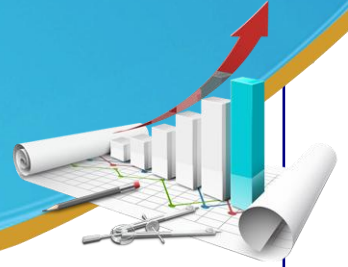


SECTOR REPORT

인터넷/게임



비중확대 (유지)

[Analyst]

이문종
연구원☎ 02) 3772-1586
✉ mj1224@shinhan.com

게임 흥행 트렌드 분석

다수의 흥행작 출시에 따라 게임주에 주목

2016년 말 국내 게임 업종의 12개월 기준 선행 PER은 11배에 불과했으나 현재 16배까지 상승했다. 리니지M, 리니지2레볼루션 등 리니지 IP 기반의 모바일 MMORPG는 기존 1위의 게임 대비 5배 이상의 일매출을 기록하며 흥행에 성공했다. 4분기부터 테라M, 블소모바일, 검은사막, 이카루스M 등 PC IP 기반 MMORPG가 다수 등장하며 시장 성장을 이끌겠다. 국내 모바일 게임 시장은 17F 5.6조원(+42% YoY), 18F 6.8조원(+22% YoY)으로 전망된다.

모바일 게임 흥행 트렌드: 1) IP 활용 2) MMORPG 등 하드코어 게임

모바일 게임 흥행 트렌드는 1) IP를 활용과 2) MMORPG 게임이다. 인지도 높은 IP를 기반으로 모바일 플랫폼에 확장하는 기업들에게는 '쉬운 흥행 → 프리미엄 부여'가 지속된다. 스마트폰 하드웨어와 통신 기술 발달에 모바일 시장 장르도 MMORPG 등 하드코어 장르로 변화한다. 캐주얼 → 하드코어 게임 장르 변화에 따라 상위 게임 매출도 5배 이상 증가했다. 위에 해당하는 조건을 가진 대표적인 업체로는 넷마블게임즈(251270), 엔씨소프트(036570), 펠어비스(263750), 웹젠(069080), 위메이드(112040) 등이 있다.

플랫폼 확장이 기대되는 펠어비스(263750)를 업종 최선호주로 제시

업종 내 최선호주로 펠어비스(목표주가: 190,000원)를 제시한다. 글로벌 흥행 PC MMORPG 검은사막을 보유하고 있다. 북미, 유럽, 일본, 대만 등 출시한 대부분의 지역에서 성공한 만큼 글로벌 IP 인지도가 있다. 기존 PC 게임 시장에서 2018년 모바일, 콘솔로 플랫폼이 확장되겠다. 전년동기대비 매출액 119%, 영업이익 122%의 실적 고성장이 전망된다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (10월 17일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
펠어비스 (263750)	매수	129,200	190,000	47.1
엔씨소프트 (036570)	매수	448,000	610,000	36.2

자료: 신한금융투자

Contents

03 I. Investment Summary

잇단 흥행에 게임주 관심 상승. 모바일 성장은 IP 활용과 MMORPG가 KEY

04 II. 투자 전략 및 밸류에이션

흥행 가능성에 따른 프리미엄 정당화 지속

종목별 Valuation 및 투자전략 → 최선호주로 펠어비스(263750) 제시

07 III. 흥행 트렌드: 플랫폼 확장과 하드코어화에 주목

모바일 게임 시장 흥행 트렌드는: 1) IP 활용 2) MMORPG 등 게임의 하드코어화

1) IP 활용 게임의 높은 성공 가능성은 해당 IP 보유 업체에 프리미엄 요인

2) 장르 변화가 이끄는 모바일 게임 시장 성장. 캐주얼→하드코어 게임 매출 5배 이상 증가

3) 게임 업체 별 IP 전략 비교

22 IV. Company analysis

넷마블게임즈 (251270) - 매수 (신규), 목표주가: 190,000원 (신규)

엔씨소프트 (036570) - 매수 (유지), 목표주가: 610,000원 (유지)

펠어비스 (263750) - 매수 (신규), 목표주가: 190,000원 (신규)

웹젠 (069080) - 매수 (신규), 목표주가: 29,000원 (신규)

위메이드 (112040) - 매수 (재개시), 목표주가: 39,000원 (재개시)

Investment summary

잇단 흥행에 게임주 관심 상승. 모바일 성장은 IP 활용과 MMORPG가 KEY

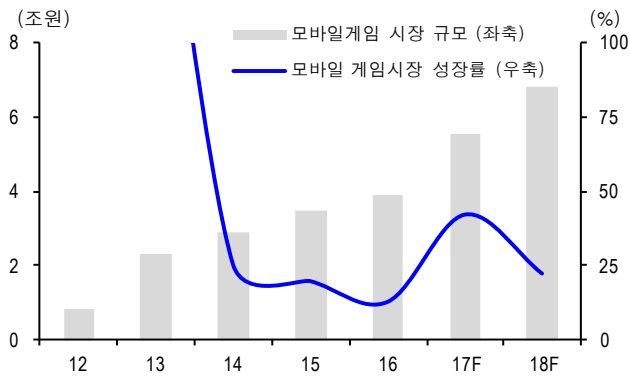
상위 게임의 매출 집중 심화,
흥행 게임 트렌드 파악 필요

2016년 말 국내 게임 업종의 12개월 기준 선행 PER은 11배에 불과했으나 현재 16배까지 상승했다. '리니지M', '리니지2레볼루션' 등 리니지 IP 기반의 모바일 게임은 기존 1위의 게임 대비 5배 이상의 일매출을 기록하며 흥행에 성공했다. 게임주에 대한 관심이 커질 수밖에 없었다. 또한 2017년 5월에는 '넷마블게임즈(251270)', 9월에는 '펄어비스(263750)' 등 유력 게임 기업들이 상장에 성공했다. 비상장 회사인 블루홀은 '배틀그라운드'로 기존 글로벌 게임 시장의 흥행 기록을 다시 썼다.

게임 산업의 쏠림 현상이 더욱 심해지고 있다. 상위 게임의 경우 연간 수천억원의 매출을 기록하나 실패하는 게임도 많다. 월간 출시되는 약 1,000개 이상의 모바일 게임 중 매출 순위 50위 안에 진입하는 게임은 2~3개에 불과하다. 상위 게임의 매출 집중도가 높다. 8월 기준 1~3위 게임의 매출 점유율은 65.9%(+35.9%p), 1~10위의 경우 78.4%의 점유율을 차지한다.

출시 전 게임의 흥행 여부를 정확히 알기는 불가능하다. 다만 흥행 트렌드를 따른 게임의 경우 매출 상위에 오를 가능성이 높다. 최근 모바일 게임 시장에서의 흥행 트렌드는 크게 1) IP(지적재산권)의 활용, 2) MMORPG 게임으로 나뉜다. 특히 IP의 경우 기존 게임을 모바일화 한 경우 성과가 좋았다. 위에 해당하는 조건을 가진 대표적인 업체로는 넷마블게임즈(251270), 엔씨소프트(036570), 펄어비스(263750), 웹젠(069080), 위메이드(112040) 등이 있다.

