

인터넷/게임(비중확대)

IP 활용한 모바일 게임 흥행 시대, 적정 밸류에이션 찾기!

Analyst 김미송

02)6923-7336

misongkim@capefn.com

RA 홍준기

02)6923-7315

joonkih00@capefn.com



리니지2레볼루션이 흥행에 성공하면서 유명 온라인게임 지적재산권(IP)에 대한 관심이 높아지고 있습니다. 게임 수명이 길어졌고, 신규 게임이 성공하기 어려운 환경이 만들어졌습니다. 우리 기업들의 라인업도 IP 활용한 게임이 대부분입니다. 게임사의 재평가가 필요한 시점이라고 판단합니다. 이 보고서에서는 IP를 보유한 기업의 적정 밸류에이션을 찾아보았습니다.

이를 위해 주요국의 대표 모바일 게임사를 기준삼았습니다. 비교 결과, 이익이 성장하는 구간에서 개발비가 줄어들지 않는다면 최고 PER은 25배였습니다. 비용 감축이 동반된다면 두 배의 밸류에이션도 가능하다고 판단합니다.

개별 기업의 특성을 반영해 각 기업의 목표 밸류에이션을 상향 조정했습니다. 웹젠의 목표주가를 28,000원으로 올리고, 게임업종 Top pick으로 제시합니다. 상반기 중국에서 뮤와 선 IP를 활용한 게임 출시가 기대됩니다. 컴투스를 차선호합니다. 서머너즈워 단일 게임 리스크로 받았던 주가할인 요인이 제거될 전망입니다. 관심 종목은 위메이드입니다. 우리나라 게임사들은 이익 성장성 대비 저평가되었다고 판단됩니다.

Contents

1	IP를 활용한 모바일 게임 성장 가능성.....	04
	인기 온라인 게임 IP 활용으로 모바일 게임 흥행에 성공 해외 게임 시장에서도 유사한 흐름을 보이고 있음 모바일 게임 성장성 높아 게임 시장 점유율 확대될 전망	
2	해외 비교 업체 선정 및 분석.....	07
	최근 우리나라 기업들의 차기작도 IP를 활용한 게임들이 중심 주요국의 대표 모바일 게임사를 기준으로 선정 비교 결과, PER은 인건비(개발비) 조정이 없는한 25배가 최고 해외 주요 기업 세부 내용 정리	
3	적정 밸류에이션 찾기!.....	13
	기업별 특징 고려한 목표 밸류에이션 산정	
4	기업분석.....	16
	엔씨소프트 (036570KS Buy 유지 TP 380,000원 상향) 기대감 약화는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향.....	17
	컴투스 (078340KS Buy 유지 TP 150,000원 상향) 추가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!.....	24
	웹젠 (069080KS Buy 유지 TP 28,000원 상향) 뮤(MU)와 선(SUN) IP 가치 부각! 매출과 이익 성장할 전망!.....	31
	위메이드 (112040KS Buy 유지 TP 34,000원 신규) 소송은 미리P 가치를 확인시켜주는 이슈라고 판단!.....	35
	게임빌 (063080KS Buy 유지 TP 70,000원 유지) 컴투스 지분가치를 제외한 영업가치 주가에 반영될 전망!.....	39

게임 (비중확대)

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

IP 활용한 모바일 게임 흥행 시대, 적정 밸류에이션 찾기!

리니지2레볼루션이 흥행에 성공하면서 IP에 대한 가치가 부각되고 있습니다. 커버리지 게임사의 적정 밸류에이션을 찾기 위해 해외 기업들을 분석했습니다. 구간별로 살펴본 결과, 이익이 성장하는 구간에서 개발비가 줄어들지 않는다면 PER이 25배가 최고였습니다. 개발비가 줄어든다면 더 높은 밸류에이션을 받을 수 있었습니다. 또한 국내 게임사들은 이익 성장 대비 저평가되었습니다. 게임 업종 투자의견 Overweight를 유지하고 Top pick으로 웹젠을 추천합니다. 컴투스를 차선호합니다.

IP를 활용한 모바일 게임이 흥행에 성공하면서 모바일 게임 시장 점유율 확대될 전망

- 리니지2레볼루션이 국내에서 흥행에 성공하면서 인기 온라인 게임 IP의 모바일에서 성공 가능성을 확인
- 해외에서도 유명 IP를 활용한 게임이 흥행한다는 점에서 국내와 유사: 일본 애니메이션 IP가 가장 인기
- 모바일 게임 시장 점유율 확대될 전망: 중국, 한국, 미국 등 상위국이 세계 시장 성장을 이끌 전망

해외 비교 업체 선정 및 분석: 흥행 요인이 유명 IP라는 점을 감안하면 IP보유 기업 가치 재평가될 필요!

- 올해 라인업도 IP를 활용한 게임들이 대부분 차지: 주요 신작 중 엔씨소프트 60%, 웹젠 80%의 비중
- 분석을 위해 대표 모바일 게임사를 선정: 반다이남코, 스쿼어에닉스, 코나미, 넥슨, 넷이즈, 일렉트로닉아츠
- 구간별로 비교한 결과, 21개의 구간 중 이익이 증가하는 구간은 10개였는데, 인건비(개발비) 조정이 없으면 PER 25배가 최고였음. 인건비가 감소하면 높은 밸류에이션 정당화된 점을 확인

적정 밸류에이션 찾기! 앞서 분석한 기준에 기반해 커버리지 기업의 적정 밸류에이션 산정

- 투자의견 Overweight를 유지하고 Top pick으로 웹젠을 추천함. 컴투스를 차선호주로 추천함
- 웹젠의 목표주가를 17년 EPS에 PER 15배를 적용해 28,000원으로 상향조정하고 투자의견 Buy를 유지함. 뮤IP 의존도가 높지만, 중국에서 선모바일이 흥행에 성공한다면 밸류에이션 높아질 전망. 이익 성장성 대비 밸류에이션 매력 가장 높음
- 컴투스의 목표주가를 15만원으로 상향 조정. 목표 PER 12배 적용. 액티비전의 스카이랜더스 IP를 활용한 게임 개발을 통해 서머너즈워 의존도 낮아질 전망으로 주가 할인요인 사라질 것
- 엔씨소프트 목표주가를 PER 23배를 적용한 38만원으로 상향. 투자의견 Buy를 유지함. 리니지M 출시 지연에 따른 기대감 약화는 매수 기회라고 판단
- 위메이드에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 34,000원으로 신규 커버리지 개시. 미르IP에 대한 가치가 재부각되고 자산 가치를 제외한 목표 PER은 25배. 게임빌에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 7만원 유지. 컴투스 지분가치를 제외한 영업가치가 주가에 반영될 필요

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2017E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
엔씨소프트	BUY	380,000	286,000	32.9	16,695	17.1	2.8	17.6	-1,068
컴투스	BUY	150,000	109,500	37.0	12,990	8.4	1.8	23.3	-723
웹젠	BUY	28,000	17,300	61.8	1,919	9.0	1.7	24.3	-254
위메이드	BUY	34,000	29,000	17.2	878	33.0	1.6	5.0	-43
게임빌	BUY	70,000	53,100	31.8	4,918	10.8	1.3	12.4	-48

자료: 케이프투자증권

CAPE

IP 를 활용한 모바일 게임 성장 가능성

인기 온라인 게임 IP 활용한 모바일 게임 흥행에 성공

온라인게임
지식재산권(IP)의
모바일에서 성공
가능성 확인

넷마블게임즈의 리니지2레볼루션 흥행 성공으로 인기 온라인 게임 지식재산권(IP)에 대한 관심이 높아졌다. 2015년부터 대형 개발사를 중심으로 기존 온라인 게임 지식재산권(IP)를 활용한 모바일 게임이 출시되고 있다.

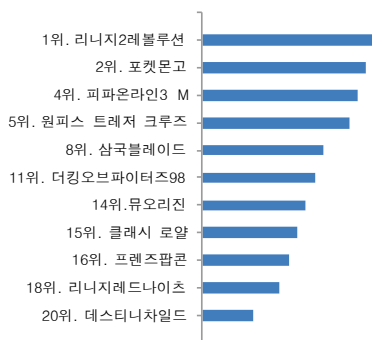
엔씨소프트는 리니지레드나이트를 12월에 출시했고, 리니지M은 올해 출시할 계획이다. 둘 다 리니지IP를 활용한 게임이다. 넥슨은 던전앤파이터 모바일, 포켓메이플스토리, 메이플스토리M, 퀴즈퀴즈 모바일 등을 출시 및 계획 중이다. 넷마블게임즈는 블소 모바일을 준비 중이다.

모바일 게임
장기 흥행 시대

장르별로 살펴 봤을 때, 캐주얼 게임 위주에서 RPG 위주로 모바일 시장이 재편되고 있다. 다른 이용자와 경쟁하고 캐릭터를 성장시켜 나가는데, 상대적으로 시간이 많이 소요된다. 따라서 유저들과의 소통을 바탕으로 한 꾸준한 업데이트가 장수 비결이다. 세븐나이트는 14년 출시 이후 16년 3월까지 총 110번의 업데이트가 진행되었다. 일주일에 한번 업데이트 했다고 볼 수 있다.

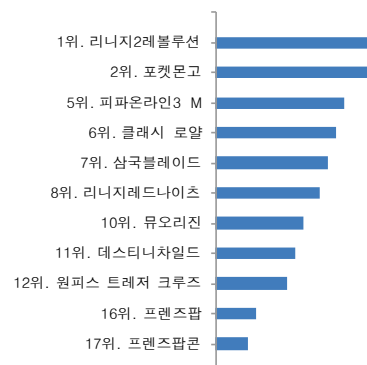
이와 같은 트렌드는 모바일 게임의 장기 흥행 요인으로도 맞물린다. 2016년 상반기 최고 매출 Top 10에 속해있는 게임 중 8개가 출시 된지 1~3년이 지났고, 오직 2개만이 16년 상반기에 출시했다. 게임 수명이 길어졌고, 신규게임이 성공하기 어려워진 환경이 만들어졌다.

그림1. 한국 앱스토어 수익 상위 20위 중 11개가 IP 게임



자료: 앱애니(17년 2월 12일 기준), 케이프투자증권

그림2. 한국 구글스토어 상위 20위 중 11개가 IP 게임



자료: 앱애니(17년 2월 12일 기준), 케이프투자증권

해외게임 시장에서도 유사한 흐름을 보이고 있음

해외 주요국에서도
유명 IP를 활용한
모바일 게임
인기 높음

해외 게임 시장도 국내와 유사한 흐름이다. 주요국에서 모바일 게임 상위 리스트를 살펴 보면 IP를 활용한 게임이 흥행하고 있다.

세계 모바일 게임 시장은 219억달러로 주요 5개국이 72%를 차지한다. 일본이 35%로 가장 크고, 한국이 14%, 중국 9%, 미국 8%, 영국 6% 순서이다. 나머지 국가들은 2% 미만의 비중이다.

최대 모바일 게임 시장인 일본에서 인기 모바일 게임 중 절반이 IP를 활용했는데, 주로 만화 IP가 대부분이다.

큰 폭의 성장을 보일 중국에서는 17년부터 모바일 게임이 PC게임을 앞설 전망이다. 향후에도 연평균 30% 이상 성장할 것이다. 시장의 특징은 우리나라와 마찬가지로 중소 개발사들이 한계에 봉착한 상황으로, 게임의 장기 흥행이 지속되면서 대규모 투자가 필요한 실정이다. 각광 받는 분야는 일본 애니메이션 IP, 그 다음으로는 한국의 유명 온라인 게임 IP, 웹툰 IP이다. 최근 규제관련 이슈가 부각되었는데, 2016년부터 모바일 게임 관련 판호제도가 강화되었다는 점이다.

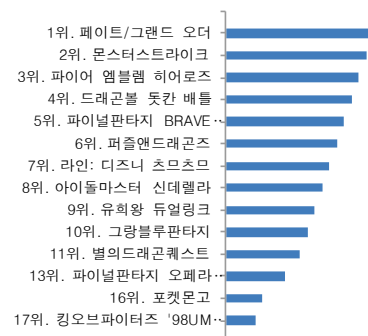
미국은 전통적으로 아케이드와 비디오게임이 강세다. 일본, 중국, 한국 등과 같이 모바일 게임 시장이 큰 비중은 아니지만, 플랫폼 별로 시장이 고르게 분포되어 있다. 향후 모바일 게임은 타 플랫폼과 함께 고르게 성장할 전망으로 성장 잠재력이 높다. 카지노 게임이 인기가 높으며 자국 게임이 매출 순위 상위권을 차지한다는 점이 특징이다.

그림3. 일본 앱스토어 수익 상위 20위 중 11개가 IP 게임



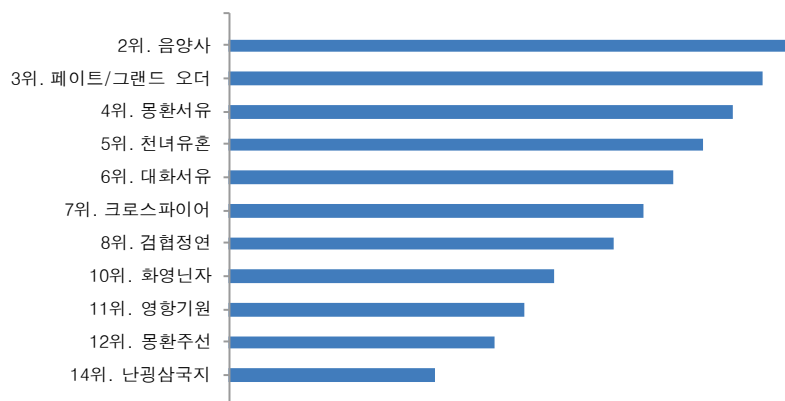
자료: 앱애니(17년 2월 12일 기준), 케이프투자증권

그림4. 일본 구글스토어 상위 20위 중 14개가 IP 게임



자료: 앱애니(17년 2월 12일 기준), 케이프투자증권

그림5. 중국 앱스토어 수익 상위 20위 중 11개가 IP 게임



자료: 앱애니(17년 2월 12일 기준), 케이프투자증권

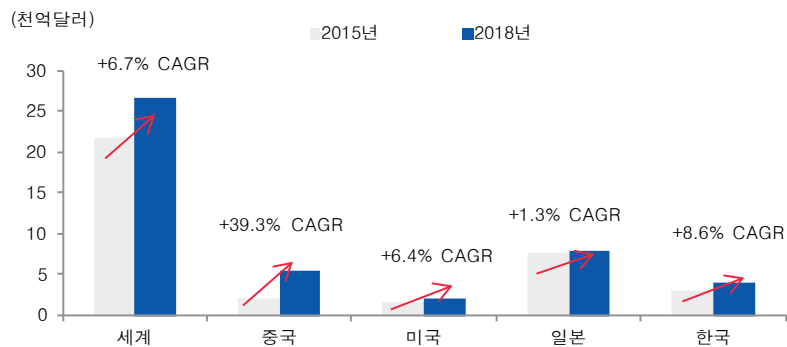
모바일 게임 성장성 높아 게임 시장 점유율 확대될 전망

모바일 게임 성장
두드러질 전망

게임을 평가하기 이전에 우리는 각국의 모바일 게임 성장성을 점검했다. 세계 모바일 게임은 2016~18년 3년간 연평균 +6.7% 성장할 전망이다. 중국이 39.3%로 가장 높은 성장을 보일 것이고, 한국 +8.6%, 미국 +6.4%로 높은 한자리 성장을 보일 전망이다. 모바일 게임 시장이 가장 큰 일본의 경우만 +1.3% 성장에 그칠 것이다. 모바일 게임 성장률은 전체 게임 성장률을 능가할 것이다.

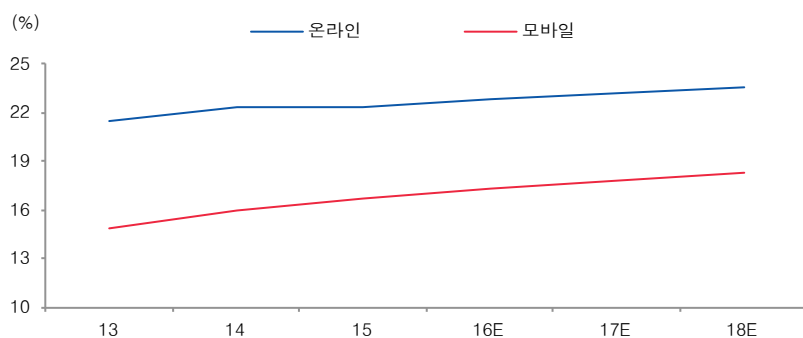
모바일 게임 점유율도 확대될 전망이다. 세계 게임시장에서 모바일 게임 점유율은 2015년 17%에서 2018년 18%로 상승이 예상된다. 중국의 성장세가 커져 중국이 일본에 이어 모바일 게임의 2위국이 될 것이다.

그림6. 모바일 게임 시장 전망: 상위 3개국 고성장 지속되고 세계 시장 성장률 높을 전망



자료: 2016년 대한민국 게임백서, 케이프투자증권

그림7. 세계 게임시장 플랫폼별 점유율: 온라인과 모바일 확대, 비디오와 아케이드 정체



자료: 2016년 대한민국 게임백서, 케이프투자증권

CAPE

해외 비교 업체 선정 및 분석

최근 우리나라 기업들의 차기작도 IP를 활용한 게임들이 중심

국내 업체들의
라인업은
지식재산권(IP)을
활용한 게임이
중심

우리나라 기업들의 차기 라인업도 IP를 활용한 게임들을 중심으로 성장 동력으로 자리매김 하고 있다.

엔씨소프트는 리니지 IP를 활용한 리니지M을 상반기 출시 예정이다. 아이온 IP를 활용한 아이온레기온스도 올해 상반기 북미유럽에 출시할 계획이다. 기타 신규 모바일 게임을 준비하고 있는데, IP를 활용한 게임보다 기대감이 높지 않은 실정이다.

웹젠의 선과 무 지식재산권(IP)을 활용한 게임이 상반기 중국에 출시할 예정이다. 선은 치우360이 개발하고 있고, 모바일 RPG이다. 개발기간은 1년이 넘었고 개발팀 인력도 100명이상인 것으로 추정된다. 기적최강자는 무 지식재산권(IP)을 활용한 게임인데, 룬투차이나가 개발하고 있다. 웹젠의 현재 개발력은 250명으로 뮤레전드 개발자 약 100명을 제외하면 최소한의 개발력을 보유해 비용이 최적화되었다고 볼 수 있다.

컴투스도 낚시의 신 IP를 활용해 VR 게임을 개발 중이고, 서머너즈워 MMORPG와 스카이랜더스 IP를 활용한 게임을 내년 상반기에 출시할 계획이다. 지난 실적발표 컨퍼런스 콜에서 IP 사업 확장에 대한 의지를 보여주었다는 점은 서머너즈워 단일 게임에만 의존한 매출 구성을 다양화한다는 측면에서 긍정적이라고 판단된다.

게임빌도 1,600만 유저를 보유한 PC 온라인 게임인 아키에이지 후속작을 준비 중이다. MLB와 장기계약을 통해 MLB 퍼펙트 이닝 라이브도 IP 관련 게임이다.

위메이드는 중국 리니지라고 볼 수 있는 미르IP를 보유하고 있다. 미르모바일은 자회사를 통해 직접 개발하고 있고, 중국 게임사와 라이선스 계약을 통해 IP 로열티 수익을 거두고 있다. 이익의 대부분이 IP 로열티로 구성된다. 미르 IP 와 관련하여 중국 게임사와 소송 진행 중이나, 이는 미르IP 가치를 재부각시킨다는 점에서 의미가 있다.

표1. 주요 게임사 2017년 신작 중 IP 활용 비중: 웹젠 80%, 엔씨 60%, 컴투스 33%, 게임빌 18% 순서

기업명	엔씨소프트	웹젠	컴투스	게임빌
주요 신작 게임수	10	5	9	11
IP 활용 게임수	6	4	3	2
IP 활용 비중	60%	80%	33%	18%
게임명	리니지이터널	뮤레전드	낚시의신VR	MLB퍼펙트 이닝 라이브
	리니지이터널모바일	선모바일	서머너즈워MMORPG	아키에이지비긴스
	리니지M	기적최강자	프로젝트A(스카이랜더스)	
	리니지2레전드	전민기적2		
	아이온레기온스			
	블소모바일			

자료: 케이프투자증권

주요국의 대표 모바일 게임사를 기준으로 선정

지식재산권(IP)를
활용한 게임사 선정

종합해 보면, 모바일 게임 성장의 축이 인기 웹툰이나 온라인 게임 등 IP를 활용했을 때 성공 가능성이 높다는 점을 알 수 있었다. 따라서, 투자종목을 선정하는데 있어 IP를 보유한 기업들의 가치를 재평가할 필요가 높아졌다. 해외에서 IP를 활용해 흥행에 성공한 기업들의 역사적인 밸류에이션을 분석해 국내 기업들의 목표 밸류에이션을 산정했다.

우리가 선택한 모바일 게임사의 기준은 다음과 같다.

- 1) 기존 게임 플랫폼에서 모바일로 성공적으로 진화한 기업들을 선정했다.
- 2) 모바일 게임 성장 축이 IP의 활용이라는 점을 고려해 IP 활용에 성공한 기업들을 추렸다.
- 3) 신작이 흥행에 성공하기 힘든 환경이라는 점을 고려해 IP를 활용하지 않은 개발 진행 중인 게임에 대한 가치(개발비÷인건비)는 흥행의 기반으로 고려하지 않았다.

