낸 포켓몬Go



자료: 나이언틱

모바일IP의 재생산의 대표, Clash 계열 게임



자료: Supercell

셀럽IP의 확장성 잠재가 될 BTS월드



자료: 넷마블

IV. 4월 글로벌 매출로 알아보는 변화 Point

>>> 굳건한 리니지M과 엄청난 다운로드 성과를 보여준 해리포터

글로벌, 국가별 매출Point

<4월 글로벌 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 리니지M이 지난 3월에 이어 4월에도 여전히 높은 성과를 유지하고 있음
- 검은사막M이 지난 3월에 글로벌 10위 매출을 달성하였으나 4월에 순위 하락
- 리니지2:레볼루션이 3월에 10위권 밖으로 밀려난 이후 아직까지 완전한 회복이 안되었으나 4월 이후 점차 회복하고 있는 것으로 판단
- 지난 자료에서 언급했던 것과 같이 Battle Royale 장르의 게임들이 다운로드에서 좋은 성과를 보여주고 있고 이중 Fortnite가 처음으로 매출 4위에 진입
- 지난 4/25일에 출시한 해리포터:호그와트 미스터리가 불과 6일의 기간만 4월에 있었음에도 불구하고 다운로드 5위를 기록. 매우 높은 다운로드를 기록하고 있는 것으로 판단

<4월 미국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 여전히 퍼즐게임이 미국 매출의 대부분을 차지. 매출 10위권 내 4개의 게임이 퍼즐게임
- 포트나이트의 순위가 4위로 진입함에 따라 성과 확대

<4월 중국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 왕자영요(국내명: 펜타스툼)가 굳건한 가운데 큰 순위 변동은 없었음
- 다만 순위 내에서 살펴보면 기존 RPG들의 약진이 눈에 띄는 요소
- 기적:각성의 순위는 소폭 하락한 9위를 기록
- 다운로드는 PUBG Mobile의 순위가 지속적으로 강세인 가운데 캐주얼 게임들의 다운로드가 확대

<4월 일본 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 리니지2:레볼루션의 매출 순위가 3월 11위에서 4월 8위로 회복세
- Battle Royale장르인 넷이즈의 Knives Out이 매출 순위 6위를 기록
- 시즌이 시작됨에 따라 야구 게임의 성과 확대
- 다운로드에서는 여전히 Battle Royale장르가 높은 다운로드를 기록. 1위 Knives Out, 5위 Fortnite

<4월 독일 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 퍼즐/전략 게임들의 강세가 이어지고 있음
- 서머너즈워의 순위 1단계 상승. 지난 1Q 순위 하락을 기록한 이후 점차 회복하는 추세
- Battle Royale장르의 게임들의 다운로드 순위가 소폭 하락
- 해리포터:호그와트 미스터리 다운로드 순위가 2위를 기록. 미국/유럽에서의 다운로드 순위가 다른 지역 보다 좀 더 높게 나타나고 있음

<4월 한국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 상위권 게임들의 순위는 여전히 견고
- 중국게임들의 성과가 확대 중. 삼국지M, Azur Lane, Dragon Nest(한국IP 활용) 등

글로벌 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	4월 글로벌(Google&iOS) 다운로드	장르
1	PUBG Mobile	Battle Royale
2	Helix Jump	아케이드
3	Subway Surfers	Running
4	Free Fire	Battle Royale
5	Harry Potter	Adventure
6	Love Balls	아케이드
7	Candy Crush Saga	퍼즐
8	Knife Hit	아케이드
9	Fortnite	Battle Royale
10	Identity V	Adventure

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	4월 미국(Google&iOS) 다운로드	장르
1	PUBG Mobile	Battle Royale
2	Helix Jump	아케이드
3	Rise Up	아케이드
4	Fortnite	Battle Royale
5	Harry Potter	Adventure
6	Love Balls	아케이드
7	Impossible Bottle Flip	아케이드
8	Grany	Adventure
9	Balls VS Blocks	아케이드
10	ROBLOX	Adventure

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일게임 다운 및 장르(iOS기준)

순위	4월 중국(iOS) 다운로드	장르
1	Identity V	Adventure
2	PUBG Mobile	Battle Royale
3	PUBG by Timi	Battle Royale
4	Honour of Kings	Moba
5	Physics Balls	아케이드
6	QQ Speed	Racing
7	Car vs Cops	아케이드
8	Pop Moe	퍼즐
9	QQ Dancer	음악
10	Landlord Poker	카지노

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	4월 일본(Google&iOS) 다운로드	장르
1	Knives Out	Battle Royale
2	JUMPTI Heroes	RPG
3	Balls VS Blocks	아케이드
4	Werewolves Game	Borad/Quiz
5	Fortnite	Battle Royale
6	Human Tower	퍼즐
7	Harry Potter	Adventure
8	Helix Jump	아케이드
9	Detective Time	Adventure
10	Pokopang Town	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 매출 4위를 기록한 포트나이트 모바일



자료: Epic Games

북미/유럽에서 각광받는 퍼즐 Gardenscapes



자료: Playrix

글로벌 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

독일 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

한국 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	4월 한국(Google&iOS)	장르
1	리니지M	MMORPG
2	검은사막	MMORPG
3	리니지2: 레볼루션	MMORPG
4	라그나로크M	MMORPG
5	삼국지M	전략
6	세븐나이츠	RPG
7	모두의마블	아케이드
8	벽람항로	RPG
9	오버히트	RPG
10	Dragon Nest	MMORPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	4월 일본(Google&iOS)	장르
1	Monster Strike	RPG
2	Fate/Grand Order	RPG
3	Puzzle&Dragons	퍼즐
4	Dragon Ball Z	RPG
5	디즈니 썸썸	퍼즐
6	Knives Out	Battle Royale
7	Jikkyou Puroyakyu	스포츠
8	리니지2: 레볼루션	MMORPG
9	GranBlue Fantasy	RPG
10	Pokemon GO	AR

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일 매출순위 및 장르(iOS기준)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

V. 향후 라인업으로 보는 게임업종 투자전략

>>> 이제는 실적안정성보다는 모멘텀 중심으로 바라보아야

업체들의 게임 출시일정 윤곽이 나타남에 따라 모멘텀 중심으로 변동될 것으로 전망

실적발표까지 쉬었던 게임업종은 게임들의 출시와 함께 반등할 개연성이 크다. 1Q의 실적부진의 이유에는 인건비 상승도 분명한 영향을 미쳤지만 지난 4Q부터 이어진 신작들의 성과부재 영향이 크다. 다만, 2Q부터는 이러한 신작 부재가 어느 정도 해소가 될 것으로 판단된다. **이미 일부 게임들이 2Q에 출시되어 성과를 내고 있으며 2Q말부터 신작들의 출시가 확대되기 때문이다.**

4/25일에 출시된 해리포터:호그와트 미스터리가 글로벌에서 성과를 냄에 따라 신작들에 대한 주목도가 확대될 것으로 전망된다. 이에 신작들에 대한 기대치를 확대시킬 시점으로 판단하고 있으며 6월부터 신작들의 출시가 집중되는 시점이기 때문에 신작들의 성과가 이어질 경우 이러한 기대치 확대는 더욱 배가가 될 개연성이 매우 크다. 이에 **실적안정성보다는 모멘텀 중심으로 게임업종을 바라 볼 시점**이 되었다고 판단된다. 물론 기존의 게임들의 업데이트를 통해 큰 폭의 실적 개선이 되는 업체도 긍정적 흐름이 이어질 수 있지만 업데이트는 신규 수익원이라기 보다는 일정 시기에 매출 상승으로 바라보아야 하기 때문에 신규 매출을 발생시킬 수 있는 신작 중심으로 기대치가 더 확산 될 가능성이 높다.

기대작들은 3Q에 집중

당사에서 바라보는 기대작들은 대거 3Q에 집중되어 있다. 특히 **IP를 활용하는 게임들의 성과가 탁월하게 나타날 것으로 전망**하고 있다. 이 중 **넷마블의 블레이드앤소울:레볼루션과 컴투스의 스카이랜더스에 대해 집중할 필요가** 있다. 블레이드앤소울:레볼루션의 경우 한국에 우선 출시되지만 작년 지스타에서 기대를 한 몸에 받았던 게임인 만큼 성과에 대한 기대치가 높다고 할 수 있다. 또한 국내에서 성공하게 될 경우 리니지2:레볼루션이 걸어왔던 길처럼 글로벌에 대한 기대치를 확대시킬 수 있기 때문에 당사에서 가장 주시하고 있는 게임이다. 컴투스의 스카이랜더스도 글로벌 콘솔IP를 활용하기 때문에 기대치가 높다. MMORPG가 아닌 전략RPG이기 때문에 ARPU가 상대적으로 낮을 수 있지만 IP의 영향력이 있는 지역과 게임장르가 잘 맞아떨어지는 지역(북미/유럽)에서의 성과는 충분히 기대해 볼만 한 점이다. 이에 **게임업종 내 Top Pick으로 넷마블, 컴투스를 추천**한다.

모바일IP의 재생산에 대한 성과를 주시할 필요가 있어

앞서 언급했던 것처럼 모바일에서 성공한 IP들의 후속작이나 IP들을 다른 장르로 재생산하는 게임들이 출시될 예정이다. 모바일 인기게임의 후속작으로는 블레이드2, 피쉬아일랜드, 윈드러너 등이 있으며 IP들의 재생산 게임들은 세븐나이츠2, 서머너즈워 MMO가 있다. 이러한 게임들의 성과는 모바일에서 생산된 IP들의 가치에 대한 중요한 잣대가 될 것이다. 특히 당사에서 주목하고 있는 IP의 재생산 게임들은 하반기 뒤쪽에 배치되어 있어 기대치를 형성시키기에는 시점적으로 멀다는 단점이 있다. 이에 주요 관심게임으로 언급하고 있지 않지만 시점이 다가올 경우 관련 게임들에 대한 기대치를 상향시킬 필요가 있다.