국내 모바일 게임 시장 규모와 성장률 추이 및 전망



자료: 게임백서, 신한금융투자

국내 게임 업종 PER 밸류에이션 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

게임 업체 별 IP 전략 비교

기업명	특징
넷마블게임즈(251270)	자체IP+뛰어난 모바일 흥행력을 바탕으로 한 타사의 IP(블소, 테라 등) 소싱 능력
엔씨소프트(036570)	PC MMORPG 시장에서 검증된 다수의 IP(리니지, 블소, 아이온 등)
펄어비스(263750)	글로벌 흥행 PC MMORPG 검은사막 보유로 모바일 및 콘솔 플랫폼 확장 기대
웹젠(069080)	중국 인기 게임 류를 통한 IP 사업 진행(출시 예정 게임의 경우 판호 제재 전 획득)
위메이드(112040)	중국 인기 게임 미르의전설2 IP 보유. 소송 이슈 있으나 JV설립 후 사업 확대 기대

자료: 신한금융투자

투자 전략 및 밸류에이션

홍행 가능성에 따른 프리미엄 정당화 지속. 최선호주로 펠어비스(263750) 제시

Top Pick: 펠어비스

글로벌 홍행 PC MMORPG

'검은사막' 보유,

2018년 모바일, 콘솔 등 플랫폼

확장으로 고성장 기대

게임 업종 전반적인 밸류에이션 상승에도 홍행 가능성에 따른 프리미엄 부여가 지속될 전망이다. 기존 게임 IP(지적재산권)를 보유해 모바일 게임 홍행에 성공한 업체들은 프리미엄을 받는 반면 한 가지 모바일 게임에 의존도가 높은 업체들에 높은 밸류에이션을 부여하기는 어렵다. 한 가지 모바일 게임에 의존도가 높은 4개 업체의 경우 2015년 이후 주가는 평균 33% 하락했다. 상위 5개 게임 업체의 주가 수익률이 +208% 임을 감안하면 부진하다. 경쟁 심화로 대표 게임 이외의 홍행작을 내놓지 못하는 가운데 기존 게임 매출에 대한 우려가 확대됐기 때문이다.

반면 대형 업체들은 다양한 IP를 활용해 플랫폼을 확장하고 있다. 특히 전통적인 게임 업체들이 모바일 게임 시장에서 쉽게 성공을 거두며 프리미엄을 받는다. '블리자드', 'EA' 등은 기존 게임을 모바일 게임화하며 유저 확보에 성공했다. 다수의 홍행작을 바탕으로 외부 IP 소싱에도 유리하다.

홍행 기대는 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 블리자드, EA, NetEase, 반다이남코 등 글로벌IP를 보유한 기존 게임 업체의 12개월 선행 PER은 평균 22배에서 거래되고 있다. 반면 한 가지 모바일 홍행작 위주 게임 업체의 PER은 10배 내외를 벗어나기 힘들다. 1) 신작에 거는 기대도 낮고 2) PC나 콘솔게임 대비 플랫폼 확장도 제한되기 때문이다.

업종 내 최선호주로 펠어비스(263750, 목표주가: 190,000원)를 제시한다. 전통적인 대형 게임 업체는 아니지만 글로벌 홍행 PC MMORPG '검은사막'을 보유하고 있다. 북미, 유럽, 일본, 대만 등 출시한 대부분의 지역에서 성공한 만큼 글로벌 IP 인지도가 있다. 2018년 모바일, 콘솔 등 검은사막의 플랫폼 확장으로 전년동기대비 매출액 119%, 영업이익 122%의 고성장이 지속될 전망이다.

커버리지 업체의 투자이건 및 연도별 실적 & 밸류에이션 테이블

(십억원, %, 배)	투자이건	목표주가(원)	시가총액	상승여력	연도	매출액	영업이익	순이익	영업이익률	순이익률	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA
넷마블게임즈	매수	190,000	14,410.6	12.1	2017F	2,563.8	637.9	436.6	24.9	17.0	31.7	3.7	17.7	15.9
					2018F	3,125.4	904.3	634.4	28.9	20.3	22.6	3.2	15.6	11.5
엔씨소프트	매수	610,000	9,828.7	36.2	2017F	1,791.6	660.2	500.5	36.8	27.9	19.6	4.0	23.0	11.7
					2018F	2,084.4	812.5	626.1	39.0	30.0	15.6	3.2	23.2	9.6
컴투스	매수	140,000	1,640.5	9.8	2017F	528.5	200.7	157.6	38.0	29.8	10.5	2.1	22.1	5.0
					2018F	606.3	231.8	181.8	38.2	30.0	9.0	1.8	21.2	4.4
펠어비스	매수	190,000	1,559.0	47.1	2017F	195.0	133.0	114.0	68.2	58.5	13.3	7.5	84.1	11.0
					2018F	295.0	219.0	185.0	74.2	62.7	8.4	3.8	64.8	6.7
웹젠	매수	29,000	919.8	11.3	2017F	181.0	52.7	41.4	29.1	22.9	22.3	3.0	15.9	14.0
					2018F	257.0	90.5	72.7	35.2	28.3	12.6	2.4	23.0	8.7
더블유게임즈	매수	74,000	904.8	42.9	2017F	326.6	92.9	69.6	28.4	21.3	12.8	1.9	17.3	13.7
					2018F	492.0	163.5	116.1	33.2	23.6	7.8	1.5	24.1	7.8
위메이드	매수	39,000	522.5	25.4	2017F	109.0	1.1	3.0	1.0	2.7	187.3	1.7	0.9	39.1
					2018F	128.2	19.7	19.4	15.3	15.1	26.9	1.7	6.5	11.2
게임빌	중립	-	451.8	-	2017F	138.6	(6.7)	24.3	(4.8)	17.5	18.5	1.7	9.7	-
					2018F	188.8	14.4	43.8	7.6	23.2	10.2	1.5	15.7	26.4

