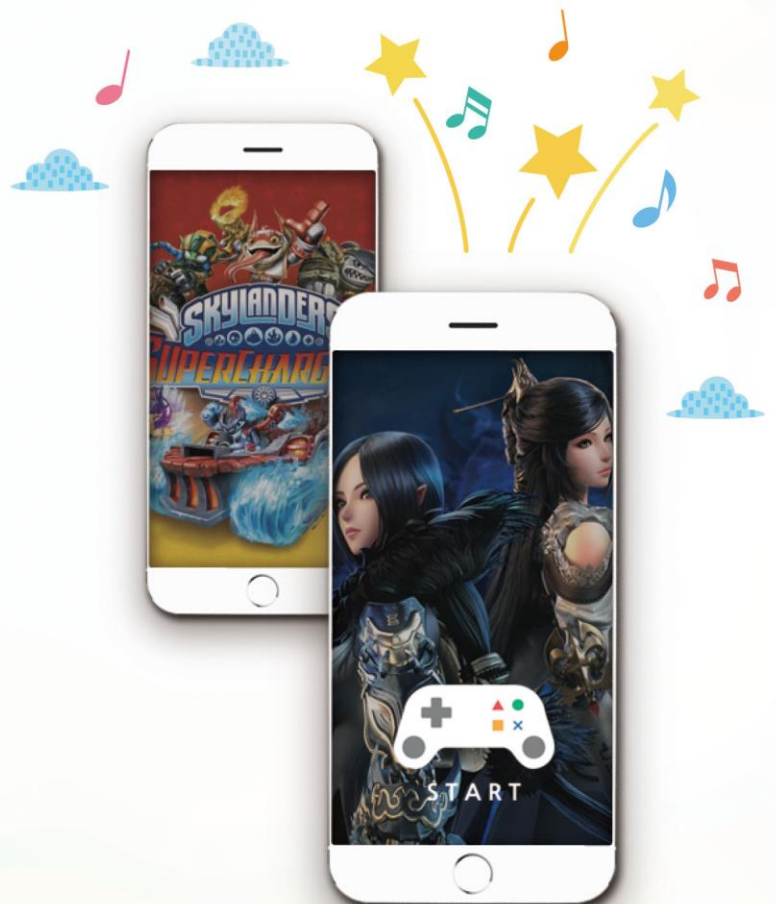


게임 Overweight(Maintain)

중대한 변곡점이 될 4Q 신작들

대내외 여건이 우호적이었던 작년과는 달리 올해는 게임시장의 여건에 불확실성이 존재하고 있습니다. 다행히 3Q 모멘텀 공백기를 지나 4Q 신작 모멘텀 시기가 다가왔습니다. 4Q에 출시되는 신작게임들의 성과가 내년 게임업종 기대치를 좌우할 것으로 전망됩니다. 어려운 시기에 국내 및 해외에서의 긍정적 소식이 들려오길 기대합니다. 최선호주로 더블유게임즈, 컴투스를 추천해드립니다.



Contents



Summary 3

- > 게임업종 총평 10~12월 출시되는 게임들
성과가 2019년 기대치를 좌우 3

I. 국내 파이의 성장 한계 4

- > 파이성장의 한계에 봉착한 2018년 4

II. 해외는 아직 성장하고 있어 6

- > 둔화되었지만 여전히 성장 중인 해외시장 6

III. 중국발 우려, 심화시킬 필요는 없어 7

- > Tencent발 우려 확대는 일시적 요소 7

IV. 7월 글로벌 매출로 알아보는 변화 Point 9

- > 포켓몬Go의 반등과 한국 게임들의 매출 하락세 9

V. 향후 라인업으로 보는

게임업종 투자전략 12

- > 4Q에 분위기 반전을 노린다 12

VI. 기대작들의 중요 Point 14

- > 관심게임: 불소:레볼루션, BTS월드, 스카이런더스,
NBA, 포트나이트 14

기업분석 18

- > 엔씨소프트 (036570) 19
- > 넷마블 (251270) 22
- > 컴투스 (078340) 25
- > 게임빌 (063080) 28
- > 더블유게임즈 (192080) 31

Compliance Notice

- 당사는 9월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주
식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공
한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료
상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고
있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게
반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이
작성되었음을 확인합니다

중대한 변곡점이 될 4Q신작들

>>> 국내 파이의 성장 한계

2017년 MMORPG를 통하여 높은 성장을 이루었던 국내 모바일게임시장은 2018년 들어 성장성에 한계를 보이고 있다. 상위게임들의 매출규모를 추정했을 때 작년 3Q를 고점으로 분기 매출이 하향 안정화되어 있는 것으로 판단된다. MMORPG들의 차별성 부족으로 인해 파이의 성장이 한계에 봉착한 것으로 풀이된다. 즉, 향후 나올 MMORPG들이 차별성을 나타내거나 트렌드를 선도하는 장르가 출현하지 않는 이상 국내 게임출시에 대한 기대치는 예전보다 낮아질 개연성이 높다.

>>> 중국발 우려 존재하나 해외가 돌파구

중국에서 판호발급이 중지되었고 청소년 대상으로 게임총량제를 실시한다고 발표가 나오면서 국내 게임업종 센터에도 악영향을 미쳤다. 또한 중국의 상반기 게임시장 성장도 예년 보다는 둔화된 것으로 나옴에 따라 기대치가 감소하고 있다. 하지만 국내업체들 입장에서는 1년반동안 중국시장에 진출을 못하고 있다는 점을 감안하면 시장규제 보다는 진출 가능성에 촉각을 더욱 기울일 필요가 있다고 판단된다. 국내시장의 성장성이 낮은 이상 이제는 동남아시아시장을 넘어 Big3 지역(북미/유럽, 일본, 중국)에서 의미 있는 성과를 낼 필요가 있다.

>>> 정말 중요한 4Q의 신작 성과

3Q 모멘텀 공백기를 지나 4Q부터는 연기되었던 기대신작들이 출시될 예정이다. 4Q에 출시되는 게임들은 올해 가장 기대를 모았던 게임들이었다. 즉, 이 게임들의 성과가 내년 국내 모바일게임시장에 대한 기대치를 판단할 수 있는 잣대가 될 것으로 판단하고 있으며 국내 및 해외에서의 돌파구를 보여주지 않는 이상 예전과 같은 기대감 형성은 어려울 것이다. 냉정히 말해 올해 Big Hit 게임이라고 꼽을 만한 게임은 거의 없다고 판단되며 국내 업체들의 경쟁력을 다시 입증해야 할 때가 되었다고 판단된다. 몇몇 대형신작에 대한 기대치만 높은 현 상황에서는 안정성과 모멘텀을 겸비한 업체들에 대한 투자가 유효하다고 판단된다.

>>> 최선후주: 더블유게임즈, 컴투스

Summary

>>> 게임업종 총평: 10~12월 출시되는 게임들 성과가 2019년 기대치를 좌우

주요 신작들의 출시가 늦어졌지만 큰 폭의 연기는 없다

게임업종에 대해 기존 투자의견인 비중확대(Overweight)를 유지한다.

당초 기대와는 다르게 주요 게임들의 출시 일정은 대부분 4Q로 연기되는 모습들을 나타내었다. 이에 따라 관련된 기대치들이 형성되기 어려웠고 실적부진까지 겹치면서 게임업종 주가가 침체되는 모습을 보이고 있다. 다만, 주요 기대작들의 출시 연기가 이전과 같이 반년~1년 수준의 연기가 아닌 1개월~3개월 수준의 연기이기 때문에 시간이 지남에 따라 다시 기대치가 확대될 가능성이 높다.

게임업종 2Q리뷰 총평

1. 2Q는 상반기 출시된 게임들의 성과가 부진함에 따라 기대에 미치지 못하는 실적을 구현
2. 비용에서 인건비의 상승 폭이 예상보다 더 컸음. 인력들의 확충 및 인센티브 지급들이 다수 존재
3. 대형 기대작들의 출시일정이 연기 되었음
4. 국내 신작출시를 통한 성장에 한계를 보여주었음

다만, 단기적으로는 신작에 대한 무조건적인 기대치 확대보다는 실적 안정성을 겸비한 업체에 대한 기대치 확대가 유효하다. 이는 올해 들어 Big Hit게임의 출현이 없었기 때문에 신작들에 대한 기대가 예전에 비해 감소하고 있기 때문이다. 결국 Hit게임의 출현 전까지는 모멘텀 플레이로 전환이 쉽지 않을 것을 판단된다. 그 전까지 반전할 수 있는 한 가지 요소는 중국의 판호발급이 재개될 경우이다. 판호발급은 그 동안 막혀있던 중국 신작모멘텀이 재개되는 것을 의미하기 때문에 관련 업체들의 반등 가능성이 크다.

안정성을 보유한 업체 중심에서 성과에 따른 모멘텀 반전 타이밍 잡기가 중요

1. 현재는 안정성 중심의 실적개선 업체들에 대한 비중확대가 유효
2. 신작게임의 Big Hit가 나타나거나 중국 판호발급이 재개될 경우 모멘텀 중심의 투자방식으로 전환할 필요가 있음
3. 당사에서는 10월경을 반전 타이밍으로 판단하고 있음
4. 다만, 4Q에 출시되는 기대작들의 성과가 미비할 경우 내년 게임업종에 대한 기대치를 낮출 필요가 있음

당사에서는 하반기 주요 게임을 넷마블의 블레이드앤소울:레볼루션과 BTS월드, 컴투스의 스카이라인더스:링스 오브히어로즈로 꼽고 있으며 이 세 게임의 성과수준에 따라 내년 신작에 대한 기대치가 크게 변동될 것으로 보고 있다. 특히 블레이드앤소울:레볼루션은 경쟁심화에 따라 MMORPG의 매출이 감소하고 있는 현 추세가 지속될 것인지 아니면 예전과 같이 MMORPG중심의 시장 성장이 가능한지를 판단할 수 있는 기준이 될 것이다. 만약, 성과가 기대에 비해 미비하다면 내년에 예정되어있는 MMORPG들에 대한 기대치가 확대되기 어려운 상황에 놓일 수 있다.

I. 국내 파이의 성장 한계

>>> 파이성장의 한계에 봉착한 2018년

MMORPG의 비중은 늘었으나 매출은 제자리걸음

2Q에 출시된 MMORPG들의 성과는 순위로는 높은 성과를 나타내었지만 실제 매출규모로 판단했을 때는 예전에 비해 성장했다고 평가하기 어렵다. 2Q에 출시된 뮤오리진2, 이카루스M 등의 MMORPG들은 출시 극초기에는 일정성적을 보였지만 급격히 매출이 하향 안정화되면서 5억원 미만의 매출을 유지하고 있다. 또한 리니지2:레볼루션, 검은사막M등의 매출도 자연감소가 이루어진 모습을 나타내었다. 리니지M의 매출도 업데이트를 통해 안정적인 모습을 보였지만 1Q대비 감소했다는 것은 국내 게임매출의 성장이 한계에 봉착했다는 것을 의미한다.

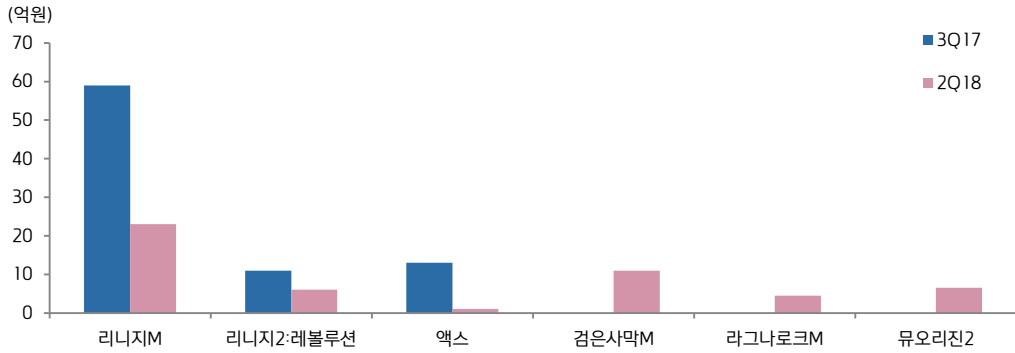
작년 하반기까지 게임업종의 상승을 지탱했던 이유 중 하나인 국내 매출의 성장성이 올해 한계를 보였다는 것은 그리 긍정적이지 않은 이슈이다. 이것이 의미하는 것은 2017년의 성과는 국내 게임유저층의 확대보다는 MMORPG를 통한 ARPU(Average Revenue Per User)의 증가가 대다수를 차지했다는 것이다. 장르의 변화에 따른 ARPU의 변화는 지금까지 성장의 주요 근간이 되었지만 최근 성과를 내고 있는 장르(Battle Royale, Moba 등)들의 특징은 낮은ARPU를 지향하고 있다. 이러한 최근의 흐름들은 향후 국내 매출규모의 성장을 더디게 만들 가능성이 높다. 이러한 부분을 타파하기 위해서는 높은ARPU에 대한 타당한 재미를 부여하는 것이 우선이다.

하반기 출시되는 게임의 성과가 내년 기대를 좌우

하반기에 출시되는 게임들의 성과가 무엇보다 중요한 이유는 게임업체들도 위와 같은 상황을 인지하고 있고 이 문제점에 대한 해결방식이 신작들을 통해서 나타날 것이기 때문이다. 즉, 신작들을 통해 게임업체들이 어떠한 해결방식을 꾀하고 있는지를 알아볼 수 있을 것이다. 지금까지 차별성의 부족으로 MMORPG에 대한 기대치가 낮아졌기 때문에 하반기에 출시되는 게임의 매출규모에 따라 변화 가능성을 점쳐볼 수 있을 것이다. 상반기 국내 신작게임의 최고 일평균매출은 15~20억원 수준을 달성한 검은사막M이다. 이후에 출시되었던 게임들은 잠시 10억원 이상의 매출은 달성한 적이 있으나 대부분 급격하게 감소한 모습들을 보였다. 즉, 작년에 달성하였던 30억원 이상의 일평균매출이 나오고 있지 않다는 것은 향후 기대치를 감소시키는 요소였다. 하반기에 출시되는 MMORPG는 이러한 높은 허들을 넘어야지 기대치를 다시 되살릴 수 있을 것이다.