주요 게임들의 출시 일정 1

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
아이언쓰론	넷마블	5/17 기출시	Mobile/Simulation	신규
테리아사가	넷마블	2Q(일본)	Mobile/RPG	신규
블레이드앤소울:레볼루션	넷마블	2018년 3Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 불소
세븐나이츠2	넷마블	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
원탁의기사	넷마블	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	신규
스톤에이지 MMORPG	넷마블	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC, 스톤에이지
일곱개의 대죄	넷마블	2018년 하반기(일본)	Mobile/RPG	애니메이션
더킹오브파이터즈:올스타	넷마블	2018년 하반기(일본)	Mobile/Action	PC, 더 킹오브 파이터즈
극열 마구마구	넷마블	2018년 하반기(일본)	Mobile/Sports	PC, 마구마구
요괴워치 메달워즈	넷마블	2018년 하반기	Mobile/RPG	애니메이션
테라M(글로벌)	블루홀/넷마블	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, 테라
BTS월드	넷마블	2018년 하반기 전망	Mobile/미정	K-pop 아이돌
아이온레기온스	엔씨소프트	3Q	Mobile/RPG	PC MMO, 아이온
아이온: 템페스트	엔씨소프트	2019년 상반기 전망	Mobile/MMORPG	PC MMO, 아이온
리니지2M	엔씨소프트	2019년 상반기 앞쪽	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지2
블레이드앤소울2	엔씨소프트	2019년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 불소
프로젝트TL	엔씨소프트	2019년	Mobile, PC/MMORPG	신규 IP(이티널 계승)
All New Lineage M	엔씨소프트	2019년(글로벌)	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지
검은사막M(대만)	펄어비스	3Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
검은사막M(북미/유럽)	펄어비스	2019년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
댄스빌	컴투스	2018년 3Q	Mobile/Music	신규
스카이랜더스	컴투스	2018년 여름	Mobile/RPG	Consol, 스카이랜더스
히어로즈워2	컴투스	2018년 4Q	Mobile/RPG	Mobile, 히어로즈워
서머너즈워 MMO	컴투스	2018년 4Q	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
자이언츠워	싱타/게임빌	2018년 2Q	Mobile/RPG	신규
로열블러드(글로벌)	게임빌	2018년 2Q	Mobile/MMORPG	신규
탈리온	유틸플러스/게임빌	2018년 3Q	Mobile/MMORPG	신규
NBA	미공개/게임빌	2018년 하반기	Mobile/Sports	NBA라이선스

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

주요 게임들의 출시 일정 2

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
피쉬 아일랜드2	NHN엔터	2018년 2Q	Mobile/Sports.Action	피쉬아일랜드 후속작
모노가타리	NHN엔터	2018년 하반기	Mobile/Puzzle RPG	애니메이션
크리티컬옵스	크리티컬옵스/NHN엔터	2018년 하반기	Mobile/FPS	신규
루비 어미티 아래나	미공개	2018년 하반기	미공개	애니메이션 RWBY
DDC(Ver2 2차 Renewal)	더블유게임즈	2018년 5,6월	Mobile/Casino	IGT
더블다운 포트낙스 슬롯	더블유게임즈	2018년 하반기	Mobile/Casino	신규
더블포춘카지노	더블유게임즈	2018년 하반기	Mobile/Casino	신규
언데드네이션	더블유게임즈	2018년 하반기	Mobile/Simulation	신규
뮤오리진2(가작:각성)	천마시공/웹젠	2018년 2Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, MU(웹젠)
이카루스M	위메이드	3Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 이카루스
미르의전설4	위메이드	2018년 말	Mobile/MMORPG	미르 신규IP
원드러너Z	조이맥스/카카오	2018년 상반기	Mobile/Casual	원드러너 후속작
쥬시팝	조이맥스	2018년 하반기	Mobile/Puzzle	신규
스페이스컨커러	조이맥스	2018년 하반기	Mobile/전략	신규
허슬	조이맥스	2018년 하반기	Mobile/Action	신규
위베어베어스(글로벌)	선데이토즈	2018년 5월말	Mobile/Puzzle	미국 만화 위베어베어스
스누피틀링그림찾기	선데이토즈	2018년 하반기(글로벌)	Mobile/Casual	미국 만화 스누피
미공개IP	선데이토즈	2018년말(한국)	Mobile/Puzzle	IP미공개
블레이드2	액션스퀘어/4:33,카카오	2018년 여름	Mobile/ARPG	블레이드 후속작
창세기전:안타리아	엔드림/조이시티	2018년 2Q	Mobile/Simulate RPG	PC, 창세기전
토탈워페어	엔드림/조이시티	2018년 3Q	Mobile/Simulation	신규
블레스M	조이시티	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC, 블레스(네오위즈)
포트나이트	Epic Games./네오위즈	6월	PC/Battle Royale	PC, 포트나이트
브라운더스트	네오위즈	2018년 하반기	Mobile/RPG	신규
블레스(스팀)	네오위즈/스팀	2018년 하반기	PC/MMORPG	PC, 블레스
고스트바스터즈AR	썸에이지	, 2018년 하반기	Mobile/AR	영화 고스트바스터즈
DC언체인드(북미/유럽)	썸에이지/4:33	3Q	Mobile/ARPG	DC Comics
오버히트	넷게임즈/넥슨	2018년 여름(일본)	Mobile/RPG	신규
아스텔리아	스튜디오8/넥슨	2018년	PC/MMORPG	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. 기대작들의 중요 Point

>>> 관심게임: 블소:레볼루션, 스카이랜더스, 포트나이트(PC), 더킹오브파이터즈:올스타, NBA, 타이탄폴 온라인

IP중심의 기대치 확대 전망, 글로벌IP에 대한 가치부여가 필요

블레이드앤소울:레볼루션(한국)

- 긍정 Point1. PC MMORPG IP로 여전히 국내에서 강세를 보이는 게임. 최근에 출시된 게임들 중 국내에서 가장 인기 있음
- 긍정 Point2. 지스타에서의 입소문을 바탕으로 유저 기대가 확대될 것으로 전망
- 긍정 Point3. PC에서도 Action과 관련한 높은 퀄리티를 자랑하고 있고 모바일에서도 그러한 모습을 충분히 구현한 것으로 평가받고 있음. 타격감을 중시하는 국내 유저들의 특성에 잘 맞는 게임
- 부정 Point1. 상위권 게임들에 Hardcore 유저가 자리잡고 있기 때문에 검은사막, 배틀그라운드M, 리니지2:레볼루션의 유저들을 흡수 해야 함(리니지M은 유저층이 다르기 때문에 영향이 적을 것으로 평가)

스카이랜더스(글로벌)

- 긍정 Point1. 글로벌 누적매출 4조원을 기록한 Consol 게임 스카이랜더스 IP를 활용
- 긍정 Point2. 장르도 전략RPG로 IP영향력이 있는 북미/유럽지역에서 통용될 가능성이 높다고 판단
- 긍정 Point3. 서머너즈워의 휴면유저들을 활용한 마케팅 전략을 펼칠 경우 Hardcore유저 수급에도 큰 무리는 없을 것으로 전망
- 부정 Point1. IP의 연령층(10~20대)이 전략RPG(20대~40대)의 연령층과 다소 미스매칭이 있음

포트나이트(PC, 한국)

- 긍정 Point1. 최근 글로벌에서 가장 뛰어난 상승세를 구가하는 PC게임
- 긍정 Point2. 국내 유저들의 관심이 가장 높은 Battle Royale장르이기 때문에 인기 물이가 이어질 경우 높은 성과를 기대할 수 있음
- 부정 Point1. 가장 큰 경쟁작인 배틀그라운드M가 이미 한국에서 독보적인 점유율을 보여주고 있음
- 부정 Point2. 아시아지역에서는 북미/유럽에 비해 인기가 낮음

더킹오브파이터즈:올스타(일본 및 글로벌)

- 긍정 Point1. 동북아시아 Action게임 중에서 가장 인기 있는 IP
- 긍정 Point2. 시리즈 전체 콘텐츠를 활용하기 때문에 다양성 측면에서 기대
- 부정 Point1. 이미 중국에서 킹오브파이터즈98 IP를 활용해서 모바일에서 좋은 성과를 기록했었고 국내에서도 일정 성과를 나타냈었음. 동일IP게임과의 차별성이 필요

NBA(글로벌)

- 긍정 Point1. 글로벌에서 몇 안 되는 NBA라이선스를 사용하는 농구게임. 희소성을 보유
- 긍정 Point2. 스포츠게임들의 성과가 점차 확대되는 측면을 보여주고 있음. 이전까지는 야구게임 중심이었다면 스포츠게임의 종목 폭이 넓어지고 있음
- 긍정 Point3. NBA의 인기가 확대되고 있기 때문에 2018-19 시즌 전 출시가 이루어지면 유저 유입이 잘 이루어질 수 있음
- 부정 Point1. 세로화면에 대한 유저들의 조작이 익숙하지 않기 때문에 관련된 재미, 편의성을 동시에 확보할 필요가 있음

타이탄폴 온라인(PC, 한국)

- 긍정 Point1. EA의 콘솔 IP인 타이탄폴IP를 활용
- 긍정 Point2. FPS에서 흔치 않은 머신을 활용한 전투가 포함되어 있기 때문에 다른 게임과의 차별성 부여
- 부정 Point1. 국내에서 흥행했던 IP는 아니었음
- 부정 Point2. 국내 FPS유저들이 Battle Royale 장르에 흡수되어 있음. 이 유저들을 유인할 수 있는 흥미 요소가 필요

Ⅶ. 국내에 상륙한 배그모바일, 영향은?

>>> 배틀그라운드 모바일의 초기 다운로드 기대 이상

초기 이용자 유입확대, 상위권 게임들에 영향이 있을 것으로 판단

5월 이전까지 글로벌에서 Battle Royale장르가 흥행을 일으킬 때 국내에는 Battle Royale장르에 상대적으로 소외되어 있었다. Sea Group에서 출시한 Free Fire가 다운로드에서 긍정적 성과를 나타내고 있었을 뿐 모바일에서의 Battle Royale 유저 유입은 크지 않았다. 하지만 지난 5/16일에 국내에 출시한 배틀그라운드 모바일은 PC 흥행에 힘입어 많은 유저들이 유입된 것으로 나타났다. 언론보도에 따르면 출시 첫날 이용자가 194만명으로 포켓몬Go 이후 가장 많은 유저들이 이용을 한 것으로 나타나고 있다. 이에 향후 국내 모바일 게임 시장지형에도 변화가 생길 것으로 판단된다.

