

2019년 09월 23일 | 키움증권 리서치센터

게임 Overweight (Maintain)

## 게임통행 = IP+우수인력

게임산업과 같은 소프트웨어는 인력확보가 핵심입니다. 국내 업체들은 지속적인 인력투자를 진행해왔고 올해 초부터는 대부분 마무리 되는 모습을 보였습니다. 투자된 인력들에서 나타나는 새로운 게임들이 올해 4Q부터 출시됩니다. 시장여건도 중국을 중심으로 다시 성장세를 회복한 것으로 보임에 따라 우호적으로 변할 것으로 전망됩니다.

최선호주로 엔씨소프트를 추천드립니다.

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



## Contents



<b>Summary</b>	<b>3</b>
> 인력변화에 대한 고찰이 필요	3
<b>I. 게임개발의 핵심은 인력</b>	<b>4</b>
> 지켜봐야 할 평균근속년수, 평균임금 증가율	4
<b>II. 비용구성 항목 분석</b>	<b>6</b>
> 높아지는 지급수수료, 인건비 비중	6
<b>III. 인당매출액의 변동성에 주목</b>	<b>8</b>
> 경영진의 능력은 적절한 인력투자와 신작게임흥행으로 나타나	8
<b>IV. 다시 성장하는 중국시장</b>	<b>10</b>
> 다시 성장하는 중국시장, IP라이센스 업체를 중심으로 지켜봐야	10
<b>V. 8월 글로벌 매출로 알아보는 변화 Point</b>	<b>12</b>
> 촘촘해지는 상위권의 매출수준	12
<b>VI. 게임업종 투자전략</b>	<b>14</b>
> 4Q 전략: 대형게임에 모아지는 시선	14
<b>VII. 기대작들의 중요 Point</b>	<b>16</b>
> 관심게임: 리니지2M, 세븐나이츠2 달빛조각사, 검은사막M(북미/유럽)	16
<b>기업분석</b>	<b>19</b>
> 엔씨소프트 (036570)	20
> 넷마블 (251270)	23
> 펄어비스 (263750)	26
> 컴투스 (078340)	29

### Compliance Notice

- 당사는 9월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

## 게임흥행 = IP+우수인력

### >>> 인력 중심의 게임업체

게임업체들의 비용항목을 살펴보면 크게 늘어난 부분은 인건비 부분이다. 인력확충이 지속적으로 나타났으며 이외 지급수수료도 증가함에 따라 전반적인 비용증가가 나타났다. 이렇게 증가된 인력을 활용한 게임들이 올해 4Q부터 출시될 것으로 전망되며 2020년에도 다양한 대형프로젝트들이 선보일 것으로 기대된다. 이에 인당매출액을 살펴볼 필요가 있으며 신작 흥행을 통해 인당매출액이 크게 성장했던 업체들을 중심으로 기대를 해볼 필요가 있다.

### >>> 중국시장의 회복세에 주목

2019년 상반기 중국 모바일게임시장의 성장성이 회복하는 모습을 나타냈다. YoY 21.5% 성장세를 나타내면서 작년 12.9%대비 크게 개선되는 모습을 보여주었다. 이러한 중국 회복세는 판호발급에 힘입어 하반기에도 이루어질 것으로 전망되는데 지금까지 137개가 발급된 외자판호에 기대기보다는 IP라이선스를 활용한 내자판호를 기대해보는 것이 바람직하다. 중국에서 해외IP를 활용하는 게임들이 여전히 성과를 내고 있어 IP를 활용하는 국내 업체들에 주목도 할 필요가 있다.

### >>> 4Q에 모여드는 대형신작

4Q는 게임업체들의 대형신작이 집중될 것으로 전망된다. 이미 최고 기대작인 리니지2M이 사전예약을 시작하였으며 달빛조각사, V4 등도 4Q출시가 확실시 되고 있다. 이외 세븐나이츠2, A3도 출시가 가능할 것으로 예상되며 검은사막M의 북미/유럽 진출도 계획되어 있어 신작모멘텀이 집중되는 시기이다. 대형신작이 몰리는 만큼 경쟁이 치열하겠지만 큰 성과를 기록하는 MMORPG가 등장하면 차후에 출시되는 MMORPG들에 대한 기대치가 높아질 것으로 전망된다. 이에 하반기 최고 기대작인 리니지2M의 엔씨소프트를 최선후주로 제시하며 해외모멘텀 및 중국 출시 가능성을 보유한 펄어비스를 차선후주로 제시한다.

### >>> 최선후주: 엔씨소프트

### 차선후주: 펄어비스

# Summary

## >>> 인력변화에 대한 고찰이 필요

### 게임의 경쟁성 강화와 관련한 도전이 시작된다

게임업종에 대해 기존 투자의견인 비중확대(Overweight)를 유지한다.

국내 게임업종이 과도기를 넘어 새로운 도전을 시작하고 있다. 둔화된 시장성장성을 뚫기 위한 여러가지 시도가 이어지고 있다. 영상과의 접목, 애니메이션 시도, 신규 스트리밍 플랫폼 개발, 디바이스 확대 등이 해당한다. 이러한 시도들이 갑작스럽게 큰 효과를 나타낼 가능성은 낮지만 이에 대한 투자가 2020년, 2021년이 되면 과실이 되어 돌아올 것으로 기대된다.

#### 게임업종 상반기 총평

1. 2019년 상반기는 신작 기대치가 높지 않았기 때문에 대다수 업체가 예상된 범위 내에서 실적 구현
2. 디바이스 확장에 대한 시도가 이루어지고 일부 성과가 나타나고 있음
3. 반기 이상 남은 신작에 대한 연기가 여전히 높은 비율로 나타나고 있어 근시일 내의 신작 모멘텀에 집중이 필요

이에 따라 올해를 저점으로 이익이 점진적으로 개선될 가능성이 높다고 판단된다. 올해 4Q부터 대작으로 꽂히는 각 사들의 게임들이 출시되며 프로젝트들의 주기상 대부분 2020년과 2021년에 새로운 개념을 장착한 게임들이 출시될 것으로 전망되기 때문이다. 지금까지는 특징이 없는 비슷한 게임들이 출시되었기 때문에 신작에 대한 성과가 지지부진하였지만 내년부터는 빠르게 늘어났던 인력투자의 결실이 나타나는 시점으로 보고 있다. 또한 글로벌 게임시장도 둔화된 모습에서 점차 탈피할 것으로 보인다. 스트리밍게임의 도입과 더불어 글로벌 성장의 주요 침체원인이었던 중국시장이 다시 회복세를 보이고 있기 때문이다. 외자 판호의 발급숫자가 아직 미약하긴 하지만 중국시장의 성장세가 나타나면 관련된 투자가 다시 활발해질 것으로 전망된다. 아직까지 중국 내 모바일게임시장에서는 해외IP가 큰 영향력을 보여주고 있다.

#### 인당매출액의 성장성, 신규 모멘텀의 투자판단이 유효한 가운데 중국에 대한 관심을 확대할 필요가 있음

1. 4Q대작게임 출시가 많아지고 있는 만큼 모멘텀 플레이가 유효해지는 시점
2. 과거 인당매출액의 높은 성장성을 보인 기업에 집중할 필요가 있음
3. 중국 모바일게임시장이 상반기에 다시 성장성이 회복됨에 따라 중국 관련업체에 관심을 기울여야
4. 다만, 외자판호를 받아야 하는 국내개발 게임보다는 IP라이선스를 활용하는 중국개발 게임을 살필 필요가 있음

당사에서는 올해 남은 주요 게임을 엔씨소프트의 리니지2M으로 꼽고 있으며 이외 중국시장의 성장이 다시 나타나고 있어 IP라이선스를 활용하는 업체들에 대한 주목이 필요하다고 보고 있다.

# I. 게임개발의 핵심은 인력

## >>> 지켜봐야 할 평균근속년수, 평균임금 증가율

### 콘텐츠 개발의 핵심은 인력

게임과 같은 콘텐츠의 개발 핵심은 인력이다. 엔진 등의 시스템을 활용하기도 하지만 대부분이 사람의 손을 거친다고 봐도 무방하다. 특히 예전에 비해 그래픽이 중요해진 현재 시점에서는 일러스트 등의 그래픽 작업에 최종 인력투입이 많이 늘어나고 있다. 기본적인 코어게임에 투입되는 인원은 프로젝트당 40~50명 내외로 알려져 있다. 인력구성은 기획이 20~30% 수준, 제작이 40% 수준, 그래픽 등의 일러스트가 30~40% 수준을 차지하고 있다.

게임 개발은 초기 기획 인력 몇 명이 게임을 기획하며 이것이 프로젝트로 인정받게 되면 제작인력이 투입되며 IP에 대한 사용을 결정하게 된다. 이후 전투 등을 중심으로 한 개발이 진행되고 이 시점부터 일러스트가 투입 된다. 즉, 극 초기에는 약 5명 내외의 인력이 개발 초기에는 10~30명, FGT(Focus Group Test) 기간에는 30~40명, 출시 직전에는 50명 수준(대형 MMORPG는 100명 이상으로 증가)까지 확대된다. 개발기간은 코어게임일 수록 시간이 길어진다. 최근의 개발 과정들을 살펴보면 일반RPG는 약 1년~2년, 코어RPG는 2년 내외, MMORPG는 3년의 개발기간이 소요된다.

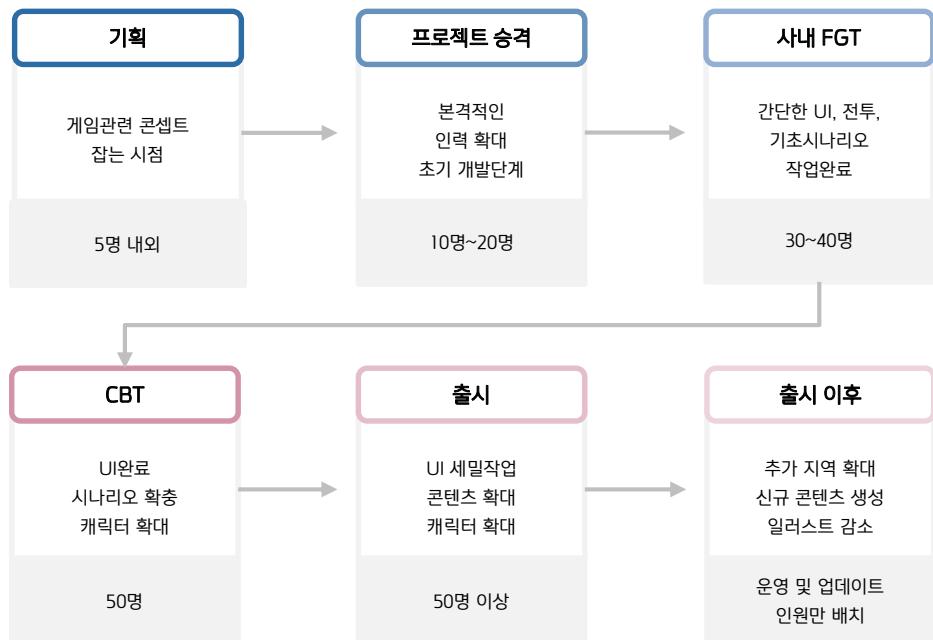
이러한 개발이 게임회사에 여러 개의 프로젝트로 나뉘고 있으며 MMORPG비중이 높아지는 현재는 인력투자에 대한 부분이 중요하게 작용할 수 밖에 없다. 게임개발 과정에서 개발프로젝트의 인력구성이 중요하며 기획, 제작부문과 주요 일러스트는 정규직으로 포함되는 경우가 대부분이다. 결국 프로젝트 당 개발기간이 늘어나고 있는 상황에서는 인력들의 근속연수가 높은 업체가 우수 인력을 유지할 수 있으며 주요 프로젝트의 성과로 이어질 수 있다. 국내에서 평균근속연수가 가장 높은 업체는 앤씨소프트로 평균 5.1년의 근속연수를 기록하고 있으며 가장 낮은 업체는 펄어비스이다. 다만, 펄어비스는 공격적인 인력투자로 최근 1년 반 동안 인력이 3배로 증가하였기 때문에 평균근속연수가 매우 낮은 모습을 보여주고 있다.

### 게임은 흥행산업

게임은 기본적으로 흥행산업이다. 신작 출시성과 따른 주가 변동폭이 매우 큰 업종이며 흥행에 따른 실적 탄력성도 매우 높은 업종이다. 이에 밸류에이션도 Hit Ratio가 높은 기업, IP를 보유한 기업들은 매우 높은 밸류에이션을 받는데 비해 원게임 등 성장성이 낮다고 판단되는 기업들은 매우 낮은 밸류에이션을 받고 있다.

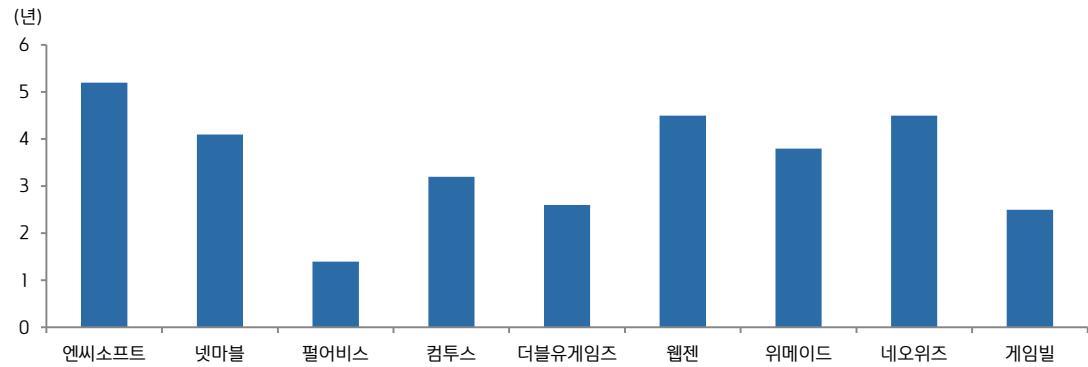
이러한 흥행산업에서 개별 게임들의 성패를 예측하기는 쉽지 않다. 실제 높은 기대를 받았으나 실패한 사례도 많고 전혀 주목을 받지 않았으나 성공한 사례도 더러 있다. 이에 게임 출시 전에 기대감이 형성되다 기대치에 미치지 못하는 사례가 대부분을 차지하고 있다. 이를 보정하기 위해 보유IP의 영향력, 사전예약자 수 등을 활용한다. 여기에 추가해야 할 것이 평균근속연수와 평균임금 증가율이다. 이제 대부분의 게임업체들의 인력충원은 마무리 된 것으로 판단된다. 각 업체들의 컨퍼런스콜을 확인했을 때 추가적인 인력증가는 약 10%내외에서 머무를 가능성이 높다. 이제는 업체별 근속연수와 더불어 평균임금 증가율을 감안하여 얼마나 양질의 인력을 확보하고 있는지를 확인할 필요가 있다.