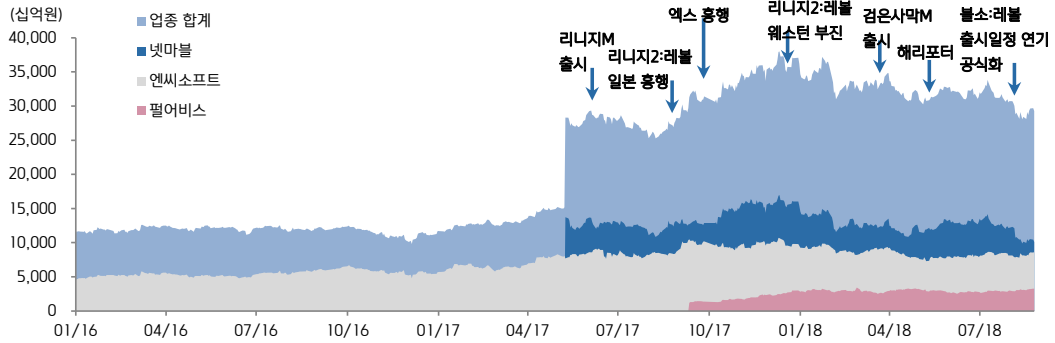
또한 아직까지 지속된 성과를 내지 못하고 있는 해외 신작도 성과를 낼 때가 되었다. 국내 업체들의 해외 매출 비중이 확대되고 있지만 이는 해외매출의 절대적 금액의 확대보다는 국내매출 비중의 감소 영향이 크다. 아직까지 글로벌 시장에서 성과를 내는 게임이 제한적이며 이마저도 기대치에 비해 낮은 성과를 내고 있는 것은 사실이다. 국내업체들이 예전부터 해외 성과 확대를 외치고는 있지만 상반기 중소형업체들의 글로벌 진출 성과 부진으로 기대치가 감소하였다. RPG장르를 제외한 새로운 트렌드를 만들어 낼 수 있는지가 주요한 관건 중에 하나이며 실제 성과 입증에 필요한 시점이다.

3Q17과 2Q18의 주요 MMORPG들의 일평균매출액 비교



자료: 각사, 키움증권 리서치센터 추정

게임업종 전체 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1주년 업데이트를 진행했던 리니지M



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

다크나이트 업데이트를 한 검은사막M



자료: 펠어비스, 키움증권 리서치센터

II. 해외는 아직 성장하고 있어

>>> 둔화되겠지만 여전히 성장 중인 해외시장

2018년 성장률은 당초 예상보다 둔화될 것으로 전망

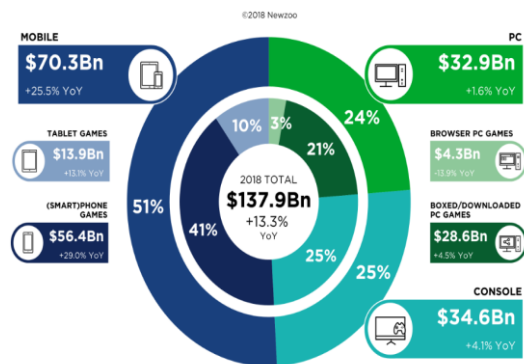
올해 상반기에도 다수의 게임들이 해외시장을 공략했다. 하지만 기대만큼의 성과가 나오지 못하였다. 그럼에도 불구하고 해외출시 게임에 대해서는 국내 출시게임보다 관심을 더 기울여야 한다. 국내는 MMORPG 중심의 게임 시장이 형성되어 있기 때문에 대작이 아닌 경우에는 성과에 대한 기대치가 매우 낮아질 수 밖에 없는 것이 현실이다. 반면 해외는 장르의 독식현상이 국내에 비해 낮기 때문에 다양한 스타일의 게임들에 대해서도 흥행 가능성이 존재하며 성과가 나타날 경우 장기간 성과확보가 가능해지기 때문이다.

6월에 나온 Newzoo의 자료에 따르면 2018년 모바일게임시장 성장률은 25.5%로 전망된다. 하지만 당사에서는 모바일게임시장의 성장이 이보다는 둔화될 것으로 전망하고 있다. 이는 중국 내 모바일시장 성장률이 상반기에 YoY +12.9% 성장에 그쳤기 때문(중국게임산업 보고서)이며 Big4지역이라고 할 수 있는 북미/유럽, 일본, 한국 시장의 성장률이 높지 않을 것으로 전망되기 때문이다. 특히 북미/유럽, 일본시장의 경우 급격한 성장의 모습을 보이고 있지 않기 때문에 10%내외의 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 한국 역시 전년 대비 성장성이 둔화될 것으로 전망되기 때문에 글로벌 전체적으로 10~15%의 성장률을 기록할 가능성이 높다고 판단된다.

해외 성과에 대해 낙심반이 될 스카이랜더스

하반기 해외 게임 출시게임은 다수 존재하고 있다. 현재 스카이랜더스, BTS월드, NBA 등이 출시될 것으로 전망되는 가운데 웨스턴 지역에서의 성과가 무엇보다 중요하다. 대만을 비롯한 동남아시아 지역에서의 성과는 주기적으로 성과가 나타나고 있고 규모 면에서 다른 지역보다 작기 때문에 성과에 대한 관심도가 크지 않다. 반면 국내업체들이 공략하기 어려워하는 지역이 웨스턴지역이다. 이 지역에서의 흥행이 뒷받침이 된다면 멈추었던 게임업종 기대치가 다시 살아날 가능성이 높다. 특히 게임업종 전체 시가총액이 고점을 달성(38조원)한 뒤 빠지기 시작한 시점이 리니지2:레볼루션의 웨스턴지역 흥행부진이었다. 이후 신작성과 부진/연기가 지속되면서 게임업종 시가총액이 감소했다는 점을 감안하면 하반기 웨스턴지역에서의 성과가 국내 업종에 중요한 이슈 중 하나가 될 것으로 전망된다. 특히 기대를 모으고 있는 게임은 컴투스의 스카이랜더스로서 하반기에 출시될 게임들 중에서 가장 기대치가 높게 형성될 것으로 전망된다.

Newzoo에서 나온 2018년 게임시장 전망



자료: Newzoo, 키움증권 리서치

10월 출시 예정인 스카이랜더스



자료: 컴투스, 키움증권 리서치

Ⅲ. 중국발 우려, 심화시킬 필요는 없어

>>> Tencent발 우려 확대는 일시적 요소

판호발급 지연은 규정 변화 때문, 한국게임도 발급재개에 포함될 수 있을까?

최근 게임업종에 대한 우려에는 Tencent의 영향도 존재했다. Tencent가 2Q실적 발표에서 13년만에 처음으로 순이익이 감소하는 모습을 보였다. 주된 이유는 게임매출의 감소였다. 글로벌 모바일 매출 1위를 유지하고 있는 Tencent의 매출 하락은 글로벌 게임 성장성, 중국 정부의 게임 규제에 대한 우려를 확대시키는 계기가 되었으며 이에 국내 게임업체들의 주가에도 큰 영향을 미쳤다. 또한 중국 게임산업 보고서에 따르면 올해 상반기 중국 모바일게임 매출은 634억위안을 기록하며 전년 상반기대비 12.9% 성장률을 기록했다.

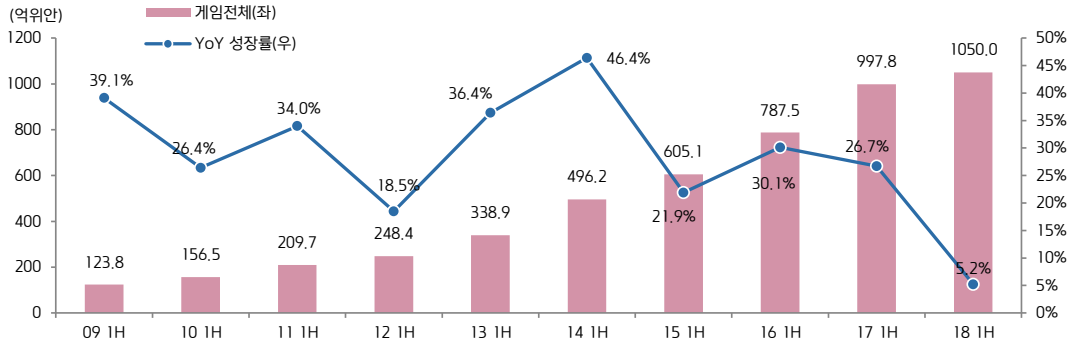
Tencent 컨퍼런스 콜에서 밝혀진 게임매출 감소 원인은 신작에 있었다. 판호발급 지연에 따른 신작 출시 감소로 게임 매출이 감소했다는 것이다. 특히 출시를 진행하고 마케팅 비용을 투입한 배틀그라운드와 판호 문제로 유료모델이 아닌 무료모델로 출시된 점도 한 요인이었다. 신작뿐만 아니라 기존 게임들의 매출 감소 영향도 존재한다. 1Q, Tencent 모바일 매출의 Top5는 1. 왕자영요(펜타스툼), 2. QQ Speed, 3. Clash Royale, 4. Clash of Clans 5. 기적:각성 이었다. 하지만 2Q들어 QQ Speed와 기적:각성의 매출이 급격히 감소하였다. 즉, 게임산업 전체의 성장 둔화보다는 Tencent 개별 이슈에 따른 매출 감소 요인이 크다. 7월 들어서는 MT4, Freedom Fantasy(자유환상)의 성과가 나타남에 따라 Tencent의 3Q 매출은 회복세를 보일 것으로 관측된다. 판호를 미리 받아놓은 게임이 3~4개가 남아있어 신작 출시는 아직 여유가 있다.

최근 판호 발급이 재개가 9월에 된다는 전망이 나오고 있다. 다만, 판호 발급이 재개된다 하더라도 내자판호의 발급만 이루어질지 아니면 한국게임까지 포함된 발급이 이루어질지는 아직 확인이 안 되고 있다. 판호발급 재개에 한국게임까지 포함이 된다면 모멘텀이 부족한 3Q 게임업종 흐름에 매우 긍정적인 영향을 줄 것이다. 반면, 중국 내자판호의 발급만 이루어질 경우 중국 모멘텀에 대한 기대치가 좀 더 유예될 것으로 판단된다. 일단 이번 중국 내 판호발급 중지는 게임 규제보다는 발급기관의 이관작업과 동시에 새로운 규정을 만들기 위해 만들어진 것으로 알려져 있다. 9월 판호발급 재개 설은 규정 수정작업이 완료가 마무리됨에 따라 나타난 것으로 파악된다. 국내 업체들에게 긍정적인 점은 시진핑 주석이 지식재산권(IP)과 관련한 부분을 올해 계속 강조하고 있다는 점이다. 규정의 수정작업에 지식재산권과 관련된 부분이 강화될 가능성이 농후하다. 지금까지 약 5개월 간 판호발급이 이루어지지 않았으며 그 전까지 3,000여개의 게임이 판호발급을 위해 대기하고 있기 때문에 한 번에 모든 게임의 판호 발급이 이루어질 가능성은 낮다. 만약, 한국게임에 대한 판호발급이 이루어진다면 순차적 판호 발급관점에서 제일 앞쪽에 이루어질 가능성이 있다.(발급대기 기간이 가장 길기 때문)

판호 발급을 위해 대기하는 한국 게임들

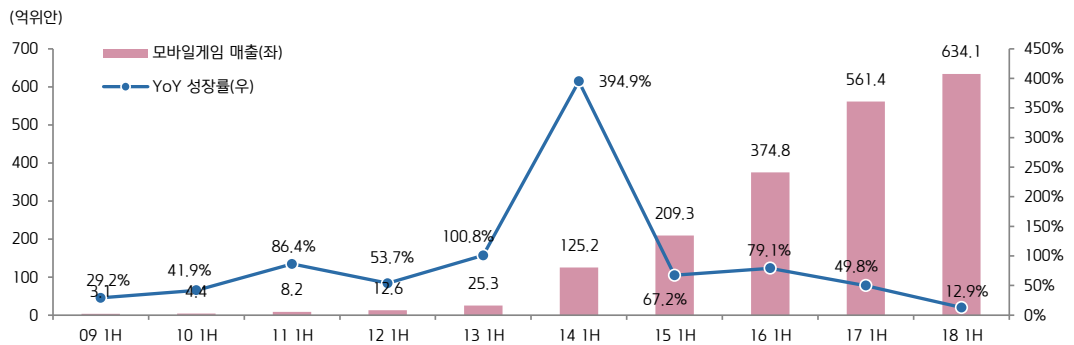
■ 모바일	리니지:레볼루션, 삼국블레이드
■ PC	배틀그라운드, 검은사막

중국 게임산업 매출액 추이(연도별 상반기)



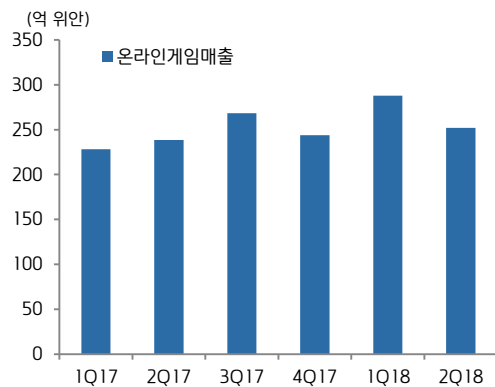
자료: 중국게임산업보고서, 키움증권 리서치센터

중국 모바일게임 매출액 추이(연도별 상반기)



자료: 중국게임산업보고서, 키움증권 리서치센터

텐센트 게임 매출액 추이



자료: Tencent, 키움증권 리서치센터

중국 교육부의 청소년 시력안정 시행안(총량통제)



