

2018. 06. 14

Analyst 김민정

(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

In-depth Report

2H18 인터넷/게임 전망

경쟁 심화 속 선별적 투자 필요

■ 2018년 하반기 주가 전망

올해 하반기에는 인터넷 업종보다 게임 업종의 주가 상승이 우세할 것으로 전망한다. 조정 국면에 접어든 인터넷 업종은 기술플랫폼으로의 진화를 투자 확대 시기로 수익성 하락은 불가피한 상황에서 국내 포털 지배력 약화 우려로 투자 심리 회복은 다소 더딜 전망이다. 게임 업종은 하반기에 대형 MMORPG 및 기존 인기게임의 해외 출시가 집중되면서 긍정적인 주가 흐름이 예상된다. 올해 하반기 출시 예정 신작 중에서 가장 주목 받고 있는 게임은 컴투스의 '스카이랜더스', '서머너즈워 MMORPG', 넷마블의 '블레이드앤소울 레볼루션', '세븐나이츠2', 카카오게임즈의 '블레이드2' 등이 있으며, 내년에 출시 예정인 엔씨소프트의 '블레이드앤소울 레볼루션2', '리니지M'에 대한 기대감은 올해 연말부터 주가에 반영될 것으로 전망한다.

■ 최선호주 컴투스, 관심종목 넷마블, 펠어비스 추천

다양한 장르의 신작 게임의 시장 선점 경쟁이 마무리됨에 따라 신작의 흥행률이 하락하고 있는 시장 환경에서 1) 대형 MMORPG 개발력, 2) 효율적인 마케팅 방법 노하우, 3) IP 확보 능력, 4) 해외 지역 퍼블리싱 역량을 보유한 업체 위주로 매출액 쏠림 현상을 더욱 가속화될 것으로 판단한다. 또한 중국 판호가 재개되면 넷마블과 펠어비스가 가장 수혜를 볼 것으로 예상한다. 위에서 언급한 4가지 조건에 가장 부합하는 업종 내 최선호주는 컴투스, 관심종목은 넷마블, 펠어비스를 추천한다.

투자의견

Overweight

Table of Contents

[산업분석]

- 4 I. Investment Summary
 - 1. 인터넷·게임 업종 수익률 추이
 - 2. 인터넷·게임 업종 2H18 주가 전망
 - 3. 투자 전략
- 10 II. 인터넷 산업 전망
 - 1. 투자가 수익으로 이어지는 연결고리 확인 필요
 - 2. 글로벌 기업 대비 경쟁력 약화 우려
 - 3. 해외 사업에서 성장 기대
- 16 III. 게임 산업 전망
 - 1. 모바일 MMORPG 2.0 시대
 - 2. 해외 진출 확대
 - 3. 신작 경쟁 심화에 따른 양극화 강화

[기업분석]

- 24 컴투스(078340) _기다리던 '스카이랜더스'IP 게임 CBT 시작
- 28 넷마블(251270) _밸류에이션 프리미엄 타당
- 34 펄어비스(263750) _실망하기에는 이르다

[산업분석]

I. Investment Summary

II. 인터넷 산업 전망

III. 게임 산업 전망

I. Investment Summary

1. 인터넷·게임 업종 수익률 추이

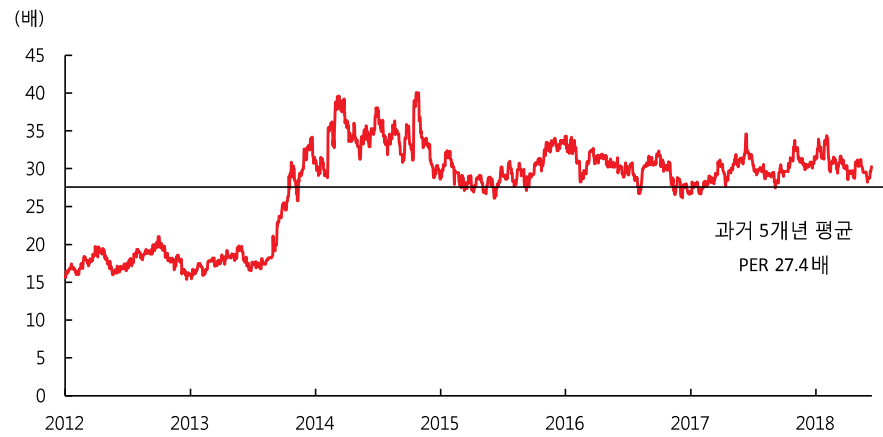
올해 상반기 인터넷·게임 업종은 대형 업체의 부진한 실적에 의한 주가 하락으로 부진한 수익률을 기록하고 있다. 네이버와 카카오의 지난 1분기 영업이익이 시장 예상치 대비 크게 하회하면서 투자 확대에 따른 수익성 하락 지속에 대한 불안감이 확대되었으며, 정치권의 포털 규제 의지 부각 등으로 인터넷 업종의 연초 대비 수익률은 -13.3%를 기록했다. 게임 업종은 안정적인 실적 시현으로 인터넷 업종에 대비해서는 하락폭이 적으나 대형 게임 업체의 신작 라인업 부족과 신작 출시 일정이 연기되면서 연초 대비 수익률은 -11.3%로 부진한 주가 흐름을 보이고 있다. 현재 인터넷과 게임 소프트웨어 업종의 12MF PER은 각각 30.2배, 15.9배로 과거 5개년 평균 12MF PER과 시장 대비 밸류에이션 프리미엄은 확대된 구간으로 최근 주가 하락에도 불구하고 밸류에이션 매력은 향상되지 않았다.

〈그림 1〉 연초 대비 인터넷·게임 업종과 KOSPI 수익률 추이



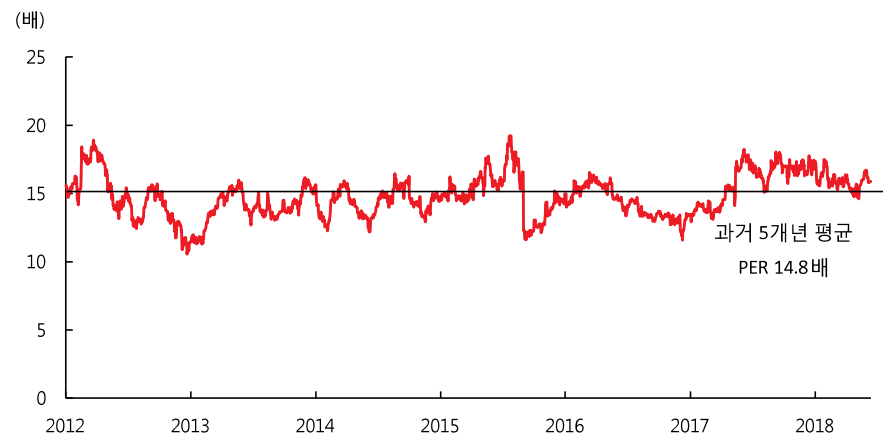
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림 2〉 인터넷 업종의 12개월 Forward PER



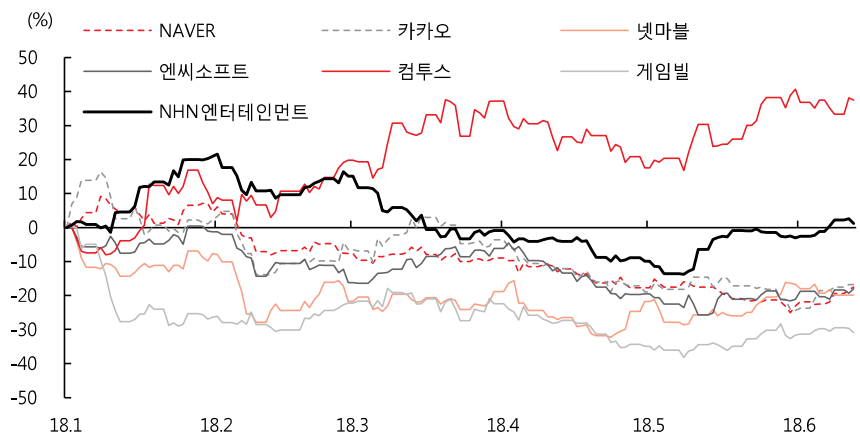
자료: Quantwise, 하이투자증권

〈그림 3〉 게임 업종의 12개월 Forward PER



자료: Quantwise, 하이투자증권

〈그림 4〉 인터넷·게임 업종 커버리지 업체의 연초대비 수익률



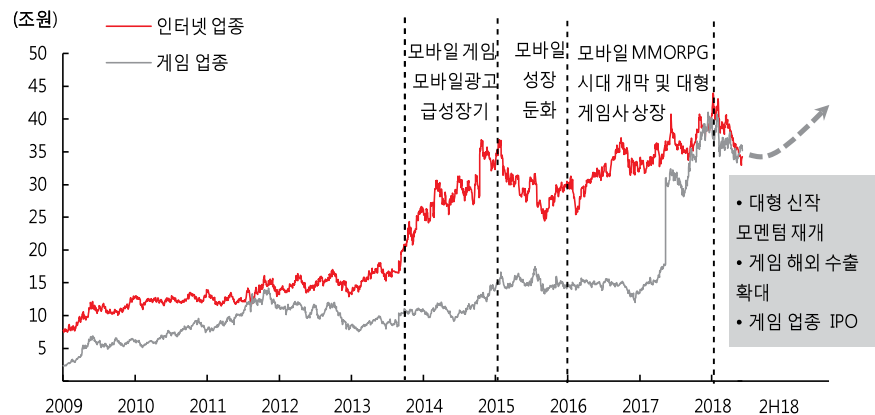
자료: Quantwise, 하이투자증권

2. 인터넷·게임 업종 2H18 주가 전망

올해 하반기에는 인터넷 업종보다 게임 업종의 주가 상승이 우세할 것으로 전망한다. 조정 국면에 접어든 인터넷 업종은 기술플랫폼으로의 진화를 위한 AI, 핀테크, 자율주행 등의 분야에 투자를 집행하고 있으며, 이용자 확대를 위해 콘텐츠 투자도 확대하고 있다. 과거 PC 중심에서 모바일 중심으로 시장이 개편될 때 모바일 생태계와 SNS 플랫폼을 구축했을 시기와 비교해보면 현재의 투자 규모가 상당히 높으며 투자가 수익화로 이어지는 기간도 장기적 관점에서 접근해야 할 것이다. 올해 본격적으로 개화된 AI 스피커 시장 또한 디바이스 보급 확대 단계이며, 간편결제 등 핀테크 서비스 또한 현 시점에서는 수익 창출보다 기존 플랫폼 고도화와 이용자 편의성 확대에 초점을 두어야 할 것이다. 더불어 정치권의 뉴스 서비스 관련 규제 및 개인정보 보호 대응 이슈가 존재하며, 유튜브 등 글로벌 플랫폼의 사용 시간 증가에 따른 국내 포털 지배력 약화 우려로 투자 심리 회복은 다소 더딜 전망이다.

게임 업종의 경우 대형 업체의 상반기 신작 모멘텀 약화로 부진한 주가 흐름을 보였듯이 하반기에는 대형 MMORPG 및 기존 인기게임의 해외 출시가 집중되면서 긍정적인 주가 흐름이 예상된다. 올해 하반기 출시 예정 신작 중에서 가장 주목 받고 있는 게임은 컴투스의 '스카이랜더스', '서머너즈워 MMORPG', 넷마블의 '블레이드앤소울 레볼루션', '세븐나이츠2', 카카오게임즈의 '블레이드2' 등이 있으며, 내년에 출시 예정인 엔씨소프트의 '블레이드앤소울 레볼루션2', '리니지M'에 대한 기대감은 올해 연말부터 주가에 반영될 것으로 전망한다. 더불어 해외 진출은 더욱 확대될 것으로 펠어비스의 '검은사막 모바일'은 올해 3분기 대만과 동남아 출시를 시작으로 내년 1분기 내에 북미/유럽, 일본 지역에 순차적으로 출시할 예정이다. 지난해 넷마블과 펠어비스의 상장으로 게임 업종의 시가총액이 급증한 것에 이어 게임 업체의 상장은 지속될 것으로 보인다. 카카오게임즈는 올해 하반기 상장 예정으로 PC온라인과 모바일 두 트랙으로 퍼블리싱 사업을 확대하면서 외형을 키우고 있어 높은 성장성 기반의 밸류에이션 프리미엄 적용이 가능할 것으로 게임업종의 시가총액 증가에 기여할 전망이다.