## 게임개발 과정



자료: 키움증권 리서치센터

## 업체별 임직원 평균근속연수 (별도기준, 6/30일 기준)



자료: Dart, 키움증권 리서치센터

## II. 비용구성 항목 분석

### >>> 높아지는 지급수수료, 인건비 비중

#### 인건비 비중이 가장 높은 업체는 엔씨소프트

MMORPG출시로 인해 매출이 크게 증가했던 2017년부터 업체들의 비용항목 변화를 파악해 보았을 때 전반적으로 매출액대비 비용부문의 상승이 나타났다. 가장 비중이 높은 것은 매출에 연동되는 지급수수료 비율이었으며 그 외는 인건비가 차지하고 있다. 마케팅비용은 신작출시가 이루어지는 일부 분기를 제외하고 대부분이 매출액 대비 15%이하에서 운용(2016~17년은 최대 20%까지 운용된 적이 있었음)되고 있어 효율화에 집중하는 것으로 판단된다. 이외 기타 부분 가장 낮은 비중을 차지하고 있지만 늘어난 인원수에 따라 전반적으로 우상향하는 모습을 나타내고 있다.

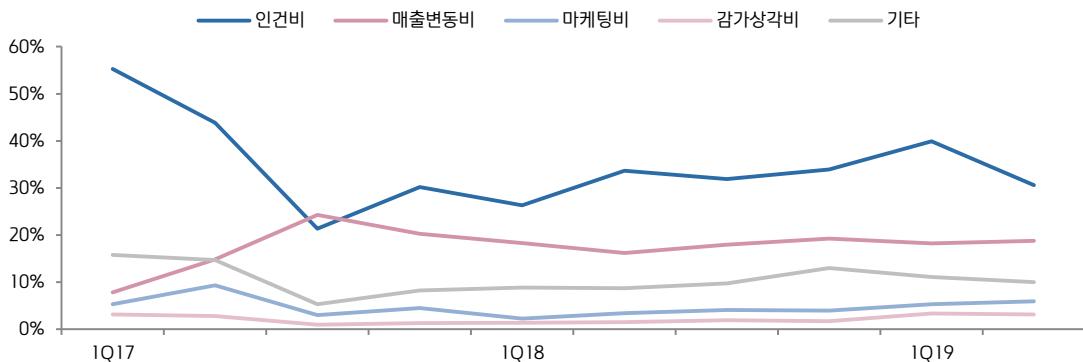
특징적인 것은 엔씨소프트는 타사대비 PC매출비중이 높아 지급수수료가 차지하는 매출연동비용이 낮았으며 오히려 인건비 비중이 타사대비 가장 높다는 것이다. 인건비는 17년 이후 매출액대비 평균 32%수준을 기록하고 있다. 이는 인당매출액이 가장 낮은 수준을 기록하고 있다는 것과 일맥상통한다. 또한 IP파워로 인해 마케팅비용이 매출액대비 5%내외를 기록하며 가장 낮은 수준을 보여주고 있다. 향후 리니지2M의 매출이 크게 발생할 경우 매출변동비 비중이 상승할 가능성이 높지만 큰 성과를 달성했을 경우 높은 인센티브를 지급하는 특성이 있어 이러한 인건비가 가장 높은 비중을 차지하는 모습은 계속될 것으로 전망된다.

넷마블은 모바일게임 매출로 이루어져 있고 외부 IP활용비율이 높아 지급수수료율 비중이 매출액대비 41~44% 수준을 지속적으로 기록하고 있다. 이외 인건비 비중이 인원수 증가로 20%초반 수준까지 올라오면서 전체적인 비용항목이 높은 수준을 기록하고 있다. 또한 마케팅비용도 4개 업체 중 평균적으로 가장 높은 수준을 기록하고 있으며 기타비용의 상승폭도 높은 편이다.

펄어비스는 모바일매출 비중 변동에 따라 지급수수료 비중이 큰 폭으로 변동하고 있다. 또한 인센티브 지급에 따른 인건비와 신작게임 출시에 따른 마케팅비용의 분기별 변동폭이 가장 높은 업체였다.

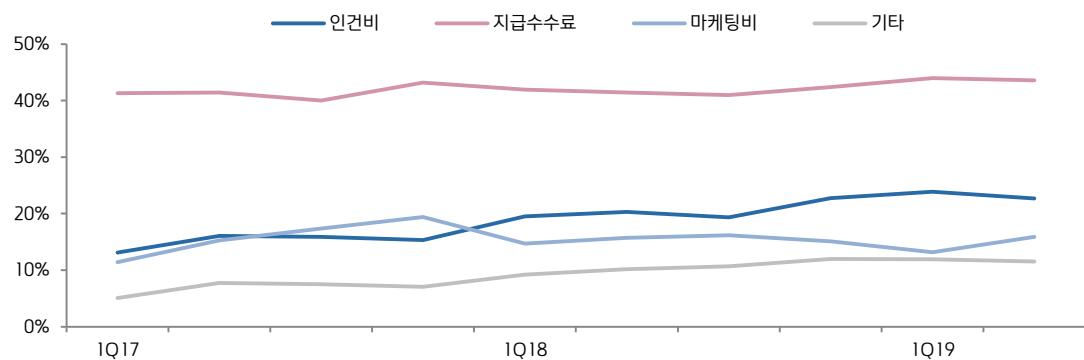
컴투스는 원게임 비중이 높은 만큼 전반적으로 안정된 흐름을 보였지만 매출액대비 지급수수료율 비중이 점차 높아지고 있다. 특히 지급수수료+로열티를 감안할 경우 최근 매출액대비 40%수준까지 증가하였다.

#### 엔씨소프트 매출액 대비 비용항목 비중 추이



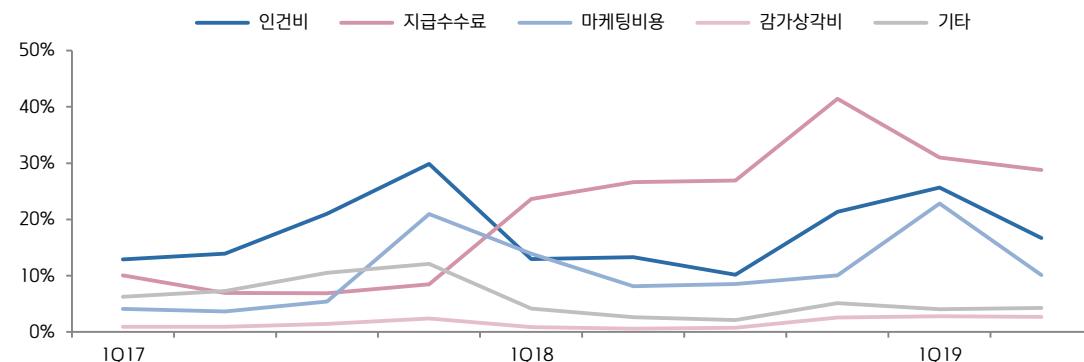
자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

### 넷마블 매출액 대비 비용항목 비중 추이



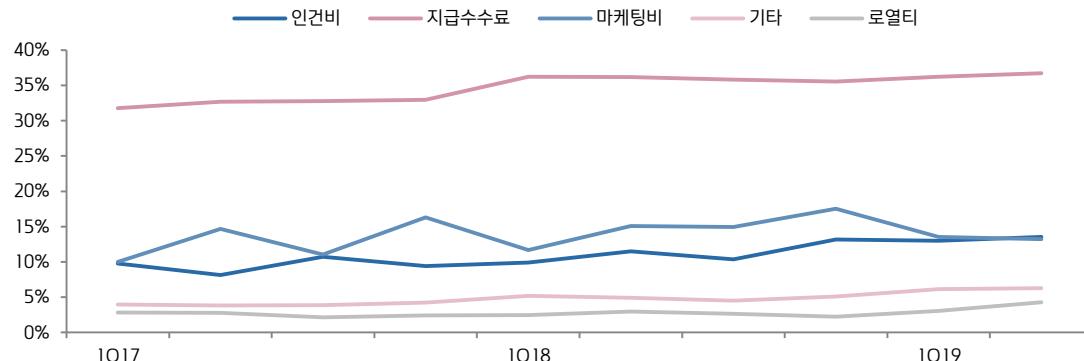
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

### 펄어비스 매출액 대비 비용항목 비중 추이



자료: 펄어비스, 키움증권 리서치센터

### 컴투스 매출액 대비 비용항목 비중 추이



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

### III. 인당매출액의 변동성에 주목

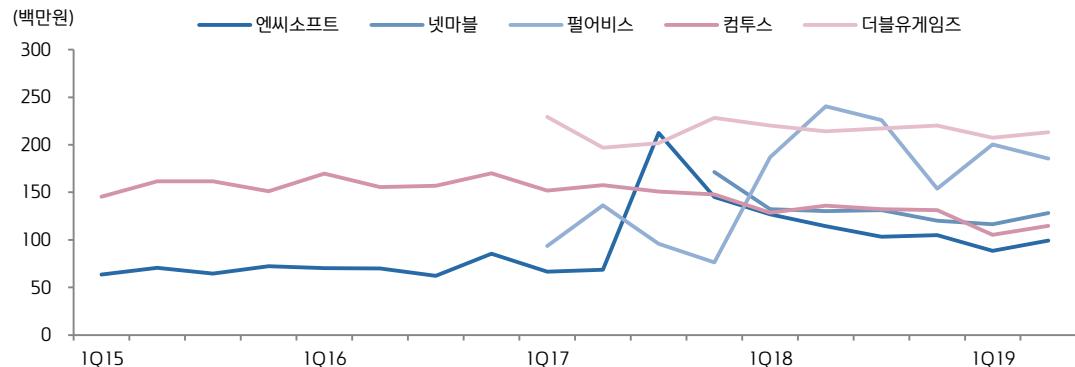
>>> 경영진의 능력은 적절한 인력투자와 신작게임 흥행으로 나타나

#### 인당매출액의 성장성이 성과를 입증

앞서 언급했던 것처럼 소프트웨어 업종의 핵심은 인력이다. 즉, 한 사람의 인원이 얼마나 많은 매출을 형성할 수 있는지가 매출성장의 중요 포인트가 된다. 인력에 집중했을 때 게임업종은 2018년에 52시간 근로제 도입으로 큰 변화를 맞이하였다. 이전까지 초과근무가 만연해있던 근로문화에서 강제적인 변화를 맞이하였으며 개발기간의 유지를 위해 인력이 증가하는 모습을 보였다. 실제로 대부분의 게임업체들은 2018년도에 큰 폭의 인원 상승이 이루어졌다. 이러한 인력 증가에도 불구하고 시장경쟁 심화와 겹쳐 개발기간이 늘어나는 모습을 보였고 2018년도 이후부터 대부분의 게임들이 출시일정이 연기되는 현상이 나타나게 되었다. 결국 신작에서의 성과가 매출의 성장으로 이어진다는 점, 인력의 증가가 가파르게 나타났다는 점으로 인해 인당매출이 감소하는 현상이 나타났다. 이러한 상황에서는 회사 경영진의 판단이 어느 때보다 중요하게 작용할 것이다. 경영진의 운영능력이 회사의 강점으로 자리잡는 시점이 오게 된 것이다.

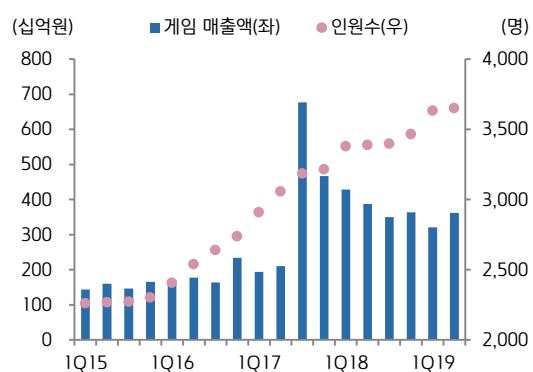
실제 업체별 인당매출액을 살펴보았을 때 펄어비스를 제외하고 2018년 이후에 감소하는 추세를 보이고 있다. 일정 수준이상의 실적을 구가하고 있는 업체들은 인당매출액이 약 1억원에서 2.2억원 내외의 인당매출액을 나타내고 있다. 카지노게임과 같이 신규개발 인력구성이 적은 업체는 높은 인당매출액을 형성하고 있으며 대형게임을 개발하는 업체들은 대부분 1억원 내외의 인당매출을 형성하고 있다. 인당매출액을 살펴볼 때 우리가 지켜봐야 할 것은 금액 수준이 아니라 신규게임이 출시되었을 때 변동폭이 얼마나 나타나는지를 봐야 한다. 게임은 흥행산업이기 때문에 인당매출액의 성장성이 얼마나 나타나는지를 살펴봐야 하며 1) 큰 폭의 성장이 나타나는 기업은 경영진의 적절한 인력투자가 실제 매출성장으로 이어지는 것을 의미한다. 반면 2) 안정적으로 유지되는 경우는 경영진의 유지능력은 뛰어나지만 인력투자대비 효용성이 크게 나타나지 못한다는 것을 의미한다. 그리고 3) 인당매출액이 지속적으로 감소할 경우에는 인력투자에 비해 신작성과가 매우 낮은 것을 보여주는 것으로 볼 수 있다. 이에 우리는 투자에 대한 포인트를 잡을 때 인당매출액이 큰 폭으로 성장하는 경우가 있었는지를 살펴볼 필요가 있고 그러한 기업은 향후 대형 신작 모멘텀에서 큰 기대치를 부여할 필요가 있다.