자료: 중국교육부, 키움증권 리서치센터

IV. 7월 글로벌 매출로 알아보는 변화 Point

>>> 포켓몬Go의 반등과 한국 게임들의 매출 하락세

글로벌, 국가별 매출Point

<7월 글로벌 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 리니지M이 지난 6월에 비해 7월에 매출순위가 소폭 하락(2단계)
- 포켓몬Go가 업데이트에 힘입어 다시 매출 회복
- Battle Royale 장르의 게임들이 다운로드에서 여전히 좋은 성과를 보여주고 있음
- Supercell의 주요 게임인 Clash of Clans와 Clash Royale의 매출이 전반적으로 하락세를 보여주고 있음. 이에 따라 Supercell의 글로벌 퍼블리셔 순위도 8위로 하락(5월 6위)

<7월 미국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 여전히 퍼즐게임이 미국 매출의 대부분을 차지. 매출 10위권 내 4개의 게임이 퍼즐게임
- 포트나이트의 순위가 유지되는 가운데 AR게임인 포켓몬Go가 업데이트 효과로 매출 확대

<7월 중국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 왕자영요(국내명: 펜타스톰)가 1위를 유지 중인 가운데 상위게임들의 순위 변동은 없었음
- 다만 순위 내에서 살펴보면 신규 MMORPG들의 약진이 눈에 띄는 요소
- 포켓몬Go를 제외한 AR게임이 10위권 안에 들어오면서 성과를 내고 있음
- 다운로드는 PUBG Mobile의 순위가 지속적으로 강세인 가운데 MMORPG게임들의 다운로드가 확대

<7월 일본 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- Battle Royale장르인 넷이즈의 Knives Out이 매출 순위 3위를 기록
- 음악을 활용한 게임(The IDOLM, BanG Dream) 등이 매출 순위권에 진입
- 다운로드에서는 IP를 활용한 게임들이 강세를 보이고 있음(Polemon Quest, Yo kai Watch World, The King of Fighters Allstar, PES 2018, Fantasy life online)

<7월 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

<7월 한국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point>

- 리니지M의 순위가 견고한 가운데 MMORPG들의 매출이 전체적으로 하향됨
- 중국게임들의 성과가 확대 중. 삼국지M, Azur Lane, Dragon Nest(한국IP 활용) 등

글로벌 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	7월 글로벌(Google&iOS) 다운로드	장르
1	Helix Jump	아케이드
2	Rise Up	아케이드
3	Love Balls	아케이드
4	Hole.io	아케이드
5	Kick the Buddy	액션, 캐주얼
6	Subway Surfers	Running
7	Granny	아케이드
8	PUBG Mobile	Battle Royale
9	Free Fire	Battle Royale
10	My Talking Tom	캐주얼

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	7월 미국(Google&iOS) 다운로드	장르
1	Hole.io	아케이드
2	Helix Jump	아케이드
3	Word Link	퍼즐
4	Rise Up	아케이드
5	Kick the Buddy	액션, 캐주얼
6	Color Road	아케이드
7	Love Balls	아케이드
8	Fortnite	Battle Royale
9	Hello Stars	퍼즐
10	ROBLOX	Adventure

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일게임 다운 및 장르(iOS기준)

순위	7월 중국(iOS) 다운로드	장르
1	PUBG Mobile	Battle Royale
2	Hole.io	아케이드
3	Love Balls	아케이드
4	I am MT 4	MMORPG
5	Honour of Kings	Moba
6	The Continent of Wind	AR
7	PUBG by Timi	Battle Royale
8	Freedom Fantasy	MMORPG
9	Minecraft Pocket Editon	Adventure
10	Identity V	Adventure

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일게임 다운 및 장르(Google, iOS합산)

순위	7월 일본(Google&iOS) 다운로드	장르
1	Identity V	Adventure
2	Polemon Quest	RPG
3	Yo kai Watch World	RPG
4	Hole.io	아케이드
5	The King of Fighters	Action
6	PES 2018	Sports
7	Fantasy life online	RPG
8	Color Road	아케이드
9	Knives Out	Battle Royale
10	Rise Up	아케이드

자료: App Annie, 키움증권 리서치

매출이 감소추세에 있는 Supercell게임들



자료: Supercell

음악관련 게임들의 성과가 점차 확대



자료: CyberAgent

글로벌 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

독일 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

한국 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	7월 한국(Google&iOS)	장르
1	리니지M	MMORPG
2	검은사막	MMORPG
3	리니지2: 레볼루션	MMORPG
4	뮤오리진2	MMORPG
5	모두의마블	아케이드
6	삼국지M	전략
7	라그나로크M	MMORPG
8	영원한7일의 도시	RPG
9	세븐나이츠	RPG
10	왕이되는자	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

일본 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

중국 모바일 매출순위 및 장르(iOS기준)

순위	7월 중국(iOS)	장르
1	Honour of Kings	Moba
2	Fantasy Westward Journey	RPG
3	Freedom Fantasy	MMORPG
4	QQ Speed	Racing
5	Westward Journey Online	MMORPG
6	Chu Liuxiang	MMORPG
7	The Continent of Wind	AR
8	King of Chaos	전략
9	JX Online	MMORPG
10	Onmyoji	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

미국 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	7월 미국(Google&iOS)	장르
1	Pokemon GO	AR
2	Candy Crush Saga	퍼즐
3	Fortnite	Battle Royale
4	Slotomania	카지노
5	Clash of Clans	전략
6	Candy Crush Soda Saga	퍼즐
7	Toon Blast	퍼즐
8	ROBLOX	Adventure
9	Dragon Ball Z	RPG
10	Homescapes	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치

V. 향후 라인업으로 보는 게임업종 투자전략

>>> 4Q에 분위기 반전을 노린다

게임 출시일정이 전반적으로 연기됨에 따라 기대했던 3Q는 모멘텀 공백기로 전환

앞서 언급했던 것과 같이 출시 일정의 연기에 따라 3Q는 모멘텀 공백기가 될 것으로 전망된다. 검은사막M의 대만 출시만 있었을 뿐, 중소형사들의 일부 게임 출시가 9월에 있을 것으로 전망된다. 현재 9월에 출시가 예상되는 MMORPG는 게임빌의 탈리온이 유일하다. MMORPG가 아닌 게임 중에는 넷마블의 팬텀게이트가 9월 출시가 전망된다. 신작의 출시 개수도 적을뿐더러 유명 IP를 활용한 게임들이 아니기 때문에 관련된 기대치가 거의 형성되어있지 않다. 더불어 상반기 신작들의 성과 미비로 출시직전까지 기대치가 형성될 가능성도 낮게 평가된다.

이 경우 출시 이후 깜짝 성과가 나타난다면 분위기 반전을 할 가능성은 존재한다. 다만 9월에 출시하는 게임이 국내가 아닌 글로벌 타겟 게임들이기 때문에 경쟁강도에서의 변화는 없기 때문에 성과가 나온다면 말 그대로 깜짝 성과일 것이다. 현재까지는 모멘텀이 많지 않기 때문에 전체적으로 안정성 중심의 투자전략이 유효하다. 다만, 일부 모멘텀이 가까워진 업체들은 지속적으로 주시할 필요가 있다.

기대작들은 10월 중순~12월 중순 사이에 집중적으로 출시될 가능성이 높음

당사에서 바라보는 **기대작들은 10월 중순과 12월 중순 사이에 집중되어 있다.** 3Q의 모멘텀 공백기를 지나서 기대작들이 나온다는 점에서 9월 들어서는 분위기가 점차 개선될 것으로 판단된다. 중국 관련된 규제이슈가 지속적으로 나오고 있다는 점은 변수로 작용할 수 있으나 모바일 쪽과 관련하여 큰 규제가 나오지 않는다면 규제 이슈에 내성이 생길 것으로 판단된다. 현재 국내 모바일업체들은 출시조차 못하고 있는 상황이기 때문에 직접적인 연관은 떨어지고 있기 때문이다. 이에 **단기적으로 중국 관련 이슈에서 자유롭고 모멘텀 및 실적 안정성이 뛰어난 컴투스, 더블유게임즈를 추천한다.** 넷마블의 경우 게임 출시 이후 성과가 나타나기 전까지는 관련된 기대치가 크게 형성되기 어려울 것으로 전망된다. 아직 세부일정들의 타임라인이 나오지 않았고 텐센트 및 중국규제가 센티에 악영향을 줄 것으로 전망되기 때문이다.

연말로 갈수록 내년 신작에 대한 기대치가 생기기 될 것

4Q 신작들의 출시가 진행됨에 따라 관련된 주가 움직임이 나타날 것으로 전망되지만 내년과 관련된 기대치들도 연말로 갈수록 증가할 것으로 판단된다. 특히 11월에 있을 지스타를 전후로 해서 내년에 나올 신작들이 윤곽을 드러낼 것으로 전망된다. 기본적으로 각 업체들은 **11월부터 지스타 시점이나 새해 2월 시점에 그 해 라인업들을 쇼케이스를 통해 알리는 행사들을 갖는다.** 이 시기에는 게임시장 트렌드와 개발장르에 맞추어 기대치가 높은 기업에 투자하는 방식이 유효하다. 현재 **내년에 가장 강력한 라인업을 갖고 있는 업체는 엔씨소프트**이다. MMORPG3종을 비롯(리니지2M, 블소2, 아이온:템페스트)하여 PC게임(프로젝트TL)까지 출시될 것으로 예상됨에 따라 내년시점이 다가올수록 기대를 모을 가능성이 높다. 이에 엔씨소프트에 대한 관심을 점진적으로 늘려나갈 필요가 있다.

주요 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
팬텀게이트	넷마블	2018년 9월	Mobile/Casual	신규
세븐나이츠2	넷마블	연내 출시 목표	Mobile/MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
BTS월드	테이크원/넷마블	연내 출시 목표	Mobile/미공개	K-pop 아이돌
블레이드앤소울 레볼루션	넷마블	연내 출시 목표	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
더킹오브파이터즈 올스타	넷마블	연내 출시(국내 및 아시아)	Mobile/Action	PC, 더 킹오브 파이터즈
리니지2M	엔씨소프트	2019년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지2
아이온: 템페스트	엔씨소프트	2019년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 아이온
블레이드앤소울2	엔씨소프트	2019년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
프로젝트TL	엔씨소프트	2019년(18년말 CBT)	Mobile, PC/MMORPG	신규 IP(이터널 계승)
All New Lineage M	엔씨소프트	2019년(글로벌)	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지
검은사막M(대만)	펄어비스	08월 29일	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
검은사막M(북미/유럽)	펄어비스	2019년	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
스카이랜더스	컴투스	2018년 10월	Mobile/RPG	Consol, 스카이랜더스
댄스빌	컴투스	2018년 4Q	Mobile/Music	신규
히어로즈워2	컴투스	2018년말~2019년	Mobile/RPG	Mobile, 히어로즈워
서머너즈워 MMO	컴투스	2018년말~2019년	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
탈리온	유틸플러스/게임빌	2018년 9월	Mobile/MMORPG	신규
엘룬	게임빌	2019년 10월	Mobile/RPG	신규
NBA	미공개/게임빌	2018년 4Q	Mobile/Sports	NBA라이선스
게임빌 프로야구	게임빌	2018년 4Q	Mobile/Sports	Mobile, 게임빌 시리즈
더블다운 포트노스 슬롯	더블유게임즈	2018년 10월 Android (iOS 기출시)	Mobile/Casino	신규
더블포춘카지노	더블유게임즈	2018년 3Q	Mobile/Casino	신규
언데드네이션	더블유게임즈	2018년 하반기(3Q 소프트 런칭)	Mobile/Simulation	신규
미르(HTML5)-3종	중국	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, 미르
미르의전설4	위메이드	2019년 상반기	Mobile/MMORPG	미르 신규IP
대천사지검 H5	중국/웹젠	2018년 하반기(한국)	Mobile/MMORPG	PC MMO, 뮤
뮤HTML5)-3종	중국	2018년 하반기	Mobile/MMORPG	PC MMO, 뮤
기적:최강자	룽투게임즈/웹젠	2019년 상반기(한국)	Mobile/MMORPG	PC MMO, 뮤
포트나이트	Epic Games./네오위즈	2018년 3Q	PC/Battle Royale	PC, 포트나이트
브라운더스트	네오위즈	2018년 하반기	Mobile/RPG	신규

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

VI. 기대작들의 중요 Point

>>> 관심게임: 블소:레볼루션, BTS월드, 스카이랜더스, NBA, 포트나이트

블레이드앤소울:레볼루션(한국)

- 긍정 Point1. PC MMORPG IP로 여전히 국내에서 강세를 보이는 게임. 최근에 출시된 게임들 중 국내에서 가장 인기가 있었음
- 긍정 Point2. 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)
- 부정 Point2. 출시 지연으로 높았던 기대심리가 점차 감소할 가능성이 있음

BTS월드(모바일, 글로벌)

- 긍정 Point1. 방탄소년단의 컴백효과로 인해 관심이 확대될 여지가 있음. 이는 영화IP를 사용한 게임이 출시될 때 영화가 개봉되는 효과와 비슷할 것으로 전망
- 긍정 Point2. 최근 글로벌에서 음악을 활용한 게임들이 성과를 내고 있음
- 긍정 Point3. 샐럽IP가 주가 되어 처음 활용되는 게임이기 때문에 흥행할 경우 확장성이 뛰어날 것으로 전망
- 부정 Point1. BM모델 구성요소가 어려움. 게임유저들의 재미 포인트와 팬들의 재미 및 결제포인트가 다를 것으로 전망되기 때문

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

NBA(글로벌)

- 긍정 Point1. 글로벌에서 몇 안 되는 NBA라이센스를 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

포트나이트(PC, 한국)

- 긍정 Point1. 해외서의 인기를 바탕으로 큰 광고 없이도 유저들이 진입할 것으로 예상
- 긍정 Point2. 최근 경쟁작인 배틀그라운드와 압도적 점유율이 낮아짐에 따라 진입장벽이 한층 낮아진 것으로 판단
- 긍정 Point3. 해외에서도 저 연령층의 유저들 중심의 점유율이 높기 때문에 국내 저연령층의 유저들이 대거 유입될 것으로 판단(배틀그라운드와 유저층 양분화 가능성이 높음)
- 부정 Point1. 다른 장르인 리그오브레전드와 피파온라인4의 유저증가가 나타난 것으로 판단됨에 따라 타 장르의 유저까지 흡수할 수 있을지 여부
- 부정 Point2. 캐주얼 중심이기 때문에 밀리터리 중심의 국내 특성상 점유율 확대 한계가 존재할 가능성이 있음

