vol. 1 2015. 6. 16

산업분석

게임

Overweight

Analyst **성종화**
02 3779 8807
jhsung@ebestsec.co.kr

게임주, 하반기는 신작모멘텀을 기대할 수 있을까?

Part I 모바일게임, 국내시장 매출순위 동향
Part II 한국 모바일게임, 주요 해외국가 순위 동향
Part III 온라인게임, PC방 사용시간 순위 동향
Part IV 모바일/온라인게임주, 2Q15 이후 신작 일정 점검
Part V 게임주, 하반기는 신작모멘텀을 기대할 수 있을까?

Universe

종목명	투자판단	목표주가
엔씨소프트	Buy (유지)	280,000원(유지)
네오위즈게임즈	Buy (유지)	26,000원(하향)
NHN엔터테인먼트	Buy (유지)	72,000원(유지)
컴투스	Buy (유지)	175,000원(유지)
게임빌	Buy (유지)	136,000원(하향)
위메이드	Hold (유지)	43,000원(유지)
웹젠	Not Rated	Not Rated
선데이토즈	Not Rated	Not Rated
데브시스터즈	Not Rated	Not Rated
파티게임즈	Not Rated	Not Rated

이 베스트투자증권

이베스트투자증권 성종화입니다.

2014 년까지 2-3 년간 강세를 보였던 인터넷서비스주 주가는
2015 년 들어 혹독한 조정의 터널에 진입하였습니다.
포털, 게임 등 인터넷서비스 업종 주요부문 대표주들 대부분
2015 년 상반기 내내 어둡고 답답한 조정의 터널에 갇혀 있습니다.

긴 조정의 터널은 현재로선 그 끝을 가늠하기가 쉽지 않습니다.
그러나, 터널의 끝을 알리는 밝은 출구가 보이지 않는다고
마냥 손을 놓고 있기 보다는 혹시라도 터널 안 어딘가 잠시 숨을 쉴
환풍구라도 있는지, 정식 출구는 아니지만 극적으로 탈출할 수 있는
비밀통로라도 있는지 열심히 살펴보아야 하지 않겠습니까?

NAVER, 다음카카오 등 포털주는
장기적으로는 핀테크를 중심으로 한 신사업 잠재력이 유효하지만,
단기적으로는 실적모멘텀이 약한 상황이라 여유를 가지고 긴 호흡으로
접근하는 것이 바람직할 것 같습니다.
그러나, 핀테크를 중심으로 한 신사업 부문의 지표가 누적될수록
터털의 출구는 가까워질 것입니다. 카카오페이, 네이버페이, 카카오택시,
라인택시, 인터넷전문은행 등은 언제든지 비밀통로(극적인 단기모멘텀) 역할을
할 만한 잠재성을 내포하고 있다고 판단합니다.

이번 보고서는
게임주의 터널 출구 진단하기, 비밀통로 찾기 보고서입니다.
게임주는 터널의 출구가 어디일까요? 비밀통로는 무엇일까요?
게임주는 터널의 출구도 비밀통로도 모두 신작모멘텀이라 생각합니다.
기대신작 일정이 잡히면 멀리 출구를 알리는 둥근 불빛이 보이기 시작하고,
기대신작이 히트하면 대명천지로 달려 나가는 것이고, 실패하면 터널을
빠져나왔다고 환호할 겨를도 없이 다시 터널에 재진입하는 것입니다.

주요 게임주의 2015 년 2 분기 이후 신작 론칭 일정을 점검합니다.
대표 기대신작에 대해서는 대략적인 퍼포먼스를 시뮬레이션해 봅니다.
공교롭게도 주요 게임주(온라인/모바일) 모두 최근까지 거의 1 년 이상
신작모멘텀이 매우 약했습니다. 게임주의 혹독한 조정도 신작모멘텀 부재에
따른 피로감의 발현이라 생각되는군요. 반면, 주요 게임주 모두 2015 년 2 분기
이후, 특히 2015 년 하반기부터는 다양한 기대신작 일정이 집중되어 있습니다.

주요 게임주 모두 조정 기간도 길었고, 조정폭도 컸습니다.
본 자료에서는 주요게임주의 신작 론칭 일정과 신작별 기대수준 점검을 통해
하반기는 긴 조정의 터널에서 빠져나갈 출구 또는 비밀통로를 찾을 수 있을지
그 가능성을 진단해보고자 합니다.

감사합니다.

산업분석

게임

Overweight

게임주, 하반기는 신작모멘텀을 기대할 수 있을까?

Contents

Part I 모바일게임, 국내시장 매출순위 동향 4
Part II 한국 모바일게임, 주요 해외국가 순위 동향 8
Part III 온라인게임, PC 방 사용시간 순위 동향 10
Part IV 모바일/온라인 게임주, 2Q15 이후 신작 일정 점검 14
Part V 게임주, 하반기는 신작모멘텀을 기대할 수 있을까? 20

기업분석

엔씨소프트 (035720) 28
네오위즈게임즈 (095660) 36
NHN 엔터테인먼트 (181710) 44
컴투스 (078340) 53
게임빌 (063080) 62
위메이드 (112040) 71
웹젠 (069080) 80
선데이토즈 (123420) 82
데브시스터즈 (194480) 84
파티게임즈 (194510) 86

Part I

모바일게임,
국내시장 매출순위 동향

상위권 게임 순위 변화 크지 않음.
그러나, 간헐적이나마 New Face 꾸준히 등장

최근 2 개월간
모바일게임 국내시장 매출순위는 큰 변화가 없습니다.

즉, 주요 매출순위 상위 게임들은
상위 순위에서 좀처럼 내려오지 않고 롱런하고 있습니다.

매출순위 상위권 게임들의 매출순위는 빈번한 변화보다는
변화폭이 크지 않은 것이 시장의 체질 측면에선 바람직합니다.
현재 국내 모바일게임 시장은 안정화 단계라 판단되는군요.

그러나, 전혀 변화가 없는 것은 아닙니다.
New Face 는 간헐적이나마 꾸준히 등장하고 있습니다.
간혹 레이븐, 뮤오리진 같은 총아가 등장하기도 합니다.
Top 10 의 경우 수개월째 자리를 지키는 5-7 개의 터줏대감도
있는 반면, 3-5 개는 New Face 의 등장으로 끊임없이 얼굴이
바뀌고 있습니다.

모바일게임 국내시장 매출순위 동향

상위권 게임들 매출순위 변화 미미. 그러나, 조용한 변화 지속, New Face 꾸준히 등장

최근 2개월간 모바일게임 국내시장 매출순위는 큰 변화가 없다. 즉, 주요 매출순위 상위 게임들은 상위 순위에서 좀처럼 내려오지 않고 롱런하고 있다.

레이븐이 3/12 네이버 앱스토어 통해 구글/애플 동시 출시된 후 3/20 이후 클래시오브클랜의 독주를 깨고 1위에 올랐고, 뮤오리진이 4/28 티스토어, 구글 플레이스토어 통해 론칭된 후 한때 레이븐을 제치고 1위에 오르는 등(6/12 현재 구글순위 레이븐에 이어 2위)의 변화가 있었다. 와이디온라인의 갓오브하이스쿨이 5월말 구글 매출순위 10위권에 진입, 6월초 Top 10에 진입한 것도 새로운 변화였다.

Top 10의 경우는 세븐나이츠, 모두의마블, 몬스터길드이기, 애니팡2, 영웅 등 기존 강자들의 강세가 지속되는 가운데 New Face들의 도전도 끊임없이 진행되면서 조용한 변화들이 계속 일어날 것이라 예상한다.

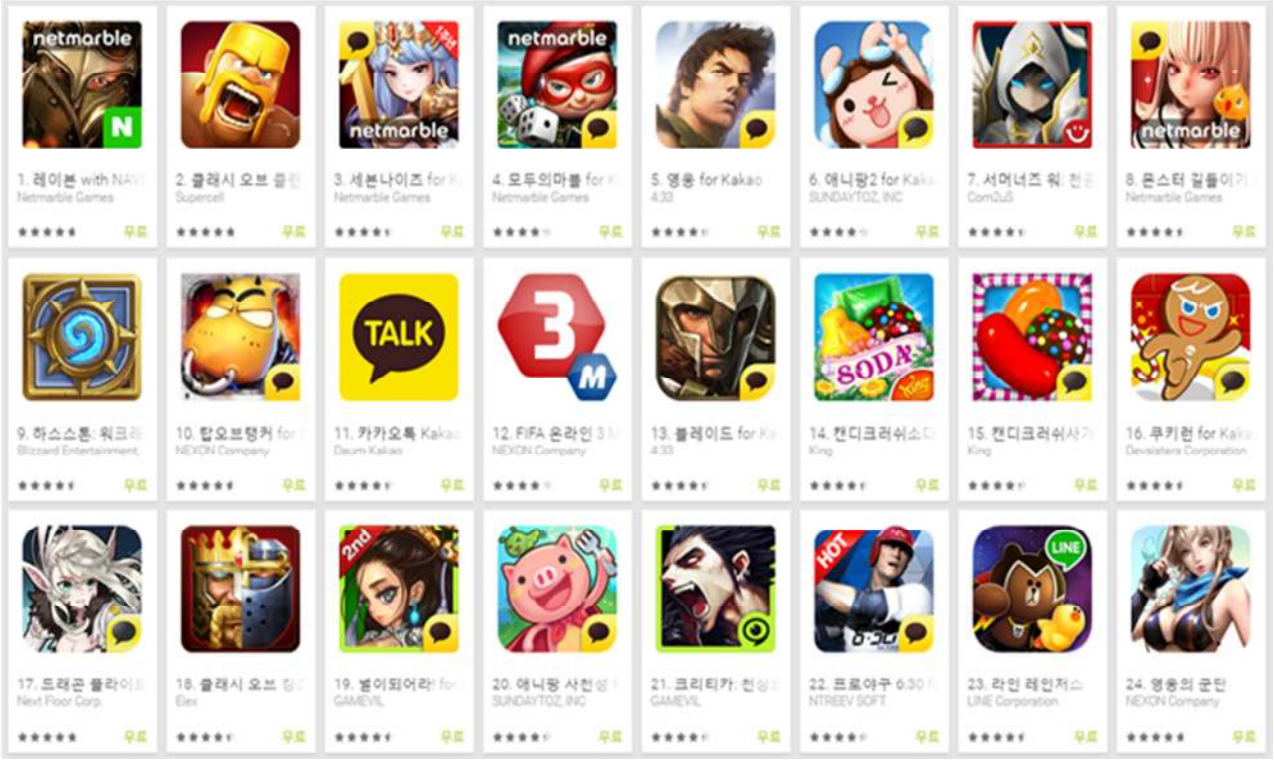
레이븐, 뮤오리진과 같이 1-2를 노리는 총아는 빈번하게 출현하기는 어려우나 1년에 1-2차례는 꾸준히 발생할 가능성 높다고 판단한다. 특정게임이 6개월 이상 또는 1년 이상 1-2위를 수성하기는 쉽지 않다.

표1 모바일게임 국내시장 구글 플레이스토어 매출순위 추이(15.04.22 ~ 15.06.10)

게임	퍼블리셔	4/22	4/28	5/6	5/12	5/19	5/27	6/2	6/10
레이븐	넷마블게임즈	1	1	1	1	2	1	1	1
뮤오리진	웹젠			2	2	1	2	2	2
세븐나이츠	넷마블게임즈	3	2	3	5	5	4	4	3
클래시 오브 클랜	슈퍼셀	2	3	4	3	3	3	3	4
모두의마블	넷마블게임즈	4	4	5	4	4	5	5	5
애니팡 2	선데이토즈	6	5	9	7	7	6	6	6
갓오브하이스쿨	와이디온라인						13	8	7
몬스터길들이기	넷마블게임즈	8	7	7	11	6	7	7	8
블레이드	4:33	12	14	12	10	11	14	17	9
서머너즈워	컴투스	7	10	10	12	14	19	16	10
영웅	4:33	5	8	8	8	9	10	9	11
FIFA 온라인 3	넥슨	11	13	6	6	17	16	15	12
하스스톤 : 워크래프트의 영웅들	블리자드	9	9	14	13	13	13	12	13
캔디크러쉬소다	킹	13	12	15	14	12	9	10	14
쿠키런	데브시스터즈	15	22	20	22	19	23	25	15
클래시 오브 킹즈	Elex Wireless	17	19	28	17	16	15	14	16
별이되어라	게임빌	18	26	21	25	10	11	11	17
컴투스프로야구 2015	컴투스	28	23	22	19	21	20	21	18
MARVEL 퓨처파이트	넷마블게임즈			16	9	8	8	13	19
탑오브탱커	넥슨	10	6	11	16	24	28	18	20

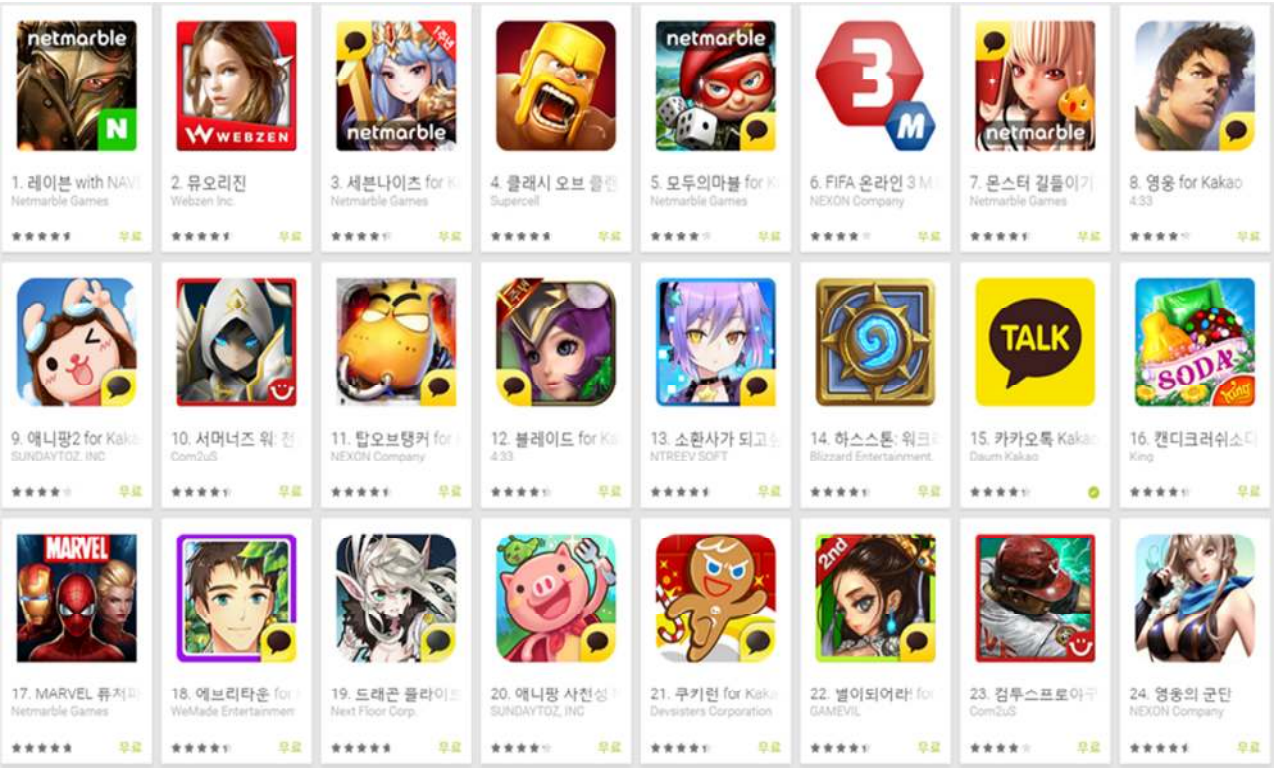
주: 15.06.10 기준 Top 20 게임만 포함
자료: Google Play Store,이베스트투자증권 리서치센터

그림1 모바일게임 국내시장 구글 플레이스토어 매출순위 (15.04.22)



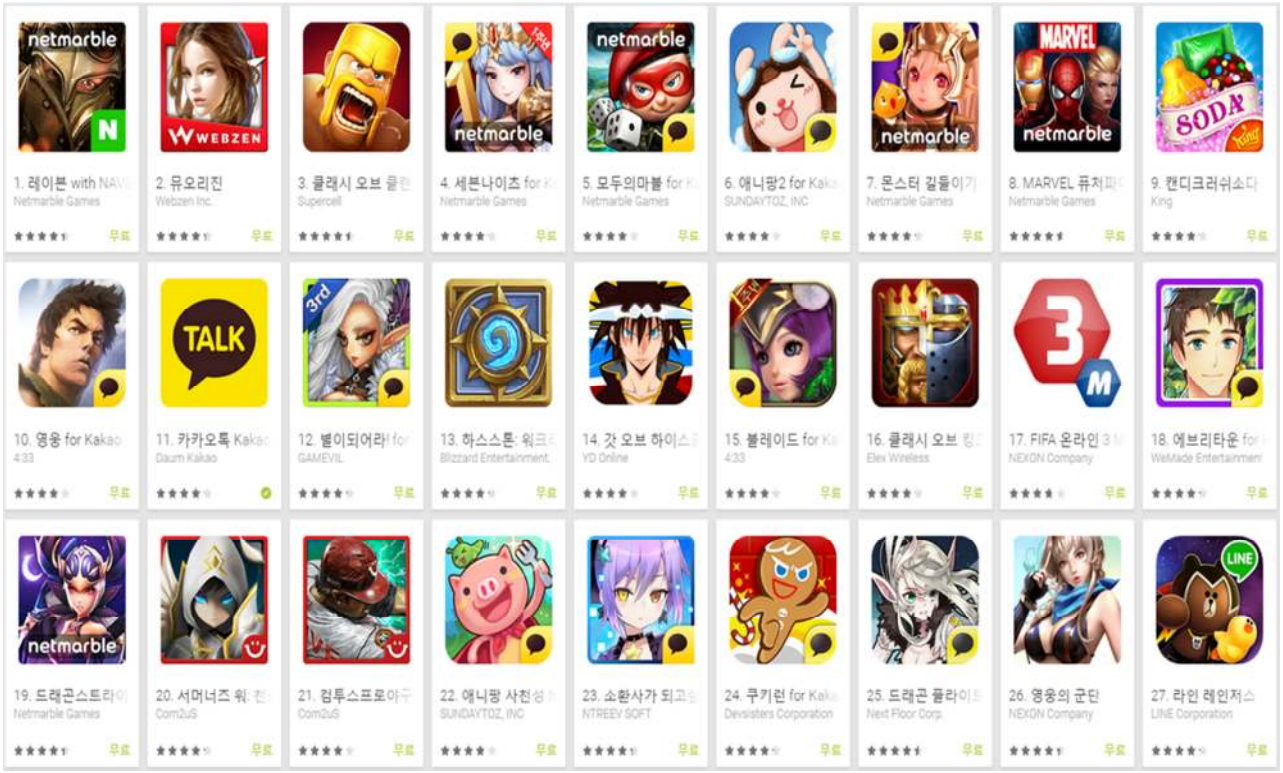
자료: Google Play Store,이베스트투자증권 리서치센터

그림2 모바일게임 국내시장 구글 플레이스토어 매출순위 (15.05.06)



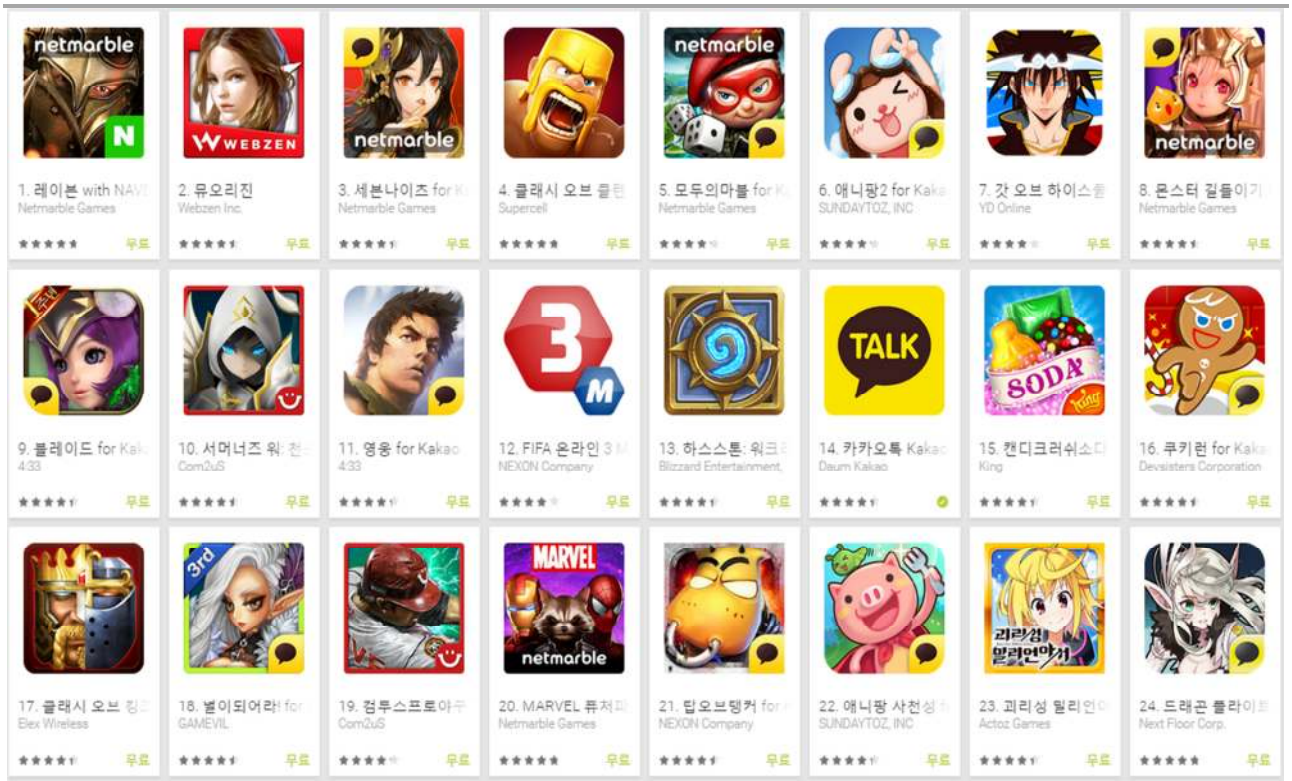
자료: Google Play Store, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 모바일게임 국내시장 구글 플레이스토어 매출순위 (15.05.27)



자료: Google Play Store, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 모바일게임 국내시장 구글 플레이스토어 매출순위 (15.06.10)



자료: Google Play Store, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

한국 모바일게임, 주요 해외국가 순위 동향

한국 모바일게임 미국, 일본 등 주요 해외국가 매출순위 안정적

최근 2 개월간
한국 모바일게임 중 미국, 일본 등 주요 해외국가에 진출한 게임들의 매출순위는 큰 변화 없이 안정적으로 유지되고 있습니다.

라인 플랫폼을 통해 론칭한 주요 게임들의 일본시장 매출순위, 서머너즈워의 미국, 일본 등 매출순위는 상위수준이 매우 안정적으로 유지되고 있습니다.

일본시장의 경우 라인 플랫폼을 통해 론칭하는 한국의 캐주얼 게임들이 계속 선전하고 있군요. 이러한 현상은 앞으로도 지속될 것 같습니다.

미드/하드 장르의 경우 서머너즈워 이후 미국, 일본 시장 매출순위 Top 100 에 진입할 만한 신작은 없을까요? 5 월말 Global One Build 론칭한 Dragon Blaze 가 6/10 현재 일본시장 매출순위 88 위인데 이는 한국의 미드/하드 장르 게임이 일본시장 매출순위 Top 100 에 진입한 오랜만의 사례이군요. 물론, 매출순위가 더 상승할지, Top 100 수준을 유지할지, 초반 반짝 후 100 위권 아래로 순위가 하락할지는 더 지켜봐야 하겠지만 말입니다.

한국 모바일게임 주요 해외국가 순위 동향

서머너즈워 해외 주요국가 강세 지속. 라인 론칭 게임 일본시장 강세 지속

한국 모바일게임 중 미국, 일본 등 주요 해외국가에 진출한 게임들의 매출순위는 큰 변화 없이 안정적으로 유지되고 있다.

라인 플랫폼을 통해 론칭한 주요 게임들의 일본시장 매출순위, 서머너즈워의 미국, 일본 등 매출순위는 상위수준이 매우 안정적으로 유지되고 있다.

일본시장의 경우 라인 플랫폼을 통해 론칭하는 한국의 캐주얼 게임들이 계속 선전하고 있는데 이러한 현상은 앞으로도 지속될 것으로 예상된다. 하반기 글로벌 론칭이 예정되어 있는 데브시스트저의 쿠키런2도 전작과 마찬가지로 일본시장에서의 히트 기대감은 편이다. 쿠키런2는 Global One Build 론칭을 계획하고 있지만 한국의 경우 카카오톡 플랫폼을 통해, 일본/대만/태국 등 라인 플랫폼을 통해 전작히 히트했던 지역은 라인 플랫폼을 통해 론칭할 가능성도 있다고 판단한다.

미드/하드 장르의 경우 컴투스의 서머너즈워 이후 미국, 일본 시장 매출순위 Top 100에 진입할 만한 신작은 거의 출현하지 못하고 있다. 5월말 Global One Build 론칭한 게임빌의 Dragon Blaze가 6/10 현재 일본시장 매출순위 88위인데 이는 한국의 미드/하드 장르 게임이 일본시장 매출순위Top 100에 진입한 오랜만의 사례이다. 물론, 매출순위가 더 상승할지, Top 100 수준을 유지할지, 초반 반짝 후 100위권 아래로 순위가 하락할지는 더 지켜봐야 할 것이다.

표2 한국 모바일게임 주요 해외국가 매출순위(15.04.22 ~ 15.06.10)

국가	게임	개발사	퍼블리셔	4/22	4/28	5/6	5/12	5/19	5/27	6/2	6/10
일본	라인디즈니츠무츠무	NHN 엔터테인먼트	NAVER(라인)	2	5	4	4	4	5	3	4
	라인포코포코	트리노드	NAVER(라인)	11	16	14	12	14	10	14	10
	라인팝 2	NHN 엔터테인먼트	NAVER(라인)	14	19	18	14	19	15	23	18
	라인버블 2	NHN 엔터테인먼트	NAVER(라인)		61	49	21	26	30	40	27
	라인포코팡	트리노드	NAVER(라인)	88	56	71	97	76	90	43	39
	라인레인저스	NAVER	NAVER(라인)	22	38	13	40	31	52	17	50
	라인겟리치	넷마블게임즈	NAVER(라인)	43	60	45	25	42	55	50	52
	라인퍼즐탄탄	넵튠	NAVER(라인)	71	67	97	71	54	78	70	78
	크리티카	올엠	게임빌	377	462	551	329	711	444	278	278
	드래곤블레이즈	플린트	게임빌					67	92	119	88
	서머너즈워	컴투스	컴투스	23	31	29	35	30	38	25	22
미국	크리티카	올엠	게임빌	244	193	221	768	718	236	169	452
	드래곤블레이즈	플린트	게임빌				334	284	1,079	228	432
	서머너즈워	컴투스	컴투스	19	13	21	15	17	17	8	19

주: iOS 매출순위
자료: App Annie, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

온라인게임,
PC 방 사용시간 순위 동향

온라인게임 PC 방 사용시간 순위 지표 변화 미미.
기존 시장질서 흔들만한 빅히트급 기대신작 당분간 없음

국내 PC 온라인게임 시장은
블소 이후 의미있는 신작이 거의 출현하지 않고 있습니다.

따라서,
온라인게임의 대표적인 순위 지표인 PC 방 사용시간
순위지표의 경우 주요 상위 게임들의 순위 지표는 수개월
아니 수년째 거의 변동 없이 유지되고 있는 상황입니다.

그리고,
향후 신작 출시 일정을 살펴봐도 16 년말 또는 17 년 상반기
론칭이 예상되는 엔씨소프트의 기대신작 '리니지 e 터널' 외에는
기존 시장질서에 도전할만한 대박급 신작이 눈에 띄지 않는 상황입니다.

온라인게임 국내시장 PC방 사용시간 순위 동향

온라인게임 PC 방 사용시간 순위 변동 미미. 모바일게임보다 순위 변동성 훨씬 작음

국내 PC 온라인게임의 PC방 사용시간 순위는 변동성이 매우 미미하다. 2015년 6월 1주차 PC방 사용시간 순위는 LOL이 M/S 41%로서 압도적인 1위를 지키고 있다. 그리고, LOL/서든어택/피파온라인 등 PC방 사용시간 기준 Top 3 게임의 PC방 사용시간 M/S 합계는 61%에 달하고 있다. 2015년 6월 1주차 엔씨소프트 4대 타이틀의 PC방 사용시간 M/S 및 순위는 리니지1 M/S 3.1%(6위), 아이온 M/S 2.3%(7위), 블소 M/S 1.9%(10위), 리니지2 M/S 1.0%(13위) 등이며 이는 수개월째 큰 변화 없이 유지되고 있다.

온라인게임의 PC 방 사용시간 순위 지표는 모바일게임 매출순위 지표보다 변동성이 훨씬 작다. 기존 주요 온라인게임의 순위 지표 변화는 앞으로도 크지 않을 것으로 전망된다. 기존의 순위지표를 크게 흔들 수도 있을 것이라 기대되는 대표적인 신작으는 16 년말 또는 1H17 론칭이 예상되는 엔씨소프트의 '리니지 e 터널'이 있다.

표3 엔씨소프트 온라인게임 4 대 타이틀 PC 방 지표 추이(2015 년)

구분		01 월 4 주차	02 월 4 주차	03 월 4 주차	04 월 4 주차	05 월 4 주차	06 월 1 주차
리니지 1	PC 방 사용시간(시간)	151,367	174,622	132,910	145,836	161,792	148,485
	PC 방 사용시간 순위(위)	7	7	6	6	5	6
	PC 방 사용시간 M/S(%)	2.11	2.35	2.73	3.14	3.28	3.09
리니지 2	PC 방 사용시간(시간)	60,746	62,893	52,693	53,095	48,586	47,319
	PC 방 사용시간 순위(위)	16	14	14	12	13	13
	PC 방 사용시간 M/S(%)	0.85	0.85	1.08	1.14	0.98	0.98
아이온	PC 방 사용시간(시간)	193,188	190,224	137,824	132,571	115,730	110,587
	PC 방 사용시간 순위(위)	5	5	5	7	8	7
	PC 방 사용시간 M/S(%)	2.69	2.56	2.83	2.85	2.35	2.30
블레이드 & 소울	PC 방 사용시간(시간)	147,057	134,795	93,870	101,827	91,741	90,318
	PC 방 사용시간 순위(위)	8	9	8	9	9	10
	PC 방 사용시간 M/S(%)	2.05	1.82	1.93	2.19	1.86	1.88

▶ 06 월 1 주차(2015.06.01 ~ 2015.06.07) Top 10
- ▷ 01 위 : LOL (PC 방 사용시간 1,969,336 시간. M/S 40.99%)
- ▷ 02 위 : 서든어택(PC 방 사용시간 566.254 시간. M/S 11.79%)
- ▷ 03 위 : 피파온라인 3(PC 방 사용시간 393,850 시간. M/S 8.20%)
- ▷ 04 위 : 히어로즈 오브 더 스톰(PC 방 사용시간 184,065 시간. M/S 3.83%)
- ▷ 05 위 : 스타크래프트(PC 방 사용시간 158,014 시간. M/S 3.29%)
- ▷ 06 위 : 리니지 1(PC 방 사용시간 148,485 시간. M/S 3.09%)
- ▷ 07 위 : 아이온(PC 방 사용시간 110,587 시간. M/S 2.30%)
- ▷ 08 위 : 던전앤파이터(PC 방 사용시간 108,289 시간. M/S 2.25%)
- ▷ 09 위 : 디아블로 3(PC 방 사용시간 107,231 시간. M/S 2.23%)
- ▷ 10 위 : 블레이드앤소울(PC 방 사용시간 90,318 시간. M/S 1.88%)

▶ 1 위 LOL PC 방 사용시간 M/S 압도적

▶ Top 3(LOL, 서든어택, 피파온라인 3) PC 방 사용시간 M/S 합계 61%에 달함

▶ 엔씨소프트 국내시장 4 대 Title PC 방 사용시간 순위 지표 큰 변동없이 유지 추이

자료: 게임트릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 2015 년 3 월 1 주차 PC 방 지표 (2015.03.02~2015.03.08)

순위	게임명	장르	사용시간점유율 (%)	사용시간 (시)
1	리그 오브 레전드	RTS	36.15%	1,956,338
2	서든어택	FPS	19.82%	1,072,547
3	피파온라인 3	Sports	7.28%	393,907
4	스타크래프트	RTS	3.29%	178,076
5	아이온	RPG	2.76%	149,536
6	리니지	RPG	2.63%	142,069
7	디아블로 3	RPG	2.19%	118,387
8	던전앤파이터	RPG	2.18%	117,920
9	블레이드&소울	RPG	1.85%	100,023
10	월드 오브 워크래프트	RPG	1.52%	82,384
11	사이퍼즈	RPG	1.38%	74,534
12	워크래프트 3	RTS	1.31%	70,835
13	검은사막	RPG	1.22%	65,900
14	리니지 2	RPG	0.99%	53,835
15	스페셜포스	FPS	0.66%	35,535
16	카트라이더	Racing	0.62%	33,616
17	엘로아	RPG	0.60%	32,703
18	메이플 스토리	RPG	0.51%	27,656
19	스타크래프트	RTS	0.49%	26,585
20	이카루스	RPG	0.49%	26,549

자료: 게임트릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 2015 년 4 월 2 주차 PC 방 지표 (2015.04.06~2015.04.12)

순위	게임명	장르	사용시간점유율 (%)	사용시간 (시)
1	리그 오브 레전드	RTS	37.70%	1,788,739
2	서든어택	FPS	16.02%	760,102
3	피파온라인 3	Sports	9.13%	433,063
4	스타크래프트	RTS	3.30%	156,462
5	리니지	RPG	2.96%	140,220
6	아이온	RPG	2.93%	139,249
7	던전앤파이터	RPG	2.35%	111,592
8	디아블로 3	RPG	2.13%	101,056
9	블레이드&소울	RPG	1.90%	90,178
10	사이퍼즈	RPG	1.38%	65,469
11	워크래프트 3	RTS	1.35%	63,925
12	월드 오브 워크래프트	RPG	1.27%	60,342
13	리니지 2	RPG	1.16%	55,228
14	검은사막	RPG	1.04%	49,249
15	스페셜포스	FPS	0.59%	27,787
16	카트라이더	Racing	0.58%	27,458
17	이카루스	RPG	0.55%	26,042
18	스타크래프트 2	RTS	0.50%	23,535
19	테라	RPG	0.45%	21,345
20	메이플 스토리	RPG	0.44%	21,012

자료: 게임트릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 2015 년 5 월 2 주차 PC 방 지표 (2015.05.04~2015.05.10)

순위	게임명	장르	사용시간점유율 (%)	사용시간 (시)
1	리그 오브 레전드	RTS	39.09%	2,246,515
2	서든어택	FPS	15.01%	862,753
3	피파온라인 3	Sports	11.62%	667,702
4	스타크래프트	RTS	3.07%	176,206
5	디아블로 3	RPG	2.67%	153,532
6	리니지	RPG	2.46%	141,172
7	아이온	RPG	2.26%	129,737
8	던전앤파이터	RPG	1.71%	98,087
9	블레이드&소울	RPG	1.71%	98,054
10	사이퍼즈	RPG	1.44%	82,829
11	워크래프트 3	RTS	1.39%	79,924
12	리니지 2	RPG	0.90%	51,467
13	월드 오브 워크래프트	RPG	0.84%	48,289
14	카트라이더	Racing	0.83%	47,748
15	검은사막	RPG	0.70%	40,274
16	메이플 스토리	RPG	0.69%	39,793
17	최강의 군단	RPG	0.52%	29,750
18	스페셜포스	FPS	0.52%	29,633
19	스타크래프트 2	RTS	0.51%	29,279
20	이카루스	RPG	0.40%	23,207

자료: 게임트릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 2015 년 6 월 1 주차 PC 방 지표 (2015.06.01~2015.06.07)

순위	게임명	장르	사용시간점유율 (%)	사용시간(시)
1	리그 오브 레전드	RTS	40.99%	1,969,336
2	서든어택	FPS	11.79%	566,254
3	피파온라인 3	Sports	8.20%	393,850
4	히어로즈 오브 더 스톰	RTS	3.83%	184,065
5	스타크래프트	RTS	3.29%	158,014
6	리니지	RPG	3.09%	148,485
7	아이온	RPG	2.30%	110,587
8	던전앤파이터	RPG	2.25%	108,289
9	디아블로 3	RPG	2.23%	107,231
10	블레이드&소울	RPG	1.88%	90,318
11	워크래프트 3	RTS	1.42%	68,360
12	사이퍼즈	RPG	1.31%	63,100
13	리니지 2	RPG	0.98%	47,319
14	월드 오브 워크래프트	RPG	0.83%	40,073
15	검은사막	RPG	0.69%	33,125
16	메이플 스토리	RPG	0.58%	28,066
17	이카루스	RPG	0.58%	27,728
18	카트라이더	Racing	0.56%	27,133
19	스페셜포스	FPS	0.56%	26,792
20	스타크래프트 2	RTS	0.51%	24,672

자료: 게임트릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

모바일/온라인 게임주, 2Q15 이후 신작 일정 점검

주요 게임주 최근 1 년 이상 신작모멘텀 부재.
그러나, 2 분기 이후(특히 하반기) 오랜만에 신작 론칭 일정 집중

주요 게임주 모두
최근 1 년 이상 신작모멘텀이 약했습니다.
게임주의 혹독한 주가 조정도 신작모멘텀 부재에 따른
피로감 때문이라 생각되는군요.
게임주의 핵심 주가모멘텀은 첫째도 둘째도 신작모멘텀이니까요.

지금은 6 월, 2 분기가 끝나가고 하반기로 접어들기 직전입니다.
공교롭게도 주요 게임주 모두 15 년 2 분기말 이후, 특히 15 년 하반기
다수의 신작 론칭 일정이 집중되어 있습니다.

온라인게임 하반기 기대신작은 네오위즈게임즈의 애스커, 블레스,
엔씨소프트의 MXM 등이 있습니다.
모바일게임의 경우 주요 업체 모두 2015 년 2 분기말 이후, 특히
2015 년 하반기 기대신작 일정이 집중되어 있습니다.

본 편에서는
주요 게임주의 2015 년 2 분기 이후 신작 일정을 점검해 보고자 하오니
투자가 여러분들의 하반기 게임주 투자판단에 참고가 되기를 바랍니다.

게임주 2015년 2분기 이후 신작 일정 점검

주요 게임주 신작 일정 점검. 2Q15~ 2H15 신작 론칭 일정 집중

주요 업체별 2015년 2분기 이후 신작 론칭 일정은 아래 [표7] - [표16]을 참조하기 바란다. 주요 게임주 대부분 2015년 2분기 중순까지는 1년 이상 신작모멘텀이 부재한 상황이었으나 2015년 2분기말 이후, 특히 2015년 하반기에는 다수의 신작 론칭 일정이 집중되어 있다.