〈그림 5〉 인터넷·게임 업종의 시가총액 추이 및 전망: 게임 업종의 주가 반등 기대



자료: Quantwise, 하이투자증권

3. 투자 전략

2H18년 인터넷·게임 업종 커버리지 업체의 합산 매출액과 영업이익은 각각 8조 2,342억원(+21.1% YoY), 1조 8,331억원(+20.0% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 인터넷 업종의 2H18 매출액은 디지털광고와 콘텐츠 매출액의 증가를 기반으로 전년동기대비 16.5% 증가하며 탑라인 증가세를 이어가겠지만 인건비 등 차세대 플랫폼 선점을 위한 투자 확대로 영업이익은 매출액 증가율보다 낮은 7.3%를 기록할 것으로 추정한다. 게임 업종은 신작의 출시와 대형 MMORPG 라인업 확대에 따른 유저당 매출액이 상승하면서 매출액 성장세를 이어갈 전망이다. 매출 증가에 따른 고정비 부담 하락 및 마케팅비 효율화로 매출 증가율보다 영업이익 증가율이 높을 것으로 추정된다. 글로벌 인터넷 플랫폼 업종은 전반적으로 투자 사이클에 진입한 단계이다. 신사업 및 산업 변화 대응을 위해서는 연구개발비 및 마케팅 비용 증가는 불가피하지만 글로벌 경쟁 심화에 따라 투자 비용이 소모성 비용으로 사라질 가능성도 배제할 수 없기 때문에 투자가 안정적인 수익 창출로 이어질 수 있는지에 대한 확인이 필요한 시점이다. 더불어 국내 인터넷 플랫폼 사업자는 1) 최근 국내 포털의 뉴스 서비스에 대한 신뢰성 하락과 정치권의 뉴스 서비스 관련 규제 행보, 2) 구글, 유튜브, 인스타그램 등 다양한 글로벌 플랫폼의 이용시간 확대에 따른 국내 플랫폼 이용시간 잠식으로 지배력이 약화되고 있다. 하지만 글로벌 업체 대비 밸류에이션 매력도 낮아 성장 잠재력이 높은 해외 지역에서의 성과 감지 및 투자가 진행되고 있는 신규 플랫폼에서의 이익 창출이 확인되는 시점에 주가가 반등할 수 있을 것으로 예상된다.

게임 업종은 다양한 장르의 신작 게임의 시장 선점 경쟁이 마무리됨에 따라 신작 게임의 흥행률이 낮아지고 있는 점은 유의해야 한다. 더불어 확률형 아이템에 대한 유저 피로도가 누적되면서 최근에는 과도한 과금 유도보다는 최소한의 과금을 유도하는 일명 ‘착한 과금’ 방식이 확대되면서 대형 기대작의 예상 매출액은 낮아지고 있다. 신작의 흥행률이 하락하고 있는 시장 환경에서 1) 대형 MMORPG 개발력, 2) 효율적인 마케팅 방법 노하우, 3) IP 확보 능력, 4) 해외 지역 퍼블리싱 역량을 보유한 업체 위주로 매출액 쏠림 현상은 더욱 가속화될 것으로 판단한다. 특히 중국 시장에 적합한 게임을 개발할 수 있는 역량과 IP를 보유한 업체와 그렇지 않은 업체와의 밸류에이션 격차는 더욱 커질 것으로 전망한다. 전세계 게임 시장에서 가장 규모가 큰 중국 지역에서 한국 게임이 2년째 판호를 발급받지 못하고 있는 상황에서 판호 발급이 재가동된다면 중국에 게임을 출시한 업체의 실적은 큰 폭으로 상승할 것으로 예상된다. 사드 갈등 이후로 한국공동관 명칭을 사용할 수 없었던 ‘차이나조이’ 행사에서 올해는 주최 측이 그 명칭을 사용할 수 있도록 허용하면서 판호 발급 재개 기대감이 확산되고 있는 분위기이다. 판호가 재개되면 ‘리니지2레볼루션’ 판호 발급을 대기 중인 넷마블과 ‘검은사막’ 판호 발급을 대기하고 있는 펠어비스가 가장 수혜를 볼 것으로 예상된다. 위에서 언급한 4가지 조건에 가장 부합하는 컴투스를 업종 내 최선호주로, 관심종목은 넷마블, 펠어비스를 추천한다.

〈표 1〉 인터넷·게임 업종 연간 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

업종	종목	2017		2018E		YoY (%)		Consensus		차이 (%)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
인터넷	NAVER	4,678	1,179	5,528	1,181	18.2	0.1	5,519	1,164	0.2	1.4
	카카오	1,972	165	2,395	151	21.4	-8.8	2,389	142	0.2	6.1
인터넷 업종 소계		6,651	1,344	7,923	1,331	19.1	-1.0	7,908	1,306	0.2	1.9
게임	넷마블	2,425	510	2,843	668	17.3	31.0	2,718	599	4.6	11.6
	엔씨소프트	1,759	585	1,868	673	6.2	15.1	1,794	666	4.2	1.1
	펄어비스	117	65	527	256	349.5	295.7	471	253	11.9	1.2
	NHN엔터테인먼트	909	35	1,265	88	39.2	152.3	1,083	65	16.9	34.1
	컴투스	508	195	616	214	21.2	9.7	571	208	7.8	2.8
	게임빌	106	-20	136	-6	27.8	적지	141	-1	-3.9	355.6
게임 업종 소계		5,824	1,369	7,255	1,892	24.6	38.2	6,778	1,789	7.0	5.7
인터넷/게임 업종 합계		12,475	2,713	15,178	3,223	21.7	18.8	14,686	3,095	3.4	4.1

자료: 하이투자증권

〈표 2〉 인터넷·게임 업종 반기별 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

업종	종목	1H17		2H17		1H18		2H18		YoY (2H18 기준, %)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
인터넷	NAVER	2,212	576	2,467	603	2,679	545	2,849	636	15.5	5.5
	카카오	912	83	1,060	82	1,134	52	1,261	99	18.9	20.7
인터넷 업종 소계		3,124	659	3,527	685	3,813	596	4,110	735	16.5	7.3
게임	넷마블	1,227	305	1,198	205	1,085	179	1,758	489	46.8	139.0
	엔씨소프트	498	68	1,261	517	961	389	907	285	-28.1	-44.9
	펄어비스	65	43	52	22	212	105	315	150	501.6	597.8
	NHN엔터테인먼트	452	19	457	16	566	40	699	48	52.8	205.8
	컴투스	250	99	258	96	253	88	363	125	40.6	31.3
	게임빌	59	-7	48	-12	55	-7	81	1	70.9	흑전
게임 업종 소계		2,550	527	3,274	842	3,132	794	4,124	1,098	26.0	30.4
인터넷/게임 업종 합계		5,674	1,186	6,801	1,527	6,944	1,390	8,234	1,833	21.1	20.0

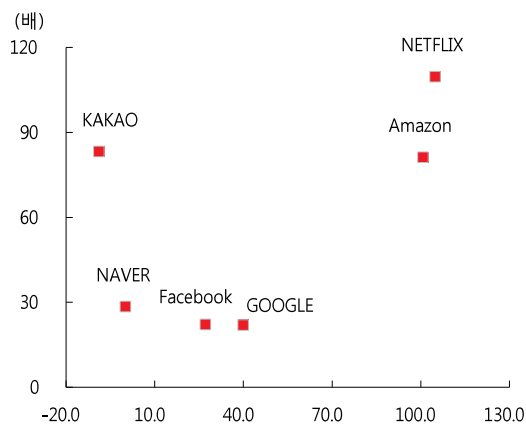
자료: 하이투자증권

〈표 3〉 인터넷·게임 업종 실적 현황 및 전망

업종	기업명	FY	Sales (십억원)	OP (십억원)	NP (십억원)	EPS (원)	OPM (%)	NPM (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
인터넷	NAVER	17	4,678	1,179	773	23,447	25.2	16.5	37.1	6.6	18.8
		18E	5,528	1,181	815	24,721	21.4	14.7	28.8	4.3	13.7
		19E	6,280	1,469	1,005	30,499	23.4	16.0	23.3	3.8	11.4
	카카오	17	1,972	165	109	1,602	8.4	5.5	85.5	2.3	30.5
		18E	2,395	151	87	1,144	6.3	3.6	99.6	2.1	29.2
		19E	2,776	242	137	1,795	8.7	4.9	63.5	2.1	22.8
게임	넷마블	17	2,425	510	310	5,650	21.0	12.8	26.7	2.6	13.0
		18E	2,843	668	481	7,349	23.5	16.9	20.5	2.2	9.2
		19E	3,504	920	626	8,167	26.2	17.9	18.5	1.9	7.8
	엔씨소프트	17	1,759	585	441	24,108	33.3	25.1	15.2	2.3	7.9
		18E	1,868	673	529	36,768	36.0	28.3	9.8	1.7	4.0
		19E	2,480	986	807	40,377	39.8	32.5	8.9	1.3	1.8
	펄어비스	17	527	256	207	21,595	48.5	39.3	9.4	3.4	5.0
		18E	642	334	274	25,001	52.0	42.6	8.0	2.4	2.4
		19E	722	334	317	20,467	46.2	43.9	9.8	1.9	-3.8
	NHN엔터테인먼트	17	909	35	17	849	3.8	1.8	80.6	0.9	14.7
		18E	1,265	88	89	4,573	6.9	7.1	15.4	0.9	8.3
		19E	1,427	106	65	3,335	7.4	4.6	21.0	0.8	8.6
	컴투스	17	508	195	142	11,066	38.3	28.0	12.3	2.3	5.5
		18E	616	214	176	13,641	34.7	28.5	13.8	2.6	7.4
		19E	781	309	237	18,423	39.5	30.3	10.2	2.1	4.5
	게임빌	17	106	-20	8	1,211	-18.9	7.5	76.2	2.5	-44.4
		18E	136	-6	18	2,722	-4.7	13.2	23.8	1.7	-275.8
		19E	160	5	26	3,928	3.1	16.2	16.5	1.5	51.5

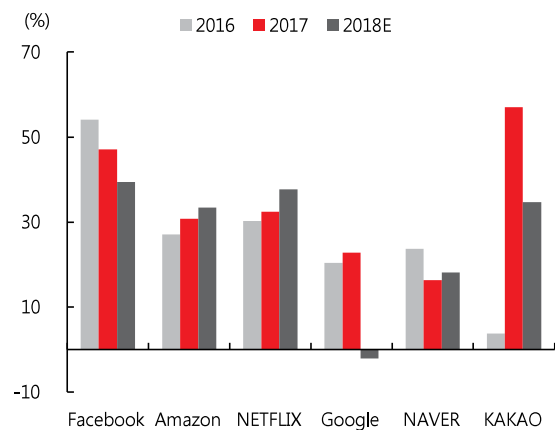
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림6〉 FANG 기업과 국내 인터넷 기업의 영업이익 성장률-PER



자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈그림7〉 FANG 기업과 국내 인터넷 기업의 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

II. 인터넷 산업 전망

1. 투자가 수익으로 이어지는 연결고리 확인 필요

국내 인터넷 플랫폼 업체인 네이버와 카카오는 빠르게 진화하고 있는 사업에서 기술력을 향상시키기 위해 인력 투자를 비롯하여 스타트업 투자·인수를 확대시키고 있다. 네이버는 지난해 AI 기반 기술 스타트업에 약 2,000억원을 투자했는데 올해에도 유사한 규모의 투자를 집행할 것으로 보인다. 네이버는 단순 검색 플랫폼에서 벗어나 기술 플랫폼의 진화를 위해 AI, 머신러닝, 딥러닝, 자율주행 등의 분야에 투자하여 기술과 융합된 서비스를 출시할 계획이다. 카카오 또한 플랫폼 사업이나 미래 신사업과 연관된 스타트업을 발굴하고 매년 투자 규모를 확대시키고 있다. 카카오는 카카오M 사례처럼 카카오 콘텐츠 플랫폼과 결합하여 시너지를 창출할 수 있는 분야에 투자를 집중하고 있다. 지난 1월 GDR 발행으로 1조원을 확보한 만큼 기술 인력 충원 및 국내외 스타트업 투자는 가속화될 전망이다.