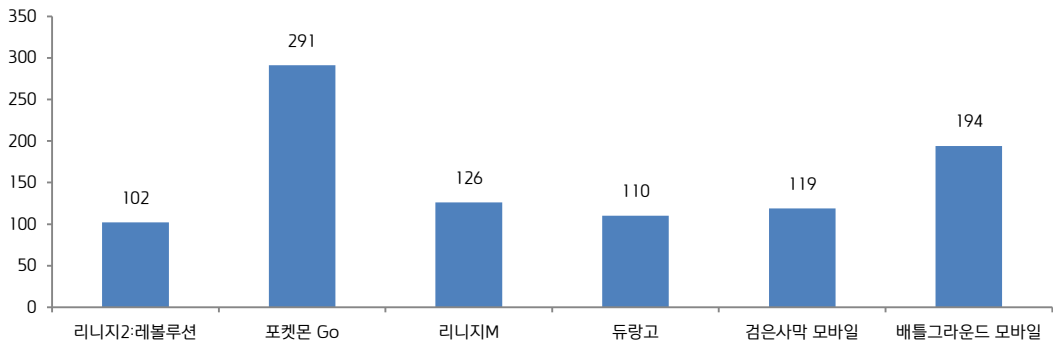
매출적인 부분에서는 기존 MMORPG만큼의 성과를 내기는 어려울 것으로 전망된다. 이는 PC와 마찬가지로 게임 결제가 아이템이나 캐릭터 능력과는 무관하기 때문에 높은 ARPU를 기록하기 어려운 장르이기 때문이다. 무기 스킨 및 캐릭터 의상 등과 관련된 부분만이 결제를 유도하는 방식이기 때문에 높은 매출을 일으킬 가능성은 낮다고 판단된다. 다만, 이전 보고서에서 언급했던 것처럼 PC와는 달리 모바일에서는 MMORPG 등의 하드코어 유저들이 Battle Royale장르로 유입이 될 가능성이 높기 때문에 기존에 있던 MMORPG들이 영향을 받을 가능성이 높다.

PC에서는 배틀그라운드 인기를 얻으면서 상대적으로 FPS의 점유율이 낮아진 모습을 보였고 Moba게임인 리그오브레전드의 점유율이 낮아지는 모습을 보였다. 하지만 모바일에서는 FPS와 Moba장르의 유저들이 상대적으로 매우 적기 때문에 RPG게임을 즐기던 유저들이 다수 Battle Royale장르로 몰렸을 가능성이 높다. 아직 출시 초기이기 때문에 앞으로의 전망이 어렵긴 하지만 유저 Retention Rate가 높게 유지될 경우 Hardcore 유저들의 분포에 상당한 지각변동이 있을 수 있다.

연령층이 중요

Battle Royale장르는 상대적으로 높은 연령층보다는 낮은 연령층이 즐기는 게임이다. 이에 유저연령층이 높은 게임들은 상대적으로 영향이 적을 것으로 판단된다. 특히 리니지M과 같은 유저 Loyalty가 높은 게임들은 거의 영향이 없을 가능성이 높다. 상대적으로 연령층이 낮은 MMORPG, RPG 등이 영향을 받을 가능성이 있다. 특히 낮은 ARPU에도 불구하고 많은 유저를 바탕으로 높은 매출을 일으키는 게임들은 그 추이를 살펴볼 필요가 있다.

출시 첫날 게임별 이용자 수 (단위: 만명)



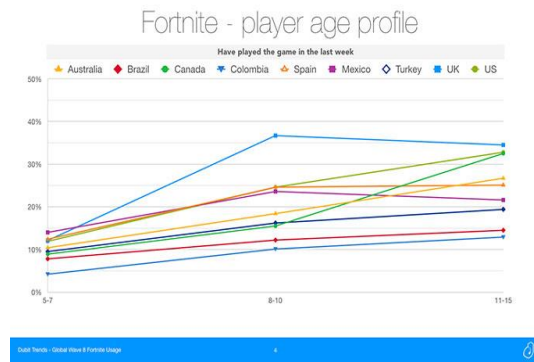
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

5/16일에 출시한 배그모바일



자료: PUBG, 키움증권 리서치센터

낮은 연령층이 즐기는 포트나이트



자료: Data Trend, 키움증권 리서치센터



기업분석

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 470,000원
2Q, 리니지M의 실적회복 가능

넷마블
(251270)

BUY(Maintain)/목표주가 180,000원
엠텔의 신작과 남아있는 기대작

컴투스
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 215,000원
IP를 활용하는 첫 게임, 스카이라인더스

게임빌
(063080)

Outperform(Maintain)/목표주가 77,000원
반등의 화룡점정은 NBA

더블유게임즈
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 83,000원
DDC의 2차 리뉴얼을 기대하며

엔씨소프트 (036570)



BUY(Maintain)

주가(5/21) 354,000원

목표주가 470,000원

엔씨소프트의 실적발표에서 신작들이 2019년으로 연기된 것을 언급함에 따라 실적 성장에 대한 기대치가 감소하였다. 이후 5/10일 리니지M의 대규모 업데이트 발표로 인해 실적에 대한 기대치를 일부 상승시켰다. 다만 예상을 뛰어넘는 엄청난 성과가 나오지 않는 이상 2019년 신작 출시는 3Q까지 부담으로 작용할 개연성이 있다. 리니지M의 업데이트 성과를 주목해야 하는 이유다. 목표주가 470,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

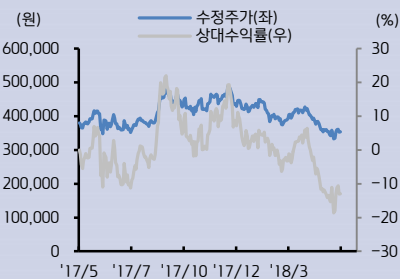
Stock Data

KOSPI (5/21)	2,465.57pt	
시가총액	77,664억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	488,000원	332,500원
최고/최저가 대비 등락	-27.46%	6.47%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.1%
	6M	-23.9%
	1Y	-6.7%
		-13.4%

Company Data

발행주식수	21,939천주	
일평균 거래량(3M)	132천주	
외국인 지분율	48.75%	
배당수익률(18E)	2.06%	
BPS (18E)	140,459원	
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	11.9%

Price Trend



2Q, 리니지M의 실적회복 가능

>>> 리니지M의 대규모 업데이트의 성과는 얼마나 될까?

5/10일에 있었던 리니지M의 1주년 행사에서 리니지M의 업데이트(5/30일)와 관련된 부분이 언급되었다. 업데이트의 내용은 총사 캐릭터 추가, 드래곤레이드 추가, 신규서버 오픈 등이 주요 골자였다. 이와 더불어 1주년 아이템프로모션도 진행될 개연성이 크다. 리니지M의 매출이 견고한 가운데 진행되는 대규모 업데이트로 일정 수준의 매출회복이 가능할 것으로 전망된다. 이번 업데이트의 성과가 확인이 될 경우 PC에서와 같은 Life Cycle을 기대할 수 있을 것이다.

>>> 관전 Point

- 5/30일 리니지M의 업데이트를 통한 실적 회복 수준
- 3Q에 출시될 일부 게임들(팡야, 아이온:레기온스)의 성과
- PC리니지만의 업데이트 및 성과

>>> 기대 신작들이 많은 2019년, 아직은 조금 멀어

이번 1주년 행사에서 흥미를 끌었던 또 한 가지는 All new Lineage라는 새로운 버전으로 글로벌(북미/일본/중국)에 진출한다는 계획이다. 다만, 올해보다는 2019년에 진행될 것으로 전망된다. 기존에 연기된 주요작들 외에도 한 가지 기대작이 추가됨으로써 2019년에는 기대신작들이 풍성하게 되었다. 첫 출시가 예상되는 리니지2M까지 기간이 상당기간 남았기 때문에 **3Q까지는 리니지M의 성과 변동을 주시해야 할 것이다.**

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	984	1,759	1,862	2,303	2,512
보고영업이익(십억원)	329	585	731	985	1,192
핵심영업이익(십억원)	329	585	731	985	1,192
EBITDA(십억원)	361	615	758	1,011	1,220
세전이익(십억원)	346	610	746	1,017	1,263
순이익(십억원)	271	444	526	753	958
지배주주지분순이익(십억원)	272	441	515	736	951
EPS(원)	12,416	20,104	23,454	33,564	43,343
증감율(% oY)	64.6	61.9	16.7	43.1	29.1
PER(배)	19.9	22.3	15.1	10.5	8.2
PBR(배)	2.9	3.6	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	8.4	5.7	4.0
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	39.3	42.8	47.5
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	39.3	42.8	47.5
ROE()	14.7	19.2	18.0	22.1	23.4
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-51.5	-57.7	-64.1

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	240	259	727	533	475	470	450	467	984	1,759	1,862
게임 매출액	176	222	684	474	391	400	374	383	861	1,556	1,548
리니지	51	34	35	34	28	32	33	34	375	154	127
리니지 2	18	17	16	15	14	15	14	16	77	66	59
아이온	13	11	10	13	19	19	18	22	72	47	77
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	35	34	36	182	161	140
길드워 2(확장)	14	14	20	35	24	17	17	17	77	83	74
기타(모바일)	34	109	564	338	272	282	258	258	78	1,045	1,070
로열티 매출액	64	36	44	60	84	70	76	85	122	203	315
영업비용	209	221	399	344	271	276	271	313	654	1,174	1,131
인건비	132	113	155	161	125	126	129	166	383	562	546
매출변동비	19	38	176	108	87	87	83	87	64	342	343
마케팅비	13	24	22	24	11	15	12	11	35	83	48
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	29	26	24
기타	38	38	38	44	42	42	41	43	143	161	170
영업이익	30	38	328	189	204	194	179	155	330	585	731
영업이익률	13%	15%	45%	35%	43%	41%	40%	33%	34%	33%	39%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,862	2,303	2,512
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,862	2,303	2,512
판매비및일반관리비	467	962	1,131	1,318	1,320
영업이익(보고)	329	585	731	985	1,192
영업이익(핵심)	329	585	731	985	1,192
영업외손익	17	25	15	33	71
이자수익	22	19	28	30	22
배당금수익	1	2	3	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	-13	2	49
법인세차감전이익	346	610	746	1,017	1,263
법인세비용	75	166	220	264	306
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	29.5%	26.0%	24.2%
당기순이익	271	444	526	753	958
지배주주지분손이익(억원)	272	441	515	736	951
EBITDA	361	615	758	1,011	1,220
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	553	780	985
수정당기순이익	278	449	526	753	958
증감률(% YoY)					
매출액	17.3	78.8	5.9	23.6	9.1
영업이익(보고)	38.4	77.9	25.0	34.6	21.1
영업이익(핵심)	38.4	77.9	25.0	34.6	21.1
EBITDA	32.6	70.3	23.3	33.4	20.6
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	16.7	43.1	29.1
EPS	64.6	61.9	16.7	43.1	29.1
수정순이익	66.4	61.3	17.3	43.1	27.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	469	773	992
당기순이익	271	444	526	753	958
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	-81	-3	11
기타	-41	97	-2	-3	-4
투자활동현금흐름	-139	-460	51	-385	-238
투자자산의 처분	-118	-433	81	-355	-208
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	-172	-138	-138
단기자입금의 증가	0	0	0	0	0
장기자입금의 증가	150	0	0	0	0
자본의 증가	6	0	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-155	-155
기타	-169	1	-17	17	17
현금및현금성자산의순증가	-103	42	349	250	616
기초현금및현금성자산	248	145	187	536	786
기말현금및현금성자산	145	187	536	786	1,402
Gross Cash Flow	266	584	551	776	981
Op Free Cash Flow	117	434	471	741	913