주요 게임주 2Q15 이후 기대신작에 대한 론칭 시점 가정, 추정 시뮬레이션 내역 등은 자료 후반부 업체별 분석 Part 참조

본 편에서는 업체별 신작 론칭 일정만을 점검한다. 업체별 신작 론칭 시점 가정, 주요 기대신작 매출 추정 시뮬레이션 등에 대한 Detail은 자료 후반부 '업체별 분석 Part'를 참조하기 바란다. 참고로 주요 기대신작에 대한 매출 추정 시뮬레이션은 온라인게임에 한해서만 단행한다. 모바일게임은 기대신작이라 하더라도 게임별로 매출 추정을 하는 것은 리스크가 크므로 특정 기대신작 매출 추정 반영은 장르별로 간단히 단행한다.(미르2 모바일게임 열혈전기는 예외적으로 매출추정 시뮬레이션 단행)

표8 엔씨소프트 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 리니지 e 터널 (PC/모바일. MMORPG) ▷ 2H15 1 차 CBT 예정 ▷ 2016 년말 또는 2017 년 상반기 론칭 예상 ▷ PC/모바일 플랫폼 모두 출시 & 글로벌 론칭 예정
	▶ MXM (AOS) ▷ 국내시장 : 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상) ▷ 중국시장 : 빠르면 4Q15-1Q16(한국시장과 거의 동시), 늦어도 16 년 상반기 론칭 예상
	▶ 길드워 2 북미/유럽 시장 확장팩 (MMORPG) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)
	▶ 블소 북미/유럽 시장 (MMORPG) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)
	▶ 길드워 2 한국시장 (MMORPG) ▷ 출시계획 자체가 미정 ▷ 그러나, 2016 년 이후 한국시장 론칭 가능성 상존 판단
모바일게임	▶ 블소 모바일 중국시장(카드 RPG) ▷ 퍼블리셔 텐센트 ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)
	▶ 리니지 모바일 국내시장 (독자 모바일게임은 아니고 기존 PC 게임과 연동 게임) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)
	▶ 아이온레기온스 국내시장 (RPG. 독자적 모바일게임) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상) ▷ 국내시장 론칭 후 글로벌 론칭 확대 예정
	▶ MXM 모바일 ▷ 개발 중. 론칭 일정 미정(2016 년 이후 론칭 예상)

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 네오위즈게임즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 검은사막 일본시장 (MMORPG) ▷ 15.05.08 게임온 통해 일본시장 론칭 ▷ 15.05.15 부터 아이템 판매 시작 ▷ 양호한 출발 : 게임온 3 대 타이틀(아바, 아키에이지, 테라)보다 동접 양호
	▶ 애스커 (MORPG) ▷ 국내시장 : 6 월 2 차 CBT 예정. 3Q15 론칭 예상 ▷ 중국시장 : 퍼블리셔 창유. 3Q16 또는 4Q16 론칭 예상
	▶ 블레스 (MMORPG) ▷ 국내시장 : 3Q15 1 차 CBT 예정. 4Q15 론칭 예상 ▷ 중국시장 : 퍼블리셔 창유. 4Q16 또는 1Q17 론칭 예상
	▶ 블랙스쿼드 인도네시아 시장 (FPS) ▷ 퍼블리셔 크레온(포인트블랭크 퍼블리셔) ▷ 론칭 일정 미정. 늦어도 2016 년 상반기내 론칭 예상
	▶ 피어온라인 국내시장 (FPS) ▷ 워너브라더스 콘솔게임을 인플레이인터렉티브가 온라인으로 개발 중 ▷ 인플레이인터렉티브는 워너브라더스 자회사 ▷ 론칭 일정 미정(2015 년 상반기 론칭 예정이었으나 지연 중)
모바일게임	▶ 모바일 웹보드게임 : 기론칭. 신작 일정은 아니나 참조용 언급 ▷ 14.11.14 피망뉴맞고, 피망포커, 피망섯다 등 3 종 유료화 ▷ 4Q14 10 억원 이상, 1Q15 30 억원 이상 매출(월평균 10 억원 이상)
	▶ 모바일 소셜카지노게임 ▷ 3 월말 인도네시아, 싱가포르, 대만, 태국, 필리핀 등 소프트론칭 ▷ 북미시장 론칭일정 미정(아시아 마케팅 후 상황 봐가며 결정)

자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 NHN 엔터테인먼트 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 신작 론칭 일정 없음
모바일게임	▶ 라인리락쿠마 : 5 월말 일본시장 론칭 단행
	▶ 요괴워치 : 7-8 월 일본시장 론칭 예정
	▶ 갓오브하이스쿨 ▷ 7-8 월 국내시장 론칭 예정. 국내시장 론칭 후 글로벌 론칭 확대 예정 ▷ 와이디온라인 갓오브하이스쿨 5 월 국내 구글 론칭, 6 월 구글 매출순위 Top 10 진입 ▷ NHN 엔터테인먼트 갓오브하이스쿨, 와이디온라인 갓오브하이스쿨 비교 ▫ 둘 다 네이버 웹툰 IP 활용 게임, 게임명 동일 ▫ NHN 엔터테인먼트 게임은 실사 캐릭터, 와이디온라인 게임은 SD 캐릭터
	▶ 가디언스톤 북미시장 : 6 월 론칭 예정
	▶ 크루세이더퀘스트 일본시장 : 6 월 론칭 예정
	▶ 킬미어게인 : 3Q15 글로벌 론칭 예정
	▶ 더소울 : 9 월 중국시장 론칭 예정. 이후 글로벌 론칭 확대 예정
	▶ 모바일 웹보드게임(ARPU 보단 PU 확보 시기) : 기론칭. 참조용 언급 ▷ 14.12.22 한게임포커, 한게임신맞고 등 2 종 국내시장 상용화 ▷ 네오위즈게임즈 L/U 보다 매출순위 하위, 월매출 10 억원 미만 추산
	▶ 모바일 소셜카지노게임 : 기론칭. 참조용 언급 ▷ 14 년 9 월 슬롯머신 캐나다, 동남아 등 소프트론칭 ▷ 14 년 11 월 모바일카드게임 3 종 캐나다 등 소프트론칭 ▷ 미국시장 : 15 년 1 월 안드로이드, 3 월 iOS 버전 론칭 ▷ 핵심시장인 미국시장의 경우 2H15 부터 마케팅 강화 예정

자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 컴투스 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 이스트레전드 : RPG. 퍼블리싱 ▷ 5 월초 글로벌 론칭 단행
	▶ 컴투스프로야구 2015 : 스포츠. 자체개발 ▷ 4 월 중순 국내시장 자체계정 론칭 단행
	▶ 원더택틱스 : RPG. 자체개발. 동사 2Q-3Q15 신작 라인업 중 기대순위 1 순위 ▷ 3Q15 글로벌 론칭 예정
	▶ 9 이닝스 매니저 : 스포츠. 퍼블리싱 ▷ 3Q15 글로벌 론칭 예정(원더택틱스보다 조금 먼저)
	▶ 액션퍼즐패밀리 : 캐주얼. 자체개발 ▷ 3Q15 또는 4Q15 글로벌 론칭 예정(국내시장 카카오톡 계정 이미 론칭)
	▶ 미니게임천국 : 캐주얼. 자체개발 ▷ 3Q15 또는 4Q15 글로벌 론칭 예정(국내시장 카카오톡 계정 이미 론칭)
	▶ 컴투스프로야구 for 매니저 시즌 3 ▷ 4 월 국내시장 자체계정 론칭 단행
	▶ 골프스타 시즌 3 ▷ 4 월 글로벌 론칭 단행
	▶ 낚시의신 시즌 2 ▷ 5 월 글로벌 론칭 단행
	▶ 사커스피리츠 일본시장 ▷ 3Q15 론칭 예정(국내시장 이미 론칭)

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 게임빌 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 이사만루 2015 KBO : 스포츠. 퍼블리싱 ▷ 3 월말 국내시장 자체계정 론칭 단행(매출기여는 2Q15 부터)
	▶ MLB Perfect Innings : 스포츠. 퍼블리싱 ▷ 4 월초 글로벌 론칭 단행
	▶ 던전링크 : 전략. 퍼블리싱 ▷ 4 월말 글로벌 론칭 단행
	▶ Dragon Blaze(별이되어라 글로벌 버전) : RPG. 퍼블리싱 ▷ 15.05.14 글로벌 론칭 단행
	▶ 확산성 밀리언아서 : 전략. 퍼블리싱 ▷ 6 월말 글로벌 론칭 예정
	▶ 제노니아 S : RPG. 자체개발 ▷ 6 월말 글로벌 론칭 예정
	▶ 크로매틱소울 : 전략. 자체개발 ▷ 7-8 글로벌 론칭 예정
	▶ 몬스터피커 : RPG. 자체개발 ▷ 9-10 글로벌 론칭 예정
	▶ 기타 ▷ 이 외에도 2H15 6 개 정도 신작 추가 론칭 예정(이 중 2 개 정도는 자체개발)

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 위메이드 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 이카루스 일본시장 (MMORPG) ▷ 4 월말 위메이드온라인 통해 일본시장 론칭 ▷ 현재 월매출 기준 10 억원 미만 추산
	▶ 로스트사가 중국시장 (대전액션 MORPG) ▷ 퍼블리셔 텐센트 ▷ 4/3 부터 한달간 15,000 명 대상 Pre CBT ▷ 6 월말부터 3 개월간 10 만명 대상 CBT 예정 ▷ 4Q15(11-12 월) 중국시장 론칭 가능성
모바일게임	▶ 모바일게임 순수 신작 상용화 일정 ▷ 2Q15 모바일게임 순수신작 상용화 일정 없음 ▷ 3Q15 1-2 개, 4Q15 3 개 등 2H15 4-5 개 론칭 예정 ▫ 구체적 게임명은 미공개 ▫ 대부분 자체개발 RPG 장르 중심 ▫ 론칭방식은 미정이나 이중 1-2 개 대작은 글로벌 론칭 예정
	▶ 모바일게임 기존 국내시장 론칭 게임의 해외시장 진출 일정 ▷ 윈드소울 일본시장 : 3Q15 중반 론칭 예정 ▷ 에브리타운 글로벌 론칭 : 3Q15 내 론칭 예정
	▶ 미르 2 모바일게임 '열혈전기' 중국시장 ▷ 개발사 샨다. 퍼블리셔는 텐센트 단독 또는 텐센트, 샨다 공동 예상 ▷ 6 월 텐센트 테스트 진행 예정 ▷ 2015 년내 중국시장 론칭 가능성(4Q15 가능성)

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 웹젠 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 뮤 2 : 2009 년부터 개발 중(개발인력 100 명 조금 안되는 수준). 2016 년 상용화 예정 ▶ 프로젝트 MST : 상용화 일정 미정(2016 년 이후 상용화 예상) ▶ 연결인력 550 명 : 국내 500 명(PC 게임 개발 300 명), 해외 50 명(유럽 웹젠닷컴 운영인력)
모바일게임	▶ 뮤오리진 : 전민기적의 한국버전 ▷ 15.04.28 국내시장 티스토어, 구글 자체계정 론칭 ▷ 15 년 7 월초 국내시장 iOS 론칭 예정
	▶ 전민기적 : 뮤 IP 활용하여 천마시공이 개발, 킹넷이 중국시장 퍼블리싱한 모바일 RPG ▷ 14.12.10 킹넷이 중국시장 론칭 ▷ 글로벌 론칭 : 여부, 시기 등 미정. 그러나, 2H15-1H16 글로벌 론칭 가능성 상존 판단
	▶ 기적귀래 : 뮤 IP 활용하여 The9 이 개발 중인 웹게임 ▷ 테스트 단계. 론칭 일정은 미정 cf) 뮤 IP 활용한 웹게임은 '기적귀래' 전에 '대천사지검'이 있었음 대천사지검은 37WAN 이 개발하여 14.06.10 중국시장 론칭

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 데브시스터즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 쿠키런 2 ▷ 2015 년내 글로벌 론칭 예정(4Q15 예상)
	▶ 기타신작 ▷ 2015 년내 계획 없음 ▷ 2015 년은 쿠키런 2 글로벌 론칭에 역량 집중

자료: 데브시스터즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 선데이토즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 2H15 4-5 개 신작 상용화 예정 : 모두 애니팡 캐릭터 활용한 게임 ▷ 상하이 애니팡 : 마작류. 퍼즐류 ▫ 국내시장 : 7 월말 론칭 예정(플랫폼은 미정이나 카카오톡 계정 유력 판단) ▫ 해외시장 : 론칭 일정 미정
	▷ 애니팡 맞고 : 고포류 ▫ 국내시장 : 2H15 론칭 예정(플랫폼은 미정이나 카카오톡 계정 유력 판단) ▫ 해외시장 : 론칭 일정 미정
	▷ 애니팡 2 해외시장 ▫ 독일 aeria games 와 퍼블리싱 계약 ▫ 2H15 미국/유럽 등 서구권 퍼블리싱 예정
	▷ 기타 1-2 개 퍼즐류 신작 ▫ 2H15 국내시장 론칭 예정(플랫폼 미정이나 카카오톡 계정 유력 판단)
	▶ 애니팡 캐릭터 활용한 캐주얼 장르 이외의 기타 신작 준비 동향 ▷ 현재 개발역량으론 장르 다변화는 이름 ▷ 당분간 동사 강점 장르인 캐주얼 장르 집중 전략 지속 예정

자료: 선데이토즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 파티게임즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 무한돌파삼국지 글로벌 론칭 : 슈팅게임. 퍼블리싱(퍼플랩) ▷ 15.05.27 글로벌 시장 안드로이드 버전 론칭 단행
	▶ 드래곤히어로즈 : 슈팅게임. 퍼블리싱(퍼플랩) ▷ 5 월 국내시장 안드로이드 버전 론칭 단행 ▷ 6 월말 7 월초 글로벌 론칭 예정
	▶ 전민찬청 : 아이러브파스타 중국 버전 ▷ 퍼블리셔 텐센트 ▷ 3Q15 중국시장 론칭 예상
	▶ 2H15 순수신작 4 종 론칭 예정 ▷ 프로젝트 R(자체개발. 런닝게임) : 3Q15 론칭 예정 ▷ 퍼블리싱게임 3 종 2H15 론칭 예정
	▶ 카지노스타 모바일게임 버전 ▷ 다다소프트 인수(100%. 227 억원) ▷ 다다소프트의 카지노스타는 현재는 페이스북 웹게임 형태로만 서비스 중 ▷ 파티게임즈 자금력, 마케팅력 동원하여 2H15 - 1H16 모바일게임 버전 론칭 가능성

자료: 파티게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

Part V

게임주, 하반기는 신작모멘텀을 기대할 수 있을까?

주요 게임주, 하반기 신작모멘텀 작동 가능성 높아 보임

주요 게임주 대부분 2015 년 2 분기말 이후, 특히 2015 년 하반기 다수의 신작 론칭 일정이 집중되어 있습니다.

2015 년 하반기는 단순히 다수의 신작 론칭 일정이 집중되어 있다는 것만이 아니라 주요 게임주의 기대신작들이 오랜만에 집중적으로 선보일 예정이라는 점을 주목할 필요가 있습니다.

주요 게임주 대부분 2015 년 상반기 내내 혹독한 수준의 주가 조정을 거치고 있습니다. 이는 거의 1 년 넘게 지속되고 있는 신작모멘텀 부재로 인한 피로감 때문이겠지요.

그러나, 주요 게임주 대부분 장기간 상당폭의 주가 조정을 거친 상황에서 하반기에는 기대신작 론칭 일정이 집중되는 만큼 올해 하반기는 그 어느 때보다 신작모멘텀이 형성될 가능성도 그만큼 높은 시기라 판단됩니다.

다만, 기대신작 일정을 감안하여 무턱대고 공격적인 사전대응을 하는 것은 리스크가 크다고 생각되는군요.
각 업체별 상황(밸류에이션, 특정 신작 시장 기대감 수준 등)을 면밀히 살핀 후 사전 또는 사후 대응 등의 투자판단 방식을 결정하는 것이 바람직하다고 판단합니다.

게임주, 하반기 기대신작 론칭 일정을 어떻게 활용할까?

주요 게임주, 2H15 기대신작 론칭 일정 집중으로 신작모멘텀 작동 가능성 높아

주요 게임주 모두 15년 2분기말 이후, 특히 15년 하반기 다수의 기대신작 론칭 일정이 집중되어 있다. 온라인게임은 네오위즈게임즈의 애스커/블레스 국내시장, 엔씨소프트의 길드워2 북미/유럽 확장팩 및 MXM 국내시장 등을 주목할 필요가 있다.

모바일게임은 주요 업체 모두 2015년 하반기 기대신작 론칭 일정이 집중되어 있다. 게임빌의 제노니아S를 비롯한 다수의 자체개발 미드/하드 장르 신작 글로벌 론칭 예정, 컴투스의 원더택틱스 글로벌 론칭 예정, 위메이드의 열혈전기(미르2 모바일) 중국시장 론칭 가능성, 웹젠의 전민기적 글로벌 론칭 가능성, 선데이토즈의 상하이 애니팡/애니팡 맞고 등 국내시장 론칭 예정, 데브시스터즈의 쿠키런2 글로벌 론칭 예정, 파티게임즈의 카지노스타 북미시장 모바일게임 버전 론칭 가능성 등을 주목하자.

2015년 하반기는 주요 게임주 대부분 장기간 상당폭의 주가 조정을 거친 상황에서 기대신작 론칭 일정 집중으로 신작모멘텀 작동 가능성은 그 어느 때보다 높은 시기임을 염두에 둘 필요가 있다.

다만, 기대신작 론칭 일정을 활용한 맹목적이고 공격적인 사전대응은 위험

기대신작 일정을 감안하여 무턱대고 공격적인 사전대응을 하는 것은 리스크가 크다고 생각된다. 각 업체별 상황(밸류에이션, 특정 신작 시장 기대감 수준 등)을 면밀히 살핀 후 사전 또는 사후 대응 등의 투자판단 방식을 결정하는 것이 바람직하다고 판단한다.

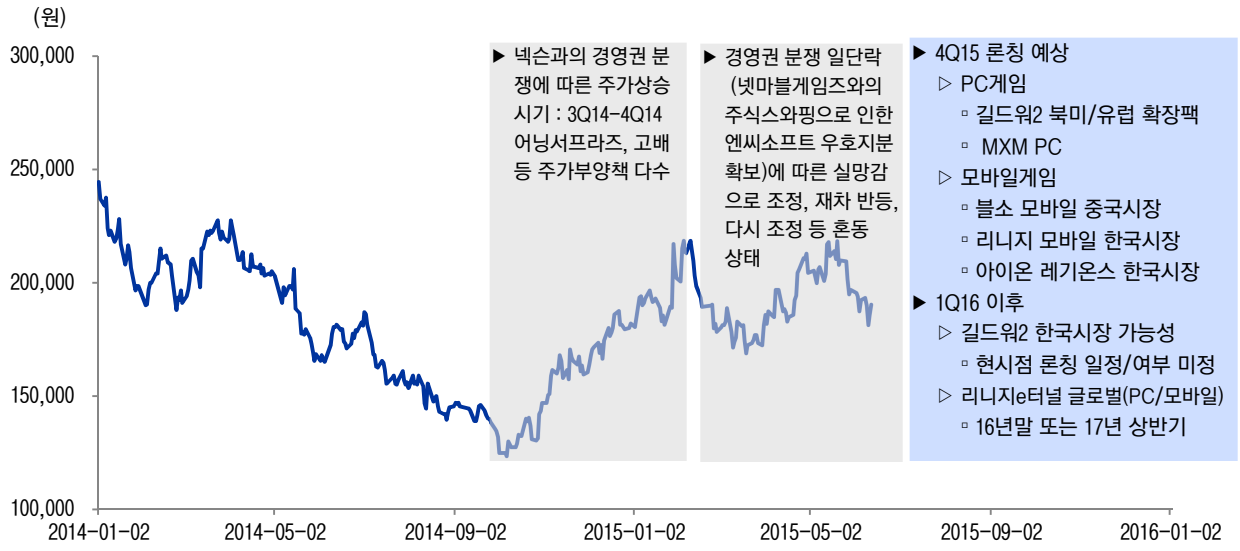
위메이드, 데브시스터즈, 파티게임즈 등은 현행실적이 극히 부진한 상황이라 각각 열혈전기 중국, 쿠키런2 글로벌, 카지노스타 모바일게임 버전 북미시장 등의 모멘텀이 밸류에이션을 정당화할 만큼의 성과를 시현할지 여부는 미지수라 생각된다.

하지만 열혈전기 중국시장, 카지노스타 모바일게임 버전 북미시장 론칭 이슈 등은 밸류에이션 정당성과는 별개로 시장의 기대감이 매우 큰 이슈라 일정 가동 시 강한 단기모멘텀이 형성될 가능성은 충분히 있어 보인다. 마찬가지로 웹젠의 경우 전민기적 글로벌 론칭 여부 및 시기에 촉각을 곤두세울 필요가 있다.

컴투스, 게임빌 등 정통 모바일게임 강자들의 경우 작년 한해 드라마틱한 주가상승을 시현한 후 올해 들어선 신작모멘텀 부재로 인한 피로감에 시달리고 있다. 급할 필요는 없어 보인다. 하반기 기대신작 론칭 직후 퍼포먼스를 확인하며 발빠른 사후대응 전략으로 접근하는 것이 가장 현실적인 단기대응법이라 생각한다. NHN엔터테인먼트는 간편결제, Cross Board EC 등 대형 장기 프로젝트성 신사업에 대한 공격적 투자로 게임주 컨셉만으로 접근하기는 힘들다. 하반기 론칭 예정인 몇 가지 모바일게임 신작(요괴워치, 갓오브하이스쿨 등)이 빅히트를 시현할 경우 단기모멘텀으로 작용할 수는 있겠으나 사전대응보다는 발빠른 사후대응이 현실적이라 판단한다.

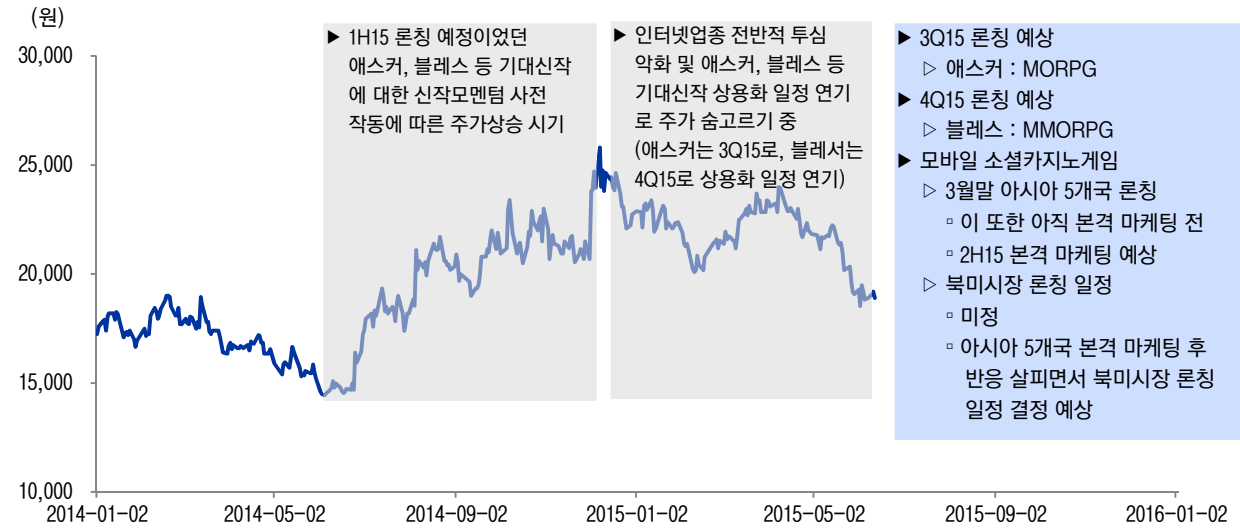
엔씨소프트는 16년말 또는 1H17 론칭이 예상되는 리니지e터널이 핵심 기대신작이나 그 전에 다양한 의미있는 일정들이 많다. 하반기 길드워2 북미/유럽 확장팩 출시, MXM PC 출시, 몇 가지 모바일게임 출시 일정 등은 주목할 필요가 있다. 네오위즈게임즈도 수년간 준비한 기대신작 애스커, 블레스를 드디어 올해 하반기(각각 3Q15, 4Q15) 선보일 예정이다. 이들 신작들은 개발비가 모두 상각된데다 그 동안 대규모 구조조정으로 인건비 거품도 크게 빠진 상황이라 하반기 이들 신작이 일정수준 히트할 경우 강한 상승여력을 확보할 수도 있을 것이다. 다만, 엔씨소프트의 길드워2 북미/유럽 확장팩 외 나머지 신작들(엔씨소프트의 MXM PC, 네오위즈게임즈의 애스커, 블레스 등)은 히트수준 예측에 대한 레퍼런스가 약해 신작모멘텀 관련 사전 대응여부는 투자가의 판단의 몫이라 생각한다.

그림5 엔씨소프트 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)



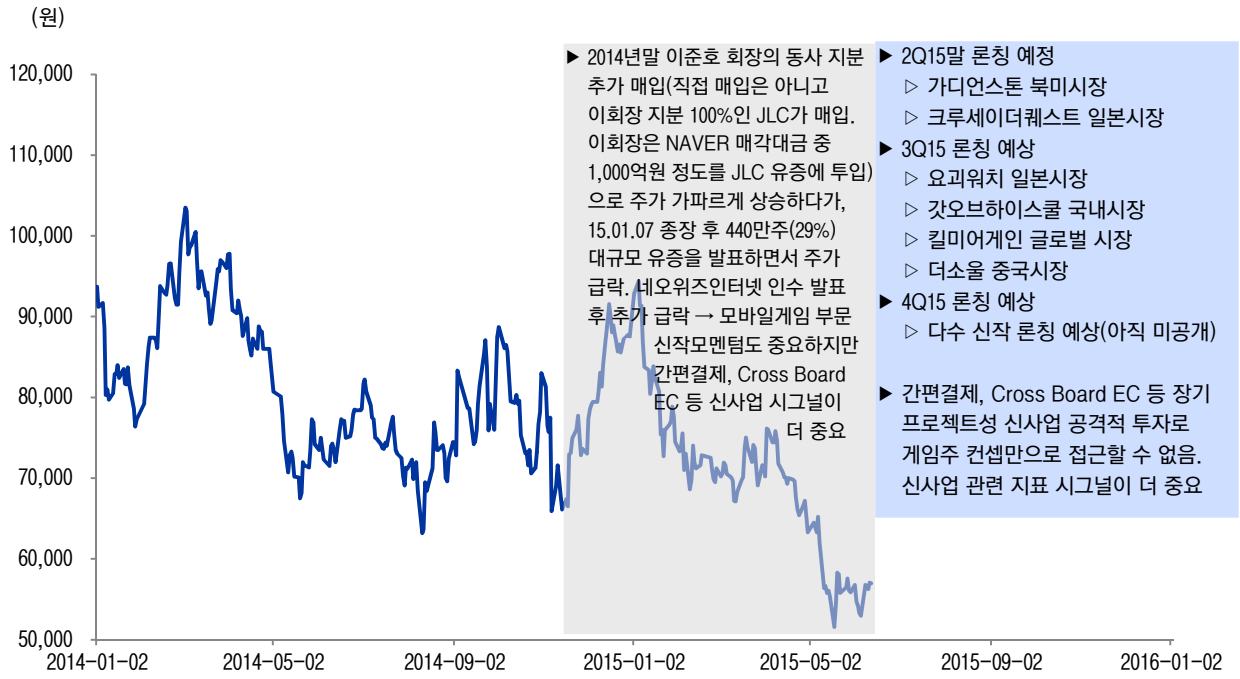
자료:이베스트투자증권 리서치센터

그림6 네오위즈게임즈 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 NHN 엔터테인먼트 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)

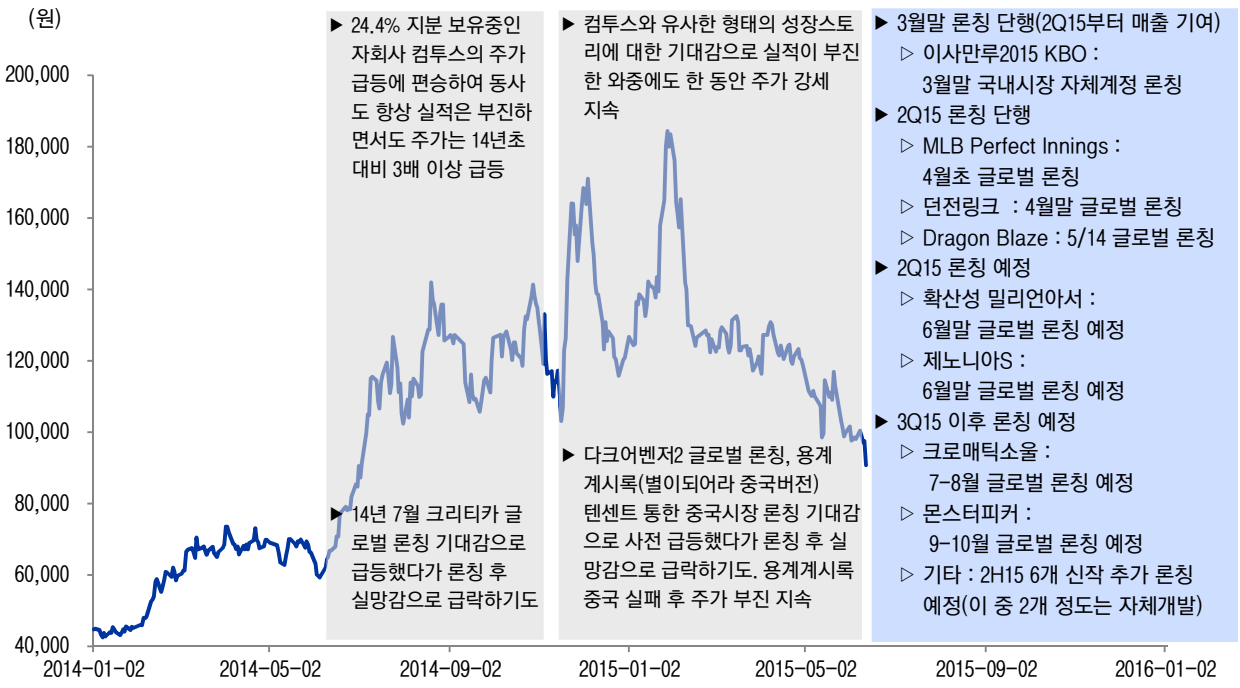


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 컴투스 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)

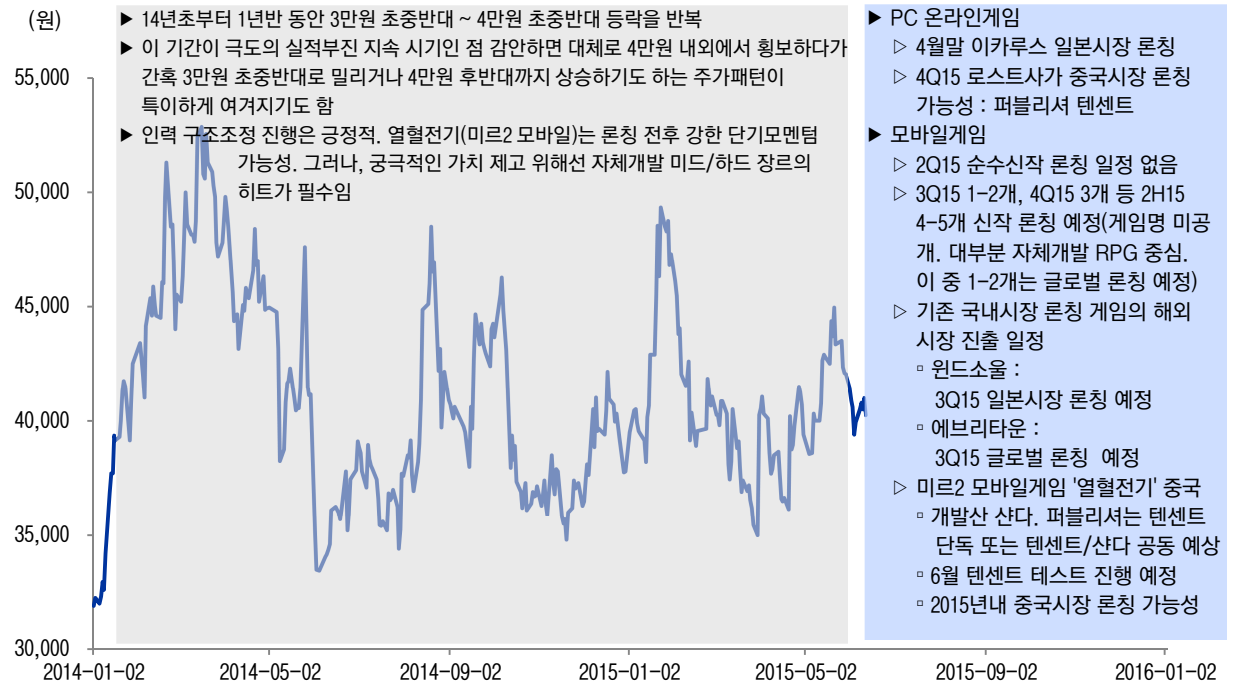
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 게임빌 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)



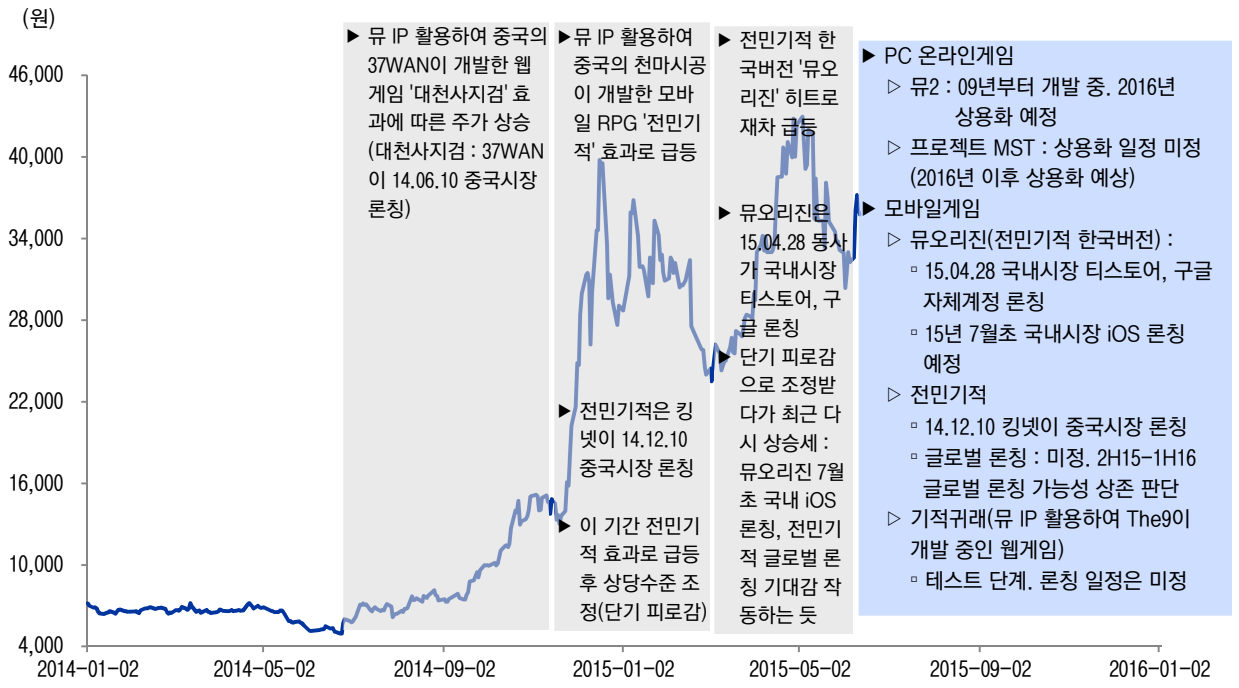
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 위메이드 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)



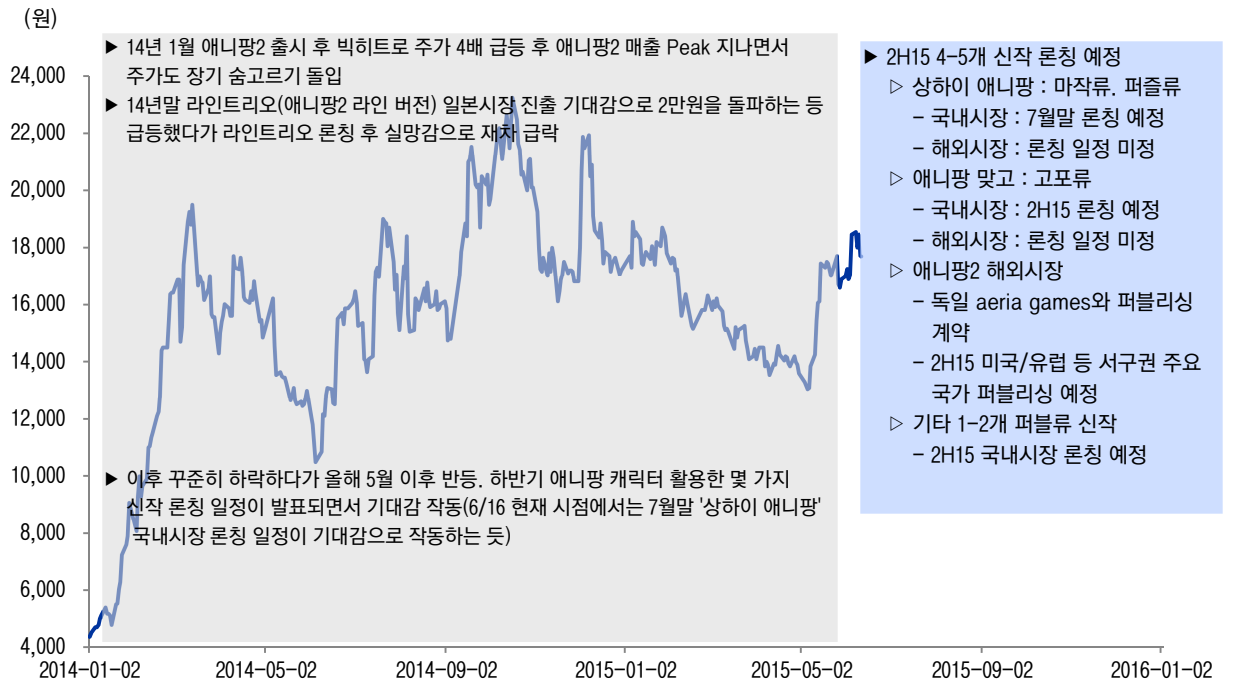
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 웹젠 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 선데이토즈 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)

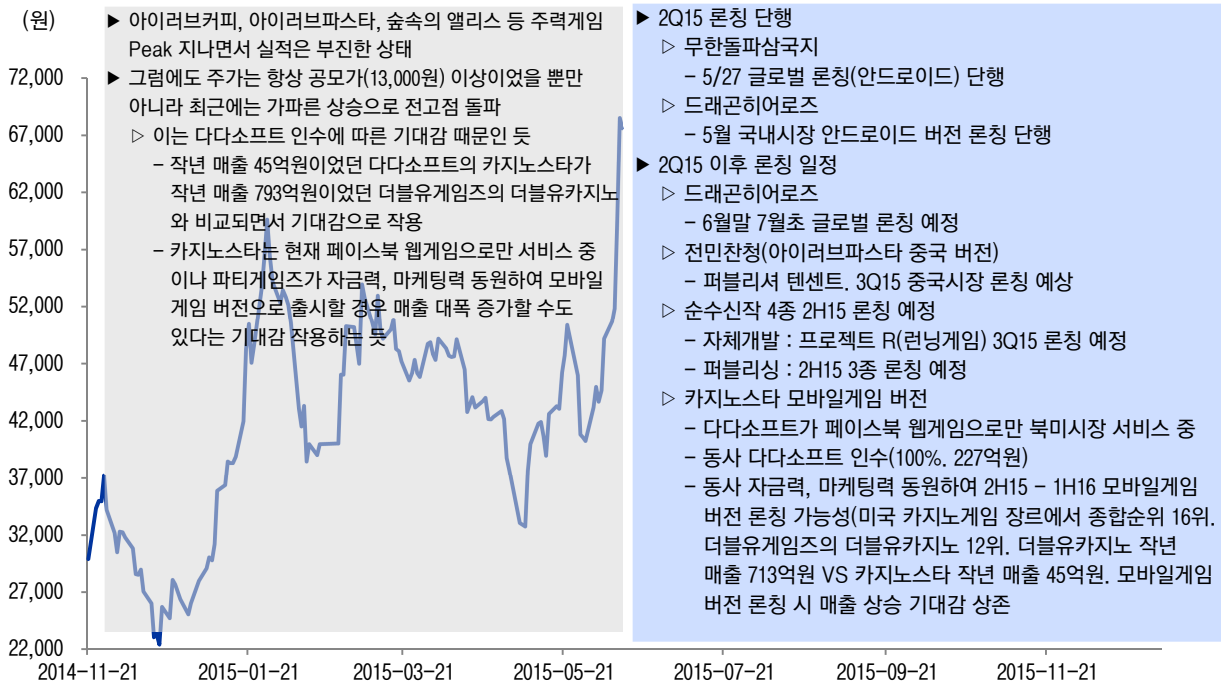


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 데브시스터즈 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 파티게임즈 주가 추이 (14.01.01 ~ 15.06.12)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

엔씨소프트 (036570) 28
네오위즈게임즈 (095660) 36
NHN 엔터테인먼트 (181710) 44
컴투스 (078340) 53
게임빌 (063080) 62
위메이드 (112040) 71
웹젠 (069080) 80
선데이토즈 (123420) 82
데브시스터즈 (194480) 84
파티게임즈 (194510) 86

Universe

종목명	투자판단	목표주가
엔씨소프트	Buy (유지)	280,000 원(유지)
네오위즈게임즈	Buy (유지)	26,000 원(하향)
NHN 엔터테인먼트	Buy (유지)	72,000 원(유지)
컴투스	Buy (유지)	175,000 원(유지)
게임빌	Buy (유지)	136,000 원(하향)
위메이드	Hold (유지)	43,000 원(유지)
웹젠	Not Rated	Not Rated
선데이토즈	Not Rated	Not Rated
데브시스터즈	Not Rated	Not Rated
파티게임즈	Not Rated	Not Rated

엔씨소프트 (036570)

2015. 6. 16 | 온라인게임

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

2Q 실적개선 모멘텀 & 2H15 다양한 일정 모멘텀

Buy (maintain)

목표주가 **280,000 원**
현재주가 **188,000 원**

컨센서스 대비 (2016E 기준)

상회	부합	하회
	○	

2Q15 실적 QoQ 기준 대폭 개선 전망

1) 2Q15 연결 영업실적은 매출 2,040 억원(QoQ 8%), 영업이익 602 억원(QoQ 34%)으로서 전분기 대비 대폭 개선 전망. 2) 2Q15 QoQ 개선 전망 이유 : ① 리니지 1 매출 전분기 대비 대폭 증가 전망(5/13 – 6/10 4 주간 드래곤보물상자 아이템 이벤트. 리니지 1 2Q15 연결매출은 최소한 700 억원대, 잘하면 800 억원대까지 증가 전망). ② 리니지 2 매출도 아이템 이벤트 재개로 전분기 대비 상당수준 증가 전망. ③ 소환사가 되고 싶어(4/21 상용화), 프로야구 6:30(3/24 상용화) 등 모바일게임도 일평균 몇천만원 정도 매출 기여 전망. ④ 인건비 감소 전망(4Q14 40 억원, 1Q15 90 억원 등 일회성 인센티브 발생했으나 2Q15 에는 인센티브 없음. 인건비는 2Q15 이후부턴 분기별 800 억원대 초반 정도 유지 예상)

2H15 이후 다양한 일정 모멘텀 주목

1) PC 게임 일정들 : ① 리니지 e 터널(6 월 간단테스트, 하반기 테스트 한번 더. 빠르면 16 년말, 늦어도 17 년 상반기 상용화 예정 + PC/모바일 플랫폼 동시 + 글로벌 론칭). ② MXM(연내 국내시장 상용화 예정 + 5 월말 텐센트 중국시장 간단테스트. 중국시장 빠르면 한국시장과 거의 동시, 늦어도 16 년 상반기 상용화 예상). ③ 길드워 2 북미/유럽 시장 확장팩(4Q15 출시 예상). ④ 길드워 2 한국시장(상용화 여부나 시기는 미정. 그러나, 당사에선 16 년 이후 한국시장 상용화 가능성 상존 판단). ⑤ 블소 북미/유럽 시장(4Q15 출시 예정). 2) 모바일게임 일정들 : ① 블소 모바일(6 월 텐센트 중국시장 간단테스트, 연내 중국시장 상용화 예정). ② 리니지 모바일(독자 모바일게임은 아니고 PC/모바일 연동게임. 연내 국내시장 상용화 예정). ③ 아이온레기온스(독자 모바일게임. 연내 국내시장 상용화 예정 + 차후 글로벌 론칭 확대 예정)