Global Peers(게임 I)

		BLIZZARD	EA	SQUARE ENIX	BANDAI	KONAMI	NETEASE
시가총액(십억원)		61,402	38,615	6,351	9,672	6,698	29,003
주가수익률(%)	5D	(2.7)	(12.1)	8.4	1.0	(2.4)	(4.7)
	1M	1.1	(13.3)	0.6	(2.0)	(9.8)	(23.4)
	3M	(0.9)	(15.8)	(6.5)	(5.2)	(9.8)	(16.7)
	6M	(2.6)	(9.3)	14.0	28.0	(14.1)	(31.5)
	12M	10.7	(4.9)	32.1	17.8	(18.6)	(26.7)
매출액(십억원)	2017	7,934	5,566	2,698	6,584	2,441	9,060
	2018E	8,329	5,904	2,726	7,019	2,623	11,068
	2019E	9,003	6,449	2,941	7,243	2,739	13,764
영업이익(십억원)	2017	1,480	1,406	332	672	386	2,035
	2018E	2,752	1,935	393	792	550	1,427
	2019E	3,225	2,256	498	853	597	1,734
EPS(원)	2017	407	3,665	1,744	2,135	2,038	13,625
	2018E	2,911	5,207	2,280	2,571	2,700	11,856
	2019E	3,344	6,023	2,865	2,760	2,922	14,563
EPS Growth(%)	2017	(73.0)	(15.1)	10.9	40.6	176.3	(11.8)
	2018E	615.2	42.1	30.7	20.5	32.5	(13.0)
	2019E	14.9	15.7	25.7	7.4	8.2	22.8
P/E(배)	2017	43.7	28.1	19.2	16.6	24.6	27.6
	2018E	27.6	24.2	22.8	17.0	17.3	18.6
	2019E	24.0	21.0	18.2	15.8	16.0	15.1
P/B(배)	2017	5.1	6.8	2.1	2.1	2.7	6.4
	2018E	4.9	6.2	2.9	2.3	2.3	3.3
	2019E	4.1	5.4	2.6	2.1	2.1	2.9
ROE(%)	2017	2.9	25.9	11.4	13.3	11.6	25.5
	2018E	19.2	26.4	13.1	13.9	13.8	16.0
	2019E	19.1	25.1	15.6	14.3	13.8	17.1
EV/EBITDA(배)	2017	19.0	17.2	7.0	6.1	10.2	20.0
	2018E	19.2	15.4	10.0	7.3	7.9	16.1
	2019E	15.7	12.8	7.7	6.6	7.0	12.0
EBITDA(십억원)	2017	2,836	1,604	399	911	559	2
	2018E	3,050	2,134	490	1,045	696	1
	2019E	3,553	2,451	605	1,111	758	2
EBITDA Growth(%)	2017	(4.6)	26.6	27.9	32.3	7.8	(1.6)
	2018E	7.6	33.1	22.8	14.7	24.6	(27.6)
	2019E	16.5	14.9	23.4	6.3	8.9	27.9

자료: Bloomberg(9/3기준), 카툰증권 리서치센터

Global Peers(게임II)

		CYBERAGENT	DENA	ZYNGA	MIXI	GUNGHO	NEXON
시가총액(십억원)		7,720	2,890	3,997	2,099	2,224	12,700
주가수익률(%)	5D	0.8	0.7	5.6	0.4	2.6	4.6
	1M	(0.8)	(6.7)	4.3	(5.4)	0.4	(7.4)
	3M	0.7	(8.1)	(5.7)	(21.5)	(20.7)	(19.8)
	6M	29.7	(0.7)	17.8	(35.7)	(37.0)	(23.6)
	12M	68.2	(17.8)	11.2	(53.3)	(28.7)	4.8
매출액(십억원)	2017	3,818	1,527	974	2,200	931	2,369
	2018E	4,229	1,389	1,011	1,696	818	2,654
	2019E	4,733	1,442	1,205	1,575	770	2,919
영업이익(십억원)	2017	316	246	29	945	347	913
	2018E	345	189	169	487	228	1,135
	2019E	420	221	216	418	206	1,260
EPS(원)	2017	329	2,256	34	7,761	318	652
	2018E	570	954	172	4,134	195	1,086
	2019E	1,068	1,097	209	3,609	176	1,120
EPS Growth(%)	2017	(70.9)	197.0	(124.4)	9.5	(7.9)	163.8
	2018E	73.1	(57.7)	406.8	(46.7)	(38.4)	66.5
	2019E	87.5	15.0	21.3	(12.7)	(9.9)	3.2
P/E(배)	2017	102.5	10.6	94.3	7.3	9.8	25.4
	2018E	107.5	20.2	26.8	6.5	12.0	13.1
	2019E	57.4	17.5	22.1	7.5	13.3	12.7
P/B(배)	2017	5.2	1.4	2.1	2.8	3.7	3.1
	2018E	8.6	1.0	2.3	1.1	2.5	2.3
	2019E	7.7	1.0	2.1	1.0	2.2	1.9
ROE(%)	2017	5.1	14.7	1.7	44.0	45.1	13.5
	2018E	9.0	5.6	7.0	16.6	20.7	19.0
	2019E	15.5	5.9	9.4	13.6	17.0	16.3
EV/EBITDA(배)	2017	9.5	7.3	50.0	3.2	4.7	11.1
	2018E	16.6	6.3	17.1	1.1	6.2	7.3
	2019E	13.7	5.4	12.5	1.1	6.1	5.9
EBITDA(십억원)	2017	0	0	0	1	0	1
	2018E	0	0	0	0	0	1
	2019E	0	0	0	0	0	1
EBITDA Growth(%)	2017	(10.6)	22.2	(177.3)	1.9	(29.1)	98.1
	2018E	12.5	(10.4)	225.8	(46.1)	(29.8)	25.1
	2019E	20.6	14.5	29.9	(13.9)	(7.3)	10.4

자료: Bloomberg(9/3기준), 키움증권 리서치센터



기업분석

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 500,000원
9월 업데이트가 안정성의 척도가 될 것

넷마블
(251270)

BUY(Maintain)/목표주가 170,000원
이제 신작 성과는 필수요소

컴투스
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 215,000원
능력을 입증할 중요한 기로

게임빌
(063080)

Outperform(Maintain)/목표주가 61,000원
적자폭 개선 가능성 높아

더블유게임즈
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 83,000원
기대만큼 올라오는 하반기

엔씨소프트 (036570)



BUY(Maintain)

주가(9/4) 406,000원

목표주가 500,000원

엔씨소프트의 하반기 성과는 리니지M과 리니지1의 업데이트에 좌우될 것으로 전망된다. 이번 업데이트는 1주년 업데이트에 비해 콘텐츠가 더욱 충실한 것으로 평가된다. 성과가 나타난다면 11월부터 내년 신작에 대한 기대치가 확대될 가능성이 높다. 목표주가를 500,000원으로 상향하고, 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표 주가는 Forward 12개월 EPS 22,309원에 Target PER 22.5배를 적용하였다.

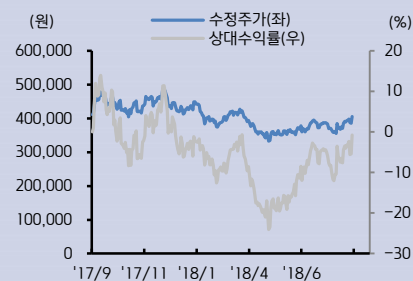
Stock Data

KOSPI (9/4)		2,315.72pt
시가총액		89,072억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	488,000원	332,500원
최고/최저가 대비 등락	-16.80%	22.11%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.6% 8.3%
	6M	8.6% 12.6%
	1Y	-1.3% -0.7%

Company Data

발행주식수	21,939천주	
일평균 거래량(3M)	94천	
외국인 지분율	50.04%	
배당수익률(18E)	1.79%	
BPS (18E)	137,967원	
주요 주주	김택진 외 7인	12.0%
	국민연금공단	11.3%

Price Trend



9월 업데이트가 안정성의 척도가 될 것

>>> 이른 시점의 업데이트, 콘텐츠 구성은 알차다

9월에 있을 리니지M의 업데이트가 하반기 매출 안정성에 중요한 척도가 될 것이다. 업데이트의 내용은 투사 캐릭터 추가, 월드서버(통합전장) 오픈 등이 주요 골자이다. 이번 업데이트는 지난 1주년 업데이트 이후 3개월 만에 이루어지는 것이다. 지난 업데이트의 성과가 기대만큼 크지 않았기 때문에 빠른 업데이트가 이루어진 것으로 판단된다. 지난번 콘텐츠인 레이드, 던전 업데이트보다 전장업데이트가 아이템 획득, 활동성 면에서 더 알찬 것으로 평가된다.

>>> 관전 Point

- 리니지M의 9월 업데이트를 통한 매출 상승 수준
- 11월에 공개될 내년 신작 게임들의 퀄리티
- 겨울에 있을 프로젝트TL CBT 반응

>>> 기대 신작들이 많은 2019년, 기대심리 확대 지속 전망

이번 9월 업데이트 성과가 긍정적으로 나타나게 된다면 11월 기대심리가 작용할 수 있는 이벤트가 존재하기 때문에 안정적인 흐름이 이어질 수 있을 것으로 전망된다. 신작 공개를 통한 내년 모바일 실적 확대 기대뿐만 아니라 PC게임의 성패를 볼 수 있는 CBT까지 예정되어 있기 때문이다. 또한 대만 리니지M업데이트도 약간의 시차를 두고 업데이트가 이루어질 예정이기 때문에 긍정적 흐름이 예상된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	984	1,759	1,734	2,253	2,484
보고영업이익(십억원)	329	585	625	940	1,175
핵심영업이익(십억원)	329	585	625	940	1,117
EBITDA(십억원)	361	615	652	967	1,202
세전이익(십억원)	346	610	672	992	1,245
순이익(십억원)	271	444	470	736	921
지배주주지분순이익(십억원)	272	441	460	720	915
EPS(원)	12,416	20,104	20,961	32,826	41,711
증감율(% oY)	64.6	61.9	4.3	56.6	27.1
PER(배)	19.9	22.3	19.4	12.4	9.7
PBR(배)	2.9	3.6	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	12.7	13.8	11.6	7.3	5.2
보고영업이익률(%)	33.4	33.3	36.0	41.7	47.3
핵심영업이익률(%)	33.4	33.3	36.0	41.7	47.3
ROE()	14.7	19.2	16.3	22.1	23.0
순부채비율(%)	-44.0	-51.1	-49.8	-56.5	-63.1

>>> 업데이트를 통해 집행검에 대한 유저 기대심리 확대

이번 업데이트에서 더 주목되는 것은 신규 캐릭터보다 월드서버(통합전장)의 오픈이다. 이번 월드서버는 10개의 서버들이 모이는 통합전장서버의 개념이다. 즉, 전장과 관련된 콘텐츠 추가로 인해 유저 참여도를 높이고 좋은 보상을 유도함에 따라 유저들의 장비수준을 올리는 것이 주요 목적으로 판단된다. 특히 이번 월드서버에서는 진명황의 집행검의 재료가 획득이 가능하다. 리니지에서 집행검이 갖는 의미가 대단하기 때문에 이번 업데이트를 통해서 상당한 동기부여가 가능할 것으로 판단된다. 통합전장 활성화가 기대만큼 성과를 낸다면 매출유지가 상당기간 가능할 것으로 전망되며 매출 회복세 가능성도 점쳐볼 수 있을 것이다.

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	240	259	727	533	475	436	386	437	1,759	1,734	2,253
게임 매출액	176	222	684	474	391	344	322	365	1,556	1,422	1,733
리니지	51	34	35	34	28	42	34	43	154	147	382
리니지 2	18	17	16	15	14	13	14	18	66	59	104
아이온	13	11	10	13	19	16	17	17	47	68	143
블레이드앤소울	45	39	38	40	34	31	31	30	161	126	174
길드워 2(확장)	14	14	20	35	24	20	18	19	83	80	142
기타(모바일)	34	109	564	338	272	222	209	239	1,045	943	787
로열티 매출액	64	36	44	60	84	92	64	71	203	312	365
영업비용	209	221	399	344	271	277	256	304	1,174	1,109	1,313
인건비	132	113	155	161	125	147	128	155	562	554	553
매출변동비	19	38	176	108	87	71	67	76	342	300	482
마케팅비	13	24	22	24	11	15	14	13	83	52	73
감가상각비	7	7	7	7	7	7	6	6	26	24	22
기타	38	38	38	44	42	38	42	55	161	178	183
영업이익	30	38	328	189	204	160	130	132	585	625	940
영업이익률	13%	15%	45%	35%	43%	37%	34%	30%	33%	36%	42%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