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	2,021	2,638	3,422
현금및현금성자산	145	187	536	786	1,402
유동금융자산	839	1,357	1,211	1,497	1,633
매출채권및유동채권	207	228	274	354	386
재고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,826	1,907	1,989
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	27	33	36
투자자산	867	1,444	1,512	1,584	1,660
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,847	4,545	5,411
유동부채	284	456	421	504	549
매입채무및기타유동채무	244	313	300	366	399
단기자입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	121	138	151
비유동부채	181	342	325	342	360
장기매입채무및비유동채무	7	5	5	6	6
사채및장기자입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	170	187	203
부채총계	465	797	746	846	909
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,266	2,849	3,646
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,082	3,664	4,462
비지배주주지분자본총계	10	8	19	34	40
자본총계	1,896	2,729	3,101	3,699	4,501
순차입금	-835	-1,394	-1,597	-2,133	-2,885
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	23,454	33,564	43,343
BPS	85,985	124,037	140,459	167,015	203,372
주당EBITDA	16,470	28,039	34,552	46,103	55,587
CFPS	13,853	21,612	25,198	35,541	44,881
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	15.1	10.5	8.2
PBR	2.9	3.6	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	12.7	13.8	8.4	5.7	4.0
PCFR	17.9	20.7	14.0	10.0	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	39.3	42.8	47.5
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	39.3	42.8	47.5
EBITDA margin	36.7	35.0	40.7	43.9	48.5
순이익률	27.6	25.2	28.2	32.7	38.1
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	18.0	22.1	23.4
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	637.5	568.6	700.1
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	24.1	22.9	20.2
순차입금비율	-44.0	-51.1	-51.5	-57.7	-64.1
이자보상배율(배)	110.4	179.6	215.2	289.7	366.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.4	7.3	6.8
재고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,722.1	4,844.4	5,562.6
매입채무회전율	4.1	6.3	6.1	6.9	6.6

넷마블 (251270)



BUY(Maintain)

주가(5/21) 141,500원

목표주가 180,000원

넷마블은 실적은 1Q를 저점으로 반등할 것으로 전망된다. 리니지2:레볼루션의 매출 안정화와 더불어 해리포터의 성과가 더해지고 있기 때문이다. 하반기에 다수의 게임들이 출시를 기다리고 있는 만큼 지속적인 실적개선 가능성이 높다. 더불어 하반기 최고 기대작인 블소:레볼루션에 대한 기대치와 중국:판호에 대한 기대가 맞물릴 가능성이 있다. 업종 내 Top Pick으로 추천하고 투자의견 Buy와 목표주가 180,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (5/21)	2,465.57pt	
시가총액	120,506억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	199,500원	127,500원
최고/최저가 대비 등락	-29.07%	10.98%
주가수익률	절대	상대
	1	10.1%
	6M	-25.9%
	1Y	-1.4%

Company Data

발행주식수	85,163천주
일평균 거래량(3M)	291천주
외국인 지분율	25.99%
배당수익률(18E)	0.25%
BPS (18E)	56,306원
주요 주주	방준혁 외 8인 25.2%
	CJ E&M 22.0%

Price Trend



엎어지는 신작과 남아있는 기대작

>>> 안정화된 리니지2와 해리포터의 성과

1Q에 부진했던 실적은 2Q부터 개선될 것으로 전망된다. 우선 리니지2:레볼루션의 매출이 안정세를 찾아가고 있다. 3월 저점에서 4월부터 소폭 반등하는 모습을 보여주고 있다. 더불어서 해리포터의 글로벌 흥행과 마블류 게임들의 성과로 실적 개선 가능성이 높다. 해리포터의 매출이 초기 20억원 수준에서 감소하긴 하였으나 4월 들어서도 10~15억원 수준을 유지하고 있는 것으로 추정된다.

>>> 관전 Point

- 해리포터의 매출 안정화
- 블소:레볼루션의 사전예약(6월말~7월초 전망)
- 일본향 첫 게임인 테리아사가의 성과 수준
- 리니지2:레볼루션의 중국 판호 발급
- BTS월드의 출시 시점 및 성과

>>> 출시되는 신작들로 실적 개선세 이어질 것으로 전망

넷마블에 대한 높은 Valuation에 대한 정당성은 Hit Ratio로 입증할 수 있다. 2Q들어 해리포터의 큰 성과와 아이언 스톤의 일정성과(1억원 내외 추정)로 정당성이 입증되고 있다. 국내 게임업체 중 가장 많은 하반기 라인업을 보유하고 있다는 점에서 실적 개선세는 이어질 것으로 전망된다. 특히 3Q에 중요 신작들이 출시될 것으로 전망됨에 따라 기대치가 점차 확대될 개연성이 높다. 특히 블소:레볼루션의 경우 국내에서 Big Hit가 이루어질 경우 리니지2:레볼루션과 같은 해외 기대치가 연이어 형성될 수 있다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	15,000	24,248	28,449	33,301	34,300
보고영업이익(억원)	2,947	5,098	7,259	9,758	9,227
핵심영업이익(억원)	2,947	5,098	7,259	9,758	9,227
EBITDA(억원)	3,253	5,745	7,803	10,255	9,673
세전이익(억원)	2,756	4,715	7,433	9,940	9,421
순이익(억원)	2,092	3,609	5,761	7,703	7,301
지배주주지분순이익(억원)	1,740	3,098	4,954	6,625	6,279
EPS(원)	2,718	3,900	5,820	7,779	7,373
증감율(Y Y)	32.6	43.5	49.2	33.7	-5.2
PER(배)	0.0	48.3	24.3	18.2	19.2
PBR(배)	0.0	3.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.1	14.2	10.1	10.1
보고영업이익률(%)	19.6	21.0	25.5	29.3	26.9
핵심영업이익률(%)	19.6	21.0	25.5	29.3	26.9
ROE (%)	16.8	12.5	12.2	14.3	12.0
순부채비율(%)	-24.0	-57.0	-57.9	-63.4	-66.4

>>> 이제는 실적우려보다는 신작 기대가 자리할 시점

당사에서는 언급했던 신작성과는 첫 단추인 해리포터로 잘 채워졌다. 이에 1Q실적 부진을 딛고 2Q부터는 실적 개선세가 이루어질 것으로 전망된다. 다만 주가의 반등이 나오지 않는 것은 해리포터의 순위하락에 대한 우려가 있기 때문이다. 즉, 해리포터의 성과가 일시적이라는 견해가 크다는 것이다. 해리포터의 매출이 초기에 비해 감소한 것은 사실이지만 여전히 10억원 이상의 매출을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 더불어 Retention Rate가 크게 훼손되지 않는 한 Life Cycle이 길게 이어질 가능성이 높다. 이는 해리포터의 방대한 콘텐츠에 기인한다. 총 7시리즈(영화는 8편)로 이어진 구성은 말 그대로 대규모 업데이트의 횟수를 의미한다. 또한 영화에는 포함되지 못하였으나 소설에 포함된 콘텐츠들까지 포함하면 그 양이 방대하기 때문에 안정화된 실적을 지속적으 유지할 수 있는 근간이 될 것이다. 이제는 해리포터의 순위하락 우려보다는 해리포터 외의 신작들에 대한 성과에 집중해야 할 때이다.

넷마블의 올해 라인업을 살펴보면 올해 많은 시도를 꺾고 있는 것이 나타난다.

1. 장르의 다양성 확대(전략/Adventure, 장르의 연결 등)시도
2. 일본 지역에서의 수익확대
3. IP의 범위 확장성 시도

지금까지 넷마블을 만들어온 근간이었던 RPG/Casual게임에 국한하지 않고 다양한 시도를 진행하고 있다. 우선 약한 고리였던 전략 및 Adventure장르에 진입을 하였고 일정 성과를 보이고 있다. 또한 단순한 장르 확장이 아닌 넷마블의 RPG 노하우를 접목시키고 있다. 이전에 설명했던 일본지역의 집중 공략도 진행하고 있으며 BTS월드를 통해 셀럽IP로의 IP범위 확장도 시도할 예정이다. 이러한 시도들은 성과에 대한 확신이 어렵지만 성공할 경우 장기적으로도 긍정적 영향을 미친다. 즉, 글로벌 모바일게임 시장에서의 노하우와 시장개척을 통한 우위성 확보가 가능하다. 즉, 단기실적뿐만 아니라 지속성장 가능성에 대한 범위가 커지는 것을 의미하기 때문에 위의 3가지 요인은 올해 관심을 갖고 지켜봐야 할 것이다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	6,059	8,085	9,231	24,248	28,449
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,756	3,298	3,386	2,940	3,136	13,590	12,760
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	1,776	1,502	1,518	1,564	10,658	6,359
주요신작 매출						1,172	3,007	3,956	0	8,135
로열티 매출							620	575	0	1,195
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,231	4,332	5,002	5,612	6,245	19,151	21,190
인건비	900	868	924	943	989	992	1,002	1,032	3,635	4,015
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,632	3,062	3,507	10,064	11,329
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	881	1,055	1,152	3,812	3,835
기타	349	419	436	436	468	497	493	554	1,640	2,012
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	1,057	2,473	2,987	5,097	7,259
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	17.5%	30.6%	32.4%	21.0%	25.5%