이 기준에 부합하는 기업은 일본의 반다이남코, 스퀘어에닉스, 코나미, 넥슨이다. 중국에서는 넷이즈를 선택했다. 텐센트는 종합 인터넷포털 기업이기 때문에 밸류에이션 산정에서 제외했다. 미국에서는 온라인 게임사에서 모바일 게임사로 거듭난 일렉트로닉 아트(EA)를 골랐다.

비교 결과, PER 은 인건비(개발비) 조정이 없는한 25 배가 최고

PE 25배가 타당, 비용
감소한다면 두 배의
밸류에이션 가능하다고
판단

이 중 일본 게임사 4개의 이익과 밸류에이션 추이를 구간별로 비교했다. 일본이 게임 선진국이고 모바일 게임 규모도 세계 1위로 앞서기 때문이다.

구간별로 분석 결과, 영업이익의 방향성이 바뀌는 구간이 총 21개가 있었다. 이익이 증가하는 기간 동안에 밸류에이션 상단을 확인했다. 이익이 감소하는 기간에는 밸류에이션이 하락해 제외했다.

이익이 증가하는 구간이 10개가 있었는데, 이 구간 중에서 매출이 성장하면서 인건비가 지 줄어든 기간에는 밸류에이션이 상승했다. 스퀘어에닉스의 2014년과 코나미의 2012년, 2015~16년이 이에 해당된다. 스퀘어에닉스는 PER 53배에 도달한 적이 있고, 코나미는 30배까지 받았다. 반다이남코의 11~13년도 이에 해당되는데, 최고 PER은 20배였다. 2015년 넥슨의 PER은 21배가 최고였다.

반면, 인건비가 증가했음에도 불구하고 매출 성장이 이익 증가를 이끈 경우는 밸류에이션 상단이 높지 않았다. 스퀘어에닉스의 2010년이 이에 해당된다. 이 기간 동안 최대 PER은 25배였다. 여기에 해당되는 반다이남코 2015년과 스퀘어에닉스 2015~16년은 각각 PER은 18배, 23배였다.

결론적으로 말하면, 기존 IP를 활용한 게임이 성공 가능성이 높은 가운데, 게임 개발 비용이 증가한다면, 높은 밸류에이션을 부여하기 어려웠고, 비용이 감소해준다면 밸류에이션을 높게 부여할 수 있었다. 특이사항은 스퀘어에닉스는 밸류에이션이 높았는데, 일본 모바일 게임에서 수익 상위 게임 20개 중 5개 이상을 차지해 시장 점유율이 높아 타사 대비 프리미엄을 받는 것으로 추정된다.

표2. 주요 게임사의 21개 구간에서 밸류에이션 분석: 비용 감소했다면 PER 25배가 최고, 비용 감소한다면 고밸류 가능

기업	기간	매출 증감	이익 증감	인건비 증감	PER → PER	이익 증가	PER 상승	비용 감소	최고 PER	이익 증가 이유
반다이남코	09-11	-	-	+	NA	NA				
	11-13	+	+	-	7	20	0	0	20	비용
	14	+	-	+	20	12				
	15	+	+	+	12	18	0	0	18	매출
	16	+	-	+	18	14				
스퀘어에닉스	10	+	+	+	17	25	0	0	X	매출
	11	-	-	-	29	28				
	12	+	+	+	28	NA				
	13	+	-	+	NA	32				
	14	+	+	-	53	25	0	X	53	비용
	15-16	+	+	+	23	18	0	X	23	매출
코나미	10	-	-	+	20	15				
	11	-	+	+	15	15	0	X	X	
	12	+	+	-	15	20	0	0	0	비용
	13	-	-	+	18	76				
	14	-	-	-	83	31				
	15-16	+	+	-	25	30	0	0	0	비용
넥슨	13	+	-	+	15	12				
	14	+	-	+	12	15		0		
	15	-	+	-	15	21	0	0	0	비용
	16	-	-	NA	21	24				
평균									24	

자료: 케이프투자증권

해외 주요 기업 세부 내용 정리

반다이남코

반다이남코는 일본의 콘텐츠와 완구(파워레인저, 요괴워치, 건담 등의 IP 활용), 오락시설을 서비스하는 기업이다. 이 중 콘텐츠와 완구가 각각 55%, 35%의 비중으로 대부분의 수익을 내고 있다. 반다이남코의 전략은 IP를 축으로 하여 성장하고, 글로벌 마켓으로 확장하는 것이다.

최근 기업 실적을 살펴보면, 2008년 금융위기 이후 2011년부터 매출이 성장하기 시작했다. 더불어 영업이익도 증가했는데, 종업원수가 축소되면서 인건비 비중이 감소했다. 이 기간동안에 P/E 밸류에이션은 12배에서 20배까지 상승했다. 그 이후부터는 밸류에이션은 이익 증감에 연동했다.

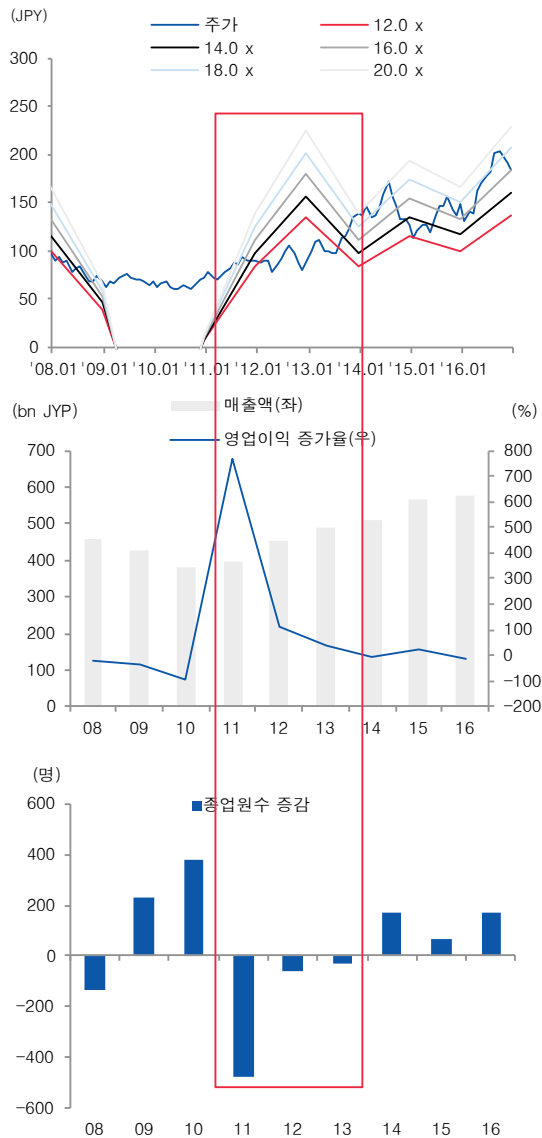
스퀘어에닉스

스퀘어에닉스는 일본에서 소프트웨어 제작 및 개발과 출판을 하는 기업이다. 대표 게임은 1986년에 출시된 드래곤퀘스트와 1987년에 패밀리 컴퓨터용으로 출시된 파이널판타지가 있다. 드래곤퀘스트 몬스터즈는 드래곤퀘스트 IP를 활용해 제작한 게임으로 일본 모바일 게임에 상위권에 랭크되어 있다.

기업 실적을 살펴보면, 2012-13년에 매출은 성장했으나, 영업이익은 감소했다. 인원수 증가에 따른 비용 증가가 더 컸기 때문이다. 2014년에는 직원이 감소하면서 인건비가 감소하면서 이익이 증가했다. 이를 반영해 P/E 밸류에이션은 18배에서 50배까지 상승했다. 그 이후 밸류에이션은 이익과 연동했다.

게임 | IP 활용한 모바일 게임 흥행 시대, 적정 밸류에이션 찾기!

그림8. 반다이남코: 직원감소 구간에서 P/E 12→20배



자료: 케이프투자증권

코나미

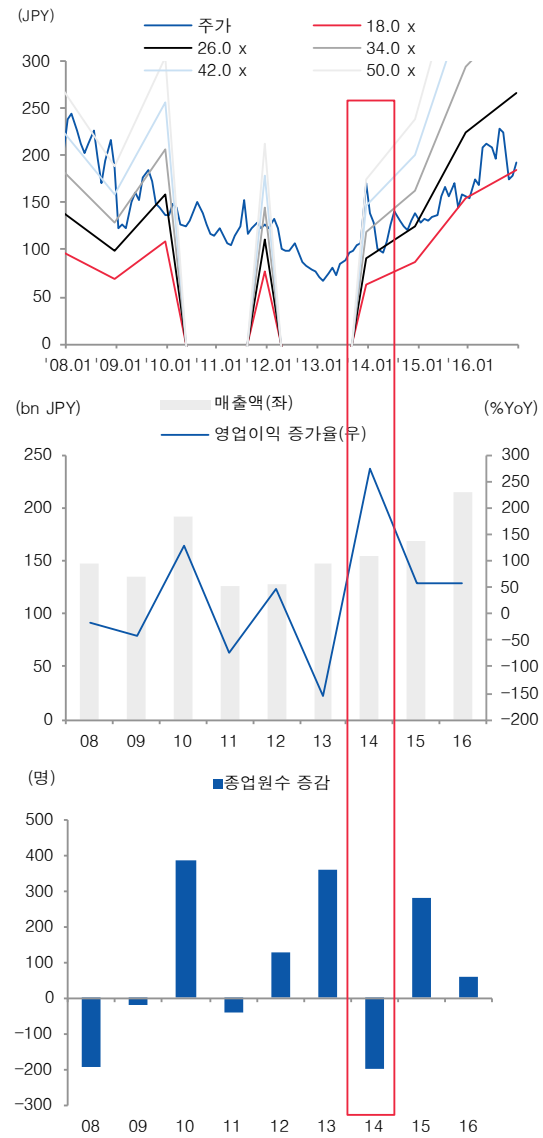
코나미는 장난감, 트레이딩 카드 게임, 애니메이션 등을 만드는 일본 기업이다. 처음에는 노래방 기기로 사업을 시작했고, 대표 게임으로는 유희왕 IP를 활용한 게임인 유희왕 듀얼링크가 있다. 실적을 살펴보면, 매출액은 2012년, 2015년에 증가했다. 이 구간에 직원 이 감소하면서 이익 증가가 컸다. 2012년 P/E 밸류에이션은 15배에서 20배까지 상승했고, 2015년에는 30배에서 35배까지 올랐다.

넥슨

넥슨은 중국, 한국에서 주로 매출을 올리는 게임사이다. PC 매출 비중이 70%이상을 차지하고 있다. 유명 게임으로는 카트라이더, 던전애파이터, 아키에이지, 서든어택, 피파온라인3, 메이플스토리, 마미노기 등이 있다. 모바일 게임에서 상위를 랭크하고 있는 게임은 피파온라인3M과 삼국지 등이 있다.

매출액은 2013년부터 정체를 보이고 있는데, 이 구간에서 P/E는 12배에서 15배 사이를 횡보하다가 인건비가 감소하고 이익이 증가하는 구간에 18배까지 상승했다.

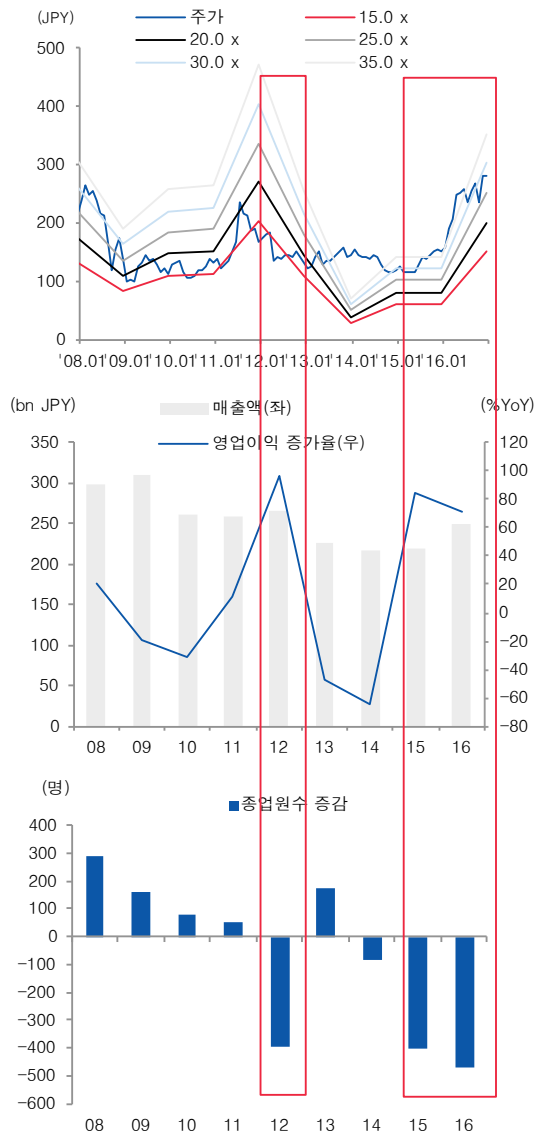
그림9. 스쿼어엔릭스: 직원감소 할 때 P/E 50배까지 상승



자료: 케이프투자증권

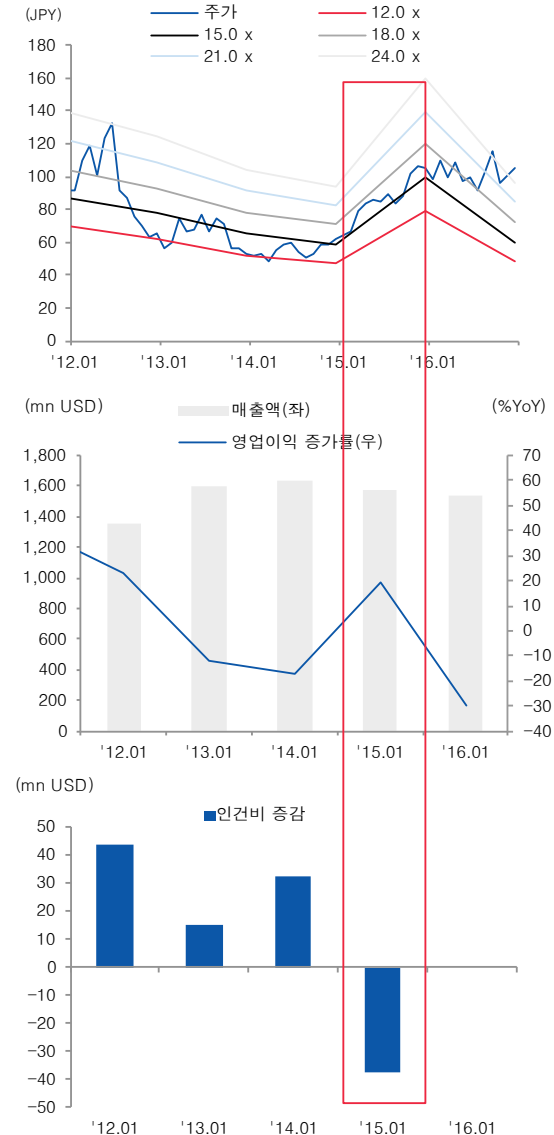
게임 | IP 활용한 모바일 게임 흥행 시대, 적정 밸류에이션 찾기!

그림10. 코나미: 직원 감소할 때 P/E 20배, 30배에 도달



자료: 케이프투자증권

그림11. 넥슨: P/E 15배에서 20배까지 상승



자료: 케이프투자증권

넷이즈

넷이즈는 중국의 포털이다. 주요 매출원은 75%를 차지하는 게임이다. 이 중 모바일은 50% 이상을 차지한다. 중국의 앱스토어의 상위권에 랭크되는 게임 숫자가 텐센트 다음으로 많다. 대표 게임은 음양사(소셜 IP), 몽환서유(몽환서유 IP), 천녀유혼(영화 IP), 대화서유(온라인게임 IP)가 있다.

매출 성장에 발맞춰 영업이익도 성장했다. 영업이익이 20% 이하 성장할 때, P/E는 10배에서 16배의 밴드 구간에서 움직였다. 2015-16년 영업이익이 50% 성장하는 구간에서는 22배까지 상승했다. 급격하게 성장해야 밸류에이션이 상승했음을 알 수 있다.

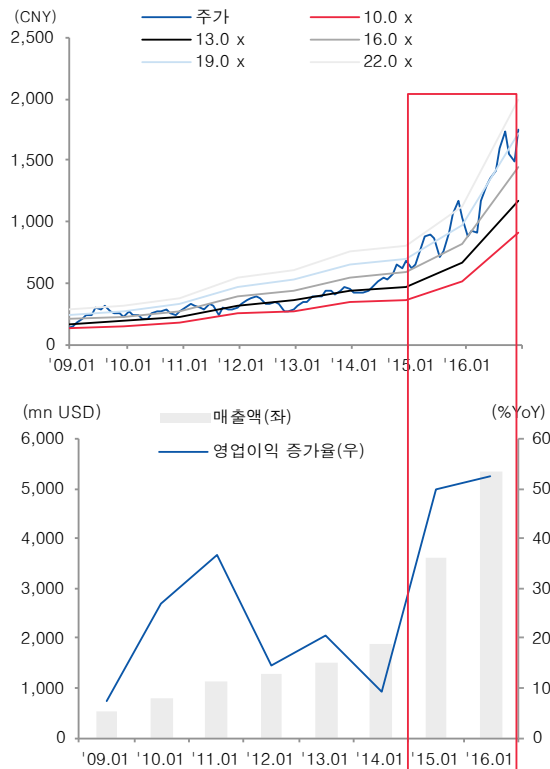
게임 | IP 활용한 모바일 게임 흥행 시대, 적정 밸류에이션 찾기!

일렉트로닉아츠(EA)

일렉트로닉아츠는 피파온라인 시리즈로 유명한 게임 개발사이다. 최근 미국 모바일 상위 게임 중 스타워즈 영화 IP를 활용한 스타워즈: 갤럭시오브히어로즈와 매든 IP를 활용한 게임이 상위에 랭크되어 있다. 미국은 중국, 일본, 한국보다 IP를 활용한 게임이 덜 인기다.

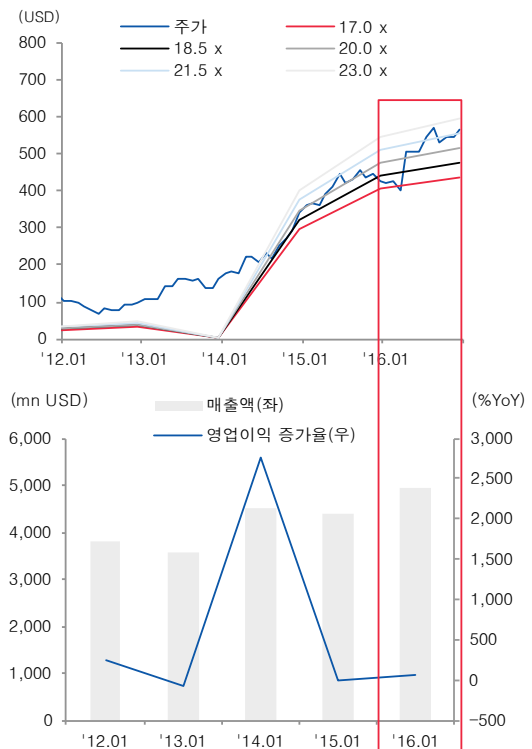
실적은 2010년까지 적자를 기록하다가 2011년에 흑자전환했다. 그 이후 P/E 밸류에이션은 17배에서 23배까지 상승했다. 온라인 게임 전문회사에서 모바일에서도 성공한 사례라고 볼 수 있다.

그림12. 넷이즈: 이익 성장이 큰 구간에 P/E 22배에 도달



자료: 케이프투자증권

그림13. EA: 이익 성장 구간 P/E 17배에서 23배로 상승



자료: 케이프투자증권

CAPE

적정 밸류에이션 찾기!

기업별 특징 고려한 목표 밸류에이션 산정

기업별 특성을 고려해
찾은 PER

앞에서 분석한 결과에 기준해 커버리지 기업의 목표 밸류에이션을 정했다. 우리가 정한 목표 PER은 엔씨소프트 23배, 컴투스 12배, 웹젠 15배, 위메이드 40배, 게임빌 14배이다.

이렇게 정한 이유는 이 기업들 중 이익이 증가하는 기업(엔씨소프트, 컴투스, 웹젠, 위메이드)의 최고 PER은 인건비가 감소하는 위메이드를 제외하고는 최고 PER 25배였다는 점에 기반했다. 각 사별 현황도 고려했다.

엔씨소프트 23배

엔씨소프트의 목표주가를 17년 EPS에 목표 PER은 23배를 적용해 38만원으로 상향조정한다. 최고로 PER 25배까지 적용이 가능할 수 있지만, 최근 5년간 엔씨소프트의 주가가 PER 23배를 넘지 않은 점을 감안했다.

컴투스 12배

컴투스의 목표주가를 15만원으로 상향 조정한다. 17년 EPS에 목표 PER 12배를 적용한 값이다. 컴투스는 2014년 님시의 신과 서머너즈워 흥행 성공으로 PER이 18배까지 상승한 적이 있다. 그 이후 서머너즈워 단일 게임에 의존도가 높아지면서 주가는 할인 받기 시작해 하락했다. 유명 IP를 활용한 게임이 출시한 후 흥행에 성공한다면 밸류에이션이 상승할 여지는 충분하다.