9월 업데이트 신규 캐릭터 투사 공개



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

집행검 재료 획득 가능



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	984	1,759	1,734	2,253	2,484
매출원가	188	212	0	0	0
매출총이익	796	1,547	1,734	2,253	2,484
판매비및일반관리비	467	962	1,109	1,313	1,309
영업이익(보고)	329	585	625	940	1,175
영업이익(핵심)	329	585	625	940	1,175
영업외손익	17	25	47	52	70
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	4	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	-5	0	0	0
기타	-7	34	16	23	49
법인세차감전이익	346	610	672	992	1,245
법인세비용	75	166	202	256	324
유효법인세율 (%)	21.6%	27.2%	30.1%	25.8%	26.0%
당기순이익	271	444	470	736	921
지배주주지분손이익(억원)	272	441	460	720	915
EBITDA	361	615	652	967	1,202
현금순이익(Cash Earnings)	304	474	497	763	949
수정당기순이익	278	449	470	736	921
증감률(% YoY)					
매출액	17.3	78.8	-1.4	29.9	10.3
영업이익(보고)	38.4	77.9	6.9	50.3	25.0
영업이익(핵심)	38.4	77.9	6.9	50.3	25.0
EBITDA	32.6	70.3	6.0	48.3	24.3
지배주주지분 당기순이익	64.6	62.0	4.3	56.6	27.1
EPS	64.6	61.9	4.3	56.6	27.1
수정순이익	66.4	61.3	4.8	56.6	25.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112	595	401	762	957
당기순이익	271	444	470	736	921
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	-4	0	0
영업활동자산부채 증감	-154	11	-90	3	12
기타	-41	97	-2	-3	-4
투자활동현금흐름	-139	-460	134	-435	-252
투자자산의 처분	-118	-433	164	-406	-223
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	-183	-129	-135
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	150	0	0	0	0
자본의 증가	6	0	0	0	0
배당금지급	-60	-81	-155	-154	-154
기타	-169	1	-29	24	19
현금및현금성자산의순증가	-103	42	352	198	570
기초현금및현금성자산	248	145	187	539	737
기말현금및현금성자산	145	187	539	737	1,306
Gross Cash Flow	266	584	491	760	945
Op Free Cash Flow	117	434	382	713	880

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,192	1,773	1,922	2,548	3,304
현금및현금성자산	145	187	539	737	1,306
유동금융자산	839	1,357	1,127	1,464	1,615
매출채권및유동채권	207	228	255	347	382
재고자산	1	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,169	1,754	1,828	1,910	1,992
장기매출채권및기타비유동채권	23	25	25	32	36
투자자산	867	1,444	1,516	1,588	1,664
유형자산	225	229	234	238	242
무형자산	53	52	50	47	45
기타비유동자산	1	3	4	5	6
자산총계	2,361	3,527	3,750	4,458	5,296
유동부채	284	456	392	493	543
매입채무및기타유동채무	244	313	280	358	394
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	143	113	135	149
비유동부채	181	342	313	338	357
장기매입채무및비유동채무	7	5	4	6	6
사채및장기차입금	150	150	150	150	150
기타비유동부채	24	187	158	183	201
부채총계	465	797	705	831	901
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	221	221	221	221
이익잉여금	1,544	1,906	2,212	2,779	3,542
기타자본	112	584	584	584	584
지배주주지분자본총계	1,886	2,721	3,027	3,594	4,357
비지배주주지분자본총계	10	8	18	33	38
자본총계	1,896	2,729	3,045	3,627	4,395
순차입금	-835	-1,394	-1,517	-2,051	-2,771
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	20,961	32,826	41,711
BPS	85,985	124,037	137,967	163,833	198,606
주당EBITDA	16,470	28,039	29,721	44,071	54,798
CFPS	13,853	21,612	22,651	34,787	43,238
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
주가배수(배)					
PER	19.9	22.3	19.4	12.4	9.7
PBR	2.9	3.6	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA	12.7	13.8	11.6	7.3	5.2
PCFR	17.9	20.7	17.9	11.7	9.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	33.3	36.0	41.7	47.3
영업이익률(핵심)	33.4	33.3	36.0	41.7	47.3
EBITDA margin	36.7	35.0	37.6	42.9	48.4
순이익률	27.6	25.2	27.1	32.7	37.1
자기자본이익률(ROE)	14.7	19.2	16.3	22.1	23.0
투자자본이익률(ROIC)	215.6	368.7	519.3	520.4	662.9
안정성(%)					
부채비율	24.5	29.2	23.2	22.9	20.5
순차입금비율	-44.0	-51.1	-49.8	-56.5	-63.1
이자보상배율(배)	110.4	179.6	184.0	276.6	360.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	8.1	7.2	7.5	6.8
재고자산회전율	1,455.7	2,983.9	3,466.3	4,739.0	5,500.4
매입채무회전율	4.1	6.3	5.9	7.1	6.6

넷마블 (251270)



BUY(Maintain)

주가(9/4) 119,000원

목표주가 170,000원

넷마블은 실적우려는 3Q까지 지속될 것으로 전망된다. 기존 게임들의 매출이 감소 추세에 있고 신작의 성과가 초기에 비해 하향안정화 되었기 때문이다. 4Q에 출시되는 신작들은 국내 게임시장의 향방을 가늠할 중요한 지표가 될 것이다. 이에 지속적인 관심이 필요하다. 올해 출시된 신작들의 추정치를 하향조정하였다. 이에 투자 의견 Buy를 유지하나 목표주가를 170,000원으로 하향한다.

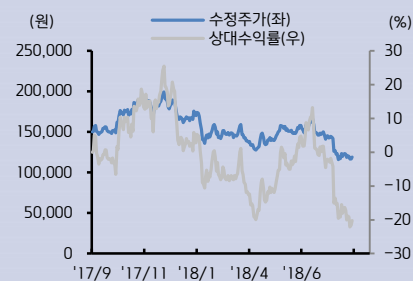
stock data

KOSPI (9/4)		2,315.72pt	
시가총액		101,405억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		199,500원	116,000원
최고/최저가 대비 등락		-40.35%	2.59%
주가수익률		절대	상대
	1	-16.8%	-17.8%
	6M	-20.7%	-17.7%
	1Y	-20.7%	-20.2%

Company Data

발행주식수	85,214천주	
일평균 거래량(3M)	235천주	
외국인 지분율	25.78%	
배당수익률(18E)	0.30%	
BPS (18E)	53,080원	
주요 주주	방준혁 외 10인	25.2%
	CJ E&M	22.0%

Price Trend



이제 신작성과는 필수 요소

>>> 실적우려는 당분간 지속

넷마블의 실적우려는 당분간 지속될 것으로 전망된다. 2Q 해리포터 매출 318억원이 3Q로 이연되었고 킹오브파이터즈가 일본에서 일정 수준의 성과를 나타낸다 하더라도 매출의 반등이 어려울 것으로 전망된다. 기존게임들의 자연감소가 존재하는 가운데 신작들의 성과가 초기에 비해 하향안정화되었기 때문이다. 신작 출시가 본격적으로 시작되는 4Q가 되어야 실적 반등이 가능할 것으로 전망된다.

>>>관전 Point

- 불소:레볼루션의 출시일정 확정 및 사전예약 시작
- 리니지2:레볼루션의 중국 판호 발급 여부
- BTS월드의 출시 시점 및 성과(BTS컴백효과 소멸 이전)

>>>대표성을 갖는 신작들의 성과가 큰 방향성을 좌우

올해 실적 부진의 주요 이유는 근로시간 단축에 따른 인력 채용 등의 비용상승이 있었으나 상반기 신작 성과가 예상보다는 크지 않았고 하반기 기대신작들이 연기됨에 따라 공백기가 발생하였기 때문이다. 당초 동사의 대표라인업들이 하반기에 배치되었었는데 이 게임들이 대거 4Q에 집중되었다. 4Q에 출시되는 게임들의 성과는 기업의 이익에도 연관이 되지만 국내 게임시장의 방향성을 가늠할 수 있는 대표성을 띄고 있다. 불소:레볼루션은 MMORPG의 추가적인 성장 가능성, BTS월드는 셀럽IP의 성공 가능성, 세븐나이츠2는 모바일IP의 확대/재생산 가능성을 확인할 수 있다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	15,000	24,248	20,886	32,697	33,678
보고영업이익(억원)	2,947	5,098	2,931	9,454	8,924
핵심영업이익(억원)	2,947	5,098	2,931	9,454	8,924
EBITDA(억원)	3,253	5,745	3,476	9,950	9,369
세전이익(억원)	2,756	4,715	3,351	9,929	9,427
순이익(억원)	2,092	3,609	2,597	7,695	7,306
지배주주지분순이익(억원)	1,740	3,098	2,233	6,618	6,283
EPS(원)	2,718	3,900	2,623	7,766	7,373
증감율(Y Y)	32.6	43.5	-32.8	196.1	-5.1
PER(배)	0.0	48.3	45.4	15.3	16.1
PBR(배)	0.0	3.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.1	26.7	8.5	8.4
보고영업이익률(%)	19.6	21.0	14.0	28.9	26.5
핵심영업이익률(%)	19.6	21.0	14.0	28.9	26.5
OE (%)	16.8	12.5	5.7	15.2	12.6
순부채비율(%)	-24.0	-57.0	-53.4	-61.2	-64.6

>>> 대표성을 나타내는 4Q신작들, 허들이 높지만 달성해야

올해 들어 출시된 넷마블의 신작들의 성과는 크게 나쁘지는 않지만 회사에 대한 기대치를 생각했을 때는 미진한 부분이 존재한다. 특히 초기 매출규모에 비해 안정화 시점까지 매출감소 속도가 빠르기 때문에 실망감이 나타날 수 밖에 없었다. 이러한 부분들이 4Q에 출시되는 신작들에 되풀이되어서는 안될 것이다.

또한 이미 신작의 성과에 대한 기대치가 일정부분 존재하기 때문에 이러한 허들을 넘을 만한 뛰어난 성과를 보여주어야 한다. 넷마블은 국내 모바일시장에서 대표성을 띄고 있기 때문에 기대치를 충족시킬 필요가 있다. 다른 업체들에 비해 성과의 기준이 매우 높긴 하지만 달성해야 전반적인 게임업종 센터가 살아날 것으로 판단된다.

이 허들에는 국내에서의 MMORPG선두주자의 이미지를 다시 재확립하고 글로벌에서의 Hit Ratio를 끌어올리는 작업이 필요하다. 특히 다양한 장르의 게임을 준비하고 있는 만큼 RPG에서의 성과뿐만 아니라 기타 장르의 성과를 통해 다양한 유저를 끌어 모을 수 있는 장점을 보여줄 필요가 있으며 장르를 선도할 수 있는 가능성을 보여주어야 할 것이다.

넷마블 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	4,849	5,954	24,248	20,886	32,698
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,756	3,298	3,397	3,295	3,180	13,590	13,169	12,378
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	1,776	1,402	1,132	1,104	10,658	5,414	3,856
주요신작 매출						209	423	1,545	0	2,177	15,369
로열티 매출								125	0	125	1,094
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,231	4,332	4,386	4,234	5,002	19,151	17,954	23,244
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,029	1,060	3,635	4,095	4,238
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,075	2,042	2,373	10,064	8,618	12,624
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	786	751	1,152	3,812	3,436	4,216
기타	349	419	436	436	468	508	412	417	1,640	1,805	2,167
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	622	615	952	5,098	2,931	9,454
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	12.4%	12.7%	16.0%	21.0%	14.0%	28.9%

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	15,000	24,248	20,886	32,697	33,678
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	15,000	24,248	20,886	32,697	33,678
판매비및일반관리비	12,053	19,150	17,954	23,244	24,755
영업이익(보고)	2,947	5,098	2,931	9,454	8,924
영업이익(핵심)	2,947	5,098	2,931	9,454	8,924
영업외손익	-191	-383	419	476	503
이자수익	44	222	312	372	392
배당금수익	54	74	171	205	216
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	-84	-131	-135
법인세차감전이익	2,756	4,715	3,351	9,929	9,427
법인세비용	663	1,106	754	2,234	2,121
우호법인세율 (%)	24.1%	23.5%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	2,092	3,609	2,597	7,695	7,306
지배주주지분순이익(억원)	1,740	3,098	2,233	6,618	6,283
EBITDA	3,253	5,745	3,476	9,950	9,369
현금순이익(Cash Earnings)	2,398	4,256	3,142	8,192	7,752
수정당기순이익	2,163	3,655	2,597	7,695	7,306
증감율(% YoY)					
매출액	39.8	61.6	-13.9	56.6	3.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	-42.5	222.5	-5.6
영업이익(핵심)	30.8	73.0	-42.5	222.5	-5.6
EBITDA	31.1	76.6	-39.5	186.2	-5.8
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	-27.9	196.3	-5.1
EPS	32.6	43.5	-32.8	196.1	-5.1
수정순이익	27.8	68.9	-28.9	196.3	-5.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,488	4,832	3,793	8,867	8,108
당기순이익	2,092	3,609	2,597	7,695	7,306
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	687	803	517
기타	339	802	-16	-98	-130
투자활동현금흐름	-2,098	-14,205	-193	-3,418	-1,440
투자자산의 처분	-575	-5,509	270	-3,008	-1,019
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	-2,796	756	-194
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	-2,490	1,063	113
현금및현금성자산의순증가	567	16,351	803	6,205	6,475
기초현금및현금성자산	2,159	2,727	19,078	19,881	26,087
기말현금및현금성자산	2,727	19,078	19,881	26,087	32,561
Gross Cash Flow	2,794	5,222	3,106	8,064	7,592
Op Free Cash Flow	270	3,845	3,108	8,295	7,548

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,215	29,184	28,358	38,436	45,033
현금및현금성자산	2,727	19,078	19,897	26,104	32,578
유동금융자산	1,471	6,434	5,221	7,193	7,072
매출채권및유동채권	2,995	3,596	3,164	5,030	5,262
재고자산	19	24	29	37	46
기타유동비금융자산	4	53	46	72	74
비유동자산	12,359	24,293	25,123	26,377	27,667
장기매출채권및기타비유동채권	255	367	316	495	510
투자자산	5,353	9,648	10,610	11,773	13,073
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	53,481	64,813	72,700
유동부채	4,212	5,013	5,216	8,095	8,869
매입채무및기타유동채무	2,513	3,228	3,481	5,450	5,613
단기차입금	1,053	39	39	39	39
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	646	1,745	1,696	2,606	3,217
비유동부채	2,258	3,812	1,321	2,387	2,500
장기매입채무및비유동채무	13	5	4	7	7
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,245	3,807	1,317	2,380	2,493
부채총계	6,471	8,824	6,538	10,481	11,369
자본금	68	85	85	85	85
주식발행초과금	3,503	29,921	29,921	29,921	29,921
이익잉여금	2,939	6,029	7,966	14,288	20,280
기타자본	5,653	7,260	7,260	7,260	7,260
지배주주지분자본총계	12,163	43,295	45,231	51,554	57,545
비지배주주지분자본총계	940	1,358	1,712	2,778	3,785
자본총계	13,104	44,653	46,943	54,332	61,331
순차입금	-3,144	-25,472	-25,079	-33,257	-39,611
총차입금	1,053	39	39	39	39

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,718	3,900	2,623	7,766	7,373
BPS	17,946	50,919	53,080	60,499	67,530
주당EBITDA	5,082	7,233	4,082	11,677	10,995
CFPS	3,747	5,358	3,689	9,613	9,097
DPS	0	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	45.4	15.3	16.1
PBR	0.0	3.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	-1.0	28.1	26.7	8.5	8.4
PCFR	0.0	35.2	32.3	12.4	13.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	14.0	28.9	26.5
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	14.0	28.9	26.5
EBITDA margin	21.7	23.7	16.6	30.4	27.8
순이익률	13.9	14.9	12.4	23.5	21.7
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	5.7	15.2	12.6
투자자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	88.1	437.5	790.7
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	13.9	19.3	18.5
순차입금비율	-24.0	-57.0	-53.4	-61.2	-64.6
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	6.2	8.0	6.5
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	787.1	985.4	811.6
매입채무회전율	7.1	8.4	6.2	7.3	6.1

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(9/4) 159,000원

목표주가 215,000원

컴투스에게 10월은 가장 중요한 시점이다. 기대작 중 하나인 스카이랜더스의 출시가 예정되어 있기 때문이다. 스카이랜더스의 흥행 여부가 중요한 변곡점이 될 것이기 때문이다. IP의 영향력과 더불어 전략RPG라는 안정성을 감안하면 성과에 대한 기대치가 확대될 것으로 전망된다. 더블유게임즈와 함께 게임업종 Top Pick으로 제시한다. 투자의견 Buy, 목표주가 215,000원을 유지한다.