#### 업체별 인당매출액 추이



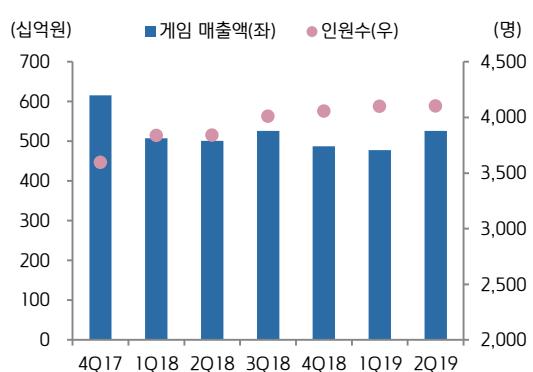
자료: 각사, Dart, 키움증권 리서치센터

## 엔씨소프트 매출액 및 인원수 변동 추이(별도)



자료: Dart, 키움증권 리서치

## 넷마블 매출액 및 인원수 변동 추이(연결)



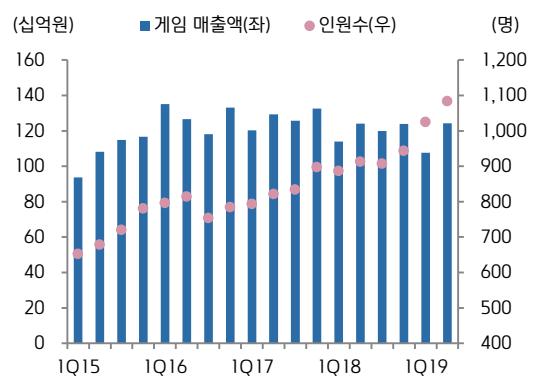
자료: Dart, 키움증권 리서치

## 펄어비스 매출액 및 인원수 변동 추이(별도)



자료: Dart, 키움증권 리서치

## 컴투스 매출액 및 인원수 변동 추이(연결)



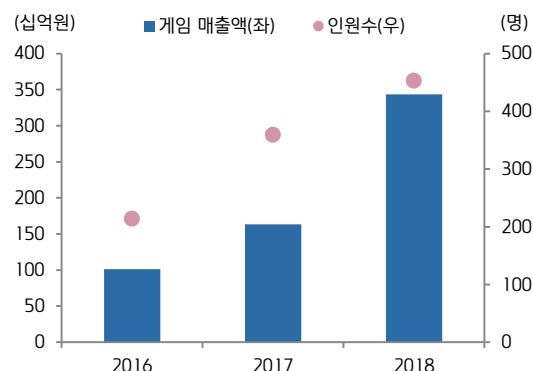
자료: Comtreus, 키움증권 리서치

## 더블유게임즈 매출액 및 인원수 변동 추이(별도)



자료: Dart, 키움증권 리서치

## 카카오게임즈 매출액 및 인원수 변동 추이



자료: Dart, 키움증권 리서치

## IV. 다시 성장하는 중국시장

### >>> 다시 성장하는 중국시장 IP라이센스 업체를 중심으로 지켜봐야

외자판호 발급추세 여전히 낮지만 IP를 활용하는 게임들은 지켜볼 필요가 있어

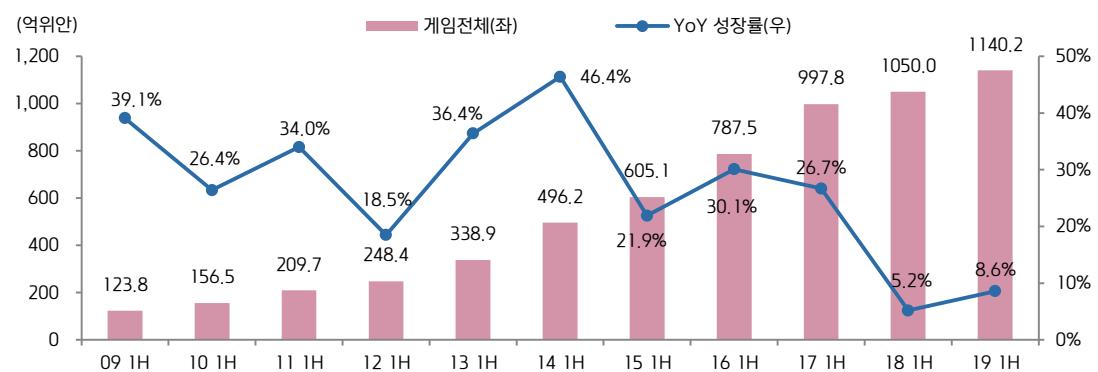
올해 중국 내에서 국내 IP를 활용하는 게임들이 잇따라 성과를 내고 있다. 카트라이더를 비롯하여 드래곤 라자, MU 등 한국IP들이 중국 iOS에서 10위권 안에 안착해 있다. 이는 국내 IP를 활용하였고 중국 내 개발사에서 개발한 게임들이다. 중국 내에서 국내IP를 활용한 게임들이 여전히 성과를 낸다는 것은 판호 문제만 해결된다면 충분히 성과를 기대할 수 있다는 것을 의미한다.

다만 여전히 중국 내에서 판호문제가 쉽게 해결될 기미는 보이지 않고 있다. 국내에서 개발한 게임들은 간간히 나오는 외자판호에서도 이름을 올리지 못하고 있다. 반면 IP를 활용한 게임들은 내자판호가 나오고 있는 상황이다. MU의 IP를 활용한 지홍지인, 대천사지검, 블레스IP 등이 판호를 받았다. 이에 따라 향후에는 IP라이선스를 활용한 중국 시장공략이 더욱 활발해 질 것으로 전망되며 국내 및 중국 제외 글로벌은 국내 개발을 중심으로 하고 중국은 IP를 통한 간접공략으로 가는 투트랙 전략이 이어질 가능성이 높다. 외자판호는 현재까지 6번의 발급이 있었고 총 137개(모바일 104개)의 게임이 판호를 받았다. 긍정적인 점은 판호 발급 주기가 점차 짧아지고 있다는 것이다. 7월 이전까지는 약 한달 반의 주기로 발급이 이루어졌지만 7월 이후는 발급이 한달 내외로 짧아졌다.

중국시장에 대한 끈을 계속 이어가야 하는 이유는 글로벌1위 시장일 뿐만 아니라 침체된 2018년에 비해 2019년 상반기에 다시 성장세가 나타나고 있기 때문이다. 현재 중국 외 글로벌 국가들에서는 시장성장이 10%에 미치지 못하는 성장을 기록했다는 점을 감안하면 중요성이 더욱 커진다. 중국시장은 2018년 전체 시장규모 2,144억위안(36조원)을 달성하였고 2019년 상반기는 1,140억위안(19.1조원)규모를 기록하면서 다시 성장세가 확대되고 있다. 특히 2018년 상반기는 YoY성장률은 전년도 26.7%에서 5.2%로 급감하였다. 하지만 2019년 상반기는 다시 8.6%로 성장세가 다시 확대되었다. 이는 작년 4월부터 중국 판호발급 자체가 정지되었던 것이 올해부터 다시 시작되었기 때문이다. 이러한 흐름은 하반기에도 나타날 것으로 보고 있다. 2018년 전체 성장률이 YoY 5.3%를 기록하면서 하반기 성장률이 비슷했던 점을 감안하면 하반기 도 8%대의 성장률을 기록할 가능성이 높다.

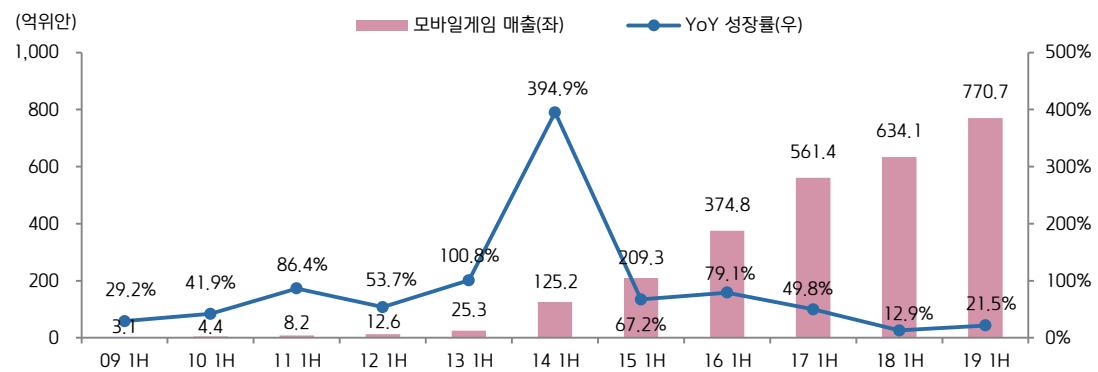
중국 모바일게임시장도 2019년 상반기에 771억위안(13조원) YoY 21.5%가 성장하면서 성장동력이 회복되었다. 특히 2018년 상반기가 YoY 12.9%로 급감했던 것에서 현재 20% 수준을 기록했다는 점을 감안하면 성장세가 회복되었다고 볼 수 있다. 또한 절대금액으로 상승세를 보았을 때 2019년 상반기에 전년대비 137억위안을 기록하였고 이는 2016~17년을 제외한 최고 수준의 증가 폭을 기록하였다. 이외 모바일게임 사용자 수는 6억 6천만명으로 YoY 6.0% 증가하였다. 모바일게임이 YoY성장한 반면 중국 상반기 클라이언트(PC) 게임시장 규모는 313억위안(5.3조원) YoY -0.7%로 역성장을 기록하였고 웹게임시장은 51억위안(0.85조원)으로 YoY -29.8%를 기록하며 침체된 모습을 보였다.

## 중국 전체 게임시장 규모 추이 (상반기)



자료: IDC, 키움증권 리서치센터

## 중국 모바일게임시장 규모 추이 (상반기)



자료: IDC, 키움증권 리서치센터

## 중국 외자판호 발급추이

발급일자	판호발급	PC	모바일	웹	콘솔
19/03/29(외자)	30	5	22	0	3
19/05/13(외자)	22	4	15	0	3
19/06/06(외자)	23	5	16	0	2
19/07/19(외자)	24	3	20	0	1
19/08/08(외자)	26	1	23	1	1
19/08/28(외자)	12	3	8	0	1
총	137	21	104	1	11

자료: 국가신문출판광전총국, 키움증권 리서치센터

## V. 8월 글로벌 매출로 알아보는 변화 Point

### >>> 촘촘해지는 상위권의 매출수준

#### 글로벌, 국가별 매출Point

##### 〈8월 글로벌 게임 매출 및 다운로드 중요 Point〉

- 리니지M의 매출순위가 6위권으로 안정적 유지
- 포켓몬Go가 업데이트 영향으로 반등하며 강세
- 몬스터스트라이크의 글로벌 순위 하락으로 일본 1위 게임과 2~3위게임간의 간극이 크게 벌어져 있음
- Fortnite의 순위가 하락하는 가운데 PUBG Mobile의 매출이 글로벌4위로 굳건하게 유지 중

##### 〈8월 미국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point〉

- 여전히 RPG게임의 비중이 낮음. 전략, 퍼즐, Battle Royale, 카지노게임이 상위권에 포진
- 포트나이트의 순위가 지속적으로 하락하여 현재 10위권을 기록
- 카지노게임인 Slotomania가 재상승하며 10위권 진입

##### 〈8월 중국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point〉

- 왕자영요(국내명: 펜타스톰)가 1위를 유지 중인 가운데 최상위게임들의 순위가 크게 변화
- PUBG Mobile을 대신한 Game for peace가 2위를 유지
- 국내 카트라이더와 드래곤라자, MU IP를 활용한 게임이 각각 4, 5, 6위를 달성
- MMORPG와 RPG비중이 10위권 내 3개에 불과함에 따라 장르다양화 추세가 지속되고 있음

##### 〈8월 일본 게임 매출 및 다운로드 중요 Point〉

- 4위권 내 게임들은 순위변화가 거의 유지되는 가운데 5~10위권의 순위가 크게 변동
- 5위~20위권의 게임 매출들은 업데이트에 따라 월별 매출순위가 크게 변동. 이는 순위간의 매출격차가 매우 적기 때문
- 일곱개의 대죄의 순위가 10위권 밖으로 밀렸으며 야구게임들의 약진이 특징

##### 〈8월 독일 게임 매출 및 다운로드 중요 Point〉

- 카지노 퍼즐게임의 결합게임인 Coin Master가 1위를 기록
- 서머너즈워의 순위 지속 하락하여 10위권 밖으로 하락
- 대부분의 순위권 내 장르는 퍼즐 및 전략게임이 차지

##### 〈8월 한국 게임 매출 및 다운로드 중요 Point〉

- 리니지M의 순위가 견고한 가운데 5위까지 MMORPG들로 포진
- 최근 중소형업체에서 개발한 MMORPG들이 성공을 하면서 MMOPRG경쟁이 치열해지고 있음

## 글로벌 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	8월 글로벌(Google&iOS)	장르
1	Fate/Grand Order	RPG
2	Honour of Kings	Moba
3	Poketmon GO	AR
4	Game For Peace	Battle Royale
5	Candy Crush Saga	퍼즐
6	리니지M	MMORPG
7	Monster Strike	RPG
8	Clash of Clans	전략
9	Homescapes	퍼즐
10	Fantasy Westward Journey	RPG