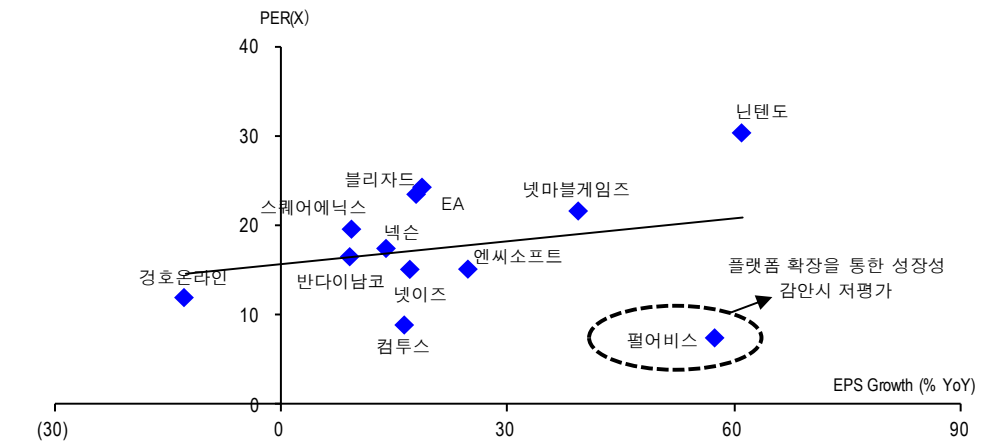
자료: Bloomberg, 신한금융투자

게임 업체 Global Peers Valuation Table

Bloomberg Ticker		시가총액 (십억원)	매출액 성장률		영업이익 성장률		EPS 성장률		PER		PBR		EV/EBITDA	
			17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F
닌텐도	7974 JP	62,252.4	91.6	24.4	345.7	83.8	596.2	61.1	48.1	29.9	4.0	3.6	8.5	12.6
블리자드	ATVI US	52,514.4	2.7	7.2	61.7	18.6	58.4	18.8	29.0	24.4	4.5	3.9	16.4	17.0
넷이즈	NTES US	41,414.1	40.0	24.7	15.0	16.7	16.6	17.2	17.7	15.1	4.9	3.9	29.6	27.6
EA	EA US	40,920.6	5.4	9.0	38.2	20.1	12.0	18.0	27.3	23.2	7.5	6.1	32.5	35.1
넷마블게임즈	251270 KS	14,410.6	67.9	21.9	116.5	41.8	96.5	40.1	31.7	22.6	3.7	3.2	17.7	15.6
넥슨	3659 JP	12,939.4	20.9	8.5	113.3	10.7	212.5	14.9	19.1	16.6	2.9	2.5	15.9	15.7
엔씨소프트	036570 KS	9,828.7	82.2	16.3	100.7	23.1	78.9	25.2	19.6	15.6	4.0	3.2	23.0	23.2
반다이남코	7832 JP	8,538.5	3.4	3.7	5.4	9.9	42.0	9.2	17.9	16.4	2.2	2.0	12.8	13.6
코나미	9766 JP	7,820.8	11.6	3.8	39.5	8.3	240.9	7.2	22.0	20.5	2.8	2.6	13.4	13.4
스퀘어에닉스	9684 JP	5,396.4	0.4	4.7	21.6	8.2	31.8	9.5	21.5	19.6	2.7	2.4	12.9	12.9
경호온라인	3765 JP	2,910.4	(15.0)	(8.6)	(23.2)	(13.2)	(12.3)	(12.7)	10.3	11.8	3.9	3.1	43.2	28.6
컴투스	078340 KS	1,640.5	2.5	14.7	4.5	15.5	0.9	16.4	10.5	9.0	2.1	1.8	22.1	21.2
펄어비스	263750 KS	1,559.0	138.0	51.3	123.3	64.7	-	57.5	13.3	8.4	7.5	3.8	84.1	64.8
웹젠	069080 KS	919.8	(17.7)	42.0	(7.9)	71.8	(18.4)	77.2	22.3	12.6	3.0	2.4	15.9	23.0
위메이드	112040 KS	522.5	0.9	17.7	(74.2)	1,744.3	흑전	596.1	187.3	26.9	1.7	1.7	0.9	6.5
게임빌	063080 KS	451.8	(14.6)	36.2	(256.3)	315.5	(18.7)	81.0	18.5	10.2	1.7	1.5	9.7	15.7

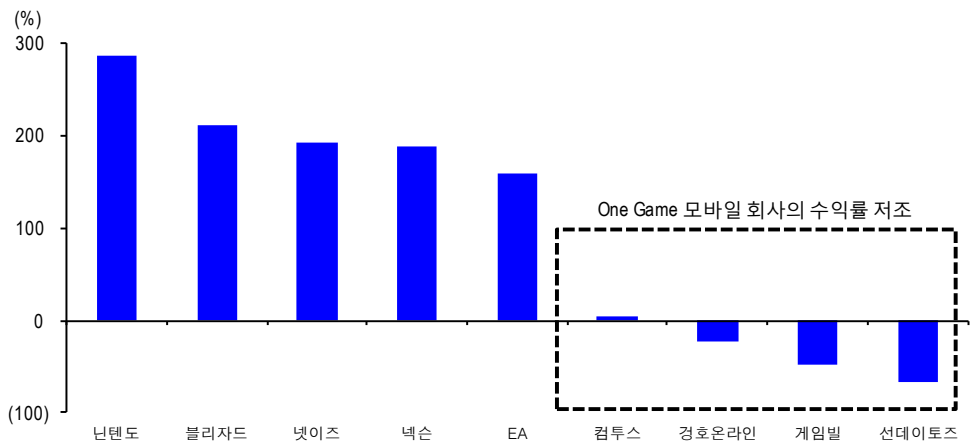
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

Global Peers Valuation 비교 (2018년 컨센서스 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

2015년 이후 주가수익률 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

종목별 Valuation 및 투자전략

1) 넷마블게임즈(251270): 목표주가 190,000원, 투자의견 '매수'(신규)

목표주가 190,000원은 12개월 선행 EPS 7,483원에 Target PER 25배를 적용했다. Target PER 25배는 블리자드, EA 등 글로벌 상위 게임 업체의 평균이다. 1) 리니지2레볼루션의 중국 및 글로벌 진출, 2) IP를 활용한 모바일 MMORPG를 다수 보유한점 등을 감안 시 프리미엄 부여가 타당하다.

2) 엔씨소프트(036570): 목표주가 610,000원, 투자의견 '매수'(유지)

목표주가 610,000원은 12개월 선행 EPS 34,100원에 Target PER 18배를 적용했다. Target PER 18배는 모바일 게임 진출 기대감이 반영되던 2014년부터의 평균 PER을 15% 할인한 수치다. 국내 리니지M 출시 후 단기 모멘텀 소멸을 반영했다. 다만 리니지M의 대만 진출, 블소 모바일, 아이온 등 다양한 흥행 IP를 보유한 점을 감안 시 저평가됐다는 판단이다.

3) 펠어비스(263750): 목표주가 190,000원, 투자의견 '매수'(신규)

목표주가 190,000원은 12개월 선행 EPS 11,816원에 Target PER 16배를 적용했다. Target PER 16배는 국내외 게임 업체의 평균 밸류에이션 수준이다. '검은사막'에서 모든 매출이 발생하고 있으나 해당 IP는 글로벌 흥행 PC 게임이다. 모바일 및 콘솔시장으로의 플랫폼 확장에 대한 프리미엄 부여가 가능하다. 2018년 본격적인 플랫폼 확장으로 영업이익 122% 성장이 기대된다.

4) 웹젠(069080): 목표주가 29,000원, 투자의견 '매수'(신규)

목표주가 29,000원은 12개월 선행 EPS 1,813원에 Target PER 16배를 적용했다. Target PER 16배는 국내외 게임 업체의 평균이다. 중국 인기 IP 류를 바탕으로 IP 비즈니스가 활발하다. 최근 한달간 주가가 14% 상승하며 신작 기대감을 일정 부분 반영하고 있다. 다만 과거 기대작 출시 시기보다 시장 규모가 큰 폭으로 성장한 만큼 게임 출시 후 추정치 상향도 가능하다.

5) 위메이드(112040): 목표주가 39,000원, 투자의견 '매수'(재개시),

목표주가 39,000원은 전기IP 가치 5,650억원과 그 외 영업가치 856억원의 합이다. 전기IP는 약 1.1조원의 밸류에이션으로 투자를 유치하고 중국 내 JV를 설립할 예정이다. 다만 소송 등의 이슈와 투자 불확실성으로 그 가치를 50% 할인해 적용했다. 중국 지방정부, 게임회사 등과 불법 게임 수권에 나서고 있는 만큼 중국 내 비즈니스가 긍정적인 방향으로 나아갈 가능성이 크다.