웹젠 15배

웹젠의 목표주가를 28,000원으로 상향 조정한다. 17년 EPS에 목표 PER 15배를 적용한 값이다. 뮤IP에 의존도가 높지만 PER 15배는 충분히 도달 가능하다. 선IP를 활용한 게임이 중국에서 흥행에 성공한다면 밸류에이션이 높아질 전망이다.

위메이드 40배

위메이드의 목표주가를 34,000원으로 제시한다. 17년 EPS에 PER 40배를 적용한 값이다. 카카오 등의 보유지분가치를 제외한 PER은 25배이다. 중국 리니지라고 불리는 미르IP를 보유하고 있고, 인건비를 지속적으로 감축하면서 기업이 효율화 되어가고 있다. 향후 산다와 소송건이 잘 해결되고, 절강환유와 중재가 원활하게 진행된다면 안정적인 로열티 매출이 가능하다.

게임빌 14배로 판단

게임빌의 목표주가는 7만원으로 유지한다. 신작 흥행 부재로 이익이 점진적으로 하락이 전망되기 때문에 최고 PER을 전망하기 어렵다. 다만, 현재 시가총액은 컴투스 지분가치를 제외한 PER은 3.8배에 불과해 목표주가에 충분히 도달 가능하다고 판단된다.

표3. 커버리지 기업 목표주가와 투자 의견 정리

종목명	투자 의견	목표주가(원)	현재주가	상승여력	목표 PER	투자포인트
엔씨소프트	BUY	380,000	286,000	33%	23	리니지IP 가치 더욱 부각될 전망
컴투스	BUY	150,000	109,500	37%	12	서머너즈워 MMORPG와 액티비전과의 IP 계약 체결로 추가 할인 요인 사라질 전망
웹젠	BUY	28,000	17,300	62%	15	17년 중국에서 뮤와 선 IP 활용한 게임 출시되면서 매출과 이익 성장할 전망
위메이드	BUY	34,000	29,000	17%	40	중국 리니지인 미르IP 가치는 지속 상승할 전망
게임빌	BUY	70,000	53,100	32%	14	컴투스 지분가치를 제외한 영업이익치 주가에 반영될 전망

자료: 케이프투자증권

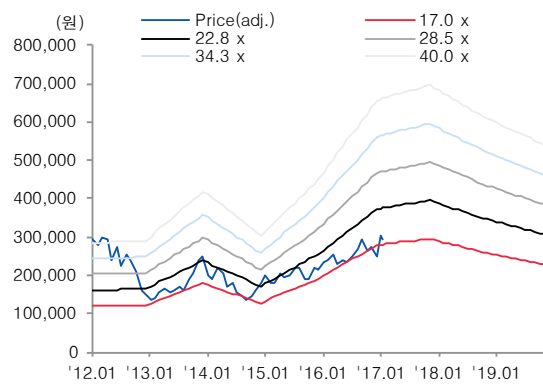
게임 | IP 활용한 모바일 게임 흥행 시대, 적정 밸류에이션 찾기!

표4. 주요 커버리지 기업 향후 실적 전망 및 목표 PER

기업	매출 증감	이익 증감	인건비 증감	목표 PER	이익 증가	비용 감소	최고 PER	이익 증가 이유
엔씨소프트	+	+	+	23	0	X	25	매출
컴투스	+	+	+	12	0	X	25	매출
웹젠	+	+	+	15	0	X	25	매출
위메이드	+	+	-	40	0	0	53	비용
게임빌	+	-	+	14	X	X	-	매출
평균				22			32	

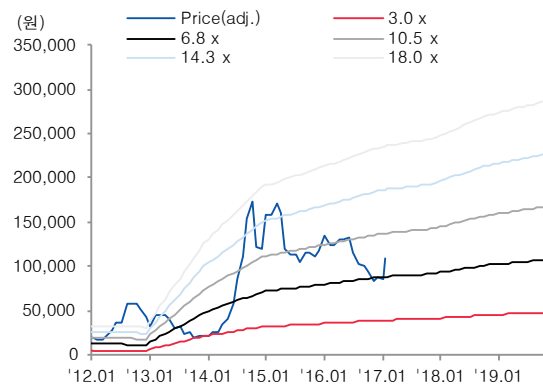
자료: 케이프투자증권

그림14. 엔씨소프트 PER 밴드 차트



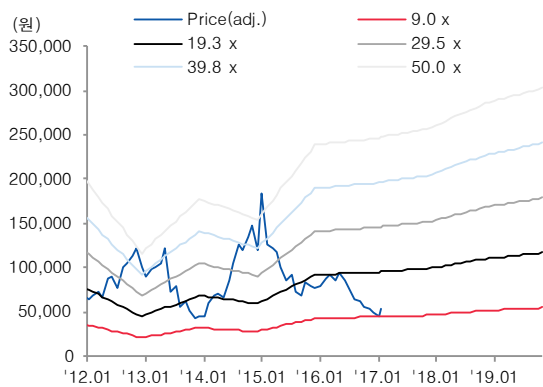
자료: 케이프투자증권

그림15. 컴투스 PER 밴드 차트



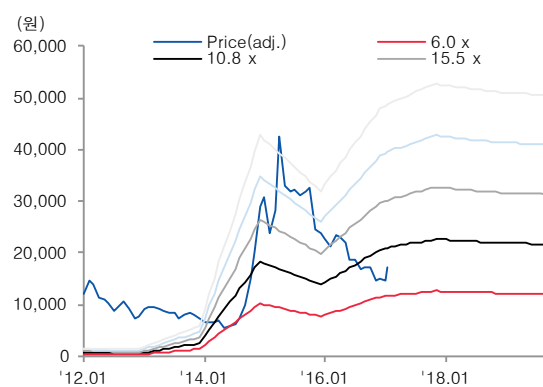
자료: 케이프투자증권

그림16. 게임빌 PER 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

그림17. 웹젠 PER 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

투자의견 Overweight 을 유지함

게임업종에 대해
비중확대 의견 제시

게임 업종에 대해 투자의견 Overweight를 유지한다. 글로벌 모바일 게임사들의 2017-19년 3년간 평균 EPS 성장률과 PER을 비교한 결과, 우리나라 기업들이 저평가되었다.

Top pick으로 웹젠을 추천한다. 성장성이 가장 높은 중국 시장에서 뮤와 신IP를 활용한 게임들의 출시가 예정되어 있고, 개발 리스크가 낮기 때문이다. 이익 성장 매력력이 가장 높다. 웹젠에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 28,000원을 제시한다.

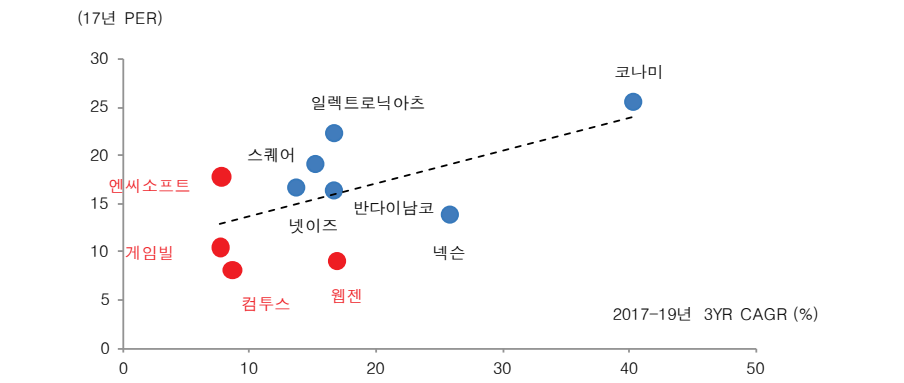
차선택으로는 컴투스를 추천한다. 단일 게임 의존도가 높지만, 이미 이는 주가의 할인요인으로 작용하고 있다. 향후 주가는 해외 유명 IP를 활용한 게임을 개발하면서 장르를 확대한다는 점을 반영해야 한다. 서머너즈워 MMORPG를 개발하고 있고, 액티비전과 스카이랜더스IP를 활용한 게임도 개발 중이다. 컴투스에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 15만원을 제시한다.

엔씨소프트에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 38만원을 제시한다. 리니지2레볼루션의 흥행 성공으로 리니지IP 가치를 재확인했다. 리니지M 출시가 지연되면서 기대감이 약화되고 있는데, 이는 오히려 매수 기회라고 판단한다.

위메이드에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 34,000원을 제시한다. 중국의 리니지인 미르IP에 대한 가치가 재부각될 전망이다. 게임빌에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 7만원을 유지한다.

최근 한 달간 모바일 게임사 주가는 전반적으로 상승했다. 미르IP를 보유한 위메이드 수익률이 가장 양호했고, 저평가된 컴투스가 양호했다. 모바일 게임 가치는 지속 상승할 전망이다.

그림18. 글로벌 모바일 게임 업체들의 PER vs. EPS 성장률 비교: 국내사 저평가



자료: 케이프투자증권

표5. 커버리지 기업 추가수익률 데이터

	시가총액	절대수익률				상대수익률			
		1개월	3개월	6개월	1년	1개월	3개월	6개월	1년
엔씨소프트	6,272	2.3	15.8	11.3	20.7	2.4	10.2	10.0	6.8
컴투스	1,409	19.5	32.6	-1.2	-15.8	19.7	26.2	-2.3	-25.5
웹젠	487	30.9	40.4	29.8	-1.7	31.1	33.7	28.2	-13.0
위메이드	611	14.6	16.1	-3.6	-9.4	14.7	10.5	-4.7	-19.9
게임빌	346	11.3	-3.3	-24.8	-30.3	11.4	-7.9	-25.7	-38.3

자료: 케이프투자증권

기업분석

엔씨소프트 (036570KS Buy 유지 TP 380,000원 상향)	17
컴투스 (078340KS Buy 유지 TP 150,000원 상향)	24
웹젠 (069080KS Buy 유지 TP 28,000원 상향)	31
위메이드 (112040KS Buy 신규 TP 34,000원 신규)	35
게임빌 (063080KS Buy 유지 TP 70,000원 유지)	38

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

엔씨소프트 (036570KS | Buy 유지 | TP 380,000원 상향)**기대감 약화는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향**

엔씨소프트가 4분기 호실적을 달성했음에도 불구하고 조정을 보이고 있습니다. 이번 실적발표에서 리니지M의 출시시기를 늦추면서 자체 모바일 게임에 대한 기대감이 낮아지고 있기 때문입니다. 리니지2레볼루션 흥행은 모바일 MMORPG 시장의 성장 잠재력을 확인했다는 점에서 의미 있다는 점을 고려할 때, 기대감 약화는 오히려 매수 기회라고 판단합니다. 향후 출시될 리니지M의 실적 기여는 유효합니다. 추정치 상향에 기반해 목표주가를 38만원으로 상향하고 투자 의견 Buy를 유지합니다.

4분기 예상을 상회하는 실적은 리니지IP의 가치를 확인했다는 점에서 의미가 큼

- 엔씨소프트의 4분기 영업이익은 당사 및 시장 예상을 각각 43% 상회하는 호실적을 달성
- 기존 예상과의 차이는 리니지2레볼루션의 IP 로열티 매출액이 기대 이상이었음
- 특이 사항은 리니지 매출이 1천억원을 돌파했다는 점임. 드래곤 보물상자 프로모션에서 매출을 선인식한 효과 때문으로 회계기준 변경에 기인. 이 효과는 약 150억원 수준으로 추정

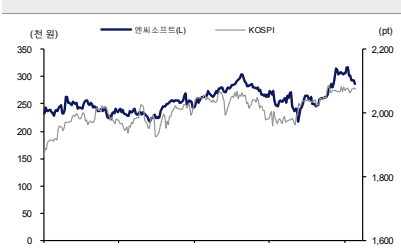
로열티 매출 추정치를 상향해 목표주가를 38만원으로 상향 조정함

- 리니지2레볼루션 로열티 매출 전망을 기존 대비 상향 조정해 2017-18년 각각 1,035억원, 557억원으로 추정. 이를 반영해 2017-18년 영업이익 추정치를 각각 +20.8%, +0.7% 상향 조정함
- 비용 측면에서, 인건비는 전년 수준의 인원 증가(약 +400명)는 없을 것이나, 좋은 개발자가 있다면 영입할 것으로 밝혀 증가할 전망. 리니지M 및 리니지이터널 출시로 마케팅 비용 집행 커질 전망
- 실적 추정치 상향 조정에 따라 목표주가를 31만원에서 38만원으로 상향함. 목표주가는 17년 P/E 23배 수준

리니지M 기대감 유효! 리니지2레볼루션 흥행 성공은 모바일 MMORPG 성장 잠재력을 확인해 준데 의미있음!

- 실적 발표 이후 주가는 조정을 보이면서 9.5% 하락함. 그 이유는 기대작인 리니지M의 출시 일정을 기존 예상보다 2-3개월 지연시키면서 게임 완성도에 대한 시장의 우려가 반영했다고 판단함
- 리니지M 실적은 연간 1천억원 이상 전망하고, PC 리니지 느낌을 최대한 살린 게임으로 리니지 서버 증설 효과라고 생각한다면 큰 우려는 아니라고 판단. 오히려 리니지2레볼루션의 흥행 성공은 모바일 MMORPG 시장의 성장 잠재력을 확인했다는 점에서 의미가 큼. 다만, 리니지2레볼루션 만큼의 흥행은 어려울 전망으로 목표 PER을 더 올리는 어렵다고 판단

Stock Data



주가(2/14)	286,000원		
액면가	500원		
시가총액	6,272십억원		
52주 최고/최저가	316,000원/ 218,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	11.3	20.7
상대주가(%)	2.4	10.0	6.8

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	839	838	984	1,271	1,357
영업이익	(십억원)	278	237	304	473	503
영업이익률	(%)	33.2	28.3	30.9	37.2	37.1
순이익	(십억원)	230	165	272	366	388
EPS	(원)	10,487	7,542	12,416	16,695	17,713
증감률	(%)	44.7	-28.1	64.6	34.5	6.1
PER	(배)	17.4	28.2	19.9	17.6	16.6
PBR	(배)	2.7	2.6	2.8	2.9	2.6
ROE	(%)	18.0	10.5	14.4	17.5	16.5
EV/EBITDA	(배)	9.9	13.7	13.0	10.5	9.5
순차입금	(십억원)	-897	-952	-1,025	-1,068	-1,261
부채비율	(%)	23.5	24.1	22.0	19.8	17.9

엔씨소프트 | 기대감 약화는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향

표1. 2016년 4분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16P(a)	y-y	q-q	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	237	241	241	218	285	20.1	30.8	249	251	13.4
영업이익	75	76	86	65	102	35.8	56.2	79	71	43.3
세전이익	62	81	97	63	104	67.5	64.3	83	67	55.5
순이익	42	66	90	48	67	58.1	39.5	63	51	31.0
영업이익률	31.6	31.5	35.8	29.9	35.7			31.9	27.1	
세전이익률	26.2	33.6	40.5	29.1	36.6			33.4	27.9	
순이익률	17.8	27.5	37.6	22.0	23.5			25.3	14.8	

자료: 케이프투자증권

표2. 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	2015	2016P	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
게임별 매출	838	984	1,271	1,357	241	241	218	285	276	284	325	386
리니지	313	375	433	441	79	94	84	118	95	113	101	124
리니지2	63	77	80	76	17	19	21	20	20	20	20	20
아이온	74	72	71	70	20	18	16	18	20	17	16	18
블레이드앤소울	114	182	154	148	54	49	40	39	39	39	38	38
길드워2	101	77	87	82	31	16	15	15	15	15	23	34
와일드스타	9	5	5	4	1	2	1	0	1	2	1	0
리니지이터널	0	0	40	156	0	0	0	0	0	0	0	40
로열티	99	122	204	156	29	27	24	42	61	52	48	43
기타	67	74	198	222	10	16	16	32	25	25	79	70
(로열티)		17	104	56				17	36	27	23	18
리니지2레볼루션		170	1,035	557				170	360	270	225	180
로열티 %		10%	10%	10%				10%	10%	10%	10%	10%
(기타 매출)		15	134	158				15	9	9	63	54
리니지레드나이트		15	35	34				15	9	9	9	9
리니지모바일			99	124							54	45
영업비용	601	679	798	853	165	154	152	208	185	176	199	238
인건비	325	383	432	458	99	91	93	99	118	104	103	107
감가상각비	34	31	36	40	8	8	8	8	8	8	9	11
로열티	9	3	3	4	1	1	1	1	1	1	1	1
결제수수료	36	39	51	54	10	10	10	10	11	11	13	15
지급수수료	0	53	60	67	12	12	12	17	8	7	24	21
박스제작비	2	10	4	5	2	1	1	6	1	1	1	1
마케팅비	34	35	68	68	9	5	7	14	11	11	23	23
기타	160	124	144	158	24	26	21	53	29	32	25	58
영업이익	237	329	473	503	76	86	65	102	91	108	126	148
영업외손익	2	17	15	14	5	11	(2)	2	6	4	(0)	6
기타수익	21	25	25	25	7	5	2	11	7	5	2	11
기타비용	37	35	37	38	8	1	12	13	8	8	10	10
금융수익	21	22	21	21	6	6	5	5	6	4	5	6
금융비용	1	3	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
관계회사투자손익	(2)	7	7	7	1	3	3	(0)	1	3	3	(0)
법인세차감전순이익	240	346	488	517	81	97	63	104	96	112	125	154
법인세	73	75	122	129	15	7	15	37	24	28	31	39
연결당기순이익	166	271	366	388	66	90	48	67	72	84	94	116
지배주주순이익	165	272	366	388	66	91	48	67	72	84	94	116

자료: 케이프투자증권

엔씨소프트 | 기대감 약화는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향

표3. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		Gap	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,271	1,357	1,141	1,310	11.4	3.6
영업이익	473	503	391	500	20.8	0.7
지배주주순이익	366	388	297	379	23.3	2.5

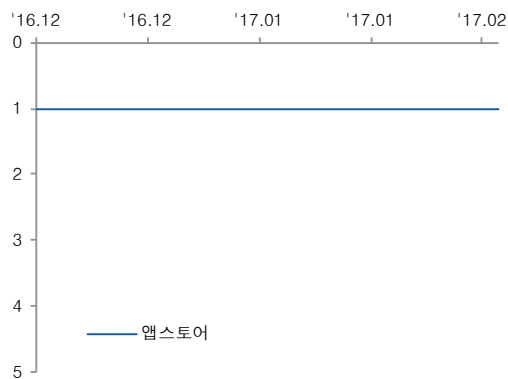
자료: 케이프투자증권

표4. 엔씨소프트 게임 라인업: 리니지, 리니지2, 아이온, 블소 등의 IP를 활용한 게임이 주를 이루고 있음

게임별 업데이트	온라인/모바일	내용
리니지이터널	온라인	11/30~12/4 CBT 진행된 결과를 바탕으로 2차 CBT 진행. 2017년내 출시 목표
리니지이터널모바일	모바일	PC 일정과 맞추는 것이 중요하기 때문에 조율중
리니지레드나이트	모바일	16년 12월 8일 출시. 중국 출시는 파트너사와 협의해서 상반기 론칭
리니지M	모바일	17년 상반기 출시 목표. 타겟 매출 목표를 상향하고 보강하기 위해 출시 시기를 2-3달 늦춤
리니지2 레볼루션	모바일	16년 12월 14일 넷마블 게임즈 출시. 중국 출시 일정은 아직 알 수 없음
리니지2레전드	모바일	17년 출시 목표
아이온레기온스	모바일	17년 3분기 북미유럽 출시 목표
MXM	모바일	17년 1분기 한국에 테스트, 미국은 2분기 론칭. 중국은 하반기 론칭
블소모바일	모바일	2개가 있는데, MMO기반으로 만든 것은 연내 론칭 가능. 기존 중국 출시작은 대대적인 수정 필요
기타	모바일	국내 20여개의 신규 모바일게임 프로젝트 준비 중

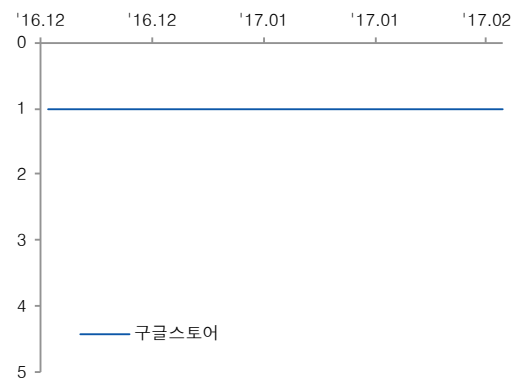
자료: 케이프투자증권

그림1. 한국 리니지2 레볼루션 수익 랭킹(앱스토어)



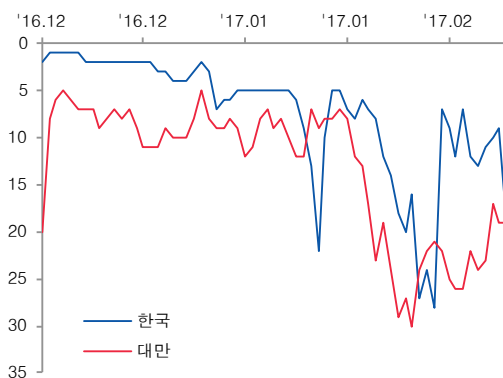
자료: 케이프투자증권

그림2. 한국 리니지2 레볼루션 수익 랭킹(구글스토어)