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	15,000	24,248	28,449	33,301	34,300
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	15,000	24,248	28,449	33,301	34,300
판매비및일반관리비	12,053	19,150	21,190	23,543	25,073
영업이익(보고)	2,947	5,098	7,259	9,758	9,227
영업이익(핵심)	2,947	5,098	7,259	9,758	9,227
영업외손익	-191	-383	174	182	194
이자수익	44	222	105	112	118
배당금수익	54	74	192	206	217
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	-142	-167	-171
법인세차감전이익	2,756	4,715	7,433	9,940	9,421
법인세비용	663	1,106	1,672	2,236	2,120
유효법인세율 (%)	24.1%	23.5%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	2,092	3,609	5,761	7,703	7,301
지배주주지분손이익(억원)	1,740	3,098	4,954	6,625	6,279
EBITDA	3,253	5,745	7,803	10,255	9,673
현금순이익(Cash Earnings)	2,398	4,256	6,306	8,200	7,747
수정당기순이익	2,163	3,655	5,761	7,703	7,301
증감률(% YoY)					
매출액	39.8	61.6	17.3	17.1	3.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	42.4	34.4	-5.4
영업이익(핵심)	30.8	73.0	42.4	34.4	-5.4
EBITDA	31.1	76.6	35.8	31.4	-5.7
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	59.9	33.7	-5.2
EPS	32.6	43.5	49.2	33.7	-5.2
수정순이익	27.8	68.9	57.6	33.7	-5.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,215	29,184	33,464	41,749	48,345
현금및현금성자산	2,727	19,078	21,949	29,190	35,661
유동금융자산	1,471	6,434	7,112	7,326	7,203
매출채권및유동채권	2,995	3,596	4,310	5,123	5,359
재고자산	19	24	29	37	46
기타유동비금융자산	4	53	62	73	75
비유동자산	12,359	24,293	25,237	26,407	27,699
장기매출채권및기타비유동채권	255	367	431	504	520
투자자산	5,353	9,648	10,610	11,794	13,095
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	58,701	68,156	76,044
유동부채	4,212	5,013	6,817	8,222	9,001
매입채무및기타유동채무	2,513	3,228	4,742	5,550	5,717
단기차입금	1,053	39	39	39	39
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	646	1,745	2,036	2,633	3,245
비유동부채	2,258	3,812	1,777	2,429	2,544
장기매입채무및비유동채무	13	5	6	7	7
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,245	3,807	1,771	2,422	2,537
부채총계	6,471	8,824	8,594	10,651	11,545
자본금	68	85	85	85	85
주식발행초과금	3,503	29,921	29,921	29,921	29,921
이익잉여금	2,939	6,029	10,687	17,018	23,008
기타자본	5,653	7,260	7,260	7,260	7,260
지배주주지분자본총계	12,163	43,295	47,952	54,284	60,274
비지배주주지분자본총계	940	1,358	2,155	3,220	4,225
자본총계	13,104	44,653	50,107	57,504	64,499
순차입금	-3,144	-25,472	-29,022	-36,476	-42,825
총차입금	1,053	39	39	39	39

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,488	4,832	7,298	8,554	8,102
당기순이익	2,092	3,609	5,761	7,703	7,301
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	1,012	502	516
기타	339	802	0	-118	-131
투자활동현금흐름	-2,098	-14,205	-2,084	-1,660	-1,438
투자자산의 처분	-575	-5,509	-1,621	-1,250	-1,017
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	-2,342	345	-192
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	-307	-307
기타	-66	-60	-2,036	652	114
현금및현금성자산의순증가	567	16,351	2,871	7,240	6,472
기초현금및현금성자산	2,159	2,727	19,078	21,949	29,189
기말현금및현금성자산	2,727	19,078	21,949	29,189	35,661
Gross Cash Flow	2,794	5,222	6,286	8,053	7,586
Op Free Cash Flow	270	3,845	6,787	8,230	7,782

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,718	3,900	5,820	7,779	7,373
BPS	17,946	50,919	56,306	63,741	70,774
주당EBITDA	5,082	7,233	9,167	12,041	11,358
CFPS	3,747	5,358	7,408	9,629	9,097
DPS	0	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	24.3	18.2	19.2
PBR	0.0	3.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	-1.0	28.1	14.2	10.1	10.1
PCFR	0.0	35.2	19.1	14.7	15.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	25.5	29.3	26.9
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	25.5	29.3	26.9
EBITDA margin	21.7	23.7	27.4	30.8	28.2
순이익률	13.9	14.9	20.2	23.1	21.3
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	12.2	14.3	12.0
투자자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	233.0	504.2	840.8
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	17.2	18.5	17.9
순차입금비율	-24.0	-57.0	-57.9	-63.4	-66.4
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	7.2	7.1	6.5
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	1,072.2	1,003.6	826.6
매입채무회전율	7.1	8.4	7.1	6.5	6.1

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(5/21) 177,000원

목표주가 215,000원

컴투스에게 6~8월은 가장 중요한 시점이다. 기대작 중 하나인 스카이랜더스의 CBT 및 출시가 예정되어 있기 때문이다. 스카이랜더스의 흥행 여부가 중요한 변곡점이 될 것이기 때문이다. IP의 영향력과 더불어 전략RPG라는 안정성을 감안하면 성과에 대한 기대치가 확대될 것으로 전망된다. 넷마블과 함께 게임업종 Top Pick으로 제시한다. 투자 의견 Buy, 목표주가 215,000원을 유지한다.

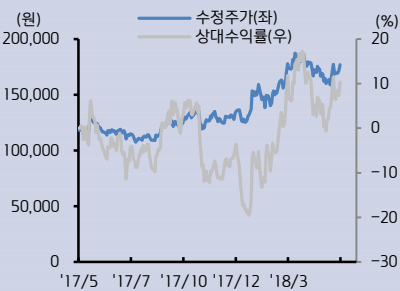
Stock Data

KOSDAQ (5/21)	872.96pt		
시가총액	22,774억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	187,300원	107,500원	
최고/최저가 대비 등락	-5.50%	64.65%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.4%	4.3%
	6M	35.0%	22.1%
	1Y	53.8%	13.2%

Company Data

발행주식수	12,866천주	
일평균 거래량(3M)	111천주	
외국인 지분율	31.23%	
배당수익률(18E)	0.79%	
BPS (18E)	71,975원	
주요 주주	게임빌 외 3인	24.5%
	KB자산운용	15.2%

Price Trend



IP를 활용하는 첫 게임, 스카이랜더스

>>> 기대되는 2Q실적

컴투스의 2Q실적은 1Q대비 개선될 것으로 전망된다. 6월 대규모 업데이트가 예정되어 있으며 4주년 이벤트가 진행되는 시점이기 때문이다. 이외에도 야구게임들이 시즌이 시작됨에 따라 매출이 확대될 것으로 전망된다. 3월말에 출시된 체인스트라이크 외에는 신작기여가 없다는 점이 아쉽지만 여름(3Q)에 출시될 스카이랜더스에 이목이 집중되어 있기 때문에 신작 부재에 따른 기대치 감소는 없을 것으로 전망된다.

>>> 관전 Point

- 스카이랜더스의 CBT성과
- 서머너즈워 대규모 업데이트 및 4주년 프로모션 효과
- 야구게임들의 성과 지속 여부

>>> 상반기 분수령이 될 스카이랜더스 CBT

실적도 2Q의 주가에 변수를 주겠지만 가장 중요한 것은 올 여름에 출시될 스카이랜더스의 CBT이다. 2Q 중에 진행될 것으로 예상되는 가운데 CBT의 결과가 주가에 상당한 영향을 끼칠 것으로 전망된다. 스카이랜더스의 IP영향력과 더불어 컴투스의 가장 자신 있는 장르인 전략RPG가 결합되기 때문에 성과에 대한 기대치가 확대될 가능성이 높다. 스카이랜더스의 CBT부터 출시까지 이어지는 6~8월이 컴투스에게는 가장 중요한 시점이 될 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	5,130	5,080	5,859	7,112	7,550
보고영업이익(억원)	1,920	1,946	2,232	2,815	2,860
핵심영업이익(억원)	1,920	1,946	2,232	2,815	2,860
EBITDA(억원)	1,952	1,974	2,250	2,831	2,875
세전이익(억원)	1,989	1,932	2,446	2,961	2,934
순이익(억원)	1,518	1,424	1,826	2,221	2,224
지배주주지분순이익(억원)	1,518	1,424	1,826	2,221	2,224
EPS(원)	11,796	11,066	14,196	17,262	17,287
증감율(%YoY)	11.3	-6.2	28.3	21.6	0.1
PER(배)	7.4	12.3	12.5	10.3	10.2
PBR(배)	1.8	2.3	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	2.8	5.5	6.4	4.4	3.6
보고영업이익률(%)	37.4	38.3	38.1	39.6	37.9
핵심영업이익률(%)	37.4	38.3	38.1	39.6	37.9
ROE(%)	26.5	20.4	21.7	21.6	18.0
순부채비율(%)	-89.9	-88.1	-91.0	-92.5	-93.4

>>> IP의 활용 능력과 재생산 능력을 검증할 하반기

두 게임 모두 흥행할 경우 향후 IP수급 개선, IP활용능력 가치 제고

올해 컴투스의 스카이랜더스와 서머너즈워MMO가 중요하다는 점은 지속적으로 언급해왔던 점이다. 두 게임의 중요성은 향후 동사의 IP와 관련이 있다. 스카이랜더스는 외부 대형IP를 활용하는 첫 게임이기 때문에 성공하게 될 경우 향후 외부 대형IP의 수급을 원활하게 할 가능성이 높다. 또한 서머너즈워MMO는 자체게임의 IP화에 상당한 노하우를 심어줄 개연성이 높고 IP를 다른 장르로 재생산하는 능력을 입증할 수 있는 게임이다. 두 게임 모두 IP활용과 관련한 동사의 능력치를 보일 수 있는 수단이기 때문에 장기적 관점에서도 Value를 높일 수 있는 요인이다. IP홀더들의 가치가 지속적으로 올라갈 것으로 전망되는 가운데 이러한 능력을 입증하는 것은 굉장히 의미가 깊은 일이다.