플랫폼 확장과 하드코어화에 주목

모바일 게임 시장 흥행 트렌드

1) IP 활용

2) MMORPG 장르

*스팀(Steam) : 밸브사에서 운영하는 온라인

게임/유통 플랫폼

모바일 게임 시장 흥행 트렌드는: 1) IP 활용 2) MMORPG 등 게임의 하드코어화

게임주에 대한 관심이 높아지고 있다. 시가총액 기준 국내 1위 게임 업체 넷마블게임즈(251270)가 2017년 5월 상장했으며 '검은사막'으로 유명한 펠어비스(263750)도 9월 상장했다. 블루홀(비상장)의 '배틀그라운드'는 스팀 플랫폼*에서 역대 최고 동시접속자 수 1위를 기록하며 장외 시장에서 5조원 이상의 가치를 인정받고 있다. 게임주에 관심이 높아지며 전반적인 밸류에이션도 상승했다. 2016년 말 PER 11배 수준까지 떨어졌던 게임주 평균 밸류에이션은 현재 16배까지 올랐다.

최근 모바일 게임 시장에서의 흥행 트렌드는 크게 2가지다. 1) IP(지적재산권)의 활용 여부가 출시 전 흥행을 가늠해 볼 수 있는 척도가 됐다. 국내 구글플레이 스토어에 출시되는 게임 수는 월간 1,200개(2017년 상반기 기준)가 넘는다. 8월 출시 게임 중 매출 순위 50위 내 진입했던 게임은 3종에 불과하다. 유저들에게 게임 이름조차 알리기 쉽지 않은 환경이지만 IP 사용 게임은 손쉽게 상위권에 진입한다. 현재 매출 순위 20위권 이내 IP 활용 게임은 총 10종으로 50%에 달한다.

2) 장르의 변화에 따라 MMORPG 신작들이 흥행하고 있다. 통신 기술과 모바일 기기의 진화로 스마트폰에서도 고품질의 게임 구현이 가능해졌다. 리니지2레볼루션, 리니지M에 이어 넥슨지티(041140) 개발, 넥슨(3659 JP) 퍼블리싱의 AxE도 깜짝 흥행에 성공했다. IP 미활용 MMORPG임에도 최고 매출 순위 2위를 기록하며 향후 출시될 동 장르 신작들에 대한 기대감을 키웠다.

테라M(넷마블게임즈),
블레이드앤소울(엔씨소프트),
검은사막 모바일(펠어비스)가
대표 흥행 가능작

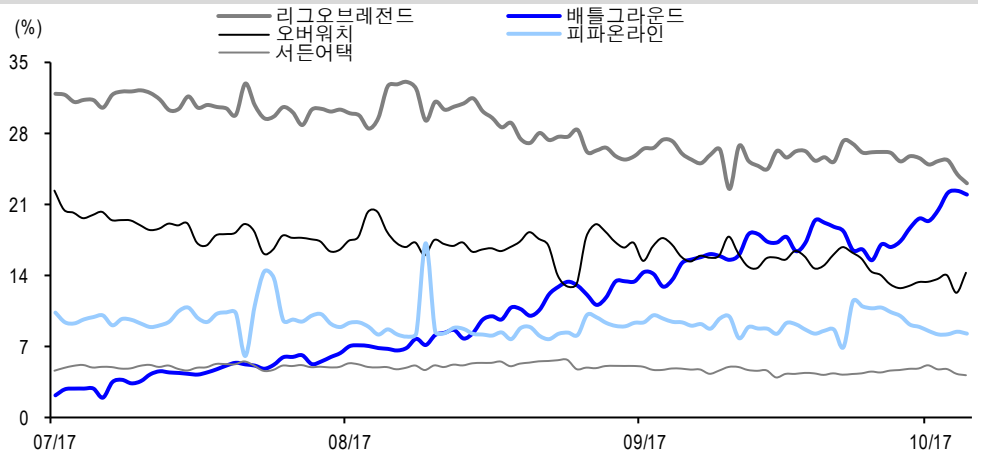
신규 출시 될 게임 중 가장 흥행 가능성이 높은 것은 위 두가지 조건을 만족하는 IP를 활용한 MMORPG 게임들이다. 현재 국내 매출 순위 1, 2위의 리니지M, 리니지2레볼루션 등이 해당된다. 내년까지 위 조건에 해당되는 게임들이 다수 출시된다. 넷마블게임즈의 '테라M(블루홀IP)', 엔씨소프트의 '블레이드앤소울', 펠어비스의 '검은사막(모바일)' 등이 대표적인 예다.

국내 게임 업종 PER 밸류에이션 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

주요 게임의 국내 PC방 상위권 점유율 추이



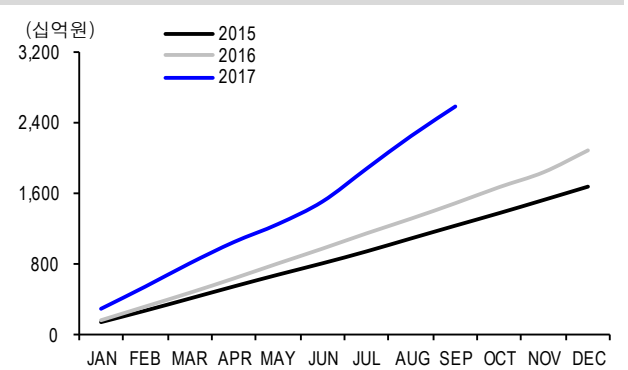
자료: Gametrics, 신한금융투자

구글플레이 매출 상위 20개 게임중 IP 활용 게임 현황 (10/13 기준)

순위	게임명	장르	퍼블리셔
1	리니지M	MMORPG	엔씨소프트
2	리니지2 레볼루션	MMORPG	넷마블게임즈
4	모두의마블	보드	넷마블게임즈
6	FIFA Online 3 M	스포츠	넥슨
8	리니지M (12)	MMORPG	엔씨소프트
10	음양사	RPG	카카오
12	클래시로얄	전략	Supercell
15	애니팡3	퍼즐	선데이토즈
16	Homescapes	퍼즐	Playrix
19	뮤오리진	MMORPG	웹젠