목표주가 280,000 원 유지. 투자의견 Buy 유지

1) 본격적 Rerating은 리니지e터널 상용화 직전부터. 2) 그러나, 그 전에도 다양한 일정 모멘텀 포진. 우선 2H15 모바일게임, 길드워2 북미/유럽 확장팩, MXM 등 모멘텀 가동 주목. 이들 일정은 대부분 4Q15 집중 예상. 3) 넷마블게임즈와의 시너지 가능성도 염두에 둬야. 4) 7-8월은 2Q15 실적모멘텀과 4Q15 일정 모멘텀 기대감 중복 시기

Stock Data

KOSPI(6/15)		2,042.32pt
시가총액		41,227 억원
발행주식수		21,929 천주
52 주 최고가/최저가		218,500 / 123,500 원
90 일 일평균거래대금		353 억원
외국인 지분율		41.3%
배당수익률(15.12E)		1.4%
BPS(15.12E)		68,554 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-5.5%
	6 개월	4.4%
	12 개월	1.0%
주주구성	NEXON 외	15.1%
	김택진 외	10.4%
	국민연금관리공단	7.4%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (x)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	7,567	2,052	2,162	1,587	7,242	3.2	2,408	34.3	20.5	4.7	14.6
2014	8,387	2,782	2,890	2,275	10,375	43.3	3,152	17.5	10.4	2.9	18.0
2015E	8,204	2,322	2,507	1,948	8,884	-14.4	2,672	21.2	12.4	2.7	13.5
2016E	9,740	3,564	3,781	2,932	13,372	50.5	3,928	14.1	8.0	2.4	18.1
2017E	10,853	4,407	4,635	3,593	16,387	22.5	4,783	11.5	6.1	2.0	19.1

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q15 영업실적 Review

표18 엔씨소프트 1Q15 영업실적 Review 1 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15E	1Q15	YoY	QoQ	1Q15E 대비
매출액	1,781	2,351	1,938	1,881	5.6	-20.0	-2.9
리니지 1	410	967	697	660	61.0	-31.7	-5.3
리니지 2	116	195	161	110	-5.0	-43.5	-31.5
아이온	222	209	222	183	-17.8	-12.8	-17.8
블레이드앤소울	192	246	218	268	39.2	8.9	22.9
길드워 2	251	193	202	200	-20.3	3.9	-1.0
와일드스타	0	55	39	26	신규	-52.8	-32.8
기타	144	163	153	178	23.9	9.5	16.3
로열티	446	324	246	256	-42.5	-21.0	4.0
영업비용	1,336	1,478	1,300	1,432	7.2	-3.1	10.2
인건비	785	817	726	859	9.5	5.2	18.3
매출변동비	108	133	115	126	16.4	-5.2	9.7
결제수수료	54	64	58	81	51.4	27.9	39.4
로열티	39	30	30	27	-31.0	-9.6	-9.1
외주제작비	4	4	4	2	-45.1	-52.6	-50.1
기타	12	35	23	16	32.4	-55.6	-31.7
광고선전비	36	86	39	43	19.0	-49.8	11.4
D&A	92	85	83	89	-3.8	5.2	7.0
기타	315	357	337	315	0.2	-11.8	-6.4
영업이익	445	874	638	449	0.8	-48.7	-29.7
영업이익률(%)	25.0	37.2	32.9	23.9	1.1%P ↓	13.3%P ↓	9.0%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 엔씨소프트 1Q15 영업실적 Review 2 (단위 : 억원, %)

구분	1Q15E	1Q15M	1Q15	1Q15E 대비	1Q15M 대비
매출액	1,938	1,942	1,881	-2.9	-3.1
영업이익	638	610	449	-29.7	-26.4
영업이익률(%)	32.9	31.4	23.9	9.0%P ↓	7.5%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치. 1Q15M 은 실적발표 시점의 시장 컨센서스 전망치
자료: 엔씨소프트, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q15 영업실적 Preview

표20 엔씨소프트 2Q15 영업실적 Preview 1 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	YoY	QoQ
매출액	2,138	1,881	2,040	-4.6	8.4
리니지 1	569	660	784	37.9	18.8
리니지 2	136	110	137	0.8	24.3
아이온	183	183	190	3.8	4.3
블레이드앤소울	191	268	270	41.2	0.9
길드워 2	215	200	206	-4.4	2.6
와일드스타	280	26	20	-93.0	-24.7
기타	188	178	211	12.7	18.7
로열티	376	256	222	-41.0	-13.5
영업비용	1,489	1,432	1,438	-3.4	0.4
인건비	768	859	809	5.2	-5.9
매출변동비	120	126	136	12.8	7.5
결제수수료	60	81	86	44.7	5.9
로열티	33	27	28	-15.5	1.9
외주(BOX)제작비	12	2	3	-74.2	65.5
기타	16	16	19	18.5	18.3
광고선전비	148	43	58	-60.8	35.2
유무형자산상각비	94	89	86	-9.1	-3.5
기타	358	315	349	-2.3	10.9
영업이익	649	449	602	-7.3	34.2
영업이익률(%)	30.4	23.9	29.5	0.9%P ↓	5.6%P ↑

▶ 2Q15 매출 2,040 억원으로서 전분기 대비 8% 증가 추정
- ▷ 2Q15 리니지 1 매출 784 억원으로서 전분기 대비 19% 대폭 증가 추정
  - ▫ 5/13 – 6/10 4 주간 국내시장 '드래곤보물상자' 아이템 이벤트
- ▷ 2Q15 리니지 2 매출 137 억원으로서 전분기 대비 24% 대폭 증가 추정
- ▷ 2Q15 기타 매출 211 억원으로서 전분기 대비 19% 대폭 증가 추정
  - ▫ 소환사가 되고 싶어(4/21 상용화), 프로야구 6:30(3/24 상용화) 등 모바일게임도 일평균 몇천만원 정도 매출 기여 전망

▶ 2Q15 영업비용 1,438 억원으로서 전분기 대비 0.4% 증가에 그칠 것으로 추정
- ▷ 2Q15 부턴 일회성 인센티브 없음(4Q14 40 억원, 1Q15 90 억원 일회성 인센트 발생). 분기별 인건비는 2Q15 부턴 800 억원대 초반 전망

→ 2Q15 영업이익 602 억원으로서 전분기 대비 34% 대폭 증가 추정

주: K-IFRS 연결기준
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 엔씨소프트 2Q15 영업실적 Preview 2 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15M	YoY	QoQ	2Q15E	YoY	QoQ	2Q15M 대비
매출액	2,138	1,881	2,034	-4.9	8.1	2,040	-4.6	8.4	0.3
영업이익	649	449	625	-3.8	39.3	602	-7.3	34.2	-3.6
영업이익률(%)	30.4	23.9	30.7	0.3%P ↑	6.8%P ↑	29.5	0.9%P ↓	5.6%P ↑	1.2%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2Q15M 은 시장 컨센서스 전망치. 2Q15E 는 당사 전망치
자료: 엔씨소프트, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

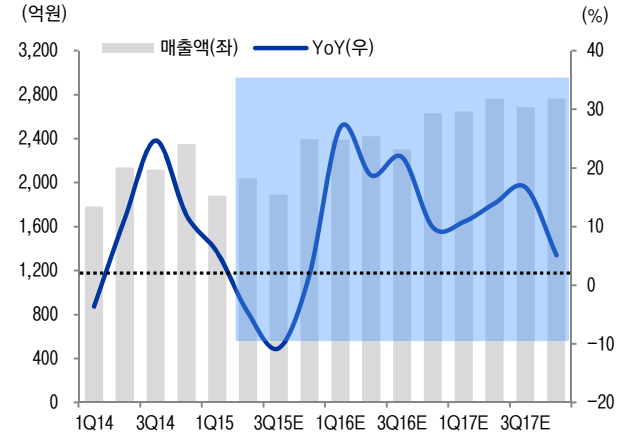
실적 전망

표22 엔씨소프트 신작 론칭 일정

온라인게임	모바일게임
▶ 리니지 e 터널 (PC/모바일. MMORPG) ▷ 2H15 1 차 CBT 예정. 2016 년말 또는 2017 년 상반기 론칭 예상 ▷ PC/모바일 플랫폼 모두 출시 & 글로벌 론칭 예정	▶ 블소 모바일 중국시장(카드 RPG) ▷ 퍼블리셔 텐센트 ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)
▶ MXM PC (AOS) ▷ 국내시장 : 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상) ▷ 중국시장 : 4Q15-1Q16 또는 2016 년 상반기 론칭 예상	▶ 리니지 모바일 국내시장 ▷ 독자 모바일게임 아니고 기존 PC 게임과의 연동 게임 ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)
▶ 길드워 2 북미/유럽 시장 확장팩 (MMORPG) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)	▶ 아이온레기온스 국내시장 (RPG. 독자적 모바일게임) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상) ▷ 국내시장 론칭 후 글로벌 론칭 확대 예정
▶ 블소 북미/유럽 시장 (MMORPG) ▷ 2015 년내 론칭 예정(4Q15 예상)	▶ MXM 모바일 ▷ 개발 중. 론칭 일정 미정(2016 년 이후 론칭 예상)
▶ 길드워 2 한국시장 (MMORPG) ▷ 출시계획 미정. 그러나, 2016 년 이후 론칭 가능성 상존 판단	

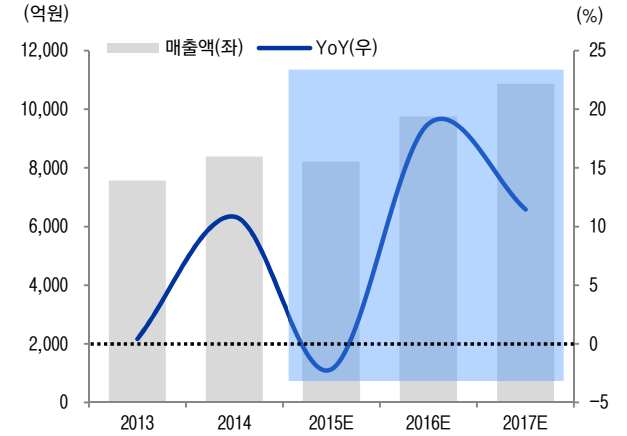
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 엔씨소프트 분기별 매출액 추이



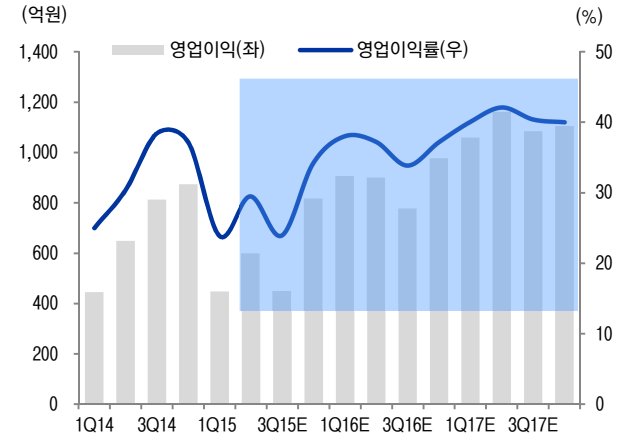
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 엔씨소프트 연도별 매출액 추이



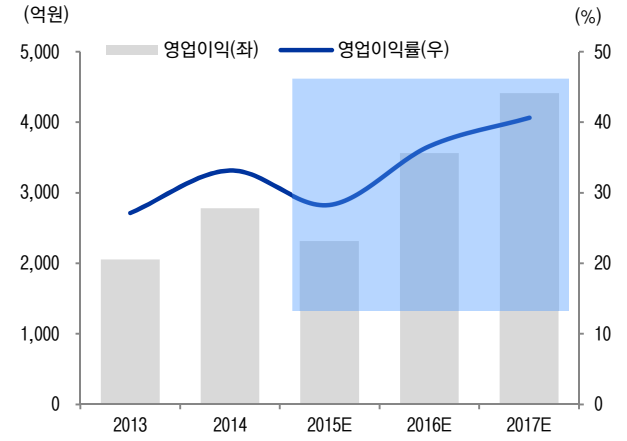
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 엔씨소프트 분기별 영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 엔씨소프트 연도별 영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 엔씨소프트 분기별 실적 전망 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,781	2,138	2,116	2,351	1,881	2,040	1,889	2,394	2,387	2,421	2,301	2,630	2,646	2,760	2,684	2,764
리니지 1	410	569	685	967	660	784	654	770	657	819	721	861	746	857	764	854
리니지 2	116	136	148	195	110	137	140	139	139	139	138	139	138	138	138	138
아이온	222	183	329	209	183	190	196	190	197	190	197	191	198	192	198	193
블소	192	191	198	246	268	270	276	270	279	273	280	274	283	277	283	278
길드워 2	251	215	197	193	200	206	209	453	487	341	322	303	292	288	283	280
와일드스타	0	280	160	55	26	20	18	17	16	16	15	14	14	13	33	16
MXM	0	0	0	0	0	0	0	85	132	130	133	131	135	133	136	134
기타	144	188	176	163	178	211	201	289	303	338	324	349	365	394	379	405
로열티	446	376	223	324	256	222	195	181	176	176	172	171	169	169	165	165
영업비용	1,336	1,489	1,303	1,478	1,432	1,438	1,436	1,576	1,481	1,520	1,522	1,653	1,587	1,599	1,601	1,659
인건비	785	768	718	817	859	809	816	825	856	847	857	871	900	892	901	914
매출변동비	108	120	113	133	126	136	134	149	150	152	152	162	164	168	169	174
광고선전비	36	148	58	86	43	58	73	162	56	72	87	166	91	77	92	104
D&A	92	94	98	85	89	86	87	88	92	89	91	91	95	93	94	94
기타	315	358	315	357	315	349	325	352	326	360	336	363	336	370	346	372
영업이익	445	649	813	874	449	602	453	818	907	901	779	977	1,059	1,160	1,083	1,105
영업이익률(%)	25.0	30.4	38.4	37.2	23.9	29.5	24.0	34.2	38.0	37.2	33.9	37.1	40.0	42.1	40.4	40.0
순이익	365	529	757	623	356	516	399	677	751	741	650	791	870	944	888	891
순이익률(%)	20.5	24.8	35.8	26.5	18.9	25.3	21.1	28.3	31.4	30.6	28.2	30.1	32.9	34.2	33.1	32.2
지배주주순이익	368	543	761	628	356	517	400	678	752	742	650	792	871	946	889	892
순이익 대비(%)	100.7	102.5	100.5	100.7	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1
YoY	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-3.6	11.4	24.7	12.0	5.6	-4.6	-10.7	1.8	26.9	18.7	21.8	9.8	10.8	14.0	16.7	5.1
영업이익	-19.8	4.3	164.7	54.0	0.8	-7.3	-44.3	-6.4	102.1	49.6	71.9	19.4	16.7	28.8	39.0	13.1
순이익	-30.2	54.7	187.9	36.0	-2.6	-2.5	-47.3	8.6	110.9	43.6	62.8	16.8	15.9	27.4	36.7	12.6
QoQ	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-15.2	20.0	-1.0	11.1	-20.0	8.4	-7.4	26.7	-0.3	1.4	-5.0	14.3	0.6	4.3	-2.7	3.0
영업이익	-21.5	45.9	25.2	7.4	-48.7	34.2	-24.7	80.4	10.9	-0.6	-13.5	25.4	8.4	9.6	-6.7	2.0
순이익	-20.3	44.9	43.0	-17.7	-42.9	44.9	-22.7	69.6	10.9	-1.3	-12.3	21.7	10.0	8.5	-5.9	0.2

▶ 신작 추정 내역 (상용화 일정 가정 & 매출 추정 로직)

▷ 길드워 2 북미/유럽 시장 확장팩

- 2015 년 연내 출시 예정(회사측) → 당사에선 4Q15(15 년 11 월말 정도) 상용화 가정
- 초판 12.08.28 상용화, 출시 후 거의 2 년째인 현재까지 누적 박스판매량 350 만장 정도 추산
- 확장팩은 초판의 50-70%까지 재판매되기도 함 → 당사에선 초판 론칭 후 판매량 흐름의 30% 정도만 재판매 가정(보수적 관점)
- 박스당 판매가격은 미정이나 초판 가격(60$. 유통경비 제외 시 47.99$)보다 조금 싸게 출시 가능성 상존 → 당사에선 일단 60$ 가정
- 초판처럼 출시 초기 매출 래깅 적용여부도 미정 → 당사에선 동일한 방식의 래깅 가정

→ 4Q15 75 만장 판매 후 1Q16 15 만장 판매로 급감 추이 추정

→ 래깅 감안 시 박스매출은 4Q15, 1Q16 모두 200 억원 초반 기록 후 2Q16 부터 대폭 감소 추이 추정

▷ MXM PC 국내시장 : 4Q15 상용화 가정 + 현시점 블소 국내매출(출시초기 대비 66% 수준)의 60% 수준 가정. 4Q15 는 2/3 만 적용

▷ 리니지 e 터널

- 16 년말 또는 17 년 상반기 상용화 예상 → 당사에선 16 년말(16 년 11 월) 상용화 가정
- 16 년말 시점 블소 국내매출(출시초기 대비 66% 수준)의 135% 수준 가정. 4Q16 은 2/3 만 적용
  - 보수적 관점 견지(출기초기 대비 66% 수준인 16 년말 매출과 비교 + 리니지 e 터널은 글로벌 론칭인데 블소 국내매출과 비교)

▷ 모바일게임 : 블소모바일(중국), 리니지모바일(국내), 아이온레기온스(국내) 등 2H15 론칭 예정. 4Q15 부터 다소 매출 발생 추정

주: K-IFRS 연결기준

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

표24 엔씨소프트 연도별 실적 전망 (단위 : 억원, 원, %)

구분	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,567	8,387	8,204	9,740	10,853
리니지 1	2,879	2,631	2,869	3,058	3,222
리니지 2	571	595	526	555	553
아이온	958	944	759	776	780
블레이드앤소울	688	827	1,083	1,106	1,121
길드워 2	1,233	856	1,068	1,453	1,143
와일드스타	0	495	81	62	76
MXM	0	0	85	526	538
리니지 e 터널	0	0	0	196	1,209
기타	578	670	879	1,314	1,543
로열티	659	1,368	854	694	669
영업비용	5,514	5,605	5,882	6,176	6,446
인건비	3,113	3,088	3,309	3,431	3,607
매출변동비	534	475	545	617	675
광고선전비	209	327	336	380	364
유무형자산상각비	355	370	350	364	376
기타	1,302	1,345	1,341	1,384	1,424
영업이익	2,052	2,782	2,322	3,564	4,407
영업이익률(%)	27.1	33.2	28.3	36.6	40.6
순이익	1,587	2,275	1,948	2,932	3,593
순이익률(%)	21.0	27.1	23.7	30.1	33.1
지배주주순이익	1,588	2,300	1,950	2,936	3,598
순이익 대비(%)	100.0	101.1	100.1	100.1	100.1
EBITDA	2,408	3,152	2,672	3,928	4,783
EBITDA Margin(%)	31.8	37.6	32.6	40.3	44.1
EPS	7,242	10,375	8,884	13,372	16,387
YoY	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
매출액	0.4	10.8	-2.2	18.7	11.4
영업이익	35.7	35.5	-16.5	53.5	23.7
순이익	3.3	43.4	-14.4	50.5	22.5
EPS	3.2	43.3	-14.4	50.5	22.5

▶ 2015E : 매출 8,204 억원(YoY -2%), 영업이익 2,322 억원(YoY -17%. OPM 28.3%)
- ▷ 리니지 1 매출 YoY 9% 전망. 리니지 2 매출 YoY -12% 전망. 아이온 매출 YoY -20% 전망. 블소 매출 YoY 31% 전망
- ▷ 길드워 2 매출 YoY 37% 전망(2Q15 일본/대만 매출 발생, 4Q15 북미/유럽 시장 확장팩 출시)
- ▷ 와일드스타 매출 YoY -84% 전망. MXM PC 매출 소폭 신규 발생 전망. 기타 매출 YoY 31% 전망(모바일게임 기여)
- ▷ 로열티 매출 YoY -40% 전망(블소 중국, 길드워 2 중국 로열티 매출 급감)
- ▷ 매출 YoY -2% 전망인 반면, 영업이익 YoY -17% 전망 : 수익성 높은 로열티 매출 급감 원인(OPM 전년대비 4.9%P 악화 전망)

▶ 2016E : 매출 9,740 억원(YoY 19%), 영업이익 3,564 억원(YoY 54%. OPM 36.6%)
- ▷ 길드워 2 북미/유럽 확장팩 효과 지속(박스 매출 증가. 아이템 판매 매출 증가). 모바일게임 매출 증가. 4Q16 리니지 e 터널 매출 신규
- ▷ 매출 증가에 따른 영업레버리지로 수익성 대폭 개선 전망(전년대비 OPM 8.3%P 개선 전망)

▶ 2017E : 매출 10,853 억원(YoY 11%), 영업이익 4,407 억원(YoY 24%. OPM 40.6%)
- ▷ 리니지 e 터널 매출 본격화. 모바일게임 등 성장 가능성. 길드워 2 한국시장 출시 가능성 상존
- ▷ 매출 증가에 따른 영업레버리지로 수익성 개선 지속 전망(전년대비 OPM 4.0%P 개선 전망)

주: K-IFRS 연결기준
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표25 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위 : %)

업체	2015E 매출 YoY	2015E OPM	2015E EBITDA Margin	2015E ROE	2016E 매출 YoY	2016E OPM	2016E EBITDA Margin	2016E ROE
EA	4.5	26.0	30.6	26.4	5.1	28.5	32.2	26.8
NEXON	8.0	33.2	41.1	13.1	5.4	33.5	40.4	13.0
TENCENT	27.2	37.7	44.1	31.6	28.8	37.7	43.5	30.9
DENA	8.0	16.9	22.5	9.1	17.5	20.7	26.6	12.8
GREE	-2.6	19.6	25.3	9.6	2.0	19.4	24.8	9.1
GAME LOFT	22.2	5.6	11.9	6.7	8.4	7.6	13.8	9.4
네오위즈게임즈	9.1	22.5	25.6	11.4	18.9	26.2	28.8	14.4
컴투스	70.8	40.0	40.7	34.0	10.8	41.0	41.6	23.8
게임빌	21.6	7.9	10.3	15.8	26.7	10.7	12.7	18.3
Everage	**18.7**	**23.3**	**28.0**	**17.5**	**13.7**	**25.0**	**29.4**	**17.6**
엔씨소프트	**-2.2**	**28.3**	**32.6**	**13.5**	**18.7**	**36.6**	**40.3**	**18.1**

▶ 2015E 기준 : 매출 성장성만 Global Peer 대비 열위일 뿐 수익성 지표는 Global Peer 대비 우위

▷ 15 년 매출 성장성 열위는 2014 년 블소 중국 로열티 매출, 길드워 2 중국 로열티 매출, 와일드스타 북미/유럽 매출 급증의 역기저 영향

▶ 2016E 기준 : 매출 성장성, 수익성 모두 Global Peer 대비 우위

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표26 상대평가 Valuation Table (단위 : 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2015E EPS	2015E PER (현재가)	2015E PER (목표가)	2016E EPS	2016E PER (현재가)	2016E PER (목표가)
EA	62.59	67.58	2.83	22.1	23.9	3.24	19.3	20.8
NEXON	1,686.00	1,636.67	108.51	15.5	15.1	115.35	14.6	14.2
TENCENT	154.30	181.49	4.23	36.5	42.9	5.55	27.8	32.7
DENA	2,392.00	2,832.59	119.34	20.0	23.7	173.33	13.8	16.3
GREE	733.00	796.71	46.88	15.6	17.0	47.66	15.4	16.7
GAME LOFT	4.12	4.57	0.12	34.3	38.1	0.18	23.4	26.0
네오위즈게임즈	19,600	26,000	1,578	12.4	16.5	2,254	8.7	11.5
컴투스	124,500	175,000	9,766	12.7	17.9	11,102	11.2	15.8
게임빌	88,100	136,000	5,100	17.3	26.7	6,997	12.6	19.4
Everage				**20.7**	**24.6**		**16.3**	**19.3**
엔씨소프트	**188,000**	**280,000**	**8,884**	**21.2**	**31.5**	**13,372**	**14.1**	**20.9**

▶ 목표주가 280,000 원은 16E EPS 대비 PER 20.9 배 적용한 것. 이는 Global Peer 평균 목표 PER 19.3 배 대비 8% 프리미엄

▷ Global Peer 대비 8% 프리미엄 정당성 점검

- 매출 성장성, 수익성 모두 Global Peer 대비 우위
- 2017 년 성장성에 대한 기대감(리니지 e 터널 매출 연간 Fully 발생 + 블소 16 년말 국내매출의 135% 수준 적용은 보수적 추정)

▷ 16E EPS 대비 20.9 배 PER 에 대한 적정성 점검

- 17E EPS YoY 22.5% + 이 또한 리니지 e 터널 보수적 추정에 기반한 것 → 16E EPS 대비 20.9 배 PER 적정 판단

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정 재무제표 _ K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	**7,855**	**10,195**	**11,214**	**13,550**	**16,219**
현금및현금성자산	1,233	2,028	2,340	2,867	3,533
단기금융상품	3,786	4,986	5,753	7,051	8,687
매출채권및기타채권	899	980	967	1,076	1,150
비유동자산	**6,940**	**6,793**	**7,070**	**7,354**	**7,612**
유형자산	4,958	4,847	5,022	5,182	5,338
무형자산	1,121	946	1,007	1,062	1,112
투자자산	628	742	787	826	859
자산총계	**14,795**	**16,988**	**18,284**	**20,904**	**23,830**
유동부채	**2,518**	**2,454**	**2,430**	**2,632**	**2,767**
매입채무및기타채무	34	0	0	0	0
단기차입금	226	279	275	316	345
미지급법인세	400	348	345	371	388
비유동부채	**689**	**778**	**821**	**867**	**918**
장기차입금	459	540	579	600	631
퇴직급여충당부채	49	48	51	53	56
부채총계	**3,208**	**3,232**	**3,251**	**3,500**	**3,685**
지배주주지분	**11,412**	**13,606**	**14,869**	**17,215**	**19,925**
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금 및 기타	1,135	1,154	1,154	1,154	1,154
이익잉여금	10,168	12,343	13,606	15,952	18,662
비지배주주지분	**175**	**150**	**164**	**190**	**220**
자본총계	**11,588**	**13,756**	**15,033**	**17,405**	**20,145**
부채및자본총계	**14,795**	**16,988**	**18,284**	**20,904**	**23,830**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**7,567**	**8,387**	**8,204**	**9,740**	**10,853**
영업비용	5,514	5,605	5,882	6,176	6,446
영업이익	**2,052**	**2,782**	**2,322**	**3,564**	**4,407**
EBITDA	2,408	3,152	2,672	3,928	4,783
영업외손익	**110**	**108**	**184**	**217**	**228**
금융손익	168	177	206	232	243
이자수익	167	174	202	228	239
금융비용	3	0	13	0	0
이자비용	3	0	0	0	0
파생상품평가손실	0	0	13	0	0
관계회사투자손익	43	-18	25	26	27
기타손익	-97	-51	-34	-41	-43
세전이익	**2,162**	**2,890**	**2,507**	**3,781**	**4,635**
법인세비용	575	615	558	848	1,041
당기순이익	**1,587**	**2,275**	**1,948**	**2,932**	**3,593**
지배주주순이익	1,588	2,300	1,950	2,936	3,598
총포괄이익	1,481	2,240	1,919	2,888	3,540
Profitability (%)					
영업이익률	27.1	33.2	28.3	36.6	40.6
EBITDA Margin	31.8	37.6	32.6	40.3	44.1
당기순이익률	21.0	27.1	23.7	30.1	33.1
ROA	11.4	14.3	11.0	15.0	16.1
ROE	14.6	18.0	13.5	18.1	19.1
ROIC	14.6	18.6	13.5	18.0	19.2

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**2,362**	**2,636**	**2,285**	**2,926**	**3,698**
영업에서 창출된 현금	2,421	3,151	2,792	3,712	4,671
당기순이익	1,587	2,275	1,948	2,932	3,593
조정사항	994	1,088	807	1,089	1,309
유무형자산상각비	354	367	350	364	376
법인세비용	575	615	558	848	1,041
이자손익	-164	-174	-202	-228	-239
기타	228	279	100	104	131
자산,부채 증감	-159	-211	37	-309	-231
법인세, 이자, 배당금 등	-60	-516	-507	-786	-973
투자활동 현금흐름	**-2,136**	**-1,755**	**-1,288**	**-1,812**	**-2,150**
단기금융상품 증감	-664	-1,191	-767	-1,297	-1,636
유형자산 증감	-1,020	-188	-460	-457	-462
무형자산 증감	-10	-16	-17	-18	-18
투자,비유동자산 증감	-442	-361	-45	-39	-33
재무활동 현금흐름	**-174**	**-123**	**-685**	**-587**	**-883**
장단기차입금 증감	-63	-34	0	0	0
자기주식 증감	0	17	0	0	0
유상증자(Stock Option)	9	8	0	0	0
배당금 지급	-120	-120	-685	-587	-883
총현금흐름	**51**	**758**	**312**	**528**	**665**
기초 현금및현금성자산	**1,230**	**1,233**	**2,028**	**2,340**	**2,867**
외화환산 등 현금 증감	**-48**	**37**	**0**	**0**	**0**
기말 현금및현금성자산	**1,233**	**2,028**	**2,340**	**2,867**	**3,533**

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	34.3	17.5	21.2	14.1	11.5
P/B	4.7	2.9	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	20.5	10.4	12.4	8.0	6.1
P/CF	21.6	14.0	18.3	12.7	10.5
Per Share Data (원)					
EPS	7,242	10,375	8,884	13,372	16,387
BPS	52,876	62,729	68,554	79,369	91,866
CPS	11,504	12,984	10,253	14,752	17,920
DPS	546	3,124	2,675	4,026	4,934
Growth (%)					
매출액	0.4	10.8	-2.2	18.7	11.4
영업이익	35.7	35.5	-16.5	53.5	23.7
EPS	3.2	43.3	-14.4	50.5	22.5
총자산	12.4	14.8	7.6	14.3	14.0
자기자본	13.5	18.7	9.3	15.8	15.7
Stability (%)					
부채비율	27.7	23.5	21.6	20.1	18.3
유동비율	311.9	415.5	461.5	514.7	586.1
자기자본비율	78.3	81.0	82.2	83.3	84.5
영업이익/금융비용(x)	635.4	9,935.3	176.6	29,700.	36,725.
이자보상배율(x)	670.4	10,322.	20,888.	31,507.	38,624.
총차입금(억원)	34	0	0	0	0
순차입금(억원)	-4,985	-7,014	-8,093	-9,918	-12,220

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

네오위즈게임즈 (095660)

2015. 6. 16 | 온라인게임

3Q 애스커, 4Q 블레스 국내시장 상용화 일정 주목

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 **26,000 원**
현재주가 **19,600 원**

컨센서스 대비 (컨센서스 표본 부족)

상회	부합	하회

모바일 웹보드게임 동향 점검

1) 14 년초부터 무료서비스 시작. 14.11.16 피망뉴맞고, 피망포커, 피망섯다 등 3 종 유료화 단행. 2) 4Q14 10 억원 초반대 매출 추산(1 개월반치) → 1Q15 30 억원대 매출 추산(3 개월 Fully. 월평균 10 억원대 매출 추산). 3) 4Q14 PC 웹보드게임 매출 60 억원대 초반, 모바일 웹보드게임 매출 10 억원대 초반 추산 → 1Q15 PC 웹보드게임 매출 60 억원대 초반 추산, 모바일 웹보드게임 매출 30 억원대 추산. 4) PC 웹보드게임 매출은 문광부 규제영향 일단락, 분기별 60 억원대 안정화 + 모바일 웹보드게임 월평균 10 억원대, 견조한 증가 추이. 5) 1Q15 는 PC 웹보드게임 매출이 모바일 웹보드게임 매출의 2 배 정도. 그러나, 향후 격차 지속 감소 예상

모바일 소셜카지노게임 동향 점검

1) 3월말 인도네시아, 싱가포르, 대만, 태국, 필리핀 등 아시아 5개국 소프트 론칭. 테스트 론칭으로서 본격 마케팅 수행하지 않고 있음. 향후 반응 검증하면서 본격 마케팅 계획 수립 예정. 2) 북미시장 론칭 일정은 아직 미정

신작 동향 및 일정 점검

1) 검은사막 : 5/8 게임온 통해 일본시장 상용화. 5/15 부터 아이템 판매 시작. 7-8 월 상용화 일정이었으나 앞당겨짐. 게임온 대표 타이틀(아바, 아키에이지, 테라 등. 각각 월매출 10 억원 이상)보다 동접 더 좋음. 2) 애스커 : 6 월 2 차 CBT 예정. 3Q15 국내시장 상용화 예상. 3) 블레스 : 3Q15 1 차 CBT 예정. 4Q15 국내시장 상용화 예상. 4) 블랙스쿼드 : 인도네시아 포인트블랭크 퍼블리셔 크레온과 퍼블리싱 계약

2Q15 실적은 QoQ Flat, 3Q15 - 1Q16 매분기 가파른 실적개선 지속 전망

1) 2Q15 실적은 1Q15 와 비슷한 수준 유지 전망(검은사막 일본 신규 매출 기여 VS 검은사막 일본 마케팅비 증가). 2) 3Q15 – 1Q16 매분기 가파른 실적개선 지속 전망 : ① 검은사막 일본시장 매출은 2Q15 신규 발생, 3Q15 본격화 전망. ② 애스커 국내시장 매출은 3Q15 신규 발생, 4Q15 본격화 전망. ③ 블레스 국내시장 매출은 4Q15 신규 발생, 1Q16 본격화 전망

목표주가 29,000 원에서 26,000 원으로 10% 하향. 투자의견 Buy 유지

1) TP 26,000원은 15E EPS 대비 PER 16.5배 적용. TP 10% 하향은 적용 PER 10% 하향에 따른 것. 2) ① 모바일 웹보드게임 호조 지속, ② 검은사막 일본시장 출발 호조, ③ 애스커 국내(3Q15), 블레스 국내(4Q15) 등 신작모멘텀 연속, ④ 3월말 소셜카지노게임 아시아 5개국 소프트 론칭, 향후 북미시장 론칭 예정 등 주목. 3) 애스커, 블레스 등 상용화 일정 연기로 숨고르기 중이나 하반기 애스커, 블레스 등 신작모멘텀 가동 가능성 유효

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		4,295 억원
발행주식수		21,915 천주
52 주 최고가/최저가		25,800 / 14,550 원
90 일 일평균거래대금		52 억원
외국인 지분율		7.6%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		14,570 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-15.5%
	6 개월	-52.8%
	12 개월	-47.7%
주주구성	네오위즈홀딩스 외 19	36.3%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (x)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	4,429	958	756	469	2,138	727.0	1,128	8.3	3.7	1.3	16.8
2014	2,010	295	58	-82	-373	적전	400	N/A	10.6	1.8	-2.8
2015E	2,193	494	442	346	1,578	흑전	561	12.4	5.6	1.3	11.4
2016E	2,608	683	636	494	2,254	42.9	751	8.7	3.6	1.2	14.4
2017E	2,562	573	526	409	1,868	-17.1	643	10.5	3.5	1.0	10.5

자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q15 영업실적 Review

표27 네오위즈게임즈 1Q15 영업실적 Review (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15E	1Q15	YoY	QoQ	1Q15E 대비
매출액	661	470	508	481	-27.2	2.4	-5.3
국내매출	337	183	209	188	-44.3	2.5	-10.2
PC 게임	337	162	171	144	-57.2	-11.2	-15.5
보드게임	154	63	66	64	-58.4	2.1	-3.3
비보드게임	183	100	104	80	-56.3	-19.5	-23.2
스페셜포스	30	20	21	20	-34.5	-2.5	-3.9
피파온라인	52	0	0	0	-100.0		
슬러거	31	20	20	19	-37.4	-2.3	-3.4
아바	20	13	13	13	-36.0	-1.9	-3.2
기타	50	46	50	28	-44.0	-39.5	-44.3
모바일게임	0	21	38	44	신규	109.6	13.1
보드게임	0	13	31	37	신규	192.0	16.8
비보드게임	0	8	7	7	신규	-15.2	-3.0
해외매출	324	287	299	294	-9.2	2.4	-1.9
영업비용	490	419	433	403	-17.9	-3.9	-7.1
인건비	274	214	219	205	-25.1	-4.3	-6.3
지급수수료	112	113	118	104	-6.9	-7.6	-12.1
마케팅비	28	37	33	49	73.4	30.6	48.9
유무형자산상각비	29	25	26	17	-42.7	-33.7	-35.2
기타	47	30	38	28	-40.6	-5.1	-25.2
영업이익	170	51	75	79	-53.9	54.2	4.7
영업이익률(%)	25.8	10.8	14.8	16.3	9.5%P ↓	5.5%P ↑	1.5%P ↑

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치
자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q15 영업실적 Preview

표28 네오위즈게임즈 2Q15 영업실적 Preview (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	YoY	QoQ
매출액	441	481	488	10.7	1.4
국내매출	187	188	190	1.3	1.1
PC 게임	187	144	141	-24.8	-2.3
보드게임	68	64	61	-11.3	-5.2
비보드게임	119	80	80	-32.5	0.0
스페셜포스	29	20	19	-33.8	-2.1
슬러거	30	19	19	-36.7	-1.8
아바	20	13	13	-35.5	-1.5
기타	39	28	29	-27.0	3.5
모바일게임	0	44	49	신규	12.4
보드게임	0	37	43	신규	16.4
비보드게임	0	7	6	신규	-8.5
해외매출	253	294	298	17.7	1.6
영업비용	396	403	415	4.8	3.1
인건비	212	205	207	-2.6	0.8
지급수수료	99	104	104	5.0	0.4
마케팅비	22	49	56	151.1	14.5
유무형자산상각비	27	17	16	-39.0	-1.0
기타	35	28	32	-9.9	12.5
영업이익	44	79	73	63.5	-7.4
영업이익률(%)	10.1	16.3	14.9	4.8%P ↑	1.4%P ↓

▶ 2Q15 매출 488억원으로서 전분기 대비 1.4% 정도 소폭 증가 추정

▷ 국내매출 QoQ 1.1% 추정 : PC 보드 소폭 감소, PC 비보드 Flat 전망 vs 모바일 보드 견조한 증가 전망

▷ 해외매출 QoQ 1.6% 추정 : 크로스파이어 중국 등 매출 소폭 감소 전망 vs 검은사막 일본 매출 신규 기여

▶ 2Q15 영업비용 415억원으로서 전분기 대비 3.1% 정도 소폭 증가 추정

▷ 인건비, 지급수수료 등 QoQ Flat 전망

▷ 마케팅비 QoQ 14.5% 전망 : 5/8 게임온 검은사막 일본시장 론칭. 게임온의 검은사막 론칭 마케팅비 감안

→ 2Q15 영업이익 73억원으로서 전분기 대비 7.4% 감소 추정

주: K-IFRS 연결기준

자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

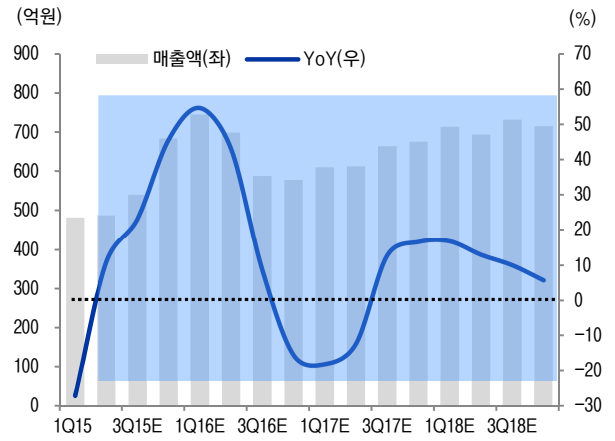
실적 전망

표29 네오위즈게임즈 신작 론칭 일정

온라인게임	온라인게임
▶ 검은사막 일본시장 (MMORPG) ▷ 15.05.08 게임온 통해 일본시장 론칭 ▷ 15.05.15 부터 아이템 판매 시작 ▷ 게임온 3 대 타이틀(아바/아키에이지/테라)보다 동접 호조	▶ 피어온라인 국내시장 (FPS) ▷ 워너브라더스 콘솔게임을 인플레이인터렉티브가 온라인으로 개발 ▷ 인플레이인터렉티브는 워너브라더스 자회사 ▷ 론칭 일정 미정(2015 년 상반기 론칭 예정이었으나 지연 중)
▶ 애스커 (MORPG) ▷ 국내시장 : 6 월 2 차 CBT 예정. 3Q15 론칭 예상 ▷ 중국시장 : 퍼블리셔 창유. 3Q16 또는 4Q16 론칭 예상	**모바일게임**
▶ 블레스 (MMORPG) ▷ 국내시장 : 3Q15 1 차 CBT 예정. 4Q15 론칭 예상 ▷ 중국시장 : 퍼블리셔 창유. 4Q16 또는 1Q17 론칭 예상	▶ 모바일 웹보드게임 : 기론칭. 신작 일정은 아니나 참조용 언급 ▷ 14.11.14 피망뉴맞고, 피망포커, 피망섯다 등 3 종 유료화 ▷ 4Q14 10 억원 이상, 1Q15 30 억원 이상 매출(월평균 10 억원 이상)
▶ 블랙스쿼드 인도네시아 시장 (FPS) ▷ 퍼블리셔 크레온(포인트블랭크 퍼블리셔) ▷ 론칭 일정 미정. 늦어도 2016 년 상반기내 론칭 예상	▶ 모바일 소셜카지노게임 ▷ 3 월말 인도네시아, 싱가포르, 대만, 태국, 필리핀 등 소프트론칭 ▷ 북미시장 론칭일정 미정(아시아 마케팅 후 상황 봐가며 결정)