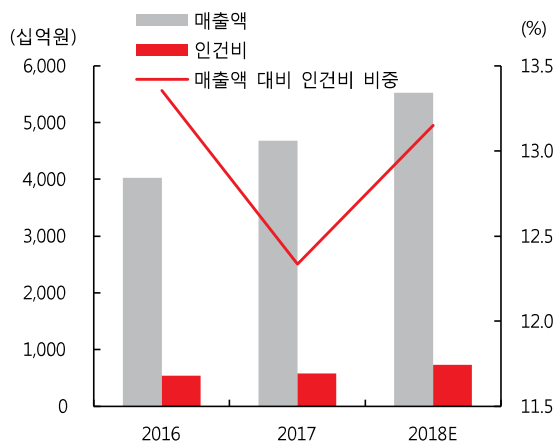
〈표 4〉 네이버와 카카오의 주요 스타트업 투자 사례

기업	분야	스타트업
네이버	인공지능	Appier Holdings, TalkIQ, Gyrfalcon Technology, Soundhound
	머신러닝	컴패니에이아이, 크라우드웍스
	딥러닝	퓨리오사에이아이, 바닷수
	로봇	Innoviz Technologies, 파토스
카카오	모빌리티	김기사, 파크히어
	콘텐츠	포도트리
	IoT 플랫폼	아씨오

자료: 하이투자증권

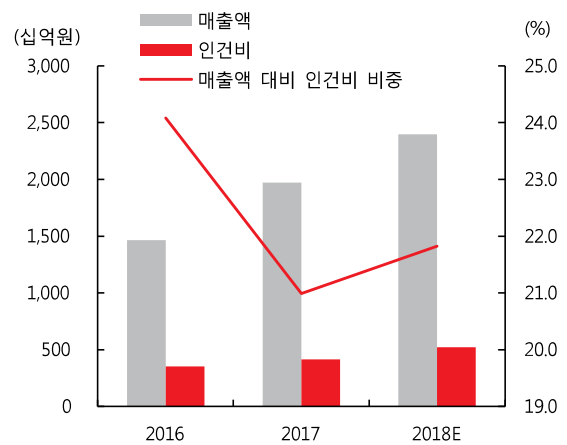
네이버와 카카오의 올해 매출액은 모두 안정적인 성장을 이어가겠지만 매출액 성장률 대비 높은 인건비 상승으로 인해 수익성 하락은 불가피할 전망이다. 네이버와 카카오의 올해 인건비는 각각 전년 대비 26.0%, 26.3% 증가, 영업이익률은 각각 전년 대비 3.8%p, 2.1%p 하락할 것으로 추정한다. 네이버 본사와 자회사 라인인 인공지능 플랫폼 및 핀테크서비스 등 사업 투자를 공동 진행하며 단기적으로 수익성이 하락하고 있으나 중장기적으로 신기술 플랫폼 시장을 선점하며 수익성이 회복될 것으로 전망한다. 이에 반해 카카오는 올해 수익이 본격화될 것으로 예상한 카카오 모빌리티를 비롯하여 신사업 부문의 수익화가 지연되고 있으며, 글로벌 인터넷 기업 대비 상대적으로 투자가 소극적이었던 카카오는 GDR 발행을 통한 자본 확충으로 올해 투자에 박차를 가할 것으로 단기적으로 수익성 회복은 어려울 것으로 판단한다. 장기적 관점에서는 4차 산업혁명 시대에 글로벌 경쟁력을 갖추는 것은 필수이며, 신사업 및 산업 변화 대응을 위해서는 연구개발비 및 마케팅 비용 증가는 불가피하지만 글로벌 경쟁 심화에 따라 투자 비용이 소모성 비용으로 사라질 가능성도 배제할 수 없기 때문에 투자가 안정적인 수익 창출로 이어질 수 있는지에 대한 확인이 필요한 시점이다.

〈그림8〉 NAVER의 매출액과 인건비 추이



자료: NAVER, 하이투자증권

〈그림9〉 카카오의 매출액과 인건비 추이



자료: 카카오, 하이투자증권

2. 글로벌 기업 대비 경쟁력 약화 우려

국내 인터넷 플랫폼 사업자는 선점 효과를 기반으로 높은 지배력을 유지할 수 있었다. 하지만 1) 최근 국내 포털의 뉴스 서비스에 대한 신뢰성 하락과 정치권의 뉴스 서비스 관련 규제 행보, 2) 구글, 유튜브, 인스타그램 등 다양한 글로벌 플랫폼의 이용시간 확대에 따른 국내 플랫폼 이용시간 잠식으로 국내 인터넷 플랫폼 사업자의 지배력이 약화되고 있다. ‘드루킹 사건’ 이후 네이버는 뉴스 댓글과 배치와 관련하여 언론사가 일정 부분 결정권을 갖도록 하는 아웃링크 시스템 도입 등으로 주요 사업 영역인 뉴스 서비스 방식을 바꿀 계획이다. 이에 따라 3분기 내에 모바일에서는 뉴스가 첫 화면에 배치되지 않고 검색 중심으로 화면이 재구성될 것이다. 기존의 인링크 방식은 광고 수익 중에서 70%를 언론사에 배분하고 전재료도 지급하고 있었기 때문에 아웃링크 도입으로 인한 수익 훼손은 제한적이겠지만 뉴스 시장 지배력 약화에 따른 트래픽 감소 우려가 존재한다.

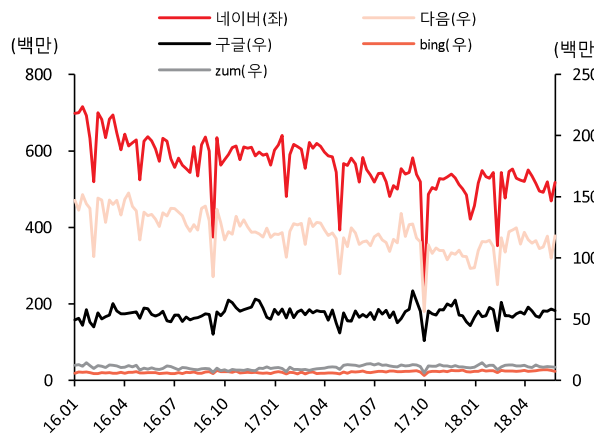
모바일과 소셜 미디어를 능동적으로 소비하는 10~30대 이용자는 검색, 동영상, SNS, 엔터테인먼트, 쇼핑 등 전통적 온라인 서비스 영역뿐만 아니라 AI, 핀테크 등 신규 서비스 영역에서 특정 플랫폼이 아닌 다양한 플랫폼을 활용하고 있다. 네이버와 카카오에 집중되었던 트래픽은 최근 구글, 유튜브, 인스타그램 등 다양한 글로벌 플랫폼으로 유입되고 있다. 네이버와 카카오를 방문하는 UV(순방문자수)는 큰 변화 없이 견조한 흐름을 이어가고 있지만 PV(페이지뷰)는 지난해 초를 기점으로 빠르게 하락하고 있다. 10~20대 이용자는 유튜브를 검색 플랫폼으로까지 활용하면서 사용 시간 기준으로는 이미 유튜브가 1위를 차지했다. 모바일 환경에서 동영상에 소비되는 시간이 지속적으로 증가하고 있는데 국내 인터넷 사업자는 특히 동영상 분야에서 경쟁력을 잃어가고 있는 것이다. 이에 따라 네이버와 카카오도 동영상 사업 전략을 강화하는 움직임을 보이고 있다. 네이버는 젊은 층의 이용자 유입을 위해 ‘쥬니버’의 키즈 영상, 뮤직 영상, 하우투 영상 확보에 집중하고 있으며, 동영상 콘텐츠 제작사인 플레이리스트 설립 및 콘텐츠 제작 스타트업인 72초의 지분 9% 투자 등을 통해 동영상 사업 강화를 위한 기반을 다지고 있다. 카카오는 음원서비스 플랫폼 카카오펜을 흡수합병하고 음악·영상 등의 콘텐츠 제작 법인을 별도로 출범하여 담당할 카카오 콘텐츠 플랫폼과 시너지를 창출할 예정이다. 젊은 층의 모바일 이용 패턴 변화로 국내 플랫폼 사업자가 구축해온 검색 시장 지배력이 약화된다면 밸류에이션이 재조정될 것으로 판단한다.

〈표 5〉 20대 국회 '댓글 규제' 관련 주요 발의 법안

법안	주요 내용	발의 의원
정보통신망법 개정안	댓글조작 사전 차단하는 기술적 장치 의무 설치	자유한국당 김성태
정보통신망법 개정안	매크로 등 댓글 작성 프로그램 사용 금지	더불어민주당 신경민
공직선거법 개정안	선거기간 중 댓글 조작 엄격 처벌	자유한국당 박성중
정보통신망법 개정안	사업자 댓글 모니터링·제한적 인터넷 실명제 도입	바른미래당 이언주

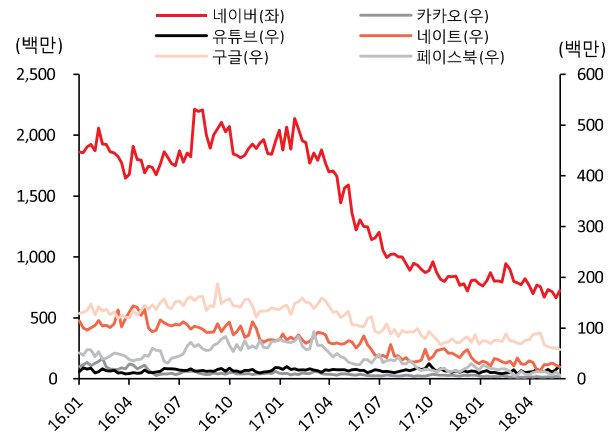
자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

〈그림10〉 주요 PC 웹사이트 주간 퀴리수



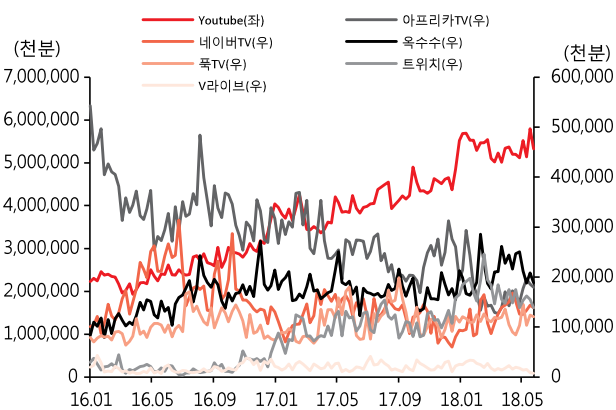
자료: 코리안클릭, 하이투자증권

〈그림11〉 주간 모바일(App+Web) PV 추이



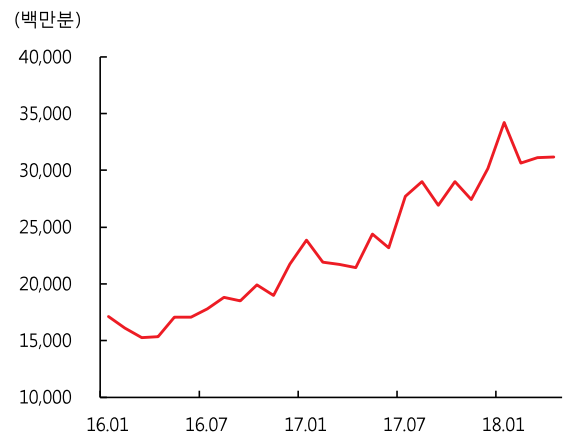
자료: 코리안클릭, 하이투자증권

〈그림12〉 주간 모바일 OTT 사용시간 추이



자료: 코리안클릭, 하이투자증권

〈그림13〉 월간 모바일 동영상 사용시간 추이



자료: 코리안클릭, 하이투자증권

3. 해외 사업에서 성장 기대

국내 인터넷 플랫폼 사업자는 규제가 심화되고 있는 국내보다 해외에서 새로운 사업 기회를 모색하고 있다. 네이버는 메신저 라인을 중심으로 일본 및 동남아에서 사업을 확대하고 있다. 라인은 핀테크 전문 자회사를 설립하고 가상화폐 거래소 개설을 추진하고 있으며, 미국 스트리밍 업체에 투자를 하고 해외 지역의 AI 분야 기술 스타트업에 지속적으로 투자를 진행하고 있다. 성장성에 한계가 있는 검색과 쇼핑 중심의 국내 사업에서 벗어나 상대적으로 규제가 적은 해외 지역에서 핀테크, 블록체인, AI 등 차세대 성장 동력을 확보할 것으로 기대한다. 네이버의 라인은 일본 태국 등에서 1.7억명의 이용자를 보유하고 있는 1위 메신저로 지난해 간편결제 라인페이의 연간 결제액은 4,500억엔까지 성장했다. 한국보다 핀테크 시장이 성숙하지 않은 동남아 시장에서 라인이 선점한다며 향후 전기·수도·가스 등 공공요금 납부 서비스까지 확장할 수 있을 것이다. 글로벌 핀테크 시장 규모는 지속적으로 확대될 것으로 기술 경쟁력 선점은 향후 기업 지배력을 강화시킬 것이다.