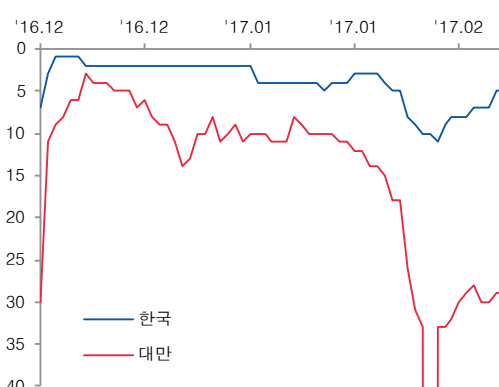
자료: 케이프투자증권

그림3. 리니지레드나이트 수익 랭킹(앱스토어)



자료: 케이프투자증권

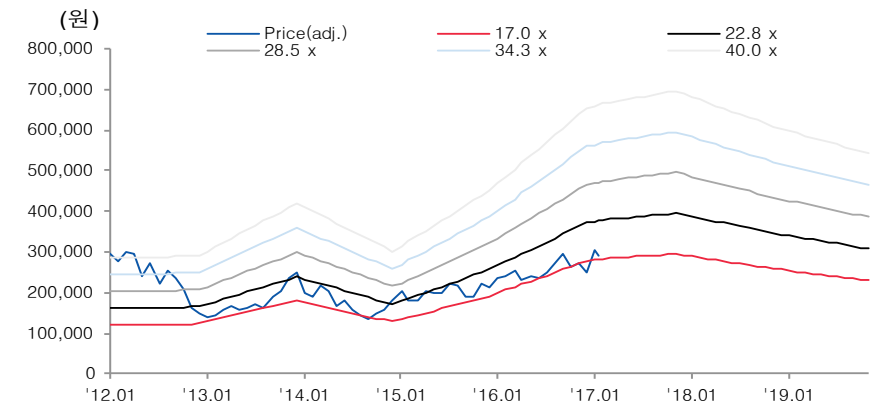
그림4. 리니지레드나이트 수익 랭킹(구글스토어)



자료: 케이프투자증권

엔씨소프트 | 기대감 약화는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향

그림5. 엔씨소프트 12개월 선행 PE 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

표5. 엔씨소프트 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

①	P/E Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	EPS	11,529	16,446	17,467	15,298	13,609
	자기자본비용	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
	무위험 이자율	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	주식 리스크 프리미엄	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	주식 베타	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
	할인계수	1.00	0.94	0.89	0.83	0.79
	PV of EPS	11,529	15,486	15,487	12,772	10,698
	Average PV of EPS	13,194 : 2016년-20년 EPS를 현재가치로 할인한 평균				
	목표 P/E Multiple	26.8 : 과거 10년간 최고 P/E 평균 적용				
	Case 1) 적정주가	350,000				
②	P/S Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	SPS	44,851	57,951	61,865	59,347	58,522
	PV of SPS	44,851	54,567	54,853	49,548	46,007
	Average PV of SPS	49,965 : 2016-20년 SPS를 현재가치로 할인한 평균				
	목표 P/S Multiple	8.5 : 과거 10년간 최저 P/S 평균 적용				
	Case 2) 적정주가	420,000				
	평균 ①, ②	380,000 * 목표주가는 2017년 예상 EPS의 23배, SPS의 6배 수준				

자료: 케이프투자증권

엔씨소프트 | 기대감 약화하는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향

표6. 엔씨소프트 2016년 4분기 실적 발표 주요 내용

16년 4분기 실적	주요 IP 호조 및 신규 모바일 게임 흥행으로 매출과 영업이익 전년 동기 대비 20%, 36% 성장 2016년 연도별 최대 매출 달성. 블레이드앤소울 북미 출시와 IP 확대로 매출 안정성 강화 리니지: 대규모 업데이트, 신규 서버 증설, 드래곤 보물상자 프로모션의 선매출 인식 효과로 증가 블소: 성공적인 부분 유료화 전환 아이온: 프로모션 효과로 매출 증가 리니지2와 길드워2: 특이사항 없음 기타: 리니지레드나이트 실적 기여로 증가. 리니지레드나이트 안정적인 흐름을 보일 전망 리니지,리니지2,블소 IP 견고 블소: 북미유럽에서 성공적인 출시로 가장 높은 성장률을 보임 지역별: 한국(리니지1, 리니지레드나이트로 호조), 북미유럽(블소 효과로 가장 높은 성장률) 로열티: 리니지2레볼루션 추가되면서 전분기 대비 173억원 증가한 415억원 기록 비용 인건비: 모바일 프로젝트 확대에 따른 인원 증가로 증가 매출변동비: 박스 및 상품제작비는 리니지 마법인형 및 드래곤보물상자 플레잉카드 제작으로 크게 증가 기타: 리니지레드나이트 플랫폼 수수료 증가로 증가 마케팅비: 신규 게임 출시에 따른 광고 집행과 게임별 이벤트 영향으로 증가
17년 가이드스	모바일 프로젝트 총원으로 인건비 증가, 현재 모바일 게임 개발 인력 충분히 확보했는지 혹은 추가 보강 여부 -좋은 개발자가 있다면 회사로 영입할 계획이고, 내부적으로 프로젝트 진행 취소된 경우 인원 재배치 일어나고 있음. 작년만큼 많이 증가하진 않을 것 마케팅 -2017년 신규 게임 출시 예상으로 전년대비 증가할 것 -모바일 게임의 경우 마케팅 예산 중에서 테스트 결과에 따라 비례지출되므로 급격한 증가가 있지는 않을 것 리니지2레볼루션 로열티 매출 규모 -4분기 전까지 연간 실적 추이를 보면 알 수 있음. 효과는 1분기에만 영향을 줄 것 2017년 가이드스 -연간 성장률은 15년 대비 16년보다 2017년에 더 높아질 전망 향후 전략 -작년부터 MMORPG 강세, 엔씨소프트도 흐름에 맞게 프로젝트 진행 중 -블레이드앤소울 모바일 두 가지 트랙(MMO, 기존버전)을 가져가는 것 -작년 말 리니지레드나이트, 리니지2레볼루션 등의 출시 과정을 분석하면서 MMORPG 장르의 시장 공략 방법 학습 -본래 진행하던 MMORPG 프로젝트에도 자신감 반영됐음 -시장 선점 효과는 분명 존재하지만 늦게 들어가더라도 콘텐츠 깊이와 팬층을 바탕으로 성공할 수 있을 것

자료: 케이프투자증권

엔씨소프트 | 기대감 약화하는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향

표7. 엔씨소프트 2016년 4분기 실적 발표 질의 응답 내용 정리

게임	리니지1: 드래곤보물상자 이외의 킬러 콘텐츠 -드래곤 보물상자는 판매시점에서 매출 인식하던 것을 4분기부터 총매출로 인식 -드래곤 보물상자 매출 인식분 제외한 4분기 매출은 다른 분기와 유사한 수준 -이외 여러 아이템 이벤트와 신규 서버 증설 효과 -4분기부터 변경된 리니지 매출 회계처리방법은 2017년에 동일하게 적용할 것 리니지1: 아이템 선매출 효과 제거시 매출, 이익 규모 및 선매출 효과 -정확한 액수 공개 불가하고, 4분기 전까지의 분기 평균 실적 수준 달성 추정 -선매출 효과는 1분기에만 존재할 것 리니지M -리니지M 순조롭게 개발 중. 시장의 포텐셜 등 시장 상황 파악 중으로 이에 맞춰 타겟 매출 상황 -1분기 내 출시 예정으로 2,3개월 늦춰지며 상반기 내 출시될 것 -리니지M 출시가 기존 PC 리니지게임에 미치는 영향은, 기존 리니지 플레이어의 모바일 확장을 기대하는 부분도 있고 모바일 복귀를 기다리는 사실상의 신규유저도 존재 -리니지M은 모바일 버전의 출시인 동시에 리니지의 새로운 서버가 하나 증가하는 측면으로 볼 수도 있음 -신규서버 오픈시 기존 서버 유저가 갑작스럽게 줄지 않듯 리니지M 출시도 서버 추가와 비슷한 결과 예상 -리니지2레볼루션 액티브 유저 200만, 리니지1PC 액티브유저 40만인 상황에서 리니지M 예상 유저수는, 전체 누적 리니지 플레이 경험 유저가 1,000만 이상 추산되는데, 리니지M의 경우 과거의 리니지에 대한 향수를 일으키는 것이 아닌, 모바일에서 플레이하기 쉬운 새로운 리니지의 형태로 다가오는 것 -리니지M이 끌어올 수 있는 시장은 충분히 있다고 판단 리니지레드나이트 -리니지레드나이트는 중국 파트너사를 통해 상반기 내 론칭하는 것이 목표 -리니지레드나이트, 리니지M, 리니지2레볼루션은 지향하는 장르와 게임의 성격이 다르고 추구하는 고객층과 고객형태 다름 -레드나이트는 턴 베이스 수집형 게임인 반면 리니지M은 모바일에 리니지를 그대로 옮겨 놓은 게임 리니지이터널 -모바일 진행 상황은 북미 스튜디오에서 병렬로 진행 중, PC버전 출시 시점에 맞춰질 듯 -2016년말 CBT 진행, 현재 2차 테스트 준비 중. 2차 테스트 진행 후 연내 출시하는 것이 목표 블레드&소울 -블소 모바일은 중국에서 기존에 서비스했던 것과 MMO 기반으로 신규 제작중인 것 두 가지 존재 -MMO기반으로 제작중인 블소 모바일은 연내 출시 가능할 것으로, 중국 블소 모바일은 전반적인 수정 필요 -넷마블에서 같은 IP와 같은 장르로 개발 중인데, 출시 전 출시 시기에 대해 양사간 조율이 이루어 질 것 아이온 레기온스 -2분기 소프트 론칭 가능할 것, 북미.유럽 먼저 출시 목표 MXM -한국 1분기 테스트, 미국 2분기 론칭, 중국 하반기 론칭 계획
----	--

자료: 케이프투자증권

엔씨소프트 | 기대감 약화는 매수 기회! 실적 추정 올려 목표주가 38만원으로 상향

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,083	1,157	1,201	1,396	매출액	838	984	1,271	1,357
현금및현금성자산	248	314	350	536	증가율(%)	-0.1	17.3	29.2	6.8
매출채권 및 기타채권	99	100	101	102	매출원가	203	188	178	192
재고자산	1	1	1	1	매출총이익	636	796	1,093	1,165
비유동자산	1,136	1,249	1,454	1,525	매출총이익률(%)	75.8	80.9	86.0	85.9
투자자산	557	654	845	902	판매비와 관리비	398	492	621	662
유형자산	234	249	262	275	영업이익	237	304	473	503
무형자산	64	65	66	67	영업이익률(%)	28.3	30.9	37.2	37.1
자산총계	2,219	2,406	2,655	2,920	EBITDA	272	341	512	545
유동부채	338	341	344	348	EBITDA M%	32.5	34.7	40.3	40.2
매입채무 및 기타채무	95	96	97	98	영업외손익	2	25	15	14
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	-2	15	7	7
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	20	19	20	20
비유동부채	93	94	95	95	기타영업외손익	-16	-9	-12	-13
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	240	346	488	517
부채총계	430	435	439	443	법인세비용	73	75	122	129
지배기업소유지분	1,770	1,953	2,198	2,459	당기순이익	166	271	366	388
자본금	11	11	11	11	지배주주순이익	165	272	366	388
자본잉여금	441	441	441	441	지배주주순이익률(%)	19.8	27.6	28.8	28.6
이익잉여금	1,330	1,513	1,759	2,020	비지배주주순이익	1	-1	0	0
기타자본	-13	-13	-13	-13	기타포괄이익	5	0	0	0
비배지분	19	19	18	18	총포괄이익	171	271	366	388
자본총계	1,789	1,971	2,217	2,477	EPS 증가율(%, 지배)	-28.1	64.6	34.5	6.1
총차입금	1	1	1	1	이자손익	20	22	23	26
순차입금	-952	-1,025	-1,068	-1,261	총외화관련손익	9	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	241	282	377	426	총발행주식수(천주)	21,929	21,929	21,929	21,929
영업에서 창출된 현금흐름	296	334	475	528	시가총액(십억원)	4,671	5,427	6,447	6,447
이자 수취	15	22	23	26	주가(원)	213,000	247,500	294,000	294,000
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	7,542	12,416	16,695	17,713
배당금 수입	1	1	1	1	BPS(원)	81,257	89,602	100,812	112,705
법인세부담액	-71	-75	-122	-129	DPS(원)	2,747	4,202	5,663	6,009
투자활동 현금흐름	-517	-157	-252	-119	PER(X)	28.2	19.9	14.8	14.0
유동자산의 감소(증가)	-10	-7	-7	-7	PBR(X)	2.6	2.8	2.5	2.2
투자자산의 감소(증가)	-501	-97	-191	-57	EV/EBITDA(X)	13.7	13.0	8.5	7.7
유형자산 감소(증가)	-16	-50	-51	-52	ROE(%)	10.5	14.4	17.5	16.5
무형자산 감소(증가)	24	-3	-3	-3	ROA(%)	8.5	11.7	14.5	13.9
재무활동 현금흐름	310	-60	-89	-120	ROIC(%)	109.0	244.7	320.9	308.8
사채및차입금증가(감소)	0	0	0	0	배당수익률(%)	1.3	1.7	1.9	2.0
자본금및자본잉여금 증감	219	0	0	0	부채비율(%)	24.1	22.0	19.8	17.9
배당금 지급	-69	-60	-89	-120	순차입금/자기자본(%)	-53.2	-52.0	-48.2	-50.9
외환환산 인한 현금변동	11	0	0	0	유동비율(%)	320.8	339.4	348.9	401.3
연결범위변동 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	7,379.5	9,336.9	14,510.3	15,459.4
현금증감	45	66	36	186	총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5
기초현금	203	248	314	350	매출채권 회전율	8.5	9.9	12.7	13.4
기말현금	248	314	350	536	재고자산 회전율	1,202.6	1,427.2	1,825.8	1,929.8
FCF	224	232	326	373	매입채무 회전율	2.1	2.0	1.8	2.0

자료: 케이프투자증권

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

컴투스 (078340KQ | Buy 유지 | TP 150,000원 상향)**주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!**

컴투스의 주가 할인 요인이 제거될 전망이다. 그 동안 서머너즈워 단독 게임에 매출 의존도가 높았습니다. 이번 실적 발표를 통해, 올해 하반기의 5년간 개발한 댄스빌 출시를 통해 샌드박스 게임 장르로 영역을 확대할 전망이다. 북미 콘솔 탑클래스 IP(액티비전 스카이랜더스)를 활용한 게임 개발도 준비 중입니다. 내년 상반기에는 서머너즈워 IP를 활용해 MMORPG 시장에도 진출할 계획을 밝혔습니다. 컴투스 목표주가를 17년 PER 12배 수준인 15만원으로 상향조정합니다. 투자 의견 Buy를 유지합니다.

유럽 주요국에서 매출 성장에 기인해 당사 예상에 부합하는 호실적 달성

- 4분기 실적은 사상 최대의 매출을 기록하면서 당사 예상에 부합: 유럽 주요국(독일, 프랑스)에서 매출 성장에 기인
- 인건비(매출 대비 비중 8%)와 마케팅 비용(매출 비중 17%)을 효율적으로 집행해 이익 증가에 기여
- 17년 1분기 실시간 아레나 대규모 업데이트 예정: 글로벌 유저들이 동시접속 가능하고, 실시간 PVP를 제공. e스포츠로의 확장 가능성. 다양한 몬스터의 필요성을 증가시키기 때문에 수집형 RPG 특성상 매출 성장을 이끌 전망

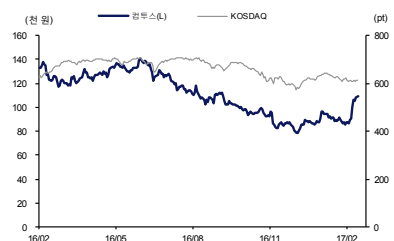
서머너즈워 IP를 활용한 MMORPG 준비 중이고, 샌드박스 게임으로 장르 확대를 통한 성장 기반 마련

- 서머너즈워의 IP를 활용한 MMORPG를 18년 상반기 출시 예정: 1년 3개월전부터 온라인 MMORPG 경험 인력 세팅
- IP 전략실 신설: 미국 할리우드 IP 라이선싱 전문가 영입. 북미지역 중심으로 만화, 애니메이션, 소설, 영화 등 다양한 매체로 서머너즈워의 IP 확장 계획
- 상반기 출시: 낚시의 신 VR, 전략 게임인 소울즈, 캐주얼 골프게임인 프로젝트G2 등의 출시 예정
- 하반기 댄스빌 출시로 장르 확대: 샌드박스 게임이란 마인크래프트, 심시티 등으로 알려진 초등학교생들에게 인기 있는 장르. 한국에서 샌드박스 게임 성공사례가 없어 성공 가능성 높다고 판단. 댄스빌은 5년 개발했고, 전연령층 타겟

주가 할인 요인 제거되면서 밸류에이션 상승할 전망. 목표주가 15만원으로 상향 조정함

- 최근 한 달간 주가는 19.5% 상승. 서머너즈워 단독 게임 의존도가 높았던 할인 요인이 사라지고 있다는 점을 반영
- 서머너즈워 IP의 북미유럽에서의 가치를 고려한다면, 향후 IP를 활용해 MMORPG로의 성공 가능성 높을 전망
- 주가 할인 요인 제거해 목표주가를 기존 11만원에서 15만원으로 상향. 17년 P/E 12배 수준. 이는 IP 활용에 적극적인 회사의 전략 방향을 고려하면 충분히 도달 가능하다고 판단

Stock Data



주가(2/14)	109,500원		
액면가	500원		
시가총액	1,409십억원		
52주 최고/최저가	141,200원/ 78,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.5	-1.2	-15.8
상대주가(%)	24.1	14.0	-16.2

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	235	434	516	556	578
영업이익	(십억원)	101	166	194	214	224
영업이익률	(%)	43.1	38.3	37.6	38.5	38.7
순이익	(십억원)	79	126	151	167	174
EPS	(원)	6,981	10,540	11,740	12,990	13,546
증감률	(%)	305.6	51.0	11.4	10.6	4.3
PER	(배)	17.3	11.2	7.4	8.1	7.8
PBR	(배)	6.4	3.0	1.7	1.7	1.4
ROE	(%)	49.7	35.0	26.2	23.3	20.1
EV/EBITDA	(배)	11.9	6.4	2.8	2.9	2.1
순차입금	(십억원)	-130	-437	-573	-723	-878
부채비율	(%)	18.6	14.4	11.5	9.4	8.0

컴투스 | 주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!

표1. 2016년 4분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16P(a)	y-y	q-q	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	117	135	127	118	136	16.3	14.9	125	127	6.9
영업이익	48	60	49	41	44	-7.3	7.4	40	45	-1.8
세전이익	48	61	51	42	47	-3.3	12.2	42	46	1.8
순이익	36	46	38	31	36	0.3	15.4	31	35	2.0
영업이익률	40.9	44.2	38.4	34.8	32.6			31.8	32.6	
세전이익률	41.5	45.2	40.4	35.3	34.5			33.9	34.5	
순이익률	30.5	34.4	30.0	26.2	26.3			25.0	26.3	

자료: 케이프투자증권

표2. 컴투스 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	2015	2016P	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	4,335	5,156	5,565	5,781	1,351	1,266	1,181	1,357	1,371	1,384	1,398	1,412
%YoY	85%	19%	8%	4%	44%	17%	3%	16%	1%	9%	18%	4%
국내	685	708	704	723	175	186	175	172	173	175	177	179
해외	3,634	4,430	4,840	5,037	1,172	1,076	1,002	1,180	1,192	1,204	1,216	1,228
기타	17	18	21	21	4	4	4	5	5	5	5	5
매출원가	443	515	612	636	114	129	123	149	151	152	154	155
% of sales	10%	10%	11%	11%	8%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
매출총이익	3,892	4,640	4,953	5,145	1,238	1,137	1,058	1,208	1,220	1,232	1,244	1,257
% of sales	90%	90%	89%	89%	92%	90%	90%	89%	89%	89%	89%	89%
판관비	2,233	2,703	2,811	2,909	640	651	647	766	720	688	663	740
% of sales	52%	52%	51%	50%	47%	51%	55%	56%	53%	50%	47%	52%
급여	97	130	134	138	41	29	29	31	42	30	30	32
퇴직급여	7	11	12	12	3	4	3	2	3	4	3	3
복리후생비	23	28	29	29	6	8	7	7	6	8	7	8
주식보상비용	10	4	4	4	1	1	1	1	1	1	1	1
감가상각비	18	16	16	16	4	4	4	4	4	4	4	4
무형자산상각비	2	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1
광고선전비	273	190	167	173	28	48	96	19	41	42	42	42
판매촉진비	455	700	779	809	135	163	139	264	192	194	196	198
지급수수료	1,288	1,575	1,622	1,671	407	383	358	427	419	395	368	440
임차료	15	16	16	17	4	4	4	4	4	4	4	4
기타	501	28	29	36	11	6	6	6	6	7	7	8
영업이익	1,659	1,937	2,142	2,237	598	486	411	442	500	544	582	517
%YoY	64%	17%	11%	4%	68%	21%	-3%	-7%	-16%	12%	41%	17%
영업외손익	49	70	86	87	13	25	6	26	21	21	22	22
금융손익	51	81	82	83	20	20	21	21	20	20	21	21
기타영업외손익	-2	-13	4	4	-7	5	-15	4	1	1	1	1
관계기업투자손익	-1	2	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0
법인세차감전이익	1,708	2,007	2,228	2,324	610	511	417	468	521	565	604	539
법인세비용	449	497	557	581	146	132	108	111	130	141	151	135
순이익	1,258	1,510	1,671	1,743	464	380	309	357	391	424	453	404
지배주주순이익	1,258	1,510	1,671	1,743	464	380	309	357	391	424	453	404

자료: 케이프투자증권

컴투스 | 주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!