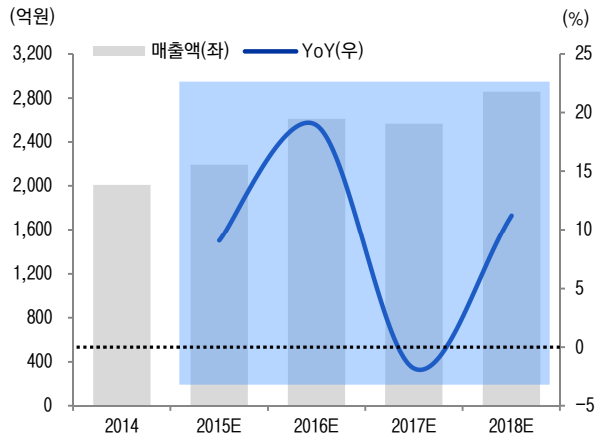
자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 네오위즈게임즈 분기별 매출액 추이



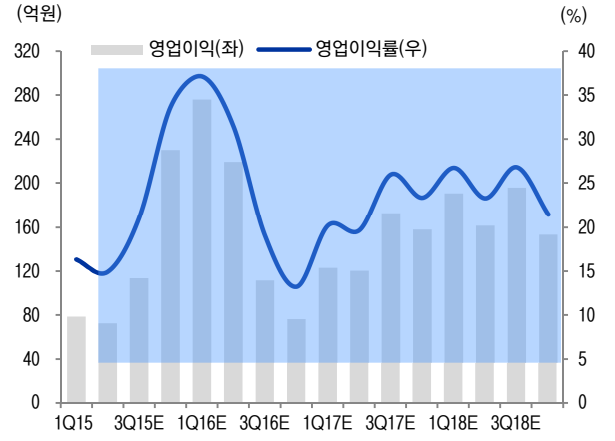
자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 네오위즈게임즈 연도별 매출액 추이



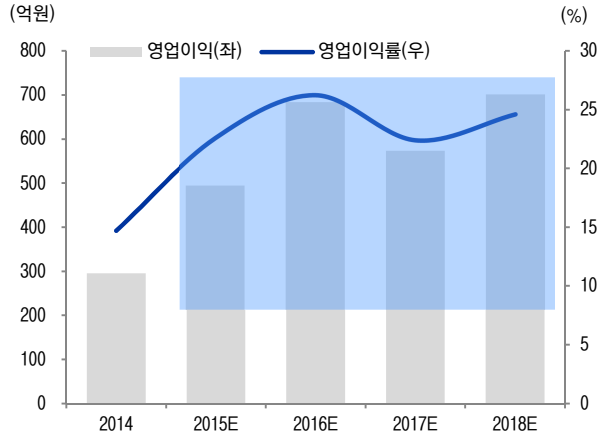
자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 네오위즈게임즈 분기별 영업이익 추이



자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 네오위즈게임즈 연도별 영업이익 추이



자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표30 네오위즈게임즈 분기별 실적 전망 (단위 : 억원, %)

구분	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	481	488	541	683	743	698	588	578	610	613	664	675	713	693	731	714
국내매출	188	190	221	329	373	347	345	328	348	339	363	350	367	358	378	366
PC 게임	144	141	162	263	301	277	267	255	266	259	270	263	271	265	273	267
보드게임	64	61	62	61	62	61	61	60	61	60	61	60	60	60	60	59
비보드게임	80	80	100	202	239	216	205	195	205	199	209	203	210	205	213	207
스페셜포스	20	19	20	19	19	19	19	18	18	18	18	18	17	17	17	17
피파온라인	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
슬러거	19	19	19	19	19	18	18	18	18	18	18	17	17	17	17	17
아바	13	13	13	13	13	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
애스커	0	0	17	44	28	21	15	10	10	10	10	10	10	10	10	10
블레스	0	0	0	75	125	111	103	98	103	98	103	98	101	97	101	97
기타	28	29	31	32	36	35	39	37	44	43	48	47	53	52	56	55
모바일게임	44	49	59	67	72	70	78	72	82	80	94	88	96	93	105	99
보드게임	37	43	52	58	63	61	68	63	71	70	81	76	83	82	91	86
비보드게임	7	6	8	9	9	9	10	9	11	10	12	11	12	12	14	13
해외매출	294	298	320	354	370	351	243	251	262	274	300	325	346	335	353	348
기존	294	296	311	342	352	325	211	215	220	214	218	221	226	220	224	227
모바일 카지노	0	2	9	12	19	26	32	36	42	61	83	104	120	115	129	121
영업비용	403	415	427	454	468	479	476	502	487	493	492	517	522	532	535	561
인건비	205	207	205	207	221	228	233	236	238	240	238	241	256	263	265	269
지급수수료	104	104	112	125	131	119	116	119	127	115	119	122	135	123	127	130
마케팅비	49	56	59	68	64	76	73	90	67	80	77	94	73	86	83	100
D&A	17	16	17	16	17	17	17	17	17	17	18	17	18	18	18	18
기타	28	32	34	37	36	38	37	41	38	40	39	43	40	43	41	45
영업이익	79	73	114	230	275	219	112	77	123	120	172	157	190	161	196	153
영업이익률(%)	16.3	14.9	21.0	33.6	37.1	31.4	19.0	13.2	20.2	19.6	26.0	23.3	26.7	23.3	26.8	21.4
순이익	59	39	80	168	211	157	79	47	90	78	129	112	143	110	147	107
순이익률(%)	12.3	7.9	14.8	24.5	28.3	22.5	13.5	8.0	14.7	12.8	19.5	16.5	20.0	15.9	20.1	14.9
지배주순이익	60	38	82	170	215	155	81	47	92	77	132	113	146	109	150	108
순이익 대비(%)	102.2	98.5	102.0	101.5	102.2	98.5	102.0	101.5	102.2	98.5	102.0	101.5	102.2	98.5	102.0	101.5
YoY	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	-27.2	10.7	23.1	45.5	54.5	43.0	8.8	-15.4	-18.0	-12.2	12.9	16.7	16.9	13.0	10.1	5.8
영업이익	-53.9	63.5	286.4	350.7	250.6	201.1	-1.6	-66.7	-55.4	-45.1	54.3	105.7	54.9	34.0	13.5	-2.9
순이익	-30.3	444.0	618.8	흑전	256.6	306.5	-1.0	-72.3	-57.4	-50.1	62.9	140.0	59.0	40.8	13.5	-4.5
QoQ	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2.4	1.4	10.8	26.4	8.8	-6.1	-15.8	-1.7	5.5	0.5	8.3	1.7	5.6	-2.8	5.4	-2.3
영업이익	54.2	-7.4	56.1	102.2	20.0	-20.5	-49.0	-31.5	60.6	-2.1	43.2	-8.7	21.0	-15.3	21.4	-21.9
순이익	흑전	-34.5	107.4	109.1	25.6	-25.4	-49.5	-41.4	92.9	-12.6	65.0	-13.7	27.8	-22.7	33.0	-27.4

▶ 신작 추정 내역 (상용화 일정 가정 & 매출 추정 로직)

▷ 검은사막 일본시장

- 2015.05.08 게임온 통해 일본시장 상용화 단행. 2015.05.15 부터 아이템 판매 시작
- 출시 초기 게임온 대표 타이틀(아바, 아키에이지, 테라 등. 각각 월매출 10 억원 이상)보다 동접 우수
- 당분간 월평균 매출 10 억원 내외 기여 추정

▷ 애스커 : 3Q15 상용화 가정. 블레스 매출 대비 10-35% 수준 추정(출시초기 35%, 분기를 거듭할수록 비중 축소 가정)

▷ 블레스 : 4Q15 상용화 가정. 출시초기 월평균 매출 40 억원 초반대 가정(NHN 엔터테인먼트의 에오스, 위메이드의 이카루스 정도)

주: K-IFRS 연결기준

자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 네오위즈게임즈 연도별 실적 전망

(단위 : 억원, 원, %)

구분	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	4,429	2,010	2,193	2,608	2,562	2,850
국내매출	1,502	853	928	1,392	1,400	1,468
PC 게임	3,045	3,111	3,143	3,046	2,900	2,687
보드게임	976	336	248	244	242	240
비보드게임	526	497	462	856	815	835
스페셜포스	133	100	78	75	72	69
피파온라인	0	52	0	0	0	0
슬러거	135	102	77	73	70	68
아바	87	66	52	50	48	47
애스커	0	0	61	73	40	39
블레스	0	0	75	437	403	396
기타	171	178	120	147	182	216
모바일게임	0	21	218	293	343	393
보드게임	0	13	189	255	299	342
비보드게임	0	8	30	38	44	50
해외매출	2,927	1,157	1,266	1,215	1,162	1,382
기존	2,927	1,157	1,244	1,103	872	897
모바일 카지노	0	0	22	112	289	485
영업비용	3,471	1,715	1,699	1,925	1,989	2,150
인건비	1,185	915	824	917	958	1,053
지급수수료	1,699	430	446	485	483	515
마케팅비	162	117	231	302	318	341
D&A	170	105	66	68	70	72
기타	255	148	131	152	160	169
영업이익	958	295	494	683	573	700
영업이익률(%)	21.6	14.7	22.5	26.2	22.4	24.6
순이익	469	-82	346	494	409	507
순이익률(%)	10.6	-4.1	15.8	18.9	16.0	17.8
지배주주순이익	469	-76	351	499	414	513
순이익 대비(%)	100.1	93.0	101.4	100.9	101.2	101.2
EBITDA	1,128	400	561	751	643	772
EBITDA Margin(%)	25.5	19.9	25.6	28.8	25.1	27.1
EPS (원)	2,138	-373	1,578	2,254	1,868	2,312
YoY	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	-34.4	-54.6	9.1	18.9	-1.8	11.3
영업이익	-16.7	-69.2	67.5	38.1	-16.1	22.2
순이익	727.0	적전	흑전	42.9	-17.1	23.8
EPS	727.0	적전	흑전	42.9	-17.1	23.8

▶ 2015E : 매출 2,193 억원(YoY 9%), 영업이익 494 억원(YoY 68%. OPM 22.5%)

▷ PC 보드게임 매출 YoY -26% 전망 : 14 년 2 월말 문광부 규제 이후 분기별 감소세 지속. 4Q14 부터 안정세라 16 년 감소세 미미 전망

▷ PC 비보드게임 매출 YoY -7% 전망 : 기존게임 감소 VS 애스커, 블레스 신규 기여

▷ 모바일게임 YoY 951% 전망(모바일 보드게임 월평균 10 억원 이상 신규 기여, 비보드 모바일게임 신규 기여)

▷ 해외매출 YoY 9% 전망(검은사막 효과로 일본매출 성장, 모바일 소셜카지노게임 기여)

▷ 매출 YoY 9% 전망인 반면, 영업이익 YoY 68% 전망 : 개발비 상각 완료된 신작 기여로 영업레버리지 효과. OPM 7.8%P 개선 전망

▶ 2016E : 매출 2,608 억원(YoY 19%), 영업이익 683 억원(YoY 38%. OPM 26.2%)

▷ 애스커, 블레스 등 신작 매출 연간 Fully 적용 + 16 년 7 월부터 크파 중국 Drop 되어도 연간 매출은 대폭 증가 전망

▶ 2017E : 매출 2,562 억원(YoY -2%), 영업이익 573 억원(YoY -16%. OPM 22.4%). 16 년 7 월 크파 중국 Drop 영향 12 개월 Fully 반영

▶ 2018E : 매출 2,850 억원(YoY 11%), 영업이익 700 억원(YoY 22%. OPM 24.6%). 모바일 소셜카지노게임, 기타 신작 등으로 성장성 재개 전망

주: K-IFRS 연결기준

자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표32 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위 : %)

업체	2015E 매출 YoY	2015E OPM	2015E EBITDA Margin	2015E ROE	2016E 매출 YoY	2016E OPM	2016E EBITDA Margin	2016E ROE
EA	4.5	26.0	30.6	26.4	5.1	28.5	32.2	26.8
NEXON	8.0	33.2	41.1	13.1	5.4	33.5	40.4	13.0
TENCENT	27.2	37.7	44.1	31.6	28.8	37.7	43.5	30.9
DENA	8.0	16.9	22.5	9.1	17.5	20.7	26.6	12.8
GREE	-2.6	19.6	25.3	9.6	2.0	19.4	24.8	9.1
GAME LOFT	22.2	5.6	11.9	6.7	8.4	7.6	13.8	9.4
엔씨소프트	-2.2	28.3	32.6	13.5	18.7	36.6	40.3	18.1
컴투스	70.8	40.0	40.7	34.0	10.8	41.0	41.6	23.8
게임빌	21.6	7.9	10.3	15.8	26.7	10.7	12.7	18.3
Everage	**17.5**	**23.9**	**28.8**	**17.8**	**13.7**	**26.2**	**30.7**	**18.0**
네오위즈게임즈	**9.1**	**22.5**	**25.6**	**11.4**	**18.9**	**26.2**	**28.8**	**14.4**

▶ 2015E 기준 : 매출 성장성만 Global Peer 대비 열위일 뿐 수익성 지표는 Global Peer 와 유사한 수준
  ▷ 15 년 매출 성장성 열위는 모바일 보드게임 대폭 증가 & 애스커/블레스 등 신규 기여에도 불구하고 PC 보드게임 매출 대폭 감소 때문
  ▷ PC 보드게임 매출은 4Q14 부터 문광부 규제영향 안정세라 16 년 이후 감소세 미미 전망
▶ 2016E 기준 : 매출 성장성 Global Peer 대비 우위 전망. 수익성 Global Peer 대비 유사한 수준 전망

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표33 상대평가 Valuation Table (단위 : 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2015E EPS	2015E PER (현재가)	2015E PER (목표가)	2016E EPS	2016E PER (현재가)	2016E PER (목표가)
EA	62.59	67.58	2.83	22.1	23.9	3.24	19.3	20.8
NEXON	1,686.00	1,636.67	108.51	15.5	15.1	115.35	14.6	14.2
TENCENT	154.30	181.49	4.23	36.5	42.9	5.55	27.8	32.7
DENA	2,392.00	2,832.59	119.34	20.0	23.7	173.33	13.8	16.3
GREE	733.00	796.71	46.88	15.6	17.0	47.66	15.4	16.7
GAME LOFT	4.12	4.57	0.12	34.3	38.1	0.18	23.4	26.0
엔씨소프트	188,000	280,000	8,884	21.2	31.5	13,372	14.1	20.9
컴투스	124,500	175,000	9,766	12.7	17.9	11,102	11.2	15.8
게임빌	88,100	136,000	5,100	17.3	26.7	6,997	12.6	19.4
Everage				**21.7**	**26.3**		**16.9**	**20.3**
네오위즈게임즈	**19,600**	**26,000**	**1,578**	**12.4**	**16.5**	**2,254**	**8.7**	**11.5**

▶ 목표주가 26,000 원은 15E EPS 대비 PER 16.5 배 적용한 것. 이는 Global Peer 목표 PER 26.3 배 대비 37% 디스카운트 수준
  ▷ Global Peer 대비 37% 디스카운트 이유
    ▫ 2016E 기준 매출 성장성은 Global Peer 대비 다소 우위, 수익성은 Global Peer 대비 유사한 수준 전망
    ▫ 그러나, 신작 애스커, 블레스 등에 대한 추정 리스크를 감안하여 적용 PER 는 Global Peer 대비 DC(보수적 관점)
  ▷ 15E EPS 대비 16.5 배 PER 에 대한 적정성 점검
    ▫ 16E, 17E, 18E EPS YoY 각각 42.9%, -17.1%(16 년 7 월 이후 크파 중국 Drop 가정), 23.8% 감안 시 적정 판단

▶ 핵심 기대신작 애스커, 블레스 등의 성과에 따라 밸류 결정. 애스커, 블레스가 아래 추정 수준만 달성하면 적정주가 3 만원 이상도 가능
▶ 다만, 애스커, 블레스 추정 오차 감안하여 추정 수준 대비 적정가보단 보수적인 26,000 원을 목표주가로 산정함
  ▷ 애스커 : 3Q15 국내시장 상용화 가정. 블레스의 10-35% 수준 가정(출시초기 블레스 35% 수준, 이후 10% 수준으로 비중 축소)
  ▷ 블레스 : 4Q15 국내시장 상용화 가정. 출시초기 월평균 매출 40 억원 초반대 가정(에오스, 이카루스 수준 적용)

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

네오위즈게임즈 (095660) 추정 재무제표 _K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,639	1,999	2,399	2,971	3,396
현금 및 현금성자산	717	416	513	644	759
유동금융자산	415	1,146	1,413	1,774	2,092
매출채권및기타채권	400	367	397	465	458
비유동자산	3,429	2,234	2,194	2,211	2,190
유무형자산	1,387	549	512	531	548
투자자산	1,011	752	703	648	584
기타	1,031	933	979	1,032	1,057
자산총계	**5,068**	**4,233**	**4,593**	**5,182**	**5,586**
유동부채	1,075	533	552	642	636
매입채무및기타채무	231	192	207	243	239
유동금융부채	428	13	0	0	0
기타	415	329	344	399	397
비유동부채	**1,036**	**852**	**848**	**855**	**856**
비유동금융부채	978	794	794	794	794
기타	58	58	54	61	63
부채총계	**2,110**	**1,385**	**1,400**	**1,497**	**1,492**
지배주주지분	2,953	2,838	3,184	3,678	4,087
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금 및 기타	655	622	622	622	622
이익잉여금	2,189	2,107	2,452	2,946	3,356
비지배주주지분	5	10	9	8	7
자본총계	**2,958**	**2,848**	**3,193**	**3,686**	**4,094**
부채및자본총계	**5,068**	**4,233**	**4,593**	**5,182**	**5,586**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**4,429**	**2,010**	**2,193**	**2,608**	**2,562**
영업비용	3,471	1,715	1,699	1,925	1,989
영업이익	**958**	**295**	**494**	**683**	**573**
EBITDA	1,128	400	561	751	643
비영업손익	**-202**	**-237**	**-52**	**-47**	**-47**
기타수익	78	22	17	17	18
기타비용	153	184	24	23	23
금융수익	211	95	99	107	113
금융비용	219	84	59	59	63
관계기업투자손익	-119	-85	-85	-88	-91
세전계속사업이익	**756**	**58**	**442**	**636**	**526**
계속사업법인세비용	277	134	98	142	117
계속사업이익	479	-75	344	494	409
중단사업손익	-10	-7	2	0	0
당기순이익	**469**	**-82**	**346**	**494**	**409**
지배주주순이익	469	-76	351	499	414
총포괄이익	**373**	**-125**	**277**	**395**	**327**
Profitability (%)					
영업이익률	21.6	14.7	22.5	26.2	22.4
EBITDA Margin	25.5	19.9	25.6	28.8	25.1
당기순이익률	10.6	-4.1	15.8	18.9	16.0
ROA	8.5	-1.8	7.8	10.1	7.6
ROE	16.8	-2.8	11.4	14.4	10.5
ROIC	14.6	-7.6	10.7	12.9	10.2

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**954**	**344**	**478**	**644**	**576**
영업에서 창출된 현금	1,291	316	533	735	640
당기순이익	469	-82	346	494	409
조정사항	864	596	403	497	483
유무형자산상각비	170	105	66	68	70
법인세비용	277	134	98	142	117
이자비용	93	59	38	39	43
이자수익	-83	-69	-78	-86	-92
기타	406	367	279	334	346
자산, 부채 증감	-42	-198	-216	-257	-252
법인세, 이자, 배당금	-337	28	-55	-90	-64
투자활동 현금	**-635**	**-10**	**-368**	**-513**	**-461**
유동금융자산 증감	-500	-583	-267	-361	-318
유무형자산 증감	-101	558	-29	-87	-87
투자,기타비유동자산	-34	15	-73	-65	-55
재무활동 현금	**-523**	**-619**	**-13**	**0**	**0**
유동비유동금융부채	-523	-624	-13	0	0
자기주식 증감	0	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0	0
기타	0	5	0	0	0
총현금흐름	**-205**	**-285**	**97**	**131**	**116**
기초 현금및현금성자산	**959**	**717**	**416**	**513**	**644**
환율변동 효과	**-38**	**-16**	**0**	**0**	**0**
기말 현금및현금성자산	**717**	**416**	**513**	**644**	**759**

자료: 네오위즈게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	8.3	N/A	12.4	8.7	10.5
P/B	1.3	1.8	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	3.7	10.6	5.6	3.6	3.5
P/CF	3.9	9.2	6.2	4.8	5.2
Per Share Data (원)					
EPS	2,138	-373	1,578	2,254	1,868
BPS	13,499	12,997	14,570	16,818	18,682
CPS	4,541	2,471	3,166	4,112	3,780
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-34.4	-54.6	9.1	18.9	-1.8
영업이익	-16.7	-69.2	67.5	38.1	-16.1
EPS	727.0	적전	흑전	42.9	-17.1
총자산	-15.2	-16.5	8.5	12.8	7.8
자기자본	12.6	-3.7	12.1	15.4	11.1
Stability (%, 배, 억원)					
부채비율	71.3	48.6	43.8	40.6	36.4
유동비율	152.6	375.2	434.9	462.8	534.3
자기자본비율	58.4	67.3	69.5	71.1	73.3
영업이익/금융비용(배)	4.4	3.5	8.4	11.5	9.1
이자보상배율(배)	9.1	2.0	12.6	17.3	13.3
총차입금	1,406	806	794	794	794
순차입금	274	-756	-1,132	-1,624	-2,058

NHN엔터테인먼트 (181710)

2015. 6. 16 | 모바일게임

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

PBR 1 배 미만. 3Q 모바일게임 신작모멘텀 기대

Buy (maintain)

목표주가 **72,000 원**
현재주가 **54,300 원**

컨센서스 대비 (2016E 기준)

상회	부합	하회
○		

PC 보드게임 안정화 + 모바일 웹보드게임 잠재력 + 모바일 카지노게임 잠재력

1) PC 보드게임 : 1/22 땡값 조정 후 매출 영향. 그러나, 4 월 매출은 3 월 수준 유지, 안정화. 2) 모바일 웹보드게임 : 14.12.22 유료화 후 현재까지는 ARPU 제고 전략보단 PU 확대 전략. 하반기부턴 본격적 마케팅 예정. 3) 모바일 소셜카지노게임 : 캐나다, 호주, 미국 등 론칭. 6 월말 이후 본격적 마케팅 예정

모바일게임 : 라인디즈니츠무츠무 호조세 유지 + 2Q15 이후 신작모멘텀 본격화

1) 라인디즈니츠무츠무 매출 흐름 견조. 2) 5-8 월 모바일게임 기대신작 집중 론칭 : ① 라인리락쿠마 : 5 월말 일본시장 론칭. 리락쿠마는 귀여운 애니메이션 캐릭터로서 츠무츠무 못지 않은 일본시장 인기 캐릭터. 라인리락쿠마 사전 등록 30 만명 이상으로서 라인디즈니츠무츠무와 비슷한 수치 기록. 일본시장 기대순위 2 순위. ② 요괴워치 : 7~8 월 일본시장 론칭 예정. 일본 인기 1 위 IP 인 요괴워치를 동사가 모바일 퍼즐 RPG 로 개발. Level 5 가 출시한 PS 게임의 경우 분기 1,000 억원 매출 기록하기도. 동사는 Level 5 와 RS 관계. 일본시장 기대순위 1 순위. ③ 갓오브하이스쿨 : 7~8 월 국내시장 론칭, 이후 글로벌 론칭 예정. 네이버 웹툰 IP 활용 게임. 사전등록 50 만명 이상. 국내시장 기대순위 1 순위. ④ 기타 신작 론칭 일정 다수 : 6 월 히어로즈킹덤 국내시장, 가디언스톤 북미시장, 크루세이더퀘스트 일본시장 론칭 예정 + 3Q15 킬미어게인 글로벌 론칭 예정 + 9 월 더소울 중국시장 론칭 예정(중국 시장 론칭 후 글로벌 론칭 가능성 상존)

간편결제 '페이코', 단기적으론 마케팅에 따른 손익악화 요인이나 장기잠재력 유효

1) 3/16 티켓링크 연동. 회원 100% 페이코 결제 Only. 2) 6 월말부터 티모넷 10 만개 이상 가맹점과 연계한 오프라인 결제 시작 예정. 3) 한국사이버결제 7 만 온라인몰, 10 만 오프라인 상점과 순차적 연동 지속. 4) 7 월 이후 대형 가맹점 중심 결제 본격화, 마케팅 본격화 예정. 5) 마케팅비 1,200 억원 책정. 7 월부터 본격적 마케팅 실시 계획 : 마케팅 일정 연기로 올해 마케팅비는 제한적일 듯. 페이코 전체 마케팅비도 궁극적으로 1,200 억원 모두 다 집행하지 않을 가능성도 상존

목표주가 72,000 원 유지. 투자의견 Buy 유지

1) TP 72,000원은 15E BPS 65,066원 대비 PBR 1.1배 적용. 15E 순자산은 장부가액 기준으로 12,730억원이나 이는 실제가치보다 5,700억원이나 작은 수치 (장부가액 대비 시장가액의 초과분 추산 : 한국사이버결제 1,400억원, 웹젠 3,000억원, 판교 건물 1,300억원 등). 2) 손익가치 측면에선 신사업 투자성과에 대한 검증 필요하나, 자산가치 관점에선 7만원 내외는 PBR 1배 부근으로서 최소가치라 판단. 더 이상의 하락은 과도 판단

Stock Data

KOSPI(6/15)		2,042.32pt
시가총액		10,624 억원
발행주식수		19,565 천주
52 주 최고가/최저가		94,400 / 51,600 원
90 일 일평균거래대금		268 억원
외국인 지분율		4.7%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		64,977 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	3.2%
	6 개월	-34.7%
	12 개월	-22.6%
주주구성	이준호 외 15	19.8%
	국민연금관리공단	9.7%
	트러스톤자산운용	6.4%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (x)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	6,418	1,790	1,354	956	6,304		1,967	15.3	5.1	1.4	9.9
2014	5,569	119	726	503	3,319	-47.3	401	26.4	28.5	1.3	4.9
2015E	5,991	-592	-484	-476	-2,433	적전	-212	N/A	N/A	0.8	-4.1
2016E	6,893	245	313	214	1,094	흑전	631	49.6	14.0	0.8	1.7
2017E	7,655	886	926	634	3,240	196.0	1,277	16.8	6.8	0.8	4.8

주: 13 년 실적은 분할기일을 1/1(실제 분할기일은 8/1)로 가정하여 환산한 수치로서 회계상 실적과는 다름
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

기타 참조사항

네오위즈인터넷 인수 관련

1) 네오위즈인터넷 지분 40.7%를 1,059억원에 인수

2) Cashcow 부재(기존사업 적자), 보유현금 타이트한 상황에서 대규모 투자의 연속이라는 점에서 자금관리 측면에선 다소 부담스런 투자. 그러나, 인수의 취지는 일리 있다고 판단

① 벅스는 가입자 2,000만명, MAU 80만명 이상, 월 유료이용자 46만명 이상

② 간편결제 '페이코'와의 시너지 예상 : 벅스 월 유료이용자 46만명은 '페이코' 결제 이용자로 활용 가능(벅스 결제를 티켓링크처럼 페이코 Only로 할지 여부는 네오위즈인터넷측과 협의 필요)

③ 간편결제 '페이코'를 활용함에 따른 결제의 편리성에다 공격적인 마케팅 전략 가미 시 유료이용자 증가효과 가능할 수도

이준호회장 동사 지분율 관련

1) 이준호회장 NAVER 지분 1.06%(2,800억원) 매각 후 1차적으로 1,600억원 정도 투입하여 동사 지분 3.74%에서 16.93%로 늘림

2) 이준호회장 NAVER 매각자금 잔액 1,200억원 중 1,000억원 정도를 JLC(이준호회장 지분 100%) 유상증자에 투입. 500억원 유상증자 2번

3) JLC가 현재까지 7% 정도 동사 지분 매입 추산. 따라서, 이준호회장의 동사 실지배 지분율은 24% 정도 추산

4) JLC의 동사 지분 매입은 거의 마무리된 것으로 추산

Cross Board EC 관련 업데이트

1) 알리바바 티몰의 한국관 오픈으로 동사가 41% 지분을 보유하고 있는 Accommate(중화권 온라인 의류 판매업체)의 잠재력 새삼 부각

① Accommate는 Tmall.hk(티몰 내)를 통해 한국 의류상품 중국시장 직판매 대행 서비스 중

② 알리바바의 한국시장 직구에 대한 컨설팅 등 시너지 가능성 부각

1Q15 영업실적 Review

표34 NHN 엔터테인먼트 1Q15 영업실적 Review 1 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15E	1Q15	YoY	QoQ	1Q15E 대비
매출액	1,521	1,487	1,484	1,381	-9.2	-7.1	-6.9
모바일게임	443	475	487	499	12.8	5.0	2.4
PC 게임	1,028	667	681	577	-43.9	-13.5	-15.3
보드	433	273	278	228	-47.4	-16.6	-18.1
비보드	595	393	402	349	-41.4	-11.3	-13.3
기타	51	345	316	305	502.7	-11.6	-3.3
영업비용	1,298	1,457	1,453	1,519	17.0	4.3	4.6
지급수수료	605	478	480	478	-21.0	-0.1	-0.4
인건비	435	527	545	553	27.1	5.0	1.4
광고선전비	89	156	140	205	130.3	31.3	46.2
유무형자산상각비	53	88	87	94	76.5	7.4	8.5
기타	116	208	201	190	63.1	-8.8	-5.5
영업이익	223	31	31	-138	적자전환	적자전환	대폭미달
영업이익률(%)	14.7	2.1	2.1	-10.0	24.7%P ↓	12.1%P ↓	12.1%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 NHN 엔터테인먼트 1Q15 영업실적 Review 2 (단위 : 억원, %)

구분	1Q15E	1Q15M	1Q15	1Q15E 대비	1Q15M 대비
매출액	1,484	1,503	1,381	-6.9	-8.1
영업이익	31	22	-138	대폭미달(대규모 적자)	대폭미달(대규모 적자)
영업이익률(%)	2.1	1.5	-10.0	12.1%P ↓	11.5%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치. 1Q15M 은 실적발표 시점의 시장 컨센서스 전망치
자료: NHN 엔터테인먼트, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q15 영업실적 Preview

표36 NHN 엔터테인먼트 2Q15 영업실적 Preview 1 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	YoY	QoQ
매출액	1,198	1,381	1,393	16.3	0.8
모바일게임	446	499	523	17.1	4.7
PC 게임	675	577	548	-18.8	-5.0
보드	239	228	219	-8.7	-4.1
비보드	435	349	329	-24.3	-5.6
기타	77	305	323	317.6	5.6
영업비용	1,271	1,519	1,520	19.6	0.0
지급수수료	468	478	468	-0.1	-2.1
인건비	476	553	545	14.3	-1.5
광고선전비	120	205	212	75.8	3.3
유무형자산상각비	74	94	96	29.1	1.8
기타	132	190	200	51.8	5.6
영업이익	-73	-138	-127	적자지속	적자지속
영업이익률(%)	-6.1	-10.0	-9.1	3.0%P ↓	0.9%P ↑

▶ 2Q15 매출 1,393 억원으로서 전분기 대비 Flat 추정(QoQ 0.8% 추정)
- ▷ 2Q15 모바일게임 매출 523 억원으로서 전분기 대비 4.7% 증가 추정
  - ▫ 라인디즈니츠무츠무 등 기존 주력게임 매출 점진적 감소세 추정
  - ▫ 5 월말 라인리락쿠마 일본시장 론칭 감안
  - ▫ 6 월 히어로즈킹덤 국내, 가디언스톤 북미, 크루세이더퀘스트 일본 시장 론칭 예정 감안
- ▷ 2Q15 PC 보드게임 매출 219 억원으로서 전분기 대비 4.1% 감소 추정
  - ▫ 1/22 게등위와의 협의사항인 '땡값' 조정 후 매출 영향
  - ▫ 4 월은 3 월과 유사한 수준으로 안정화되고 있으나 감소세에 따른 역기저 영향으로 2Q15 QoQ 는 (-) 예상
- ▷ 2Q15 PC 비보드게임 매출 329 억원으로서 전분기 대비 5.6% 감소 추정
  - ▫ 일본 매출 감소세는 안정화되고 있으나 2Q15 PC 비보드게임 매출 QoQ (+)로 회복될 만한 동력은 없는 상태

▶ 2Q15 영업비용 1,520 억원으로서 전분기 대비 Flat 추정
- ▷ 인건비, 지급수수료, 유무형자산상각비 등 대부분 영업비용 항목 QoQ Flat 추정
- ▷ 마케팅비 QoQ Flat 추정(QoQ 3.3% 추정)
  - ▫ 1Q15 마케팅비 QoQ 31%(49 억원) 급증 : 간편결제 '페이코' 마케팅 없이도 게임부문 및 코미코 관련 마케팅비 급증
  - ▫ 2Q15 마케팅비는 전분기 대비 비슷하거나 소폭 증가 추정 : 페이코 관련 마케팅비는 7 월부터 본격 집행 예정

→ 2Q15 영업이익 -127 억원으로서 전분기 대비 -138 억원과 비슷한 수준 추정

주: K-IFRS 연결기준
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

표37 NHN 엔터테인먼트 2Q15 영업실적 Preview 2 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15M	YoY	QoQ	2Q15E	YoY	QoQ	2Q15M 대비
매출액	1,198	1,381	1,429	19.3	3.5	1,393	16.3	0.8	-2.5
영업이익	-73	-138	-164	적자지속	적자지속	-127	적자지속	적자지속	다소 양호
영업이익률(%)	-6.1	-10.0	-11.5	5.4%P ↓	1.5%P ↓	-9.1	3.0%P ↓	0.9%P ↑	2.4%P ↑

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2Q15M 은 시장 컨센서스 전망치. 2Q15E 는 당사 전망치
자료: NHN 엔터테인먼트, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

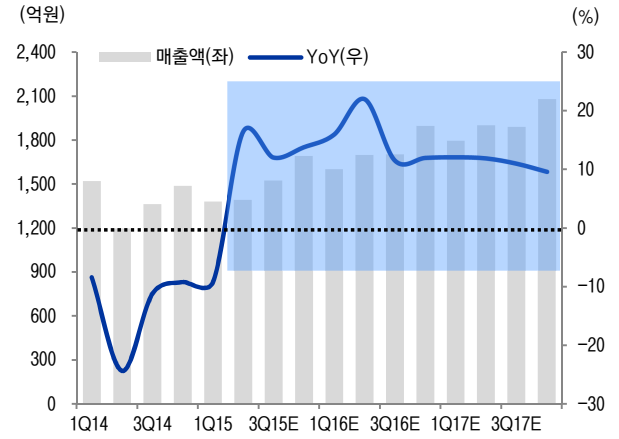
실적 전망

표38 NHN 엔터테인먼트 신작 론칭 일정

모바일게임	모바일게임
▶ 라인리락쿠마 : 5 월말 일본시장 론칭 단행	▶ 킬미어게인 : 3Q15 글로벌 론칭 예정
▶ 요괴워치 : 7-8 월 일본시장 론칭 예정	▶ 더소울 : 9 월 중국시장 론칭 예정. 이후 글로벌 론칭 확대 예정
▶ 갓오브하이스쿨 ▷ 7-8 월 국내 론칭 예정. 국내 론칭 후 글로벌 론칭 확대 예정 ▷ 와이디온라인 갓오브하이스쿨 ▫ 5 월 국내시장 구글 론칭 ▫ 6 월 국내시장 구글 매출순위 Top 10 진입 ▷ NHN 엔터 갓오브하이스쿨 VS 와이디온라인 갓오브하이스쿨 ▫ 둘 다 네이버 웹툰 IP 활용 게임, 게임명 동일 ▫ NHN 엔터테인먼트 실사 캐릭터, 와이디온라인 SD 캐릭터	▶ 모바일 웹보드게임(ARPU 보단 PU 확보 시기) : 기론칭. 참조용 언급 ▷ 14.12.22 한게임포커, 한게임신맞고 등 2 종 국내시장 상용화 ▷ 네오위즈게임즈 L/U 보다 매출순위 하위, 월매출 10 억원 미만 추산 ▶ 모바일 소셜카지노게임 : 기론칭. 참조용 언급 ▷ 14 년 9 월 슬롯머신 캐나다, 동남아 등 소프트론칭 ▷ 14 년 11 월 모바일카드게임 3 종 캐나다 등 소프트론칭 ▷ 미국시장 : 15 년 1 월 안드로이드, 3 월 iOS 버전 론칭 ▷ 핵심시장인 미국시장의 경우 2H15 부터 마케팅 강화 예정
▶ 가디언스톤 북미시장 : 6 월 론칭 예정	**온라인게임**
▶ 크루세이더퀘스트 일본시장 : 6 월 론칭 예정	▶ 신작 론칭 일정 없음

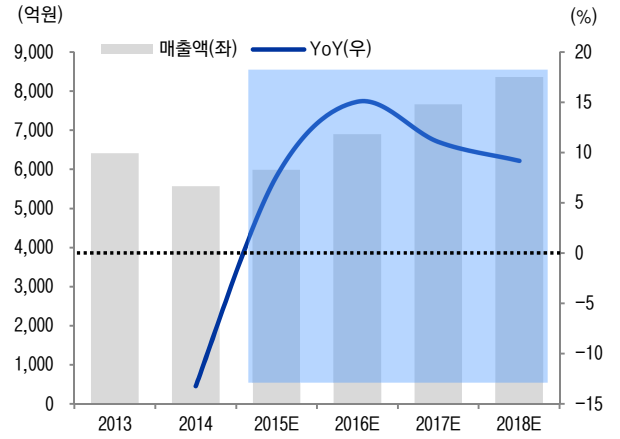
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 NHN 엔터테인먼트 분기별 매출액 추이



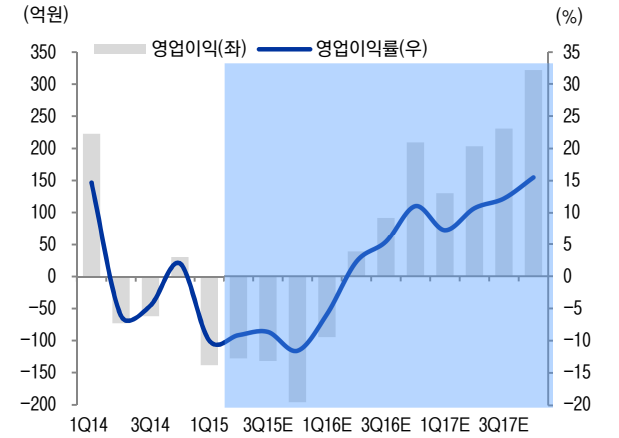
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 NHN 엔터테인먼트 연도별 매출액 추이



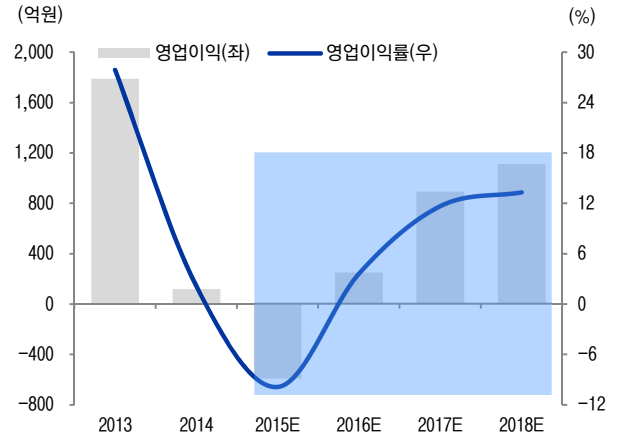
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 NHN 엔터테인먼트 분기별 영업이익 추이



자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 NHN 엔터테인먼트연도별 영업이익 추이



자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

표39 NHN 엔터테인먼트 분기별 실적 전망 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,521	1,198	1,362	1,487	1,381	1,393	1,526	1,692	1,601	1,698	1,701	1,894	1,794	1,899	1,887	2,075
모바일게임	443	446	490	475	499	523	600	680	651	720	659	754	726	811	749	868
PC 게임	1,028	675	692	667	577	548	566	564	570	567	577	575	581	578	588	586
보드	433	239	263	273	228	219	227	233	227	231	224	229	224	228	221	226
비보드	595	435	429	393	349	329	340	331	343	336	353	346	358	351	367	360
기타	51	77	180	346	305	323	360	448	379	410	465	564	486	510	551	621
영업비용	1,298	1,271	1,424	1,457	1,519	1,520	1,657	1,887	1,695	1,659	1,609	1,684	1,663	1,695	1,657	1,753
지급수수료	605	468	482	491	478	468	498	565	556	575	553	631	622	642	614	692
인건비	435	476	531	524	553	545	552	558	572	566	572	578	585	582	585	588
광고선전비	89	120	188	156	205	212	319	464	276	217	188	170	155	165	154	165
유무형자산상각비	53	74	69	87	94	96	94	96	95	97	96	98	97	98	97	98
기타	116	132	155	199	190	200	194	204	195	205	199	208	204	209	206	210
영업이익	223	-73	-62	31	-138	-127	-131	-195	-94	39	92	209	131	203	231	322
영업이익률(%)	14.7	-6.1	-4.5	2.1	-10.0	-9.1	-8.6	-11.5	-5.9	2.3	5.4	11.0	7.3	10.7	12.2	15.5
순이익	150	21	119	214	-105	-93	-103	-175	-46	42	71	147	103	150	162	219
순이익률(%)	9.8	1.8	8.7	14.4	-7.6	-6.7	-6.8	-10.4	-2.9	2.5	4.2	7.8	5.8	7.9	8.6	10.6
지배주주순이익	150	22	120	217	-101	-89	-99	-169	-44	40	69	142	99	144	156	211
순이익 대비(%)	100.1	103.0	100.8	101.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3
EBITDA	276	1	7	117	-44	-31	-37	-99	1	136	188	307	228	301	328	420
EBITDA Margin(%)	18.2	0.1	0.5	7.9	-3.2	-2.3	-2.4	-5.8	0.1	8.0	11.0	16.2	12.7	15.9	17.4	20.2
YoY	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-8.4	-24.4	-11.2	-9.2	-9.2	16.3	12.0	13.7	15.9	21.9	11.5	11.9	12.0	11.9	11.0	9.6
모바일게임	65.2	30.8	53.6	27.2	12.8	17.1	22.5	43.2	30.5	37.8	9.8	11.0	11.5	12.6	13.6	15.0
영업이익	-64.3	적전	적전	-88.6	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	425.3	151.3	53.8
순이익	-66.6	-92.3	-24.5	168.8	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	259.4	126.6	48.9
QoQ	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-7.1	-21.3	13.7	9.2	-7.1	0.8	9.5	10.9	-5.4	6.1	0.2	11.3	-5.3	5.9	-0.6	10.0
모바일게임	18.6	0.8	9.7	-3.0	5.1	4.7	14.8	13.3	-4.2	10.6	-8.5	14.5	-3.8	11.7	-7.7	16.0
영업이익	-16.8	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	137.0	127.8	-37.5	55.8	13.4	39.4
순이익	87.7	-86.0	465.7	80.2	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	71.1	106.6	-30.0	45.2	7.9	35.7