네이버와 카카오는 콘텐츠 분야에서도 해외에서 사업을 확대하고 있다. 카카오는 게임, 동영상, 웹툰이라는 3대 콘텐츠를 핵심축으로 해외 사업 확대에 박차를 가하고 있다. 카카오는 '검은사막' PC 온라인게임을 북미/유럽 지역에서 퍼블리싱하여 흥행에 성공시킨 경험이 있으며, 웹툰 서비스 '픽코마'는 일본에서 만화 관련 앱 매출 순위 2위를 기록하고 있다. 카카오는 올해 초 유치한 해외 투자금을 게임, 웹툰, 음악, 동영상 등 글로벌 콘텐츠 플랫폼 업체의 M&A에 활용할 예정인데 국내 기업보다는 해외 기업 대상 M&A가 추진될 가능성이 높을 것으로 판단한다. 네이버 또한 미국 동영상 스트리밍 회사 웨이브 미디어에 535억원 출자하고 라인은 만화 및 코믹스 사업 부문을 물적 분할하여 '라인 디지털 프론티어'라는 독립회사를 설립하여 일본, 대만 등에서 웹툰 플랫폼 영향력을 확대시킬 예정이다.

〈표 6〉네이버와 카카오의 글로벌 행보

구분	분야	내용
네이버	카메라 앱	· 소프트웨어뱅크, 세쿼이아캐피탈차이나로부터 스노우 중국법인 스노우차이나에 5천만달러 투자 유치 · 중국 등 아시아 지역 영향력 강화
	웹툰	· 자회사 네이버 웹툰에 600억원 추가 출자 · 일본, 북미 등 글로벌 웹툰 시장 공략
	동영상	· 자회사 웨이브미디어에 530억원 출자 · 미국 동영상 플랫폼 시장 공략
카카오	게임	· 온라인게임 '검은사막'으로 북미/유럽 시장에서 매출 확대
	웹툰	· 웹툰 서비스 '픽코마'로 일본 시장에서 2위 플랫폼 도약 · 하루에 100만명 이상이 웹툰 열람
	M&A	· 1조원 규모 M&A 자금 확보 · 콘텐츠 분야 M&A 대상 물색 중

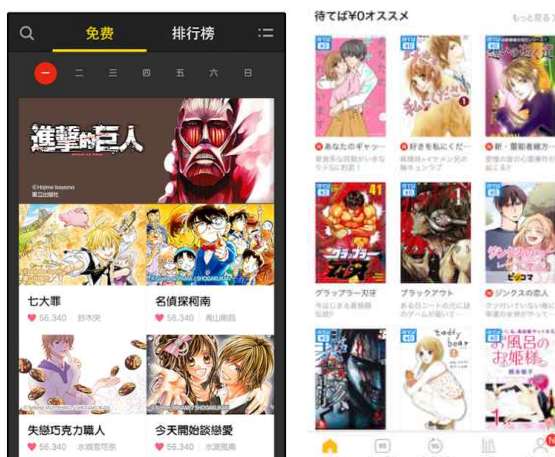
자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

〈표 7〉네이버 해외 사업 계획

사업 분야	국가	내용
핀테크	일본	라인파이낸셜 설립해 보험, 대출, 금융 서비스 확대
통신	일본	라인모바일 통해 소프트뱅크와 제휴, 통신 서비스
가상화폐	일본 프랑스	금융청에 가상화폐 거래소 신청 가상화폐 기술 기업 레저에 400만 유로 투자
인공지능	-	4000억원 규모 AI 원천 기술 스타트업 투자와 인수합병 모색
콘텐츠	동남아 미국	네이버 웹툰 600억원 투자해 동남아시아 시장 공략 스트리밍 업체 535억원 지분 인수

자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

〈그림14〉라인망가(좌)와 픽코마(우) 서비스



〈그림15〉일본 만화 카테고리 수익 순위: 한국 업체 10위권 내 3개 차지

#	앱	수익 순위
1	LINEマンガ - 無料で人気漫...	1
2	マンガUP! - 人気マンガが待て...	2
3	少年ジャンプ+ ジャンプの漫...	3
4	マンガワン-毎日更新! 最新...	4
5	100シーンの恋+ ぜんぶ恋...	5
6	【無料マンガ】comico/毎日新...	6
7	マガジンポケット 毎日更新の...	7
8	マンガUP! スクエニの人気...	8
9	Mania Box: Mania App	9
10	マンガBANG! - 人気漫画が...	10

자료: 각 사, 하이투자증권

자료: Appannie, 하이투자증권

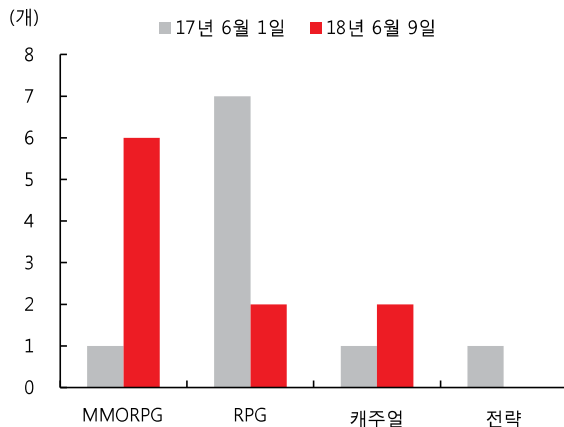
Ⅲ. 게임 산업 전망

1. 모바일 MMORPG 2.0 시대

올해 상반기에 다소 소강 상태였던 모바일 MMORPG 대작 출시는 3N사(넷마블, 넥슨, 엔씨소프트)를 중심으로 하반기부터 부활할 전망이다. 넷마블은 3분기 내 ‘블레이드앤소울 레볼루션’ 출시에 이어 ‘세븐나이츠2’를 출시할 예정이며, 엔씨소프트는 내년에 ‘블레이드앤소울2’, ‘리니지2M’, ‘아이온 템페스트’를 연이어 출시할 예정이다. 지난 2016년 12월 출시된 ‘리니지2 레볼루션’을 시작으로 개화된 모바일 MMORPG 시장은 대규모 신작의 연이은 출시로 시장파이는 지속적으로 확대될 전망이다. 지난 6월 4일 출시한 웹젠의 ‘뮤오리진2’와 넥슨의 ‘카이지’의 합류로 모바일 MMORPG 라인업은 더욱 확대되어 매출 순위 상위권 20위 내에 1위 ‘리니지M’을 비롯해 ‘리니지2 레볼루션’ ‘검은사막 모바일’, ‘라그나로크M’, ‘이터널라이트’, ‘엑스’ 등 MMORPG 장르는 8종이 됐다. 네트워크 환경과 디바이스의 진화로 PC 온라인게임을 즐기던 유저까지 모바일로 유입되고 있고, 탄탄한 세계관과 스토리, 유명 IP, 게임 운영 노하우가 결합되어 모바일 MMORPG는 더욱 진화될 전망이다.

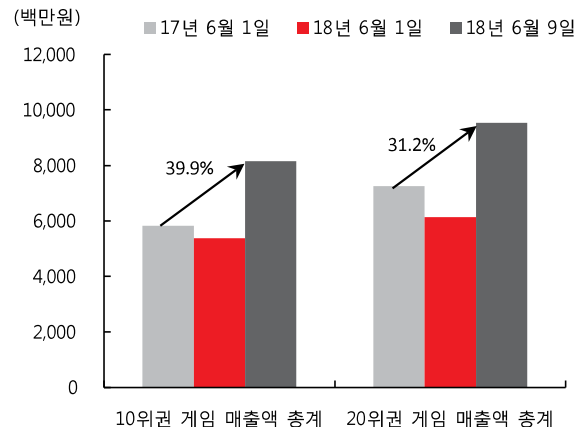
‘리니지2 레볼루션’ 이후 ‘리니지M’, ‘검은사막 모바일’이 출시되었을 때는 기존 게임의 매출 잠식 효과가 커 소수 게임의 일매출액은 급증했지만 상위 10위권 게임의 합산 매출액은 ‘리니지M’ 출시 이전과 유사한 수준이었다. 하지만 최근 ‘뮤오리진2’와 ‘카이지’의 출시 이후의 10위권 게임의 매출 합산액은 MMORPG 장르가 ‘리니지2레볼루션’ 1개일 때 시기 대비 40% 성장했다.

〈그림16〉 매출 기준 상위 10위권 내 모바일게임 장르별 개수



자료: App Annie, 하이투자증권

〈그림17〉 상위 모바일게임 일매출액 추이



자료: 하이투자증권 추정

다양한 IP와 과금모델의 변화로 신작이 출시되면 기존 게임의 매출 잠식보다는 신규 시장이 창출되는 모습을 보이고 있다. ‘뮤오리진2’는 ‘크로스월드’ 시스템 구현으로 MMORPG 2세대를 표방하며 유사한 게임성에 피로감이 누적된 유저에게 신선함을 제공하고 있다. 크로스월드는 완전히 독립된 하나의 세계로 구성되어 서버들의 중간계 역할을 하는 ‘어비스’가 핵심으로 ‘어비스’를 드나들며 다른 서버의 유저들과 협력하거나 대결하는 콘텐츠를 즐길 수 있는 것이 차별화 포인트이다. ‘카이지’의 경우 모바일게임 최초로 자유시장경제가 가능한 유저 간 1:1 거래를 탑재했다. 1:1 거래가 모바일에서도 잘 안착된다면 게임의 라이프사이클이 장기화되고 게임 업체의 수익성을 향상시킬 수도 있다.