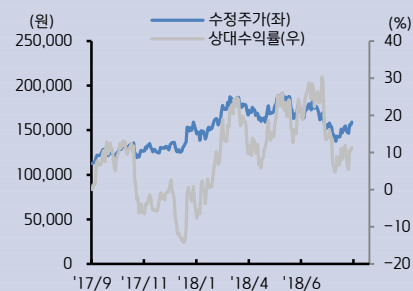
Stock Data

KOSDAQ (9/4)		827.27pt
시가총액		20,458억원
<hr/>		
52주 주가동향	최고가	최저가
	191,500원	113,500원
최고/최저가 대비 등락	-16.97%	40.09%
<hr/>		
주가수익률	절대	상대
	1M	0.7%
	6M	-2.1%
	1Y	41.5%
		-4.0%
		1.8%
		11.3%

Company Data

발행주식수	12,866천주	
일평균 거래량(3M)	102천주	
외국인 지분율	32.54%	
배당수익률(18E)	0.90%	
BPS (18E)	69,283원	
주요 주주	게임빌 외 3인	24.5%
	KB자산운용	10.3%

Price Trend



능력을 입증할 중요한 기로

>>> 10월까지 기대감 확대

컴투스에게 가장 중요한 시점이 다가오고 있다. 현재 모든 초점은 10월에 맞춰져 있다. 스카이랜더스의 사전예약부터 출시까지 10월 내외에 이루어질 것으로 예상되기 때문이다. 하반기 해외출시 게임들 중에서 가장 IP가치가 높은 게임이기에 출시 전까지 기대치가 확대될 가능성이 높다. 다만 당사에서는 기존게임들과는 다르게 사전예약 숫자에 큰 의의를 둘 필요가 없다고 판단하고 있다. 이는 사전예약 기간이 짧으며 웨스트언 지역은 아시아지역과는 다르게 사전예약 참여율이 낮기 때문이다. 오히려 액티비전의 채널을 통한 마케팅 효용성이 높을 것으로 전망된다.

>>> 관전 Point

- 웨스트언지역 사전예약자 추이/액티비전 채널 활성화
- 스카이랜더스 출시 성과
- 서머너즈워의 매출 유지력 확보

>>> 스카이랜더스만 잘되면 탄탄대로

스카이랜더스의 성과가 중요한 이유는 동사의 Valuation에 대한 평가가 극명하게 갈릴 것이기 때문이다. 성공하게 된다면 디스카운트 요소가 제거되는 것을 의미하고 향후 신작에 대한 기대치가 활성화 될 것이다. 반면 실패하게 될 경우 노후화된 서머너즈워에 대한 우려가 존재하고 신작 노후 부재에 대한 우려가 극대화될 것이다. 현재 IP파워로 흥행가능성이 높은 것으로 판단되는 가운데 그 경우 내년에 출시되는 서머너즈워MMO까지 긍정적 흐름이 이어질 가능성이 높다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	5,130	5,080	5,274	6,810	7,234
보고영업이익(억원)	1,920	1,946	1,706	2,415	2,445
핵심영업이익(억원)	1,920	1,946	1,706	2,415	2,445
EBITDA(억원)	1,952	1,974	1,724	2,431	2,460
세전이익(억원)	1,989	1,932	1,976	2,552	2,516
순이익(억원)	1,518	1,424	1,480	1,914	1,907
지배주주지분순이익(억원)	1,518	1,424	1,480	1,914	1,907
EPS(원)	11,796	11,066	11,504	14,874	14,824
증감율(%YoY)	11.3	-6.2	4.0	29.3	-0.3
PER(배)	7.4	12.3	13.6	10.5	10.5
PBR(배)	1.8	2.3	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	2.8	5.5	6.9	4.2	3.5
보고영업이익률(%)	37.4	38.3	32.3	35.5	33.8
핵심영업이익률(%)	37.4	38.3	32.3	35.5	33.8
ROE(%)	26.5	20.4	17.9	19.6	16.6
순부채비율(%)	-89.9	-88.1	-91.2	-92.2	-93.1

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,203	1,294	1,257	1,326	1,140	1,241	1,300	1,593	5,080	5,274	6,810
해외모바일	1,066	1,124	1,101	1,126	973	1,030	1,128	1,384	4,417	4,515	5,927
국내모바일	131	165	156	200	167	211	171	209	652	759	883
영업비용	702	804	762	866	746	877	897	1,049	3,134	3,569	4,396
인건비	118	105	135	125	113	143	120	146	483	521	627
로열티	34	36	27	32	28	37	32	25	129	122	108
지급수수료	382	423	412	437	413	449	476	627	1,655	1,966	2,569
마케팅비	120	190	139	216	133	187	178	247	665	745	864
기타	48	50	49	56	59	61	52	43	203	214	227
영업이익	501	490	496	460	394	364	403	544	1,946	1,705	2,415
영업이익률	41.6%	37.8%	39.4%	34.7%	34.6%	29.3%	31.0%	34.2%	38.3%	32.3%	35.5%
YOY											
매출액	-11%	2%	6%	0%	-5%	-4%	3%	20%	-1%	4%	29%
영업비용	-7%	3%	-1%	-5%	6%	9%	18%	21%	-2%	14%	23%
영업이익	-16%	1%	20%	8%	-21%	-26%	-19%	18%	1%	-12%	42%

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) Skylanders: Imaginators (2016)	누적매출 10억달러 이상, 백만 피규어 판매 2014.02 누적매출 20억달러 이상, 175만 이상 피규어 판매 2016.06 누적매출 30억달러 이상, 250만 이상 피규어 판매
3	IP확대	넷플릭스와의 협업을 통해 IP확산을 모색	현재 스카이랜더스 아카데미 시즌3(애니메이션) 방영 예정

자료: Activision, 키움증권 리서치센터

하반기 신작일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
스카이랜더스: 링 오브 히어로즈	컴투스	10월초 내외 사전예약 10월 출시 목표	Mobile/RPG	Consol, 스카이랜더스
댄스빌	컴투스	2018년 4Q	Mobile/Music	신규
히어로즈워2	컴투스	2018년말~2019년	Mobile/RPG	Mobile, 히어로즈워
서머너즈워 MMO	컴투스	2018년말~2019년	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,130	5,080	5,274	6,810	7,234
매출원가	515	513	533	688	731
매출총이익	4,615	4,567	4,741	6,122	6,503
판매비및일반관리비	2,695	2,620	3,035	3,707	4,058
영업이익(보고)	1,920	1,946	1,706	2,415	2,445
영업이익(핵심)	1,920	1,946	1,706	2,415	2,445
영업외손익	70	-14	270	137	71
이자수익	82	102	122	131	115
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	147	7	-44
법인세차감전이익	1,989	1,932	1,976	2,552	2,516
법인세비용	472	509	496	638	609
유효법인세율 (%)	23.7%	26.3%	25.1%	25.0%	24.2%
당기순이익	1,518	1,424	1,480	1,914	1,907
지배주주지분손이익(억원)	1,518	1,424	1,480	1,914	1,907
EBITDA	1,952	1,974	1,724	2,431	2,460
현금순이익(Cash Earnings)	1,550	1,451	1,499	1,930	1,922
수정당기순이익	1,532	1,445	1,480	1,914	1,907
증감률(% YoY)					
매출액	18.3	-1.0	3.8	29.1	6.2
영업이익(보고)	15.7	1.4	-12.4	41.5	1.3
영업이익(핵심)	15.7	1.4	-12.4	41.5	1.3
EBITDA	15.4	1.2	-12.7	41.0	1.2
지배주주지분 당기순이익	20.6	-6.2	4.0	29.3	-0.3
EPS	11.3	-6.2	4.0	29.3	-0.3
수정순이익	5,130	5,080	2.4	29.3	-0.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,560	1,345	1,626	1,968	1,916
당기순이익	1,518	1,424	1,480	1,914	1,907
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	129	38	-6
기타	-27	-30	0	0	0
투자활동현금흐름	-1,314	-1,820	619	-1,110	-460
투자자산의 처분	-1,284	-1,803	630	-1,099	-449
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	-175	-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	0	3	1
현금및현금성자산의순증가	52	-642	2,071	686	1,281
기초현금및현금성자산	848	900	258	2,329	3,014
기말현금및현금성자산	900	258	2,329	3,014	4,295
Gross Cash Flow	1,519	1,456	1,498	1,930	1,922
Op Free Cash Flow	1,518	1,333	1,429	1,874	1,851

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,543	7,680	9,009	10,872	12,643
현금및현금성자산	900	258	2,329	3,014	4,296
유동금융자산	4,807	6,443	5,801	6,810	7,234
매출채권및유동채권	836	980	879	1,048	1,113
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	577	703	708	795	816
장기매출채권및기타비유동채권	2	7	7	10	10
투자자산	523	640	652	742	767
유형자산	26	29	29	29	29
무형자산	26	27	19	14	10
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,120	8,383	9,717	11,667	13,459
유동부채	744	765	794	1,003	1,062
매입채무및기타유동채무	118	83	85	88	90
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	626	683	709	915	972
비유동부채	26	9	9	12	12
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	9	9	12	12
부채총계	770	774	803	1,014	1,075
자본금	64	64	64	64	64
주식발행초과금	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051
이익잉여금	4,348	5,597	6,902	8,640	10,372
기타자본	-113	-103	-103	-103	-103
지배주주지분자본총계	6,350	7,609	8,914	10,653	12,385
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	6,350	7,609	8,914	10,653	12,385
순차입금	-5,707	-6,701	-8,130	-9,825	-11,530
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	11,504	14,874	14,824
BPS	49,352	59,141	69,283	82,794	96,255
주당EBITDA	15,168	15,343	13,401	18,893	19,120
CFPS	12,043	11,281	11,647	15,000	14,938
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	7.4	12.3	13.6	10.5	10.5
PBR	1.8	2.3	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	2.8	5.5	6.9	4.2	3.5
PCFR	7.2	12.1	13.4	10.4	10.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	37.4	38.3	32.3	35.5	33.8
영업이익률(핵심)	37.4	38.3	32.3	35.5	33.8
EBITDA margin	38.0	38.9	32.7	35.7	34.0
순이익률	29.6	28.0	28.1	28.1	26.4
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	17.9	19.6	16.6
투자자본이익률(ROIC)	974.2	679.3	617.6	1,532.0	1,873.3
안정성(%)					
부채비율	12.1	10.2	9.0	9.5	8.7
순차입금비율	-89.9	-88.1	-91.2	-92.2	-93.1
이자보상배율(배)	6,487.4	8,420.1	7,325.2	10,368	10,578.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.7	5.6	5.7	7.1	6.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	72.1	50.6	63.0	78.9	81.4

게임빌 (063080)



Outperform(Maintain)

주가(9/4) 53,400원

목표주가 61,000원

게임빌의 최근 매출성과를 살펴보면 RPG는 둔화되는 반면 Sports게임들이 안정적 성장을 보여주고 있다. 자체게임들의 비중이 확대되면서 실적들이 개선될 개연성은 있지만 보다 확실한 매출 견인은 하반기 출시되는 Sports게임들이 될 것으로 전망된다. 단기적으로는 동사 게임의 성패보다는 관계사 게임의 성패가 더 큰 영향을 줄 것으로 판단된다. 투자 의견 Outperform을 유지하나 목표주가는 61,000원으로 하향한다. 목표주가는 Forward 12개월 EPS 4,075원에 Target PER 15배를 적용하였다.

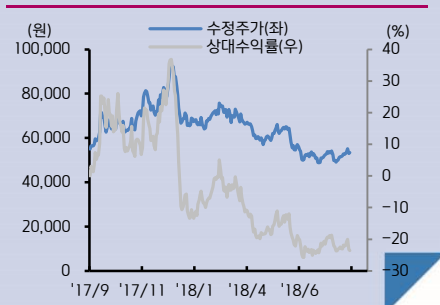
Stock Data

KOSDAQ (9/4)	827.27pt	
시가총액	3,522억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	92,500원	48,750원
최고/최저가 대비 등락	-42.27%	9.54%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.7%	-5.4%
6M	-26.1%	-23.2%
1Y	-2.9%	-23.6%

Company Data

발행주식수	6,595천주
일평균 거래량(3M)	28천주
외국인 지분율	12.61%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS (18E)	39,049원
주요 주주	송병준 외 6인 33.6%

Price Trend



적자폭 개선 가능성은 높아

>>> Sports게임을 통한 반등 모색

게임빌의 실적이 신작 출시를 통해 조금씩 개선되고 있는 가운데 하반기 Sports게임을 통해서 적자폭을 크게 개선시킬 가능성이 높다. 동사의 최근 신작 중에서 가장 성장성이 좋은 게임은 MLB퍼펙트이닝이다. 동사의 RPG는 성과 변동성이 높은 특징을 보여주고 있지만 Sports게임에서는 안정적인 매출성장이 나타나고 있다. 하반기에 준비되는 NBA와 게임빌프로야구는 IP가치도 높기 때문에 동사의 실적회복에 큰 기여를 할 것으로 전망된다. 특히 NBA의 경우 2K와 EA의 경쟁작이 존재할 뿐, 야구에 비해 경쟁강도가 약하기 때문에 높은 성과를 기대해 볼만 하다.