▶ 모바일게임 신작 추정 내역

▷ 2Q15 모바일게임 매출 QoQ 4.7% 추정

▫ 5 월말 라인리락쿠마 일본시장 론칭 감안 + 6 월 히어로즈킹덤 국내, 가디언스톤 북미, 크루세이더퀘스트 일본시장 론칭 예정

▷ 3Q15 모바일게임 매출 QoQ 14.8% 추정

▫ 7-8 월 요괴워치 일본, 갓오브하이스쿨 국내시장 론칭 예정 + 3Q15 킬미어게인 글로벌 론칭 예정 + 9 월 더소울 중국시장 론칭 예정

▷ 모바일게임 매출 추정 방식

▫ 모바일게임은 게임별 추정은 어려움

▫ 분기별 신작 일정 토대로 주요 신작별 기대수준을 대략적으로 반영하다가 특정 신작 빅히트 시 사후적으로 업데이트하는 방식

▶ 마케팅비 추정 내역

▷ 간편결제 '페이코' 마케팅비는 1,200 억원 책정. 이중 대부분 2015 년 집중 집행할 계획이었음

▷ 그러나, 간편결제 '페이코' 본격적 마케팅 시기 7 월로 연기되면서 올해 마케팅비 집행액은 당초 계획보다 제한적일 듯

▷ 아울러 간편결제 '페이코' 궁극적 마케팅비도 1,200 억원 모두 집행되지 않을 가능성 상존

→ 3Q15 부터 마케팅비 급증 추정. 올해 마케팅비는 1,199 억원(간편결제 마케팅비 600 억원 정도)으로서 전년대비 646 억원 증가 추정

→ 내년 마케팅비는 851 억원(간편결제 마케팅비 200 억원 정도)으로서 올해 대비 348 억원 감소 추정

→ 당사에서는 간편결제 마케팅비는 우선 15-16 년 2 년간 800 억원 정도 집행 가정

주: K-IFRS 연결기준

자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

표40 NHN 엔터테인먼트 연도별 실적 전망 (단위 : 억원, 원, %)

구분	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	6,418	5,569	5,991	6,893	7,655	8,357
모바일게임	1,301	1,853	2,301	2,784	3,153	3,528
PC 게임	4,898	3,062	2,255	2,290	2,334	2,375
보드	2,373	1,209	906	912	898	886
비보드	2,525	1,853	1,349	1,378	1,435	1,489
기타	218	654	1,435	1,818	2,168	2,454
영업비용	4,628	5,450	6,583	6,647	6,769	7,253
지급수수료	2,181	2,046	2,008	2,315	2,569	2,857
인건비	1,625	1,967	2,209	2,288	2,341	2,455
광고선전비	245	553	1,199	851	640	709
유무형자산상각비	177	283	381	386	391	393
기타	399	602	787	807	829	838
영업이익	1,790	119	-592	245	886	1,104
영업이익률(%)	27.9	2.1	-9.9	3.6	11.6	13.2
순이익	956	503	-476	214	634	770
순이익률(%)	14.9	9.0	-7.9	3.1	8.3	9.2
지배주주순이익	956	508	-458	206	610	742
순이익 대비(%)	100.0	100.9	96.3	96.3	96.3	96.3
EBITDA	1,967	401	-212	631	1,277	1,497
EBITDA Margin(%)	30.6	7.2	-3.5	9.2	16.7	17.9
EPS(원)	6,304	3,319	-2,433	1,094	3,240	3,938
YoY	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
매출액		-13.2	7.6	15.0	11.1	9.2
영업이익		-93.4	적전	흑전	261.2	24.6
순이익		-47.3	적전	흑전	196.0	21.6
EPS		-47.3	적전	흑전	196.0	21.6

▶ 2015E : 매출 5,991 억원(YoY 8%), 영업이익 -592 억원(YoY 적전. OPM -9.9%)

▷ 간편결제 '페이코' 관련 공격적 마케팅으로 영업이익 -592 억원으로서 대규모 적자전환 추정

▷ 마케팅비 추정 Logic

- 간편결제 '페이코' 마케팅비는 1,200 억원 책정. 이중 상당부분을 2015 년 집중 집행 계획이었음
- 그러나, 본격적 마케팅 시기가 7 월로 연기됨에 따라 올해 간편결제 마케팅비는 당초 계획 대비 대폭 제한적일 듯
- 간편결제 마케팅비는 향후 1-2 년내 유상증자 자금사용 내역에서 밝힌 1,200 억원이 모두 집행되지 않을 가능성 상존
- 마케팅비 추정
  - 13 년 245 억원
  - 14 년 553 억원으로 126% 급증(모바일게임, 코미코 등)
  - 15 년 1,199 억원으로 전년대비 646 억원 증가 추정(1,199 억원 중 600 억원 정도는 간편결제 '페이코' 마케팅비)
  - 16 년 851 억원으로 전년대비 348 억원 감소 추정(851 억원 중 200 억원 정도는 간편결제 '페이코' 마케팅비)
  - 간편결제 마케팅비는 15-16 년 2 년간은 800 억원 정도 집행 가정

▶ 2016E : 매출 6,893 억원(YoY 15%), 영업이익 245 억원(YoY 흑전. OPM 3.6%)

▷ 모바일게임 및 PC 비보드게임 견조한 증가, PC 보드게임 안정화, 모바일 웹보드 및 모바일 소셜카지노게임 기여 + 마케팅비 안정화

▶ 2017E : 매출 7,655 억원(YoY 11%), 영업이익 886 억원(YoY 261%. OPM 11.6%)

▷ 간편결제, Cross Board EC 등 신사업 부문 성장잠재력

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2013 년 실적은 분할기일을 2013.01.01(실제 분할기일은 2013.08.01)로 가정하여 환산한 수치로서 회계상 실적과는 다름
자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표41 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위 : %)

업체	2015E 매출 YoY	2015E OPM	2015E EBITDA Margin	2015E ROE	2016E 매출 YoY	2016E OPM	2016E EBITDA Margin	2016E ROE
EA	4.5	26.0	30.6	26.4	5.1	28.5	32.2	26.8
NEXON	8.0	33.2	41.1	13.1	5.4	33.5	40.4	13.0
TENCENT	27.2	37.7	44.1	31.6	28.8	37.7	43.5	30.9
DENA	8.0	16.9	22.5	9.1	17.5	20.7	26.6	12.8
GREE	-2.6	19.6	25.3	9.6	2.0	19.4	24.8	9.1
GAME LOFT	22.2	5.6	11.9	6.7	8.4	7.6	13.8	9.4
엔씨소프트	-2.2	28.3	32.6	13.5	18.7	36.6	40.3	18.1
네오위즈게임즈	9.1	22.5	25.6	11.4	18.9	26.2	28.8	14.4
컴투스	70.8	40.0	40.7	34.0	10.8	41.0	41.6	23.8
게임빌	21.6	7.9	10.3	15.8	26.7	10.7	12.7	18.3
Everage	**16.7**	**23.8**	**28.5**	**17.1**	**14.2**	**26.2**	**30.5**	**17.7**
NHN 엔터테인먼트	**7.6**	**-9.9**	**-3.5**	**-4.1**	**15.0**	**3.6**	**9.2**	**1.7**

▶ 2015E 기준 : Global Peer 대비 매출 성장성 열위, 수익성 대폭 열위(수익성 지표 대부분 마이너스)
▷ 14 년 2 월 보드게임 문광부 규제 후 보드게임 분기별 감소세 지속. 2Q15 부터 안정화 예상되나 15 년 보드게임 YoY (-) 불가피
▷ 모바일게임도 1H15 까지는 신작 라인업 부재로 성장성 제한적
▷ 7 월부터 간편결제 '페이코' 공격적 마케팅 집행으로 수익성 악화
▶ 2016E 기준 : Global Peer 대비 매출 성장성 유사, 수익성 대폭 열위 전망
▷ 2016 년은 영업손익 흑자전환은 가능하나 두 자릿수 OPM 달성은 어려운 시기
▷ 두 자릿수 OPM 달성 위해선 간편결제, Cross Board EC 등 신사업 매출 본격화되어 함. 2017 년은 두 자릿수 OPM 달성 가능 추정

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표42 상대평가 Valuation Table (단위 : 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2015E EPS	2015E PER (현재가)	2015E PER (목표가)	2016E EPS	2016E PER (현재가)	2016E PER (목표가)
EA	62.59	67.58	2.83	22.1	23.9	3.24	19.3	20.8
NEXON	1,686.00	1,636.67	108.51	15.5	15.1	115.35	14.6	14.2
TENCENT	154.30	181.49	4.23	36.5	42.9	5.55	27.8	32.7
DENA	2,392.00	2,832.59	119.34	20.0	23.7	173.33	13.8	16.3
GREE	733.00	796.71	46.88	15.6	17.0	47.66	15.4	16.7
GAME LOFT	4.12	4.57	0.12	34.3	38.1	0.18	23.4	26.0
엔씨소프트	188,000	280,000	8,884	21.2	31.5	13,372	14.1	20.9
컴투스	124,500	175,000	9,766	12.7	17.9	11,102	11.2	15.8
게임빌	88,100	136,000	5,100	17.3	26.7	6,997	12.6	19.4
네오위즈게임즈	19,600	26,000	1,578	12.4	16.5	2,254	8.7	11.5
Everage				**20.8**	**25.3**		**16.1**	**19.4**
NHN 엔터테인먼트	**54,300**	**72,000**	**-2,433**	**N/A**	**N/A**	**1,094**	**49.6**	**65.8**

▶ 동사는 2015-2016 년 전망치 기준으로는 손익가치 측면 밸류에이션은 어려움
▷ 2015 년은 당기순손실, 2016 년은 당기순손익 소폭의 흑자전환에 불과하여 有意한 수준의 PER 적용이 어려움

▶ 목표주가 72,000 원은 15E BPS 64,977 원에 대해 1.1 배의 PBR 을 적용하여 산출한 것임
▷ 15E 순자산은 장부가액 기준으로 12,713 억원이나 이는 실제가치보다 5,700 억원이나 작은 수치
▫ 장부가액 대비 시장가액 초과분 추산 : 한국사이버결제 1,400 억원, 웹젠 3,000 억원, 판교 건물 1,300 억원)
▷ 손익가치 측면에선 신사업 투자성과에 대한 검증 필요하나, 자산가치 관점에선 7 만원 내외는 PBR 1 배 내외로서 최소가치라 판단

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트 (181710) _ K-IFRS 연결기준 * 2013년 실적은 분할기일을 1/1(실제 분할기일은 8/1)로 가정하여 환산한 수치로서 회계상 실적과는 다름

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	6,781	4,670	4,986	4,516	4,918
현금 및 현금성자산	2,769	2,082	2,230	1,561	1,681
단기금융상품	1,946	333	357	250	269
매출채권및기타채권	1,574	1,448	1,558	1,792	1,990
비유동자산	5,003	8,059	9,608	10,526	10,963
유무형자산	845	2,241	2,690	2,865	2,994
투자자산	2,893	4,570	5,598	6,274	6,518
기타	1,265	1,248	1,320	1,387	1,450
자산총계	**11,783**	**12,729**	**14,593**	**15,042**	**15,881**
유동부채	1,197	1,520	1,311	1,519	1,697
매입채무및기타채무	747	890	958	1,102	1,224
단기차입금	16	307	0	0	0
기타	434	323	353	417	473
비유동부채	456	780	570	594	613
장기차입금	126	259	0	0	0
퇴직급여충당부채	295	286	321	333	340
부채총계	**1,653**	**2,300**	**1,880**	**2,113**	**2,310**
지배주주지분	10,034	10,270	12,527	12,741	13,374
자본금	76	76	98	98	98
자본잉여금 및 기타	9,759	9,435	12,146	12,146	12,146
이익잉여금	200	759	283	497	1,131
비지배주주지분	96	158	186	189	196
자본총계	**10,130**	**10,429**	**12,713**	**12,929**	**13,571**
부채및자본총계	**11,783**	**12,729**	**14,593**	**15,042**	**15,881**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**6,418**	**5,569**	**5,991**	**6,893**	**7,655**
모바일게임	1,301	1,853	2,301	2,784	3,153
PC 게임	4,898	3,062	2,255	2,290	2,334
영업비용	4,628	5,450	6,583	6,647	6,769
영업이익	**1,790**	**119**	**-592**	**245**	**886**
EBITDA	**1,967**	**401**	**-212**	**631**	**1,277**
영업외손익	**-436**	**607**	**108**	**68**	**40**
금융손익	11	758	203	149	144
이자손익	164	162	121	123	130
기타	-153	596	81	27	14
기타손익	-389	-110	-47	-16	-19
관계기업투자손익	-58	-40	-47	-65	-85
세전계속사업이익	**1,354**	**726**	**-484**	**313**	**926**
계속사업법인세비용	398	222	-7	99	292
당기순이익	**956**	**503**	**-476**	**214**	**634**
지배주주순이익	956	508	-458	206	610
총포괄이익	**937**	**462**	**-452**	**203**	**602**
Profitability (%)					
영업이익률	27.9	2.1	-9.9	3.6	11.6
EBITDA Margin	30.6	7.2	-3.5	9.2	16.7
당기순이익률	14.9	9.0	-7.9	3.1	8.3
ROA	8.9	4.1	-3.5	1.4	4.1
ROE	9.9	4.9	-4.1	1.7	4.8
ROIC	13.3	0.8	-5.8	1.4	5.1

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**1,319**	**227**	**-19**	**593**	**1,052**
영업에서 창출된 현금	1,480	328	-134	577	1,213
당기순이익	956	503	-476	214	634
조정사항	491	38	388	463	664
유무형자산상각비	177	283	381	386	391
법인세비용	398	222	-7	99	292
이자비용	11	6	11	11	12
이자수익	-175	-168	-132	-134	-142
기타	80	-305	136	100	111
자산, 부채 증감	33	-214	-46	-99	-84
법인세, 이자, 배당금	-161	-102	116	15	-161
투자활동 현금	**-126**	**-901**	**-2,000**	**-1,262**	**-932**
단기금융상품 증감	-204	1,660	-24	107	-19
유무형자산 증감	-947	-509	-829	-561	-520
투자,기타비유동자산	1,025	-2,051	-1,147	-809	-392
재무활동 현금	**219**	**-12**	**2,167**	**0**	**0**
장단기차입금 증감	68	220	-566	0	0
기타포괄손익 증감	178	0	0	0	0
유상증자	0	0	2,732	0	0
자기주식	-27	-231	0	0	0
총현금흐름	**1,413**	**-686**	**148**	**-669**	**121**
기초 현금및현금성자산	**1,357**	**2,769**	**2,082**	**2,230**	**1,561**
환율변동 효과	**0**	**-1**	**0**	**0**	**0**
기말 현금및현금성자산	**2,769**	**2,082**	**2,230**	**1,561**	**1,681**

자료: NHN 엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	15.3	26.4	N/A	49.6	16.8
P/B	1.4	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.1	28.5	N/A	14.0	6.8
P/CF	11.4	30.1	N/A	15.4	9.3
Per Share Data (원)					
EPS	6,304	3,319	-2,433	1,094	3,240
BPS	66,799	68,768	64,977	66,085	69,363
CPS	8,480	2,903	142	3,537	5,809
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	2.6	-13.2	7.6	15.0	11.1
영업이익	-9.5	-93.4	적전	흑전	261.2
EPS		-47.3	적전	흑전	196.0
총자산	21.0	8.0	14.6	3.1	5.6
자기자본	10.5	2.9	21.9	1.7	5.0
Stability (%, 배, 억원)					
부채비율	16.3	22.1	14.8	16.3	17.0
유동비율	566.6	307.2	380.3	297.3	289.9
자기자본비율	86.0	81.9	87.1	86.0	85.5
영업이익/금융비용(배)	5.1	0.6	-13.8	7.0	29.3
이자보상배율(배)	129.4	116.4	-43.3	29.4	80.0
총차입금	142	566	0	0	0
순차입금	-4,572	-1,850	-2,587	-1,811	-1,951

2015. 6. 16 | 모바일게임

컴투스 (078340)

하반기 신작모멘텀 기대감. 3Q 원더택틱스 주목

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 175,000 원
현재주가 124,500 원

컨센서스 대비 (2016E 기준)

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		12,558 억원
발행주식수		10,087 천주
52 주 최고가/최저가		202,800 / 49,800 원
90 일 일평균거래대금		567 억원
외국인 지분율		10.2%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		41,075 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-24.9%
	6 개월	-38.8%
	12 개월	-37.8%
주주구성	(주)게임빌	24.4%
	KB 자산운용	10.3%

Stock Price

신작 동향 점검 : 올해는 1Q 보단 2Q, 2Q 보단 3Q 이후 신작모멘텀 강화 전망

1) 1Q15 신작 점검 : ① 드래곤기사단(RPG. 퍼블리싱. 1 월 중순 글로벌 시장 자체계정 론칭. 성과 미미). ② 소울시커(RPG. 퍼블리싱. 2 월초순 글로벌 시장 자체계정 론칭. 출시초기 "낚시의신"과 유사한 수준 중박급 히트. 3 월까지는 일매출 1 억원대 추산. 6 월초 현재는 일매출 1 억원 미만으로 하향 셋업 추산). ③ 서머너즈워(RPG. 자체개발. 1/22 중국시장 안드로이드 버전 론칭. 기존매출 대비 기여효과는 미미). 2) 2Q15 신작 동향 및 일정 점검 : ① 컴투스프로야구 2015(스포츠. 자체개발. 4 월 중순 국내시장 자체계정 론칭. 6/10 현재 구글 매출순위 18 위. 순위 상승 추이. 6 월초 기준 일평균 매출 3-4 천만원 추산). ② 이스트레전드(RPG. 퍼블리싱. 1 월말 필리핀 등 일부 동남아 국가 소프트론칭. 5 월초 글로벌 시장 자체계정 론칭. 글로벌 론칭 초기는 소울시커 출시초기보다 조금 안 좋은 수준 정도의 반짝 중박급 히트 후 5 월말부터는 하향 셋업. 즉, 론칭 초기 일매출 1 억원 미만으로 출발, 5 월말 이후 매출규모 더욱 감소 추산). ③ 낚시의신 시즌 2(스포츠. 자체개발. 5 월초 글로벌 론칭. 일매출 1 억원 미만 추산). ④ 컴투스프로야구 for 매니저 시즌 3(스포츠. 자체개발. 4 월 국내시장 자체계정 론칭. 6/10 현재 구글 매출순위 75 위). ⑤ 골프스타 시즌 3(스포츠. 자체개발. 4 월 국내시장 자체계정 론칭. 6/10 현재 구글 매출순위 103 위). 3) 3Q15 이후 주요 신작 일정 점검 : ① 9 이닝스 매니저(스포츠. 퍼블리싱. 3Q15 글로벌 시장 자체계정 론칭 예정). ② 원더택틱스(RPG. 자체개발. 3Q15 글로벌 시장 자체계정 론칭 예정. ③ 액션퍼즐패밀리, 미니게임천국(캐주얼. 자체개발. 둘 다 국내시장 카카오톡 계정 론칭 게임들. 3Q15 또는 4Q15 글로벌 시장 자체계정 론칭 예정). ④ 사커스피리츠(스포츠. 퍼블리싱. 3Q15 일본시장 론칭 예정). 4) 종합 : ① 올해 순수신작 20 개 정도 론칭 예정(1Q 2 개, 2Q 5 개, 3-4Q 13 개 정도). ② 2Q15 – 3Q15 신작 라인업 중 최고 기대신작은 '원더택틱스'. ③ 분기별 신작 일정 감안 시 신작모멘텀은 1Q 보단 2Q, 2Q 보단 3Q 이후 지속적 강화 추이 예상

목표주가 175,000 원 유지. Buy 유지. 2Q15 이후 다양한 스포츠 신작 및 RPG 중심 핵심 기대신작 론칭 일정 집중

1) 서머너즈워, 소울시커 등 안정적 매출흐름 유지 전망. 2) 2Q15 이후 다양한 스포츠 장르 신작 및 원더택틱스 등 RPG 중심 핵심 기대신작 론칭 일정 집중. 2H15 신작모멘텀 형성 가능성. 3) 마케팅비는 1Q15 는 서머너즈워 공격적 마케팅으로 급증. 2Q15 는 1Q15 와 비슷한 수준 유지 전망. 그러나, 3Q15 부턴 1Q15 – 2Q15 수준보단 안정화될 것으로 전망. 4) 1,900 억원에 달하는 대규모 유상증자는 M&A 빅딜을 위한 총알 마련 차원 가능성. 하반기는 신작모멘텀 형성 가능성 및 M&A 빅딜 등을 통한 펀드멘털 외적인 주가모멘텀 형성 가능성 동시 상존

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (x)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	814	77	197	194	1,918	-5.4	103	13.1	22.1	2.4	19.4
2014	2,347	1,012	1,037	792	7,853	309.4	1,038	17.3	12.8	6.5	49.7
2015E	4,010	1,604	1,636	1,257	9,766	24.4	1,632	12.7	7.7	3.0	34.0
2016E	4,441	1,821	1,860	1,428	11,102	13.7	1,849	11.2	6.0	2.4	23.8
2017E	5,021	2,121	2,162	1,660	12,904	16.2	2,150	9.6	4.4	1.9	21.9

주: 15 년 이후 Vlauation 지표 전망치는 15.96% 유상증자 및 유상증자 후 10% 무상증자까지 미리 반영한 수치임
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

유무상증자 관련 내용 참조

15.96% 유상증자 후 다시 10% 무상증자

1) 현재주식수 10,086,746주

2) 161만주(15.96%) 유상증자 단행. 주당 발행가액 118,000원. 모집총액 1,900억원. 발행비용 제외한 유상증자 대금 1,888억원

3) 15.96% 유상증자 후 주식수 11,696,746주에 대해 10%(1,169,674주) 무상증자 단행

4) 유상증자 대금 1,888억원 사용 내역 :
   ① 국내외 게임회사 인수 및 투자 1,200억원.
   ② 국내외 우량 게임 판권 확보 90억원.
   ③ 자체 모바일게임 개발 300억원.
   ④ 해외 네트워크 구축 90억원.
   ⑤ 글로벌 마케팅 운영 자금 150억원.
   ⑥ 플랫폼 고도화 개발비 58억원

1,900 억원에 달하는 유상증자. M&A 빅딜을 위한 총알 마련 성격 강하다고 판단

1) 공시자료의 자금사용 내역에서도 1,888억원 중 1,200억원을 국내외 게임회사 M&A 부분에 배정했듯이 유상증자는 M&A 빅딜을 위한 총알 마련 차원일 가능성 충분

2) 서머너즈워 매출 폭발은 그 동안의 주가급등을 통해 Pricing 완료. 서머너즈워 대규모 매출규모가 안정적으로 유지되고 있으나 후속 히트신작 없이는 추가 성장성은 제한적. 올해 들어 후속 히트신작 부재에 따른 매출 성장성 한계로 주가는 극도의 피로감을 보이고 있었음. 유상증자는 피로감에 극에 달하던 시점에 오히려 대형 모멘텀 확보의 돌파구로 작용할 수 있다는 점 염두에 둬야

3) 하반기는 원더택틱스 등 기대신작 론칭 일정 감안 시 서머너즈워 이후 오랜만에 의미있는 수준의 신작모멘텀이 형성될 가능성 상존 + 주요 기대신작 흥행실패로 신작모멘텀 형성이 지연되더라도 M&A 빅딜 등을 통한 펀드멘털 외적인 주가모멘텀 형성 가능성도 상존

1Q15 영업실적 Review

표43 컴투스 1Q15 영업실적 Review 1 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15E	1Q15	YoY	QoQ	1Q15E 대비
매출액	211	837	881	937	344.7	11.9	6.3
Sports	82	148	141	157	91.1	5.5	11.3
Strategy/RPG	61	661	712	753	1,125.5	13.9	5.7
Others	67	29	29	28	-58.1	-1.1	-1.8
영업비용	191	477	504	581	204.0	21.8	15.4
인건비	56	72	69	66	17.5	-8.3	-4.9
로열티	23	23	30	30	33.0	31.3	2.5
지급수수료	79	247	265	278	252.5	12.6	4.9
마케팅비	8	99	101	169	2,149.8	71.4	67.3
유무형자산상각비	6	7	7	7	11.0	-1.4	3.2
기타	19	30	32	31	58.3	3.9	-3.0
영업이익	20	360	378	356	1,720.5	-1.1	-5.7
영업이익률(%)	9.3	43.0	42.8	38.0	28.7%P ↑	5.0%P ↓	4.8%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

표44 컴투스 1Q15 영업실적 Review 2 (단위 : 억원, %)

구분	1Q15E	1Q15M	1Q15	1Q15E 대비	1Q15M 대비
매출액	881	934	937	6.3	0.4
영업이익	378	404	356	-5.7	-11.9
영업이익률(%)	42.8	43.3	38.0	4.8%P ↓	5.3%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치. 1Q15M 은 실적발표 시점의 시장 컨센서스 전망치
자료: 컴투스, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q15 영업실적 Preview

표45 컴투스 2Q15 영업실적 Preview 1 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	YoY	QoQ
매출액	430	937	983	128.4	4.9
Sports	217	157	191	-11.8	22.2
Strategy/RPG	173	753	764	341.7	1.5
Others	41	28	28	-30.3	0.3
영업비용	258	581	591	129.3	1.6
인건비	57	66	68	20.7	3.5
로열티	19	30	29	55.7	-4.8
지급수수료	135	278	289	114.4	3.9
마케팅비	21	169	166	703.9	-1.7
유무형자산상각비	6	7	7	9.5	-1.5
기타	21	31	32	52.7	2.8
영업이익	173	356	393	127.1	10.3
영업이익률(%)	40.2	38.0	39.9	0.3%P ↓	1.9%P ↑

▶ 2Q15 매출 983 억원으로서 전분기 대비 4.9% 증가 추정
- ▷ 2Q15 스포츠 장르 매출 191 억원으로서 전분기 대비 22.2% 대폭 증가 추정
  - ▫ '컴투스프로야구 2015' 4 월 중순 국내시장 론칭 : 구글 매출순위 5 월말 20 위, 6/10 현재 18 위(론칭 후 순위 지속 상승 추이)
  - ▫ '컴투스프로야구 for 매니저 시즌 3' 4 월 국내시장 론칭 : 6/10 현재 구글 매출순위 75 위
  - ▫ '골프스타 시즌 3' 4 월 글로벌 론칭 : 6/10 현재 구글 매출순위 103 위
  - ▫ '낚시의신 시즌 2' 5 월초 글로벌 론칭 : 6/10 현재 구글 매출순위 83 위
  - → 컴투스프로야구 2015(야구 Playing 게임. 자체개발/자체계정)는 2Q15 반분기 동안 일평균 매출 3-4 천만원 정도 추산
  - → 컴투스프로야구 for 매니저 시즌 3(야구 Management 게임), 골프스타 시즌 3, 낚시의신 시즌 2 등도 2Q15 일정수준 매출기여 전망
- ▷ 2Q15 전략/RPG 장르 매출 764 억원으로서 전분기 대비 Flat(QoQ 1.5%) 전망
  - ▫ 서머너즈워, 소울시커 등 전략/RPG 장르 기존게임 매출은 견조한 흐름 지속. 2Q15 는 전분기 대비 소폭 감소에 그칠 것으로 추정
  - ▫ 이스트레전드(RPG. 퍼블리싱) 5 월초 글로벌 론칭. 글로벌 론칭 초기 일매출 1 억원 미만(소울시커 출시초기 수준 다소 못 미침)으로 출발, 6/10 현재는 좀 더 감소한 상태 추산. 2Q15 전략/RPG 장르 신작은 이스트레전드 뿐이고 이 또한 히트수준은 아님. 그러나, 이스트레전드 신규매출은 서머너즈워 등 기존 전략/RPG 게임 매출 감소액 Make Up 가능 전망

▶ 2Q15 영업비용 591 억원으로서 전분기 대비 Flat(QoQ 1.6%) 추정
- ▷ 인건비, 로열티, 지급수수료, 마케팅비, 유무형자산상각비, 기타 등 모든 영업비용 항목 QoQ Flat 추정
- ▷ 마케팅비 QoQ Flat 추정(QoQ -1.7% 추정)
  - ▫ 1Q15 마케팅비 QoQ 71%(70 억원) 급증 : 서머너즈워 관련 마케팅비 급증(14 년까지의 분기별 규모에 비해 파격적 수준)
  - ▫ 2Q15 마케팅비는 전분기 대비 비슷할 것으로 추정 : 향후 마케팅비는 1Q15-2Q15 수준을 기준으로 안정화 예상

▶ 2Q15 영업이익 393 억원으로서 전분기 대비 10%(37 억원) 증가 추정

주: K-IFRS 연결기준
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

표46 컴투스 2Q15 영업실적 Preview 2 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15M	YoY	QoQ	2Q15E	YoY	QoQ	2Q15M 대비
매출액	430	937	1,018	136.5	8.6	983	128.4	4.9	-3.4
영업이익	173	356	414	139.4	16.3	393	127.1	10.3	-5.1
영업이익률(%)	40.2	38.0	40.7	0.5%P ↑	2.7%P ↑	39.9	0.3%P ↓	1.9%P ↑	0.8%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2Q15M 은 시장 컨센서스 전망치. 2Q15E 는 당사 전망치
자료: 컴투스, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

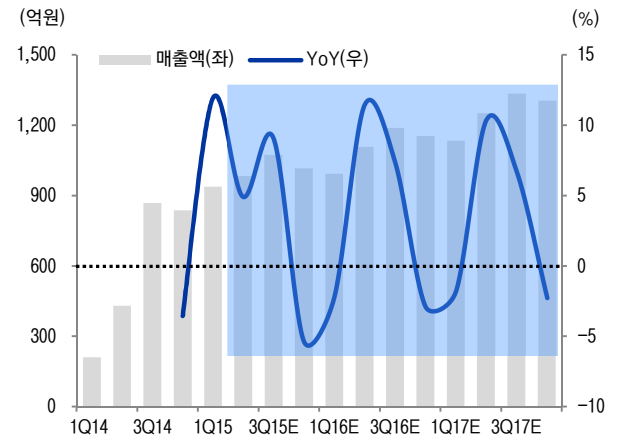
실적 전망

표47 컴투스 신작 론칭 일정

모바일게임	모바일게임
▶ 이스트레전드 : RPG. 퍼블리싱 ▷ 5 월초 글로벌 론칭 단행	▶ 컴투스프로야구 for 매니저 시즌 3 ▷ 4 월 국내시장 자체계정 론칭 단행
▶ 컴투스프로야구 2015 : 스포츠. 자체개발 ▷ 4 월 중순 국내시장 자체계정 론칭 단행	▶ 골프스타 시즌 3 ▷ 4 월 글로벌 론칭 단행
▶ 원더택틱스 : RPG. 자체개발. 2Q-3Q15 신작 중 기대순위 1 순위 ▷ 3Q15 글로벌 론칭 예정	▶ 낚시의신 시즌 2 ▷ 5 월초 글로벌 론칭 단행
▶ 9 이닝스 매니저 : 스포츠. 퍼블리싱 ▷ 3Q15 글로벌 론칭 예정(원더택틱스보다 조금 먼저)	▶ 사커스피리츠 일본시장 ▷ 3Q15 론칭 예정(국내시장 이미 론칭)
▶ 액션퍼즐패밀리(국내 카카오톡 계정 이미 론칭) : 캐주얼. 자체개발 ▷ 3Q15 또는 4Q15 글로벌 론칭 예정	**온라인게임**
▶ 미니게임천국(국내 카카오톡 계정 이미 론칭) : 캐주얼. 자체개발 ▷ 3Q15 또는 4Q15 글로벌 론칭 예정	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함

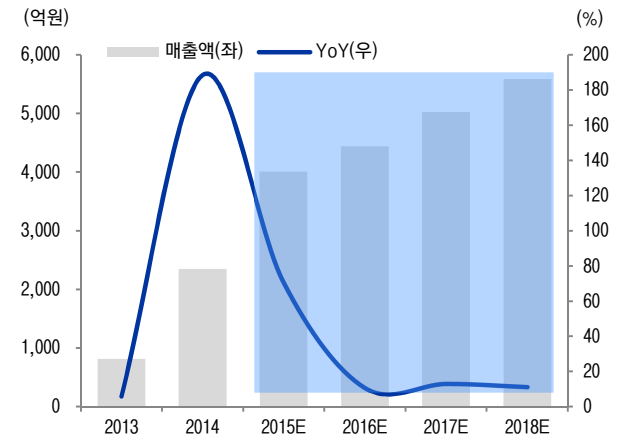
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 컴투스 분기별 매출액 추이



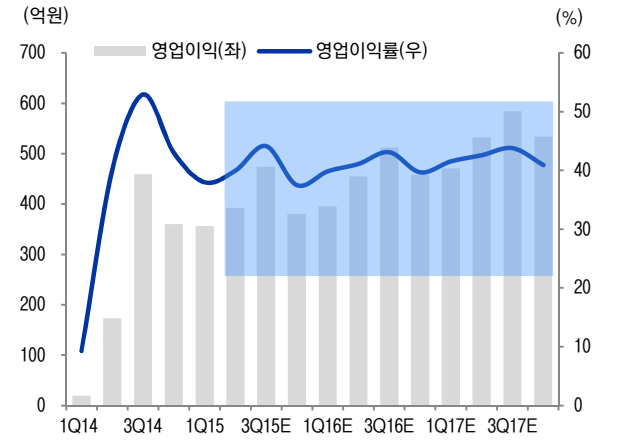
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 컴투스 연도별 매출액 추이



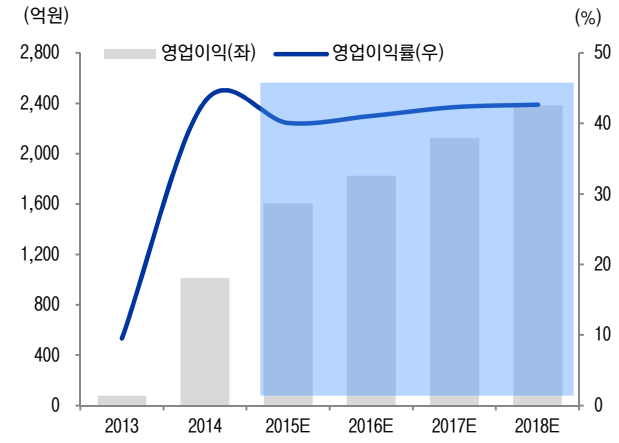
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 컴투스 분기별 영업이익 추이



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 컴투스 연도별 영업이익 추이



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

표48 컴투스 분기별 실적 전망

(단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	211	430	868	837	937	983	1,073	1,016	993	1,106	1,188	1,154	1,133	1,250	1,334	1,304
Sports	82	217	166	148	157	191	207	194	186	201	214	203	196	210	222	213
Strategy/RPG	61	173	672	661	753	764	836	792	778	875	943	920	906	1,008	1,079	1,058
Others	67	41	30	29	28	28	29	30	29	31	31	31	30	32	32	33
영업비용	191	258	409	477	581	591	599	635	597	652	676	696	662	718	750	770
인건비	56	57	53	72	66	68	73	84	78	81	86	94	88	92	101	110
로열티	23	19	15	23	30	29	37	37	32	33	41	42	37	37	46	48
지급수수료	79	135	260	247	278	289	320	305	294	324	354	346	337	368	400	393
마케팅비	8	21	49	99	169	166	130	168	152	172	154	170	155	175	159	172
유무형자산상각비	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
기타	19	21	25	30	31	32	31	33	34	35	34	36	37	38	38	40
영업이익	20	173	460	360	356	393	474	381	396	455	512	458	471	533	584	534
영업이익률(%)	9.3	40.2	52.9	43.0	38.0	39.9	44.2	37.5	39.9	41.1	43.1	39.7	41.5	42.6	43.8	40.9
순이익	11	140	409	232	273	311	373	300	307	359	403	359	364	420	459	417
순이익률(%)	5.0	32.6	47.1	27.7	29.1	31.6	34.8	29.5	30.9	32.5	33.9	31.1	32.1	33.6	34.4	32.0
지배주주순이익	11	140	409	232	273	311	373	300	307	359	403	359	364	420	459	417
순이익 대비(%)	104.3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA	26	179	466	367	363	400	481	388	403	462	519	465	478	540	591	541
EBITDA Margin(%)	12.3	41.6	53.7	43.9	38.7	40.6	44.8	38.2	40.6	41.7	43.7	40.3	42.2	43.2	44.3	41.5
YoY	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-15.2	111.6	437.7	318.7	344.7	128.4	23.6	21.3	5.9	12.5	10.7	13.6	14.1	13.0	12.3	13.0
Sports	72.6	332.0	165.5	67.2	91.1	-11.8	25.0	30.9	18.9	4.9	3.2	4.5	5.4	4.6	4.0	5.1
Strategy/RPG	-23.8	269.1	2,059.2	2,190.2	1,125.5	341.7	24.4	19.9	3.4	14.6	12.8	16.1	16.5	15.2	14.4	15.0
영업이익	-61.9	754.3	45,851	7,465.5	1,720.5	127.1	3.1	5.9	11.1	15.8	8.1	20.2	18.9	17.1	14.1	16.5
순이익	-87.6	330.5	3,166.4	270.3	2,477.4	121.6	-8.9	29.2	12.5	15.6	8.1	19.8	18.6	16.8	13.9	16.2
QoQ	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	5.4	104.2	101.7	-3.5	11.9	4.9	9.1	-5.3	-2.3	11.4	7.4	-2.9	-1.8	10.4	6.7	-2.3
Sports	-7.7	164.9	-23.6	-10.5	5.5	22.2	8.3	-6.3	-4.1	7.8	6.5	-5.1	-3.3	7.0	5.8	-4.1
Strategy/RPG	112.9	181.6	288.8	-1.8	13.9	1.5	9.5	-5.3	-1.8	12.5	7.8	-2.5	-1.4	11.3	7.0	-2.0
영업이익	310.9	784.0	165.8	-21.6	-1.1	10.3	20.6	-19.5	3.8	14.9	12.6	-10.6	2.8	13.1	9.7	-8.7
순이익	-83.1	1,225.2	191.6	-43.3	17.7	13.9	19.9	-19.6	2.4	17.1	12.1	-10.9	1.4	15.4	9.3	-9.0

▶ 분기별 매출 추정 Logic

▷ 2Q15 이후 스포츠 장르, RPG 장르 등 주요 신작 론칭일정 중심으로 각 신작별 기대수준 감안하여 장르별로 추정에 반영

- 2Q15 중 론칭한 신작들은 론칭일정 감안한 2Q15 매출발생일수 및 매출순위 동향 등 감안하여 추정
- 향후 론칭 예정 신작들은 론칭 예정 시기 및 각각의 기대수준 감안하여 추정에 반영(3Q15는 원더택틱스 기대감 반영)

▷ 2Q15 매출 QoQ 4.9%, 3Q15 매출 QoQ 9.1% 추정

- 원더택틱스가 3Q15 최대 기대신작이라 하나 현시점 서머너즈워급으로 추정할 수는 없음. 보수적 관점에서 기대감 소폭 반영함
- 모바일게임은 게임별 추정은 어려움
- 분기별 신작 일정 토대로 주요 신작별 기대수준을 대략적으로 반영하다가 특정 신작 빅히트 시 사후적으로 업데이트하는 방식

▶ 마케팅비 추정 내역

▷ 올해 실적가이디언스는 매출 3,989억원(YoY 70%), 영업이익 1,571억원(YoY 55%, OPM 39%), 순이익 1,228억원(NPM 31%)

▷ 올해 마케팅비 가이디언스는 매출액의 12% 수준인 480억원 정도였음

▷ 그러나, 1Q15 공격적 마케팅비(169억원) 감안 시 올해 마케팅비는 600억원 이상으로서 가이디언스 초과 전망

→ 2Q15는 서머너즈워 공격적 마케팅으로 대폭 급증했던 1Q15 마케팅비 수준과 비슷한 수준 유지 전망

→ 3Q15는 다소 감소하나 4Q15 재차 증가 가능성 가정(3Q15 원더택틱스 출시 후 성과나 반응에 따라 유동적)

주: K-IFRS 연결기준

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

표49 컴투스 연도별 실적 전망 (단위 : 억원, 원, %)