〈그림 18〉 웹젠의 ‘뮤오리진2’ 통합서버 콘텐츠 ‘어비스’



자료: 웹젠, 하이투자증권

〈그림 19〉 넥슨의 ‘카이지’ 1:1 거래 시스템



자료: 넥슨, 하이투자증권

〈표 8〉 출시 예정인 주요 신작 라인업

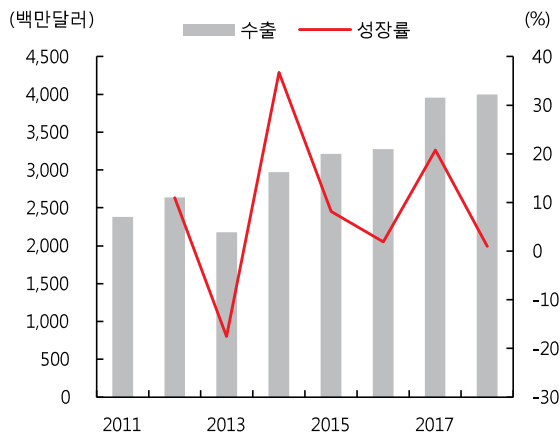
회사명	신작명	장르	출시예정일	
넷마블	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	3Q18	
	더 킹 오브 파이터즈 올스타 요괴워치 메달워즈 (가제)	액션 PRG 액션 RPG	2H18	
	세븐나이츠2 이카루스M 원탁의 기사 (가제) 일곱개의 대죄 (가제) 극열 마구마구 (가제) 스톤에이지 MMORPG 팬텀게이트 중야 캐치마인드 중야 야채부락리 리치 그라운드 매직 더 개더링M (가제) 방탕소년단 월드	MMORPG MMORPG MMORPG 일본 애니메이션 IP 기반 RPG 야구 RPG MMORPG 어드벤처 RPG 위치기반 소셜 게임 커뮤니티형 RPG 캐주얼 게임 실시간 대전 실사형 시네마틱	미정	
	세븐나이츠 (콘솔)	콘솔용	미정	
	FIFA 온라인 4M	스포츠 게임	2018년 7월	
	던전앤파이터 2D 모바일 (중국) 마기아 마비노기 모바일 아스텔리아 (PC) 배틀라이트 (PC) 기간트 쇼크(일본) 야생의 땅: 듀랑고 글로벌 메이플스토리 2 (PC, 북미/유럽) 메이플 스토리 M (북미/유럽)	액션 RPG 액션 RPG MMORPG 온라인 군단형 MMORPG PC 액션 MOBA 게임 슈팅 RPG MMORPG MMORPG MMORPG	2H18	
	엔씨소프트	블레이드 앤 소울 모바일 리니지2M 아이온 템페스트	MMORPG	2019
		아이온레기온즈 (북미/유럽)	RPG	
		프로젝트 TL	PC MMORPG	
		펄어비스	검은사막 (콘솔) 프로젝트K (가제, PC 및 콘솔) 프로젝트 V (가제)	콘솔용 MMO + FPS & AOS 캐주얼 MMO 게임
게임빌	엘룬 탈리온		전략 RPG MMORPG	3Q18
	코스모듀얼 게임빌 프로야구 NBA Go 피싱마스터2		캐주얼 게임 스포츠 게임 스포츠 게임 스포츠 게임	4Q18
	컴투스	댄스빌 버디크러시 스카이랜더스 링오브히어로즈	캐주얼 게임 스포츠 게임 시뮬레이션 RPG	3Q18
		히어로즈워 2 서머너즈워 MMO	RPG MMORPG	4Q18
NHN엔터		피쉬 아일랜드: 정령의 향로	리듬 액션 게임	3Q18
	모노가타리 루비 어미티 아레나 크리티컬웍스	'모노가타리' IP 기반 게임 애니메이션 'RWBY' 캐릭터를 활용한 게임 FPS 게임	2H18	

자료: 하이투자증권

2. 해외 진출 확대

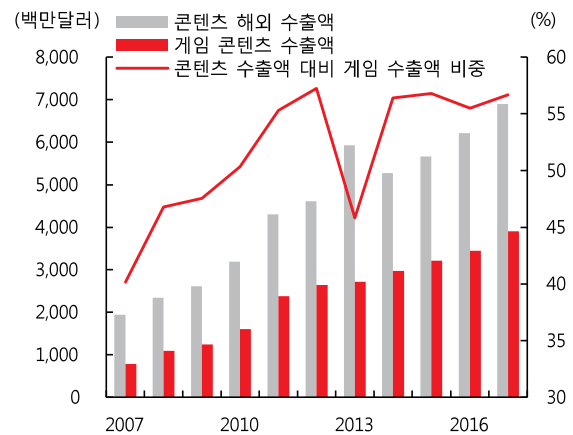
올해 국내 게임 시장 규모는 12조원에 이를 것으로 예상되는 데 이 중 약 40%는 해외 수출에서 발생할 전망이다. PC 온라인게임과 모바일게임의 양적·질적인 성장, 다양한 장르의 신작 출시, 기존 PC 게임의 콘솔 플랫폼 확대 등으로 올해 게임 수출액은 40억달러를 넘길 것으로 예상된다. 국내 콘텐츠 산업 수출에서도 게임 분야가 절대적인 비중을 차지하고 있으며, 사드 갈등으로 인해 지난해 중국에서 한국게임은 판호를 전혀 발급받지 못했음에도 불구하고 전년대비 그 비중이 더욱 확대되었다. 지난해 게임 수출액 규모는 전년 대비 20.8% 증가한 39억달러를 기록했으며, 콘텐츠 사업 수출액 대비 비중은 전년 대비 2%p 증가한 56%를 기록했다. ‘리니지2 레볼루션’, ‘서머너즈워’ 등 기존 글로벌 흥행작인 견조한 매출액을 유지하고 있으며, 올해 하반기에는 ‘검은사막 모바일’ 등 국내 출시 게임을 글로벌 지역으로 서비스를 확대할 예정이다. ‘검은사막’ IP는 이미 북미/유럽 서구권 시장과 일본 지역에서 PC 온라인게임으로 흥행한 경험이 있어 ‘검은사막 모바일’의 글로벌 출시에 대한 기대감이 높다. 또한 하반기에 출시 예정인 ‘방탄소년단’ IP를 활용한 넷마블의 육성 시뮬레이션 ‘BTS 월드’는 기존 RPG와 MMORPG에 집중한 국내 게임의 수출 장르를 다변화시킬 것으로 기대한다.

〈그림20〉 국내 게임 사업의 수출액 추이



자료: 게임백서, KOCCA, 하이투자증권

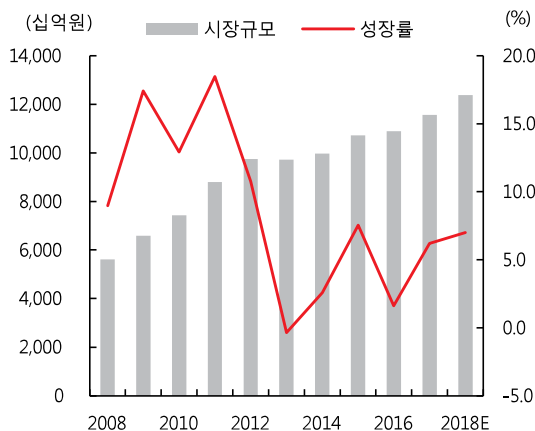
〈그림21〉 국내 콘텐츠 해외 수출액 대비 게임 수출액 비중 추이



자료: KOCCA, 하이투자증권

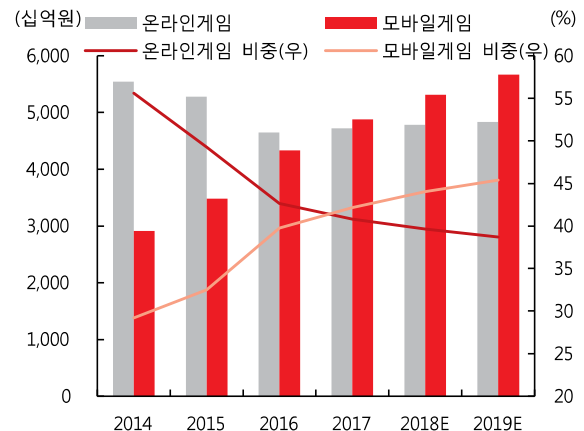
국내 모바일게임 시장의 성장은 당분간 지속되겠지만 PC 온라인게임 시장의 축소로 전체 게임 시장 파이의 성장은 제한적이다. 하지만 글로벌 게임 시장은 여전히 성장 잠재력이 높으며, 특히 북미/유럽, 남미, 중국, 일본 지역의 모바일게임 시장의 성장이 가속화되고 있어 해외 수출액이 매출 성장을 견인할 전망이다. 특히 올해 하반기부터 넷마블을 중심으로 일본 시장에서 매출이 확대될 것으로 기대한다. 넷마블은 상반기에 출시한 '테리아사가'에 이어 하반기에 '일곱개의 대죄', '더킹오브 파이터즈올스타', '요괴워치', '극열야구왕' 4종을 추가적으로 일본에서 출시할 계획이다. 일본 게임 시장은 일본 유저의 취향과 정서를 담고 있는 IP 활용 게임의 흥행률이 높은 시장인데 '더킹오브 파이터즈올스타'와 '요괴워치'는 일본 내에서 유명한 IP로 흥행 가능성이 높아 보인다. 올해 일본 게임 시장 규모는 21조원으로 예상하며, 이 중 모바일게임 시장 규모는 국내 대비 2배 가량 높은 12조원 수준으로 일본 게임 시장은 국내 게임 업종에게 새로운 기회로 작용할 것이다.