자료: Appannie, 신한금융투자

구글플레이 월별 누적 매출 추이



자료: Mobile Index, 신한금융투자

배틀그라운드 인게임 사진



자료: 회사 자료, 신한금융투자

AxE 인게임 사진



자료: 회사 자료, 신한금융투자

주요 게임 업체의 게임 출시 일정

	4Q17	장르	IP 활용	2018F	장르	IP 활용
넷마블게임즈	테라M 페이트/그랜드 오더 테리아사가 팬텀게이트	MMORPG RPG RPG RPG	O O X X	이카루스M 더킹오브파이터즈올스타 블소 모바일 (넷마블 ver) 지아이조 요괴워치 메달워즈 리니지2레볼루션 (중국) 세븐나이츠 MMORPG 스톤에이지 MMORPG 퍼스트본 트렌디타운	MMORPG RPG MMORPG 전략 RPG MMORPG MMORPG MMORPG 전략 MMOSNG	O O O O O O O O X X
엔씨소프트	리니지M(대만) 팡야 모바일 아이온 레기온즈 오브 워 MXM(한국)	MMORPG 스포츠 RPG MOBA	O O O X	리니지2 레볼루션 (중국) 리니지2 레전드 블소 모바일 (엔씨 ver)	MMORPG MMORPG MMORPG	O O O
펄어비스	검은사막 모바일	MMORPG	O	검은사막 (중국) 검은사막 Xbox	MMORPG MMORPG	O O
컴투스	체인스트라이크 댄스빌 버디크러시	RPG 샌드박스 스포츠	X X X	서머너즈워 MMORPG 스카이랜더스 모바일 히어로즈 워2	MMORPG RPG RPG	O O X
웹젠	기적: 최강자 (중국) 기적: 각성 (중국) 뮤 템페스트 (웹게임) 아크로드 어웨이크	MMORPG MMORPG MMORPG MMORPG	O O O O	썬 모바일	MMORPG	O
위메이드	피싱스트라이크 열화뇌정 최전기	스포츠 MMORPG MMORPG	X O O	이카루스M 미르의전설2 IP 기반 모바일	MMORPG MMORPG	O O
게임빌	아키에이지 비긴즈 로열블러드	MORPG MMORPG	O X	게임빌 프로야구 NBA IP 신작 A.C.E 탈리온 코스모듀얼 엘룬	스포츠 스포츠 RPG MMORPG 퍼즐 MMORPG	O O X X X X
카카오게임즈	배틀그라운드 프렌즈레이싱 열혈강호 블레이드2	FPS 레이싱 MMORPG RPG	X O O O	디즈니탁구 외모지상주의	스포츠 -	O O
넥슨	오버히트 아쌔의팡: 듀랑고 니드포스피드 엣지 타이탄폴 온라인 천애명월도 언노운 히어로즈 탱크커맨더즈	RPG MMORPG 레이싱 FPS MMORPG RPG 슈팅	O X O O O X X	드래곤네스트2: 레전드 트리오브 세이버 모바일 마비노기 모바일	RPG MMORPG MMORPG	O O O

자료: 회사 자료, 언론 종합, 신한금융투자

*이카루스M (위메이드 개발, 넷마블게임즈 퍼블리싱), 리니지2 레볼루션 (엔씨소프트 IP 제공, 넷마블게임즈 개발&퍼블리싱)

IP 보유 업체 (블리자드, EA, 닌텐도, 반다이남코 등)의
1H17 모바일 매출
1H15 대비 235% 증가

통신기술 및 하드웨어 스펙의
발달로 모바일에서도 PC게임
구현 가능

1-1) IP 활용 게임의 높은 성공 가능성은 해당 IP 보유 업체에 프리미엄 요인

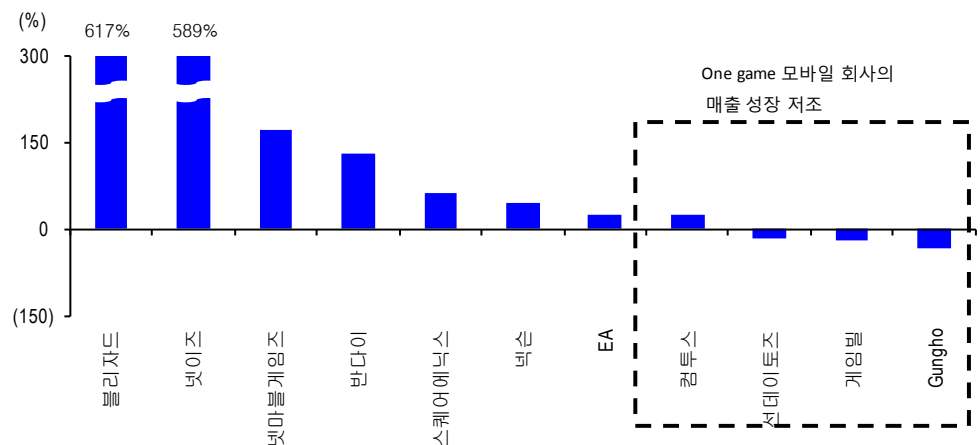
IP 활용 게임이 흥행 가능성이 높은 만큼 해당 게임을 다수 보유한 기업에 대해서는 프리미엄을 줄 수 있다. 블리자드(하스스톤, 캔디크러쉬), EA(스포츠 장르, 스타워즈), 닌텐도(마리오, 포켓몬), 반다이남코(원피스, 드래곤볼) 등 글로벌 인기 IP를 보유한 업체들은 해당 IP를 활용해 모바일 게임 시장 흥행에 성공했다.

2017년 상반기와 2015년 동 기간을 비교해보면 블리자드, EA 등 IP 업체의 모바일 매출은 평균 235% 증가했다. 반면 모바일 One game 리스크가 있는 업체의 경우 평균 12% 감소했다. 컴투스(078340)를 제외한 경호, 게임빌, 선데이토즈 등의 매출이 감소했다. 지속적인 흥행 실패와 더불어 기존 게임의 매출이 감소했기 때문이다.

PC온라인 게임, 영화, 캐릭터, 만화(웹툰) 등 게임에 활용할 수 있는 IP는 다양하다. 돋보이는 것은 PC온라인 게임이다. 다른 IP의 경우 IP 경험자로 하여금 게임이라는 새로운 콘텐츠로 유도해야하는 진입장벽이 존재한다.

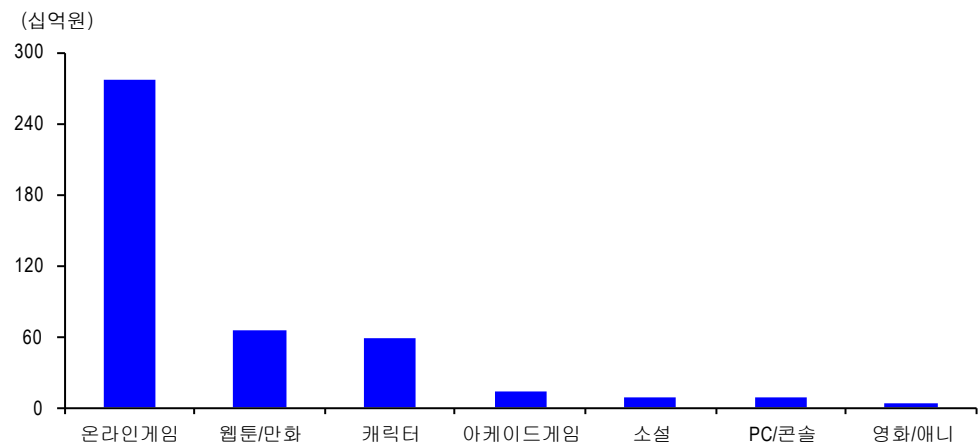
이미 있는 게임을 활용해 모바일 게임을 만드는 경우에는 기존 게임을 경험 해본 유저들에게 어디서나 그 게임을 즐길 수 있는 장점을 제공한다. 특히 통신기술(LTE)과 모바일 하드웨어 스펙의 발전으로 고퀄리티 게임 구현이 모바일에서도 가능해 지며 PC게임의 모바일화가 용이해졌다.