표3. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		Gap	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,565	5,781	5,304	5,600	4.9	3.2
영업이익	2,142	2,237	2,136	2,159	0.3	3.6
지배주주순이익	1,671	1,743	1,677	1,693	-0.3	2.9

자료: 케이프투자증권

표4. 서머너즈워 주요 업데이트

차수	업데이트	시기	내용
1차	길드전	2015년 3월	길드 기반 3:3 PVP 유저 커뮤니티 강화
2차	이계의 틸	2015년 12월	월드보스 레이드 룬 마법부여 형상변환
3차	호문클루스	2015년 9월	호문클루스 크래프트 시스템 최고 레벨 상승 (40 → 50) 속성 던전 공개 유저 자유도 상승
4차	실시간 아레나	2017년 1분기	글로벌 원서버에서 이루어지는 실시간 PVP 대전 전 세계 소환사들이 한자리에 모여 자웅을 겨루는 월드 아레나, 이 스포츠로의 확장 실시간 관전 및 리플레이 기능 추가 다양한 몬스터 보유 필요성 증가 실시간 모드/대전모드(리그 및 토너먼트) 등 다양한 모드 추가 예정

자료: 케이프투자증권

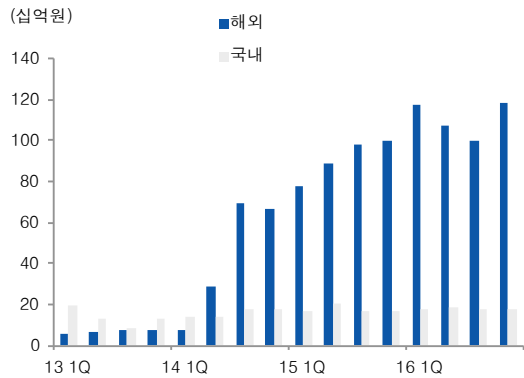
표5. 컴투스 신규 게임 라인업

게임	장르	출시시기	내용
낙시의 신(VR)	스포츠	1H17	글로벌 다운로드 5천만을 돌파한 낙시의신 VR 버전. 낙시 현장감을 극대화할 것
소울즈	전략, 퍼블리싱	1H17	턴제 전략 실시간 대전 게임. 상대 유저와 전략적 전투를 통해 적의 진지를 점령
프로젝트G2	스포츠	1H17	신개념 캐주얼 골프게임. 골프스타의 골프엔진 활용. 간편한 조작과 독특한 스킬
프로젝트DD	캐주얼	1H17	
프로젝트S	RPG	2H17	체스 이동과 공격을 모티브로 한 신개념 SRPG. 위치 선정 전략과 스킬 활용이 극대화된 실시간 PVP
댄스빌	샌드박스	2H17	5년 개발. 캐주얼 샌드박스 게임. 초등학생을 포함한 전연령층이 타겟
히어로즈워2	RPG	2H17	턴제 전투 RPG. 상시적으로 다른 유저와 경쟁하고 협력하는 것이 특징
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	1H18	서머너즈워 IP 활용. 각 몬스터들의 특성 반응을 통한 차별화된 재미
프로젝트A	TPG	1H18	북미 Top 콘솔 IP를 활용한 RPG

자료: 케이프투자증권

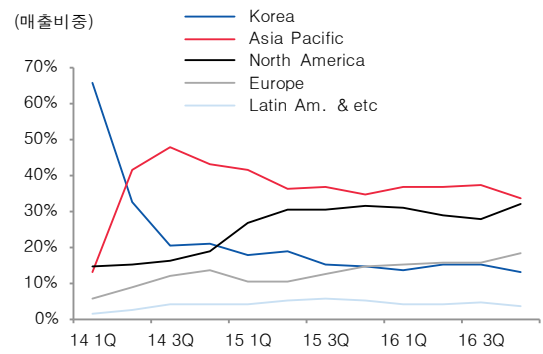
컴투스 | 주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!

그림1. 컴투스 국내, 해외 매출액 추이



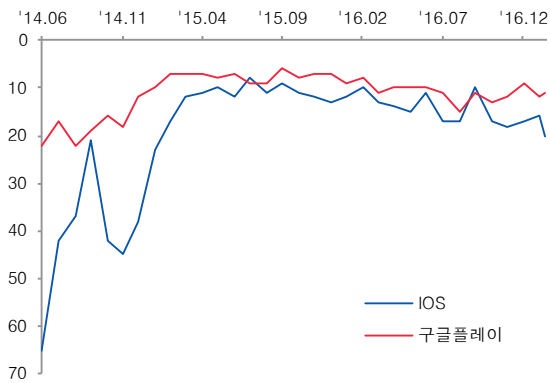
자료: 케이프투자증권

그림2. 컴투스 국가별 매출 비중 추이



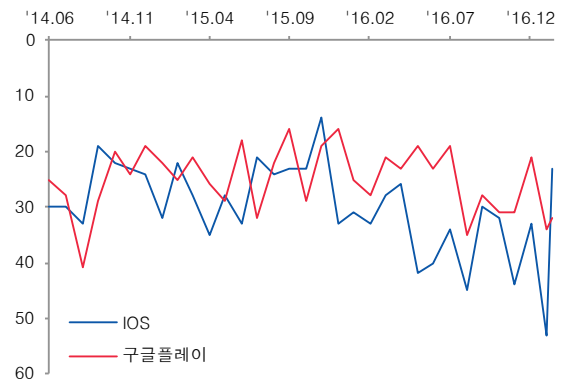
자료: 케이프투자증권

그림3. 서머너즈워 수익 랭킹 추이 (미국)



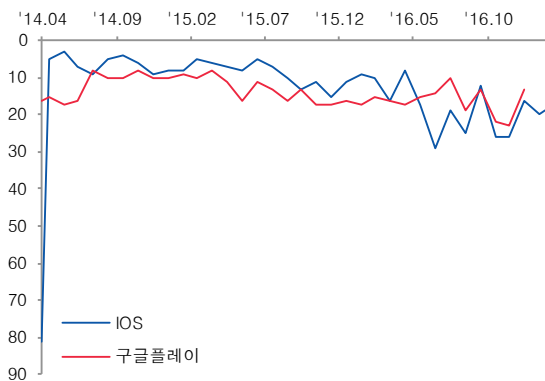
자료: 케이프투자증권

그림4. 서머너즈워 수익 랭킹 추이 (일본)



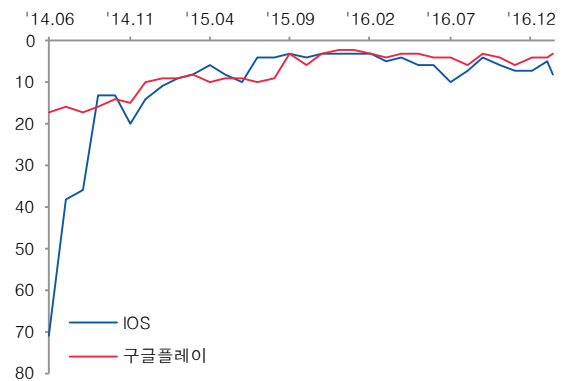
자료: 케이프투자증권

그림5. 서머너즈워 수익 랭킹 추이 (한국)



자료: 케이프투자증권

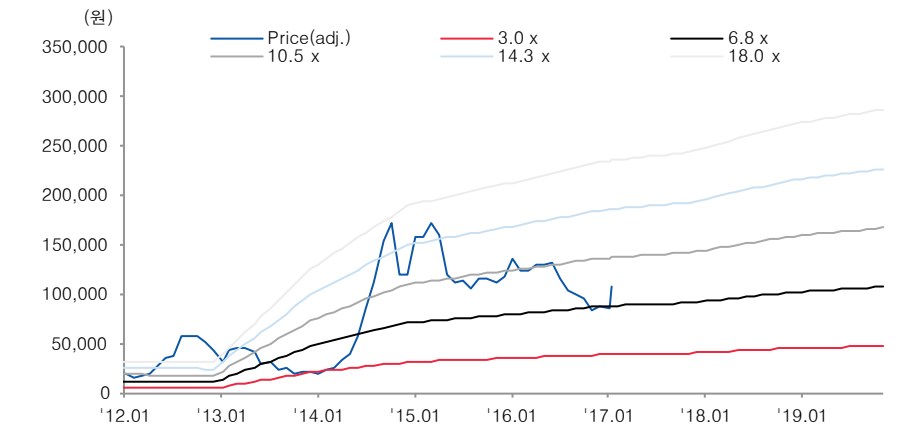
그림6. 서머너즈워 수익 랭킹 추이 (독일)



자료: 케이프투자증권

컴투스 | 주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!

그림7. 컴투스 12개월 선행 PE 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

표6. 컴투스 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

①	P/E Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	EPS	11,740	12,990	13,546	15,063	15,949
	자기자본비용	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
	무위험 이자율	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	주식 리스크 프리미엄	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	주식 베타	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
	할인계수	1.00	0.93	0.87	0.81	0.75
	PV of EPS	11,740	12,095	11,744	12,159	11,987
	Average PV of EPS	11,945 : 2016년-20년 EPS를 현재가치로 할인한 평균				
	목표 P/E Multiple	12.8 : 과거 3년간 최저 P/E 평균 적용				
	Case 1) 적정주가	150,000				
②	P/S Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	SPS	40,071	43,251	44,934	47,735	51,146
	PV of SPS	40,071	40,271	38,955	38,532	38,441
	Average PV of SPS	39,254 : 2016-20년 SPS를 현재가치로 할인한 평균				
	목표 P/S Multiple	3.9 : 과거 3년간 P/S 평균 적용				
	Case 2) 적정주가	150,000				
	평균 ①, ②	150,000 * 목표주가는 2017년 예상 EPS의 12배, SPS의 3배 수준				

자료: 케이프투자증권

컴투스 | 주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!

표7. 2016년 4분기 실적발표 컨퍼런스 콜 내용 정리

(단위:)

서머너즈워	실시간 아레나 1분기 시작, 현재 테스트 진행상황 및 업데이트 날짜 - 글로벌 원서버에서 이루어지는 실시간 PVP 대전. 월드 아레나와 e스포츠로 확장. 다양한 몬스터 필요성 증가 - 실시간 및 대전 모드 등 추가 - 실시간 아레나는 3차 시범 서비스 진행하면서 대전방식에 있어 시도하는 중 - 정식 서비스 시작 전에 보상, 개발 안정성, 리플레이, 관전모드에 대한 반응 체크함 - 다른 유저들과 경험을 공유하고, 나아가 개인방송 및 게임대회 사향에 대한 점검중으로 올해 3월 목표
서머너즈워 MMORPG	서머너즈 MMORPG 개발인력, 개발단계, 개발비 규모 - 1년 3개월 전부터 온라인 MMORPG 경험 인력 세팅했고 글로벌 타겟팅 기획 전략실 통해 준비 중 - 글로벌 원빌드로 개발인력은 40여명, 기본전투 및 지역 개발에 있어 알파 단계로 향후 진행상황 발표할 것 - IP전략실 신설: 북미 지역을 중심으로 만화, 애니메이션, 소설, 영화, 머천다이즈 등 다양한 매체로 IP 확장 계획 서머너즈 MMORPG 타겟은 기존유저인지 신규유저인지 - 수집형 전략 RPG와 MMORPG로 IP를 쓴다고 하더라도 새로운 시장이라고 생각함. 오히려 브랜드 강화되는 선순환 구조 - 장르가 다르기 때문에 카니발 이슈는 없을 것
비용	매출대비 마케팅비 비중 - 마케팅비, 2016년에 매출 대비 17%. 서머너즈워 2016년에 글로벌 시장에서 적극 프로모션 - 이를 통해 북미, 유럽에서 매출 확대 및 브랜드 이미지 많이 올라옴 - 컴투스 신규고객 저변 확대, 독보적 이미지 구축, 서머너즈 IP사업과 맞물리면서 저변확대 할 수 있는 기반이 됨 - 2017년도에는 적시적소에 마케팅 투자를 하면서 효율적인 관리와 영업이익률을 제고할 수 있는 방향에 대해 고민 중 - 1분기엔 브랜드 캠페인 기획된 사항 없고, 신작 출시에 따라 마케팅 비용에 변수는 있을 것으로 예상 2017년 인력운영 및 마케팅 계획 - 2016년에 인력보강이 상당부분 이루어졌음. 개발인력, 사업인력 확충에 계속적으로 투자할 것 - 15년, 16년 인건비는 매출액 대비 약 8% 유지 중, 17년에 공격적으로 인력보강 진행 되겠지만, 매출액 대비 8% 비중 유지하는 선에서 효율적으로 관리 할 것 - 서머너즈 워 관련 프로모션 및 신작 프로모션 준비하는 부분이 있으나 아직 확정 안된 부분이 많음 - 유저 확보 캠페인 중심으로 진행될 것으로, 브랜딩 관련해서는 그때가서 발표할 것 - 개발 시스템 자랑할 만한 수준. 개발진 비중은 전체 인력 대비 70~80%의 높은 비중을 유지할 것
전망	샌드박스 게임의 경우, 한국에서 시도되지 않았는데, 한국시장에서의 가능성 - 댄스빌, 유저들이 자유롭게 음악 작곡이 가능하고 여러 가지 악기를 통해 작곡툴 제공 - 관절 조절이 가능해서 댄스 및 유저들이 뮤직비디오를 제작 가능하고, 이를 SNS 통해 교류 - 초등학생 포함 전 연령이 타겟으로, 마인크래프트가 초등학생들 사이에서 큰 인기를 끌었고, 한국게임이 샌드박스게임에 진출 사례가 없었다는 점에서 한국 및 글로벌 성공 가능성 좋게 보는 중 장기적으로 M&A 혹은 글로벌 IP 제휴 사항 - 컴투스 자체적인 게임개발 뿐만 아니라, 컴투스 오리지널 IP 활용 및 IP 제휴 검토 중(IP전략실 신설) - 현재 북미 콘솔 탑클래스 IP 게임 개발 진행으로, 조만간 발표 있을 예정

자료: 케이프투자증권

컴투스 | 주가 할인 요인 제거될 전망! 목표주가 15만원으로 상향 조정!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	508	644	795	950	매출액	434	516	556	578
현금및현금성자산	85	217	363	514	증가율(%)	84.7	18.9	7.9	3.9
매출채권 및 기타채권	67	68	68	69	매출원가	44	52	61	64
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	389	464	495	515
비유동자산	75	72	71	71	매출총이익률(%)	89.8	90.0	89.0	89.0
투자자산	30	30	31	31	판매비와 관리비	223	270	281	291
유형자산	3	1	1	0	영업이익	166	194	214	224
무형자산	3	2	2	1	영업이익률(%)	38.3	37.6	38.5	38.7
자산총계	582	716	866	1,021	EBITDA	169	197	216	225
유동부채	68	69	70	70	EBITDA M%	39.0	38.2	38.8	38.9
매입채무 및 기타채무	2	2	2	2	영업외손익	5	7	9	9
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	5	8	8	8
비유동부채	5	5	5	5	기타영업외손익	0	-1	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	171	201	223	232
부채총계	73	74	75	75	법인세비용	45	50	56	58
지배기업소유지분	509	643	791	945	당기순이익	126	151	167	174
자본금	6	6	6	6	지배주주순이익	126	151	167	174
자본잉여금	208	208	208	208	지배주주순이익률(%)	29.0	29.3	30.0	30.1
이익잉여금	283	417	565	719	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	11	11	11	11	기타포괄이익	-8	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	117	151	167	174
자본총계	509	643	791	945	EPS 증가율(%, 지배)	51.0	11.4	10.6	4.3
총차입금	0	0	0	0	이자손익	5	9	12	15
순차입금	-437	-573	-723	-878	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	138	137	167	174	총발행주식수(천주)	12,866	12,866	12,866	12,866
영업에서 창출된 현금흐름	162	176	210	217	시가총액(십억원)	1,525	1,122	1,359	1,359
이자 수취	4	9	12	15	주가(원)	118,500	87,200	105,600	105,600
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	10,540	11,740	12,990	13,546
배당금 수입	1	1	1	1	BPS(원)	39,844	50,228	61,765	73,762
법인세부담액	-29	-50	-56	-58	DPS(원)	0	1,400	1,500	1,600
투자활동 현금흐름	-246	-4	-4	-4	PER(X)	11.2	7.4	6.7	6.4
유동자산의 감소(증가)	-234	-4	-4	-4	PBR(X)	3.0	1.7	1.4	1.2
투자자산의 감소(증가)	3	0	0	0	EV/EBITDA(X)	6.4	2.8	1.8	1.1
유형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	ROE(%)	35.0	26.2	23.3	20.1
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	ROA(%)	30.3	23.3	21.1	18.5
재무활동 현금흐름	181	0	-17	-19	ROIC(%)	963.1	2,159.1	3,383.2	4,371.5
사채및차입금증가(감소)	0	0	0	0	배당수익률(%)	0.0	1.6	1.4	1.5
자본금및자본잉여금 증감	182	0	0	0	부채비율(%)	14.4	11.5	9.4	8.0
배당금 지급	0	0	-17	-19	순차입금/자기자본(%)	-85.9	-89.2	-91.4	-92.8
외환환산 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	742.2	932.9	1,138.8	1,348.1
연결범위변동 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	5,217.6	0.0	0.0	0.0
현금증감	73	133	146	151	총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.6
기초현금	12	85	217	363	매출채권 회전율	7.9	7.6	8.2	8.4
기말현금	85	217	363	514	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	136	136	167	174	매입채무 회전율	25.6	22.2	26.1	26.8

자료: 케이프투자증권

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

웹젠 (069080KQ | Buy 유지 | TP 28,000원 상향)**뮤(MU)와 선(SUN) IP 가치 부각! 매출과 이익 성장할 전망!**

웹젠의 목표주가를 28,000원으로 상향 제시합니다. 리니지2레볼루션의 국내 흥행 성공으로 기존 PC게임에서 흥행했던 IP를 보유한 기업들이 재평가되고 있어, 목표 PER을 17년 기준 15배로 상향했습니다. 동사는 뮤(MU)와 선(SUN)의 IP를 중국에 수출하고 흥행에 성공하면 국내에 서비스하기 때문에 개발 리스크도 낮습니다. 오래된 뮤온라인 게임을 업그레이드 한 뮤레전드가 상반기 출시 예정으로 매출 성장 및 이익 증가가 기대됩니다. 투자 의견 Buy를 유지합니다.

16년 4분기 실적은 예상에 부합하는 양호한 실적 달성

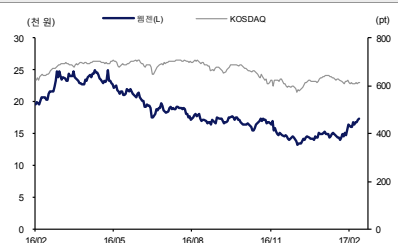
- 16년 4분기 매출액은 574억원(+18.1%QoQ, -20.3%YoY), 영업이익은 156억원(+56.9%QoQ, +8.7%YoY)로 양호
- 뮤오리진 북미유럽 출시로 매출이 증가한 반면, 뮤이그니션(중국 웹게임 대천사지검의 한국버전) 매출 기여는 기대보다 약해 당사 예상을 소폭 하회함

17년 상반기 국내 PC게임 뮤레전드, 중국 기적최강자와 선모바일 출시 예정

- 뮤레전드 국내 출시: 자체개발 PC 게임으로 뮤온라인의 업그레이드 버전. 5년 이상 개발한 게임으로 16년 12월 두 번의 클로즈베타 서비스 진행. 유저들의 반응이 좋았다는 점을 고려할 때, 연간 300억원이상 매출 가능할 전망. 3월 말 오픈베타 서비스 예정
- 기적최강자 중국 출시: 뮤IP를 활용한 모바일 게임으로 톱툰차이나가 1년 이상 개발한 게임. 전민기적(한국버전 뮤오리진) 사례를 고려했을 때, 흥행 가능성 높다고 판단
- 선모바일 중국 출시: 치후360이 개발자 100명 이상 투입해 1년 넘게 개발. 흥행 성공한다면 선 IP 가치 부각될 전망

목표 밸류에이션 상향해 목표주가 28,000원으로 신규 제시. 17년 PER 15배 수준

- 최근 한 달간 주가는 14.6% 상승. 유명 PC게임의 IP를 활용한 리니지2레볼루션의 흥행 성공으로 유명 IP를 보유한 동사의 가치 상승을 반영. 향후에도 IP를 보유한 게임사들의 밸류에이션 상승 요인으로 작용할 전망
- 웹젠은 중국에 IP를 수출하고, 흥행에 성공하면 국내에 역수입해 서비스하므로 개발 리스크가 낮은 점도 긍정적
- 실적 개선을 반영해 목표 PER을 15배로 상향해 목표주가를 28,000원으로 상향함
- 동사가 가진 현금과 부동산 가치 약 2천억원을 제외한 기업가치는 P/E 2배에 불과해 저평가 매력 존재

Stock Data

주가(2/14)	17,300원		
액면가	500원		
시가총액	611십억원		
52주 최고/최저가	24,950원/ 13,200원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.6	-3.6	-9.4
상대주가(%)	18.9	11.1	-9.9

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	73	242	220	284	284
영업이익	(십억원)	14	75	57	88	97
영업이익률	(%)	19.4	30.8	26.0	31.0	34.1
순이익	(십억원)	8	60	45	68	74
EPS	(원)	236	1,713	1,280	1,919	2,108
증감률	(%)	355.0	624.7	-25.3	49.9	9.9
PER	(배)	122.9	13.8	11.7	9.0	8.2
PBR	(배)	5.7	3.5	1.9	1.7	1.4
ROE	(%)	6.3	35.4	20.1	24.4	21.4
EV/EBITDA	(배)	45.2	8.5	5.6	3.9	2.8
순차입금	(십억원)	-40	-135	-183	-254	-332
부채비율	(%)	14.9	38.2	31.5	24.9	20.3

웹젠 | 뮤(MU)와 선(SUN) IP 가치 부각! 매출과 이익 성장할 전망!