구분	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	814	2,347	4,010	4,441	5,021	5,584
Sports	249	613	749	803	841	878
Strategy/RPG	187	1,567	3,145	3,516	4,052	4,573
Others	377	167	116	122	128	133
영업비용	736	1,335	2,406	2,621	2,900	3,206
인건비	242	237	292	339	391	455
로열티	30	80	133	148	168	187
지급수수료	291	720	1,193	1,319	1,498	1,674
마케팅비	48	176	633	647	661	695
유무형자산상각비	26	26	28	28	29	29
기타	100	95	126	140	153	166
영업이익	77	1,012	1,604	1,821	2,121	2,378
영업이익률(%)	9.5	43.1	40.0	41.0	42.2	42.6
순이익	194	792	1,257	1,428	1,660	1,859
순이익률(%)	23.8	33.8	31.3	32.2	33.1	33.3
지배주주순이익	195	793	1,257	1,428	1,660	1,859
순이익 대비(%)	101.0	100.1	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA	103	1,038	1,632	1,849	2,150	2,407
EBITDA Margin(%)	12.6	44.2	40.7	41.6	42.8	43.1
EPS (원)	1,918	7,853	9,766	11,102	12,904	14,445
YoY	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	5.8	188.5	70.8	10.8	13.0	11.2
Sports	40.3	146.3	22.2	7.2	4.7	4.4
Strategy/RPG	65.7	736.0	100.7	11.8	15.2	12.9
Others	-21.2	-55.7	-30.6	5.6	4.4	4.4
영업이익	-51.9	1,208.8	58.5	13.5	16.5	12.1
순이익	-5.4	309.4	58.6	13.7	16.2	11.9
EPS	-5.4	309.4	24.4	13.7	16.2	11.9

▶ 2015E : 매출 4,010 억원(YoY 71%), 영업이익 1,604 억원(YoY 59%. OPM 40%)
- ▷ 당사 전망치, 회사측 가이디언스(매출 3,989 억원, 영업이익 1,571 억원, OPM 39%)와 유사
- ▷ 당사 전망치, 시장 컨센서스 전망치(매출 4,054 억원, 영업이익 1,637 억원)과도 유사
- ▷ 올해 매출 고성장은 서머너즈워 연간 Fully 매출 반영 효과(2014 년 6 월 글로벌 론칭)에 따른 것
- ▷ 올해 마케팅비는 633 억원으로서 회사 가이디언스 480 억원(매출 가이디언스의 12%)을 대폭 초과할 것으로 추정

▶ 2016E : 매출 4,441 억원(YoY 11%), 영업이익 1,821 억원(YoY 14%. OPM 41%)
- ▷ 당사 전망치, 시장 컨센서스 전망치(매출 4,449 억원, 영업이익 1,850 억원)와 유사한 수준
- ▷ 2014 년 6 월 글로벌 론칭한 서머너즈워 빅히트로 2014, 2015 년 2 년 연속 매출 폭발적 성장
- ▷ 현시점에서의 2016 년 이후 매출 성장성 추정은 잠정적인 빅히트 신작 출현을 가정하여 14-15 년과 같은 폭발적 성장 추정은 어려움
- ▷ 2016 년 이후 매출 성장성은 10% 내외의 견조한 성장 추이 가정한 후 향후 빅히트 신작 출현 시 업데이트하기로 함

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 15 년 이후 EPS 전망치는 유무상증자(15.96% 유증 후 재차 10% 무증) 관련 희석영향(주식수 증가) Fully 반영한 것임
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표50 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위 : %)

업체	2015E 매출 YoY	2015E OPM	2015E EBITDA Margin	2015E ROE	2016E 매출 YoY	2016E OPM	2016E EBITDA Margin	2016E ROE
EA	4.5	26.0	30.6	26.4	5.1	28.5	32.2	26.8
NEXON	8.0	33.2	41.1	13.1	5.4	33.5	40.4	13.0
TENCENT	27.2	37.7	44.1	31.6	28.8	37.7	43.5	30.9
DENA	8.0	16.9	22.5	9.1	17.5	20.7	26.6	12.8
GREE	-2.6	19.6	25.3	9.6	2.0	19.4	24.8	9.1
GAME LOFT	22.2	5.6	11.9	6.7	8.4	7.6	13.8	9.4
엔씨소프트	-2.2	28.3	32.6	13.5	18.7	36.6	40.3	18.1
네오위즈게임즈	9.1	22.5	25.6	11.4	18.9	26.2	28.8	14.4
게임빌	21.6	7.9	10.3	15.8	26.7	10.7	12.7	18.3
Everage	**10.6**	**22.0**	**27.1**	**15.3**	**14.6**	**24.5**	**29.2**	**17.0**
컴투스	**70.8**	**40.0**	**40.7**	**34.0**	**10.8**	**41.0**	**41.6**	**23.8**

▶ 2015E, 2016E 기준 모두 Global Peer 대비 펀드멘털 지표 우위(특히, 수익성 지표는 압도적 우위)

▶ 서머너즈워 빅히트에 따른 실적폭발(폭발적 영업레버리지에 따른 수익성 대폭 개선)

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표51 상대평가 Valuation Table (단위 : 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2015E EPS	2015E PER (현재가)	2015E PER (목표가)	2016E EPS	2016E PER (현재가)	2016E PER (목표가)
EA	62.59	67.58	2.83	22.1	23.9	3.24	19.3	20.8
NEXON	1,686.00	1,636.67	108.51	15.5	15.1	115.35	14.6	14.2
TENCENT	154.30	181.49	4.23	36.5	42.9	5.55	27.8	32.7
DENA	2,392.00	2,832.59	119.34	20.0	23.7	173.33	13.8	16.3
GREE	733.00	796.71	46.88	15.6	17.0	47.66	15.4	16.7
GAME LOFT	4.12	4.57	0.12	34.3	38.1	0.18	23.4	26.0
엔씨소프트	188,000	280,000	8,884	21.2	31.5	13,372	14.1	20.9
네오위즈게임즈	19,600	26,000	1,578	12.4	16.5	2,254	8.7	11.5
게임빌	88,100	136,000	5,100	17.3	26.7	6,997	12.6	19.4
Everage				**21.7**	**26.2**		**16.6**	**19.9**
컴투스	**124,500**	**175,000**	**9,766**	**12.7**	**17.9**	**11,102**	**11.2**	**15.8**

▶ 목표주가 175,000 원은 15E EPS 대비 PER 17.9 배, 16E EPS 대비 PER 15.8 배 적용한 것

▷ Global Peer 목표 PER 평균 대비 15E EPS 대비 적용 PER 는 32%, 16E EPS 대비 적용 PER 는 21% 디스카운트 적용

▷ 16 년 실적 전망치는 신작 히트수준 사전 예측이 어려워 보수적 관점 견지 + Global Peer 대비 PER 21% DC → Valuation 유의성 확보

주: 15E, 16 EPS 는 유무상증자(15.96% 유증 후 재차 10% 무증) 관련 희석영향(주식수 증가) Fully 반영한 것임

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

컴투스 (078340) _ K-IFRS 연결기준

* 15년 이후 전망치는 15.96% 유상증자 및 유상증자 후 10% 무상증자까지 미리 반영한 수치임

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	641	1,738	4,995	6,462	8,166
현금 및 현금성자산	82	121	1,120	1,585	2,122
금융기관예치금	185	250	2,322	3,284	4,398
매출채권	91	372	530	564	608
기타	283	996	1,024	1,030	1,037
비유동자산	542	759	758	757	756
매도가능금융자산	29	315	315	315	315
유무형자산	60	52	54	56	58
투자부동산	320	314	307	300	294
기타	133	78	81	85	89
자산총계	**1,183**	**2,497**	**5,753**	**7,219**	**8,922**
유동부채	87	320	395	415	441
기타채무	66	158	163	169	175
기타	21	163	232	247	266
비유동부채	16	71	74	76	79
장기기타채무	15	14	15	15	16
부채총계	**104**	**391**	**468**	**491**	**519**
지배주주지분	1,078	2,106	5,285	6,728	8,403
자본금	50	50	64	64	64
자본잉여금 및 기타	249	483	2,377	2,377	2,377
이익잉여금	779	1,572	2,844	4,287	5,962
비지배주주지분	1	0	0	0	0
자본총계	**1,079**	**2,106**	**5,285**	**6,728**	**8,403**
부채및자본총계	**1,183**	**2,497**	**5,753**	**7,219**	**8,922**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**814**	**2,347**	**4,010**	**4,441**	**5,021**
SNG	230	65	57	57	60
Sports	249	613	749	803	841
Strategy/RPG	187	1,567	3,145	3,516	4,052
Action/Puzzle/ETC	112	83	42	47	50
Others	35	19	17	18	18
영업비용	736	1,335	2,406	2,621	2,900
영업이익	**77**	**1,012**	**1,604**	**1,821**	**2,121**
EBITDA	103	1,038	1,632	1,849	2,150
영업외손익	**119**	**25**	**33**	**40**	**42**
금융손익	67	19	38	40	42
기타손익	52	6	-5	0	0
세전계속사업이익	**197**	**1,037**	**1,636**	**1,860**	**2,162**
계속사업법인세비용	3	245	380	432	502
당기순이익	**194**	**792**	**1,257**	**1,428**	**1,660**
지배주주순이익	195	793	1,257	1,428	1,660
총포괄이익	**158**	**1,009**	**1,445**	**1,643**	**1,909**
Profitability (%)					
영업이익률	9.5	43.1	40.0	41.0	42.2
EBITDA Margin	12.6	44.2	40.7	41.6	42.8
당기순이익률	23.8	33.8	31.3	32.2	33.1
ROA	17.7	43.1	30.5	22.0	20.6
ROE	19.4	49.7	34.0	23.8	21.9
ROIC	2.9	52.7	33.5	23.4	21.6

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**106**	**831**	**1,191**	**1,455**	**1,680**
영업에서 창출된 현금	117	856	1,516	1,827	2,117
당기순이익	194	792	1,257	1,428	1,660
조정사항	-71	267	371	418	484
유무형자산상각비	26	26	28	28	29
법인세비용	3	245	380	432	502
이자손익	-14	-20	-38	-40	-42
배당금수익	-54	0	0	0	0
기타	-32	17	0	-2	-5
자산, 부채 증감	-6	-204	-111	-20	-27
법인세, 이자, 배당금	-11	-25	-325	-372	-437
투자활동 현금	**-102**	**-808**	**-2,099**	**-990**	**-1,142**
금융기관예치금 증감	-60	-64	-2,072	-963	-1,114
당기손익인식금융상품	-1	0	0	0	0
매도가능금융자산 증감	-12	-731	0	0	0
유무형자산 증감	-16	-11	-24	-24	-24
기타	-13	-1	-4	-4	-4
재무활동 현금	**0**	**16**	**1,908**	**0**	**0**
유상증자/자기주식	0	16	1,908	0	0
총현금흐름	**4**	**38**	**1,000**	**464**	**538**
기초 현금및현금성자산	**79**	**82**	**121**	**1,120**	**1,585**
기말 현금및현금성자산	**82**	**121**	**1,120**	**1,585**	**2,122**
기말 금융기관예치금	**185**	**250**	**2,322**	**3,284**	**4,398**
기말 총현금유동성	**267**	**371**	**3,442**	**4,869**	**6,520**

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	13.1	17.3	12.7	11.2	9.6
P/B	2.4	6.5	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	22.1	12.8	7.7	6.0	4.4
P/CF	22.7	13.2	12.3	10.9	9.4
Per Share Data (원)					
EPS	1,918	7,853	9,766	11,102	12,904
BPS	10,697	20,877	41,075	52,291	65,309
CPS	1,111	10,254	10,120	11,460	13,265
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	5.8	188.5	70.8	10.8	13.0
영업이익	-51.9	1,208.8	58.5	13.5	16.5
EPS	-5.4	309.4	24.4	13.7	16.2
총자산	17.8	111.1	130.4	25.5	23.6
자기자본	18.4	95.2	151.0	27.3	24.9
Stability (%, 배, 억원)					
부채비율	9.6	18.6	8.9	7.3	6.2
유동비율	617.5	444.4	1,067.0	1,315.2	1,572.9
자기자본비율	91.2	84.3	91.9	93.2	94.2
영업이익/금융비용(배)	29.5	305.8	3,507.8	4,705.7	4,776.6
이자보상배율(배)	532.8	2,881.4	4,854.2	4,809.0	4,871.1
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-267	-371	-3,442	-4,869	-6,520

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

게임빌 (063080)

2015. 6. 16 | 모바일게임

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

매분기 신작모멘텀 조금씩 강화 전망

Buy (maintain)

목표주가 **136,000 원**
현재주가 **88,100 원**

컨센서스 대비 (15E,16E 기준)

상회	부합	하회
		○

2Q15 실적 전분기 대비 소폭 개선 전망 : 스포츠 장르 신작 다수 매출기여 효과, Dragon Blaze 글로벌 론칭 등

1) 2Q15 실적 전분기 대비 소폭 개선 가능성 : ① 이사만루 2015 KBO, MLB Perfect Innings 등 스포츠게임 매출 기여, ② Dragon Blaze 글로벌 론칭 등. 2) 2Q15 신작 동향 : ① 이사만루 2015 KBO(스포츠. 퍼블리싱. 3 월말 국내시장 자체계정 론칭. 매출기여는 2Q15 부터 본격화. 6/10 현재 구글 매출순위 32 위). ② MLB Perfect Innings(스포츠. 퍼블리싱. 4 월초 글로벌 론칭). ③ 던전링크(전략. 퍼블리싱. 4 월말 글로벌 론칭). ④ Dragon Blaze(RPG. 퍼블리싱. 별이되어라 글로벌 버전. 5/14 글로벌 론칭. 출발초기 반응 호조. 론칭 일주일만에 44 개국 매출 100 위권 진입. 국내버전도 5 월초 매출순위 20 위권 이하로 떨어졌다가 글로벌 론칭 직후 시즌 3 업데이트하면서 5 월말 매출순위 8-9 위까지 회복되기도. 그러나, 6 월 이후 순위권 하락세. 6/10 현재 미국 iOS 매출순위 432 위, 일본 iOS 매출순위 88 위, 국내시장 구글 매출순위 17 위 → 6/10 현재 국내외 합산 일평균 매출은 1 억원 후반대 또는 2 억원 초반대 정도 추산)

3Q15 이후에도 QoQ 기준 실적개선 추이 지속 전망 : 2Q15 말 이후 다수 신작 상용화 일정

1) 확산성 밀리언아서(전략. 퍼블리싱) : 6 월말 글로벌 론칭 예정. 2) 제노니아 S(RPG. 자체개발) : 6 월말 글로벌 론칭 예정. 3) 크로매틱 소울(전략. 자체개발) : 7-8 월 글로벌 론칭 예정. 4) 무한던전(RPG. 자체개발) : 8-9 월 글로벌 론칭 예정. 5) 몬스터피커(RPG. 자체개발) : 9-10 월 글로벌 론칭 예정. 6) 이 밖에도 2H15 6 개 정도 신작 추가 론칭 예정(이중 자체개발 2 개 정도)

목표주가 150,000 원에서 136,000 원으로 9% 하향. 투자의견 Buy 유지

1) TP 136,000 원은 15E EPS 대비 PER 26.7 배, 16E EPS 대비 PER 19.4 배 적용한 것. 16E, 17E EPS YoY 각각 37.2%, 29.2% 감안 시 적용 PER 는 有意한 수준이라 판단. 2) TP 9% 하향은 15E, 16E EPS 각각 7.1%, 7.6% 하향 및 적용 EPR 1.5% 하향에 따른 것. 3) 장기 성장잠재력 유효(미드하드 장르 글로벌 론칭 통한 성장). 다만, 단기적으론 히트 신작 출현 시 발 빠른 사후대응 접근 현실적. 4) 5/14 글로벌 론칭한 Dragon Blaze 는 의미있는 모멘텀이 되지 못하고 있는 상황(모멘텀으로 작용하기엔 히트수준 약함. 출시초기에 비해 순위지표 하락세). 따라서, 제노니아 S 등 6 월말 이후 글로벌 론칭 예정 신작들의 론칭초기 반응 지속적으로 살펴야

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		5,746 억원
발행주식수		6,522 천주
52 주 최고가/최저가		184,400 / 66,800 원
90 일 일평균거래대금		197 억원
외국인 지분율		5.5%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		34,787 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-19.0%
	6 개월	-68.0%
	12 개월	-56.0%
주주구성	송병준 외 8	29.0%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (x)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	812	121	153	140	2,145	-46.9	145	21.3	17.5	1.8	10.9
2014	1,450	114	296	229	3,516	63.9	152	34.3	48.7	4.1	12.7
2015E	1,763	139	428	333	5,100	45.1	182	17.3	27.4	2.5	15.8
2016E	2,234	238	585	456	6,997	37.2	284	12.6	16.1	2.1	18.3
2017E	2,799	365	756	590	9,040	29.2	413	9.7	9.7	1.7	19.5

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

컴투스 유상증자에 대한 게임빌 대응방안 상상하기

컴투스 15.96% 유상증자. 게임빌의 영향은?

게임빌이 컴투스 지분율 24.4%를 유지하려면 컴투스 유상증자 모집총액 1,900억원의 24.4%인 464억원의 유증참여 대금이 필요하다. 그러나, 게임빌은 보유현금이 320억원 정도에 불과하여 컴투스 유증 참여가 어려운 상태이다. 게임빌이 컴투스 유증에 불참할 경우 컴투스 지분율은 24.4%에서 21.1%로 3.3%P 하락하게 된다.

게임빌 대응방안 상상하기 : 아래 시나리오는 본연구원 상상. 사측 대응방식은 미정

시나리오 1 게임빌의 컴투스 유상증자 불참. 이 경우 게임빌의 컴투스 지분율은 3.3%P 하락

시나리오 2 게임빌 보유현금 320억원 중 일부를 활용하여 유상증자 부분적으로만 참여.
이 경우 게임빌의 컴투스 지분율은 3.3%P보다는 조금 덜 하락

시나리오 3 차입, CB/BW 발행 등 타인자본 조달 통해 유상증자 참여
(일부 조달, 일부 보유현금 활용도 가능)

시나리오 4 게임빌의 컴투스에 대한 3자 배정 방식 유상증자 통한 게임빌 컴투스 양사간 주식스와핑

1) 게임빌 자기주식수는 42,265주로서 주식수의 0.65%, 시가 41억원에 불과. 자기주식을 재원으로 컴투스 유증에 참여(상호 주식스와팡)하기는 어려움

2) 컴투스 유증 참여 자금 464억원 마련을 위한 방법으로 컴투스에 대한 3자 배정 방식의 게임빌 유상증자를 고려해볼 수 있다고 판단. 게임빌 유상증자는 현재주식수 대비 7% 정도가 필요하게 되며, 이 경우 게임빌의 컴투스 대상 3자 배정 유상증자 후 컴투스의 게임빌 지분율은 6.5%가 됨(일부 보유현금 활용, 일부 3자 배정 유증 통한 게임빌 컴투스 양사간 주식스와핑도 가능)

시나리오 5 게임빌의 컴투스 외 업체에 대한 3자 배정 방식 유상증자 통한
컴투스 유상증자 참여 대금 마련

1) 3자 배정 유증 금액은 컴투스 유증 참여 금액 465억원 전액 또는 일부(이 경우 나머지 일부는 보유현금으로)

2) 3자 배정 유증의 대상은 지명도 있는 대형 게임 업체(가령, 넥슨 등)이면 더욱 좋음

게임빌 주주 입장에선 어느 시나리오의 경우에도 우려요인은 제한적

게임빌 주주 입장에선, 1) 컴투스 유증 불참 또는 부분 참여로 게임빌의 컴투스 지분율 소폭 하락해도, 2) 컴투스 유증 참여 위한 타인자본 조달로 다소의 이자비용 부담 발생해도, 3) 컴투스 유증 참여 위한 게임빌 소규모 유증으로 게임빌 EPS가 소폭 희석되더라도 크게 우려할 필요는 없다고 판단 → 게임빌 주주 입장에선 컴투스가 유증을 통해 M&A 빅딜 등으로 가치 상승 계기를 마련했다는 점이 더 중요

1Q15 영업실적 Review

표52 게임빌 1Q15 영업실적 Review 1 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15E	1Q15	YoY	QoQ	1Q15E 대비
매출액	278	415	424	356	27.9	-14.3	-16.1
스포츠	58	78	65	45	-22.1	-42.0	-30.3
전략	69	48	46	46	-33.4	-3.9	0.7
RPG	140	278	303	259	85.1	-7.0	-14.5
기타	11	11	11	6	-47.0	-46.8	-45.4
영업비용	240	396	385	341	41.6	-13.9	-11.5
인건비	48	55	53	56	17.6	1.6	6.0
마케팅비	10	24	14	24	149.3	0.1	73.1
지급수수료	109	155	159	132	21.4	-15.0	-17.1
로열티	45	109	113	84	86.8	-23.4	-26.0
감가상각비	2	3	3	3	35.6	-2.1	0.1
무형자산상각비	6	7	7	7	25.9	-3.2	0.2
기타	21	41	35	34	59.9	-16.4	-2.9
영업이익	38	19	39	15	-59.4	-21.6	-60.9
영업이익률(%)	13.5	4.7	9.2	4.3	9.2%P↓	0.4%P↓	4.9%P↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

표53 게임빌 1Q15 영업실적 Review 2 (단위 : 억원, %)

구분	1Q15E	1Q15M	1Q15	1Q15E 대비	1Q15M 대비
매출액	424	449	356	-16.1	-20.7
영업이익	39	39	15	-60.9	-60.8
영업이익률(%)	9.2	8.7	4.3	4.9%P↓	4.4%P↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치. 1Q15M 은 실적발표 시점의 시장 컨센서스 전망치
자료: 게임빌, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q15 영업실적 Preview

표54 게임빌 2Q15 영업실적 Preview 1 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	YoY	QoQ
매출액	332	356	410	23.4	15.2
스포츠	79	45	66	-17.0	45.5
전략	68	46	50	-25.5	9.5
RPG	174	259	288	65.4	11.5
기타	11	6	6	-49.7	-7.0
영업비용	310	341	381	23.0	12.0
인건비	47	56	59	23.4	4.3
마케팅비	15	24	31	115.0	29.3
지급수수료	137	132	147	6.9	11.1
로열티	75	84	96	27.3	14.1
감가상각비	2	4	3	35.5	-14.6
무형자산상각비	7	7	7	5.8	13.1
기타	26	34	39	46.8	13.5
영업이익	22	15	29	29.4	87.5
영업이익률(%)	6.7	4.3	7.0	0.3%P ↑	2.7%P ↑

▶ 2Q15 매출 410 억원으로서 전분기 대비 15% 증가 추정
- ▷ 2Q15 스포츠 장르 매출 66 억원으로서 전분기 대비 46% 대폭 증가 추정 : 스포츠시즌 시작, 성수기 효과 + 신작 론칭 효과
  - ▫ '이사만루 2015 KBO' 3 월말 국내시장 론칭 : 6/10 현재 구글 매출순위 32 위
  - ▫ 'MLB Perfect Innings' 4 월초 글로벌 론칭
- ▷ 2Q15 전략 장르 매출 50 억원으로서 전분기 대비 10% 증가 전망
  - ▫ 던전링크 4 월말 글로벌 론칭. 출시초기 반응은 양호했으나 5 월 이후 지표 하락세
- ▷ 2Q15 RPG 장르 매출 288 억원으로서 전분기 대비 12% 증가 전망
  - ▫ Dragon Blaze 5/14 글로벌 론칭 및 이와 동시에 국내버전(별이되어라) 시즌 3 업데이트
  - ▫ Dragon Blzae 론칭초기 양호한 출발(44 개국 100 위권 진입), 국내버전 시즌 3 업데이트 후 순위 상승
  - ▫ Dragon Blaze 글로벌 론칭, 별이되어라 국내시장 시즌 3 등은 6 월 이후 매출순위 다소 하락했으나 2Q15 상당수준 매출기여 전망

▶ 2Q15 영업비용 381 억원으로서 전분기 대비 12%(40 억원) 증가 전망
- ▷ 마케팅비, 지급수수료, 로열티 등의 증가

▶ 2Q15 영업이익 29 억원으로서 전분기 대비 88%(14 억원) 증가 추정
- ▷ 이익 규모가 작아 QoQ 88% 수치는 큰 의미는 없음

주: K-IFRS 연결기준
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

표55 게임빌 2Q15 영업실적 Preview 2 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15M	YoY	QoQ	2Q15E	YoY	QoQ	2Q15M 대비
매출액	332	356	450	35.5	26.5	410	23.4	15.2	-8.9
영업이익	22	15	43	94.4	181.6	29	29.4	87.5	-33.4
영업이익률(%)	6.7	4.3	9.6	2.9%P ↑	5.3%P ↑	7.0	0.3%P ↑	2.7%P ↑	2.6%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2Q15M 은 시장 컨센서스 전망치. 2Q15E 는 당사 전망치
자료: 게임빌, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

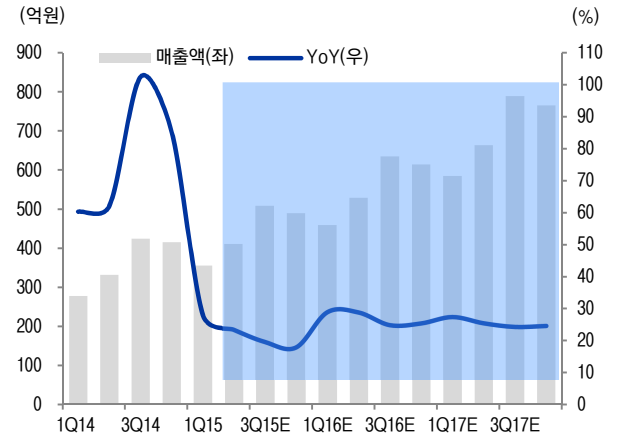
실적 전망

표56 게임빌 신작 론칭 일정

모바일게임	모바일게임
▶ 이사만루 2015 KBO : 스포츠. 퍼블리싱 ▷ 3 월말 국내시장 자체계정 론칭 단행(매출기여는 2Q15 부터)	▶ 크로매틱소울 : 전략. 자체개발 ▷ 7-8 글로벌 론칭 예정
▶ MLB Perfect Innings : 스포츠. 퍼블리싱 ▷ 4 월초 글로벌 론칭 단행	▶ 몬스터피커 : RPG. 자체개발 ▷ 9-10 글로벌 론칭 예정
▶ 던전링크 : 전략. 퍼블리싱 ▷ 4 월말 글로벌 론칭 단행	▶ 기타 ▷ 이 외에도 2H15 6 개 정도 신작 추가 론칭 예정 ▷ 이 중 2 개 정도는 자체개발
▶ Dragon Blaze(별이되어라 글로벌 버전) : RPG. 퍼블리싱 ▷ 15.05.14 글로벌 론칭 단행	
▶ 확산성 밀리언아서 : 전략. 퍼블리싱 ▷ 6 월말 글로벌 론칭 예정	**온라인게임**
▶ 제노니아 S : RPG. 자체개발 ▷ 6 월말 글로벌 론칭 예정	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함

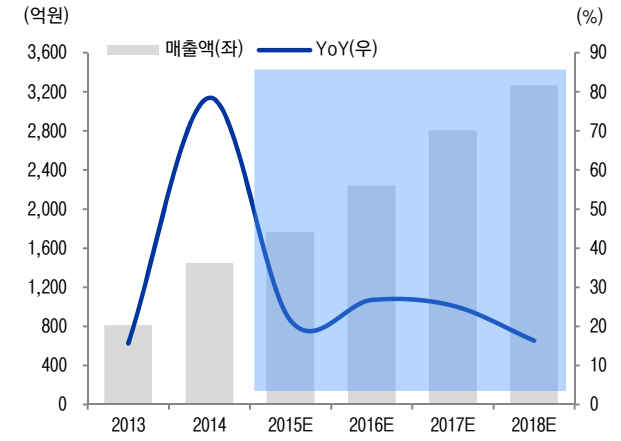
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 게임빌 분기별 매출액 추이



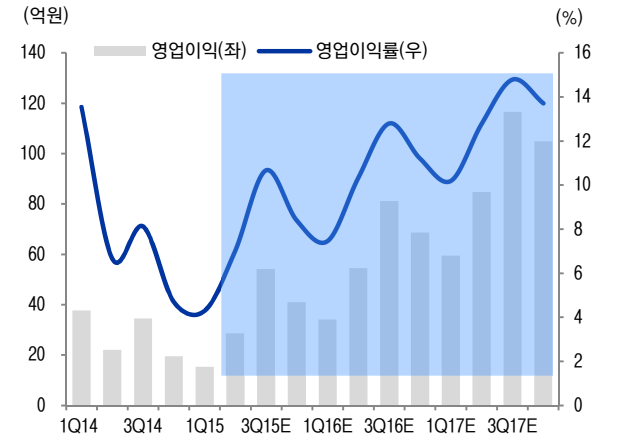
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 게임빌 연도별 매출액 추이



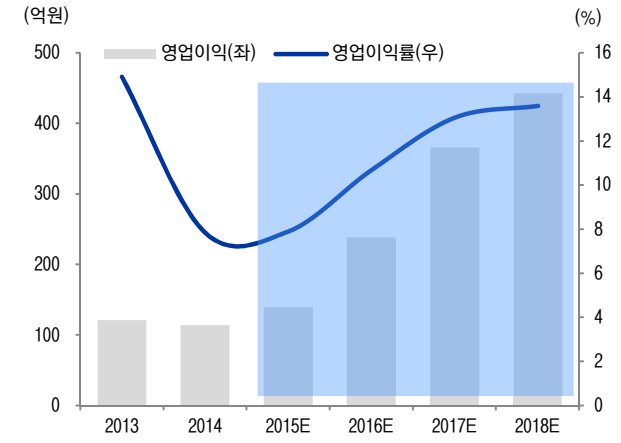
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 게임빌 분기별 영업이익 추이



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 게임빌 연도별 영업이익 추이



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

표57 게임빌 분기별 실적 전망 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	278	332	425	415	356	410	508	489	459	528	634	614	584	663	788	765
스포츠	52	79	76	78	45	66	63	65	48	66	63	65	50	66	64	65
전략	71	68	55	63	46	50	57	54	45	49	55	52	45	49	54	51
RPG	143	174	281	263	259	288	382	365	359	407	509	490	483	542	664	641
기타	13	11	13	11	6	6	6	6	6	6	6	6	7	6	6	7
영업비용	240	310	390	396	341	381	454	448	424	474	553	545	525	578	672	660
인건비	48	47	51	56	56	59	59	64	63	65	66	70	69	71	72	76
마케팅비	10	15	18	24	24	31	33	35	28	35	37	39	32	39	41	43
지급수수료	109	137	171	160	132	147	188	180	172	191	237	227	221	242	297	286
로열티	45	75	109	109	84	96	120	114	109	124	151	145	140	157	190	182
감가상각비	2	2	3	3	4	3	3	3	4	3	3	4	4	4	4	4
무형자산상각비	6	7	7	7	7	7	8	8	7	8	8	8	7	8	8	8
기타	21	26	30	36	34	39	42	43	42	47	51	51	51	56	60	60
영업이익	38	22	34	19	15	29	54	41	34	55	81	69	59	85	116	105
영업이익률(%)	13.5	6.7	8.1	4.7	4.3	7.0	10.7	8.4	7.5	10.3	12.8	11.2	10.2	12.8	14.8	13.7
순이익	36	34	98	61	52	86	108	86	88	115	140	114	117	148	175	150
순이익률(%)	13.0	10.4	23.1	14.7	14.6	21.1	21.3	17.6	19.2	21.8	22.1	18.5	20.0	22.3	22.2	19.6
지배주주순이익	36	34	98	63	49	82	102	82	83	109	133	108	111	140	166	143
순이익 대비(%)	101.2	100.0	100.4	103.4	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
EBITDA	46	31	45	30	26	39	65	52	45	66	93	80	71	96	128	117
EBITDA Margin(%)	16.4	9.5	10.6	7.3	7.2	9.6	12.8	10.7	9.8	12.4	14.6	13.1	12.1	14.5	16.3	15.3
YoY	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	60.3	62.1	102.5	85.1	27.9	23.4	19.6	17.9	28.9	28.8	24.8	25.4	27.4	25.4	24.3	24.6
스포츠	-3.4	11.2	4.1	4.6	-12.5	-17.0	-16.8	-17.1	6.6	0.2	0.4	0.2	3.6	0.9	1.2	1.0
전략	44.5	47.8	-13.3	-16.0	-35.1	-25.5	4.0	-13.8	-1.2	-1.9	-3.4	-2.8	-1.0	-1.8	-2.8	-2.3
RPG	325.4	211.9	405.9	384.5	81.2	65.4	35.9	38.4	38.6	41.1	33.4	34.4	34.6	33.0	30.4	30.9
영업이익	-21.6	-37.4	77.9	5.7	-59.5	29.4	56.9	110.8	123.8	90.4	49.8	67.2	74.0	55.1	43.6	52.4
순이익	-33.4	-13.4	449.5	115.6	44.0	151.2	10.1	41.9	69.6	33.0	29.5	31.5	32.5	28.4	25.3	32.3
QoQ	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	24.0	19.4	27.8	-2.2	-14.3	15.2	23.9	-3.7	-6.3	15.2	20.0	-3.2	-4.8	13.4	19.0	-3.0
스포츠	-30.7	53.5	-4.0	2.4	-42.0	45.5	-3.7	2.1	-25.5	36.8	-3.5	1.9	-23.0	33.1	-3.1	1.7
전략	-5.0	-4.6	-18.9	14.3	-26.6	9.5	13.2	-5.3	-15.8	8.7	11.5	-4.8	-14.2	7.8	10.4	-4.3
RPG	162.7	22.2	61.1	-6.3	-1.8	11.5	32.3	-4.5	-1.6	13.5	25.1	-3.8	-1.4	12.2	22.6	-3.4
영업이익	104.3	-41.3	55.9	-43.5	-21.6	87.5	88.9	-24.1	-16.8	59.5	48.6	-15.3	-13.4	42.2	37.6	-10.1
순이익	27.7	-4.5	184.8	-37.9	-14.7	66.6	24.9	-20.0	1.9	30.7	21.6	-18.8	2.7	26.7	18.7	-14.3

▶ 분기별 매출 추정 Logic

▷ 2Q15 이후 스포츠, 전략, RPG 장르 등 주요 신작 론칭일정 중심으로 각 신작별 기대수준 감안하여 장르별로 추정에 반영

- 2Q15 중 론칭한 신작들은 론칭일정 감안한 2Q15 매출발생일수 및 매출순위 동향 등 감안하여 추정
- 향후 론칭 예정 신작들은 론칭 예정 시기 및 각각의 기대수준 감안하여 추정에 반영

▷ 2Q15 매출 QoQ 15.2%, 3Q15 매출 QoQ 23.9% 추정

- 2Q15 매출 QoQ 15.2% 추정은 스포츠 장르 성수기 효과 및 신작 효과 반영 + Dragon Blaze 글로벌 론칭 효과 반영
- 3Q15 매출 QoQ 23.9% 추정은 2Q15 말 이후 RPG 및 전략 등 미드하드 장르 신작 글로벌 론칭 일정 집중 반영
- 모바일게임은 게임별 추정은 어려움
- 분기별 신작 일정 토대로 주요 신작별 기대수준을 대략적으로 반영하다가 특정 신작 빅히트 시 사후적으로 업데이트하는 방식

주: K-IFRS 연결기준

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

표58 게임빌 연도별 실적 전망

(단위 : 억원, 원, %)

구분	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	812	1,450	1,763	2,234	2,799	3,258
스포츠	272	284	239	242	246	233
전략	233	256	208	203	198	195
RPG	199	861	1,293	1,765	2,329	2,803
기타	108	48	24	25	26	27
영업비용	691	1,336	1,624	1,996	2,434	2,816
인건비	125	202	238	263	288	312
마케팅비	40	66	124	140	155	171
지급수수료	242	578	646	827	1,047	1,231
로열티	185	338	414	530	670	788
감가상각비	6	11	14	15	15	16
무형자산상각비	19	27	29	31	32	33
기타	75	114	158	191	227	265
영업이익	121	114	139	238	365	442
영업이익률(%)	14.9	7.8	7.9	10.7	13.0	13.6
순이익	140	229	333	456	590	682
순이익률(%)	17.2	15.8	18.9	20.4	21.1	20.9
지배주주순이익	140	232	316	433	559	647
순이익 대비(%)	100.1	101.3	94.9	94.9	94.9	94.9
EBITDA	145	152	182	284	413	492
EBITDA Margin(%)	17.9	10.5	10.3	12.7	14.7	15.1
EPS (원)	2,145	3,516	5,100	6,997	9,040	10,458
YoY	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	15.6	78.5	21.6	26.7	25.3	16.4
스포츠	10.3	4.6	-16.1	1.5	1.6	-5.1
전략	157.6	10.0	-19.0	-2.4	-2.0	-1.7
RPG	56.9	332.1	50.1	36.5	32.0	20.3
영업이익	-49.8	-6.1	22.3	71.4	53.2	21.1
순이익	-37.6	63.9	45.1	37.2	29.2	15.7
EPS	-46.9	63.9	45.1	37.2	29.2	15.7

▶ 2015E : 매출 1,763 억원(YoY 22%), 영업이익 139 억원(YoY 22%. OPM 7.9%)

▷ 당사 전망치, 회사측 가이디언스(매출 2,171 억원, 영업이익 258 억원, OPM 11.9%) 대비 보수적

▷ 당사 전망치, 시장 컨센서스 전망치(매출 1,881 억원, 영업이익 209 억원) 대비 보수적

▷ 14 년 6 월 컴투스 서머너즈워 글로벌 론칭 후 빅히트로 동사 주가도 폭발. 그러나, 그 이후 1 년 동안 빅히트 신작 없었음

▶ 2016E : 매출 2,234 억원(YoY 27%), 영업이익 238 억원(YoY 71%. OPM 10.7%)

▷ 당사 전망치, 시장 컨센서스 전망치(매출 2,301 억원, 영업이익 336 억원) 대비 보수적

▷ 컴투스 대비 실적의 절대규모가 작아 2016 년 이후 매출 YoY 는 컴투스보다 클 것으로 추정

주: K-IFRS 연결기준

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표59 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위 : %)

업체	2015E 매출 YoY	2015E OPM	2015E EBITDA Margin	2015E ROE	2016E 매출 YoY	2016E OPM	2016E EBITDA Margin	2016E ROE
EA	4.5	26.0	30.6	26.4	5.1	28.5	32.2	26.8
NEXON	8.0	33.2	41.1	13.1	5.4	33.5	40.4	13.0
TENCENT	27.2	37.7	44.1	31.6	28.8	37.7	43.5	30.9
DENA	8.0	16.9	22.5	9.1	17.5	20.7	26.6	12.8
GREE	-2.6	19.6	25.3	9.6	2.0	19.4	24.8	9.1
GAME LOFT	22.2	5.6	11.9	6.7	8.4	7.6	13.8	9.4
엔씨소프트	-2.2	28.3	32.6	13.5	18.7	36.6	40.3	18.1
네오위즈게임즈	9.1	22.5	25.6	11.4	18.9	26.2	28.8	14.4
컴투스	70.8	40.0	40.7	34.0	10.8	41.0	41.6	23.8
Everage	**16.1**	**25.5**	**30.5**	**17.3**	**12.8**	**27.9**	**32.5**	**17.6**
게임빌	**21.6**	**7.9**	**10.3**	**15.8**	**26.7**	**10.7**	**12.7**	**18.3**

▶ 2015E, 2016E 기준 모두 Global Peer 대비 성장성 지표 우위, 수익성 지표 열위

▶ 전체적으로 Global Peer 대비 펀드멘털 지표 소폭 열위(빅히트 신작 출현을 통한 펀드멘털 지표 가파른 개선 가능성 상존)

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표60 상대평가 Valuation Table (단위 : 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2015E EPS	2015E PER (현재가)	2015E PER (목표가)	2016E EPS	2016E PER (현재가)	2016E PER (목표가)
EA	62.59	67.58	2.83	22.1	23.9	3.24	19.3	20.8
NEXON	1,686.00	1,636.67	108.51	15.5	15.1	115.35	14.6	14.2
TENCENT	154.30	181.49	4.23	36.5	42.9	5.55	27.8	32.7
DENA	2,392.00	2,832.59	119.34	20.0	23.7	173.33	13.8	16.3
GREE	733.00	796.71	46.88	15.6	17.0	47.66	15.4	16.7
GAME LOFT	4.12	4.57	0.12	34.3	38.1	0.18	23.4	26.0
엔씨소프트	188,000	280,000	8,884	21.2	31.5	13,372	14.1	20.9
네오위즈게임즈	19,600	26,000	1,578	12.4	16.5	2,254	8.7	11.5
컴투스	124,500	175,000	9,766	12.7	17.9	11,102	11.2	15.8
Everage				**21.2**	**25.2**		**16.5**	**19.4**
게임빌	**88,100**	**136,000**	**5,100**	**17.3**	**26.7**	**6,997**	**12.6**	**19.4**

▶ 목표주가 136,000 원은 15E EPS 대비 PER 26.7 배, 16E EPS 대비 PER 19.4 배 적용한 것

▷ Global Peer 목표 PER 와 유사한 수준의 목표 PER 적용

▷ 16E, 17E EPS YoY 각각 37.2%, 29.2% 감안 시 15E, 16E EPS 대비 적용 PER 는 有意한 수준이라 판단

▶ 목표주가 136,000 원은 종전 목표주가 150,000 원 대비 9% 하향된 것

▷ 15E, 16E EPS 각각 7.1%, 7.6% 하향 및 적용 PER 1.5% 하향에 따른 것

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

게임빌 (063080) _K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	637	686	1,024	1,518	2,170
현금 및 현금성자산	103	407	663	1,037	1,537
단기금융상품	327	50	82	128	189
매출채권및기타채권	92	134	163	206	258
기타	115	96	117	148	185
비유동자산	1,155	1,578	1,633	1,686	1,733
관계기업투자	738	1,097	1,157	1,209	1,255
유무형자산	357	426	419	417	415
기타	61	54	57	60	63
자산총계	**1,792**	**2,264**	**2,657**	**3,204**	**3,903**
유동부채	116	282	342	434	543
유동성장기부채	2	1	0	0	0
기타	114	281	342	434	543
비유동부채	12	45	45	45	45
장기차입금	1	0	0	0	0
기타	11	45	45	45	45
부채총계	**127**	**328**	**388**	**479**	**589**
지배주주지분	1,664	1,939	2,271	2,728	3,317
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금 및 기타	747	789	789	789	789
이익잉여금	885	1,117	1,450	1,906	2,496
비지배주주지분	1	-2	-2	-3	-4
자본총계	**1,665**	**1,937**	**2,269**	**2,725**	**3,314**
부채및자본총계	**1,792**	**2,264**	**2,657**	**3,204**	**3,903**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**812**	**1,450**	**1,763**	**2,234**	**2,799**
Sports	272	284	239	242	246
Strategy	233	256	208	203	198
RPG	199	861	1,293	1,765	2,329
Others	108	48	24	25	26
영업비용	691	1,336	1,624	1,996	2,434
영업이익	**121**	**114**	**139**	**238**	**365**
EBITDA	**145**	**152**	**182**	**284**	**413**
영업외손익	**31**	**182**	**289**	**347**	**391**
금융손익	20	8	5	3	2
관계기업투자손익	22	206	302	367	417
기타손익	-10	-32	-18	-23	-28
세전계속사업이익	**153**	**296**	**428**	**585**	**756**
계속사업법인세비용	13	67	95	129	167
당기순이익	**140**	**229**	**333**	**456**	**590**
지배주주순이익	140	232	316	433	559
총포괄이익	**139**	**277**	**349**	**479**	**619**
Profitability (%)					
영업이익률	14.9	7.8	7.9	10.7	13.0
EBITDA Margin	17.9	10.5	10.3	12.7	14.7
당기순이익률	17.2	15.8	18.9	20.4	21.1
ROA	10.0	11.3	13.5	15.6	16.6
ROE	10.9	12.7	15.8	18.3	19.5
ROIC	7.4	7.1	5.6	7.9	9.9

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**58**	**129**	**389**	**519**	**658**
영업에서 창출된 현금	81	145	474	639	814
당기순이익	140	229	333	456	590
조정사항	10	-68	130	166	204
유무형자산상각비	24	39	43	45	48
법인세비용	13	67	95	129	167
이자손익	-20	-8	-5	-3	-2
기타	-7	-165	-3	-5	-8
자산, 부채 증감	-69	-16	11	17	20
법인세, 이자, 배당금	-23	-16	-86	-119	-156
투자활동 현금	**-681**	**92**	**-131**	**-146**	**-157**
단기금융상품 증감	102	277	-32	-46	-62
비유동금융자산 증감	-19	5	-5	-4	-4
관계기업투자 증감	-737	-135	-59	-52	-46
유무형자산 증감	-24	-56	-36	-43	-46
재무활동 현금	**612**	**81**	**-1**	**0**	**0**
유증및주식선택권행사	616	0	0	0	0
장단기차입금 증감	-5	88	-1	0	0
기타	1	-7	0	0	0
총현금흐름	**-12**	**301**	**256**	**374**	**501**
기초 현금및현금성자산	**122**	**103**	**407**	**663**	**1,037**
기말 현금및현금성자산	**103**	**407**	**663**	**1,037**	**1,537**
기말 단기금융상품	**327**	**50**	**82**	**128**	**189**
기말 총현금유동성	**431**	**457**	**745**	**1,164**	**1,726**

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	21.3	34.3	17.3	12.6	9.7
P/B	1.8	4.1	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	17.5	48.7	27.4	16.1	9.7
P/CF	23.6	54.4	15.2	11.4	9.0
Per Share Data (원)					
EPS	2,145	3,516	5,100	6,997	9,040
BPS	25,531	29,692	34,787	41,776	50,806
CPS	1,939	2,220	5,787	7,706	9,773
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	15.6	78.5	21.6	26.7	25.3
영업이익	-49.8	-6.1	22.3	71.4	53.2
EPS	-46.9	63.9	45.1	37.2	29.2
총자산	80.4	26.3	17.3	20.6	21.8
자기자본	83.5	16.3	17.2	20.1	21.6
Stability (%, 배, 억원)					
부채비율	7.6	16.9	17.1	17.6	17.8
유동비율	551.1	243.0	299.2	350.1	399.3
자기자본비율	92.9	85.5	85.4	85.0	84.9
영업이익/금융비용(배)	673.0	344.7	135.0	186.5	289.5
이자보상배율(배)	848.4	897.5	416.4	459.1	600.7
총차입금	3	1	0	0	0
순차입금	-428	-456	-745	-1,164	-1,726

2015. 6. 16 모바일/온라인게임

위메이드 (112040)

인력 효율화 Good. 하반기 신작모멘텀 가능성은?