>>> 방향성은 관계사의 신작 결과가 좌우

탈리온 및 엘론 역시 출시를 계획하고 있지만 현재 시장상황에 비추어 보면 높은 성과를 내기보다는 소폭이지만 매출이 나옴에 따라 적자폭 개선에 도움이 되는 방향으로 바라보는 것이 합당하다. 다만, 이러한 신작들의 성과가 예상보다 크게 뛰어 넘지 않는 한 주가의 방향성은 관계사의 신작 성과(스카이랜더스)가 좌우할 것으로 판단된다. 스카이랜더스의 성과가 기대만큼 나온다면 이후 동사의 신작 성과에 대한 관심도 늘어날 가능성이 존재한다.

>>> 관전 Point

- Sports게임(NBA, 게임빌프로야구)의 성과
- 탈리온의 깜짝 성과
- 관계사의 신작 성과

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,615	1,064	1,102	1,425	1,637
보고영업이익(억원)	43	-201	-130	77	142
핵심영업이익(억원)	43	-201	-130	77	142
EBITDA(억원)	87	-147	-87	117	177
세전이익(억원)	363	65	207	526	607
순이익(억원)	293	80	164	420	460
지배주주지분순이익(억원)	295	80	161	412	458
EPS(원)	4,516	1,211	2,436	6,250	6,943
증감율(%YoY)	46.8	-73.2	101.2	156.6	11.1
PER(배)	10.8	76.2	21.9	8.5	7.7
PBR(배)	1.4	2.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	38.7	-44.4	-47.9	35.1	22.9
보고영업이익률(%)	2.6	-18.9	-11.8	5.4	8.7
핵심영업이익률(%)	2.6	-18.9	-11.8	5.4	8.7
ROE(%)	13.1	3.4	6.5	15.0	14.2
순부채비율(%)	8.6	17.2	22.8	17.0	15.2

게임빌 실적 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	286	302	254	222	236	245	250	370	1,064	1,102	1,425
해외모바일	159	195	114	107	129	161	192	310	574	793	1,070
국내모바일	127	107	140	115	107	84	59	60	490	309	355
영업비용	316	344	291	308	294	245	282	369	1,260	1,191	1,348
인건비	82	83	79	82	87	102	93	93	326	375	348
로열티	62	69	63	58	45	49	55	70	252	219	286
지급수수료	101	98	84	73	64	61	63	100	356	288	406
마케팅비	19	41	12	43	46	12	19	25	114	102	112
기타	52	54	53	52	51	63	52	40	211	207	197
영업이익	-30	-42	-38	-86	-58	-41	-32	1	-196	-89	77
영업이익률	-10.7%	-14.0%	-14.8%	-38.5%	-24.7%	-16.7%	-12.6%	0.3%	-18.4%	-8.1%	5.4%
YOY											
매출액	-30%	-30%	-35%	-42%	-17%	-19%	-1%	67%	-34%	4%	29%
영업비용	-12%	-16%	-25%	-25%	-7%	-29%	-3%	20%	-20%	-5%	13%
영업이익	적자전환	적자전환	적자전환	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	흑자전환	적자전환	적자유지	흑자전환

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

신작 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
탈리온	유틸플러스/게임빌	2018년 9월	Mobile/MMORPG	신규
엘룬	게임빌	2018년 10월	Mobile/RPG	신규
NBA	미공개/게임빌	2018년 4Q	Mobile/Sports	NBA라이선스
게임빌 프로야구	게임빌	2018년 4Q	Mobile/Sports	게임빌 프로야구 시리즈
코스모듀얼	콩스튜디오/게임빌	2018년 4Q	Mobile/Puzzle	신규

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,615	1,064	1,102	1,425	1,637
매출원가	628	503	456	499	579
매출총이익	986	561	646	926	1,058
판매비및일반관리비	944	762	776	849	915
영업이익(보고)	43	-201	-130	77	142
영업이익(핵심)	43	-201	-130	77	142
영업외손익	320	267	337	449	464
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	360	466	480
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-1	0	0	0
기타	-52	-35	-7	0	0
법인세차감전이익	363	65	207	526	607
법인세비용	70	-15	43	105	147
유효법인세율 (%)	19.3%	-22.3%	20.9%	20.0%	24.2%
당기순이익	293	80	164	420	460
지배주주지분손이익(억원)	295	80	161	412	458
EBITDA	87	-147	-87	117	177
현금순이익(Cash Earnings)	337	134	207	460	495
수정당기순이익	300	82	164	420	460
증감률(% YoY)					
매출액	6.0	-34.1	3.6	29.3	14.9
영업이익(보고)	32.1	N/A	N/A	N/A	84.9
영업이익(핵심)	32.1	N/A	N/A	N/A	84.9
EBITDA	16.3	N/A	N/A	N/A	51.5
지배주주지분 당기순이익	46.8	-72.9	101.5	156.6	11.1
EPS	46.8	-73.2	101.2	156.6	11.1
수정순이익	47.1	-72.8	100.9	156.6	9.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	40	-206	-129	54	-22
당기순이익	293	80	164	420	460
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	-360	-466	-480
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	52	34
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	52	34
현금및현금성자산의순증가	-503	-212	-62	71	-21
기초현금및현금성자산	819	315	104	42	113
기말현금및현금성자산	315	104	42	113	92
Gross Cash Flow	47	-188	-111	37	14
Op Free Cash Flow	4	-239	-102	92	84

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	595	364	227	306	336
현금및현금성자산	315	104	42	113	92
유동금융자산	45	17	28	34	39
매출채권및유동채권	235	244	157	158	205
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,660	2,995	3,289	3,708	4,189
장기매출채권및기타비유동채권	60	37	39	47	54
투자자산	2,222	2,483	2,785	3,212	3,696
유형자산	256	284	280	276	272
무형자산	89	74	68	55	46
기타비유동자산	32	117	118	119	120
자산총계	3,255	3,360	3,516	4,014	4,525
유동부채	435	564	581	607	624
매입채무및기타유동채무	200	190	87	113	130
단기차입금	12	12	132	132	132
유동성장기차입금	220	361	361	361	361
기타유동부채	3	1	1	2	2
비유동부채	473	368	343	395	429
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	330	167	167	167	167
기타비유동부채	143	201	176	228	262
부채총계	909	932	925	1,002	1,053
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,612	1,692	1,853	2,265	2,723
기타자본	-64	-69	-69	-69	-69
지배주주지분자본총계	2,339	2,415	2,575	2,988	3,445
비지배주주지분자본총계	7	13	16	24	26
자본총계	2,347	2,428	2,591	3,012	3,472
순차입금	202	419	590	512	528
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	2,436	6,250	6,943
BPS	35,865	36,613	39,049	45,299	52,242
주당EBITDA	1,331	-2,231	-1,323	1,773	2,685
CFPS	5,163	2,041	3,132	6,981	7,500
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	76.2	21.9	8.5	7.7
PBR	1.4	2.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	38.7	-44.4	-47.9	35.1	22.9
PCFR	9.4	45.2	17.0	7.6	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.6	-18.9	-11.8	5.4	8.7
영업이익률(핵심)	2.6	-18.9	-11.8	5.4	8.7
EBITDA margin	5.4	-13.8	-7.9	8.2	10.8
순이익률	18.1	7.5	14.9	29.5	28.1
자기자본이익률(ROE)	13.1	3.4	6.5	15.0	14.2
투자자본이익률(ROIC)	8.9	-60.1	-22.5	14.4	26.9
안정성(%)					
부채비율	38.7	38.4	35.7	33.3	30.3
순차입금비율	8.6	17.2	22.8	17.0	15.2
이자보상배율(배)	3.3	N/A	N/A	4.1	7.2
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(9/4) 67,200원

목표주가 83,000원

더블유게임즈는 실적개선타세가 지속될 것으로 전망됨에 따라 기대치가 확대되고 있다. 3Q들어 업데이트 효과로 DDC의 성장세가 나타나고 있으며 우호적인 환율도 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 판단된다. 이러한 흐름은 이벤트가 집중되는 4Q에 더욱 가팔라질 것으로 보이며 내년에도 안정적 성장을 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 목표주가 83,000원, 투자의견 Buy를 유지하고 업종 Top Pick으로 추천한다.

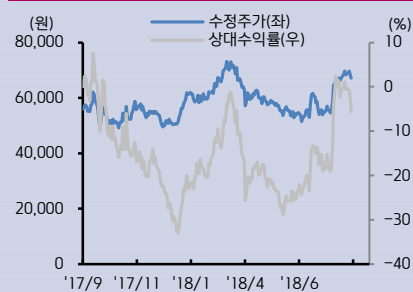
Stock Data

KOSDAQ (9/4)		827.27pt	
시가총액		12,204억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	73,200원	49,200원	
최고/최저가 대비 등락	-8.20%	36.59%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	20.4%	14.8%
	6M	7.7%	12.0%
	1Y	20.0%	-5.6%

Company Data

발행주식수	18,160천주
일평균 거래량(3M)	106천주
외국인 지분율	12.44%
배당수익률(18E)	0.52%
BPS (18E)	27,964원
주요 주주	김가람 외 5인
	45.3%

Price Trend



기대만큼 올라오는 하반기

>>> DDC의 하단이 견고해지고 있어

6/27일 DDC의 업데이트가 완료되고 난 이후 최상단의 매출성과는 아직까지 확연히 커지지는 않았다. 그러나 긍정적인 것은 하단의 매출순위가 올라옴에 따라 iOS의 평균 순위가 3~4단계가 오른 것으로 판단된다. 최근 모바일 매출 비중의 절반이 넘는 상황을 고려하면 iOS 매출의 성장성은 고무적이다. 이는 금요일 이벤트뿐만 아니라 더블유게임즈가 언급해왔던 개인화 시스템이 안착되었기 때문으로 판단된다. 더불어서 DUC의 매출도 안정적인 성과를 내고 있어 9월에 급격한 하락이 있지 않는 한 실적개선이 이루어질 것으로 전망된다.

>>> 10월부터의 흐름이 더 기대돼

예전 DUC의 흐름을 살펴보면 10월부터 시작되는 이벤트 시즌에 성과가 크게 확대되는 경향을 나타내었다. 특히 블랙프라이데이 및 크리스마스기간이 있는 12월에 매출이 급격하게 늘어나는 형태를 띄고 있다. 작년 DDC의 경우 시스템 개선이 중심이었기 때문에 매출이 3Q와 비슷한 수준을 유지했지만 올해는 이벤트 효과가 크게 나타날 것으로 전망된다.

>>> 관전 Point

- DDC의 업데이트 이후 순위 추이
- Holiday 시즌 진입에 따른 성과
- 아시아지역에서의 신작 성과
- DDC와 DUC의 DAU 추이

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,556	3,193	5,060	5,650	6,161
보고영업이익(억원)	449	810	1,502	1,829	2,170
핵심영업이익(억원)	449	810	1,502	1,829	2,170
EBITDA(억원)	452	1,007	1,665	1,898	2,237
세전이익(억원)	534	383	1,360	1,630	2,080
순이익(억원)	487	356	1,086	1,304	1,577
지배주주지분순이익(억원)	488	354	1,086	1,304	1,564
EPS(원)	2,847	2,027	6,032	7,179	8,613
증감율(%YoY)	12.7	-28.8	197.6	19.0	20.0
PER(배)	14.0	25.5	11.1	9.4	7.8
PBR(배)	1.8	2.2	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	9.4	14.0	9.7	7.8	6.0
보고영업이익률(%)	28.8	25.4	29.7	32.4	35.2
핵심영업이익률(%)	28.8	25.4	29.7	32.4	35.2
ROE(%)	13.1	9.1	23.8	22.9	22.3
순부채비율(%)	-68.9	120.8	76.6	41.3	13.7

>>> 여전히 낮은 Valuation, 성장성이 확인되면 기대심리 작용 전망

더블유게임즈의 장점은 낮은 Valuation이다. 최근 2Q실적 호조에 힘입어 주가가 상승했지만 하반기 실적개선 가능성을 감안하면 여전히 업계 최저 수준의 Valuation이다. 동사의 경우 여타의 게임사들과는 다르게 카지노게임이라는 특수 장르에서 과점화된 형태를 띄고 있다. 4~5개의 업체들이 소셜 카지노 매출의 대부분을 차지하고 있다. 즉, 갑작스런 이슈가 생기지 않는 이상 시장성장을 내외의 동반성장을 기록할 가능성이 높다. 최근 10%수준의 안정적인 시장성장이 이루어지고 있다는 것은 타 게임사 대비 강점이라고 할 수 있다.

다만, 국내에서 서비스가 되지 않고 있고 있기 때문에 관련된 성장성을 확인하기 어려운 측면이 있다. 더불어서 국내 고스톱 게임과 같이 관심도가 다른 장르대비 낮고 순위 변동성이 적기 때문에 게임업체 대비 주가 변동성이 낮은 측면이 있다. 이에 실적시즌에 관련된 주가가 크게 변동되는 모습들을 보여왔다. 즉, 성장성이 확인이 되면 최고 성수기인 4Q에 대한 기대심리가 확대될 개연성이 높다.