표1. 2016년 4분기 실적 리뷰										(단위: 십억원, %)
	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16P(a)	y-y	q-q	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	72	60	54	49	57	-20.3	18.1	54	60	-4.3
영업이익	14	17	15	10	16	8.7	56.9	12	17	-8.4
세전이익	11	17	15	11	14	26.6	25.8	16	16	-13.7
순이익	5	12	11	8	13	192.3	72.4	9	13	3.6
영업이익률	19.9	28.4	27.2	20.4	27.1			23.0	27.1	
세전이익률	15.1	28.8	27.4	22.6	24.0			30.1	24.0	
순이익률	6.4	20.6	20.9	16.1	23.5			17.4	8.7	

자료: 케이프투자증권

표2. 웹젠 분기별 실적 전망												(단위: 억원)
	2015	2016E	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	2,422	2,200	2,836	2,840	600	539	486	574	634	743	733	726
게임 매출	2,420	2,199	2,836	2,839	600	539	486	574	634	743	733	726
뮤	2,070	1,783	2,214	2,155	499	446	394	443	494	587	573	560
R2	95	109	174	167	22	20	22	45	46	43	41	43
샷온라인	23	70	58	55	20	18	16	15	16	15	14	14
메틴2	66	59	60	58	16	15	13	16	15	14	15	16
Webzen.com	69	66	109	111	15	13	11	27	28	27	28	27
기타	97	113	221	294	28	27	30	29	36	57	62	66
기타 영업수익	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	1,675	1,628	1,956	1,872	430	392	387	419	503	505	478	470
인건비	391	419	439	461	111	104	103	102	116	109	108	107
감가상각비	26	35	57	57	9	8	9	9	13	15	15	15
무형자산상각비	47	52	85	85	13	11	13	14	19	22	22	22
지급수수료	996	918	1,064	984	255	220	202	241	279	270	260	255
광고선전비	178	159	254	227	28	38	50	43	63	74	59	58
기타	36	45	57	57	14	10	11	10	13	15	15	15
영업이익	747	572	879	968	170	147	99	156	131	238	255	255
영업외손익	-291	-3	33	35	3	1	11	-18	7	9	8	9
세전이익	457	569	912	1,003	173	148	110	138	139	247	263	264
법인세비용	-146	120	228	251	50	35	32	4	35	62	66	66
순이익	602	449	684	752	123	113	78	134	104	185	197	198
지배주주순이익	605	452	677	744	124	114	79	135	103	183	195	196

자료: 케이프투자증권

표3. 실적 추정치 변경 내용						(단위: 십억원, %)
신규추정		기존추정		Gap		
2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	
매출액	2,836	2,840	2,707	2,944	4.8	-3.5
영업이익	879	968	928	1,023	-5.2	-5.4
지배주주순이익	677	744	711	786	-4.7	-5.3

자료: 케이프투자증권

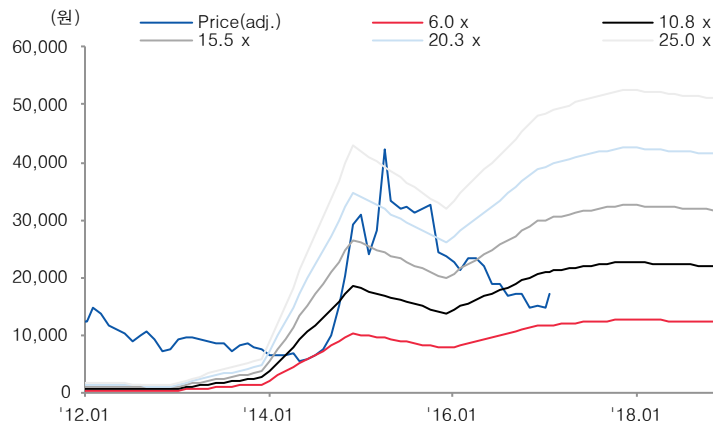
웹젠 | 뮤(MU)와 선(SUN) IP 가치 부각! 매출과 이익 성장할 전망!

표4. 웹젠 신규 게임 라인업

게임	개발사	장르	론칭	내용
뮤레전드	자체개발	PC RPG	1Q17	뮤 온라인 후속게임. 뮤1 업그레이드 버전. 5년 개발. 12월 CBT 2번. 17년 3월말 국내 OBT 예정.
			3Q17	북미유럽 3분기 론칭 예정
아제라M	팀버게임즈	모바일 RPG	1Q17	12월 CBT. 17년 1분기 국내시장 론칭(안드로이드, IOS)
선 모바일	치후360	모바일 RPG	1Q17-2Q17	17년 1-2분기 중국 출시 예정. 뮤 제외하고 선 IP에 대한 기대감 높음
				개발인원 1년 넘었고, 개발력 100명 넘는 것으로 알려짐
기적:최강자	룽투차이나	모바일 RPG	1Q17-2Q17	17년 1-2분기 중국 출시 예정. 뮤IP 활용. 개발기간 1년 넘었음
전민기적2	천마시공	모바일 RPG	2H17	17년 하반기 중국 론칭 예정. 텐센트 퍼블리싱

자료: 케이프투자증권

그림1. 웹젠 12개월 선행 PE 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

표5. 웹젠 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

①	P/E Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EPS		1,280	1,919	2,108	2,046	2,016
자기자본비용		12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
무위험 이자율		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
주식 리스크 프리미엄		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
주식 베타		1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
할인계수		1.00	0.89	0.79	0.71	0.63
PV of EPS		1,280	1,710	1,675	1,448	1,272
Average PV of EPS		1,477	: 2016년-20년 EPS를 현재가치로 할인한 평균			
목표 P/E Multiple		17.4	: 과거 5년간 최저 P/E의 평균 적용			
Case 1) 적정주가		25,000				
②	P/S Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
SPS		6,230	8,031	8,042	7,894	7,812
PV of SPS		6,230	7,158	6,388	5,589	4,929
Average PV of SPS		6,059	: 2016-20년 SPS를 현재가치로 할인한 평균			
목표 P/S Multiple		5.4	: 과거 5년간 최고 P/S의 평균 적용			
Case 2) 적정주가		32,000				
평균 ①, ②		28,000	* 목표주가는 2017년 예상 EPS의 15배, SPS의 3.5배 수준			

자료: 케이프투자증권

웹젠 | 뮤(MU)와 선(SUN) IP 가치 부각! 매출과 이익 성장할 전망!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	172	220	291	369	매출액	242	242	220	284
현금및현금성자산	27	73	143	219	증가율(%)	229.7	229.7	-9.2	28.9
매출채권 및 기타채권	33	33	34	34	매출원가	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	242	242	220	284
비유동자산	106	103	101	99	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	7	8	8	8	판매비와 관리비	168	168	163	196
유형자산	31	29	28	26	영업이익	75	75	57	88
무형자산	47	46	45	45	영업이익률(%)	30.8	30.8	26.0	31.0
자산총계	278	323	392	468	EBITDA	82	82	62	92
유동부채	68	69	69	70	EBITDA M%	33.9	33.9	28.0	32.4
매입채무 및 기타채무	45	45	46	46	영업외손익	-9	-9	8	3
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	3	3	4	4
비유동부채	9	9	9	9	기타영업외손익	-12	-12	4	-1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	66	66	65	91
부채총계	77	77	78	79	법인세비용	6	6	20	23
지배기업소유지분	200	245	313	387	당기순이익	60	60	45	68
자본금	18	18	18	18	지배주주순이익	60	60	45	68
자본잉여금	150	150	150	150	지배주주순이익률(%)	24.9	24.9	20.4	24.1
이익잉여금	71	116	184	258	비지배주주순이익	0	0	0	1
기타자본	-39	-39	-39	-39	기타포괄이익	-1	-1	0	0
비지배지분	1	1	1	2	총포괄이익	59	59	45	68
자본총계	201	246	314	389	EPS 증가율(%, 지배)	624.7	624.7	-25.3	49.9
총차입금	1	1	1	1	이자손익	2	2	3	4
순차입금	-135	-183	-254	-332	총외화관련손익	1	1	1	1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	101	48	71	78	총발행주식수(천주)	35,311	35,311	35,311	35,311
영업에서 창출된 현금흐름	106	66	90	98	시가총액(십억원)	835	528	609	609
이자 수취	1	3	4	5	주가(원)	23,650	14,950	17,250	17,250
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,713	1,280	1,919	2,108
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	6,748	8,027	9,946	12,054
법인세부담액	-6	-20	-23	-25	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-104	-2	-2	-1	PER(X)	13.8	11.7	7.8	7.1
유동자산의 감소(증가)	-98	-1	-1	-1	PBR(X)	3.5	1.9	1.5	1.2
투자자산의 감소(증가)	-4	0	0	0	EV/EBITDA(X)	8.5	5.6	3.0	2.0
유형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	ROE(%)	35.4	20.1	24.4	21.4
무형자산 감소(증가)	4	-1	-1	-1	ROA(%)	27.5	14.9	19.1	17.5
재무활동 현금흐름	1	0	0	0	ROIC(%)	97.5	89.4	159.5	187.0
사채및차입금증가(감소)	0	0	0	0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	1	0	0	0	부채비율(%)	38.2	31.5	24.9	20.3
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-67.4	-74.4	-80.8	-85.2
외환환산 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	253.4	320.6	420.5	528.0
연결범위변동 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	104,943	68,105.9	109,104	120,098
현금증감	-2	46	70	77	총자산회전율	1.1	0.7	0.8	0.7
기초현금	29	27	73	143	매출채권 회전율	10.6	6.7	8.5	8.4
기말현금	27	73	143	219	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	99	47	71	77	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

위메이드 (112040KQ | Buy 신규 | TP 34,000원 신규)**소송은 미르IP 가치를 확인시켜주는 이슈라고 판단!**

위메이드의 미르IP 가치가 부각되고 있습니다. 중국의 리니지인 미르는 중국에서 연간 1조원 이상의 매출을 창출한다고 알려져 있습니다. 위메이드는 중국 산다와 미르IP 관련 소송 중이고, 얼마전 절강환유와의 계약 관련 중재신청을 했습니다. 그 동안 관련 IP 매출을 지급받았고, 중국 기업들이 미르IP를 원한다는 점에서 소송은 순조롭게 해결될 가능성이 높습니다. 위메이드에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 34,000원을 제시합니다.

4분기 이익은 로열티 매출 감소로 적자 전환: 게임 매출 양호했고, 인건비 감소 추세를 확인함

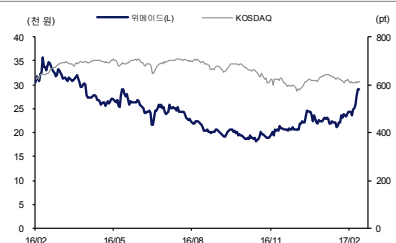
- 4분기 영업이익 로열티 매출 감소로 적자전환: 로열티 매출은 전분기 100억원에서 33억원으로 -67억원 감소
- 온라인 게임은 로스트사자의 중국 서비스 중단에 따른 계약금을 일시에 반영했고, 모바일 게임 7% 성장해 양호
- 비용 측면에서 특이사항은 인건비가 직원수 감소로 전년 동기 대비 26%, 전분기 대비 6% 감소

미르의전설 IP의 가치를 확인할 수 있는 중재신청: 소송은 순조롭게 해결될 가능성 높다고 판단

- 2월 7일 위메이드는 중재신청 관련해 공시함: 미르 IP를 16년 10월에 중국 절강환유와 라이선스(모바일 2개, 웹게임 3개)를 계약했는데, 불이행하자 중재를 신청함. 미니멈게런티 500억원과 이자를 지급하라는 내용
- 산다게임즈와의 법정소송이 마무리되지 않은 상황에서 기업 이미지 훼손 우려가 제기될 수 있으나, 오히려 이번 소송을 통해 중국에서 미르 IP 가치를 다시 한번 확인할 수 있다는 점에서 의미 있음. 중국에서 미르 게임들은 불법서버까지 고려하면 연매출 1조원 이상이라고 알려져 있음. 중국에서 미르 IP를 쓰고 싶어하는 기업들이 많고, 9월 열혈전기 계약 종료 전까지 산다와의 소송은 마무리될 수 있다고 판단
- 위메이드는 웹툰, 웹소설과 계약하는 등 IP 관련 라이선스 계약을 적극적으로 하고 있음. 또한 인건비를 줄이면서 이익 극대화 노력 지속 중. 개발 자회사를 분리해 개발 리스크를 낮춤. 직원수 본사 100명, 연결로 700명까지 감소

투자의견 Buy와 목표주가 34,000원으로 신규 커버리지 개시. 자산가치 제외시 목표주가는 P/E 25배 수준

- 위메이드 목표주가를 영업가치(17년 PER 25배 적용)과 자산가치를 합산해 산출한 34,000원으로 제시
- 카카오(3.4% 지분 보유)의 주식평가 손실은 카카오 주가 상승이 예상돼 더 이상 크지 않을 것으로 전망되고, 미르IP 가치는 연간 300억원 이상 로열티 매출 창출 가능하다고 추정된 실적을 기반해 목표주가는 도달 가능하다고 판단

Stock Data

주가(2/14)	29,000원		
액면가	500원		
시가총액	487십억원		
52주 최고/최저가	35,650원/ 18,250원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	30.9	29.8	-1.7
상대주가(%)	35.9	49.6	-2.2

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	163	127	108	109	114
영업이익	(십억원)	-31	-12	4	22	28
영업이익률	(%)	-19.3	-9.2	3.8	20.1	24.9
순이익	(십억원)	212	-107	-71	15	20
EPS	(원)	12,608	-6,390	-4,238	878	1,200
증감률	(%)	6,452,079	-150.7	-33.7	-120.7	36.8
PER	(배)	3.0	-5.8	-5.3	33.2	24.2
PBR	(배)	1.6	1.7	1.3	1.6	1.5
ROE	(%)	50.8	-28.1	-19.3	4.3	5.6
EV/EBITDA	(배)	-31.0	-482.4	29.7	15.7	12.1
순차입금	(십억원)	-86	-75	-15	-43	-76
부채비율	(%)	15.8	19.0	23.2	22.4	21.4

위메이드 | 소송은 미리P 가치를 확인시켜주는 이슈라고 판단!

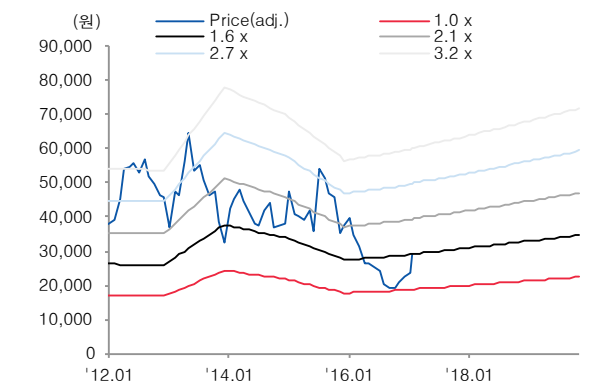
표1. 위메이드 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	2015	2016E	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,266	1,080	1,088	1,139	320	259	278	223	259	270	275	284
%YoY	-44%	-15%	1%	5%	-17%	-27%	-1%	-28%	-19%	4%	-1%	27%
모바일	390	305	334	389	82	73	74	76	77	79	84	94
온라인	658	477	441	425	151	108	103	114	112	111	110	109
라이선스	217	298	312	326	87	78	100	33	70	81	81	81
영업비용	1,382	1,038	869	856	315	259	238	227	213	215	219	222
인건비	759	540	365	328	158	145	122	115	91	91	92	91
지급수수료	307	244	248	261	67	57	59	61	59	61	63	65
광고선전비	62	58	47	48	33	9	7	9	13	10	11	12
감가상각비	104	82	86	90	23	22	20	16	20	22	22	22
세금과공과	41	40	42	45	12	9	10	9	10	10	11	11
기타	109	75	81	85	22	16	21	16	19	20	21	21
영업이익	-117	41	219	284	5	0	40	-4	46	55	56	62
영업외손익	-1,387	-927	-22	-14	-391	-139	-305	-92	-6	-6	-5	-5
기타영업외손익	-172	-87	2	2	2	-5	-8	-75	1	0	0	0
종속및관계기업관련손익	-50	-2	-6	-4	-1	0	1	-2	-2	-2	-2	-1
법인세차감전순이익	-1,503	-886	197	270	-386	-139	-265	-96	39	50	51	58
법인세비용	-264	-156	48	65	-89	-17	-44	-6	10	12	12	14
당기순이익	-1,239	-730	150	205	-297	-122	-221	-90	30	38	38	44
지배주주지분순이익	-1,073	-712	147	202	-293	-111	-204	-104	29	37	38	43

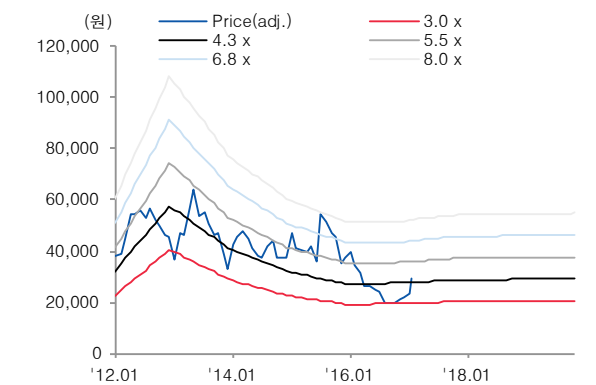
자료: 케이프투자증권

그림1. 위메이드 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

그림2. 위메이드 PSR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

위메이드 | 소송은 미리P 가치를 확인시켜주는 이슈라고 판단!

표2. 위메이드 목표주가 산정				(단위: 원, 배, %)		
목표주가 산정	목표주가(원)	34,000	목표 PER	39		
	영업가치	22,000	영업가치	25		
	지분가치	12,000	지분가치	14		

영업가치	P/E Valuation	2016P	2017E	2018E	2019E	2020E
EPS		-4,238	878	1,200	1,288	1,372
자기자본비용		11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
무위험 이자율		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
주식 리스크 프리미엄		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
주식 베타		1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
할인계수		1.00	0.90	0.80	0.72	0.64
PV of EPS		-4,238	786	964	927	885
Average PV of EPS (2016-20년)		890 : 2017년-20년 EPS를 현재가치로 할인한 평균				
목표 P/E Multiple		25.0 : 과거 5년간 최고 P/E 평균 적용				
목표주가(원)		22,000	* 목표주가는 2017년 EPS 40배 수준			

지분가치	기업명	지분율	장부금액	시가총액	시가 가치	지분 가치
	(주)네시삼십삼분	15.98%	4.0			4.0
	(주)카카오	3.4%		5,744.7	195.3	195.3
	합계(십억원)					199.3
	위메이드 주식 총수(천 주)					16,800
	지분가치(원/주)					12,000

자료: 케이프투자증권

위메이드 | 소송은 미리P 가치를 확인시켜주는 이슈라고 판단!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	125	65	94	128	매출액	127	108	109	114
현금및현금성자산	63	3	30	64	증가율(%)	-22.2	-14.7	0.8	4.7
매출채권 및 기타채권	33	34	34	34	매출원가	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	127	108	109	114
비유동자산	368	356	343	330	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	278	275	273	270	판매비와 관리비	138	104	87	86
유형자산	57	49	40	31	영업이익	-12	4	22	28
무형자산	26	25	23	22	영업이익률(%)	-9.2	3.8	20.1	24.9
자산총계	493	421	437	458	EBITDA	-1	14	32	39
유동부채	15	15	16	16	EBITDA M%	-1.0	12.9	29.3	33.9
매입채무 및 기타채무	11	11	11	12	영업외손익	-139	-93	-2	-1
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	-5	0	-1	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	-116	-84	-2	-1
비유동부채	63	64	64	65	기타영업외손익	-17	-9	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	-150	-89	20	27
부채총계	79	79	80	81	법인세비용	-26	-16	5	7
지배기업소유지분	359	288	303	323	당기순이익	-124	-73	15	20
자본금	9	9	9	9	지배주주순이익	-107	-71	15	20
자본잉여금	156	156	156	156	지배주주순이익률(%)	-97.9	-67.6	13.8	18.0
이익잉여금	208	137	152	172	비지배주주순이익	-17	-2	0	0
기타자본	-14	-14	-14	-14	기타포괄이익	78	0	0	0
비지배지분	55	54	54	54	총포괄이익	-46	-73	15	20
자본총계	415	342	357	377	EPS 증가율(%, 지배)	-150.7	-33.7	-120.7	36.8
총차입금	14	14	14	14	이자손익	1	1	1	1
순차입금	-75	-15	-43	-76	총외환관련손익	1	1	1	1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-5	-65	24	29	총발행주식수(천주)	16,800	16,800	16,800	16,800
영업에서 창출된 현금흐름	-4	-80	29	36	시가총액(십억원)	627	375	489	489
이자 수취	2	1	1	1	주가(원)	37,300	22,300	29,100	29,100
이자 지급	0	-2	-2	-2	EPS(원)	-6,390	-4,238	878	1,200
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	21,927	17,689	18,566	19,767
법인세부담액	-2	16	-5	-7	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	10	4	4	4	PER(X)	-5.8	-5.3	25.4	18.6
유동자산의 감소(증가)	6	0	0	0	PBR(X)	1.7	1.3	1.2	1.1
투자자산의 감소(증가)	33	3	3	3	EV/EBITDA(X)	-482.4	29.7	12.1	9.1
유형자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROE(%)	-28.1	-19.3	4.3	5.6
무형자산 감소(증가)	9	0	0	0	ROA(%)	-23.9	-16.0	3.5	4.6
재무활동 현금흐름	4	0	0	0	ROIC(%)	-16.8	3.8	18.9	27.4
사채및차입금증가(감소)	14	0	0	0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	-4	0	0	0	부채비율(%)	19.0	23.2	22.4	21.4
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-18.0	-4.3	-11.9	-20.2
외환환산 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	823.6	425.5	604.0	815.2
연결범위변동 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	-13.0	4.6	24.9	32.5
현금증감	9	-60	28	33	총자산회전율	0.2	0.2	0.3	0.3
기초현금	54	63	3	30	매출채권 회전율	4.1	3.2	3.2	3.3
기말현금	63	3	30	64	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	-6	-65	24	29	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

게임빌 (063080KQ | Buy 유지 | TP 70,000원 유지)**컴투스 지분가치를 제외한 영업가치 주가에 반영될 전망!**

게임빌은 인건비와 마케팅 비용 증가로 4분기 영업적자를 기록했습니다. 올해에는 2분기부터 기대작인 워오브크라운과 하반기 로열블러드 출시로 매출 성장이 기대됩니다. 다만, 주가는 컴투스와 동조화되었습니다. 컴투스 기업 가치 상승에 따른 게임빌 주가도 상승할 전망입니다. 컴투스 지분가치를 제외한 목표주가는 P/E는 3.8배에 불과합니다. 투자이견 Buy 를 유지합니다.