〈그림22〉 국내 게임시장 규모 추이



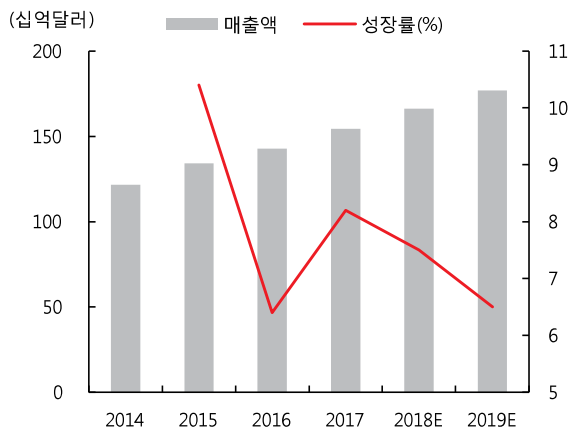
자료: 게임백서, KOCCA, 하이투자증권

〈그림23〉 국내 PC 온라인게임과 모바일게임 시장 규모 및 비중 추이



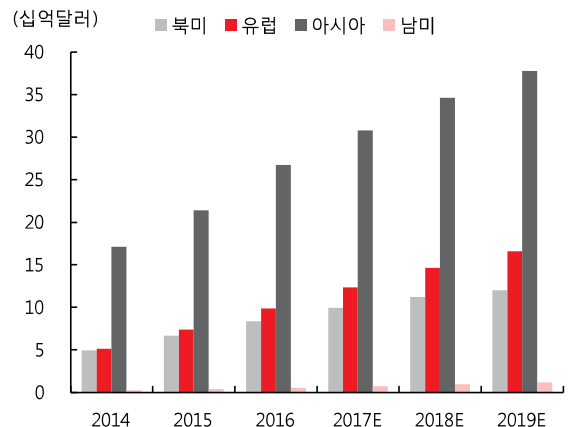
자료: KOCCA, 하이투자증권

〈그림24〉 글로벌 게임 시장 규모 추이



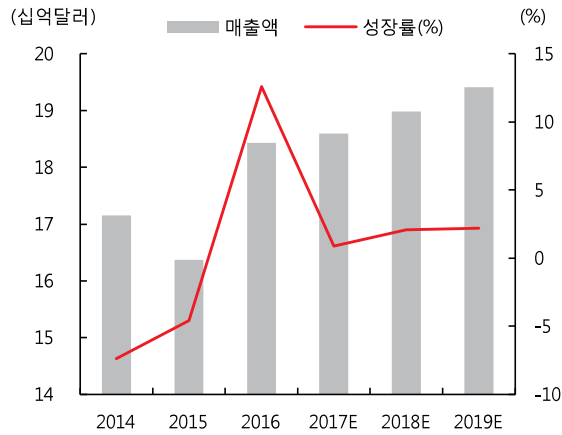
자료: 게임백서, 하이투자증권

〈그림25〉 세계 권역별 모바일 게임시장 규모 추이



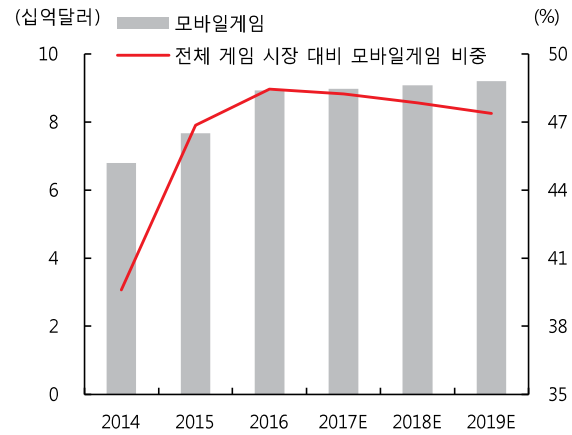
자료: 게임백서, 하이투자증권

〈그림26〉 일본 게임 시장 규모 및 성장률 추이



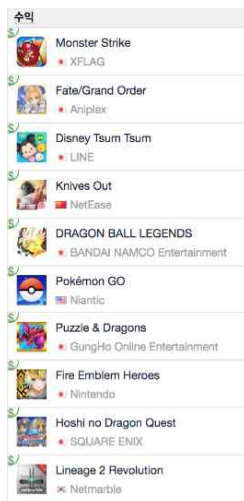
자료: 게임백서, 하이투자증권

〈그림27〉 일본 모바일게임 시장 규모 및 비중 추이



자료: 게임백서, 하이투자증권

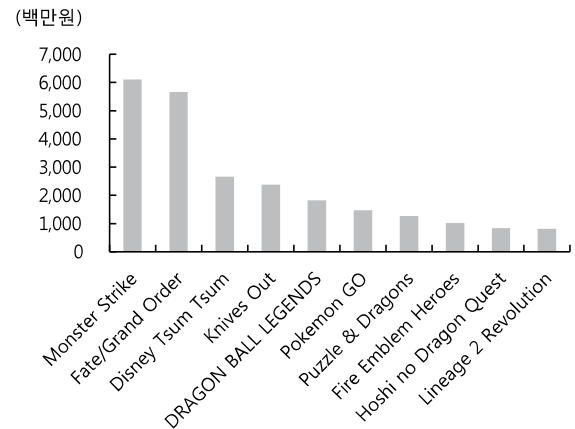
〈그림28〉 일본 모바일게임 매출 기준 Top 10



주: 2018년 6월 10일 iOS&구글 합산 기준

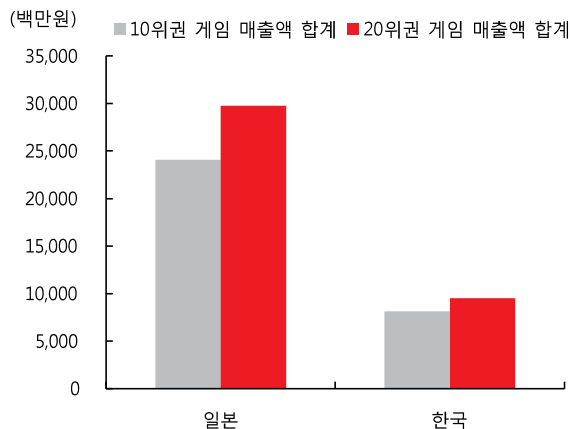
자료: App Annie, 하이투자증권

〈그림29〉 일본 매출 상위 10위권 일매출액 현황



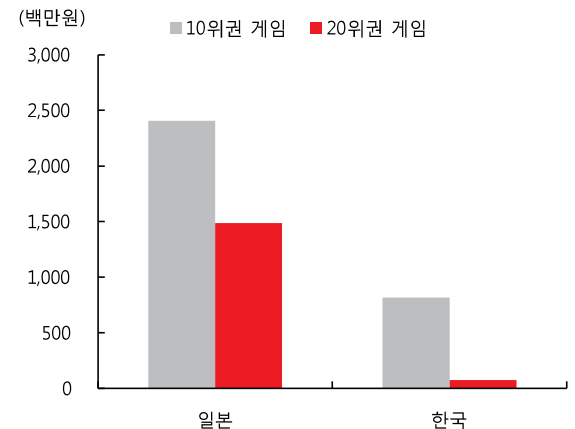
자료: 하이투자증권 추정

〈그림30〉 일본과 한국의 상위권 모바일게임 합산 매출액 비교



자료: 하이투자증권 추정

〈그림31〉 일본과 한국의 모바일게임 일평균매출액 비교



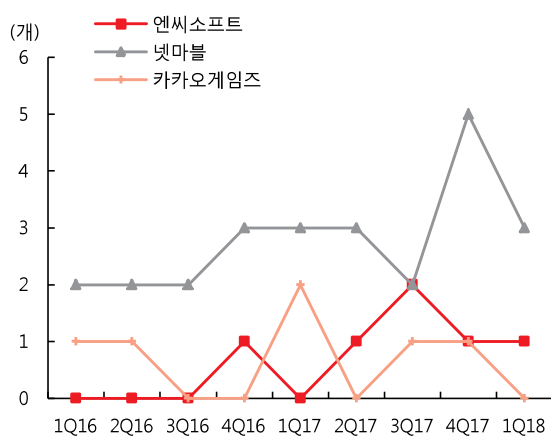
자료: 하이투자증권 추정

3. 신작 경쟁 심화에 따른 양극화 강화

국내 모바일 게임 시장은 대형 MMORPG 위주로 재편되었고 MMORPG는 개발비 부담이 높기 때문에 흥행에 성공시키기 위해 경쟁은 더욱 치열해지고 있다. 다양한 장르의 신작 게임의 시장 선점 경쟁이 마무리됨에 따라 신작 게임의 흥행률이 낮아지고 있는 점은 유의해야 한다. 더불어 확률형 아이템에 대한 유저 피로도가 누적되면서 최근에는 과도한 과금 유도보다는 최소한의 과금을 유도하는 일명 ‘착한 과금’ 방식이 확대되면서 대형 기대작의 예상 매출액은 낮아지고 있다. 신작의 흥행률이 하락하고 있는 시장 환경에서 1) 대형 MMORPG 개발력, 2) 효율적인 마케팅 방법 노하우, 3) IP 확보 능력, 4) 해외 지역 퍼블리싱 역량을 보유한 업체 위주로 매출액 쏠림 현상은 더욱 가속화될 것으로 판단한다.

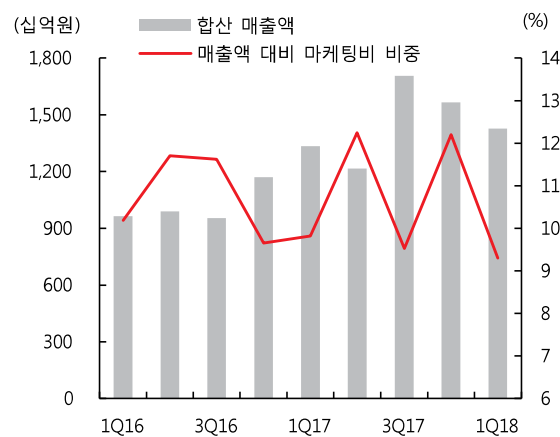
특히 중국 시장에 적합한 게임을 개발할 수 있는 역량과 IP를 보유하고 있는 업체와 그렇지 않은 업체와의 밸류에이션 격차는 더욱 커질 것으로 전망한다. 전세계 게임 시장에서 가장 규모가 큰 중국 지역에서 한국 게임이 2년째 판호를 발급받지 못하고 있는 상황에서 판호 발급이 재가동된다면 중국에 게임을 출시한 업체의 실적은 큰 폭으로 상승할 것으로 예상된다. 사드 갈등 이후로 한국공동관 명칭을 사용할 수 없었던 ‘차이나조이’ 행사에서 올해는 주최 측이 그 명칭을 사용할 수 있도록 허용하면서 판호 발급 재개 기대감이 확산되고 있는 분위기이다.

〈그림32〉 10위권 내 게임사별 게임 개수



자료: Appannie, 하이투자증권

〈그림33〉 게임 업종 커버리지 업체의 합산 매출액 대비 매출액과 마케팅비 비중



자료: 각사, 하이투자증권

[기업분석]

컴투스(078340)

- 기다리던 '스카이랜더스' IP 게임 CBT 시작

넷마블(251270)

- 밸류에이션 프리미엄 타당

펄어비스(263750)

- 실망하기에는 이르다

컴투스 (078340)

기다리던 '스카이랜더스' IP 게임 CBT 시작

■ '스카이랜더스 링오브히어로즈' CBT 진행

컴투스의 기대 신작 중의 하나인 '스카이랜더스 링오브히어로즈'의 CBT가 금일부터 진행될 예정이다. IP 보유자인 액티비전이 개발 단계에서부터 기존 게임 '서머너즈워'의 요소 활용을 원했던 만큼 '서머너즈워'의 게임성이 상당 부분 결합된 것으로 보인다. '서머너즈워'는 5개 속성인 존재하는 반면, '스카이랜더스'는 10가지 고유 속성을 가진 캐릭터들이 존재, 유저는 캐릭터를 수집하고 성장시켜 전투에 활용할 수 있는 게임으로 다양한 조합과 구성을 통해 전략성이 더욱 강화된 것으로 파악된다. 기존 '스카이랜더스' 콘솔 게임의 유저층이 10대 이하~10대 초반이었던 점을 감안하면 '서머너즈워'의 매출 잠식은 상당히 제한적일 것으로 판단하며, 오히려 신작으로 인해 다양한 유저층을 확보할 수 있을 것으로 기대한다.

■ 2분기 '서머너즈워' 매출액 증가 예상

연말 프로모션 강화에 의해 지난해 4분기 높은 매출에 대한 부담으로 1분기에 매출액이 감소했던 '서머너즈워'는 2분기부터 프로모션을 재개했고, 이번달 중에 6번째 대규모 업데이트가 진행될 예정으로 2분기 '서머너즈워'의 매출액이 반등하여 전체 매출액은 전분기 대비 7.2% 증가할 것으로 추정한다. 또한 올해 6월은 '서머너즈워'의 출시 4주년되는 시기로 이번달부터 e스포츠 행사인 '월드아레나 챔피언십' 예선이 진행되어 10월에 서울에서 월드 결선이 진행될 예정이다. e스포츠 행사로 '서머너즈워'의 IP 파워는 더욱 향상될 것으로 기대하며 라이프사이클 또한 확대될 것이다. 더불어 금번 '월드아레나 챔피언십'은 인플루언서를 초청하여 글로벌 플랫폼에 생중계를 진행하여 온라인 채널을 적극 활용할 것이다. 중장기적으로 스폰서십, 광고 등으로 e스포츠 행사로 인한 수익 창출도 가능할 것으로 예상된다.

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 25.5만원으로 상향 조정

3분기 '스카이랜더스' 출시 이후에 올해 말 '서머너즈워 MMORPG' 신작이 추가로 출시될 것으로 신작에 대한 기대감이 향상되고 있어 업종 내 최선호주로 제시한다. 신작의 매출이 온기 반영되는 2019년 EPS에 국내 게임 업종의 평균 PER 13.7배를 적용하여 목표주가를 기존 22만원에서 25.5만원으로 상향 조정한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

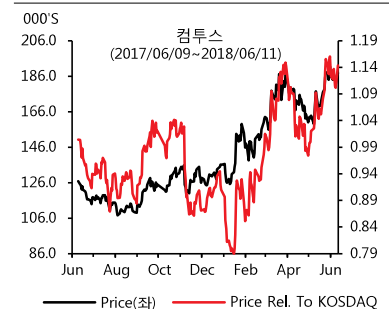
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	255,000원
종가(2018/06/12)	187,100원

Stock Indicator

자본금	6십억원
발행주식수	1,287만주
시가총액	2,407십억원
외국인지분율	31.8%
배당금(2017)	1,400원
EPS(2018E)	13,641원
BPS(2018E)	71,349원
ROE(2018E)	20.9%
52주 주가	107,500~191,500원
60일평균거래량	101,799주
60일평균거래대금	18.0십억원