동사의 Valuation 상승을 위한 앞으로의 과제는 두 가지로 압축할 수 있다. 1. 해외 성과 확대(아시아 지역, DDC 유럽 매출확대), 2. DDC와 DUC의 DAU확대이다. 점진적 성장이 대부분인 카지노 게임의 특성상 해외출시가 이루어지더라도 급격한 성과 확대를 기대하기 어렵다. 단기적으로는 기대할 수 있는 부분은 DDC(150만명 미만으로 추정)와 DUC의 DAU상승이다. 지금까지 두 게임의 성과는 DAU의 확대보다는 ARPU의 상승, 특히나 ARPPU의 상승이 주도하였다고 볼 수 있다. 만약 단계적 DAU상승까지 이루어질 수 있다면(ARPU를 크게 훼손하지 않는 범위에서) 동사의 성장성에 대한 기대감이 더욱 커질 것이고 Valuation상승의 근거가 될 수 있다. 특히 1위 업체인 Playtika(600만명 이상으로 추정)와의 DAU간극이 벌어져 있기 때문에 이를 줄일 수 있어야 장기적인 관점에서의 안정적 성장이 가능할 것으로 판단된다.

더블유게임즈 실적 Table (연결기준, 단위 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	414	604	1,072	1,104	1,139	1,187	1,298	1,435	3,193	5,060	5,650
DUC+DDC	372	567	1,036	1,056	1,093	1,138	1,244	1,367	3,032	4,842	5,234
DUC	372	330	356	397	409	436	458	483	1,456	1,785	1,758
DDC	0	237	681	659	684	702	787	884	1,577	3,057	3,476
더블유빙고	10	9	9	8	9	8	8	7	35	31	26
TAKES	29	26	26	29	34	33	35	41	109	144	212
기타	2	2	1	11	3	7	12	21	16	43	178
영업비용	246	528	796	811	879	842	890	947	2,380	3,558	3,821
지급수수료	124	181	322	329	342	354	390	431	956	1,515	1,695
광고선전비	50	88	133	142	200	153	161	168	414	681	730
주식보상비	5	4	4	1	1	0	0	0	13	1	0
로열티	0	19	54	55	53	47	51	58	128	210	235
감가상각비	1	26	82	84	81	82	81	81	193	326	326
인건비/기타	65	210	202	199	202	206	207	209	676	824	836
영업이익	168	76	276	293	260	345	408	489	813	1,502	1,829
영업이익률	41%	13%	26%	27%	23%	29%	31%	34%	25%	30%	32%
QoQ											
매출액	-2%	45.9%	78%	3%	3%	4%	9%	11%	105%	58%	12%
영업비용	-5%	114.9%	51%	2%	8%	-4%	6%	6%	115%	49%	7%
영업이익	3%	-54.8%	263%	6%	-11%	33%	18%	20%	81%	85%	22%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

4Q에 집중되는 이벤트기간

이벤트명	이벤트기간	비고
		
1. Halloween	10/27-31(5일)	중요도 ★★★★★
2. Thanks giving + Black Friday	11/23-27(5일)	중요도 ★★★★★
3. Christmas	12/21-25(5일)	중요도 ★★★★★
4. New Year	12/29-1/1(5일)	중요도 ★★★★★

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

DDC의 매출 회복은 2015년 수준까지?



자료: IGT, 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,556	3,193	5,060	5,650	6,161
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	5,060	5,650	6,161
판매비및일반관리비	1,108	2,383	3,558	3,821	3,991
영업이익(보고)	449	810	1,502	1,829	2,170
영업이익(핵심)	449	810	1,502	1,829	2,170
영업외손익	85	-427	-142	-199	-90
이자수익	53	30	1	1	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	48	18	138	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	1,360	1,630	2,080
법인세비용	47	27	274	326	503
유효법인세율 (%)	8.8%	7.0%	20.1%	20.0%	24.2%
당기순이익	487	356	1,086	1,304	1,577
지배주주지분손이익(억원)	488	354	1,086	1,304	1,564
EBITDA	452	1,007	1,665	1,898	2,237
현금순이익(Cash Earnings)	490	553	1,249	1,373	1,643
수정당기순이익	488	416	1,086	1,304	1,577
증감률(% YoY)					
매출액	27.1	105.2	58.4	11.7	9.0
영업이익(보고)	40.6	80.6	85.4	21.8	18.6
영업이익(핵심)	40.6	80.6	85.4	21.8	18.6
EBITDA	41.0	122.9	65.3	14.0	17.8
지배주주지분 당기순이익	43.0	-27.6	207.1	20.0	20.0
EPS	12.7	-28.8	197.6	19.0	20.0
수정순이익	42.8	-14.8	161.2	20.0	20.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	543	824	1,166	1,351	1,618
당기순이익	487	356	1,086	1,304	1,577
감가상각비	3	8	6	6	6
무형자산상각비	1	189	157	64	61
외환손익	-32	129	-138	0	0
자산처분손익	0	5	0	0	0
지분법손익	0	0	4	-9	0
영업활동자산부채 증감	-44	65	-90	-13	-25
기타	128	71	141	0	0
투자활동현금흐름	-1,059	-5,968	-173	-77	-73
투자자산의 처분	-1,052	3,498	28	-47	-41
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	-691	-738	-741
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	66	21	18
현금및현금성자산의순증가	-575	95	301	536	805
기초현금및현금성자산	728	153	248	549	1,085
기말현금및현금성자산	153	248	549	1,085	1,890
Gross Cash Flow	586	759	1,256	1,364	1,644
Op Free Cash Flow	364	954	1,155	1,436	1,680

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,228	1,051	1,409	2,018	2,908
현금및현금성자산	153	248	549	1,085	1,890
유동금융자산	2,888	355	354	395	431
매출채권및유동채권	186	448	506	538	587
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,945	8,926	8,900
장기매출채권및기타비유동채권	25	29	45	50	55
투자자산	1,044	77	47	62	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	10,354	10,944	11,808
유동부채	574	3,074	3,059	3,083	3,111
매입채무및기타유동채무	99	292	211	226	246
단기차입금	435	2,772	2,772	2,772	2,772
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	9	76	85	92
비유동부채	13	2,852	2,217	1,538	856
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,720	2,020	1,320	620
기타비유동부채	13	131	197	218	236
부채총계	587	5,926	5,276	4,621	3,967
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,815	2,815	2,815
이익잉여금	1,230	1,481	2,510	3,755	5,261
기타자본	-267	-337	-337	-337	-337
지배주주지분자본총계	3,782	4,046	5,078	6,323	7,829
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	12
자본총계	3,782	4,046	5,078	6,323	7,841
순차입금	-2,606	4,889	3,889	2,612	1,071
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	6,032	7,179	8,613
BPS	22,007	22,996	27,964	34,820	43,110
주당EBITDA	2,633	5,772	9,246	10,452	12,317
CFPS	2,858	3,170	6,936	7,561	9,050
DPS	650	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	14.0	25.5	11.1	9.4	7.8
PBR	1.8	2.2	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.4	14.0	9.7	7.8	6.0
PCFR	13.9	16.3	9.7	8.9	7.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.8	25.4	29.7	32.4	35.2
영업이익률(핵심)	28.8	25.4	29.7	32.4	35.2
EBITDA margin	29.0	31.5	32.9	33.6	36.3
순이익률	31.3	11.2	21.5	23.1	25.6
자기자본이익률(ROE)	13.1	9.1	23.8	22.9	22.3
투자자본이익률(ROIC)	499.6	74.4	57.1	75.0	91.1
안정성(%)					
부채비율	15.5	146.4	103.9	73.1	50.6
순차입금비율	-68.9	120.8	76.6	41.3	13.7
이자보상배율(배)	416.6	4.0	5.5	8.7	17.2
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	10.1	10.6	10.8	11.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.5	16.3	20.1	25.9	26.1

투자의견 변동내역

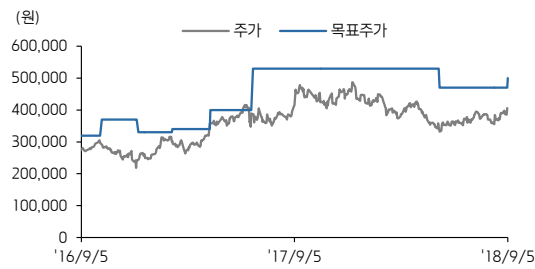
종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	2016/10/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.07	-22.03
	2016/11/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-25.86	-22.03
	2016/11/11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-29.00	-22.03
	2016/12/12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-22.21	-16.06
	2017/01/13	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-15.90	-4.24
	2017/02/08	Outperform(Downgrade)	340,000원	6개월	-12.98	5.44
	2017/04/14	Outperform(Maintain)	400,000원	6개월	-9.47	-5.38
	2017/05/15	Outperform(Maintain)	400,000원	6개월	-6.04	4.00
	2017/06/27	BUY(Upgrade)	530,000원	6개월	-27.75	-23.58
	2017/07/12	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-29.65	-23.58
	2017/08/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-28.55	-21.70
	2017/09/06	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-22.55	-9.72
	2017/11/10	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-22.49	-9.72
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.61	-7.92
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-17.99	-15.19
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.99	-15.19
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-23.13	-15.19
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-25.02	-15.19
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-25.98	-23.19
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-23.14	-17.55
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-21.85	-15.96
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-21.23	-13.62
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000원	6개월		
더블유 게임즈 (192080)	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-33.66	-27.19
	2016/11/04	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-34.21	-25.56
	2017/02/03	BUY(Maintain)	54,000원	6개월	-29.77	-7.37
	2017/04/19	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-32.54	-29.28
	2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.35	-19.76
	2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.72	-19.76
	2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-30.44	-19.76
	2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-36.11	-33.61
	2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-34.00	-25.30
	2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-33.29	-25.30
	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.95	-11.81
	2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-28.68	-11.81
	2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-29.53	-28.80
	2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-32.60	-26.27
	2018/07/16	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-32.41	-25.78
	2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-29.31	-16.02
	2018/09/05	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
넷마블 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84
	2017/11/08	Outperform(Downgrade)	210,000원	6개월	-10.82	-9.76
	2017/11/15	Outperform(Maintain)	210,000원	6개월	-12.00	-5.00
	2018/01/09	BUY(Upgrade)	210,000원	6개월	-14.63	-5.00
	2018/02/07	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-17.14	-5.00
	2018/02/22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-21.50	-5.00
	2018/04/18	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.98	-18.06
	2018/05/02	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-23.48	-17.50
	2018/05/23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-18.25	-7.50
	2018/08/09	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-21.05	-7.50
	2018/09/05	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		
컴투스 (078340)	2016/09/08	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-50.99	-46.00
	2016/11/02	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-50.73	-49.37
	2016/11/09	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-53.74	-49.32
	2017/01/24	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-44.76	-36.94
	2017/02/09	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.54	-19.38
	2017/04/06	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.48	-18.50
	2017/05/15	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-28.30	-18.50
	2017/06/27	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.28	-30.06
	2017/08/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.62	-20.12
	2017/11/08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.56	-20.12
	2017/11/15	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.25	-20.12
	2018/02/06	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-19.86	-17.08
	2018/02/22	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-9.48	1.24
	2018/04/18	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-22.66	-18.37
	2018/05/11	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-21.57	-17.49
	2018/05/23	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-18.85	-10.93
	2018/06/29	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-20.03	-10.93
	2018/08/09	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-22.18	-10.93
	2018/09/05	BUY(Maintain)	215,000원	6개월		
게임빌 (063080)	2016/11/02	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-40.39	-38.95
	2016/11/09	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-46.66	-38.84
	2017/01/24	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-43.56	-38.50
	2017/02/09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.60	-6.38
	2017/05/15	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.20	-6.38
	2017/06/27	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-26.78	-6.38
	2017/11/15	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-21.61	-2.63
	2018/02/22	Outperform(Downgrade)	77,000원	6개월	-8.61	-1.56
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	77,000원	6개월	-13.55	-1.56
	2018/05/23	Outperform(Maintain)	77,000원	6개월	-20.67	-1.56
	2018/09/05	Outperform(Maintain)	61,000원	6개월		

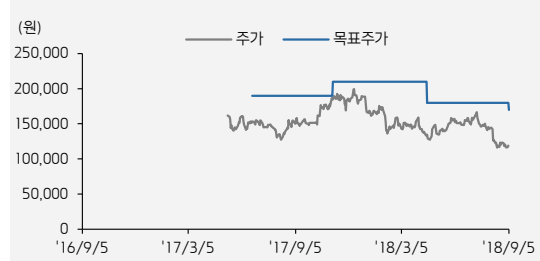
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

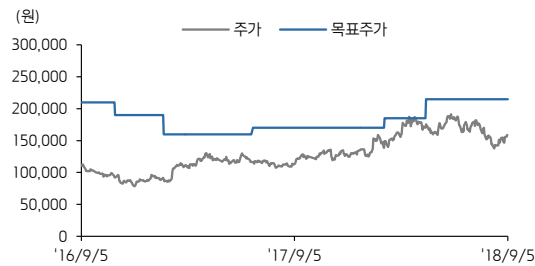
엔씨소프트



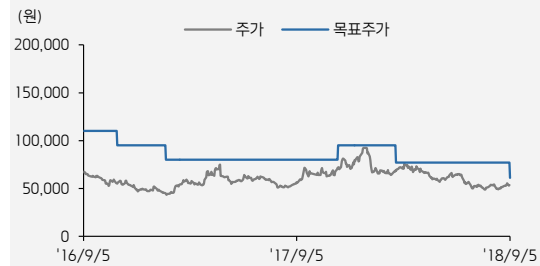
넷마블



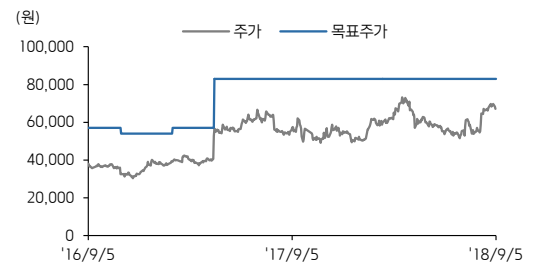
컴투스



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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%