주요 게임 업체의 1H15 대비 1H17의 모바일 매출 증감률



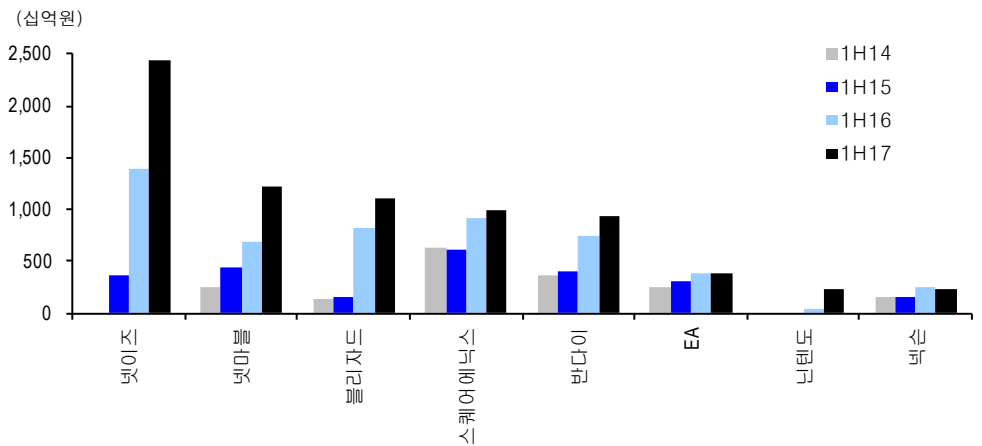
자료: Bloomberg, 신한금융투자

2016년 출시된 모바일게임의 IP 종류별 매출 규모



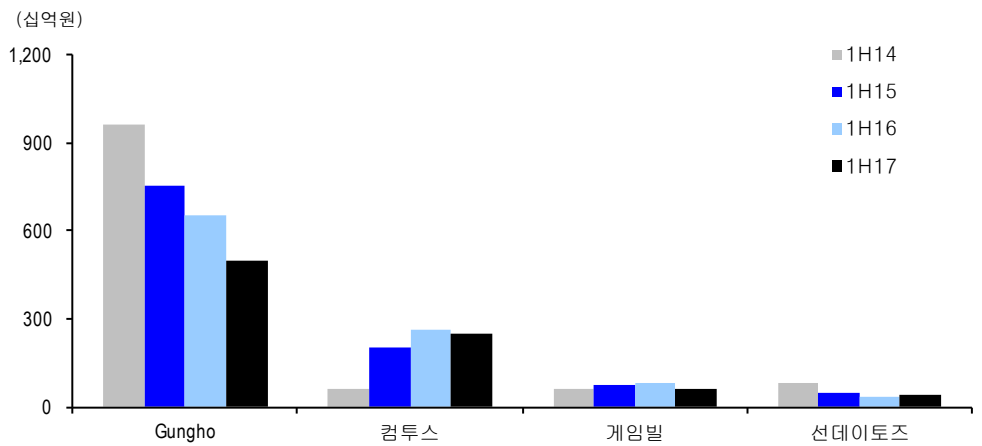
자료: IGA Works, 신한금융투자

다수 게임 IP 보유 업체의 모바일 매출 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

One Game 모바일 게임 전문 업체의 모바일 매출 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

모바일 게임 자체 IP
(클래시오브클랜, 서머너즈워,
세븐나이츠)의 장르 확장 진행
중이나 하드웨어의 한계로
확장성은 제한적

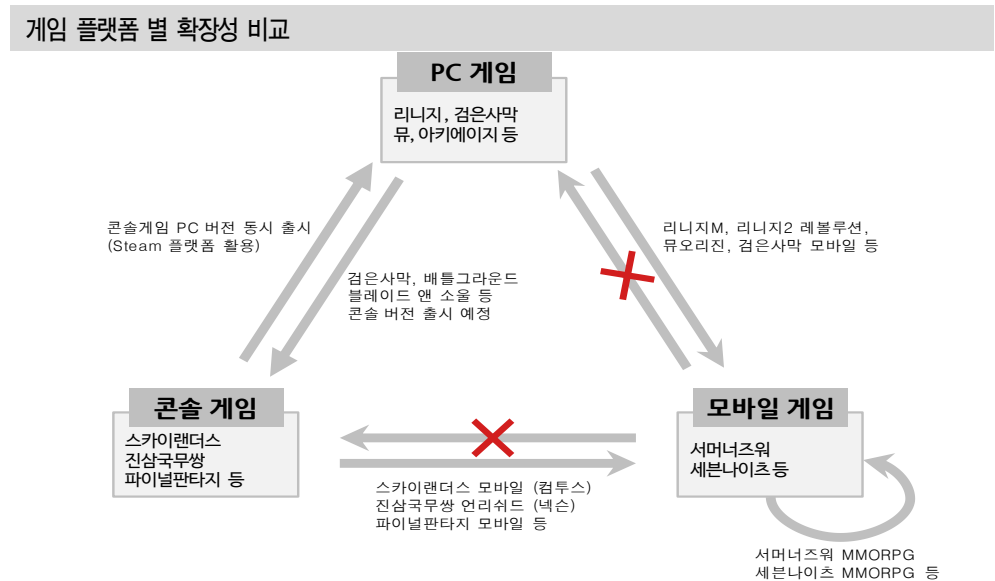
1-2) 모바일 Only IP의 경우 플랫폼 확장성은 떨어지나 장르의 확장은 가능

모바일 게임 자체도 IP로 볼 수는 있다. 성공한 게임의 경우 장르의 확장이 가능하기 때문이다. 대표적인 모바일 장르 확장 성공 사례는 Supercell의 '클래시 로얄'을 들 수 있다. 2012년 출시한 클래시 오브 클랜(전략장르)의 IP를 바탕으로 2016년 카드 수집형 전략게임 클래시 로얄의 성공을 이끌었다. 출시 11개월만에 10억달러의 매출을 기록했으며 이는 원작 IP 클래시 오브 클랜이 출시 11개월간 달성한 매출의 5배 수준이었다. 이외에도 해외에서는 Rovio의 앵그리버드 IP를 활용한 다양한 게임이 출시가 되고있으며 국내는 컴투스, 넷마블게임즈가 각각 서머너즈워, 세븐나이츠의 MMORPG화를 2018년 계획중이다.

다만 PC온라인, 콘솔 등 전통적인 플랫폼보다 확장성은 떨어진다. 모바일 기기가 많이 발전했다고는 하나 하드웨어 스펙 자체가 PC나 콘솔보다 떨어지며 게임성과 컨트롤에 있어서도 마우스와 키보드, 조이스틱을 활용해 하는 경우보다 단순할 수 밖에 없다. 모바일 게임이 현재로서는 PC나 콘솔 시장으로 진출하기 어려운 이유다. 즉, PC나 콘솔의 경우 각 시장과 모바일에 플랫폼을 확장할 수 있으나 모바일 게임의 경우 플랫폼 확장은 제한적이고 모바일 플랫폼 내 장르 확장 정도만 가능하다.