Price Trend



〈표 9〉 컴투스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	508.0	615.8	781.4	120.3	129.4	125.7	132.6	114.0	138.7	170.7	192.4
영업이익	194.6	213.5	308.9	50.1	49.0	49.5	46.1	39.4	48.6	58.4	67.1
세전이익	193.2	232.6	314.2	50.0	52.1	53.4	37.7	49.7	51.5	61.3	70.1
순이익	142.4	175.5	237.0	36.7	37.5	38.8	29.4	36.5	39.2	46.6	53.3
성장률 (YoY %)											
매출액	(1.0)	21.2	26.9	-11.0	2.2	6.4	-0.4	-5.2	7.2	35.8	45.1
영업이익	1.4	9.7	44.7	-16.2	0.7	20.3	8.6	-21.3	-0.7	17.9	45.7
세전이익	-2.9	20.4	35.1	-18.1	2.0	28.0	-16.4	-0.6	-1.1	14.8	86.0
순이익	-6.2	23.3	35.1	-21.0	-1.2	25.4	-19.4	-0.5	4.4	20.1	81.3
이익률 (%)											
영업이익률	38.3	34.7	39.5	41.6	37.8	39.4	34.7	34.6	35.1	34.2	34.9
세전이익률	38.0	37.8	40.2	41.6	40.3	42.5	28.4	43.6	37.2	35.9	36.4
순이익률	28.0	28.5	30.3	30.5	29.0	30.9	22.2	32.0	28.2	27.3	27.7

주: 연결 기준

자료: 컴투스, 하이투자증권

〈그림 34〉 3분기 출시 예정 신작 ‘스카이랜더스 링 오브 히어로즈’



자료: 컴투스, 하이투자증권

〈표 10〉 컴투스의 2018년 하반기 신작 라인업

구분	게임명	장르	출시 (예정)일
모바일	댄스빌 버디크러시 스카이랜더스 링 오브 히어로즈	캐주얼 게임 스포츠 게임 시뮬레이션 RPG	3Q18
	히어로즈워 2 서머너즈워 MMO	RPG MMORPG	4Q18

자료: 컴투스, 하이투자증권

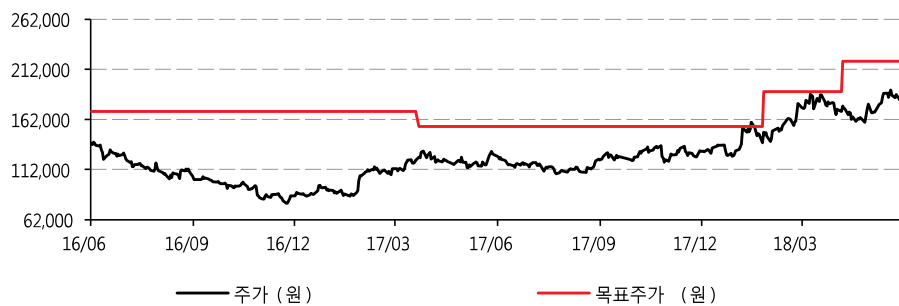
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	768	925	1,144	1,384	매출액	508	616	781	846
현금 및 현금성자산	26	35	107	202	증가율(%)	-1.0	21.2	26.9	8.3
단기금융자산	644	773	889	1,022	매출원가	51	51	51	51
매출채권	88	107	135	147	매출총이익	457	564	730	795
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	262	351	421	459
비유동자산	70	69	69	70	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	3	1	0	0	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	2	1	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	838	994	1,213	1,454	영업이익	195	214	309	335
유동부채	77	75	75	75	증가율(%)	14	9.7	44.7	8.6
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	38.3	34.7	39.5	39.6
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1	지분법이익(손실)	1	1	1	1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-10	9	-8	-8
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	193	233	314	344
부채총계	77	76	76	76	법인세비용	51	57	77	84
지배주주지분	761	918	1,137	1,378	세전계속이익률(%)	38.0	37.8	40.2	40.6
자본금	6	6	6	6	당기순이익	142	176	237	259
자본잉여금	208	208	208	208	순이익률(%)	28.0	28.5	30.3	30.7
이익잉여금	560	718	937	1,179	지배주주귀속 순이익	142	176	237	259
기타자본항목	-20	-20	-20	-20	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	141	175	236	259
자본총계	761	918	1,137	1,378	지배주주귀속총포괄이익	140	173	234	256

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	135	140	191	230	주당지표(원)				
당기순이익	142	176	237	259	EPS	11,066	13,641	18,423	20,167
유형자산감가상각비	2	2	1	0	BPS	59,141	71,349	88,339	107,073
무형자산상각비	1	1	1	0	CFPS	11,281	13,875	18,527	20,215
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	1,400	1,400	1,400	1,400
투자활동 현금흐름	-182	-135	-122	-139	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PER	12.3	13.7	10.2	9.3
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	2.3	2.6	2.1	1.8
금융상품의 증감	-164	-129	-116	-133	PCR	12.1	13.5	10.1	9.3
재무활동 현금흐름	-16	-18	-18	-18	EV/EBITDA	5.5	7.4	4.6	3.6
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	20.4	20.9	23.1	20.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	38.9	35.2	39.7	39.7
배당금지급	-17	-18	-18	-18	부채비율	10.2	8.3	6.7	5.5
현금및현금성자산의증감	-64	9	73	95	순부채비율	-88.1	-88.0	-87.7	-88.9
기초현금및현금성자산	90	26	35	107	매출채권회전율(x)	6.3	6.3	6.5	6.0
기말현금및현금성자산	26	35	107	202	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료: 컴투스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(컴투스)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	155,000	6개월	-23.6%	-15.9%
2017-07-17	Buy	155,000	1년	-18.7%	2.6%
2018-02-06	Buy	190,000	1년	-11.4%	-1.4%
2018-04-18	Buy	220,000	1년	-20.6%	-13.0%
2018-06-14	Buy	255,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-

넷마블(251270)

밸류에이션 프리미엄 타당

■ 업종 내 가장 많은 신작 라인업 보유

넷마블이 올해 출시하는 신작 라인업은 18종으로 현 시점까지 출시한 게임은 4종밖에 되지 않아 하반기에 신작 출시가 집중될 예정이다. 대형 MMORPG인 '블레이드앤소울 레볼루션'과 '세븐나이츠2'에 기대가 집중되어 있지만 높은 흥행을 기대하지 않았던 '해리포터: 호그와트 미스터리'가 출시 초기에 일매출액 17억 원 수준까지 기록하며 대규모 흥행을 기록했듯이 다양한 신작 라인업을 보유하고 있다는 것은 추정치 대비 추가 수익 창출 가능성이 높다는 것을 의미한다. 올해 하반기 출시 예정인 'BTS 월드'와 일본향 게임 4종에 대한 기대감도 점진적으로 확산될 것으로 기대한다. 일본 지역은 지난 5월 출시한 '테리아사가' 외에 '일곱개의 대죄', '더킹오브 파이터즈올스타', '요괴워치', '극열야구왕' 4종을 추가적으로 일본에서 출시할 계획이다. 일본 게임 시장은 일본 유저의 취향과 정서를 담고 있는 IP 활용 게임의 흥행률이 높은 시장인데 '더킹오브 파이터즈올스타'와 '요괴워치'는 일본 내에서 유명한 IP로 흥행 가능성이 높아 보인다.

■ 밸류에이션 프리미엄 요인 분석

넷마블의 12MF PER은 26배로 국내 게임 업종의 평균 PER가 14배 수준인 것을 감안하면 높은 밸류에이션 부담이 존재한다. 하지만 1) 다양한 신작 라인업, 2) '해리포터' 등 글로벌 IP 확보 역량, 3) 해외 지역 퍼블리싱 노하우, 4) 대형 MMORPG 개발 및 운영 노하우 보유는 밸류에이션 프리미엄 요인으로 타당하다고 판단한다. 올해 하반기부터 대형 MMORPG 신작이 연이어 출시될 것으로 시장 경쟁이 더욱 심화될 것으로 예상하는 가운데 다양한 신작 라인업을 통해 흥행률을 높일 수 있고 게임 업체로서 안정적인 매출을 유지할 수 있다는 것은 프리미엄 요인으로 적용되기 충분하다. 더불어 '블레이드앤소울 레볼루션'은 7월 내 사전예약이 시작될 것으로 신작 기대감이 재개될 수 있는 시기로 현 시점은 매수 적기로 판단한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	185,000원
종가(2018/06/12)	151,000원

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	8,516만주
시가총액	12,860십억원
외국인지분율	25.9%
배당금(2017)	360원
EPS(2018E)	5,650원
BPS(2018E)	58,573원
ROE(2018E)	10.3%
52주 주가	127,500~199,500원
60일평균거래량	301,672주
60일평균거래대금	43.9십억원

Price Trend



〈표 11〉 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2424.8	2843.3	3503.6	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	577.7	754.0	1004.3
L2R(글로벌)	1079.7	618.5	482.6	378.0	199.8	261.8	240.2	177.6	159.0	146.6	135.3
MCOC	253.7	331.8	265.5	27.5	70.2	69.8	86.2	81.2	85.2	83.5	81.9
세븐나이트	169.3	121.6	115.5	55.0	48.6	34.9	30.8	30.4	32.0	30.4	28.8
모두의마블	132.5	118.2	124.1	34.4	32.4	34.9	30.8	30.4	29.8	29.2	28.7
쿠키잼	138.6	136.8	109.5	34.4	32.4	34.9	36.9	35.5	34.5	33.8	33.1
B&S 레볼루션	0.0	244.0	195.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	60.0	184.0
기타	620.2	1,272.3	2,184.8	158.1	156.6	145.4	160.1	152.2	237.2	370.4	512.5
판매비	1,915.1	2,175.4	2,584.0	487.1	435.0	469.9	523.1	433.2	472.7	560.5	709.0
영업이익	509.7	667.9	919.6	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	105.0	193.5	295.2
세전이익	471.4	700.1	916.5	190.9	108.2	105.7	66.6	105.0	105.4	193.3	296.5
지배주주순이익	309.9	481.0	625.9	130.1	70.2	74.3	35.3	73.9	72.1	132.2	202.8
성장률 (YoY %)											
매출액	61.7	17.3	23.2	110.7	53.5	62.0	33.0	(26.2)	7.0	29.6	63.1
L2R(글로벌)	792.5	-42.7	-22.0	n/a	n/a	n/a	98.5	-53.0	-20.4	-44.0	-43.7
MCOC	n/a	30.8	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	195.3	21.4	19.7	-5.0
세븐나이트	-52.0	-28.1	-5.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-44.6	-34.2	-13.0	-6.3
모두의마블	-34.8	-10.8	5.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-11.4	-7.9	-16.2	-6.9
쿠키잼	-3.6	-1.3	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4	6.3	-3.3	-10.4
B&S 레볼루션	n/a	n/a	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	-8.7	105.1	71.7	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.7	51.4	154.7	220.1
판매비	58.9	13.6	18.8	82.6	45.4	59.6	51.7	-11.1	8.7	19.3	35.5
영업이익	73.0	31.0	37.7	236.9	99.8	73.1	-21.5	-62.9	-0.1	73.1	218.5
세전이익	71.1	48.5	30.9	180.7	111.3	80.4	-31.8	-45.0	-2.6	82.8	345.1
지배주주순이익	78.1	55.2	30.1	216.5	234.3	86.2	-51.0	-43.2	2.7	77.9	474.5
이익률 (%)											
영업이익률	21.0	23.5	26.2	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	18.2	25.7	29.4
세전이익률	19.4	24.6	26.2	27.8	20.0	18.2	10.8	20.7	18.2	25.6	29.5
지배주주순이익률	12.8	16.9	17.9	18.9	13.0	12.8	5.7	14.6	12.5	17.5	20.2

자료: 넷마블, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 12〉 넷마블의 2018년 하반기 신작 라인업

구분	게임명	장르	출시 (예정)일
모바일	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	3Q18
	더 킹 오브 파이터즈 올스타	액션 PRG	2H18
	요괴워치 메달워즈 (가제)	액션 RPG	
	세븐나이츠2	MMORPG	미정
	이카루스M	MMORPG	
	원탁의 기사 (가제)	MMORPG	
	일곱개의 대죄 (가제)	일본 애니메이션 IP 기반 RPG	
	극열 마구마구 (가제)	야구 RPG	
	스톤에이지 MMORPG	MMORPG	
	팬텀게이트	어드벤처 RPG	
	쿵야 캐치마인드	위치기반 소셜 게임	
	쿵야 야채부락리	커뮤니티형 RPG	
	리치 그라운드	캐주얼 게임	
	매직 더 개더링M (가제)	실시간 대전	
	방탕소년단 월드	실사형 시네마틱	
	세븐나이츠2	MMORPG	
콘솔	세븐나이츠 (콘솔)	콘솔용	미정