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 독일 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 한국 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	8월 한국(Google&iOS)	장르
1	리니지M	MMORPG
2	리니지2: 레볼루션	MMORPG
3	블소:레볼루션	MMORPG
4	로한M	MMORPG
5	검은사막	MMORPG
6	랑그릿사	RPG
7	왕이되는자	전략
8	Brawl Stars	슈팅
9	FIFA Online4 M	Sports
10	Poker by Neowiz	카지노

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 일본 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

순위	8월 일본(Google&iOS)	장르
1	Fate/Grand Order	RPG
2	Monster Strike	RPG
3	Puzzle&Dragons	퍼즐
4	Knives Out	Battle Royale
5	Pokemon GO	AR
6	GranBlue Fantasy	RPG
7	지큐 프로야구	스포츠
8	프로페셔널 베이스볼	스포츠
9	Colopl Rune Story	RPG
10	디즈니 썬썬	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 중국 모바일 매출순위 및 장르(iOS기준)

순위	8월 중국(iOS)	장르
1	Honour of Kings	Moba
2	Game For Peace	Battle Royale
3	Fantasy Westward Journey	RPG
4	CrazyRacing KartRider	Racing
5	Dragon Raja	RPG
6	Authorization of Mu	MMORPG
7	Return of the Condor Heroes2	MMORPG
8	Westward Journey Online	MMORPG
9	Onmyoji	RPG
10	Shining Nikki	Simulation

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## 미국 모바일 매출순위 및 장르(Google, iOS합산)

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

자료: App Annie, 키움증권 리서치

## VI. 게임업종 투자전략

### >>> 4Q 전략: 대형게임에 모아지는 시선

#### 리니지2M의 성패에 달린 MMORPG의 반등에 주목

2019년 4Q는 대형 신작이 다수 출시된다. 가장 대표작은 엔씨소프트의 리니지2M으로 리니지M 이후 출시되는 첫 MMORPG이기 때문에 관심이 매우 높은 상황이다. 이에 그 동안 막혀있던 MMORPG의 일매출 벽을 다시 뚫을 수 있을지 기대를 모으고 있다. 펠어비스의 검은사막M 출시 이후 1년 반 동안 나왔던 MMORPG들은 블소·레볼루션을 제외하고 큰 성과를 낸다 하더라도 초기 일평균매출 10억원 수준을 겨우 넘은 이후 대부분 5~10억원 수준을 기록했다. 최근 2위 MMORPG들의 매출이 약 4~7억원 수준을 기록한다는 점을 감안하면 예전에 비해 매우 낮아진 것을 알 수 있다.

리니지2M은 이러한 국내 MMORPG의 막힌 혈을 뚫을 가능성을 보유하고 있다. 높은 그래픽 수준 뿐만 아니라 로딩없는 플레이, 퍼플플랫폼을 통한 유저간의 연대 강화 등이 유저들에게 각광을 받을 것으로 기대된다. 리니지2M의 매출이 예상보다 높은 성과를 기록한다면 MMORPG에 대한 기대치는 다시 높아질 것으로 전망된다. 즉, MMORPG에 대한 매출확대가 이루어지면서 둔화된 국내 게임산업의 성장이 다시 타날 가능성이 높다. 지난 2년간 게임산업의 시가총액이 박스권을 형성하고 있는 것은 시장성장이 둔화된 영향이 크다. 글로벌에서의 성과도 일본을 제외하고는 뚜렷한 성과를 못 내고 있기 때문에 성장성에 대한 의문이 커기 때문이다. 이러한 의문을 리니지2M이 풀어줄 것으로 기대된다.

리니지2M 이외에도 넷마블의 A3, 세븐나이츠2, 넥슨의 V4, 펠어비스의 검은사막M(북미/유럽)의 성과도 지켜볼 필요가 있다. 대형MMORPG가 다수 출시되는 시점이기 때문에 4Q는 게임주에 대한 관심이 높아질 것으로 전망된다. 대부분의 MMORPG들이 국내 출시 이후 해외 출시를 이어간다는 점을 감안하면 이러한 대형신작 게임들의 모멘텀은 내년 상반기까지 이어질 것으로 전망된다.

#### 양질의 개발자가 매출성장을 이끌어, 중국 IP라이센스 사업을 지켜보자

결국 게임업체의 장기성장은 게임의 흥행에서 비롯된다. Hit 게임을 만들고 잘 유지하면서 신작이 바통을 이어받으면 점진적 성장이 가능하다. 이를 위해서는 양질의 개발자가 중요하며 양질의 개발자를 유지할 수 있는 자금력이 필요하다. 우리는 단기적으로 출시 이전에 신작에 대한 기대치를 부여할 필요가 있지만 그 기대치를 부여하는 정도는 현재 개발사의 운용 능력이다. 개발자들의 개개인 능력 PM의 능력을 정량화 시켜 평가하기 어렵기 때문에 전체 게임회사의 매니지먼트 능력을 지켜볼 필요가 있으며 비용항목 분석, 인당매출액의 변화, 고점 등을 감안하여 신작 모멘텀에 투자하면 더 나은 투자판단이 될 것이다. 또한 중국의 게임시장 성장이 다시 나타남에 따라 내자판호가 나오고 있는 IP업체들을 중심으로 한 투자방식도 유효할 것으로 전망된다.

이러한 관점에서 높은 인당매출액을 구가하였던 엔씨소프트를 Top Pick으로 선정하며 변동성은 크지만 성장성이 지속적으로 나타나고 있는 펠어비스를 관심종목으로 추천한다.

## 주요 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
세븐나이츠2	넷마블	2019년 4Q	Mobile/MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
A3: Still Alive	넷마블	2019년 4Q	Mobile/MMORPG	신규
스톤에이지M	넷마블	2019년 4Q	Mobile/MMORPG	PC, 스톤에이지
블소:레볼루션(일본)	넷마블	2019년 3Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
리니지2M	엔씨소프트	2019년 4Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 리니지2
블레이드앤소울S	엔씨소프트	2020년 1Q	Mobile/캐쥬얼 MMORPG	PC MMO, 블소
블레이드앤소울2	엔씨소프트	미정	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
블레이드앤소울M	엔씨소프트	미정	Mobile/MMORPG	PC MMO, 블소
아이온2	엔씨소프트	미정	Mobile/MMORPG	PC MMO, 아이온
검은사막M(북미/유럽)	펄어비스	2019년 4Q	Mobile/MMORPG	PC MMO, 검은사막
이브온라인(한국)	펄어비스	2019년 4Q	PC/Sci-Fi MMO	지역확장
Project K	펄어비스	2020년~	PC, Consol/FPS MMO	신규
Project V	펄어비스	2020년~	Mobile/캐쥬얼 MMORPG	신규
Project CD	펄어비스	2020년~	Consol, Mobile/RPG	신규
이브 War of Ascension	펄어비스	2020년~	Mobile/ Sci-Fi	PC, 이브온라인
이브 Echoes	펄어비스	2020년~	Mobile/Sci-Fi MMO	PC, 이브온라인
버디크러시(동남아)	컴투스	2019년 3Q	Mobile/Sports	신규
서머너즈워:백년전쟁	컴투스	2020년 상반기	Mobile/RTS	Mobile, 서머너즈워
히어로즈워2	컴투스	2020년 상반기	Mobile/RPG	신규
서머너즈워 MMO	컴투스	2020년 하반기	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
게임빌 프로야구	게임빌	2019년 9월	Mobile/Sports	Mobile, 게임빌 프로야구
NBA	미공개/게임빌	2019년 4Q	Mobile/Sports	NBA라이센스
V4	넷게임즈/넥슨	2019년 11월	Mobile/MMORPG	신규
달빛조각사	엑스엘게임즈/카카오	2019년 4Q	Mobile/MMORPG	소설 달빛조각사
블레스M	조이시티/미정	2019년말~2020년초	Mobile/MMORPG	PC, 블레스
크리티컬옵스 리로이드	크리티컬포스, NHN	2019년 4Q	Mobile/FPS	크리티컬옵스 후속작
나선영웅전	루라게임즈/웹젠	2019년 9월	Mobile/SRPG	신규
아이엔스트레이지	네오위즈	2019년 하반기~	PC/Simulation	신규
검은나이츠	네오위즈	2019년 하반기~	Mobile/전략	신규

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

## VII. 기대작들의 중요 Point

### >>> 관심게임: 리니지2M, 세븐나이츠2, 달빛조각사, 검은사막M(북미/유럽)

#### 리니지2M(모바일, 한국, 4Q 출시예정)

- 긍정 Point1. 리니지2 IP를 활용하였기 때문에 인지도를 통한 빠른 사전예약자 수 증가 전망
- 긍정 Point2. 퍼플플랫폼이라는 새로운 시도를 통해 유저의 락인 효과 극대화
- 긍정 Point3. 최고의 그래픽 및 로딩 없는 시스템, 초대형 맵 등 기존 MMORPG와는 차별적 요소가 다수
- 부정 Point1. 시장의 높은 기대감

#### 세븐나이츠2(모바일, 한국, 4Q 추정)

- 긍정 Point1. 모바일IP로 아시아지역에서 성과가 나온 자체IP
- 긍정 Point2. 국내에서 장기간 1위로 흥행했고 동남아 일본에서도 인기있던 IP이기 때문에 MMORPG 시장에서 각광을 받을 가능성은 높음
- 부정 Point1. 캐릭터 중심의 IP인데 비해 MMORPG로 전환됨에 따라 캐릭터 부각이 적음

#### 달빛조각사(모바일, 한국, 하반기)

- 긍정 Point1. 소설IP를 활용하기 때문에 IP인지도가 높은 연령층이 25~40대로 결제비중이 높은 연령층
- 긍정 Point2. 캐쥬얼 한 그래픽을 활용한 MMORPG로 최근 전투 중심의 게임보다는 생활콘텐츠 중심 이기 때문에 니치 마켓을 노릴 수 있음
- 부정 Point1. 소설에서 게임으로 전환된 사례기 때문에 캐릭터 이미지 잡기에 대한 몰입감은 새롭게 형성해야 함

#### 검은사막M(모바일, 북미/유럽, 4Q)

- 긍정 Point1. 이미 다른 지역에서 성공사례를 이어오고 있음
- 긍정 Point2. PC버전(카카오퍼블리싱)과 스팀버전, 콘솔이 일정 성과를 거두면서 인지도가 증가
- 긍정 Point3. 북미/유럽 유저들의 각광을 받는 자유도 높은 게임플레이가 가능
- 부정 Point1. 북미/유럽지역은 MMORPG의 불모지

## Global Peers(게임 I)

	BLIZZARD	EA	SQUARE ENIX	BANDAI	KONAMI	NETEASE	
시가총액(십억원)	50,480	34,583	6,183	15,941	7,977	41,255	
주가수익률(%)	5D 1M 3M 6M 12M	0.4 15.0 21.6 18.7 (30.7)	(0.8) 8.1 6.2 0.8 (13.0)	9.4 7.1 35.6 27.1 (0.3)	5.0 6.0 23.1 30.5 43.4	2.4 11.8 0.6 6.7 19.1	(2.1) 3.0 3.9 10.5 31.9
매출액(십억원)	2018 2019E 2020E	8,254 7,535 8,313	5,720 6,152 6,548	2,529 3,043 3,422	6,798 8,552 9,034	2,400 3,036 3,119	11,172 12,985 14,442
영업이익(십억원)	2018 2019E 2020E	2,188 2,447 2,898	1,593 1,915 2,149	383 328 447	752 1,056 1,152	453 561 670	1,313 2,066 2,188
EPS(원)	2018 2019E 2020E	2,619 2,607 3,014	3,765 5,457 6,034	2,158 1,911 2,571	2,468 3,464 3,782	2,261 2,765 3,319	7,909 14,638 16,324
EPS Growth(%)	2018 2019E 2020E	543.5 (0.5) 15.6	2.7 44.9 10.6	23.8 (11.4) 34.5	15.6 40.3 9.2	11.0 22.3 20.1	(42.0) 85.1 11.5
P/E(배)	2018 2019E 2020E	21.5 25.1 21.7	36.0 21.4 19.3	22.6 27.2 20.2	14.2 21.5 19.7	24.8 20.2 16.8	34.5 21.8 19.5
P/B(배)	2018 2019E 2020E	3.1 3.3 3.0	8.1 4.4 3.8	3.0 2.5 2.3	2.0 3.1 2.8	3.0 2.3 2.1	4.7 5.0 4.3
ROE(%)	2018 2019E 2020E	17.4 11.9 11.7	24.1 28.8 19.8	13.8 9.3 11.7	14.7 14.7 14.9	12.5 12.1 13.4	13.5 20.0 17.9
EV/EBITDA(배)	2018 2019E 2020E	11.4 17.4 14.1	20.9 14.0 12.0	10.3 11.2 9.0	5.9 10.3 9.3	10.9 8.5 6.9	17.8 14.2 12.2
EBITDA(십억원)	2018 2019E 2020E	3,286 2,671 3,164	1,744 2,084 2,353	441 428 515	990 1,313 1,407	578 762 900	1,701 2,456 2,730
EBITDA Growth(%)	2018 2019E 2020E	15.9 (18.7) 18.5	8.7 19.5 12.9	10.6 (3.1) 20.6	8.6 32.7 7.1	3.4 31.8 18.2	(21.6) 44.4 11.1