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,203	1,294	1,257	1,326	1,140	1,427	1,577	1,714	5,130	5,080	5,859
해외모바일	1,066	1,124	1,101	1,126	973	1,243	1,405	1,479	4,405	4,417	5,100
국내모바일	131	165	156	200	167	185	171	235	708	652	759
영업비용	702	804	762	866	746	893	912	1,077	3,211	3,134	3,627
인건비	118	105	135	125	113	116	136	122	429	483	486
로열티	34	36	27	32	28	27	27	25	132	129	108
지급수수료	382	423	412	437	413	493	557	611	1,567	1,655	2,073
마케팅비	120	190	139	216	133	176	200	236	891	665	745
기타	48	50	49	56	59	53	52	51	192	203	214
영업이익	501	490	496	460	394	535	665	638	1,920	1,946	2,232
영업이익률	41.6%	37.8%	39.4%	34.7%	34.6%	37.5%	42.2%	37.2%	37.4%	38.3%	38.1%
YOY											
매출액	-11%	2%	6%	0%	-5%	10%	25%	29%	18%	-1%	15%
영업비용	-7%	3%	-1%	-5%	6%	11%	20%	24%	20%	-2%	16%
영업이익	-16%	1%	20%	8%	-21%	9%	34%	39%	16%	1%	15%

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

스카이랜더스 IP의 내역

	내용	비고
1	누적매출	총 35억달러 누적매출, 패키지/완구 포함 (2017.02)
2	시리즈	Skylanders: Spyro's Adventure (2011)
		Skylanders: Giants (2012)
		Skylanders: Swap Force (2013)
		Skylanders: Trap Team (2014)
		Skylanders: SuperChargers (2015)
3	IP확대	Skylanders: Imaginators (2016)
		넷플릭스와의 협업을 통해 IP확산을 모색 현재 스카이랜더스 아카데미 시즌3(애니메이션) 방영 예정

자료: Activision, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,130	5,080	5,859	7,112	7,550
매출원가	515	513	592	719	763
매출총이익	4,615	4,567	5,267	6,393	6,787
판매비및일반관리비	2,695	2,620	3,035	3,578	3,927
영업이익(보고)	1,920	1,946	2,232	2,815	2,860
영업이익(핵심)	1,920	1,946	2,232	2,815	2,860
영업외손익	70	-14	214	146	74
이자수익	82	102	130	139	120
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	1	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-19	-29	0	0	0
기타	3	-31	84	7	-46
법인세차감전이익	1,989	1,932	2,446	2,961	2,934
법인세비용	472	509	620	740	710
유효법인세율 (%)	23.7%	26.3%	25.3%	25.0%	24.2%
당기순이익	1,518	1,424	1,826	2,221	2,224
지배주주지분손이익(억원)	1,518	1,424	1,826	2,221	2,224
EBITDA	1,952	1,974	2,250	2,831	2,875
현금순이익(Cash Earnings)	1,550	1,451	1,845	2,237	2,239
수정당기순이익	1,532	1,445	1,826	2,221	2,224
증감률(% YoY)					
매출액	18.3	-1.0	15.3	21.4	6.2
영업이익(보고)	15.7	1.4	14.7	26.1	1.6
영업이익(핵심)	15.7	1.4	14.7	26.1	1.6
EBITDA	15.4	1.2	14.0	25.8	1.5
지배주주지분 당기순이익	20.6	-6.2	28.3	21.6	0.1
EPS	11.3	-6.2	28.3	21.6	0.1
수정순이익	5,130	5,080	5,859	7,112	7,550

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,560	1,345	1,953	2,289	2,232
당기순이익	1,518	1,424	1,826	2,221	2,224
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	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	41	-111	109	51	-7
기타	-27	-30	0	0	0
투자활동현금흐름	-1,314	-1,820	-59	-751	-475
투자자산의 처분	-1,284	-1,803	-48	-740	-464
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	-175
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	1,721	1,365	1,582
기초현금및현금성자산	848	900	258	1,979	3,343
기말현금및현금성자산	900	258	1,979	3,343	4,926
Gross Cash Flow	1,519	1,456	1,844	2,237	2,239
Op Free Cash Flow	1,518	1,333	1,808	2,191	2,165

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,543	7,680	9,400	11,549	13,637
현금및현금성자산	900	258	1,979	3,343	4,926
유동금융자산	4,807	6,443	6,445	7,112	7,550
매출채권및유동채권	836	980	976	1,094	1,162
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	577	703	743	813	835
장기매출채권및기타비유동채권	2	7	8	10	11
투자자산	523	640	686	760	785
유형자산	26	29	29	29	29
무형자산	26	27	19	14	10
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,120	8,383	10,143	12,362	14,473
유동부채	744	765	872	1,043	1,105
매입채무및기타유동채무	118	83	85	88	90
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	626	683	787	956	1,015
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	882	1,055	1,118
자본금	64	64	64	64	64
주식발행초과금	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	4,348	5,597	7,248	9,294	11,343
기타자본	-113	-103	-103	-103	-103
지배주주지분자본총계	6,350	7,609	9,261	11,306	13,355
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	6,350	7,609	9,261	11,306	13,355
순차입금	-5,707	-6,701	-8,423	-10,455	-12,476
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	14,196	17,262	17,287
BPS	49,352	59,141	71,975	87,875	103,799
주당EBITDA	15,168	15,343	17,490	22,006	22,345
CFPS	12,043	11,281	14,339	17,388	17,401
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
주당배수(배)					
PER	7.4	12.3	12.5	10.3	10.2
PBR	1.8	2.3	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	2.8	5.5	6.4	4.4	3.6
PCFR	7.2	12.1	12.3	10.2	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	37.4	38.3	38.1	39.6	37.9
영업이익률(핵심)	37.4	38.3	38.1	39.6	37.9
EBITDA margin	38.0	38.9	38.4	39.8	38.1
순이익률	29.6	28.0	31.2	31.2	29.5
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	21.7	21.6	18.0
투자자본이익률(ROIC)	974.2	679.3	771.6	1,610.8	2,057.2
안정성(%)					
부채비율	12.1	10.2	9.5	9.3	8.4
순차입금비율	-89.9	-88.1	-91.0	-92.5	-93.4
이자보상배율(배)	6,487.4	8,420.1	9,583.9	12,088	12,373.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.6	6.0	6.9	6.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	72.1	50.6	69.9	82.4	85.0

게임빌 (063080)



Outperform(Maintain)

주가(5/21) 62,000원

목표주가 77,000원

게임빌의 최근 Hit Ratio를 살펴보면 RPG보다는 Sports게임들이 일정 수준을 상회하는 성과를 나타내었다. 자체게임들의 비중이 확대되면서 실적들이 개선될 개연성은 있지만 하반기 출시되는 Sports게임들을 통해 확실한 반등이 전망된다. 투자자의견 Outperform과 목표주는 77,000원을 유지한다.

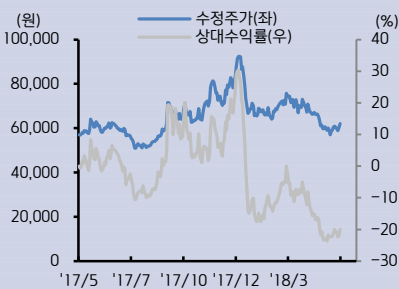
Stock Data

KOSDAQ (5/21)	872.96pt	
시가총액	4,089억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	92,500원	50,900원
최고/최저가 대비 등락	-32.97%	21.81%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.1%	-0.2%
6M	-20.9%	-28.5%
1Y	9.3%	-19.5%

Company Data

발행주식수	6,595천주
일평균 거래량(3M)	71천주
외국인 자본율	10.80%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS (18E)	40,966원
주요 주주	송병준 외 6인 33.6%

Price Trend



반등의 화룡점정은 NBA

>>> 자체게임의 중요성을 보여준 1Q

게임빌의 1Q실적은 어려웠던 국면에서 일부 반등할 수 있는 요건을 조금이나마 갖췄다는 것을 보여주었다. 특히 로열블러드의 일부 성과를 통해 자체게임의 비중이 증가함(6%→17%)에 따라 매출은 4Q와 비슷한 수준을 기록했음에도 이익이 개선되는 모습을 보여주었다. 향후 로열블러드(글로벌), 엘론, 게임빌프로야구 등의 자체게임을 통해 자체 비중이 확대될 개연성이 높기 때문에 점진적 실적 개선은 가능할 것으로 전망된다.

>>> 기대에 미치지 못하는 RPG vs 꾸준한 성과를 보여주는 Sports

다만 게임빌의 몇 년간 Hit Ratio를 살펴봤을 때 RPG의 성과는 매우 낮은 편이다. 오히려 Sports게임들의 성과가 일정 수준을 상회하는 모습을 보이고 있다. 하반기 게임빌 프로야구, NBA출시가 예정되어 있다는 점에서 하반기에는 좀 더 큰 성과 확대가 기대된다. 특히 NBA의 경우 종목 인기도에 비해 글로벌에서 라이선스를 받은 게임이 소수에 그치고 있기 때문에 큰 성과 확대도 기대해 볼 수 있다. NBA시즌(10월 중순)에 맞춰 출시가 예상된다.

>>> 관전 Point

- 자체게임(로열블러드, 엘론, 게임빌 프로야구)의 성과
- 2Q, 가디우스 엠파이어, 자이언츠워의 성과
- NBA게임 출시일정 확정

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,615	1,064	1,102	1,413	1,619
보고영업이익(억원)	43	-201	-113	52	110
핵심영업이익(억원)	43	-201	-113	52	110
EBITDA(억원)	87	-147	-70	92	145
세전이익(억원)	363	65	327	582	631
순이익(억원)	293	80	293	465	479
지배주주지분순이익(억원)	295	80	287	456	477
EPS(원)	4,516	1,211	4,353	6,921	7,228
증감율(%YoY)	46.8	-73.2	259.5	59.0	4.4
PER(배)	10.8	76.2	14.2	9.0	8.6
PBR(배)	1.4	2.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	38.7	-44.4	-67.6	50.9	32.2
보고영업이익률(%)	2.6	-18.9	-10.2	3.7	6.8
핵심영업이익률(%)	2.6	-18.9	-10.2	3.7	6.8
ROE(%)	13.1	3.4	11.4	15.8	14.0
순부채비율(%)	8.6	17.2	20.1	15.9	15.3

게임빌 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	286	302	254	222	236	247	281	337	1,615	1,064	1,102
해외모바일	159	195	114	107	129	154	209	272	916	574	765
국내모바일	127	107	140	115	107	93	71	65	706	490	337
영업비용	316	344	291	308	294	294	298	328	1,572	1,260	1,214
인건비	82	83	79	82	87	81	76	74	266	326	318
로열티	62	69	63	58	45	51	58	58	381	252	212
지급수수료	101	98	84	73	64	78	87	116	605	356	346
마케팅비	19	41	12	43	46	31	24	30	127	114	131
기타	52	54	53	52	51	53	52	51	193	211	207
영업이익	-30	-42	-38	-86	-58	-47	-17	9	43	-196	-113
영업이익률	-10.7%	-14.0%	-14.8%	-38.5%	-24.7%	-18.9%	-6.0%	2.8%	2.7%	-18.4%	-10.2%
YOY											
매출액	-30%	-30%	-35%	-42%	-17%	-18%	11%	52%	6%	-34%	4%
영업비용	-12%	-16%	-25%	-25%	-7%	-15%	2%	7%	5%	-20%	-4%
영업이익	적자전환	적자전환	적자전환	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	흑자전환	32%	적자전환	적자유지