게임 플랫폼 별 특성	PC 온라인	콘솔	모바일
글로벌 시장 점유율	26.8%	29.1%	37.0%
하드웨어 스펙	고사양	고사양	상대적 열위
조작	키보드+마우스	조이스틱	터치
확장성	높음	중간 (독점작 다)	낮음

자료: Newzoo, 신한금융투자



자료: 신한금융투자

중소형 업체들은 상대적으로
쉽게 접근 가능한 웹툰 IP 기반
모바일 게임 제작

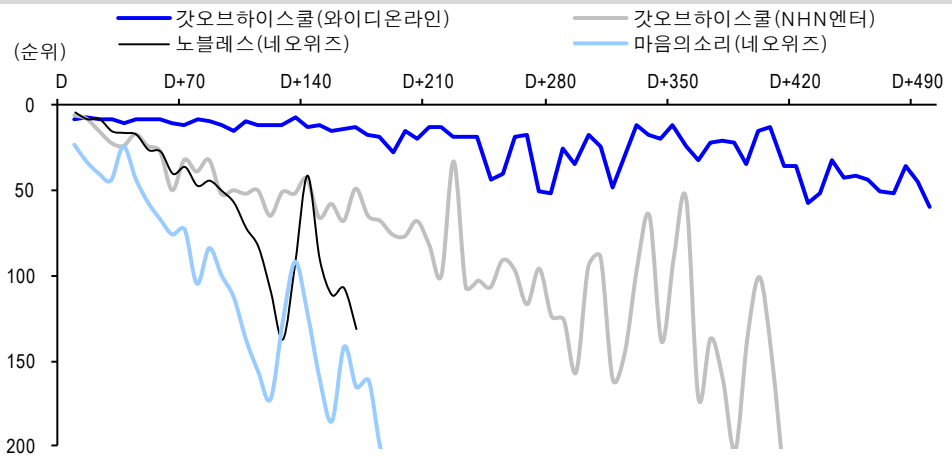
초반 흥행에는 성공하나 흥행
지속 기간과 매출 순위는 게임
IP에 비해 상대적으로 저조

1-3) IP 흥행 확대로 기존 게임 업체 유리. 중소형 업체는 웹툰 등 틈새시장 이용

IP의 흥행 확대로 기존 게임 업체에게 유리한 환경이 조성되고 있다. 기존 게임 업체는 PC, 콘솔 등 히트 게임을 바탕으로 가장 크고 빠르게 성장하는 모바일 시장에서의 성공이 담보되고 있다. 게임 이외의 지적재산권의 경우에도 흥행력을 보유한 대형 업체에게 돌아가는 경우가 많다. 유명 IP의 가치 보호를 위해 국가별로 한 두개의 유력 업체에게만 이용할 수 있도록 배분하는 경우가 많기 때문이다. 중소 업체가 유명 IP를 따오기 쉽지 않은 환경이며 이용한다고 하더라도 높은 로열티 수수료를 감안해야 한다.

상대적으로 쉽게 접근 가능한 IP는 웹툰이다. 갓오브하이스쿨, 노블레스 등 인기 웹툰을 활용한 게임의 경우 와이드온라인, 네오위즈, nhn엔터테인먼트 등을 통해 모바일 게임으로 재탄생됐다. 웹툰 구독자를 바탕으로 마케팅이 이뤄지며 초반 흥행에는 대체로 성공했다. 2015년 이후 출시된 웹툰 활용 게임의 경우 대부분 초반 인기 순위 10위권 내 진입했다. 다만 흥행 지속 기간과 매출 순위는 상대적으로 저조했다.

웹툰 활용 모바일 게임의 출시 이후 매출 순위와 지속기간 추이



자료: Appannie, 신한금융투자

웹툰 활용 모바일 게임 비교

게임명	개발사	IP	출시일	최고 무료 순위	최고 매출 순위
갓 오브 하이스쿨 with NAVER WEBTOON	와이드온라인	갓 오브 하이스쿨	2015-05-23	1위	7위
마음의소리 with NAVER WEBTOON	네오위즈	마음의소리	2016-04-27	4위	23위
2017갓 오브 하이스쿨 with NAVER WEBTOON	NHN엔터테인먼트	갓 오브 하이스쿨	2016-07-22	3위	6위
히어로메이커 with NAVER WEBTOON	슈퍼플래닛	히어로메이커	2016-08-30	56위	63위
덴마 with NAVER WEBTOON	뉴에프오	덴마	2016-10-26	6위	44위
노블레스 With NAVER WEBTOON	네오위즈	노블레스	2017-04-27	2위	4위
농지마사천성 with NAVER WEBTOON	Rocketlaunch	농지마정신줄	2017-08-24	7위	436위
하이브 with NAVER WEBTOON	비누스엔터테인먼트	하이브	4Q17		
외모지상주의	와이드온라인	외모지상주의	4Q17		
노블레스	와이드온라인	노블레스	4Q17		

자료: 회사 자료, 언론 종합, Appannie, 신한금융투자

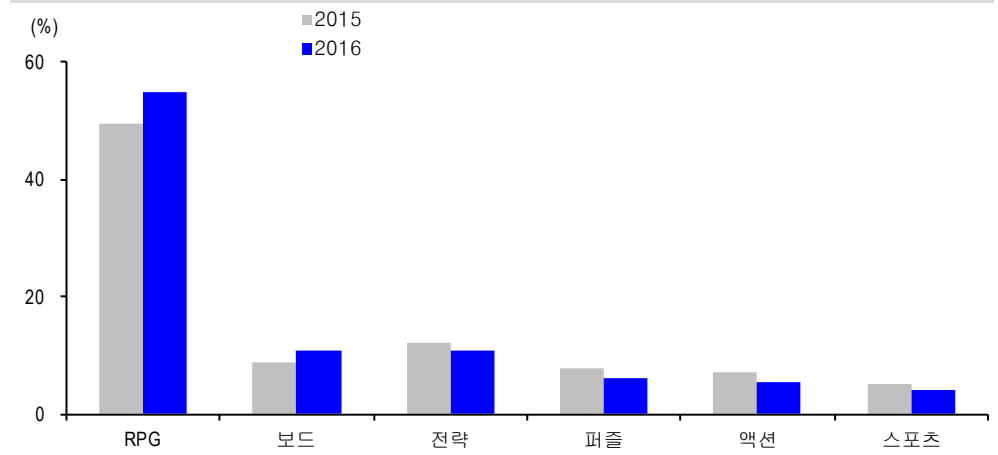
모바일 게임 시장 대표 장르
하드코어화 되면서 유저의
과금력과 몰입도 상승

2-1) 장르 변화가 이끄는 모바일 게임 시장 성장

국내 모바일 게임 시장이 가장 큰 폭으로 성장했던 2013년의 주요 장르는 애니팡 등의 캐주얼 게임이었다. 다수의 유저, 소수의 결제 유저, 간단한 게임 방식 등이 특징이다. LTE 기술의 보급과 모바일 기기의 발달로 과거의 PC급 사양을 요구하는 게임이 모바일에서도 가능해짐에 따라 게임의 하드코어화가 진행됐다. 몬스터길들이기, 레이븐 등 RPG 장르에 이어 2017년에는 리니지2레볼루션을 필두로 MMORPG가 본격적으로 흥행하기 시작했다.