자료: Bloomberg(9/19기준), 키움증권 리서치센터

## Global Peers(게임 II)

	CYBERAGENT	DENA	ZYNGA	MIXI	GUNGHO	NEXON
시가총액(십억원)	5,982	3,297	6,791	2,099	2,525	14,238
주가수익률(%)	5D 1M 3M 6M 12M	3.4 (2.9) 3.0 4.8 (32.1)	(0.8) (4.6) (8.7) 17.0 4.5	4.9 6.9 (0.5) 13.7 54.1	5.9 6.7 11.4 (5.4) (8.8)	1.2 1.3 (18.8) (37.2) 5.0
매출액(십억원)	2018 2019E 2020E	4,160 5,042 5,411	1,397 1,369 1,460	998 1,800 2,060	1,895 1,156 1,060	918 1,211 1,048
영업이익(십억원)	2018 2019E 2020E	299 318 383	276 118 164	7 308 375	725 124 129	265 380 277
EPS(원)	2018 2019E 2020E	382 301 916	1,587 720 937	22 265 320	5,347 1,139 1,179	2,324 3,416 2,567
EPS Growth(%)	2018 2019E 2020E	16.2 (21.3) 204.6	(29.7) (54.6) 30.1	(35.1) 1,104.8 20.5	(31.1) (78.7) 3.6	(26.8) 47.0 (24.9)
P/E(배)	2018 2019E 2020E	157.0 157.7 51.8	12.1 30.2 23.2	138.6 27.1 22.5	7.4 24.5 23.6	8.6 7.8 10.4
P/B(배)	2018 2019E 2020E	9.2 6.5 6.1	1.1 1.2 1.1	2.1 2.6 2.2	1.8 1.0 1.0	1.9 1.8 1.6
ROE(%)	2018 2019E 2020E	6.0 4.6 12.1	9.3 3.6 5.3	1.0 8.9 9.7	26.0 3.1 3.8	24.6 25.5 16.4
EV/EBITDA(배)	2018 2019E 2020E	18.6 13.6 11.2	4.7 9.9 7.1	59.5 16.4 13.9	2.0 3.8 4.0	2.6 4.3 4.8
EBITDA(십억원)	2018 2019E 2020E	386 423 516	390 247 341	54 334 407	744 154 162	277 368 292
EBITDA Growth(%)	2018 2019E 2020E	(4.1) 9.6 21.9	7.2 (36.6) 37.9	(15.2) 521.5 21.8	(23.1) (79.3) 5.1	(22.6) 32.5 (20.7)

자료: Bloomberg(9/19기준), 키움증권 리서치센터



## 기업분석

엔씨소프트  
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 650,000원  
새로운 성장 모멘텀

넷마블  
(251270)

Marketperform(Maintain)/목표주가 97,000원  
명성에 걸맞는 성과가 필요

펄어비스  
(263750)

BUY(Maintain)/목표주가 240,000원  
IP확장의 대가

컴투스  
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 173,000원  
장기적 관점에서 싸다

엔씨소프트 (036570)



## BUY(Maintain)

주가(9/20) 521,000원

목표주가 650,000원

엔씨소프트의 리니지M이 굳건한 모습을 보이고 있는 가운데 리니지2M에 대한 기대치를 확대시킬 필요가 있다. 리니지2M이 일정수준 이상으로 흥행할 경우 해외출시 모멘텀과 더불어 다양한 IP신작들이 남아있는 2020년에 대한 기대치가 높아질 수 있다. 더불어 퍼플플랫폼이 안착하게 될 경우 새로운 플랫폼으로서의 가능성을 모색할 수 있게 된다. 목표주가 650,000원, 투자의견 Buy를 유지하고 업종 내 Top Pick을 유지한다.

## Stock Data

KOSPI (9/20)	2,091.52pt
시가총액	114,380억원
52주 주가동향	최고가 552,000원 최저가 404,000원
최고/최저가 대비 등락	-5.6% 29.0%
주가수익률	절대 상대 1M -3.3% -9.4% 6M 14.6% 19.3% 1Y 16.0% 29.8%

## Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	68천주
외국인 지분율	50.6%
배당수익률(19E)	1.2%
BPS (19E)	120,799원
주요 주주	국민연금공단 12.6%

## Price Trend



## 새로운 성장 모멘텀

## &gt;&gt;&gt; 새로운 플랫폼 퍼플을 주목해야

이번 리니지2M에서 주목해야 할 것은 퍼플플랫폼이다. 모바일게임을 PC에서 구동하게 하는 것이 핵심인데 이전에 활용하던 녹스, 블루스택 등과 비슷하다고 보면 이해하기 쉽다. 특징은 1) 게임 중인 친구들과 실시간 화면전송이 가능한 게임연동채팅이 도입되고 2) 게임 라이브 스트리밍 서비스가 원활해지며 3) 모바일 그래픽을 PC에 최적화 시킨다. 이러한 기능은 향후 스트리밍게임의 시대가 열린다고 가정했을 때 크게 활용될 수 있을 Point이다. 연동채팅을 통해 각 디바이스간에 연계플레이가 가능해지며 각 디바이스 간에 그래픽 차이를 줄여주기 때문이다. 이러한 플랫폼이 안착할 경우 향후 엔씨만의 플랫폼으로 발전할 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 관전 Point

- 리니지2M의 국내 출시 성과
- 퍼플 플랫폼의 안착여부
- 리니지M 및 리니지PC의 매출 유지 여부

## &gt;&gt;&gt; 빠른 사전예약자 수 증가, Hit를 예감

리니지2M은 5일 사전예약을 시작으로 11일만에 사전예약자 300만명을 달성하였다. 이는 리니지M보다 빠른 시점으로 리니지M 이후에 나온 MMORPG들 중에서 가장 성공할 수 있을 것으로 전망된다. 빠른 사전예약자 증가는 그만큼 게임시장의 관심을 의미하기 때문이다. 리니지2M이 성과를 나타낼 경우 내년 상반기에는 빠른 해외진출을 모색할 것으로 보이고 남은 IP게임들의 출시가 이루어질 것이기 때문에 모멘텀이 상당기간 이어질 것으로 전망된다. 당사에서는 첫 달 평균 일매출을 약 18억원 수준으로 추정하고 있다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,758.7	1,715.1	1,668.1	2,220.1
영업이익(십억원)	585.0	614.9	474.2	793.3
EBITDA(십억원)	615.0	642.8	502.5	817.9
세전이익(십억원)	610.2	637.3	533.3	873.7
순이익(십억원)	444.0	421.5	413.3	677.1
자배주주지분순이익(십억원)	441.0	418.2	410.1	671.8
EPS(원)	20,104	19,061	18,687	30,601
증강률(% YoY)	61.9	-5.2	-2.0	63.8
PER(배)	22.3	24.5	28.1	17.2
PBR(배)	3.61	4.32	4.35	3.60
EV/EBITDA(배)	13.7	15.5	21.5	12.8
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.4	35.7
ROE(%)	19.1	16.4	16.3	23.0
순차입금비율(%)	-51.1	-11.2	-27.0	-32.8

자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	475	436	404	400	359	411	397	502	1,715	1,668	2,220
게임 매출액	391	344	352	346	301	359	344	448	1,434	1,453	2,032
리니지	28	42	40	39	21	50	47	54	150	172	188
리니지 2	14	13	16	21	22	21	21	14	64	78	66
아이온	19	16	16	13	12	12	15	17	63	56	56
블레이드앤소울	34	31	30	25	23	21	25	29	120	99	86
길드워 2(확장)	24	20	21	16	16	18	18	18	80	68	67
기타(모바일)	272	222	229	233	207	239	219	315	957	980	1,570
로열티 매출액	84	92	52	53	57	52	52	54	282	215	188
영업비용	271	277	265	287	279	281	289	344	1,100	1,194	1,427
인건비	125	147	129	136	143	126	135	148	536	552	609
매출변동비	87	71	73	77	65	77	77	104	307	323	504
마케팅비	11	15	17	16	19	24	24	32	58	99	109
감가상각비	7	7	8	7	12	13	13	11	49	51	51
기타	42	38	39	52	40	41	40	49	149	169	154
영업이익	204	160	139	113	80	129	108	158	615	474	793
영업이익률	43%	37%	34%	28%	22%	32%	27%	31%	36%	28%	36%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 향후 일정

게임명	디바이스	장르	출시시점 및 지역
리니지 2M	Mobile	MMORPG	2019년 4Q
블소 S	Mobile	MMORPG	2020년 상반기
아이온 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 2	Mobile	MMORPG	미정
블소 M	Mobile	MMORPG	미정

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 사전예약 11일만에 300만명 돌파



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 친구화면 스트리밍이 가능한 퍼플플랫폼



자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,668.1	2,220.1	2,387.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,668.1	2,220.1	2,387.1
판관비	1,173.7	1,100.2	1,193.9	1,426.8	1,533.8
영업이익	585.0	614.9	474.2	793.3	853.3
EBITDA	615.0	642.8	502.5	817.9	874.7
영업외손익	25.2	22.4	59.1	80.4	127.8
이자수익	19.0	29.3	60.9	84.1	130.5
이자비용	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
외환관련이익	8.6	28.0	28.0	28.0	28.0
외환관련손실	26.0	12.0	12.0	12.0	12.0
증속 및 관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	28.5	-17.2	-12.1	-14.0	-13.0
법인세차감전이익	610.2	637.3	533.3	873.7	981.1
법인세비용	166.2	215.9	120.0	196.6	220.7
계속사업순이익	444.0	421.5	413.3	677.1	760.3
당기순이익	444.0	421.5	413.3	677.1	760.3
지배주주순이익	441.0	418.2	410.1	671.8	754.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	78.8	-2.5	-2.7	33.1	7.5
영업이익 증감률	77.9	5.1	-22.9	67.3	7.6
EBITDA 증감률	70.3	4.5	-21.8	62.8	6.9
지배주주순이익 증감률	62.0	-5.2	-1.9	63.8	12.3
EPS 증감률	61.9	-5.2	-2.0	63.8	12.3
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	33.3	35.9	28.4	35.7	35.7
EBITDA Margin(%)	35.0	37.5	30.1	36.8	36.6
지배주주순이익률(%)	25.1	24.4	24.6	30.3	31.6

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	386.3	583.7	703.3
당기순이익	444.0	421.5	413.3	677.1	760.3
비현금항목의 가감	185.3	232.6	56.0	105.6	80.2
유형자산감가상각비	26.9	25.5	25.7	22.2	19.3
무형자산감가상각비	3.1	2.4	2.6	2.3	2.1
지분법평가손익	-8.7	-13.5	0.0	0.0	0.0
기타	164.0	218.2	27.7	81.1	58.8
영업활동자산부채증감	10.8	-55.5	-32.7	-95.3	-55.8
매출채권및기타채권의감소	-41.6	45.3	4.9	-57.6	-17.4
재고자산의감소	0.1	-0.5	0.0	-0.3	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-4.1	-0.6	-8.3	-7.3	-7.3
기타	56.4	-99.7	-29.3	-30.1	-31.0
기타현금흐름	-44.9	-245.8	-50.3	-103.7	-81.4
투자활동 현금흐름	-459.6	68.3	165.4	-151.2	62.7
유형자산의 취득	-28.8	-26.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.7	-4.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	170.1	-146.4	67.6
단기금융자산의감소(증가)	-517.5	1,120.5	-4.7	-4.8	-4.9
기타	797.8	-1,408	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	-124.6	-124.7	-124.7
차입금의 증가(감소)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-274.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-81.1	-154.7	-124.6	-124.7	-124.7
기타	1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-13.4	1.5	21.5	21.5	21.5
현금 및 현금성자산의 순증가	42.4	-1.7	448.6	329.3	662.8
기초현금 및 현금성자산	144.8	187.3	185.6	634.2	963.5
기말현금 및 현금성자산	187.3	185.6	634.2	963.5	1,626.3

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,054.0	2,476.2	3,192.4
현금 및 현금성자산	187.3	185.6	634.2	963.5	1,626.3
단기금융자산	1,357.0	236.5	241.3	246.1	251.0
매출채권 및 기타채권	203.5	179.0	174.0	231.6	249.1
재고자산	0.5	1.0	1.0	1.3	1.4
기타유동자산	1,381.4	1,210.8	1,244.8	1,279.8	1,315.6
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,166.5	1,288.3	1,199.3
투자자산	1,337.0	951.5	781.3	927.7	860.1
유형자산	229.1	233.9	208.2	186.0	166.7
무형자산	52.4	54.4	51.8	49.4	47.3
기타비유동자산	135.3	125.1	125.2	125.2	125.2
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,220.5	3,764.5	4,391.7
유동부채	455.8	473.1	464.8	457.5	450.2
매입채무 및 기타채무	219.7	166.3	158.0	150.7	143.4
단기금융부채	0.0	155.1	155.1	155.1	155.1
기타유동부채	236.1	151.7	151.7	151.7	151.7
비유동부채	341.5	89.2	89.2	89.2	89.2
장기금융부채	149.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	191.7	89.2	89.2	89.2	89.2
부채총계	797.3	562.3	554.0	546.7	539.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타자본	-153.6	-428.2	-428.2	-428.2	-428.2
기타포괄손익누계액	525.3	188.5	187.3	186.2	185.0
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,449.3	2,996.4	3,626.1
비자본금	8.0	11.3	14.5	19.7	25.7
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,666.5	3,217.8	3,852.3

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	18,687	30,601	34,363
BPS	124,037	107,923	120,799	145,668	174,300
CFPS	28,692	29,813	21,384	35,653	38,286
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
주가배수(배)					
PER	22.3	24.5	28.1	17.2	15.3
PER(최고)	24.6	27.1	29.9		
PER(최저)	12.0	17.3	22.7		
PBR	3.61	4.32	4.35	3.60	3.01
PBR(최고)	3.99	4.79	4.62		
PBR(최저)	1.94	3.06	3.51		
PSR	5.58	5.97	6.91	5.19	4.83
PCFR	15.6	15.6	24.6	14.7	13.7
EV/EBITDA	13.7	15.5	21.5	12.8	11.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	34.8	29.6	30.2	18.4	16.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
ROA	15.1	13.0	13.4	19.4	18.6
ROE	19.1	16.4	16.3	23.0	21.5
ROI	380.1	47.6	31.9	51.7	53.3
매출채권회전율	9.5	9.0	9.5	10.9	9.9
재고자산회전율	2,983.9	2,260.8	1,684.4	1,950.6	1,770.0
부채비율	29.2	23.6	20.8	17.0	14.0
순차입금비율	-51.1	-11.2	-27.0	-32.8	-44.7
이자보상배율	179.6	184.7	142.4	238.2	256.2
총차입금	149.8	155.1	155.1	155.1	155.1
순차입금	-1,394	-267	-720	-1,054	-1,722
NOPLAT	615.0	642.8	502.5	817.9	874.7
FCF	604.7	237.9	363.1	544.1	626.9

넷마블 (251270)



## Marketperform(Maintain)

주가(9/20) 95,700원

목표주가 97,000원

넷마블은 빅히트 게임의 출시가 적어졌지만 기존의 게임들의 성과와 신작 게임들의 일정 수준 성과로 낮지 않은 인당 매출액을 시현하고 있다. 하지만 매출액 보다 우려되는 점은 높은 수수료 비중이다. 높은 수수료율이 유지될 경우 이익의 성장성이 낮아지기 때문이다. 이에 자체 IP게임인 세븐나이츠2와 A3의 성과가 중요하다. 투자의견 Marketperform과 목표주가 97,000원을 유지한다.