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

신작 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
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~4Q	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	1,102	1,413	1,619
매출원가	628	503	455	550	631
매출총이익	986	561	647	863	989
판매비및일반관리비	944	762	759	811	878
영업이익(보고)	43	-201	-113	52	110
영업이익(핵심)	43	-201	-113	52	110
영업외손익	320	267	439	530	521
이자수익	4	3	1	2	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	2	0	0	0
이자비용	13	16	17	19	20
외환손실	10	14	0	0	0
관계기업지분법손익	392	328	445	547	537
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-1	0	0	0
기타	-52	-35	10	0	0
법인세차감전이익	363	65	327	582	631
법인세비용	70	-15	34	116	153
유효법인세율 (%)	19.3%	-22.3%	10.4%	20.0%	24.2%
당기순이익	293	80	293	465	479
지배주주지분순이익(억원)	295	80	287	456	477
EBITDA	87	-147	-70	92	145
현금순이익(Cash Earnings)	337	134	336	505	514
수정당기순이익	300	82	293	465	479
증감률(% YoY)					
매출액	6.0	-34.1	3.6	28.3	14.6
영업이익(보고)	32.1	N/A	N/A	N/A	112.7
영업이익(핵심)	32.1	N/A	N/A	N/A	112.7
EBITDA	16.3	N/A	N/A	N/A	58.0
지배주주지분 당기순이익	46.8	-72.9	260.0	59.0	4.4
EPS	46.8	-73.2	259.5	59.0	4.4
수정순이익	47.1	-72.8	259.0	59.0	2.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	40	-206	-85	18	-59
당기순이익	293	80	293	465	479
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	-445	-547	-537
영업활동자산부채 증감	-7	-18	-18	17	-36
기타	-286	-326	43	43	0
투자활동현금흐름	-106	33	-29	-34	-33
투자자산의 처분	-39	61	4	-10	-9
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	95	50	33
단기차입금의 증가	-510	-273	120	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	-25	50	33
현금및현금성자산의순증가	-503	-212	-18	34	-59
기초현금및현금성자산	819	315	104	85	120
기말현금및현금성자산	315	104	85	120	61
Gross Cash Flow	47	-188	-67	1	-24
Op Free Cash Flow	4	-239	-89	74	60

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	595	364	270	311	302
현금및현금성자산	315	104	85	120	61
유동금융자산	45	17	28	34	39
매출채권및유동채권	235	244	157	157	202
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,660	2,995	3,374	3,875	4,412
장기매출채권및기타비유동채권	60	37	39	47	53
투자자산	2,222	2,483	2,870	3,378	3,919
유형자산	256	284	280	276	272
무형자산	89	74	68	55	46
기타비유동자산	32	117	118	119	120
자산총계	3,255	3,360	3,645	4,185	4,714
유동부채	435	564	581	606	623
매입채무및기타유동채무	200	190	87	112	129
단기차입금	12	12	132	132	132
유동성장기차입금	220	361	361	361	361
기타유동부채	3	1	1	2	2
비유동부채	473	368	343	393	426
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	330	167	167	167	167
기타비유동부채	143	201	176	226	259
부채총계	909	932	925	999	1,049
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,612	1,692	1,979	2,435	2,912
기타자본	-64	-69	-69	-69	-69
지배주주지분자본총계	2,339	2,415	2,702	3,158	3,635
비지배주주지분자본총계	7	13	19	28	30
자본총계	2,347	2,428	2,720	3,186	3,664
순차입금	202	419	546	506	560
총차입금	562	539	659	659	659

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,516	1,211	4,353	6,921	7,228
BPS	35,865	36,613	40,966	47,886	55,114
주당EBITDA	1,331	-2,231	-1,058	1,392	2,200
CFPS	5,163	2,041	5,087	7,665	7,786
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	76.2	14.2	9.0	8.6
PBR	1.4	2.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	38.7	-44.4	-67.6	50.9	32.2
PCFR	9.4	45.2	12.2	8.1	8.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.6	-18.9	-10.2	3.7	6.8
영업이익률(핵심)	2.6	-18.9	-10.2	3.7	6.8
EBITDA margin	5.4	-13.8	-6.3	6.5	9.0
순이익률	18.1	7.5	26.6	32.9	29.6
자기자본이익률(ROE)	13.1	3.4	11.4	15.8	14.0
투자자본이익률(ROIC)	8.9	-60.1	-19.5	9.7	20.9
안정성(%)					
부채비율	38.7	38.4	34.0	31.4	28.6
순차입금비율	8.6	17.2	20.1	15.9	15.3
이자보상배율(배)	3.3	N/A	N/A	2.8	5.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.4	5.5	9.0	9.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	9.7	5.4	7.9	14.2	13.5

더블유게임즈 (192080)



BUY(Maintain)

주가(5/21) 58,500원

목표주가 83,000원

더블유게임즈는 소송과 관련된 부정적 센티는 어느 정도 희석되었지만 DDC의 1차 리뉴얼의 성과가 크게 나타나고 있지 못해 반등이 나타나고 있지 못하고 있다. 다만, 2차 리뉴얼이 본격적인 ARPU를 확대할 수 있는 요인이기 때문에 5~6월 성과에 따라 주가의 향방이 결정될 것으로 판단된다. 목표주가 83,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSDAQ (5/21)	872.96pt		
시가총액	10,624억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	73,200원	49,200원	
최고/최저가 대비 등락	-20.08%	18.90%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-3.5%	-1.7%
	6M	2.8%	-7.0%
	1Y	3.0%	-24.2%

Company Data

발행주식수	18,160천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	9.25%
배당수익률(18E)	0.60%
BPS (18E)	27,471원
주요 주주	김가람 외 5인 43.5%

Price Trend



DDC의 2차 리뉴얼을 기대하며

>>> 1차 리뉴얼의 성과는 조금씩 나타나

4/30일 DDC의 업데이트가 진행되고의 성과는 아직까지 확연히 크지는 않다. 긍정적인 것은 IOS의 매출순위에 비추어 봤을 때 하단의 매출순위가 점차 높아짐에 따라 일별 매출변동성 폭이 적어졌다고 볼 수 있다. 즉, UI의 개선, 개인화 작업을 통해 Retention Rate가 확대되고 있는 것을 의미하는 것이다. 소수의 Paying User에 매출비중이 높을수록 매출의 변동성이 심한 특성을 나타낸다는 점에서 안정적으로 Paying User의 비중이 높아졌다고 추정된다.

>>> 2차 리뉴얼이 기폭제가 될 것으로 기대

DDC의 2차 리뉴얼이 5~6월 두 번에 걸쳐 진행된다. VIP시스템과 주기적인 잭팟 피쳐 이벤트가 업데이트 된다. 두 업데이트 모두 현재 DUC 매출의 중요 요소인 만큼 DDC에 업데이트 될 때 매출이 기대만큼 확대될 개연성이 높다. 앞서 1차 리뉴얼의 효과가 Paying User의 비중을 높이는 계기가 되었다면 2차 리뉴얼의 효과는 ARPPU를 증가시키는 요인이 될 것으로 전망된다.

>>> 관전 Point

- Take5의 상승세
- DDC의 5~6월 2차 리뉴얼 효과
- 아시아지역에서의 신작 성과
- 소송관련 이슈의 조기 마감 가능성

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,556	3,193	5,257	5,972	6,161
보고영업이익(억원)	449	810	1,549	2,017	2,107
핵심영업이익(억원)	449	810	1,549	2,017	2,107
EBITDA(억원)	452	1,007	1,712	2,086	2,174
세전이익(억원)	534	383	1,269	1,818	2,017
순이익(억원)	487	356	996	1,427	1,529
지배주주지분순이익(억원)	488	354	996	1,427	1,517
EPS(원)	2,847	2,027	5,535	7,857	8,353
증감율(%YoY)	12.7	-28.8	173.0	42.0	6.3
PER(배)	14.0	25.5	10.6	7.4	7.0
PBR(배)	1.8	2.2	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	9.4	14.0	8.5	6.3	5.4
보고영업이익률(%)	28.8	25.4	29.5	33.8	34.2
핵심영업이익률(%)	28.8	25.4	29.5	33.8	34.2
ROE(%)	13.1	9.1	22.1	25.2	21.6
순부채비율(%)	-68.9	120.8	79.9	40.7	13.9