자료: 넷마블, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,918	3,759	4,750	5,790	매출액	2,425	2,843	3,504	3,783
현금 및 현금성자산	1,908	512	718	851	증가율(%)	61.6	17.3	23.2	8.0
단기금융자산	644	2,814	3,501	4,355	매출원가	-	-	-	-
매출채권	303	356	438	473	매출총이익	2,425	2,843	3,504	3,783
재고자산	2	3	3	4	판매비와관리비	1,915	2,175	2,584	2,779
비유동자산	2,429	2,343	2,289	2,248	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	145	145	144	144	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,237	1,154	1,101	1,066	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,348	6,103	7,039	8,039	영업이익	510	668	920	1,004
유동부채	501	547	610	659	증가율(%)	73.0	31.0	37.7	9.2
매입채무	121	141	174	188	영업이익률(%)	21.0	23.5	26.2	26.5
단기차입금	4	4	4	4	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	381	381	381	381	지분법이익(손실)	-6	-6	-6	-6
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-44	-45	-34	-25
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	471	700	917	1,019
부채총계	882	928	991	1,041	법인세비용	111	169	221	246
지배주주지분	4,329	4,988	5,792	6,665	세전계속이익률(%)	19.4	24.6	26.2	26.9
자본금	9	9	9	9	당기순이익	361	531	695	773
자본잉여금	3,842	3,842	3,842	3,842	순이익률(%)	14.9	18.7	19.8	20.4
이익잉여금	603	1,053	1,648	2,313	지배주주귀속 순이익	310	481	626	696
기타자본항목	-423	-423	-423	-423	기타포괄이익	208	208	208	208
비지배주주지분	136	186	256	333	총포괄이익	569	740	904	981
자본총계	4,465	5,174	6,048	6,998	지배주주귀속총포괄이익	564	732	895	971

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	503	623	742	832	주당지표(원)				
당기순이익	361	531	695	773	EPS	3,898	5,650	7,349	8,167
유형자산감가상각비	11	16	15	15	BPS	50,919	58,573	68,011	78,266
무형자산상각비	53	88	58	40	CFPS	4,713	6,863	8,216	8,811
지분법관련손실(이익)	-6	-6	-6	-6	DPS	360	360	360	360
투자활동 현금흐름	-1,433	-2,662	-1,180	-1,343	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-30	-15	-15	-15	PER	48.4	26.7	20.5	18.5
무형자산의 처분(취득)	-3	-5	-5	-5	PBR	3.7	2.6	2.2	1.9
금융상품의 증감	-496	-2,171	-687	-854	PCR	40.0	22.0	18.4	17.1
재무활동 현금흐름	2,527	-37	-37	-37	EV/EBITDA	23.5	12.4	8.7	7.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	11.2	10.3	11.6	11.2
자본의증감	2,635	0	-	-	EBITDA이익률	23.7	27.1	28.4	28.0
배당금지급	-	-31	-31	-31	부채비율	19.8	17.9	16.4	14.9
현금및현금성자산의증감	1,635	-1,396	205	133	순부채비율	-57.0	-64.2	-69.7	-74.3
기초현금및현금성자산	273	1,908	512	718	매출채권회전율(x)	8.8	8.6	8.8	8.3
기말현금및현금성자산	1,908	512	718	851	재고자산회전율(x)	1,142.8	1,110.0	1,135.3	1,067.7

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(넷마블)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-08	Buy	250,000	1년	-34.6%	-20.2%
2018-04-23	Buy	185,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-

필어비스(263750)

실망하기에는 이르다

■ '검은사막 모바일' 해외 출시로 투자심리 회복될 전망

최근 경쟁사의 MMORPG 신작 출시로 '검은사막 모바일'의 매출 순위는 2위에서 4위까지 하락하면서 매출이 잠식되는 모습을 보였고, 이에 따른 주가 하락은 불가피했다. '검은사막 모바일'의 평균 일매출액은 출시 초기 대비 유사한 11억원 수준을 기록하고 있었으나 최근 7~8억원 수준까지 하락한 것으로 파악된다. 하지만 '검은사막 모바일' 매출액은 2분기부터 온기 반영되기 때문에 2분기까지 분기별 매출액은 상승세를 이어갈 것이며 오는 14일 진행되는 대규모 업데이트 이후 매출액의 흐름을 파악할 필요가 있다. 또한 국내 매출 감소에 의한 투자심리 악화는 해외 출시가 가까워질수록 점진적으로 회복될 것으로 전망한다.

■ 3분기부터 '검은사막 모바일' 해외 출시 시작

'검은사막 모바일'은 올해 3분기에 대만과 동남아 지역에서 출시될 예정이며, 내년 1분기 중에 북미/유럽, 일본 지역까지 서비스를 확대할 계획이다. 또한 '검은사막' 콘솔 버전 (Xbox One 버전)은 3분기에 출시될 예정으로 오는 13일 미국 로스앤젤레스에서 개최되는 세계 최대 게임쇼 'E3 2018'에서 공개될 것이다. 신작의 경우 PC/콘솔 버전의 MMO FPS+AOS 복합 장르 '프로젝트 K', 모바일 캐주얼 MMO '프로젝트 V'가 올해 연말 공개되고 내년 중에 출시될 것으로 신작 모멘텀은 지속될 것이다. '검은사막 모바일'의 국내 매출이 자연 감소하고 있고 해외 출시는 3분기부터 시작될 것이기 때문에 3분기가 매출액의 저점일 것이며 4분기부터는 해외 매출 기여로 매출액이 반등하는 모습을 연출할 것이다. '검은사막 모바일'의 출시 일정은 당초 예상했던 시기보다 늦어지면서 주가가 조정 국면에 들어갔다가 출시 일정이 다가오면서 반등했듯이 해외 출시 일정이 다가올수록 주가는 회복될 것이기 때문에 최근의 주가 하락을 매수 기회로 활용하기를 권고한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

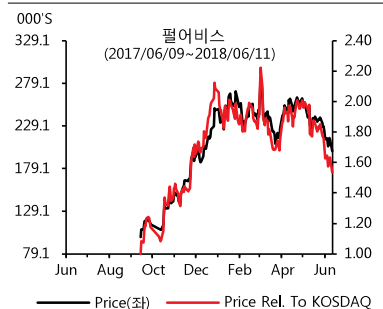
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원
증가(2018/06/12)	202,500원

Stock Indicator

자본금	6십억원
발행주식수	1,267만주
시가총액	2,565십억원
외국인지분율	8.1%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	16,559원
BPS(2018E)	38,062원
ROE(2018E)	54.7%
52주 주가	98,900~284,200원
60일평균거래량	151,951주
60일평균거래대금	35.7십억원

Price Trend



〈표 13〉 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	117.2	526.9	642.0	31.8	33.0	27.6	24.8	75.5	136.2	154.4	160.7
검은사막 PC	117.2	139.0	111.2	31.8	33.0	27.6	24.8	33.9	35.0	35.4	34.7
검은사막 모바일	0.0	369.4	304.5	0.0	0.0	0.0	0.0	41.6	101.2	109.8	116.8
검은사막 콘솔	0.0	18.4	43.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.2	9.2
기타	0.0	0.0	182.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	64.6	255.6	333.6	20.9	22.2	15.2	6.3	33.5	72.0	73.8	76.3
세전이익	58.5	254.6	333.6	18.0	22.9	16.1	1.5	33.2	71.7	73.6	76.1
당기순이익	49.5	207.2	273.5	15.2	19.6	13.6	1.1	26.8	58.5	60.0	62.0
성장률 (YoY %)											
매출액	90.3	349.5	21.9	79.8	106.4	118.0	62.7	137.4	312.3	459.4	548.7
검은사막 PC	n/a	18.7	-20.0	n/a	n/a	n/a	76.6	6.8	6.0	28.4	40.0
검은사막 모바일	n/a	n/a	-17.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
검은사막 콘솔	n/a	n/a	138.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	44.8	295.7	30.5	35.8	74.1	79.3	-21.0	60.2	224.4	386.3	1,104.5
세전이익	27.5	335.4	31.0	16.0	77.8	151.0	-86.8	84.9	212.7	356.8	5,108.1
순이익	22.3	318.5	32.0	-1.9	119.6	112.1	-88.3	76.0	198.0	342.4	5,392.7
이익률 (%)											
영업이익률	55.1	48.5	52.0	65.7	67.2	55.0	25.6	44.3	52.9	47.8	47.5
세전이익률	49.9	48.3	52.0	56.5	69.5	58.4	5.9	44.0	52.7	47.7	47.3
순이익률	42.2	39.3	42.6	47.8	59.4	49.1	4.6	35.4	42.9	38.8	38.6

주: 연결 기준

자료: 펠어비스, 하이투자증권

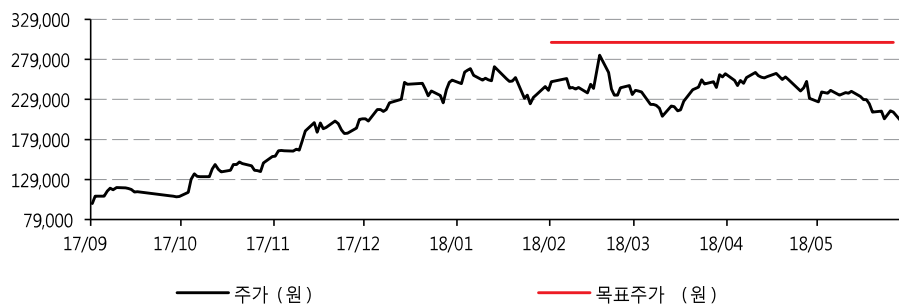
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	280	507	891	1,665	매출액	52	527	642	722
현금 및 현금성자산	241	459	827	1,587	증가율(%)	-43.5	905.8	21.9	12.4
단기금융자산	21	27	36	46	매출원가	-	-	-	-
매출채권	17	18	26	29	매출총이익	52	527	642	722
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	31	271	308	335
비유동자산	17	24	27	29	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	6	8	9	10	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4	6	7	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	297	531	918	1,693	영업이익	22	256	334	386
유동부채	20	48	161	621	증가율(%)	-63.6	1,080.3	30.5	15.8
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	41.3	48.5	52.0	53.5
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	2	2	2	2	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-1	-1	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	18	255	334	386
부채총계	21	49	163	622	법인세비용	3	47	60	70
지배주주지분	275	482	755	1,071	세전계속이익률(%)	33.8	48.3	52.0	53.5
자본금	6	6	6	6	당기순이익	15	207	274	317
자본잉여금	181	181	181	181	순이익률(%)	28.1	39.3	42.6	43.9
이익잉여금	85	292	566	883	지배주주귀속 순이익	15	207	274	317
기타자본항목	3	3	3	3	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	14	207	273	316
자본총계	275	482	755	1,071	지배주주귀속총포괄이익	14	205	270	313

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27	240	389	783	주당지표(원)				
당기순이익	15	207	274	317	EPS	1,293	16,559	21,595	25,001
유형자산감가상각비	1	3	4	4	BPS	22,807	38,062	59,611	84,566
무형자산상각비	0	3	5	5	CFPS	1,381	17,025	22,279	25,745
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-8	3	2	-1	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4	-5	-5	-5	PER	191.5	12.1	9.2	8.0
무형자산의 처분(취득)	-1	-5	-5	-5	PBR	10.9	5.2	3.4	2.4
금융상품의 증감	-21	-6	-8	-11	PCR	179.3	11.7	9.0	7.8
재무활동 현금흐름	179	-5	-6	-6	EV/EBITDA	120.3	7.8	4.9	2.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	8.3	54.7	44.2	34.7
자본의증감	185	0	-	-	EBITDA이익률	43.3	49.6	53.3	54.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	7.8	10.2	21.5	58.1
현금및현금성자산의증감	194	219	368	760	순부채비율	-95.0	-100.9	-114.2	-152.4
기초현금및현금성자산	47	241	459	827	매출채권회전율(x)	2.6	30.0	29.1	26.5
기말현금및현금성자산	241	459	827	1,587	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료: 펄어비스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(필터비즈)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-02-14	Buy	300,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- (작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-