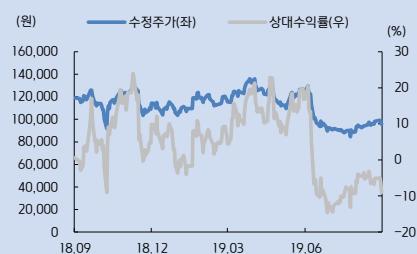
## Stock Data

KOSPI (9/20)	2,091.52pt
시가총액	82,044억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	136,000원 -29.6%
최고/최저가 대비 등락	84,600원 13.1%
주가수익률	절대 상대
1	2.4% -4.1%
6M	-18.6% -15.2%
1Y	-19.6% -10.1%

## Company Data

발행주식수	85,730천주
일평균 거래량(3M)	319천주
외국인 지분율	23.6%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	53,946원
주요 주주	방준혁 외 14인
	24.9%

## Price Trend



## 명성에 걸맞는 성과가 필요

## &gt;&gt;&gt; 늘어난 인원에 걸맞는 성과가 필요

넷마블의 상반기 게임들의 성과는 절대적금액으로 보면 나쁘지 않은 수준이다. 하지만 회사의 명성에 비하면 기대치에 못 미치는 것 또한 사실이다. 일정 성과는 내고 있지만 Big Hit게임의 출현이 부족하다. 일곱개의 대죄가 여전히 성과를 내고 있지만 초기대비 감소하면서 온기 반영효과가 적어질 것으로 전망된다. 이에 따라 4Q에 출시되는 게임은 보다 높은 성과가 필요한 상황이다. 경쟁작이 많은 시점이기 때문에 허들이 높아 보이지만 지급수수료율 개선을 위해서는 필수적으로 나와야 한다.

## &gt;&gt;&gt; 관전 Point

- 자체IP인 세븐나이츠2, A3 성과
- 블소:레볼루션 등으로 일본에서의 Hit Ratio 유지
- 마케팅최적화 작업, 자체IP추가 확보
- 추가 라인업 일정 확정

## &gt;&gt;&gt; 자체IP확보, 마케팅 최적화도 병행해야

동사의 이익률 개선을 위해서는 지급수수료율 개선과 마케팅비용 감소가 필요하다. 장기적인 구조전환을 위해서는 자체IP확보가 필요하다. 또한 마케팅비용 효율화도 병행되어야 할 것이다. 예전에 비해 신규게임 마케팅이 감소하였으나 라이브서비스 갯수의 증가로 전반적인 마케팅비용 추세는 유지될 것으로 전망된다. 이에 보유 라인업에 대한 마케팅비용 최적화 작업이 필요하며 이를 통한 이익개선이 이루어질 필요가 있다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,424.8	2,021.3	2,117.2	2,601.9
영업이익(십억원)	509.8	241.7	204.5	491.6
EBITDA(십억원)	574.5	321.7	289.6	554.0
세전이익(십억원)	471.5	290.4	259.0	530.1
순이익(십억원)	360.9	214.9	196.9	408.2
지배주주지분순이익(십억원)	309.8	189.6	173.7	360.1
EPS(원)	3,898	2,226	2,030	4,200
증감률(%), YoY	43.3	-42.9	-8.8	106.9
PER(배)	48.4	50.1	47.1	22.8
PBR(배)	3.70	2.17	1.77	1.62
EV/EBITDA(배)	24.2	24.9	18.7	9.3
영업이익률(%)	21.0	12.0	9.7	18.9
ROE(%)	11.2	4.4	3.9	7.4
순차입금비율(%)	-51.0	-36.6	-61.9	-62.5

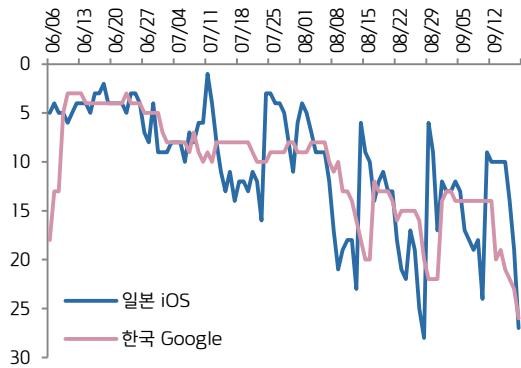
자료: 키움증권 리서치센터

넷마블 실적 Table (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,074	5,008	5,260	4,871	4,776	5,262	5,376	5,759	20,213	21,172	26,019
기존게임 매출	3,298	3,606	4,050	3,556	3,295	3,578	3,039	3,000	14,510	12,912	10,359
리니지 2:레볼루션	1,776	1,402	1,210	1,023	716	737	635	502	5,411	2,590	1,674
블소:레볼루션				292	764	526	644	874	292	2,808	3,003
주요신작 매출						421	1,058	1,383	0	2,862	10,384
로열티 매출					0	0	0	0	0	0	598
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,491	4,437	4,930	4,708	5,052	17,796	19,127	21,103
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,139	1,195	1,213	1,249	4,131	4,796	5,264
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,101	2,292	2,214	2,337	8,426	8,945	9,759
마케팅비	747	786	851	734	628	836	770	918	3,118	3,152	3,607
기타	468	508	561	584	569	607	511	547	2,121	2,234	2,472
영업이익	742	622	673	380	339	332	668	707	2,417	2,045	4,916
영업이익률	14.6%	12.4%	12.8%	7.8%	7.1%	6.3%	12.4%	12.3%	12.0%	9.7%	18.9%

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 일곱개의대죄 일본iOS, 한국Google 매출순위



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

## 4Q출시가 예상되는 세븐나이츠2



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,117.2	2,601.9	2,701.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,117.2	2,601.9	2,701.2
판관비	1,915.0	1,779.6	1,912.7	2,110.3	2,198.8
영업이익	509.8	241.7	204.5	491.6	502.4
EBITDA	574.5	321.7	289.6	554.0	548.2
영업외손익	-38.3	48.8	54.5	38.5	42.4
이자수익	22.2	40.0	40.5	44.5	48.3
이자비용	13.5	0.6	0.6	0.6	0.6
외환관련이익	16.6	34.8	32.0	12.0	12.0
외환관련손실	29.9	18.6	10.8	10.8	10.8
종속 및 관계기업손익	-5.6	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-28.1	-6.9	-6.7	-6.7	-6.6
법인세차감전이익	471.5	290.4	259.0	530.1	544.8
법인세비용	110.6	75.5	62.2	121.9	125.3
계속사업순손익	360.9	214.9	196.9	408.2	419.5
당기순이익	360.9	214.9	196.9	408.2	419.5
지배주주순이익	309.8	189.6	173.7	360.1	370.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	61.7	-16.6	4.7	22.9	3.8
영업이익 증감율	73.0	-52.6	-15.4	140.4	2.2
EBITDA 증감율	76.6	-44.0	-10.0	91.3	-1.0
지배주주순이익 증감율	78.1	-38.8	-8.4	107.3	2.8
EPS 증감율	43.3	-42.9	-8.8	106.9	2.8
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	21.0	12.0	9.7	18.9	18.6
EBITDA Margin(%)	23.7	15.9	13.7	21.3	20.3
지배주주순이익률(%)	12.8	9.4	8.2	13.8	13.7

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,590.6	3,785.5	4,142.3	4,478.5
현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,868.8	3,194.9	3,512.2
단기금융자산	643.5	500.6	505.6	510.7	515.8
매출채권 및 기타채권	303.2	204.0	63.5	78.1	81.0
재고자산	2.4	3.3	3.5	4.3	4.4
기타유동자산	705.0	834.6	849.7	865.0	880.9
비유동자산	2,429.3	2,842.4	1,921.3	2,065.4	2,226.1
투자자산	974.7	1,269.9	433.9	640.4	846.9
유형자산	145.4	174.3	156.8	144.4	135.6
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,251.8	1,201.8	1,164.8
기타비유동자산	72.4	78.7	78.8	78.8	78.8
자산총계	5,347.7	5,433.0	5,706.8	6,207.7	6,704.5
유동부채	501.3	587.0	586.6	602.1	602.3
매입채무 및 기타채무	248.6	165.8	165.4	180.9	181.1
단기금융부채	41.0	278.0	278.0	278.0	278.0
기타유동부채	211.7	143.2	143.2	143.2	143.2
비유동부채	381.2	294.5	294.5	294.5	294.5
장기금융부채	234.0	107.6	107.6	107.6	107.6
기타비유동부채	147.2	186.9	186.9	186.9	186.9
부채총계	882.4	881.5	881.2	896.6	896.8
지배지분	4,329.5	4,374.4	4,625.3	5,062.7	5,509.9
자본금	8.5	8.5	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
기타자본	-422.6	-617.4	-617.4	-617.4	-617.4
기타포괄손익누계액	298.6	372.8	450.0	527.2	604.4
이익잉여금	602.9	761.0	934.7	1,294.8	1,664.8
비지배지분	135.8	177.1	200.3	248.4	297.8
자본총계	4,465.3	4,551.5	4,825.6	5,311.0	5,807.7

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	361.3	429.8	421.1
당기순이익	360.9	214.9	196.9	408.2	419.5
비현금항목의 가감	224.5	127.7	42.6	95.7	78.5
유형자산감가상각비	11.5	15.5	17.5	12.4	8.8
무형자산감가상각비	53.2	64.5	67.6	50.0	37.0
지분법평가손익	-7.9	-9.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	167.7	56.8	-42.4	33.4	32.8
영업활동자산부채증감	-18.8	-37.4	129.9	-10.2	-13.6
매출채권및기타채권의감소	-18.4	104.4	140.5	-14.5	-3.0
재고자산의감소	-0.5	-0.9	-0.2	-0.8	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-3.3	-27.8	-0.4	15.5	0.2
기타	3.4	-113.1	-10.0	-10.4	-10.6
기타현금흐름	-63.2	-69.9	-8.1	-63.9	-63.3
투자활동 현금흐름	-1,433	-505.3	518.2	-524.4	-524.4
유형자산의 취득	-30.0	-23.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-17.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-436.6	-295.1	836.1	-206.4	-206.4
단기금융자산의감소(증가)	-496.4	142.9	-5.0	-5.1	-5.1
기타	-468.4	-312.9	-312.9	-312.9	-312.9
재무활동 현금흐름	2,527.3	-99.2	2.0	1.9	1.9
차입금의 증가(감소)	-101.3	89.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	2,634.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-159.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-30.6	0.0	0.0	0.0
기타	-6.0	1.9	2.0	1.9	1.9
기타현금흐름	37.2	9.9	438.7	418.7	418.7
현금 및 현금성자산의 순증가	1,635.1	-359.1	1,320.1	326.1	317.3
기초현금 및 현금성자산	272.7	1,907.8	1,548.7	2,868.8	3,194.9
기말현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,868.8	3,194.9	3,512.2

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,898	2,226	2,030	4,200	4,316
BPS	50,919	51,303	53,946	59,046	64,263
CFPS	7,365	4,023	2,798	5,876	5,808
DPS	360	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	48.4	50.1	47.1	22.8	22.2
PER(최고)	51.3	85.8	68.0		
PER(최저)	31.7	40.6	41.1		
PBR	3.70	2.17	1.77	1.62	1.49
PBR(최고)	3.93	3.72	2.56		
PBR(최저)	2.43	1.76	1.55		
PSR	6.18	4.70	3.87	3.15	3.04
PCF	25.6	27.7	34.2	16.3	16.5
EV/EBITDA	24.2	24.9	18.7	9.3	8.9
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금)	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%), 보통주, 현금)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	9.9	4.0	3.5	6.9	6.5
ROE	11.2	4.4	3.9	7.4	7.0
ROIC	48.3	12.6	9.4	24.9	26.2
매출채권회전율	8.8	8.0	15.8	36.8	34.0
재고자산회전율	1,142.8	714.0	625.9	674.6	623.2
부채비율	19.8	19.4	18.3	16.9	15.4
순차입금비율	-51.0	-36.6	-61.9	-62.5	-62.7
이자보상배율	37.8	417.0	352.9	848.3	867.0
총차입금	275.0	385.7	385.7	385.7	385.7
순차입금	-2,276	-1,663	-2,988	-3,319	-3,642
NOPLAT	574.5	321.7	289.6	554.0	548.2
FCF	493.6	196.7	370.5	430.8	419.1

자료: 기움증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

**BUY(Maintain)**

주가(9/20) 197,100원

목표주가 240,000원

펄어비스의 겸은사막 PS4가 예상보다 더 큰 흥행을 일으킴에 따라 3Q에도 안정적 실적흐름이 이어질 것으로 기대된다. 더불어서 북미/유럽지역 출시가 4Q에 이어짐에 따라 관련된 기대치도 높아질 것으로 전망된다. 이외 이브Echoes의 중국 내 판호여부도 지켜볼 필요가 있다. 투자의견 Buy, 목표주가 240,000원을 유지한다.