16년 4분기 마케팅 비용과 인건비를 상쇄하지 못한 매출 성장으로 영업 적자 전환

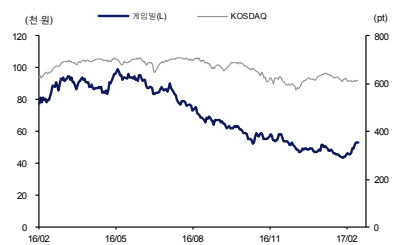
- 4분기 영업 적자 전환: 신규 출시된 게임이 기대 이하의 성과를 보였고, 관련 마케팅 비용 증가, 인건비 증가에 기인
- 신작 개발을 위해 인력 채용 지속할 전망이나, 16년 수준의 큰 증가는 없을 것이고, 마케팅 비용도 매출의 8% 수준에서 집행할 전망. 이에 따라 신작이 기존 게임 매출 감소를 상쇄하고 성장을 이끌 수 있느냐가 실적 개선의 포인트

17년 기대작 출시로 하반기부터 실적 개선될 전망

- 그 동안 신규 게임 출시가 지연되었고, 올해에도 출시 일정 지연 가능성 존재하나, 기업은 모바일 게임이 대형화되면서 완성도를 높이는 것이 중요 성공 요소이고, 올해 신작은 2년 이상 개발한 게임으로 일정을 맞출 것이라고 밝힘
- 17년 기대작은 4월 출시될 워오브크라운과 하반기에 출시될 자체개발 MMORPG 게임인 로열블러드임
- 다만, 1분기 실적 모멘텀은 약화. 애프터펄스는 3월에 론칭되면서 2분기부터 실적 개선에 기여할 것이고, 기대작인 워오브크라운도 4월 출시 예정이기 때문. 4분기 증가한 마케팅 비용 감소가 예상되어 영업이익 흑자 전환 전망

게임빌 주가는 컴투스 주가와 동조화. 컴투스 지분가치 제외한 영업가치 주가에 반영될 전망!

- 동사의 주가는 컴투스를 인수한 2013년말 이후부터 동조화를 보이고 있음. 향후 컴투스가 서머너즈워 IP를 활용한 MMORPG 장르로 진출과, 샌드박스 게임 장르 확대를 통한 이익 증가를 게임빌도 반영할 전망
- 2017-18년 이익 추정치 하향했으나, 컴투스 밸류에이션 상향 적용에 따른 기업가치 상승이 전망되어 게임빌 목표주가 기존 제시한 7만원 유지함. 목표주가 7만원은 17년 P/E 14.2배에 해당됨
- 목표주가는 현재 게임빌 시가총액에서 컴투스 지분가치(24.5% 지분을 컴투스 시총에 적용)를 제외하면 P/E 3.8배에 불과해 충분히 도달 가능하다고 판단. 투자이견 Buy 유지함

Stock Data

주가(2/14)	53,100원		
액면가	500원		
시가총액	346십억원		
52주 최고/최저가	98,700원/ 43,250원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.3	-24.8	-30.3
상대주가(%)	15.5	-13.3	-30.7

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액	(십억원)	145	152	162	166	199
영업이익	(십억원)	11	3	5	3	3
영업이익률	(%)	7.8	2.1	2.8	1.6	1.4
순이익	(십억원)	23	20	30	32	33
EPS	(원)	3,560	3,076	4,573	4,918	5,127
증감률	(%)	53.3	-13.6	48.7	7.5	4.3
PER	(배)	33.9	25.2	10.6	10.5	10.0
PBR	(배)	4.0	2.4	1.3	1.2	1.1
ROE	(%)	12.7	9.9	13.1	12.4	11.5
EV/EBITDA	(배)	49.3	69.4	36.0	46.4	41.8
순차입금	(십억원)	-37	13	-16	-48	-81
부채비율	(%)	16.9	56.3	44.1	36.3	30.8

게임빌 | 컴투스 지분가치를 제외한 영업가치 증가에 반영될 전망!

표1. 2016년 4분기 실적 리뷰 (단위: 십억원, %)										
	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16P(a)	y-y	q-q	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	41	41	43	39	39	-4.3	0.5	41	41	-4.4
영업이익	3	5	2	0	-2	적전	적전	0	1	적전
세전이익	6	14	11	7	4	-29.8	-40.2	8	9	-53.6
순이익	4	12	9	6	3	-15.3	-43.2	6	7	-54.4
영업이익률	7.2	11.5	5.2	0.0	-6.1			1.2	-6.1	
세전이익률	14.5	34.4	25.8	17.9	10.6			18.5	10.6	
순이익률	9.2	28.5	21.3	14.4	8.1			14.5	8.1	

자료: 케이프투자증권

표2. 게임빌 분기별 실적 전망 (단위: 억원)												
	2015	2016E	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,523	1,622	1,664	1,992	408	432	390	392	398	404	422	441
국내 매출	620	706	754	922	152	189	189	177	180	184	191	199
해외 매출	903	916	910	1,069	256	244	201	215	217	220	231	242
영업비용	1,491	1,577	1,637	1,964	361	410	390	416	386	398	418	435
인건비	241	266	283	339	60	62	66	79	68	69	72	75
마케팅비	152	127	133	159	19	35	29	44	32	32	34	35
지급수수료	548	608	624	746	150	164	150	143	149	152	158	164
로열티	366	382	403	484	85	102	97	99	94	98	103	108
기타	184	193	195	236	48	47	48	51	44	48	51	53
영업이익	32	46	27	28	47	22	0	-24	12	5	4	6
영업외손익	257	318	397	414	94	89	70	66	93	101	107	95
금융손익	-1	-9	-8	-8	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	-40	-28	-29	-30	-10	1	-9	-9	-7	-6	-8	-8
관계기업투자손익	298	371	434	452	106	91	81	93	103	110	117	105
법인세차감전이익	290	364	424	442	140	112	70	42	105	106	111	101
법인세비용	90	67	103	107	24	20	14	10	25	26	27	24
순이익	200	297	321	335	117	92	56	32	80	81	84	77
지배주주순이익	201	298	321	334	117	92	57	33	80	81	84	77

자료: 케이프투자증권

표3. 실적 추정치 변경 내용 (단위: 십억원, %)						
	신규추정		기존추정		Gap	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,664	1,992	1,769	1,905	-5.9	4.5
영업이익	27	28	94	98	-71.7	-71.7
지배주주순이익	321	334	359	365	-10.7	-8.4

자료: 케이프투자증권

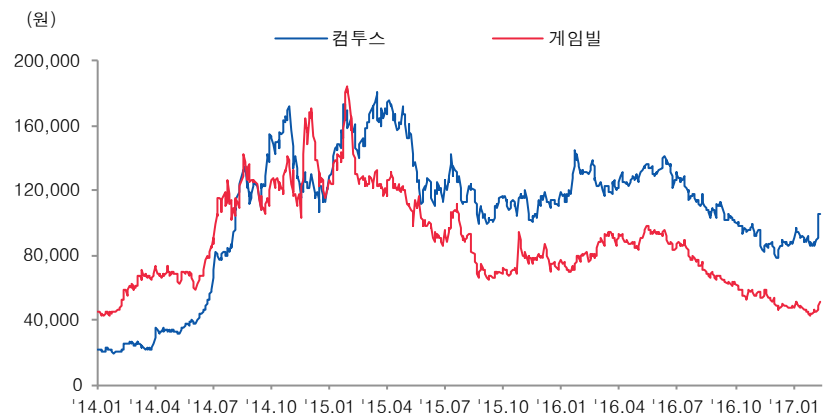
게임빌 | 컴투스 지분가치를 제외한 영업가치 주가에 반영될 전망!

표4. 게임빌 게임 라인업

게임	개발사	출시시기	내용
애프터펄스 안드로이드	디지털레전드엔터	17년 3월	FPS 장르, 16년 11월말 소프트론칭
워오브크라운	애스원게임즈	17년 4월	상반기 기대작. 수집형 RPG에 텍틱스 게임성 가미. 실시간 경쟁 콘텐츠 강점
MLB 퍼펙트 이닝 라이브	공개게임즈	17년 4월	MLB와 장기간 라이선스 계약 체결
피싱마스터2	자체개발		언리얼4 엔진으로 준비 중
크로매틱소울 안드로이드	자체개발	1H17	중국 안드로이드 시장 진출. 고품질 2D 그래픽을 갖춘 턴제 RPG
ACE	드래곤플레이	2H17	시뮬레이션 전략과 수집형 액션 RPG 장르를 절묘하게 조화
아키에이지비긴즈	엑스엘게임즈		1,600만명 유저를 보유한 PC온라인 게임 아키에이지 공식 후속작. 언리얼4 엔진
로열블러드	자체개발		최종병기 타이틀. 이벤트 드리븐 방식의 MMORPG. 경쟁 및 협력에도 비중 둘 것. RvR 대규모 전쟁. 클래스별 역할 플레이. 유니티5 엔진
엘룬	자체개발		글로벌 유저 취향에 맞춘 수집형 전략 RPG
프로젝트 One	유틸플러스		Full 3D MMORPG. PC MMO급 전투 시스템. 시점 조절 가능. 하늘이 보이는 특징. 손맛을 극대화
프로젝트 GOTY	올엠		크리리카 개발사 차기작. 전략 액션 RPG. 듀얼플레이 전략 액션 RPG

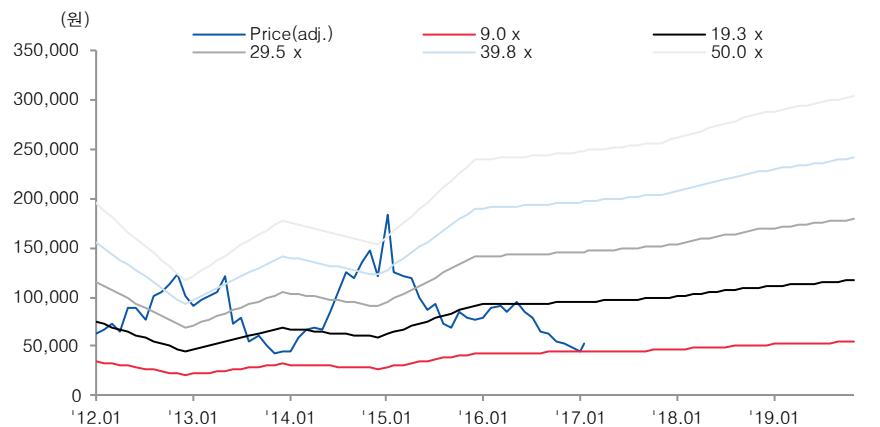
자료: 케이프투자증권

그림1. 게임빌 주가는 컴투스와 동조화: 컴투스 가치를 제외하고 저평가



자료: 케이프투자증권

그림2. 게임빌 12개월 선행 PE 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

게임빌 | 컴투스 지분가치를 제외한 영업가치 증가에 반영될 전망!

표5. 게임빌 목표주가 산정						(단위: 원, 배, %)
①	P/E Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	EPS	4,573	4,918	5,127	5,712	6,063
	자기자본비용	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
	무위험 이자율	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	주식 리스크 프리미엄	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	주식 베타	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
	할인계수	1.00	0.93	0.87	0.81	0.76
	PV of EPS	4,573	4,592	4,470	4,649	4,609
	Average PV of EPS	4,578	: 2016년-20년 EPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 P/E Multiple	16.8	: 과거 5년간 P/E 평균 적용			
	Case 1) 적정주가	76,000				
②	P/S Valuation	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	SPS	24,876	25,514	30,536	32,837	35,287
	PV of SPS	24,876	23,823	26,621	26,730	26,820
	Average PV of SPS	25,774	: 2016-20년 SPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 P/S Multiple	2.7	: 과거 5년간 최저 P/S 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	69,000				
	평균 ①, ②	70,000	* 목표주가는 2017년 예상 EPS의 14배, SPS의 2.7배 수준			

자료: 케이프투자증권

게임빌 | 컴투스 지분가치를 제외한 영업이익치 주가에 반영될 전망!

표6. 2016년 4분기 실적발표 컨퍼런스 콜 내용 정리

게임	신규게임 출시 지연되고 있는 이유 및 올해 출시 일정 변경 가능성 - 최근 모바일 게임시장 규모 커지는 중, 더 많은 사전 테스트 필요해지고 게임의 품질 향상 위한 기간이 길어지고 있음 - 게임 흥행 성공이 가장 중요하기 때문에 게임의 완성도를 끌어올리는 것이 목표 - 2017년 신작 라인업 게임들은 이미 2년 전부터 준비 시작했고 폴리싱 단계이므로, 최고의 퀄리티 갖추면서도 계획 일정 맞출 것
	게임빌 MLB 게임과 컴투스 MLB 게임이 서로 경쟁하게 되는 요인 - 게임빌 이사만루와 컴투스프로야구 두 게임 모두 KBO 기반이었으나, 서로 경쟁하면서 시장 규모를 키워왔음 - 서로 다른 특성과 서로 다른 타겟 유저층으로, 9이닝스가 더 캐주얼한 특성임 - 공생관계로 파악하고 있음
2017년 가이드스	2017년 실적 전망 및 매출, 영업이익 내부적으로 잡은 목표 - 가이드스는 구체적인 수치로 줄 수 없고, 게임 자체가 정확한 예측이 많이 어려운 산업 - 기존 주요 게임들이 꾸준한 매출 하고 있고, 17년부터 기대작들이 차례대로 출시된다는 점에서 긍정적 - 작년 모바일 게임 산업 30% 성장, 올해는 15% 성장 전망하는 가운데, 산업보다는 높게 성장할 것으로 기대 - 기대 밖으로 큰 성장을 할 수 있는 것이 게임 산업의 매력
	2017년 인건비 및 마케팅비 - 인건비는 16년도에 20% 증가했고, 17년엔 조금씩 증가는 있겠지만, 단자리수의 증가가 될 것 - 마케팅비는 16년에 매출대비 8% 범위 내였음. 신작출시 및 매출에 영향을 받겠지만, 17년에도 8%정도 유지할 것
사업 전략	원빌드 전략 - 원빌드 혹은 다빌드가 다운로드 수에 영향을 미치지는 않는다고 생각함 - 원빌드이기 때문에 서머너즈 실시간 아레나 업데이트 같은 실시간 대전 요소가 가능함 - 전세계 유저들이 하나의 서버에서 소통이 가능하고, 이러한 원빌드가 글로벌 트렌드라고 생각함 - 원빌드에서 다빌드로 전환하게 되면 개발인력 나눠지게 되면서, 개발의 효율성 저하
	VR 진출계획 - VR시장에 관련해서는 리서치만 진행하고 있고, 구체적으로 계획까지 발표할 수 있는 사항은 없음
MMORPG 글로벌 출시 성공 가능성	MMORPG 글로벌 출시 성공 가능성 - 로열블러드, 기존 MMORPG와 차별화 된 방향으로 기획, 퀘스트 중심의 유저들간의 경쟁이 아닌 유저들간의 협력 중심 - 기존 RPG에서 캐릭터별 역할 구분이 명확하지 않다는 지적을 받아왔는데 이를 보완하기 위해 많이 노력했고, 이러한 차별화 포인트가 국내, 국외에서 성공할 수 있는 요소라고 생각
	MMORPG에서 게임빌의 경쟁력 - 한국과 중국을 중심으로 발달한 RPG게임은 전략적인 부분에서 부족하다고 생각, 전략적인 요소 보장하면서 서구시장에서도 어필 될만한 요소 준비중 - 한국과 중국, 동남아 시장에서 나아가 북미시장에서도 성공할만한 요소 갖췄다고 생각 ex. 서머너즈 워

자료: 케이프투자증권

게임빌 | 컴투스 지분가치를 제외한 영업가치 주가에 반영될 전망!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E
유동자산	108	124	148	176	매출액	152	162	166	199
현금및현금성자산	82	98	122	150	증가율(%)	5.0	6.5	2.6	19.7
매출채권 및 기타채권	13	14	14	14	매출원가	61	63	66	80
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	91	99	100	120
비유동자산	224	225	225	226	매출총이익률(%)	59.6	61.2	60.2	60.0
투자자산	183	185	187	189	판매비와 관리비	88	95	98	117
유형자산	24	22	20	19	영업이익	3	5	3	3
무형자산	11	11	11	12	영업이익률(%)	2.1	2.8	1.6	1.4
자산총계	332	349	374	402	EBITDA	7	8	6	6
유동부채	66	63	60	58	EBITDA M%	4.9	5.2	3.7	3.1
매입채무 및 기타채무	13	13	14	14	영업외손익	26	33	40	41
단기차입금	52	49	46	44	지분법관련손익	30	37	43	45
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	0	-1	-1	-1
비유동부채	54	44	39	37	기타영업외손익	-4	-3	-3	-3
사채 및 장기차입금	45	35	30	28	세전이익	29	36	42	44
부채총계	120	107	99	95	법인세비용	9	7	10	11
지배기업소유지분	212	242	274	308	당기순이익	20	30	32	33
자본금	3	3	3	3	지배주주순이익	20	30	32	33
자본잉여금	76	76	76	76	지배주주순이익률(%)	13.2	18.3	19.3	16.8
이익잉여금	132	162	194	227	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	1	1	1	1	기타포괄이익	-1	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	19	30	32	33
자본총계	212	242	274	308	EPS 증가율(%, 지배)	-13.6	48.7	7.5	4.3
총차입금	97	84	77	72	이자손익	0	0	0	0
순차입금	13	-16	-48	-81	총외화관련손익	1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-4	34	36	37	총발행주식수(천주)	6,522	6,522	6,522	6,522
영업에서 창출된 현금흐름	0	41	46	48	시가총액(십억원)	505	318	335	335
이자의 수취	0	1	1	1	주가(원)	77,500	48,700	51,400	51,400
이자의 지급	-1	-1	-1	-1	EPS(원)	3,076	4,573	4,918	5,127
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	32,728	37,301	42,218	47,345
법인세부담액	-4	-7	-10	-11	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-43	-4	-5	-5	PER(X)	25.2	10.6	9.9	9.5
유동자산의 감소(증가)	3	0	0	0	PBR(X)	2.4	1.3	1.2	1.0
투자자산의 감소(증가)	-71	-2	-2	-2	EV/EBITDA(X)	69.4	36.0	43.6	38.9
유형자산 감소(증가)	-3	0	0	0	ROE(%)	9.9	13.1	12.4	11.5
무형자산 감소(증가)	2	-2	-2	-2	ROA(%)	7.2	8.7	8.9	8.6
재무활동 현금흐름	88	-13	-8	-5	ROIC(%)	15.8	8.7	5.0	5.3
사채및차입금증가(감소)	87	-13	-8	-5	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	56.3	44.1	36.3	30.8
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	6.1	-6.8	-17.5	-26.2
외환환산 인한 현금변동	1	0	0	0	유동비율(%)	164.1	198.0	246.2	303.8
연결범위변동 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	5.6	4.6	3.1	3.4
현금증감	41	16	24	28	총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5
기초현금	41	82	98	122	매출채권 회전율	11.4	12.0	12.2	14.5
기말현금	82	98	122	150	재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	-7	34	36	37	매입채무 회전율	4.2	4.7	4.9	5.8