Analyst 성종화
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

목표주가 43,000 원
현재주가 38,050 원

컨센서스 대비 (15E,16E 기준)

상회	부합	하회
		○

2Q15 신작 동향 점검

1) PC 게임 : 2Q15 순수신작 일정 없음. 4 월말 '이카루스' 위메이드온라인 통해 일본시장 론칭했으며 현재 매출수준은 월매출 기준 10 억원 미만 추산. 2) 모바일게임 : 2Q15 는 순수신작 일정도 없고 국내시장 출시한 게임에 대한 해외시장 진출 계획도 없음

2H15 신작 동향 점검

1) PC 게임 : 4Q15 '로스트사가' 텐센트 통해 중국시장 론칭 가능성(4/3 부터 한달간 15,000 명 대상 Pre CBT. 6 월말부터 3 개월간 10 만명 대상 CBT 예정. 11-12 월 중국시장 상용화 가능성). 2) 모바일게임 : 순수신작은 3Q15 중반(8 월경)부터 론칭 시작, 3Q15 1-2 개, 4Q15 3 개 등 2H15 4-5 개 론칭 예정. 대부분 자체개발 RPG 장르 중심. 2H15 4-5 개 신작 중 최고 기대신작 1 개 정도는 대규모 마케팅 가능성. 론칭 방식은 미정이나 대작의 경우 Global One Build 방식 예상. 기존 국내시장 론칭 게임의 해외시장 진출 일정은 3Q15 중반 '윈드소울' 일본시장 론칭 예정, 곧이어 3Q15 내 '에브리타운' 글로벌 시장 론칭 예정 등이 있음

미르 2 모바일게임 '열혈전기' 관련

1) 미르 2 모바일게임 '열혈전기'는 위메이드의 PC 게임 '미르 2' 소스코드(IP) 활용하여 샨다가 개발. 2) 6-7 월 텐센트 테스트 진행 예정 감안 시 연내 중국시장 상용화 가능성(4Q15 가능성) 상존 판단. 3) 퍼블리싱 주체는 미정이나 텐센트가 참여한 이상 텐센트 단독 퍼블리싱 또는 텐센트, 샨다 공동 퍼블리싱 가능성. 4) 전민기적(웹젠 PC 게임 '뮤' IP 활용하여 천마시공이 개발, 킹넷이 퍼블리싱) 참조 : 웹젠 RS 는 순매출 대비 10%, 총매출 대비 7% 정도. Peak 시 월매출은 총매출 기준 400 억원 정도. 현재까지 월매출은 총액매출 기준 300 억원대 꾸준히 유지. 5) 열혈전기 참조 : 동사 1 차 RS 는 전민기적과 유사한 수준 가정 시 샨다 단독 퍼블리싱 시 총매출 대비 7%, 텐센트 퍼블리싱 시 총매출 기준 4% 정도 시뮬레이션 가능. 동사 : 액토즈소프트 = 70 : 30 RS 감안 시 동사 최종 RS 는 총매출 기준 5% 또는 3% 정도 시뮬레이션 가능. 전민기적 히트수준 적용 시 월평균 10 억원 이상의 수수료 수익 시뮬레이션 가능

목표주가 43,000 원. 투자의견 Hold. 히트 신작 출현할 때까지는 관망

1) 강도 높은 인력 효율화 작업은 긍정적. 2) 2Q15 까진 신작모멘텀 부재. 3) 2H15 는 PC 게임 '로스트사가', 미르 2 모바일게임 '열혈전기' 등 신작모멘텀 가능성. 4) 열혈전기는 동사 RS 비율 미미하여 가치 제고 요인은 제한적이나 상용화 전후 강한 단기 모멘텀 가능성은 상존. 5) 히트신작 출현시점까지는 관망. 히트 신작 출현 시 발빠른 사후 대응 현실적

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		6,392 억원
발행주식수		16,800 천주
52 주 최고가/최저가		49,350 / 34,400 원
90 일 일평균거래대금		139 억원
외국인 지분율		4.3%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		27,364 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-5.0%
	6 개월	-32.0%
	12 개월	-24.7%
주주구성	박관호 외 5	48.6%
	KB 자산운용	5.0%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (x)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	2,274	123	189	123	730	흑전	226	44.7	28.4	1.6	3.6
2014	1,627	-315	2,789	2,063	12,280	1,582.9	-198	3.1	N/A	1.4	50.8
2015E	1,472	-108	-82	-65	-388	-103.2	11	N/A	643.3	1.4	-1.4
2016E	1,855	237	262	209	1,241	-419.5	359	30.7	18.8	1.3	4.4
2017E	2,049	269	294	234	1,396	12.4	395	27.3	17.1	1.3	4.8

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

인력 효율화 동향 점검

개발인력 효율화 작업 지속 진행 중

1. 분기별 연결인력 추이

1) 4Q12말 : 1,530여명(PC게임 개발 300여명, 모바일게임 개발 800여명)

2) 4Q13말 : 1,700여명(PC게임 개발 300여명, 모바일게임 개발 1,000여명)

3) 1Q14말 : 1,780여명(PC게임 개발 300여명, 모바일게임 개발 1,080여명)

4) 2Q14말 : 1,750여명(PC게임 개발 350여명, 모바일게임 개발 1,000여명)

5) 3Q14말 : 1,700여명(PC게임 개발 330여명, 모바일게임 개발 900여명)

6) 4Q14말 : 1,590여명(PC게임 개발 300여명, 모바일게임 개발 800여명)

7) 1Q15말 : 1,500여명(PC게임 개발 270여명, 모바일게임 개발 750여명)

2. 개발인력 효율화 통한 고정비 부담 완화 추이

1) 1Q14까지는 모바일게임 개발인력 중심 연결인력 증가세 지속

2) 2Q14부터 모바일게임 개발인력 효율화 작업 진행. 3Q14부터는 PC게임 개발인력 효율화 작업도 병행(진행 중이던 신작 PJ Drop 등에 따른 자연스런 조정)

3) 한때 1,000명이 넘었던 모바일게임 개발인력은 1Q15말 750여명까지 감소. 모바일게임 개발인력 거품 제거로 고정비 부담 완화 추이

와이디온라인과 미르 2,미르 3,이카루스 국내시장 퍼블리싱으로 인력 효율화 효과 기대

1) 와이디온라인과 미르2, 미르3, 이카루스 등 3개 게임 국내시장 퍼블리싱 계약 체결. 6/1부터 퍼블리싱 주체 변경

2) 궁극적으론 이들 3개 게임 퍼블리싱 관련 인력 100여명 정도 조정 예상

올해말 연결인력은 1,200-1,300 명 수준까지 감소 예상

1) 개발인력 효율화 작업 지속, 와이디온라인으로의 3개 PC게임 퍼블리싱 이전에 따른 인력 감소 등으로 올해말 연결인력은 1,200-1,300명 수준까지 감소 예상

1Q15 영업실적 Review

표61 위메이드 1Q15 영업실적 Review 1 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15E	1Q15	YoY	QoQ	1Q15E 대비
매출액	398	386	382	356	-10.4	-7.7	-6.7
온라인게임	193	223	219	213	10.3	-4.4	-2.8
미르 2	100	85	84	78	-22.5	-8.8	-7.4
미르 3	19	17	17	18	-1.0	8.3	10.7
로스트사가	38	31	31	37	-2.4	20.3	17.8
실크로드	16	11	11	13	-22.8	14.6	16.8
디지몬마스터즈	14	13	13	11	-19.4	-15.6	-13.6
이카루스	0	63	61	53	신규	-16.3	-13.2
기타	6	3	3	3	-48.0	30.2	27.9
모바일게임	205	163	163	144	-29.9	-12.1	-11.9
캐주얼	145	112	114	94	-35.2	-15.9	-17.8
코어	60	52	49	50	-17.0	-3.9	1.9
영업비용	503	492	455	412	-18.1	-16.2	-9.6
인건비	288	249	249	232	-19.7	-6.9	-7.1
지급수수료	126	124	121	102	-19.0	-17.8	-15.2
세금과공과	10	7	8	8	-15.8	21.1	-0.9
광고선전비	8	9	9	8	-6.0	-8.9	-14.5
유무형자산상각비	29	29	30	27	-3.9	-5.7	-7.5
기타	42	74	38	34	-17.3	-53.5	-10.1
영업이익	-105	-106	-73	-55	적자지속	적자지속	양호
영업이익률(%)	-26.4	-27.3	-19.2	-15.6	10.8%P ↑	11.7%P ↑	3.6%P ↑

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표62 위메이드 1Q15 영업실적 Review 2 (단위 : 억원, %)

구분	1Q15E	1Q15M	1Q15	1Q15E 대비	1Q15M 대비
매출액	382	402	356	-6.7	-11.4
영업이익	-73	-51	-55	양호	부합
영업이익률(%)	-19.2	-12.7	-15.6	3.6%P ↑	2.9%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 1Q15E 는 실적발표 시점의 당사 종전 전망치. 1Q15M 은 실적발표 시점의 시장 컨센서스 전망치
자료: 위메이드, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q15 영업실적 Preview

표63 위메이드 2Q15 영업실적 Preview 1 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15E	YoY	QoQ
매출액	425	356	347	-18.5	-2.7
온라인게임	257	213	207	-19.4	-2.6
미르 2	97	78	76	-22.2	-2.2
미르 3	14	18	18	23.8	-3.2
로스트사가	32	37	32	-0.3	-14.3
실크로드	15	13	12	-18.3	-3.2
디지몬마스터즈	13	11	11	-18.6	-2.4
이카루스	81	53	56	-31.3	5.6
기타	4	3	3	-26.3	-4.3
모바일게임	168	144	139	-17.0	-3.0
캐주얼	92	94	91	-0.9	-2.9
코어	76	50	48	-36.5	-3.2
영업비용	477	412	398	-16.6	-3.4
인건비	259	232	216	-16.5	-6.7
지급수수료	116	102	97	-16.0	-4.7
세금과공과	9	8	8	-14.0	-8.6
광고선전비	24	8	11	-55.0	36.7
유무형자산상각비	29	27	30	3.7	9.6
기타	41	34	36	-11.5	4.7
영업이익	-52	-55	-51	적자지속	적자지속
영업이익률(%)	-12.2	-15.6	-14.8	2.6%P ↓	0.8%P ↑

▶ 2Q15 매출 347 억원으로서 전분기 대비 2.7% 감소 추정
  ▷ 2Q15 PC 온라인게임 매출 207 억원으로서 전분기 대비 2.6% 감소 추정
    ▫ '이카루스' 4 월말 위메이드온라인 통해 일본시장 론칭. 월매출 기준 10 억원 미만 수준 추산
    ▫ 2Q15 PC 온라인게임 순수신작 없고, 기존게임은 성숙기 지난 상태라 대체로 소폭 감소 추정
  ▷ 2Q15 모바일게임 매출 139 억원으로서 전분기 대비 3.0% 감소 추정 : 2Q15 모바일게임 신작 없음
▶ 2Q15 영업비용 398 억원으로서 전분기 대비 3.4%(14 억원) 감소 전망 : 인건비 감소 추이 추정(인력 효율화 작업 지속 중)
▶ 2Q15 영업이익 -51 억원으로서 전분기에 이어 적자지속 추정
  ▷ 인력 효율화 작업 지속 중이나 매출 성장정체 극복 없이는 아직은 영업손익 BEP 돌파는 어려운 상황

주: K-IFRS 연결기준
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표64 위메이드 2Q15 영업실적 Preview 2 (단위 : 억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15M	YoY	QoQ	2Q15E	YoY	QoQ	2Q15M 대비
매출액	332	356	450	35.5	26.5	410	23.4	15.2	-8.9
영업이익	22	15	43	94.4	181.6	29	29.4	87.5	-33.4
영업이익률(%)	6.7	4.3	9.6	2.9%P ↑	5.3%P ↑	7.0	0.3%P ↑	2.7%P ↑	2.6%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2Q15M 은 시장 컨센서스 전망치. 2Q15E 는 당사 전망치
자료: 위메이드, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

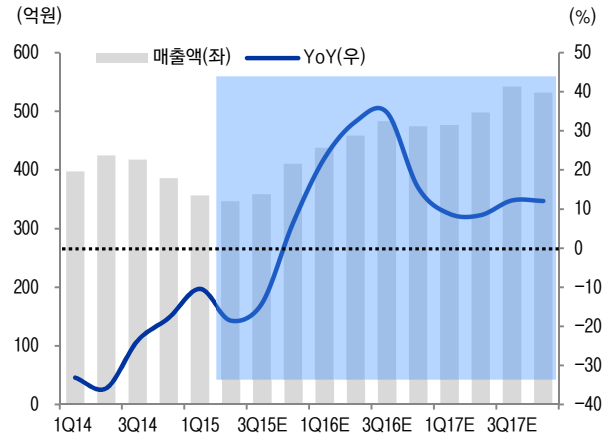
실적 전망

표65 위메이드 신작 론칭 일정

모바일게임	모바일게임
▶ 모바일게임 순수 신작 상용화 일정 ▷ 2Q15 모바일게임 순수신작 상용화 일정 없음 ▷ 3Q15 1-2 개, 4Q15 3 개 등 2H15 4-5 개 론칭 예정 ▫ 구체적 게임명은 미공개 ▫ 대부분 자체개발 RPG 장르 중심 ▫ 론칭방식은 미정이나 이중 1-2 개 대작은 글로벌 론칭 예정 ▶ 미르 2 모바일게임 '열혈전기' 중국시장 ▷ 개발사 샨다 ▫ 미르 2 IP 활용하여 샨다가 모바일게임(RPG)으로 개발 ▷ 퍼블리셔는 텐센트 단독 또는 텐센트, 샨다 공동 예상 ▷ 총매출 대비 7% 정도 RS 후 액토즈소프트 30% RS 지급 가정 ▷ 6 월 텐센트 테스트 진행 예정 ▷ 2015 년내 중국시장 론칭 가능성(4Q15 가능성)	▶ 모바일게임 기존 국내시장 론칭 게임의 해외시장 진출 일정 ▷ 윈드소울 일본시장 : 3Q15 중반 론칭 예정 ▷ 에브리타운 글로벌 론칭 : 3Q15 내 론칭 예정 **온라인게임** ▶ 이카루스 일본시장 (MMORPG) ▷ 4 월말 위메이드온라인 통해 일본시장 론칭 ▷ 현재 월매출 기준 10 억원 미만 추산 ▶ 로스트사가 중국시장 (대전액션 MORPG) ▷ 퍼블리셔 텐센트 ▷ 4/3 부터 한달간 15,000 명 대상 Pre CBT ▷ 6 월말부터 3 개월간 10 만명 대상 CBT 예정 ▷ 4Q15(11-12 월) 중국시장 론칭 가능성

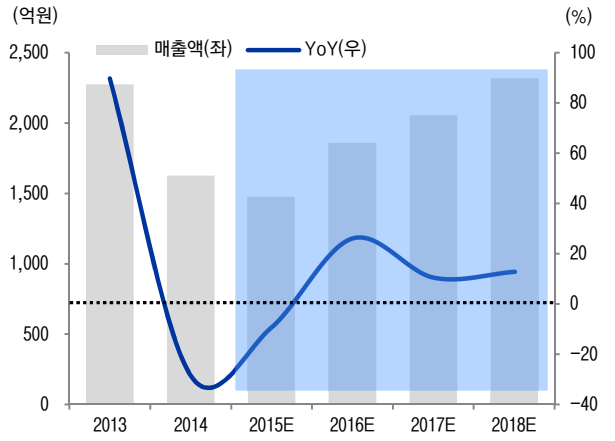
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 위메이드 분기별 매출액 추이



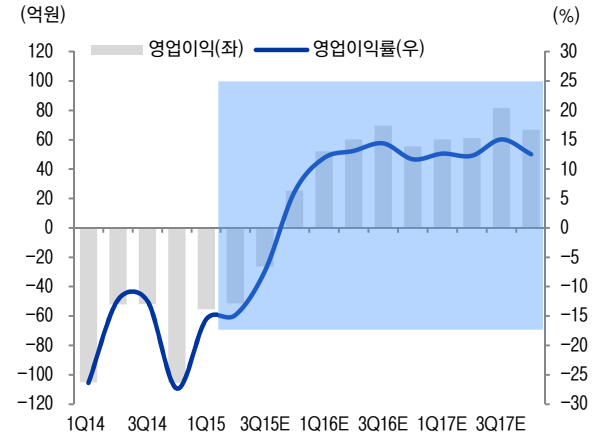
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 위메이드 연도별 매출액 추이



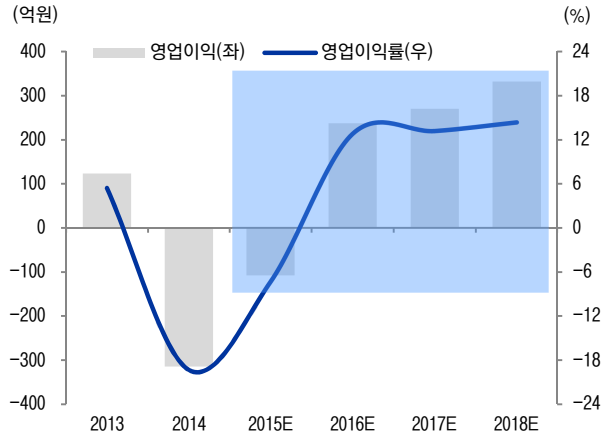
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 위메이드 분기별 영업이익 추이



자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 위메이드 연도별 영업이익 추이



자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표66 위메이드 분기별 실적 전망 (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	398	425	418	386	356	347	359	411	438	459	483	475	477	498	542	532
온라인게임	193	257	244	223	213	207	214	218	232	231	241	240	240	233	236	236
미르 2	100	97	95	85	78	76	78	76	75	74	76	74	74	73	74	73
미르 3	19	14	15	17	18	18	18	18	18	18	18	18	18	17	18	17
로스트사가	38	32	30	31	37	32	30	36	49	46	54	55	57	55	55	56
실크로드	16	15	13	11	13	12	12	12	12	11	11	11	11	11	11	11
디지몬마스터즈	14	13	12	13	11	11	11	11	11	11	11	11	11	10	11	10
이카루스	0	81	75	63	53	56	61	62	60	58	59	60	58	55	56	57
기타	6	4	4	3	3	3	3	3	7	13	12	12	12	11	12	11
모바일게임	205	168	174	163	144	139	145	193	206	228	242	234	237	265	307	296
캐주얼	145	92	97	112	94	91	88	86	90	88	94	92	97	95	104	102
코어	60	76	78	52	50	48	57	107	116	141	149	142	140	170	203	194
기존	60	76	78	52	50	48	57	72	68	86	103	98	94	126	157	151
열혈전기	0	0	0	0	0	0	0	35	48	55	46	45	46	44	46	43
영업비용	503	477	470	492	412	398	385	386	386	399	414	419	417	437	461	465
인건비	288	259	254	249	232	216	200	192	200	198	200	203	210	208	209	213
지급수수료	126	116	121	124	102	97	98	103	105	113	124	121	123	138	158	155
세금과공과	10	9	9	7	8	8	8	7	9	8	8	7	9	8	8	8
광고선전비	8	24	16	9	8	11	12	14	9	12	12	15	9	12	13	15
유무형자산상각비	29	29	30	29	27	30	31	30	28	31	32	31	29	32	32	32
기타	42	41	41	74	34	36	37	40	36	37	38	41	37	39	40	42
영업이익	-105	-52	-52	-106	-55	-51	-26	25	52	60	69	55	60	61	82	67
영업이익률(%)	-26.4	-12.2	-12.4	-27.3	-15.6	-14.8	-7.3	6.1	11.9	13.1	14.4	11.7	12.6	12.3	15.0	12.5
순이익	-119	-17	-10	2,209	-29	-46	-15	24	48	52	61	48	54	53	70	57
순이익률(%)	-30.0	-3.9	-2.3	572.2	-8.1	-13.1	-4.1	5.9	11.0	11.3	12.5	10.1	11.4	10.6	13.0	10.7
지배주주순이익	-115	-14	-5	2,252	-22	-40	-13	21	43	46	54	43	49	48	64	52
순이익 대비(%)	96.6	83.7	52.3	102.0	77.0	87.0	88.0	88.5	88.8	89.0	89.3	89.6	89.8	90.1	90.4	90.6
EBITDA	-76	-23	-22	-76	-28	-21	4	55	81	91	101	87	90	93	114	99
EBITDA Margin(%)	-19.2	-5.4	-5.4	-19.8	-7.8	-6.1	1.2	13.5	18.4	19.9	20.9	18.3	18.8	18.7	21.0	18.6
YoY	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-33.1	-35.8	-23.7	-17.8	-10.4	-18.5	-14.2	6.4	22.9	32.4	34.8	15.5	8.8	8.5	12.2	12.1
온라인게임	-15.6	15.6	12.2	12.5	10.3	-19.4	-12.3	-2.3	9.2	11.1	12.7	10.4	3.1	1.0	-2.1	-1.9
모바일게임	-44.0	-61.8	-47.3	-39.9	-29.9	-17.0	-16.9	18.3	43.3	64.0	67.3	21.2	15.2	16.0	26.5	26.4
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	120.0	15.5	1.7	17.5	20.3
순이익	적전	적전	적전	흑전	적지	적지	적지	-98.9	흑전	흑전	흑전	99.2	13.3	1.5	16.0	18.9
QoQ	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-15.3	6.9	-1.7	-7.6	-7.7	-2.7	3.4	14.6	6.7	4.7	5.3	-1.8	0.5	4.4	9.0	-1.9
온라인게임	-2.5	33.4	-5.3	-8.6	-4.4	-2.6	3.0	1.8	6.9	-0.8	4.4	-0.2	-0.2	-2.8	1.2	0.0
모바일게임	-24.6	-18.2	4.0	-6.3	-12.1	-3.0	4.1	33.4	6.4	11.0	6.2	-3.3	1.2	11.7	15.8	-3.4
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	107.1	15.3	15.6	-20.3	8.7	1.4	33.6	-18.4
순이익	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	99.6	8.2	16.6	-20.9	13.6	-3.1	33.2	-18.9

▶ 2Q15 매출 QoQ -2.7%, 3Q15 매출 QoQ 3.4%, 4Q15 매출 QoQ 14.6% 추정 ▶ 2Q15, 3Q15 영업손익 적지, 4Q15 영업손익 흑전 추정

▷ 2Q15 : PC 게임은 4 월말 이카루스 일본시장 론칭 뿐이고, 모바일게임은 신작 론칭 없음

▷ 3Q15 : 모바일게임 신작 3Q15 중반(8 월경)부터 론칭 시작, 3Q15 1-2 개, 4Q15 3 개 정도 론칭 예정. 대부분 자체개발 RPG 중심

▷ 4Q15 : PC 게임 로스트사가 텐센트 통해 중국시장 론칭 가정. 열혈전기(미르 2 모바일게임) 텐센트/샨다 통해 중국시장 론칭 가정

▷ 2Q15, 3Q15 매출 성장성 부진 & 영업손익 적자지속 VS 4Q15 매출 고성장 & 영업손익 흑자전환 추정(로스트사가, 열혈전기 기여 감안)

주: K-IFRS 연결기준

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

표67 위메이드 연도별 실적 전망 (단위 : 억원, 원, %)

구분	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	2,274	1,627	1,472	1,855	2,049	2,311
온라인게임	867	917	851	944	944	931
미르 2	438	377	308	299	294	290
미르 3	88	65	72	71	70	70
로스트사가	139	130	135	204	223	224
실크로드	78	55	49	46	44	42
디지몬마스터즈	63	53	44	43	42	41
이카루스	0	220	231	237	226	219
기타	61	17	13	44	46	45
모바일게임	1,408	710	621	911	1,105	1,379
캐주얼	1,258	445	359	363	398	435
코어	150	265	262	548	707	944
기존	150	265	227	355	528	773
열혈전기	0	0	35	193	178	171
영업비용	2,151	1,941	1,580	1,618	1,779	1,980
인건비	1,007	1,049	839	801	840	877
지급수수료	802	487	400	463	574	727
세금과공과	38	35	31	31	32	33
광고선전비	49	57	44	47	50	51
유무형자산상각비	103	116	118	122	126	129
기타	152	197	147	153	157	162
영업이익	123	-315	-108	237	269	331
영업이익률(%)	5.4	-19.3	-7.3	12.8	13.1	14.3
순이익	123	2,063	-65	209	234	284
순이익률(%)	5.4	126.8	-4.4	11.2	11.4	12.3
지배주주순이익	0	2,118	-54	186	212	260
순이익 대비(%)	0.0	102.7	82.2	89.2	90.3	91.3
EBITDA	226	-198	11	359	395	460
EBITDA Margin(%)	10.0	-12.2	0.7	19.4	19.3	19.9
EPS (원)	730	12,280	-388	1,241	1,396	1,691
YoY	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	89.7	-28.5	-9.5	26.0	10.5	12.8
온라인게임	-19.4	5.8	-7.1	10.9	0.0	-1.4
모바일게임	1,036.6	-49.6	-12.6	46.7	21.3	24.9
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	13.7	22.9
순이익	흑전	1,582.9	적전	흑전	12.4	21.2
EPS	흑전	1,582.9	적전	흑전	12.4	21.2

▶ 2015E : 매출 1,472 억원(YoY -10%), 영업이익 -108 억원(YoY 적자지속. OPM -7.3%)
- ▷ 당사 전망치, 시장 컨센서스 전망치(매출 1,645 억원, 영업이익 -14 억원) 대비 보수적
- ▷ 1Q15 – 2Q15 부진 지속(1Q15, 2Q15 신작모멘텀 부재)
- ▷ 3Q15 1-2 개, 4Q15 3 개 등 모바일게임 신작 히트수준 추정 어려움. 3Q15 실적도 영업손익 적자지속 추정 현실적
- ▷ 다만, 4Q15(11-12 월) 열혈전기(미르 2 모바일) 중국시장 상용화 가정 및 대략 동사 월 로열티 매출 10 억원 이상 추정 반영하기로 함

▶ 2016E : 매출 1,855 억원(YoY 26%), 영업이익 237 억원(YoY 흑전. OPM 12.8%)
- ▷ 당사 전망치, 시장 컨센서스 전망치(매출 2,130 억원, 영업이익 384 억원) 대비 보수적
- ▷ 열혈전기(미르 2 모바일. RPG) 월평균 10 억원 이상 로열티 매출 지속 가정 + RPG 등 미드하드코어 장르 성장성 강화 가정

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 2014 년 순이익 급증은 4Q14 다음카카오 상장 관련 일회성 평가차익 3,635 억원 발생 때문
자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표68 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위 : %)

업체	2015E 매출 YoY	2015E OPM	2015E EBITDA Margin	2015E ROE	2016E 매출 YoY	2016E OPM	2016E EBITDA Margin	2016E ROE
EA	4.5	26.0	30.6	26.4	5.1	28.5	32.2	26.8
NEXON	8.0	33.2	41.1	13.1	5.4	33.5	40.4	13.0
TENCENT	27.2	37.7	44.1	31.6	28.8	37.7	43.5	30.9
DENA	8.0	16.9	22.5	9.1	17.5	20.7	26.6	12.8
GREE	-2.6	19.6	25.3	9.6	2.0	19.4	24.8	9.1
GAME LOFT	22.2	5.6	11.9	6.7	8.4	7.6	13.8	9.4
엔씨소프트	-2.2	28.3	32.6	13.5	18.7	36.6	40.3	18.1
네오위즈게임즈	9.1	22.5	25.6	11.4	18.9	26.2	28.8	14.4
컴투스	70.8	40.0	40.7	34.0	10.8	41.0	41.6	23.8
게임빌	21.6	7.9	10.3	15.8	26.7	10.7	12.7	18.3
Everage	**16.7**	**23.8**	**28.5**	**17.1**	**14.2**	**26.2**	**30.5**	**17.7**
위메이드	**-9.5**	**-7.3**	**0.7**	**-1.4**	**26.0**	**12.8**	**19.4**	**4.4**

▶ Global Peer 대비 위메이드 펀드멘털 지표는 2015 년은 성장성, 수익성 모두 압도적 열위, 2016 년은 성장성은 우위, 수익성은 열위

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표69 상대평가 Valuation Table (단위 : 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2015E EPS	2015E PER (현재가)	2015E PER (목표가)	2016E EPS	2016E PER (현재가)	2016E PER (목표가)
EA	62.59	67.58	2.83	22.1	23.9	3.24	19.3	20.8
NEXON	1,686.00	1,636.67	108.51	15.5	15.1	115.35	14.6	14.2
TENCENT	154.30	181.49	4.23	36.5	42.9	5.55	27.8	32.7
DENA	2,392.00	2,832.59	119.34	20.0	23.7	173.33	13.8	16.3
GREE	733.00	796.71	46.88	15.6	17.0	47.66	15.4	16.7
GAME LOFT	4.12	4.57	0.12	34.3	38.1	0.18	23.4	26.0
엔씨소프트	188,000	280,000	8,884	21.2	31.5	13,372	14.1	20.9
네오위즈게임즈	19,600	26,000	1,578	12.4	16.5	2,254	8.7	11.5
컴투스	124,500	175,000	9,766	12.7	17.9	11,102	11.2	15.8
게임빌	88,100	136,000	5,100	17.3	26.7	6,997	12.6	19.4
Everage				**20.8**	**25.3**		**16.1**	**19.4**
위메이드	**38,050**	**43,000**	**-388**	**N/A**	**N/A**	**1,241**	**30.7**	**34.6**

▶ 위메이드 목표 PER 가 Global Peer 목표 PER 보다 훨씬 높은 것은 다음카카오 지분가치 반영에 따른 것

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표70 위메이드 목표주가 산출 (단위 : 주, 원, 억원, 배)

자체 적정주가 + 다음카카오 보유지분 주당가치			
다음카카오 최종 주식수(Stock Option 전량 행사 감안)	61,074,053	위메이드 16E EPS(원)	1,241
다음카카오 목표주가(원)	165,000	적용 PER(배)	16.2
다음카카오 목표 시가총액(억원)	100,772	위메이드 자체 적정주가(원) : b	20,107
위메이드의 다음카카오 보유 지분 주식수	2,333,270	(적용 PER 는 Global Peer 목표 PER 평균 대비 15% DC)	
다음카카오 최종주식수 대비 위메이드의 다음카카오 지분율	3.82%		
위메이드의 다음카카오 보유지분 가치(억원)	3,850		
위메이드 주식수	16,800,000		
다음카카오 보유지분 가치의 위메이드 주당 적정가 기여분(원) : a	22,916	**위메이드 목표주가(원) : a + b**	**43,023**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

위메이드 (112040) _ K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	**1,441**	**1,231**	**886**	**910**	**969**
현금및현금성자산	575	539	318	258	263
단기금융상품	363	197	116	94	96
매출채권및기타채권	343	365	334	411	450
비유동자산	**2,253**	**4,189**	**4,429**	**4,633**	**4,808**
유무형자산	1,614	1,029	1,070	1,101	1,130
투자자산	409	3,063	3,266	3,442	3,590
기타	230	97	94	91	88
자산총계	**3,694**	**5,420**	**5,315**	**5,543**	**5,777**
유동부채	**229**	**281**	**265**	**306**	**325**
매입채무및기타채무	104	119	112	129	137
미지급법인세	12	0	0	0	0
기타	113	162	153	177	188
비유동부채	**25**	**457**	**453**	**451**	**449**
확정급여부채	15	10	8	7	8
기타	11	447	445	443	441
부채총계	**254**	**738**	**718**	**757**	**774**
지배주주지분	**2,742**	**4,030**	**3,965**	**4,173**	**4,408**
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금 및 기타	1,620	789	789	789	789
이익잉여금	1,036	3,154	3,089	3,297	3,531
비지배주주지분	**698**	**652**	**633**	**614**	**595**
자본총계	**3,440**	**4,682**	**4,597**	**4,787**	**5,003**
부채및자본총계	**3,694**	**5,420**	**5,315**	**5,543**	**5,777**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**2,274**	**1,627**	**1,472**	**1,855**	**2,049**
영업비용	2,151	1,941	1,580	1,618	1,779
영업이익	**123**	**-315**	**-108**	**237**	**269**
EBITDA	226	-198	11	359	395
비영업손익	**65**	**3,104**	**26**	**25**	**25**
기타수익	82	52	5	5	5
기타비용	64	556	8	8	9
금융수익	63	3,679	26	25	25
금융비용	27	14	5	6	6
관계기업투자손익	11	-58	9	9	9
세전계속사업이익	**189**	**2,789**	**-82**	**262**	**294**
계속사업법인세비용	65	726	-17	53	60
계속사업이익	124	2,063	-65	209	234
중단사업손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	**123**	**2,063**	**-65**	**209**	**234**
지배주주순이익	0	2,118	-54	186	212
총포괄이익	**100**	**1,280**	**-57**	**183**	**206**
Profitability (%)					
영업이익률	5.4	-19.3	-7.3	12.8	13.1
EBITDA Margin	10.0	-12.2	0.7	19.4	19.3
당기순이익률	5.4	126.8	-4.4	11.2	11.4
ROA	3.4	45.3	-1.2	3.8	4.1
ROE	3.6	50.8	-1.4	4.4	4.8
ROIC	2.9	-5.7	-2.0	4.4	4.8

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**156**	**-90**	**47**	**236**	**298**
영업에서 창출된 현금	204	-65	13	270	338
당기순이익	123	2,063	-65	209	234
조정사항	151	-2,207	44	145	147
유무형자산상각비	103	116	118	122	126
법인세비용	65	726	-17	53	60
이자손익	0	0	0	0	0
기타	-29	-25	-19	-18	-18
자산,부채 증감	12	-3,024	-38	-13	-22
법인세, 이자, 배당금 등	-70	79	34	-83	-43
투자활동 현금흐름	**-57**	**147**	**-268**	**-296**	**-293**
단기금융상품 증감	-19	187	81	22	-2
유무형자산 증감	-78	-23	-159	-154	-155
투자,기타비유동자산	40	-16	-190	-165	-136
재무활동 현금흐름	**-88**	**-90**	**0**	**0**	**0**
장단기차입금 증감	-2	0	0	0	0
주식매수선택권 행사	-33	0	0	0	0
자기주식 증감	-14	0	0	0	0
배당금 지급	0	-35	0	0	0
기타	-39	-55	0	0	0
총현금흐름	**11**	**-33**	**-222**	**-60**	**5**
기초 현금및현금성자산	**574**	**575**	**539**	**318**	**258**
외화환산 등 현금 증감	**-11**	**-3**	**0**	**0**	**0**
기말 현금및현금성자산	**575**	**539**	**318**	**258**	**263**

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	44.7	3.1	N/A	30.7	27.3
P/B	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	28.4	N/A	643.3	18.8	17.1
P/CF	24.3	N/A	497.0	20.0	18.8
Per Share Data (원)					
EPS	730	12,280	-388	1,241	1,396
BPS	20,479	27,869	27,364	28,492	29,778
CPS	1,344	-1,002	77	1,901	2,029
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	89.7	-28.5	-9.5	26.0	10.5
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	13.7
EPS	흑전	1,582.9	적전	흑전	12.4
총자산	2.5	46.7	-1.9	4.3	4.2
자기자본	1.5	36.1	-1.8	4.1	4.5
Stability (%)					
부채비율	7.4	15.8	15.6	15.8	15.5
유동비율	630.4	438.2	334.5	297.2	298.0
자기자본비율	93.1	86.4	86.5	86.3	86.6
영업이익/금융비용(x)	324.8	무이자	-	3,402.6	4,281.0
이자보상배율(x)	497.3	무이자	-	3,757.7	4,678.7
총차입금(억원)	0	0	0	0	0
순차입금(억원)	-938	-736	-434	-352	-359

자료: 위메이드, 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

2015. 6. 16 모바일/온라인게임

Analyst 성종화
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

전민기적 글로벌 론칭 시 모멘텀 가능

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	34,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

중국 개발사의 뮤 IP 활용한 모바일게임 개발 동향

1) 미라클워(웹게임. 개발사 타렌. 14년초 론칭). 2) 대천사지검(웹게임. 개발사 37WAN. 14.06.10 론칭). 3) 전민기적(모바일 RPG. 개발사 천마시공. 퍼블리셔 킹넷. 14.12.10 론칭). 4) 기적귀래(웹게임. 개발사 The9. 테스트 단계)

분기별 뮤 매출 동향(PC 게임 및 전민기적/뮤오리진 등 모바일게임 모두 포함)

1) 분기별 매출 추이 : 2Q14 129 억원 → 3Q14 240 억원 → 4Q14 187 억원 → 1Q15 206 억원. 2) 2Q14 매출 중 뮤 매출은 국내 19 억원, 해외 15 억원 등 34 억원. 해외 매출 15 억원에는 대천사지검 로열티 매출 20 일치 반영. 3) 3Q14 매출 중 뮤 매출은 국내 15 억원, 해외 44 억원 등 59 억원. 해외 매출 59 억원에는 대천사지검 로열티 매출 3 개월 Fully 반영. 4) 4Q14 매출 중 뮤 매출은 국내 20 억원, 해외 70 억원 등 90 억원. 해외 매출 70 억원에는 대천사지검 로열티 매출 3 개월 Fully 반영 및 전민기적 로열티 매출 20 일치 반영. 5) 1Q15 매출 중 뮤 매출은 국내 21 억원, 해외 100 억원 등 121 억원. 해외 매출 121 억원에는 대천사지검 로열티 매출 3 개월 Fully 반영 및 전민기적 로열티 매출 3 개월 Fully 반영

전민기적(뮤 모바일게임 중국버전) 동향 점검

1) 14.12.10 중국시장 론칭. 중국 모바일게임 매출 순위는 출시초기 1위 기록하기도 했으나 현재는 6-7위로 하락 후 유지 중. 2) 총액매출 기준 월평균 매출은 6월 현재까지도 300억원대 꾸준지 유지 중. 3) 동사 RS는 순매출(플랫폼 수수료, 오픈마켓 수수료 등 제외 후) 기준 10%. 4) 동사의 뮤 해외 로열티 매출은 당분간 1Q15 수준인 100억원 내외 유지 전망