**Stock Data**

KOSDAQ (9/20)	649.07pt
시가총액	25,668억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	226,300원 157,800원
최고/최저가 대비 등락	-12.9% 24.9%
주가수익률	절대 상대
1M	12.5% 5.2%
6M	15.7% 33.6%
1Y	-11.8% 12.5%

**Company Data**

발행주식수	13,023천주
일평균 거래량(3M)	57천주
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	44,094원
주요 주주	김대일 외 14인
	50.0%

**Price Trend****IP확장의 대가****>>> 성과확대 중인 PS4 겸은사막**

펄어비스의 겸은사막 PS4버전이 일본에서 흥행을 하면서 실적에 안정감을 더해줄 것으로 기대된다. 지난 8월 출시 이후 상당기간 판매순위 1위를 기록하였다. 이는 패키지 판매뿐만 아니라 향후 인게임매출에 긍정적 영향을 줄 것으로 보인다. 더불어 모바일보다 몰입도가 높은 Consol은 변동성이 크지 않기 때문에 유저만 일정수준 유지된다면 새로운 성과확대가 기대된다. 2020년 이후 출시되는 Project CD가 Consol버전도 초기 출시를 고려하고 있다는 점을 감안하면 콘솔에서의 동사의 자신감을 확인할 수 있다.

**>>> 관전 Point**

- 겸은사막 북미/유럽의 성과
- 이브온라인 및 이브에코스의 중국 성과
- 2020년 상반기 신작 일정 확정 여부

**>>> 중국에서의 성과확대도 기대**

겸은사막PC의 경우 중국 판호문제로 출시일정이 기약이 없지만 이브차이나(외자판호), 이브Echoes(내자판호)를 통한 중국 성과를 기대해 봄직하다. 중국에서 외부IP를 활용한 게임들의 성공이 이어지고 있고 중국 내 모바일게임시장 성장률이 회복세에 있어 시장에 안착한다면 새로운 성장포인트가 될 수 있다. 중국에서는 생소한 Sci-Fi장르라는 점은 불안요소이지만 넷이즈가 직접 개발(모바일)하거나 개발에 참여(PC)하고 있어 충분히 가능성은 있다고 판단된다. 신작출시가 내년 초부터 이어질 가능성은 낮기 때문에 모멘텀 공백기를 충분히 메워줄 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	52.4	404.8	608.9	752.2
영업이익(십억원)	21.7	168.1	190.6	280.1
EBITDA(십억원)	22.7	172.9	284.4	317.8
세전이익(십억원)	17.7	175.4	202.1	287.4
순이익(십억원)	14.7	146.4	168.8	240.0
지배주주지분순이익(십억원)	14.7	146.4	168.8	240.0
EPS(원)	1,293	11,591	12,974	18,429
증감률(% YoY)	-73.9	796.4	11.9	42.0
PER(배)	191.5	17.9	15.1	10.6
PBR(배)	10.86	6.59	4.45	3.14
EV/EBITDA(배)	120.3	15.0	7.7	6.1
영업이익률(%)	41.4	41.5	31.3	37.2
ROE(%)	8.3	42.9	34.4	34.6
순차입금비율(%)	-95.1	-25.9	-62.0	-75.0

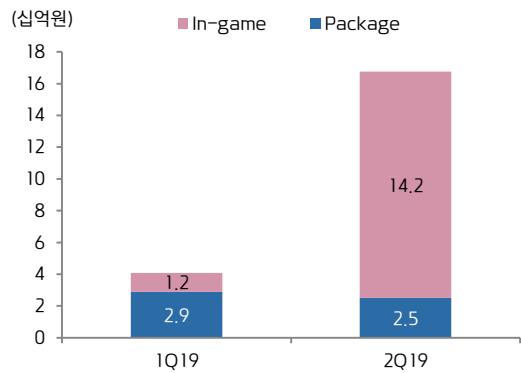
자료: 키움증권 리서치센터

펄어비스 실적전망 Table (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117.0	99.6	132.6	152.3	146.4	177.6	404.8	608.9	752.2
PC	33.9	29.9	27.3	25.0	26.7	26.2	28.1	27.4	116	108.4	121.7
모바일	41.6	82.8	89.7	61.7	87.4	94.4	78.4	103.6	275.9	363.8	442.1
콘솔					4.1	16.8	24.8	29.1		74.7	98.6
기타(이브+신작)					12.8	14.5	14.9	15.1	17.5	12.8	62.0
영업비용	41.9	57.9	56.7	80.2	114.5	95.4	98.6	109.8	236.7	418.3	472.1
인건비	9.8	15.0	11.9	21.2	34.0	25.5	27.2	28.0	57.9	114.7	129.5
지급수수료	17.8	30.0	31.5	41.2	41.1	43.8	42.1	50.5	120.5	177.6	205.3
마케팅비용	10.5	9.2	10.0	10.0	30.3	15.4	18.7	20.3	39.7	84.7	93.5
감가상각비	0.6	0.7	0.9	2.6	3.7	4.1	4.2	4.3	4.8	16.3	17.4
기타	3.2	3.0	2.5	5.1	5.4	6.6	6.4	6.7	13.7	25.1	26.4
영업이익	33.6	54.8	60.3	18.7	18.2	56.9	47.8	67.8	167.4	190.6	280.1
영업이익률	44.5%	48.6%	51.5%	18.8%	13.7%	37.4%	32.6%	38.2%	41.3%	31.3%	37.2%

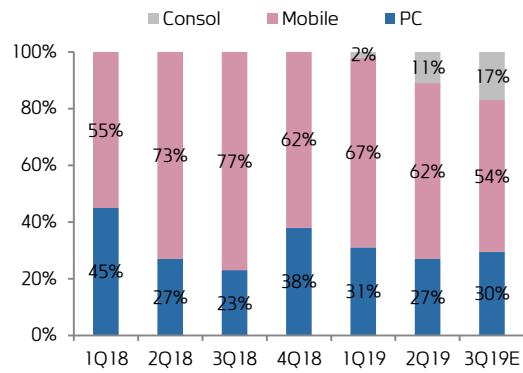
자료: 펄어비스, 키움증권 추정

## 1H19 콘솔매출 구분



자료: 펄어비스, 키움증권 리서치센터

## 디바이스별 매출비중 추이



자료: 펄어비스, 키움증권 리서치센터 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	404.8	608.9	752.2	899.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	608.9	752.2	899.8
판관비	30.7	236.7	418.3	472.1	553.4
영업이익	21.7	168.1	190.6	280.1	346.4
EBITDA	22.7	172.9	284.4	317.8	361.9
영업외손익	-4.0	7.2	11.5	7.3	10.3
이자수익	0.7	3.1	5.9	8.7	11.8
이자비용	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
외환관련이익	0.1	11.3	13.0	1.0	1.0
외환관련손실	4.9	5.3	6.0	1.0	1.0
종속 및 관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.0	-0.4	0.1	0.1	0.0
법인세차감전이익	17.7	175.4	202.1	287.4	356.7
법인세비용	3.0	28.9	33.3	47.4	58.8
계속사업순손익	14.7	146.4	168.8	240.0	297.9
당기순이익	14.7	146.4	168.8	240.0	297.9
지배주주순이익	14.7	146.4	168.8	240.0	297.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-43.5	672.5	50.4	23.5	19.6
영업이익 증감율	-63.6	674.7	13.4	47.0	23.7
EBITDA 증감율	-62.6	661.7	64.5	11.7	13.9
지배주주순이익 증감율	-71.1	895.9	15.3	42.2	24.1
EPS 증감율	-73.9	796.4	11.9	42.0	24.1
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	41.4	41.5	31.3	37.2	38.5
EBITDA Margin(%)	43.3	42.7	46.7	42.2	40.2
지배주주순이익률(%)	28.1	36.2	27.7	31.9	33.1

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	638.2	923.7	1,240.7
현금 및 현금성자산	240.5	229.0	452.8	665.5	879.7
단기금융자산	21.1	53.1	79.6	119.5	179.2
매출채권 및 기타채권	16.7	50.0	60.9	71.5	81.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	22.7	75.5	124.5	186.7	280.0
비유동자산	16.7	358.0	257.9	220.3	204.9
투자자산	3.2	9.4	3.1	3.2	3.3
유형자산	6.2	35.6	22.0	14.3	10.1
무형자산	4.2	287.7	207.6	177.5	166.2
기타비유동자산	3.1	25.3	25.2	25.3	25.3
자산총계	296.6	712.5	896.1	1,144.0	1,445.6
유동부채	19.8	115.1	132.5	142.9	149.2
매입채무 및 기타채무	9.1	34.8	52.2	62.7	69.0
단기금융부채	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0
기타유동부채	10.7	40.3	40.3	40.2	40.2
비유동부채	1.6	189.4	189.4	189.4	189.4
장기금융부채	0.0	136.3	136.3	136.3	136.3
기타비유동부채	1.6	53.1	53.1	53.1	53.1
부채총계	21.4	304.5	321.9	332.4	338.6
자본지분	275.2	408.0	574.2	811.6	1,107.0
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1	192.1
기타자본	3.1	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0
기타포괄손익누계액	-0.6	-3.2	-5.8	-8.3	-10.9
이익잉여금	85.1	231.6	400.3	640.3	938.3
비자자지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	574.2	811.6	1,107.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	248.3	256.7	278.1
당기순이익	14.7	146.4	168.8	240.0	297.9
비현금항목의 가감	9.6	41.2	124.4	79.5	65.7
유형자산감가상각비	0.7	2.8	13.7	7.6	4.2
무형자산감가상각비	0.3	2.0	80.2	30.1	11.3
지분법평가손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	8.7	36.5	30.6	41.9	50.3
영업활동자산부채증감	6.6	-22.9	-15.9	-22.5	-36.9
매출채권및기타채권의감소	6.0	-20.5	-10.9	-10.6	-9.5
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	17.4	10.4	6.3
기타	0.6	-2.4	-22.4	-22.3	-33.7
기타현금흐름	-4.4	-5.4	-29.0	-40.3	-48.6
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-269.3	-289.0	-308.9
유형자산의 취득	-4.0	-10.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.9	-7.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	-6.1	6.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	1.2	-32.0	-26.5	-39.8	-59.7
기타	-3.5	-249.3	-249.2	-249.2	-249.2
재무활동 현금흐름	178.8	138.6	3.5	3.5	3.5
차입금의 증가(감소)	-1.1	155.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	185.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-19.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.5	3.5	3.5	3.5	3.5
기타현금흐름	-3.3	-4.4	241.4	241.4	241.4
현금 및 현금성자산의 순증가	193.6	-11.5	223.9	212.6	214.1
기초현금 및 현금성자산	46.9	240.5	229.0	452.9	665.5
기말현금 및 현금성자산	240.5	229.0	452.9	665.5	879.7

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,293	11,591	12,974	18,429	22,876
BPS	22,807	31,525	44,094	62,324	85,001
CFPS	2,139	14,855	22,539	24,535	27,924
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	191.5	17.9	15.1	10.6	8.6
PER(최고)	193.3	24.8	17.8		
PER(최저)	66.8	14.8	12.0		
PBR	10.86	6.59	4.45	3.14	2.31
PBR(최고)	10.96	9.11	5.23		
PBR(최저)	3.79	5.44	3.54		
PSR	53.84	6.49	4.19	3.39	2.84
PCF	115.7	14.0	8.7	8.0	7.0
EV/EBITDA	120.3	15.0	7.7	6.1	4.6
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	7.4	29.0	21.0	23.5	23.0
ROE	8.3	42.9	34.4	34.6	31.1
ROIC	182.4	90.7	53.5	93.3	114.0
매출채권회전율	2.6	12.1	11.0	11.4	11.8
재고자산회전율					
부채비율	7.8	74.6	56.1	40.9	30.6
순차입금비율	-95.1	-25.9	-62.0	-75.0	-79.7
이자보상배율	3,009.6	104.1	118.1	173.5	214.6
총차입금	0.0	176.3	176.3	176.3	176.3
순차입금	-261.6	-105.8	-356.2	-608.7	-882.6
NOPLAT	22.7	172.9	284.4	317.8	361.9
FCF	20.1	121.0	237.2	249.1	267.9

자료: 키움증권 리서치센터

컴투스 (078340)



## BUY(Maintain)

주가(9/20) 95,500원

목표주가 173,000원

컴투스에게 단기적인 모멘텀은 부재하다. 하지만 3Q를 저점으로 SWC e스포츠 대회 이벤트와 연말 효과로 4Q에 실적이 반등할 것으로 예상되며 2020년에는 서머너즈워IP를 활용하는 2개의 게임이 출시될 예정이기 때문에 장기적인 관점에서 긍정적 흐름이 기대된다. 현금보유량도 연말에는 8,000억원대를 형성할 것으로 보여 내년 모멘텀이 발생하는 시점에는 상당히 상승탄력이 높아질 것으로 기대된다. 투자의견 Buy, 목표주가 173,000원을 유지한다.