자료: 케이프투자증권

별첨1. 게임 Global Peers

구분		반다이남코	스퀘어 에닉스	코나미	넥슨	EA	텐센트	넷이즈	경호 온라인	평균
현재주가(현지통화)		3,110	3,305	4,695	1,910	86	203	261	254	
시가총액(억원, M\$)		6,088	3,566	5,941	7,325	26,609	247,707	34,580	2,133	
주가수익율(%)	1M	-4.5	5.1	3.6	8.5	7.4	1.6	9.7	2.4	
	3M	2.1	8.5	10.3	9.7	13.0	5.3	19.7	-10.9	
	6M	5.7	3.6	17.8	35.8	11.5	8.0	26.7	-4.2	
	12M	45.6	25.9	83.3	36.3	45.7	52.1	88.4	0.8	
P/E(배)	2015A	14.7	17.2	25.6	41.3	30.8	44.5	23.0	8.0	25.6
	2016E	21.4	22.2	56.2	27.9	28.2	37.2	19.7	7.3	27.5
	2017E	16.3	19.2	25.8	14.2	22.4	29.4	16.7	8.4	19.0
	2018E	14.7	15.0	21.4	13.9	20.6	22.9	14.4	9.8	16.6
P/B(배)	2015A	1.9	2.3	2.8	2.2	7.5	10.4	6.8	4.6	4.8
	2016E	2.1	2.4	3.0	2.2	7.9	10.8	6.2	4.3	4.9
	2017E	2.0	2.2	2.7	2.0	7.3	8.2	4.8	3.2	4.0
	2018E	1.8	2.0	2.4	1.8	5.7	6.4	3.8	2.5	3.3
EV/EBITDA(배)	2015A	6.9	12.0	23.9	8.7	18.9	39.3	28.0	2.6	17.6
	2016E	7.6	8.8	12.6	13.7	16.4	26.8	16.4	4.4	13.3
	2017E	6.2	7.4	11.1	8.5	13.6	20.9	13.3	5.5	10.8
	2018E	5.7	6.0	9.5	8.2	13.1	16.8	11.3	6.1	9.6
매출액성장률(%)	2015A	1.8	28.1	14.6	-3.8	-2.6	30.3	94.7	-27.1	17.0
	2016E	-7.2	16.3	4.5	7.4	5.7	34.8	49.0	-18.7	11.5
	2017E	10.7	25.5	-3.0	3.0	7.9	34.1	28.2	-17.7	11.1
	2018E	4.0	2.3	12.7	6.6	6.0	26.9	19.7	-11.1	8.4
영업이익성장률(%)	2015A	-11.9	58.4	61.2	-34.7	-5.3	32.4	52.6	-36.4	14.6
	2016E	-19.6	44.4	47.0	-27.2	-5.3	37.5	55.1	-29.0	12.9
	2017E	30.6	36.2	64.3	71.5	69.5	25.5	22.9	-26.0	36.8
	2018E	9.9	22.6	23.7	4.9	9.5	26.0	16.3	-14.0	12.4
영업이익률(%)	2015A	8.6	12.1	9.9	22.2	20.4	37.0	31.9	41.0	22.9
	2016E	8.3	13.0	10.5	24.1	27.9	37.7	33.2	40.5	24.4
	2017E	10.2	13.2	16.7	37.0	30.9	35.3	31.8	36.9	26.5
	2018E	10.8	15.8	18.4	36.4	31.9	35.1	30.9	35.7	26.9
순이익률(%)	2015A	6.0	9.2	4.2	11.0	26.3	28.0	29.5	24.8	17.4
	2016E	7.0	8.3	10.9	29.6	24.6	29.8	31.9	23.4	20.7
	2017E	7.4	10.4	11.6	28.3	25.1	28.1	29.2	22.7	20.4
	2018E	7.8	10.7	12.1	26.4	27.1	28.8	28.5	22.8	20.5
ROE(%)	2015A	14.0	14.5	12.8	6.1	27.2	27.4	33.1	46.0	22.6
	2016E	10.7	11.3	5.2	6.5	24.4	30.3	34.1	44.9	20.9
	2017E	12.9	11.6	11.0	14.4	32.5	30.3	31.8	44.6	23.6
	2018E	13.3	14.2	11.9	12.3	28.4	29.7	29.1	29.1	21.0
순부채비율(%)	2015A	-54.4	-63.7	-36.4	-39.8	-79.0	-13.6	-79.8	-83.1	-56.2
	2016E	-46.3	-46.4	-10.0	-61.0	-68.4	-34.4	-83.0	-256.0	-75.7
	2017E	-51.5	-60.4	-24.2	-71.3	-101.1	-30.8	-67.4	-192.6	-74.9
	2018E	-62.1	-66.2	-26.6	-76.8	-99.6	-79.5	-98.8	-132.8	-80.3

자료: 케이프투자증권

별첨2. 일본 앱스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	Fate/Grand Order	Aniplex	RPG	Fate/Grand Order/애니메이션
2	몬스터스트라이크	XFLAG	액션	에반게리온, 울트라맨, 고질라 등
3	Fire Emblem Heroes	Nintendo		
4	퍼즐앤드래곤즈	GungHo	online 퍼즐	배트맨/만화
5	드래곤볼 닥터 배틀	BANDAI NAMCO		드래곤볼/만화
6	하얀고양이 테니스	COLOPL		
7	전국염무	Sumzap		-
8	라인: 디즈니 츠츠츠	LINE	퍼즐	디즈니/만화
9	프로야구 스피리츠	KONAMI	스포츠	
10	실황 파워풀 프로야구	KONAMI	스포츠	-
11	포켓몬고	Niantic	어드벤처	포켓몬/만화
12	양상불 스타즈	Happy Elements		
13	모바일 스트라이크	Epic War	전략	-
14	별의드래곤퀘스트	SQUARE ENIX	RPG	드래곤퀘스트/만화
15	유희왕 듀얼링크	KONAMI	카드	유희왕/만화
16	FINAL FANTASY BRAVE EXVIUS	SQUARE ENIX	RPG	파이널판타지/게임
17	라인: 포코포코	LINE	퍼즐	-
18	The King of fighters '98UM OL	Ourpalm		더킹오브파이터즈/게임
19	러브 라이브 - 스쿨아이돌페스티벌	Klab		
20	FINAL FANTASY Record keeper	DeNA		파이널판타지/게임

자료: 케이프투자증권

별첨3. 일본 구글스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	Fate/Grand Order	Aniplex	RPG	Fate/Grand Order/애니메이션
2	몬스터스트라이크	XFLAG	액션	에반게리온, 울트라맨, 고질라 등
3	Fire Emblem Heroes	Nintendo	시뮬레이션	파이어 엠블렘/게임
4	드래곤볼 닥터 배틀	BANDAI NAMCO	액션	드래곤볼/만화
5	FINAL FANTASY BRAVE EXVIUS	SQUARE ENIX	RPG	파이널판타지/게임
6	퍼즐앤드래곤즈	GungHo	online 퍼즐	배트맨/만화
7	라인: 디즈니 츠츠츠	LINE	퍼즐	디즈니/만화
8	아이돌마스터 신데렐라	BANDAI NAMCO	음악	아이돌마스터/게임
9	유희왕 듀얼링크	KONAMI	카드	유희왕/만화
10	그랑블루판타지	Mobage	RPG	그랑블루/애니메이션
11	별의드래곤퀘스트	SQUARE ENIX	RPG	드래곤퀘스트/만화
12	라인: 포코포코	LINE	퍼즐	-
13	파이널판타지 오페라 오니아	SQUARE ENIX	RPG	파이널판타지/게임
14	하얀고양이 프로젝트	COLOPL	RPG	
15	세븐나이츠	Netmarble	RPG	-
16	포켓몬고	Niantic	어드벤처	포켓몬/만화
17	The King of fighters '98UM OL	Ourpalm		더킹오브파이터즈/게임
18	누구를 위한 아케미스트	gumi Inc.	RPG	-
19	양상불 스타즈	Happy Elements		
20	실황 파워풀 프로야구	KONAMI	스포츠	-

자료: 케이프투자증권

별첨4. 미국 앱스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	클래시 로얄	Supercell	전략	클래시오브클랜
2	Game of War -Fire Age	MZ	전략	-
3	모바일 스트라이크	Epic War	전략	-
4	캔디크러쉬사가	King	캐주얼	-
5	클래시 오브 클랜	Supercell	전략	-
6	캔디크러쉬소다	King	캐주얼	-
7	포켓몬고	Niantic	어드벤처	포켓몬/만화
8	Madden NFL Mobile	Electronic Arts	스포츠	매튼/게임
9	Toy Blast	Peak Games		-
10	8 Ball Pool	Miniclip	스포츠	-
11	Slotomania	Playtika	카지노	-
12	Fire Emblem Heroes	Nintendo	시뮬레이션	파이어 엠블렘/게임
13	Big Fish Casino	Big Fish Games	카지노	-
14	마블 올스타 배틀	Kabam	액션	마블캐릭터/만화
15	스타워즈: 갤럭시오브히어로즈	Electronic Arts	RPG	스타워즈/영화
16	DoubleDown Slots&Casino	Double Down	카지노	-
17	World Series of Poker	Playtika		-
18	Slots House of Fun	Pacific-Interactive		-
19	Heart of Vegas-Casino Slots	Product Madness	카지노	-
20	서머너즈 워: 천공의 아레나	Com2us	RPG	-

자료: 케이프투자증권

별첨5. 미국 구글스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	Game of War -Fire Age	MZ	전략	-
2	모바일 스트라이크	Epic War	전략	-
3	Fire Emblem Heroes	Nintendo	시뮬레이션	파이어 엠블렘/게임
4	클래시 오브 클랜	Supercell	전략	-
5	캔디크러쉬사가	King	캐주얼	-
6	캔디크러쉬소다	King	캐주얼	-
7	클래시 로얄	Supercell	전략	클래시오브클랜
8	Slotomania	Playtika	카지노	-
9	클래시오브킹즈	Elex Technology	전략	-
10	스타워즈: 갤럭시오브히어로즈	Electronic Arts	RPG	스타워즈/영화
11	서머너즈 워: 천공의 아레나	Com2us	RPG	-
12	궁극의 블록 퍼즐 게임	Peak Games	퍼즐	-
13	슬롯머신	Pacific-Interactive	카지노	-
14	포켓몬고	Niantic	어드벤처	포켓몬/만화
15	8 Ball Pool	Miniclip	스포츠	-
16	마블 올스타 배틀	Kabam	액션	마블캐릭터/만화
17	꿈의정원	Playrix	캐주얼	-
18	킹오브아발론:드래곤전쟁	FunPlus	전략	-
19	Heart of Vegas-Casino Slots	Product Madness	카지노	-
20	버블위치가사3	King	퍼즐	-

자료: 케이프투자증권

별첨6. 한국 앱스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	리니지2레볼루션	Netmarble	RPG	리니지/게임
2	포켓몬고	Niantic	어드벤처	포켓몬/만화
3	피파온라인3 M	NEXON	스포츠	피파온라인3/게임
4	원피스 트레저 크루즈	BANDAI NAMCO	RPG	원피스/만화
5	모두의마블	Netmarble	보드	-
6	세븐나이츠	Netmarble	RPG	-
7	삼국블레이드	4:33	RPG	삼국지
8	더킹오브파이터즈98	FingerFun(퍼블리싱)	RPG	더킹오브파이터즈/게임
9	뮤오리진	Webzen(퍼블리싱)	RPG	뮤온라인/게임
10	클래시 로얄	Supercell	전략	클래시오브클랜
11	프렌즈팝콘	Kakao	퍼즐	카카오프렌즈/캐릭터
12	리니지레드나이트	NCSOFT	RPG	리니지/게임
13	별이되어라!	GAMEVIL	RPG	-
14	오션 앤 엠파이어	Joycity		-
15	데스티니차일드	Next Floor	RPG	창세기전/게임
16	서머너즈 워: 천공의 아레나	Com2us	RPG	-
17	모바일 스트라이크	Epic War	전략	-
18	천하를탐하다	Entermate		-
19	오늘도 환생	ekkor	RPG	-
20	메이플스토리M	Nexon		메이플스토리/게임

자료: 케이프투자증권

별첨7. 한국 구글스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	리니지2레볼루션	Netmarble	RPG	리니지/게임
2	포켓몬고	Niantic	어드벤처	포켓몬/만화
3	모두의마블	Netmarble	보드	-
4	세븐나이츠	Netmarble	RPG	-
5	피파온라인3 M	NEXON	스포츠	피파온라인3/게임
6	클래시 로얄	Supercell	전략	클래시오브클랜
7	삼국블레이드	4:33	RPG	삼국지
8	리니지레드나이트	NCSOFT	RPG	리니지/게임
9	피망 포커:카지노로얄		카지노	-
10	뮤오리진	Webzen(퍼블리싱)	RPG	뮤온라인/게임
11	데스티니차일드	Next Floor	RPG	창세기전/게임
12	원피스 트레저 크루즈	BANDAI NAMCO	RPG	원피스/만화
13	아덴	ITSGAMES	RPG	-
14	모바일 스트라이크	Epic War	전략	-
15	애니팡3 for kakao	Sunday Toz	퍼즐	-
16	프렌즈팝	NHN PixelCube	퍼즐	카카오프렌즈/캐릭터
17	프렌즈팝콘	Kakao	퍼즐	카카오프렌즈/캐릭터
18	해전1942:구구단과 함께	Sincetimes	전략	-
19	킹오브아발론: 드래곤전쟁	Fun Plus	전략	-
20	한게임포카	NHN Entertainmet	카지노	-

자료: 케이프투자증권

별첨8. 중국 앱스토어 게임 카테고리 수익 순위

	게임	개발사	장르	IP
1	왕자영요	Tencent	AOS	-
2	음양사	NetEase	RPG	음양사/소설
3	Fate/Grand Order	bilibili	RPG	Fate/Grand Order/애니메이션
4	몽환서유	NetEase	RPG	몽환서유/온라인게임
5	천녀유혼	NetEase	RPG	천녀유혼/영화
6	대화서유	NetEase	RPG	대화서유/온라인게임
7	크로스파이어	Tencent	FPS	크로스파이어/온라인게임
8	검협정연	Tencent	RPG	검협정연/영화
9	개심소소락	Happy Elements	캐주얼	-
10	화영닌자	Tencent	RPG	나루토/만화
11	영향기원	37게임	RPG	대천사지검/온라인게임
12	몽환주선	Tencent	RPG	몽환주선/영화
13	정도	Tencent	-	-
14	난광삼국지	Chujian	전략	삼국지/소설

자료: 케이프투자증권

별첨9. 일본 게임시장 전망							(백만 달러)
일본	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	15~18CAGR
아케이드	6,478	5,524	4,770	4,595	4,420	4,244	(3.8)
PC	178	175	173	167	162	157	(3.2)
비디오	4,581	3,824	2,975	2,850	3,043	3,249	3.0
온라인	998	814	653	633	614	596	(3.0)
모바일	6,281	6,792	7,669	7,874	7,925	7,976	1.3
전체	18,516	17,129	16,240	16,119	16,164	16,222	0.0

자료: 케이프투자증권

별첨10. 미국 게임시장 전망							(백만 달러)
미국	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	15~18CAGR
아케이드	3,806	4,293	5,831	6,181	6,490	6,749	5.0
PC	735	745	771	797	822	848	3.2
비디오	14,473	15,590	15,970	16,335	16,637	16,940	2.0
온라인	1,883	2,123	2,626	2,936	3,158	3,348	8.4
모바일	1,440	1,562	1,674	1,783	1,896	2,017	6.4
전체	22,336	24,313	26,871	28,064	29,003	29,902	3.6

자료: 케이프투자증권

별첨11. 한국 게임시장 전망							(억 원)
한국	13	14	15	16E	17E	18E	15~18CAGR
온라인	54,523	55,425	52,804	52,390	53,480	54,490	1.1
모바일	23,277	29,136	34,833	38,905	42,356	44,560	8.6
비디오	936	1,598	1,661	1,670	1,698	1,672	0.2
PC	380	337	379	390	401	412	2.8
아케이드	825	528	474	476	482	490	1.1
PC방	16,618	12,277	16,604	18,901	17,609	16,789	0.4
아케이드게임장	639	405	457	462	479	472	1.1
합계	97,197	99,706	107,223	113,194	116,496	118,885	3.5

자료: 케이프투자증권

별첨12. 중국 게임시장 전망							(억 위안)
중국	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	15~18CAGR
PC온라인게임(억위안)	744	829	874	916	959	998	4.5
PC온라인게임(백만달러)	12,096	13,455	13,888	14,555	15,239	15,858	4.5
클라이언트게임(억위안)	586	622	658	691	728	757	4.8
웹게임(억위안)	158	207	217	223	230	237	3.0
모바일(억위안)	148	276	562	913	1,253	1,518	39.3
온라인게임(억위안)	892	1,105	1,436	1,829	2,212	2,516	20.6

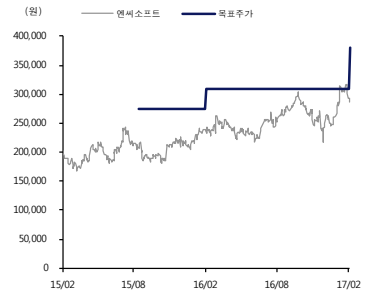
자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

엔씨소프트(036570)

주가 및 목표주가 추이

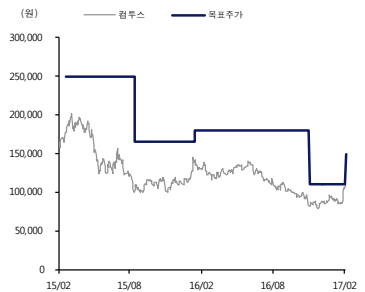
제시일자	2015.08.25	2015.08.25	2015.11.05	2015.11.17	2015.12.10	2016.02.12
투자의견	담당자변경	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		275,000원	275,000원	275,000원	275,000원	310,000원
제시일자	2016.11.14	2016.11.14	2016.12.21	2017.02.15		
투자의견	담당자변경	BUY	BUY	BUY		
목표주가		310,000원	310,000원	380,000원		
제시일자						
투자의견						
목표주가						



컴투스(078340)

주가 및 목표주가 추이

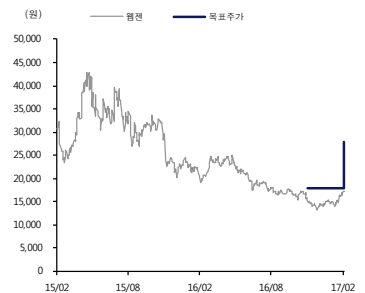
제시일자	2015.03.02	2015.08.25	2015.08.25	2015.10.19	2016.01.26	2016.02.04
투자의견	BUY	담당자변경	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	250,000원		165,000원	165,000원	180,000원	180,000원
제시일자	2016.11.14	2016.11.14	2017.02.15			
투자의견	담당자변경	BUY	BUY			
목표주가		110,000원	150,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						



웹젠(069080)

주가 및 목표주가 추이

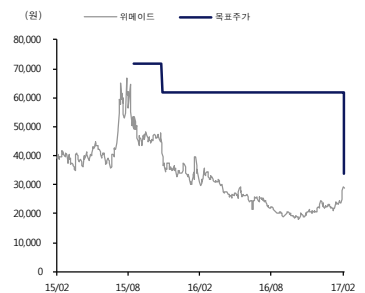
제시일자	2016.11.14	2017.02.15				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	18,000원	28,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



위메이드(112040)

주가 및 목표주가 추이

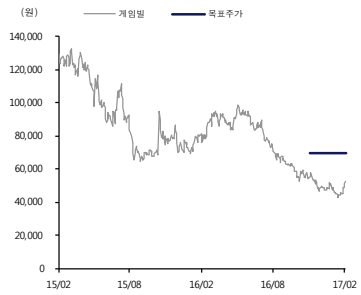
제시일자	2015.08.25	2015.08.25	2015.11.09	2016.02.02	2017.02.15	2017.02.15
투자의견	담당자변경	BUY	BUY	BUY	담당자변경	BUY
목표주가		72,000원	62,000원	62,000원		34,000원
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



게임빌(063080)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016.11.14	2016.11.14	2017.02.15			
투자의견	담당자변경	BUY	BUY			
목표주가		70,000원	70,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.68%) · 매도(0%) · 중립(5.32%)	
			* 기준일 2016.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

리서치본부장
지기호/기술분석

02)6923-7330
khchi@capefn.com


투자전략팀
Analyst
내선번호
E-Mail

이코노미스트(총괄)

김유겸

6923-7332

yukyum@capefn.com

채권/크레딧

최운선

6923-7344

run4u@capefn.com

투자전략

윤영교

6923-7352

skyhum00@capefn.com

시황

김예은

6923-7349

yekim@capefn.com

경제 RA

강가림

6923-7338

galim0224@capefn.com

전략 RA

김윤보

6923-7331

younbokim@capefn.com

기업분석팀
Analyst
내선번호
E-Mail

스몰캡/통신서비스(총괄)

김인필

6923-7351

ipkim01@capefn.com

철강/금속/인터넷/게임

김미송

6923-7336

misongkim@capefn.com

지주회사/유통

김태현

6923-7312

thkim@capefn.com

정유/화학/유틸리티

이지연

6923-7319

jylee@capefn.com

자동차/타이어

신재영

6923-7341

jyshin@capefn.com

조선/기계

최진명

6923-7337

insightjm@capefn.com

음식료

조미진

6923-7317

mj27@capefn.com

건설/건자재

김기룡

6923-7321

kirykim@capefn.com

휴대폰/전기전자

고의영

6923-7345

keuiy@capefn.com

화장품

강수민

6923-7362

soomin913@capefn.com

스몰캡 RA

최서희

6923-7324

soyichoi598@capefn.com

유통/자동차/조선 RA

류수재

6923-7313

rsj0897@capefn.com

철강/게임·인터넷/건설 RA

홍준기

6923-7315

joonkih00@capefn.com

정유화학/유틸리티/음식료 RA

장 영

6923-7311

youngjang313@capefn.com



Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.