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	414	604	1,072	1,104	1,139	1,217	1,381	1,520	1,556	3,193	5,257
DUC+DDC	372	567	1,036	1,056	1,093	1,146	1,300	1,424	1,408	3,032	4,964
DUC	372	330	356	397	409	392	418	464	1,408	1,456	1,683
DDC	0	237	681	659	684	754	882	961	0	1,577	3,281
더블유빙고	10	9	9	8	9	8	8	7	73	35	31
TAKES	29	26	26	29	34	41	47	54	72	109	176
기타	2	2	1	11	3	21	26	35	4	16	86
영업비용	246	528	796	811	879	896	945	987	1,108	2,380	3,708
지급수수료	124	181	322	329	342	365	414	456	467	956	1,577
광고선전비	50	88	133	142	200	198	185	175	265	414	759
주식보상비	5	4	4	1	1	0	0	0	103	13	1
로열티	0	19	54	55	53	62	72	79	0	128	267
감가상각비	1	26	82	84	81	81	81	81	3	193	325
인건비/기타	65	210	202	199	202	190	192	195	271	676	779
영업이익	168	76	276	293	260	320	436	532	449	813	1,549
영업이익률	41%	13%	26%	27%	23%	26%	32%	35%	29%	25%	29%
QoQ											
매출액	-2%	45.9%	78%	3%	3%	7%	14%	10%	27%	105%	65%
영업비용	-5%	114.9%	51%	2%	8%	2%	5%	4%	22%	115%	56%
영업이익	3%	-54.8%	263%	6%	-11%	23%	36%	22%	41%	81%	90%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,556	3,193	5,257	5,972	6,161
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	5,257	5,972	6,161
판매비및일반관리비	1,108	2,383	3,708	3,955	4,054
영업이익(보고)	449	810	1,549	2,017	2,107
영업이익(핵심)	449	810	1,549	2,017	2,107
영업외손익	85	-427	-280	-199	-90
이자수익	53	30	1	1	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	48	18	0	0	0
이자비용	1	204	272	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	-5	0	2
법인세차감전이익	534	383	1,269	1,818	2,017
법인세비용	47	27	272	391	488
유효법인세율 (%)	8.8%	7.0%	21.4%	21.5%	24.2%
당기순이익	487	356	996	1,427	1,529
지배주주지분순이익(억원)	488	354	996	1,427	1,517
EBITDA	452	1,007	1,712	2,086	2,174
현금순이익(Cash Earnings)	490	553	1,159	1,496	1,596
수정당기순이익	488	416	997	1,427	1,529
증감률(% YoY)					
매출액	27.1	105.2	64.6	13.6	3.2
영업이익(보고)	40.6	80.6	91.2	30.2	4.5
영업이익(핵심)	40.6	80.6	91.2	30.2	4.5
EBITDA	41.0	122.9	70.0	21.9	4.2
지배주주지분 당기순이익	43.0	-27.6	181.8	43.2	6.3
EPS	12.7	-28.8	173.0	42.0	6.3
수정순이익	42.8	-14.8	139.7	43.2	7.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	543	824	1,066	1,468	1,587
당기순이익	487	356	996	1,427	1,529
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	-100	-19	-9
기타	128	71	3	0	0
투자활동현금흐름	-1,059	-5,968	-189	-87	-47
투자자산의 처분	-1,052	3,498	12	-57	-15
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	-684	-733	-752
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	-59	-59
기타	-498	12	72	25	7
현금및현금성자산의순증가	-575	95	192	648	788
기초현금및현금성자산	728	153	248	441	1,088
기말현금및현금성자산	153	248	441	1,088	1,876
Gross Cash Flow	586	759	1,166	1,487	1,596
Op Free Cash Flow	364	954	1,179	1,573	1,648

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,228	1,051	1,334	2,075	2,894
현금및현금성자산	153	248	441	1,088	1,876
유동금융자산	2,888	355	368	418	431
매출채권및유동채권	186	448	526	569	587
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,949	8,932	8,900
장기매출채권및기타비유동채권	25	29	47	53	55
투자자산	1,044	77	49	65	67
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	10,283	11,007	11,794
유동부채	574	3,074	3,070	3,101	3,111
매입채무및기타유동채무	99	292	219	239	246
단기차입금	435	2,772	2,772	2,772	2,772
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	9	79	90	92
비유동부채	13	2,852	2,224	1,549	856
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,720	2,020	1,320	620
기타비유동부채	13	131	204	229	236
부채총계	587	5,926	5,294	4,650	3,967
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,815	2,815	2,815
이익잉여금	1,230	1,481	2,420	3,789	5,247
기타자본	-267	-337	-337	-337	-337
지배주주지분자본총계	3,782	4,046	4,989	6,357	7,815
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	12
자본총계	3,782	4,046	4,989	6,357	7,827
순차입금	-2,606	4,889	3,984	2,586	1,085
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	5,535	7,857	8,353
BPS	22,007	22,996	27,471	35,005	43,035
주당EBITDA	2,633	5,772	9,506	11,487	11,971
CFPS	2,858	3,170	6,439	8,239	8,787
DPS	650	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	14.0	25.5	10.6	7.4	7.0
PBR	1.8	2.2	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.4	14.0	8.5	6.3	5.4
PCFR	13.9	16.3	9.1	7.1	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.8	25.4	29.5	33.8	34.2
영업이익률(핵심)	28.8	25.4	29.5	33.8	34.2
EBITDA margin	29.0	31.5	32.6	34.9	35.3
순이익률	31.3	11.2	19.0	23.9	24.8
자기자본이익률(ROE)	13.1	9.1	22.1	25.2	21.6
투자자본이익률(ROIC)	499.6	74.4	58.7	82.1	88.1
안정성(%)					
부채비율	15.5	146.4	106.1	73.1	50.7
순차입금비율	-68.9	120.8	79.9	40.7	13.9
이자보상배율(배)	416.6	4.0	5.7	9.6	16.7
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	20.6	26.1	25.4

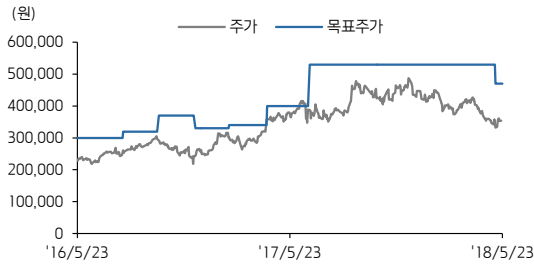
투자익건 변동내역

종목명	일자	투자익건	목표주가	과리율(%)			종목명	일자	투자익건	목표주가	과리율(%)			
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	
엔씨소프트 (036570)	2016/08/12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-13.57	-4.69	넷마블 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84	
	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.07	-22.03		2017/11/08	Outperform(Downgrade)	210,000원	6개월	-10.82	-9.76	
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.86	-22.03		2017/11/15	Outperform(Maintain)	210,000원	6개월	-12.00	-5.00	
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-29.00	-22.03		2018/01/09	BUY(Upgrade)	210,000원	6개월	-14.63	-5.00	
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-22.21	-16.06		2018/02/07	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-17.14	-5.00	
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-15.90	-4.24		2018/02/22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-21.50	-5.00	
	2017/02/08	Outperform(Downgrade)	340,000원	6개월	-12.98	5.44		2018/04/18	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.98	-18.06	
	2017/04/14	Outperform(Maintain)	400,000원	6개월	-9.47	-5.38		2018/05/02	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-23.54	-17.50	
	2017/05/15	Outperform(Maintain)	400,000원	6개월	-6.04	4.00		2018/05/23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월			
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000원	6개월	-27.75	-23.58		컴투스 (078340)	2016/05/23	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-44.64	-38.61
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-29.65	-23.58			2016/08/11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-48.25	-46.00
	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-28.55	-21.70			2016/09/08	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-50.99	-46.00
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-22.55	-9.72			2016/11/02	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-50.73	-49.37
	2017/11/10	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-22.49	-9.72			2016/11/09	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-53.74	-49.32
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.61	-7.92			2017/01/24	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-44.76	-36.94
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-17.99	-15.19			2017/02/09	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.54	-19.38
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.99	-15.19			2017/04/06	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.48	-18.50
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-23.13	-15.19			2017/05/15	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-28.30	-18.50
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-25.02	-15.19			2017/06/27	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.28	-30.06
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-26.10	-23.19			2017/08/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.62	-20.12
2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000원	6개월			2017/11/08	BUY(Maintain)		170,000원	6개월	-29.56	-20.12		
더블유 게임즈 (192080)	2016/06/30	BUY(Initiate)	57,000원	6개월	-32.14	-29.30	2017/11/15		BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.25	-20.12	
	2016/08/05	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-33.51	-27.19	2018/02/06		BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-19.86	-17.08	
	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-33.66	-27.19	2018/02/22		BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-9.48	1.24	
	2016/11/04	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-34.21	-25.56	2018/04/18		BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-22.66	-18.37	
	2017/02/03	BUY(Maintain)	54,000원	6개월	-29.77	-7.37	2018/05/11		BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-21.69	-17.49	
	2017/04/19	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-32.54	-29.28	2018/05/23		BUY(Maintain)	215,000원	6개월			
	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.35	-19.76	게임빌 (063080)		2016/05/23	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-33.10	-24.08
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.72	-19.76		2016/08/11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-42.80	-34.91	
	2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-30.44	-19.76		2016/11/02	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-40.39	-38.95	
	2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-36.11	-33.61		2016/11/09	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-46.66	-38.84	
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-34.00	-25.30		2017/01/24	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-43.56	-38.50	
	2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-33.29	-25.30		2017/02/09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.60	-6.38	
	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.95	-11.81		2017/05/15	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.20	-6.38	
	2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.68	-11.81		2017/06/27	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-26.78	-6.38	
	2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-29.53	-28.80		2017/11/15	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-21.61	-2.63	
	2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000원	6개월				2018/02/22	Outperform(Downgrade)	77,000원	6개월	-8.61	-1.56	
								2018/04/18	Outperform(Maintain)	77,000원	6개월	-13.48	-1.56	
								2018/05/23	Outperform(Maintain)	77,000원	6개월			

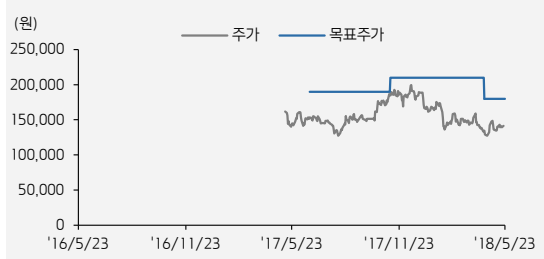
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

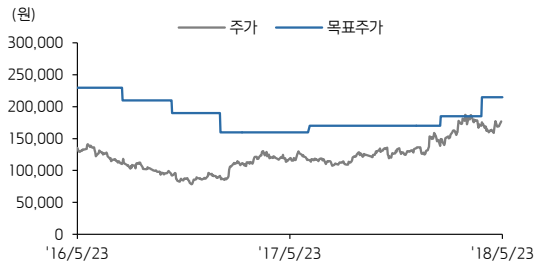
엔씨소프트



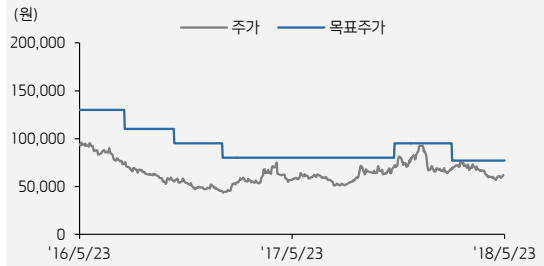
넷마블



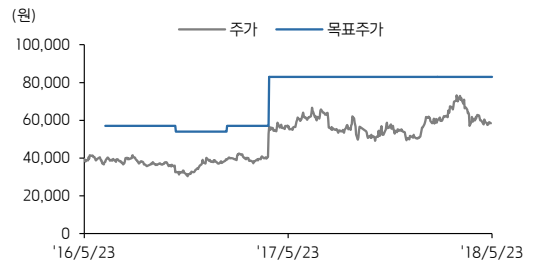
컴투스



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%