## Stock Data

KOSDAQ (9/20)	649.07pt
시가총액	12,287억원
52주 주가동향	최고가 154,900원 최저가 80,900원
최고/최저가 대비 등락	-38.3% 18.0%
주가수익률	절대 상대 1M 5.5% -1.3% 6M -6.7% 7.7% 1Y -37.1% -20.4%

## Company Data

발행주식수	12,866천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	30.1%
배당수익률(19E)	1.5%
BPS (19E)	73,516원
주요 주주	게임빌 외 3인
	25.6%

## Price Trend



## 장기적 관점에서 싸다

## &gt;&gt;&gt; 안정된 실적은 유지

컴투스의 3Q 영업이익은 당초 예상보다는 소폭 감소한 305억원을 기록할 것으로 전망된다. 서머너즈워가 2Q는 업데이트 성과로 좋은 흐름을 나타냈지만 3Q 들어 매출이 감소추세에 있다. SWC패키지판매와 연말패키지가 있어 4Q에는 반등할 것으로 전망되나 그 수준이 2Q를 상회하지는 못할 것으로 전망된다. 다만 스포츠게임들의 성과가 이어지면서 서머너즈워의 감소분을 메워줄 것으로 전망된다. 이에 따라 하반기는 안정된 실적은 유지하겠지만 분기 당 300억원 초반대 영업이익을 구현할 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 관전 Point

- 서머너즈워 SWC, 연말 패키지 효과
- 방치형 RPG, 골프게임 등 포트폴리오 다변화 성공 여부
- 서머너즈워:백년전쟁의 출시일정 확정 여부

## &gt;&gt;&gt; 모멘텀 시점에 보유현금이 빛이 날 것

동사는 내년 서머너즈워IP를 활용하는 2개의 신작이 출시된다. 상반기는 서머너즈워:백년전쟁, 하반기는 서머너즈워 MMORPG이다. 두 게임 모두 신작에서 크게 기대할만한 게임으로 출시시점이 다가오면 관련된 기대치가 높다. 동사는 올해 연말에는 8,000억원대의 현금을 보유할 것으로 예상됨에도 불구하고 밸류에이션이 낮게 평가되고 있다. 이러한 낮은 밸류에이션은 모멘텀이 다가오는 시점에는 매력이 부각될 가능성이 높아 장기적 관점에서 매력도는 충분하다고 판단된다. 다만, 단기적으로는 타 업체들의 모멘텀이 4Q에 몰려있어 소외 받을 가능성이 높다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	5,080	4,818	4,712	5,781
영업이익(억원)	1,946	1,466	1,241	1,628
EBITDA(억원)	1,974	1,493	1,265	1,639
세전이익(억원)	1,932	1,709	1,589	1,980
순이익(억원)	1,424	1,297	1,223	1,524
지배주주지분순이익(억원)	1,424	1,296	1,223	1,524
EPS(원)	11,066	10,075	9,505	11,842
증감률(% YoY)	-6.2	-9.0	-5.7	24.6
PER(배)	12.3	12.8	9.9	7.9
PBR(배)	2.30	1.97	1.28	1.12
EV/EBITDA(배)	5.5	8.0	4.5	2.8
영업이익률(%)	38.3	30.4	26.3	28.2
ROE(%)	20.4	16.2	13.7	15.1
순차입금비율(%)	-88.1	-54.6	-67.6	-69.4

자료: 기움증권 리서치센터

컴투스 실적 Table (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,140	1,241	1,198	1,238	1,077	1,242	1,165	1,228	4,818	4,712	5,781
해외모바일	973	1,030	994	1,021	875	1,003	925	967	4,018	3,771	4,707
국내모바일	167	211	204	217	202	239	240	260	800	941	1,074
영업비용	746	877	818	911	775	919	860	917	3,352	3,471	4,153
인건비	113	143	124	163	140	168	151	175	543	634	744
로열티	28	37	32	28	33	53	39	40	125	165	147
지급수수료	413	449	429	440	390	456	429	450	1,731	1,725	2,102
마케팅비	133	187	179	217	146	164	180	190	716	680	857
기타	59	61	54	63	66	78	61	63	237	268	303
영업이익	394	364	380	327	302	323	305	311	1,466	1,241	1,628
영업이익률 YOY	34.6%	29.3%	31.7%	26.4%	28.0%	26.0%	26.2%	25.3%	30.4%	26.3%	28.2%
매출액	-5%	-4%	-5%	-7%	-6%	0%	-3%	-1%	-5%	-2%	23%
영업비용	6%	9%	7%	5%	4%	5%	5%	1%	7%	4%	20%
영업이익	-21%	-26%	-23%	-29%	-23%	-11%	-20%	-5%	-25%	-15%	31%

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,080	4,818	4,712	5,781	6,122
매출원가	513	588	576	706	748
매출총이익	4,567	4,229	4,136	5,075	5,374
판관비	2,620	2,763	2,895	3,447	3,674
영업이익	1,946	1,466	1,241	1,628	1,700
EBITDA	1,974	1,493	1,265	1,639	1,705
영업외손익	-14	243	348	351	400
이자수익	102	151	243	299	348
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	18	72	83	30	30
외환관련손실	81	16	13	13	13
종속 및 관계기업손익	6	47	47	47	47
기타	-59	-11	-12	-12	-12
법인세차감전이익	1,932	1,709	1,589	1,980	2,100
법인세비용	509	412	365	455	483
계속사업순손익	1,424	1,297	1,223	1,524	1,617
당기순이익	1,424	1,297	1,223	1,524	1,617
지배주주순이익	1,424	1,296	1,223	1,524	1,616
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.0	-5.2	-2.2	22.7	5.9
영업이익 증감율	1.4	-24.7	-15.3	31.2	4.4
EBITDA 증감율	1.1	-24.4	-15.3	29.6	4.0
지배주주순이익 증감율	-6.2	-9.0	-5.6	24.6	6.0
EPS 증감율	-6.2	-9.0	-5.7	24.6	6.1
매출총이익률(%)	89.9	87.8	87.8	87.8	87.8
영업이익률(%)	38.3	30.4	26.3	28.2	27.8
EBITDA Margin(%)	38.9	31.0	26.8	28.4	27.9
지배주주순이익률(%)	28.0	26.9	26.0	26.4	26.4

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,680	7,740	9,630	10,945	12,348
현금 및 현금성자산	258	328	2,154	2,816	3,572
단기금융자산	6,443	4,282	4,240	4,664	5,130
매출채권 및 기타채권	880	694	679	780	826
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	6,542	6,718	6,797	7,349	7,950
비유동자산	703	1,353	485	493	507
투자자산	345	1,007	163	183	202
유형자산	29	29	11	4	1
무형자산	27	21	15	11	8
기타비유동자산	302	296	296	295	296
자산총계	8,383	9,093	10,115	11,438	12,855
유동부채	765	632	635	639	643
매입채무 및 기타채무	15	18	21	24	29
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	750	614	614	615	614
비유동부채	9	16	16	16	16
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	16	16	16	16
부채총계	774	648	651	655	659
지배지분	7,609	8,440	9,459	10,778	12,190
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	2,085	2,087	2,087	2,087	2,087
기타자본	-196	-455	-455	-455	-455
기타포괄손익누계액	59	-8	-43	-77	-111
이익잉여금	5,597	6,752	7,804	9,157	10,604
비지배지분	0	5	5	6	6
자본총계	7,609	8,445	9,464	10,784	12,196

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,345	1,286	813	975	1,112
당기순이익	1,424	1,297	1,223	1,524	1,617
비현금항목의 가감	501	179	-187	-167	-194
유형자산감가상각비	16	18	19	7	3
무형자산감가상각비	11	8	6	4	3
지분법평가손익	-11	-83	-47	-47	-47
기타	485	236	-165	-131	-153
영업활동자산부채증감	-111	139	-101	-226	-176
매출채권및기타채권의감소	-132	110	15	-101	-46
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	3	4	4
기타	21	29	-119	-129	-134
기타현금흐름	-469	-329	-122	-156	-135
투자활동 현금흐름	-1,820	-776	933	-397	-439
유형자산의 취득	-11	-16	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-7	-2	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-117	-614	890	27	27
단기금융자산의감소(증가)	-1,635	2,160	43	-424	-466
기타	-50	-2,304	0	0	0
재무활동 현금흐름	-159	-441	-174	-172	-172
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	16	-264	0	0	0
배당금지급	-174	-175	-173	-170	-170
기타	-1	-2	-1	-2	-2
기타현금흐름	-9	1	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	-642	70	1,572	407	501
기초현금 및 현금성자산	900	258	328	1,900	2,307
기말현금 및 현금성자산	258	328	1,900	2,307	2,808

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	11,066	10,075	9,505	11,842	12,564
BPS	59,141	65,600	73,516	83,767	94,741
CFPS	14,961	11,470	8,056	10,549	11,064
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	12.3	12.8	9.9	7.9	7.5
PER(최고)	12.9	19.0	13.6		
PER(최저)	7.6	11.7	8.2		
PBR	2.30	1.97	1.28	1.12	0.99
PBR(최고)	2.42	2.92	1.76		
PBR(최저)	1.43	1.79	1.07		
PSR	3.45	3.45	2.57	2.09	1.98
PCF	9.1	11.2	11.7	8.9	8.5
EV/EBITDA	5.5	8.0	4.5	2.8	2.0
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	12.3	13.3	13.9	11.2	10.5
배당수익률(% 보통주, 현금)	1.0	1.1	1.5	1.5	1.5
ROA	18.4	14.8	12.7	14.1	13.3
ROE	20.4	16.2	13.7	15.1	14.1
ROI	674.5	78.4	36.8	45.7	44.6
매출채권회전율	6.3	6.1	6.9	7.9	7.6
재고자산회전율					
부채비율	10.2	7.7	6.9	6.1	5.4
순차입금비율	-88.1	-54.6	-67.6	-69.4	-71.4
이자보상배율	8,420.1	6,125.8	5,183.4	6,801.7	7,101.7
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-6,701	-4,610	-6,394	-7,479	-8,702
NOPLAT	1,974	1,493	1,265	1,639	1,705
FCF	1,323	1,259	879	1,039	1,138

자료: 기움증권 리서치센터

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 과리율(%)			
				가격 대상 주가	평균 주가	최고 주가					대비	가격 대상 주가	평균 주가	최고 주가
<b>엔씨소프트</b> <b>(036570)</b>	2017/11/10	BUY(Upgrade)	530,000원	6개월	-22.49	-9.72	<b>넷마블</b> <b>(251270)</b>	2017/11/08	Outperform(Downgrade)	210,000원	6개월	-10.82	-9.76	
	2017/11/15	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.61	-7.92		2017/11/15	Outperform(Maintain)	210,000원	6개월	-12.00	-5.00	
	2018/01/19	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-17.99	-15.19		2018/01/09	BUY(Upgrade)	210,000원	6개월	-14.63	-5.00	
	2018/02/08	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-20.99	-15.19		2018/02/07	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-17.14	-5.00	
	2018/02/22	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-23.13	-15.19		2018/02/22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-21.50	-5.00	
	2018/04/18	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-25.02	-15.19		2018/04/18	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.98	-18.06	
	2018/05/11	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-25.98	-23.19		2018/05/02	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-23.48	-17.50	
	2018/05/23	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-23.14	-17.55		2018/05/23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-18.25	-7.50	
	2018/07/12	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-21.85	-15.96		2018/08/09	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-21.05	-7.50	
	2018/08/16	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-21.23	-13.62		2018/09/05	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.43	-25.88	
	2018/09/05	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-14.30	-9.00		2018/11/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-30.92	-22.06	
	2018/11/12	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-12.49	-6.91		2018/12/10	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-26.29	-17.67	
	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-21.95	-17.33		2019/02/14	Marketperform(Downgrade)	130,000원	6개월	-8.79	-4.62	
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-23.83	-17.33		2019/03/06	Marketperform(Maintain)	120,000원	6개월	3.25	13.33	
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-20.81	-12.33		2019/05/15	Marketperform(Maintain)	120,000원	6개월	1.53	13.33	
	2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000원	6개월	-23.98	-18.89		2019/06/12	Marketperform(Maintain)	120,000원	6개월	-4.82	13.33	
	2019/06/12	BUY(Maintain)	630,000원	6개월	-23.31	-17.46		2019/08/13	Marketperform(Maintain)	97,000원	6개월	-2.73	2.06	
	2019/08/05	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-17.91	-15.08		2019/09/23	Marketperform(Maintain)	97,000원	6개월			
	2019/09/23	BUY(Maintain)	650,000원	6개월				<b>컴투스</b> <b>(078340)</b>	2017/11/08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-29.56	-20.12
<b>펄어비스</b> <b>(263750)</b>	2019/05/31	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.61	-12.92		2017/11/15	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.25	-20.12	
	2019/06/12	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.53	-5.71		2018/02/06	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-19.86	-17.08	
	2019/08/12	BUY(Upgrade)	240,000원	6개월	-20.17	-5.71		2018/02/22	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-9.48	1.24	
	2019/08/28	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-19.88	-5.71		2018/04/18	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-22.66	-18.37	
	2019/09/23	BUY(Maintain)	240,000원	6개월				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	-24.26	-10.93	
								2018/10/17	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-36.05	-29.77	
								2018/11/08	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-40.66	-29.77	
								2019/02/11	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-41.17	-29.77	
								2019/03/06	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-43.40	-29.77	
								2019/08/12	BUY(Maintain)	173,000원	6개월	-46.64	-43.93	
								2019/09/23	BUY(Maintain)	173,000원	6개월			

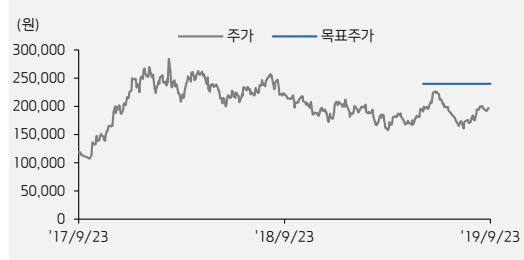
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

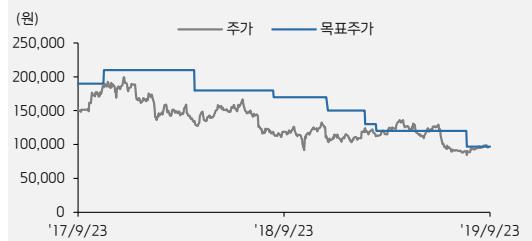
### 엔씨소프트 (036570)



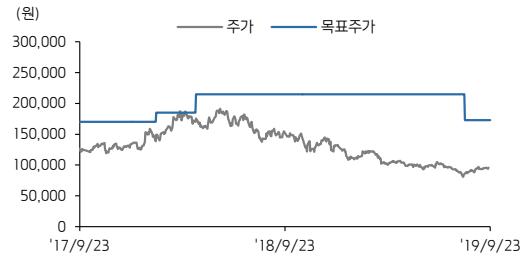
### 펄어비스 (263750)



### 넷마블 (251270)



### 컴투스 (078340)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%