뮤오리진(뮤 모바일게임 한국버전) 동향 점검

1) 15.04.28 국내시장 티스토어, 구글 론칭. 2) 티스토어에선 론칭초기부터 매출 1 위. 구글은 5/20 이후 레이븐을 제치고 일주일 이상 1 위 유지. 6/10 현재 구글 매출순위는 1 위 레이븐에 이어 2 위. 3) 6 월 현재 일평균 매출은 구글 플레이스토어, 티스토어만으로도 4-6 억원 추산. 4) 오픈마켓 RS 30%, 킹넷과의 RS 50 : 50 등 감안 시 총액매출 기준 동사 수수료는 35% 내외 추산. 즉, 당분간 일평균 1.5-2 억원 정도 영업이익 기여 가능 추산. 5) 7 월 애플 앱스토어(iOS) 론칭 예정. 이 경우 매출 다소 추가 증가 가능성

전민기적 글로벌 론칭 시 강한 모멘텀 형성 가능

1) 전민기적, 뮤오리진 견조한 흐름 유지 시 올해 순이익 500 억원 이상, PER 20 배대로서 밸류에이션 가능 영역 진입. 2) 전민기적, 뮤오리진으로 주가 5 배 급등. 실적에 기반한 합리적 Pricing 이긴 하나 현재주가는 적정주가 Range. 3) 전민기적 글로벌 론칭 구체화 시 추가상승 동력 작용 가능 판단(사측에서 전민기적 글로벌 론칭 여부 및 일정 공식 언급한 바 없음. 그러나, 2H15 – 1H16 글로벌 론칭 가능성 상존 판단)

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		12,076 억원
발행주식수		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		42,950 / 4,950 원
90 일 일평균거래대금		588 억원
외국인 지분율		3.0%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		추정 없음
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-2.7%
	6 개월	-14.6%
	12 개월	-8.0%
주주구성	NHN 엔터테인먼트 외 3	54.0%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	영업이익률 (x)	ROE (%)	PER (x)
2012	573	85	24	68		14.9	2.1	110.6
2013	721	28	18	51	-25.0	3.8	1.4	145.1
2014	735	142	84	238	366.7	19.4	6.3	122.1
2015E	1,906	630	534	1,513	535.7	33.1	32.1	22.6

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터 * 2015E 는 간단 약식 추정

1Q15 영업실적 Review & 신작 일정 점검

표71 웹젠 1Q15 영업실적 Review (단위 : 억원, %)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액	178	129	240	188	206
게임 매출	178	129	240	187	206
뮤	38	34	59	90	121
국내	23	19	16	20	21
해외	15	15	44	69	100
R2	27	17	37	27	22
국내	25	15	35	25	21
해외	2	2	2	2	1
C9	25	24	84	6	8
해외	25	24	84	6	8
메틴 2	25	23	18	24	20
해외	25	23	18	24	20
webzen.com	39	22	31	27	21
해외	39	22	31	27	21
기타	24	9	10	13	15
국내	20	4	4	5	7
해외	5	5	6	8	8
기타 매출	0	0	1	1	1
영업이익	4	-12	109	41	79
영업이익률(%)	2.1	-9.0	45.3	22.0	38.4
YoY	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액	-1.6	-20.6	20.4	5.4	16.0
영업이익	-77.8	적지	188.4	흑전	2,071.0
QoQ	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액	-0.1	-27.5	86.5	-22.0	10.0
영업이익	흑전	적전	흑전	-62.1	91.8

▶ 3Q14 실적 개선은 14.06.10 론칭한 대천사지검 매출기여에 기인
▶ 4Q14 실적 주춤. 1Q15 실적 재차 개선. 14.12.10 론칭한 전민기적 매출 기여에 기인
▶ 15.04.28 국내시장 론칭한 뮤오리진(전민기적 한국버전) 빅히트로 2Q15 실적도 대폭 개선 전망

주 1: K-IFRS 연결기준
주 2: 뮤 국내 매출에는 뮤오리진 매출 포함, 뮤 해외 매출에는 전민기적 로열티 매출 포함
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표72 웹젠 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 뮤 2 : 2009 년부터 개발 중(개발인력 100 명 조금 안되는 수준). 2016 년 상용화 예정 ▶ 프로젝트 MST : 상용화 일정 미정(2016 년 이후 상용화 예상) ▶ 연결인력 550 명 : 국내 500 명(PC 게임 개발 300 명), 해외 50 명(유럽 웹젠닷컴 운영인력)
모바일게임	▶ 뮤오리진 : 전민기적의 한국버전 ▷ 15.04.28 국내시장 티스토어, 구글 자체계정 론칭 ▷ 2015 년 7 월초 국내시장 iOS 론칭 예정
	▶ 전민기적 : 뮤 IP 활용하여 천마시공이 개발, 킹넷이 중국시장 퍼블리싱한 모바일 RPG ▷ 중국시장 론칭 : 14.12.10 킹넷이 중국시장 론칭 ▷ 글로벌 론칭 : 여부, 시기 등 미정. 그러나, 2H15-1H16 글로벌 론칭 가능성 상존 판단
	▶ 기적귀래 : 뮤 IP 활용하여 The9 이 개발 중인 웹게임 ▷ 테스트 단계. 론칭 일정은 미정 cf) 뮤 IP 활용한 웹게임은 '기적귀래' 전에 '대천사지검'이 있었음 대천사지검은 37WAN 이 개발하여 14.06.10 중국시장 론칭

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

선데이토즈 (123420)

2015. 6. 16 | 모바일게임

하반기 신작모멘텀 가능성 상존

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	16,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

분기별 실적은 1Q14, 2Q14 Peak 후 3Q14 부터 매분기 지속 악화 추이

1) 1Q14 매출 404억원, 영업이익 175억원 → 2Q14 매출 406억원, 영업이익 179억원 → 3Q14 매출 321억원, 영업이익 135억원 → 4Q14 매출 310억원, 영업이익 121억원 → 1Q15 매출 260억원, 영업이익 101억원. 2) 동사 분기별 실적 Peak 시기는 1Q14, 2Q14. 각각 매출은 400억원대 초반, 영업이익은 170억원 이상. 3) 3Q14부터 매 분기 실적 악화 추이. 1Q15 실적은 Peak 분기 대비 매출은 64%, 영업이익은 56% 수준까지 감소

분기별 실적 악화 추이는 애니팡 시리즈 Peak 지나 감소 추이이기 때문

1) 애니팡 : 12년 7월 출시. Peak 시 월매출 70억원까지 기록(12년 9월 기준). 1Q15 매출은 20-25억원 정도 추산. 2) 애니팡 사천성 : 13년 2월 출시. Peak 시 월매출 25억원까지 기록(13년 7월 시즌2 업데이트 후 14년 1월 기준). 1Q15 매출은 45-50억원 정도 추산. 3) 애니팡2 : 14년 1월 출시. Peak 시 월매출 140억원까지 기록(14년 3월 기준). 1Q15 매출은 180억원 내외 추산. 4) 1Q15 매출 260억원 중 비중은 애니팡2 70% 내외, 애니팡 사천성 20% 내외, 애니팡 10% 내외 정도 추산(당사가 추산하는 대략적 비중)

성장성 제고 위해선 신작 히트 필수. 2H15 오랜만에 몇 가지 신작 론칭 일정

1) 기존 3 대 타이틀(애니팡 시리즈) 모두 2Q15 이후에도 점진적 감소 추이 예상. 2) 14 년 1 월 애니팡 2 출시 후 1 년반 정도 신작 부재(14 년 11 월 애니팡 2 가 라인트리오란 이름으로 일본 라인 론칭했으나 성과 미미). 3) 15 년 하반기 4-5 개 신작 론칭 예정(모두 애니팡 캐릭터 활용한 캐주얼 장르) : ① 상하이 애니팡(마작류/퍼즐류. 7 월말 국내시장 론칭 예정). ② 애니팡 맞고(하반기 국내시장 론칭 예정). ③ 4Q15 애니팡 2 북미/유럽 론칭 예상(독일 aeria games 와 애니팡 2 퍼블리싱 계약). ④ 기타 1-2 개 퍼즐류. ⑤ 상하이 애니팡, 애니팡 맞고, 기타 1-2 개 퍼즐게임 등은 모두 플랫폼은 아직 미정이나 카카오톡 계정 론칭 유력 판단

하반기 신작모멘텀 가능성 상존

1) 하반기 신작 기여 배제 시, 즉 애니팡/애니팡 사천성/애니팡 2 등 기존 3 대 타이틀만으로는 올해 순이익은 1Q15 81 억원의 4 배인 320 억원에도 못 미칠 가능성(기존 3 대 타이틀 매출 감소 추이). 2) 이 경우 현재주가의 15E EPS 대비 PER 는 18-20 배. 주가는 고점 대비 25% 조정 거쳤으나 실적악화 추이에 비해선 양호한 조정. 신작 기여 배제 시 18-20 배 PER 는 고평가. 3) 그러나, 하반기 신작 히트 시 고평가 해소, 저평가 전환 가능 : ① 1 년반만에 하반기 4-5 개 신작 상용화 일정 가동된다는 점 주목. ② 우선 7 월말 '상하이 애니팡' 론칭 일정 주목. ③ '상하이 애니팡', '애니팡 맞고' 등은 기대감 큰 편

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		5,225 억원
발행주식수		32,254 천주
52 주 최고가/최저가		23,250 / 12,500 원
90 일 일평균거래대금		138 억원
외국인 지분율		5.2%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		추정 없음
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	10.8%
	6 개월	-38.3%
	12 개월	-28.3%
주주구성	이정웅 외 2	47.0%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	영업이익률 (x)	ROE (%)	PER (x)
2011	11	-5	-5			-45.5		
2012	238	87	76			36.6	196.5	
2013	476	173	140	433		36.4	56.1	9.8
2014	1,441	610	483	1,496	245.5	42.3	75.8	11.5

자료: 선데이토즈, 이베스트투자증권 리서치센터 * 2013.11.05 하나그린스펙과 합병으로 코스닥 시장 상장

1Q15 영업실적 Review & 신작 일정 점검

표73 선데이토즈 1Q15 영업실적 Review (단위 : 억원, %)

구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액	93	104	120	159	404	406	321	310	260
모바일게임	93	104	119	159	403	406	321	309	260
PC 게임	0	0	0	0	0	0	0	0	0
사용료 등 기타	0	0	0	0	1	1	0	1	0
영업비용	59	66	74	103	229	227	187	189	158
인건비	5	6	6	18	17	13	16	20	17
게임수수료	47	53	61	81	206	207	164	157	131
연구개발비	0	0	0	0	0	0	1	3	4
지급수수료	5	5	4	3	3	3	2	3	3
광고선전비	0	0	1	0	0	1	1	0	0
기타	1	2	2	2	3	3	3	6	4
영업이익	34	38	45	56	175	179	135	121	101
영업이익률(%)	36.8	36.4	37.8	35.0	43.4	44.1	41.9	39.1	39.0
YoY	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액					332.1	290.4	168.5	94.8	-35.6
영업이익					409.3	372.5	197.8	117.2	-42.1
QoQ	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액					153.8	0.7	-21.0	-3.5	-16.2
영업이익					213.9	2.4	-24.9	-10.0	-16.3

▶ 분기 실적 Peak 시기는 1Q14, 2Q14
  ▷ 1Q14 부터 실적 대폭발한 것은 14 년 1 월 애니팡 2 론칭 후 빅히트에 기인
▶ 3Q14 부터 매분기 실적 악화 추이 지속
  ▷ 애니팡 2 등 Peak 지나 하락세로 접어들었기 때문
▶ 2Q15 이후 추가 실적악화세는 제한적일 전망
  ▷ 애니팡 2 매출순위 Top 10 유지되고 있문

주: K-IFRS 연결기준
자료: 선데이토즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표74 선데이토즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 2H15 4-5 개 신작 상용화 예정 : 모두 애니팡 캐릭터 활용한 게임 ▷ 상하이 애니팡 : 마작류. 퍼즐류 ▫ 국내시장 : 7 월말 론칭 예정(플랫폼은 미정이나 카카오톡 계정 유력 판단) ▫ 해외시장 : 론칭 일정 미정
	▷ 애니팡 맞고 : 고포류 ▫ 국내시장 : 2H15 론칭 예정(플랫폼은 미정이나 카카오톡 계정 유력 판단) ▫ 해외시장 : 론칭 일정 미정
	▷ 애니팡 2 해외시장 ▫ 독일 aeria games 와 퍼블리싱 계약 ▫ 2H15 미국/유럽 등 서구권 퍼블리싱 예정
	▷ 기타 1-2 개 퍼즐류 신작 ▫ 2H15 국내시장 론칭 예정(플랫폼 미정이나 카카오톡 계정 유력 판단)
	▶ 애니팡 캐릭터 활용한 캐주얼 장르 이외의 기타 신작 준비 동향 ▷ 현재 개발역량으론 장르 다변화는 이름 ▷ 당분간 동사 강점 장르인 캐주얼 장르 집중 전략 지속 예정

자료: 선데이토즈, 이베스트투자증권 리서치센터

데브시스터즈 (194480)

2015. 6. 16 | 모바일게임

쿠키런 2 글로벌 시장 성공수준이 관건

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	32,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

분기별 실적은 1Q14, 2Q14 Peak 후 3Q14 대폭 악화 후 매분기 악화 지속

1) [1Q13 매출 2억원, 영업이익 -2억원 → 2Q13 매출 193억원, 영업이익 96억원 → 3Q13 매출 193억원, 영업이익 80억원 → 4Q13 매출 225억원, 영업이익 67억원] → [1Q14 매출 210억원, 영업이익 112억원 → 2Q14 매출 227억원, 영업이익 152억원 → 3Q14 매출 147억원, 영업이익 56억원 → 4Q14 매출 111억원, 영업이익 10억원] → [1Q15 매출 77억원, 영업이익 12억원]. 2) 1Q14, 2Q14 모두 분기 매출 200억원 이상, 분기 영업이익 100억원 이상. 이 시기가 분기 실적 최전성기. 이를 바탕으로 공모가 53,000원(시총 5,724억원)으로 14.10.06 상장했으나 공교롭게도 상장 후 첫 실적발표 시기인 3Q14 실적부터 대폭 악화 시작. 3) 3Q14 대폭 악화에 이어 매분기 매출 감소 추이 지속. 영업이익은 4Q14, 1Q15 2개 분기 연속 10억원 초반대 불과

분기별 실적 악화 추이는 쿠키런 시리즈 Peak 지나 감소 추이이기 때문

1) 쿠키런 for 카카오 : ① 13년 4월 론칭. ② Peak 시 분기 매출 200억원 돌파하기도. But, 1Q15 매출은 50억원 내외로 Peak 대비 1/4 수준 추산(구글 매출순위 20위 내외. 일매출 5-6천만원 정도 추산). 2) 라인쿠키런 : ① 14년 1월 론칭. ② Peak 시 분기 매출 120억원 돌파하기도(Net 매출 기준). But, 1Q15 매출은 20억원 내외로 Peak 대비 1/6 수준 추산(Net 매출 기준)

성장성 제고 위해선 신작 히트 필수. 2H15 쿠키런 2 글로벌 론칭 예정

1) 기존 대표 타이틀(쿠키런 for 카카오, 라인쿠키런 등 쿠키런 시리즈) 모두 2Q15 이후에도 점진적 감소 추이 예상. 2) 15 년 하반기 쿠키런 2 Global One Build 론칭 예정 : ① 쿠키런 2 글로벌 론칭 일정은 14.10.06 상장시점에는 14 년말 15 년초 예정이었으나, 15 년 상반기로 연기되었다가 재차 15 년 하반기로 연기. ② 텐센트 통해 중국 시장 론칭 추진되다가 Drop 되기도 함. ③ 사측에선 쿠키런 2 글로벌 론칭 일정(2H15) 재차 연기 가능성은 낮다는 입장

하반기 글로벌 론칭 예정인 쿠키런 2 성공수준이 관건

1) 쿠키런 2 배제 시 올해 순이익은 1Q15 22 억원의 4 배 정도 단순 적용할 경우 88 억원 정도. 이 경우 현재주가의 15E EPS 대비 PER 는 40.3 배로서 고평가. 고점 대비 주가 반토막, 그러나 분기 영업이익은 Peak 대비 1/10 토막 이상. 2) 밸류에이션 정당화, 나아가 추가 상승여력 확보 위해선 하반기 쿠키런 2 글로벌 론칭 후 빅히트 필수 → ① 한국, 일본, 대만, 태국 등은 전작 대비 어느 정도 성과 달성할 지가 중요(커니벌 감안). ② 북미, 유럽, 중국 등 흥행여부 및 흥행수준 중요. ③ 쿠키런 2 글로벌 론칭 직전 또는 론칭 후 초기지표 확인 시점 등이 중요한 투자판단의 시점

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		3,587 억원
발행주식수		10,902 천주
52 주 최고가/최저가		61,000 / 27,900 원
90 일 일평균거래대금		72 억원
외국인 지분율		1.1%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		추정 없음
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	3.3%
	6 개월	-59.3%
	12 개월	-64.2%
주주구성	이지훈 외 2	34.6%
	NHN 엔터테인먼트(주)	16.5%
	(주)컴투스	5.5%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	영업이익률 (%)	ROE (%)	PER (x)
2011	11	-18	-18					
2012	8	-25	-29					
2013	613	241	223	326	흑전	39.3	280.2	
2014	695	330	313	2,894	787.7	47.5	29.1	16.5

자료: 데브시스터즈, 이베스트투자증권 리서치센터 * 2014.10.06 코스닥 시장 상장

1Q15 영업실적 Review & 신작 일정 점검

표75 데브시스터즈 1Q15 영업실적 Review (단위 : 억원, %)

구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액	2	193	193	225	210	227	147	111	77
국내게임 매출	0	187	189	220	151	100	111	85	53
해외게임 매출	2	5	3	4	57	124	34	21	20
상품매출	0	0	1	1	2	3	2	5	4
영업비용	4	97	113	158	99	74	90	101	64
인건비	2	8	9	10	9	10	16	36	17
지급수수료	1	85	96	137	82	53	60	48	30
광고판촉비	0	1	1	1	1	0	1	1	1
기타	2	3	7	10	7	11	14	16	17
영업이익	-2	96	80	67	112	152	56	10	12
영업이익률(%)	-93.6	49.9	41.3	29.8	53.1	67.2	38.4	9.0	15.9
YoY	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액					9,695.1	17.5	-24.1	-50.5	-63.6
영업이익					흑전	58.4	-29.5	-85.0	-89.1
QoQ	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
매출액					-6.5	7.8	-35.3	-24.0	-31.3
영업이익					66.6	36.6	-63.1	-82.2	21.3

▶ 2Q13 부터 갑자기 실적 폭발
  ▷ 13 년 4 월 쿠키런 for 카카오 론칭 후 빅히트에 기인
▶ 분기 실적 Peak 시기는 1Q14, 2Q14(2 개 분기 연속 매출 200 억원 이상, 영업이익 100 억원 이상)
  ▷ 14 년 1 월 라인 쿠키런 론칭 후 빅히트에 기인
  ▷ 라인 쿠키런은 Net 기준 매출인식이므로 수익성 높음(매출 증가세에 비해 OP 증가세 두드러진 이유)
▶ 3Q14 대폭 악화 이후 매분기 가파른 악화 추이 지속
  ▷ 쿠키런 for 카카오, 라인 쿠키런 모두 Peak 지나 급격한 쇠퇴기이기 때문
▶ 2Q15 이후 추가 실적악화세는 제한적일 전망
  ▷ 쿠키런 for 카카오, 라인 쿠키런 모두 매출 순위 대폭 하락한 상태로서 추가 하락세 제한적

주: K-IFRS 연결기준
자료: 데브시스터즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표76 데브시스터즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 쿠키런 2 ▷ 2015 년내 글로벌 론칭 예정(4Q15 예상)
	▶ 기타신작 ▷ 2015 년내 계획 없음 ▷ 2015 년은 쿠키런 2 글로벌 론칭에 역량 집중

자료: 데브시스터즈, 이베스트투자증권 리서치센터

파티게임즈 (194510)

2015. 6. 16 | 모바일게임

다다소프트 인수. 신의 한수가 될 수 있을까?

Analyst **성종화**
02. 3779-8807
jhsung@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	76,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

2012, 2013 년 호실적 시현 후 2014 년 들어 실적 급격히 악화

1) 12년 매출 179억원, OP 70억원 → 13년 매출 270억원, OP 91억원 → 2014년 매출 249억원, OP 3억원. 2) 12년 7-8월 아이러브커피 상용화 후 히트로 12-13년 호실적 시현. 3) 14년 들어 급격히 악화. OP는 1H14 15억원, 2H14 -12억원, 1Q15 -9억원으로 지속 악화(1Q15 매출 47억원, OP -9억원)

실적 악화 추이는 기존 대표 타이틀 Peak 지나 감소 추이이기 때문

1) 아이러브커피 : ① 12년 7월 iOS, 안드로이드 출시. 12년 8월 카카오톡 출시. ② Peak 시 일평균 매출 10억원. 현재는 일평균 매출 3천만원 내외 추산. 2) 아이러브파스타 : ① 14년 3월 카카오톡 계정 출시. ② Peak 시 일평균 매출 2-3천만원. 현재는 일평균 매출 1천만원 내외 추산. 3) 숲속의 앨리스 : ① 14년 10월 카카오톡 계정 출시. ② 출시 초기 일매출 5천만원 수준 반짝 인기. 현재는 일매출 1천만원 내외 추산. 4) 무한돌파삼국지 : ① 13년 7월 iOS, 안드로드 국내시장 자체계정 출시. ② Peak 시 일평균 매출 3-4천만원 기록하기도(고 ARPU 게임). 현재 일평균 매출은 대폭 감소 상태

2Q15 이후 신작 몇 개씩 출시되고 있으나 신작모멘텀은 약한 상태

1) 무한돌파삼국지 : ① 슈팅게임. 퍼블리싱(퍼플랩). ② 15.05.27 글로벌 시장 안드로이드 버전 론칭. 2) 드래곤히어로즈 : ① 슈팅게임. 퍼블리싱(퍼플랩). ② 15 년 5 월 국내시장 안드로이드 버전 론칭. ③ 6/12 현재 구글 매출순위 79 위. ④ 6 월말 7 월초 글로벌 론칭 예정. 3) 전민찬청(아이러브파스타 중국버전) : ① 퍼블리셔 텐센트. ② 3Q15 중국시장 론칭 전망. 4) 2H15 신작 4 종 론칭 예정 : ① 프로젝트 R(자체개발. 3Q15 예정). ② 퍼블리싱게임 3 종

다다소프트 인수는 신의 한수가 될 수 있을까?

1) 다다소프트 지분 100% 227 억원에 인수. 2) 다다소프트의 카지노스타 관련 : ① 페이스북 통한 웹 소셜카지노게임. ② 13 년 글로벌 서비스 시작. ③ 페이스북 카지노게임 카테고리 지표 순위 16 위(더블유게임즈의 더블유카지노 12 위. 매출순위가 아니라 MAU 등 종합지표 순위). ④ MAU 75 만명(cf. 미국 소셜카지노게임 1 위 MAU 450 만명. 더블유카지노 MAU 130 만명). ⑤ 더블유게임즈 비교 참조 : 12 년 중순 미국시장 모바일 소셜카지노게임 더블유카지노 론칭. 13 년 매출 453 억원, 영업이익 130 억원. 14 년 매출 713 억원, 영업이익 293 억원. 코스닥시장 상장 예정. ⑥ 카지노스타 가능성 점검 : 카지노스타 14 년 매출은 45 억원으로서 더블유카지노 14 년 매출 713 억원에 비해 훨씬 작음. 순위지표 차이나 MAU 차이에 비해 매출 격차 큰 것은 카지노스타는 아직 페이스북 웹게임 형태로만 서비스되고 있기 때문. 파티게임즈의 다다소프트 인수로 파티게임즈의 자금력과 마케팅력 동원하여 올해 내 모바일게임 버전 출시 가능성 높아보임. 4) 동사주가는 다다소프트 인수 기대감으로 6/1 이후 한달만에 70% 급등. 그러나, 1Q15 실적 부진(영업이익 -9 억원) 및 기존 타이틀 쇠퇴, 신작 히트수준 불확실성 등 감안 시 현재주가는 기본적으론 상당한 고평가 상태. 5) 다만, 다다소프트 카지노스타의 모바일게임 버전 출시 후 성과에 따라 밸류에이션은 적정 또는 저평가 전환 가능성도 상존 → 카지노스타 모바일게임 버전 출시 후 빅히트 가능할까? 즉, 다다소프트 인수는 신의 한수가 될 수 있을까?

Stock Data

KOSDAQ(6/15)		705.85pt
시가총액		3,794 억원
발행주식수		4,992 천주
52 주 최고가/최저가		68,500 / 22,400 원
90 일 일평균거래대금		75 억원
외국인 지분율		2.4%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		추정 없음
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	57.4%
	6 개월	116.0%
	12 개월	128.3%
주주구성	이대형 외 5	52.5%
	TCH AQUARIUS PTE. LTD	15.8%

Stock Price

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	영업이익률 (%)	ROE (%)	PER (x)
2012	179	70	69	31,210	34,196.7	39.1	192.7	
2013	270	91	87	2,840	-90.9	33.7	76.9	
2014	249	3	9	203	-92.9	1.2	3.9	128.3

주: EPS 는 모두 액면가 500 원 기준 환산(13.04.30 부터 액면가 500 원)
자료: 파티게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터 * 2014.11.21 코스닥시장 상장

1Q15 영업실적 Review & 신작 일정 점검

표77 파티게임즈 1Q15 영업실적 Review (단위 : 억원, %)

구분	2011	2012	2013	2014	1H14	2H14	1Q14	1Q15	% YoY
매출액	3.1	179.1	270.4	249.3	115.7	133.6	56.8	47.4	-16.6
모바일게임	3.1	167.4	264.9	242.8			54.2	47.4	-12.7
웹게임	0.0	11.7	2.0	2.0			0.7	0.0	
기타	0.0	0.0	3.5	4.6			1.9	0.0	
영업비용	2.8	108.8	179.1	246.6	101.1	145.5	49.2	56.2	14.1
인건비/연구개발비		17.5	46.0	63.4					
지급수수료		85.9	119.9	141.6					
광고선전비		1.3	6.3	25.9					
유무형자산상각비		0.3	0.6	3.4					
기타	2.8	3.8	6.3	12.3			49.2	56.2	14.1
영업이익	0.3	70.3	91.3	2.8	14.6	-11.9	7.6	-8.8	적전
영업이익률(%)	9.7	39.3	33.8	1.1	12.6	-8.9	13.3	-18.6	31.9%P ↓
YoY	2011	2012	2013	2014					
매출액		5,677.4	51.0	-7.8					
영업이익		23,336.7	29.9	-97.0					

▶ 2011 년까진 실적규모 극히 미미하다가 2012 년부터 실적 폭발
  ▷ 12 년 7 월 아이러브커피 iOS, 안드로이드 출시 + 12 년 8 월 아이러브커피 카카오톡 출시
▶ 2012-2013 년이 전성기. 2013 년이 연간실적 사상최고치
  ▷ 아이러브커피 : 12 년은 5-6 개월치 반영. 13 년은 12 개월치 Fully 반영
▶ 2014 년 실적 대폭 악화
  ▷ 매출은 감소하는데(YoY -8%) 영업비용은 대폭 증가(YoY 38%) → OP 대폭 감소(YoY -97%)
  ▷ 14 년 2 개 신작 론칭했으나 '아이러브커피' Peak 지나 쇠퇴기 접어들며 매출 감소세 전환
    ▫ 14 년 3 월 아이러브파스타 카카오톡 계정 출시, 14 년 10 월 숲속의앨리스 카카오톡 계정 출시
      - 아이러브파스타 : Peak 시 일매출 2-3 천만원 정도. 15 년 6 월 현재 일매출 1 천만원 수준 추산
      - 숲속의앨리스 : Peak 시 일매출 5 천만원 수준. 15 년 6 월 현재 일매출 1 천만원 수준 추산
    ▫ 아이러브커피 : Peak 시 일매출 10 억원 기록하기도. 15 년 6 월 현재 일매출 3 천만원 내외 추산
▶ 2Q15 이후 실적은 다소의 개선 추이 가능성
  ▷ 아이러브커피/아이러브파스타/숲속의 앨리스 등 매출순위 이미 대폭 하락한 상태(추가 하락 제한적)
  ▷ 15.05.27 무한돌파삼국지 글로벌 론칭
  ▷ 15 년 5 월 드래곤히어로즈 국내시장 구글 론칭(6 월말 7 월초 글로벌 론칭 예정)
  ▷ 3Q15 전민찬청(아이러브파스타 중국 버전) 중국시장 론칭 전망. 퍼블리셔 텐센트
  ▷ 2H15 신작 4 종 론칭 예정 : 자체개발 1 개(프로젝트 R. 3Q15 론칭 예정) +퍼블리싱 3 개

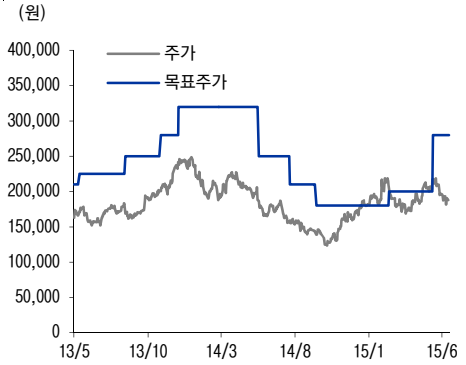
주: K-IFRS 연결기준
자료: 파티게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표78 파티게임즈 신작 론칭 일정

구분	신작 론칭 일정
온라인게임	▶ 모바일게임업체. 온라인게임 취급 안함
모바일게임	▶ 무한돌파삼국지 글로벌 론칭 : 슈팅게임. 퍼블리싱(퍼플랩) ▷ 15.05.27 글로벌 시장 안드로이드 버전 론칭 단행
	▶ 드래곤히어로즈 : 슈팅게임. 퍼블리싱(퍼플랩) ▷ 5 월 국내시장 안드로이드 버전 론칭 단행. 6 월말 7 월초 글로벌 론칭 예정
	▶ 전민찬청 : 아이러브파스타 중국 버전 ▷ 퍼블리셔 텐센트. 3Q15 중국시장 론칭 예상
	▶ 2H15 순수신작 4 종 론칭 예정 ▷ 자체개발 1 개(프로젝트 R. 런닝게임. 3Q15 론칭 예정) + 퍼블리싱게임 3 개
	▶ 카지노스타 모바일게임 버전 ▷ 다다소프트 인수(100%. 227 억원) ▷ 다다소프트의 카지노스타는 현재는 페이스북 웹게임 형태로만 서비스 중 ▷ 파티게임즈 자금력, 마케팅력 동원하여 2H15 - 1H16 모바일게임 버전 론칭 가능성

자료: 파티게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

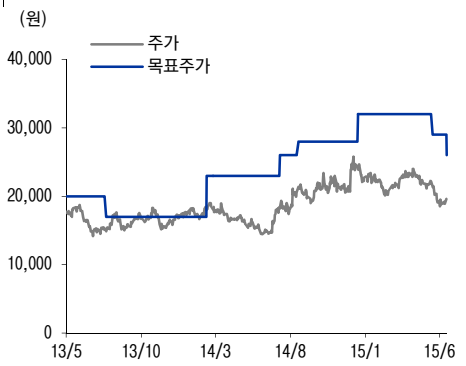
엔씨소프트 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2012.11.08	Buy	310,000 원	2014.02.14	Buy	320,000 원
2012.11.13	Buy	310,000 원	2014.02.25	Buy	320,000 원
2013.01.04	Buy	250,000 원	2014.04.02	Buy	320,000 원
2013.02.06	Buy	180,000 원	2014.05.19	Buy	250,000 원
2013.02.22	Buy	180,000 원	2014.05.23	Buy	250,000 원
2013.03.26	Buy	210,000 원	2014.06.23	Buy	250,000 원
2013.05.13	Buy	225,000 원	2014.07.22	Buy	210,000 원
2013.06.25	Buy	225,000 원	2014.08.18	Buy	210,000 원
2013.08.16	Buy	250,000 원	2014.09.15	Buy	180,000 원
2013.09.16	Buy	250,000 원	2014.11.14	Marketperform	180,000 원
2013.09.27	Buy	250,000 원	2015.02.12	Hold	200,000 원
2013.10.28	Buy	280,000 원	2015.02.17	Hold	200,000 원
2013.11.18	Buy	280,000 원	2015.03.04	Hold	200,000 원
2013.11.27	Buy	280,000 원	2015.03.24	Hold	200,000 원
2013.12.04	Buy	320,000 원	2015.04.01	Hold	200,000 원
2013.12.16	Buy	320,000 원	2015.05.14	Buy	280,000 원
2014.01.20	Buy	320,000 원	2015.05.26	Buy	280,000 원
2014.02.06	Buy	320,000 원	2015.06.16	Buy	280,000 원

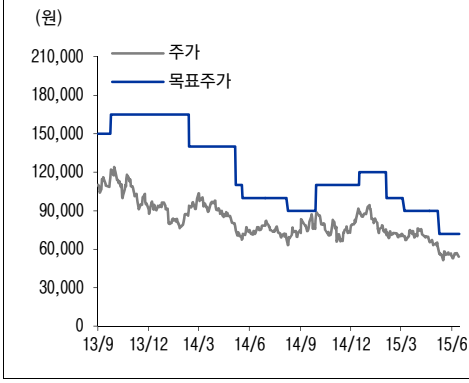
네오위즈게임즈 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2011.05.06	Buy	65,000 원	2014.02.12	Buy	23,000 원
2011.05.16	Buy	65,000 원	2014.02.25	Buy	23,000 원
2011.05.19	Buy	65,000 원	2014.03.19	Buy	23,000 원
2011.07.01	Buy	65,000 원	2014.05.15	Buy	23,000 원
2011.08.11	Buy	80,000 원	2014.07.11	Buy	26,000 원
2011.09.19	Buy	80,000 원	2014.07.22	Buy	26,000 원
2011.11.18	Buy	70,000 원	2014.08.18	Buy	28,000 원
2011.11.28	Buy	70,000 원	2014.09.29	Buy	28,000 원
2012.02.09	Buy	55,000 원	2014.10.24	Buy	28,000 원
2012.05.21	Buy	38,000 원	2014.11.17	Buy	28,000 원
2012.08.16	Marketperform	26,000 원	2014.12.17	Buy	32,000 원
2012.09.21	Marketperform	26,000 원	2015.02.16	Buy	32,000 원
2012.11.26	Marketperform	22,000 원	2015.03.02	Buy	32,000 원
2012.12.10	Buy	30,000 원	2015.03.23	Buy	32,000 원
2013.03.07	Marketperform	20,000 원	2015.05.18	Buy	29,000 원
2013.05.15	Marketperform	20,000 원	2015.05.27	Buy	29,000 원
2013.07.22	Marketperform	17,000 원	2015.06.16	Buy	26,000 원
2013.11.13	Marketperform	17,000 원			

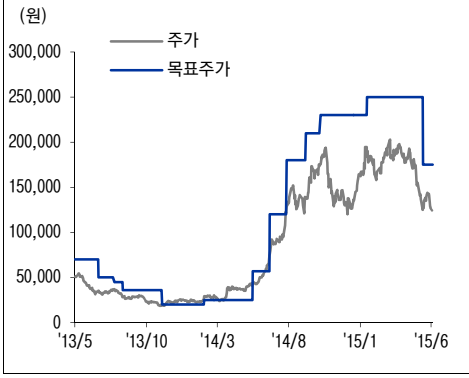
NHN엔터테인먼트 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.09.03	Buy	150,000 원	2014.11.07	Buy	110,000 원
2013.09.26	Buy	165,000 원	2014.12.18	Buy	120,000 원
2013.10.28	Buy	165,000 원	2015.01.27	Buy	120,000 원
2013.11.26	Buy	165,000 원	2015.02.05	Buy	100,000 원
2013.12.10	Buy	165,000 원	2015.03.09	Buy	90,000 원
2013.12.17	Buy	165,000 원	2015.05.11	Hold	72,000 원
2014.01.07	Buy	165,000 원	2015.05.26	Buy	72,000 원
2014.02.14	Buy	140,000 원	2015.06.16	Buy	72,000 원
2014.02.25	Buy	140,000 원			
2014.05.09	Buy	110,000 원			
2014.05.21	Buy	100,000 원			
2014.06.26	Buy	100,000 원			
2014.07.22	Buy	100,000 원			
2014.08.11	Buy	90,000 원			
2014.09.04	Buy	90,000 원			
2014.09.26	Buy	90,000 원			
2014.10.01	Buy	110,000 원			
2014.10.21	Buy	110,000 원			

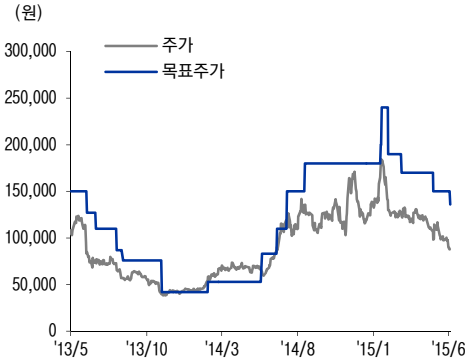
컴투스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2012.08.07	Buy	65,000 원	2014.07.03	Buy	120,000 원
2012.09.04	Buy	80,000 원	2014.07.22	Buy	120,000 원
2012.09.14	Buy	95,000 원	2014.08.08	Buy	180,000 원
2012.09.21	Buy	100,000 원	2014.09.18	Buy	210,000 원
2012.09.24	Buy	100,000 원	2014.10.20	Buy	230,000 원
2012.10.25	Buy	100,000 원	2014.11.06	Buy	230,000 원
2012.11.06	Buy	100,000 원	2014.12.19	Buy	230,000 원
2012.12.07	Buy	80,000 원	2015.01.27	Buy	250,000 원
2013.02.05	Buy	70,000 원	2015.02.11	Buy	250,000 원
2013.04.03	Buy	70,000 원	2015.03.09	Buy	250,000 원
2013.05.08	Buy	70,000 원	2015.05.13	Buy	250,000 원
2013.07.02	Buy	50,000 원	2015.05.27	Buy	175,000 원
2013.08.05	Buy	45,000 원	2015.06.16	Buy	175,000 원
2013.08.23	Buy	36,000 원			
2013.10.02	Buy	36,000 원			
2013.11.15	Marketperform	20,000 원			
2014.02.13	Marketperform	25,000 원			
2014.05.28	Buy	57,000 원			

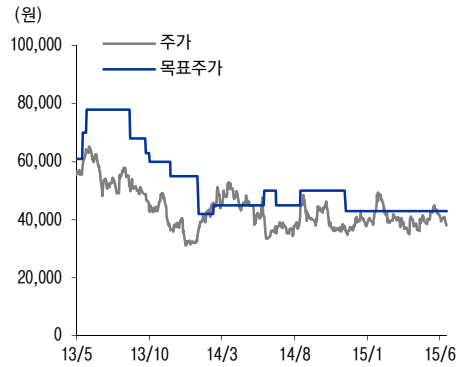
게임빌 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2012.08.14	Buy	115,000 원	2014.06.02	Buy	83,000 원
2012.08.31	Buy	140,000 원	2014.07.02	Buy	110,000 원
2012.09.14	Buy	140,000 원	2014.07.22	Buy	150,000 원
2012.09.21	Buy	150,000 원	2014.08.08	Buy	150,000 원
2012.09.24	Buy	150,000 원	2014.08.27	Buy	180,000 원
2012.10.23	Buy	150,000 원	2014.10.14	Buy	180,000 원
2012.11.14	Buy	165,000 원	2014.10.27	Buy	180,000 원
2012.12.10	Buy	165,000 원	2014.11.06	Buy	180,000 원
2013.02.14	Buy	130,000 원	2015.01.27	Buy	200,000 원
2013.04.05	Buy	150,000 원	2015.01.29	Buy	240,000 원
2013.05.14	Buy	150,000 원	2015.02.11	Buy	190,000 원
2013.06.14	Buy	127,000 원	2015.03.10	Buy	170,000 원
2013.07.02	Buy	110,000 원	2015.05.13	Buy	150,000 원
2013.08.13	Buy	87,000 원	2015.06.16	Buy	136,000 원
2013.08.26	Buy	76,000 원			
2013.09.25	Buy	76,000 원			
2013.11.12	Marketperform	42,000 원			
2014.02.13	Marketperform	53,000 원			

위메이드 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.05.15	Buy	70,000 원	2015.02.12	Hold	43,000 원
2013.05.23	Buy	78,000 원	2015.03.10	Hold	43,000 원
2013.07.09	Buy	78,000 원	2015.04.01	Hold	43,000 원
2013.08.14	Buy	78,000 원	2015.05.12	Hold	43,000 원
2013.08.22	Buy	68,000 원	2015.05.21	Hold	43,000 원
2013.09.24	Buy	63,000 원	2015.06.16	Hold	43,000 원
2013.10.02	Buy	60,000 원			
2013.11.15	Buy	55,000 원			
2013.11.29	Buy	55,000 원			
2014.01.13	Buy	42,000 원			
2014.02.13	Marketperform	45,000 원			
2014.05.12	Buy	45,000 원			
2014.05.30	Buy	50,000 원			
2014.06.24	Buy	45,000 원			
2014.07.22	Buy	45,000 원			
2014.08.14	Buy	50,000 원			
2014.09.16	Buy	50,000 원			
2014.11.17	Marketperform	43,000 원			

웹젠 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.05.26	Not Rated	Not Rated			
2015.06.16	Not Rated	Not Rated			

선데이토즈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.06.05	Not Rated	Not Rated			
2015.06.16	Not Rated	Not Rated			

데브시스터즈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.06.05	Not Rated	Not Rated			
2015.06.16	Not Rated	Not Rated			

파티게임즈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.06.16	Not Rated	Not Rated			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	87.4% 12.6%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2014. 4. 1 ~ 2015. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)