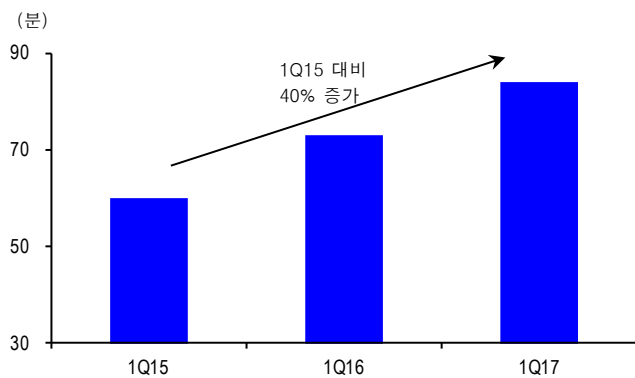
게임이 복잡해질수록 과금력과 높은 몰입도를 필요로 한다. 장르 변화에 따라 국내 모바일 게임 유저의 일간 평균 플레이 타임은 1Q15 대비 1Q17 40% 상승했다. RPG 장르가 전체 매출에서 차지하는 비중도 2016년 54.8%로 전년 대비 5.3%p 증가했다.

2015년 대비 2016년 장르별 시장 점유율 (매출액 기준)



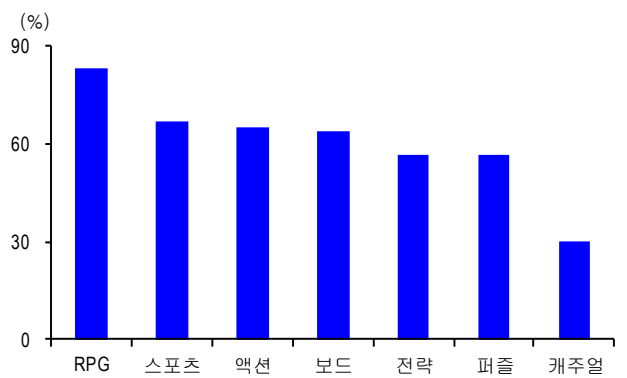
자료: IGA Works, 신한금융투자

국내 모바일 게임 유저의 일평균 플레이타임 추이



자료: Appannie, 신한금융투자

장르별 고 결제유저 (100만원 이상 결제)의 매출 기여도



자료: IGA Works, 신한금융투자

하드코어 MMORPG의 모바일 게임 시장 매출 견인 전망

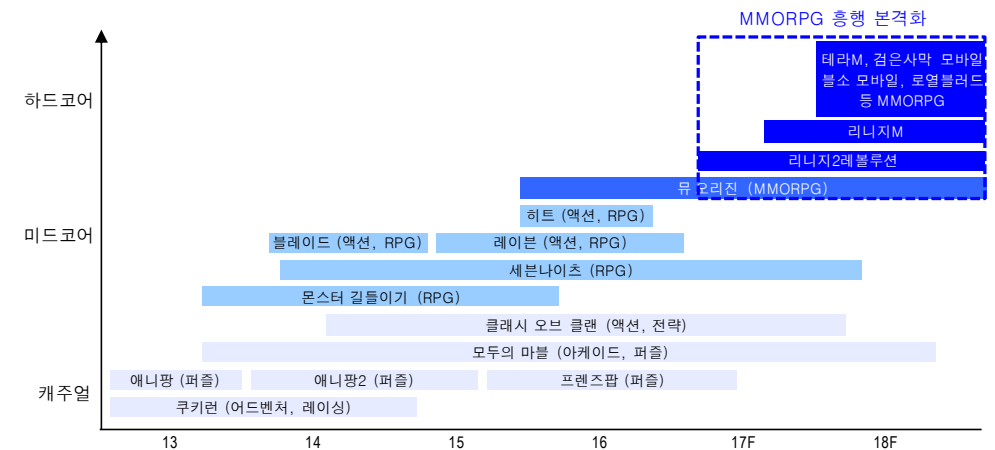
2-2) 캐주얼 → 하드코어로 장르 변화. 상위 게임 일매출은 5배 이상 성장

이 같은 변화는 장르 변화별 일평균 매출 상승에도 나타난다. 캐주얼 장르(애니팡 등)가 흥행 하던 시기의 국내 최고 매출은 일평균 약 2억원 내외였다. 수집형 RPG 몬스터 길들이기가 약 5억원, 액션 RPG 레이븐이 출시되며 국내 최고 매출 게임의 일평균 매출 10억원 수준까지 확대됐다.

기존의 RPG보다 하드코어한 MMORPG가 다수 출시되며 전체 시장 성장을 이끌겠다. 실제로 리니지M, 리니지2레볼루션 등의 MMORPG 출시로 최고 매출 게임의 일평균 매출은 큰 폭으로 증가했다(리니지M 최고 매출 130억원 이상, 출시 3개월 지난 현재 40억원 내외 추정). 국내 구글플레이 전체 매출도 9월 누적기준 전년 대비 73.5% 성장한 상황이다. 1~3위 게임의 매출 기여도는 8월 기준 65.9%로 전년 대비 35.9%p 증가했다.

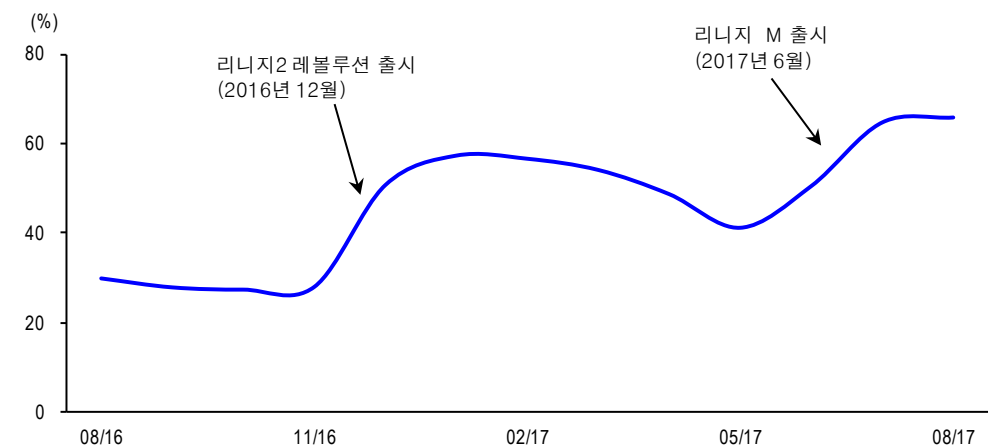
다만 리니지 시리즈와 같은 파괴적인 매출을 기록할 게임의 등장보다는 매출 10위권(일매출 1억원 수준) 내 진입하는 게임이 다수 등장할 전망이다. 일부 흥행 MMORPG의 경우 2위, 3위 자리를 두고 경쟁하겠다. 리니지 기반 게임 매출이 기존 대비 큰 폭으로 발생한 이유는 IP 파워에 기반한 다수의 고정계 유저를 확보했기 때문이다. 국내에서 리니지 만큼의 영향력을 갖는 IP는 찾아보기 힘들다.

국내 모바일 게임 트렌드 변화



자료: 한국콘텐츠진흥원, 신한금융투자 추정

구글플레이 상위권 게임의 매출 기여도 추이



자료: Mobile Index, 신한금융투자

게임 장르별 매출 구성 요소 비교

게임 매출	=	유저	×	결제 유저 비율	×	ARPPU
캐주얼		많음		낮음		낮음
미드코어		중간		중간		중간
하드코어		중간		높음		높음
리니지 IP 모바일 게임		많음		매우 높음		매우 높음

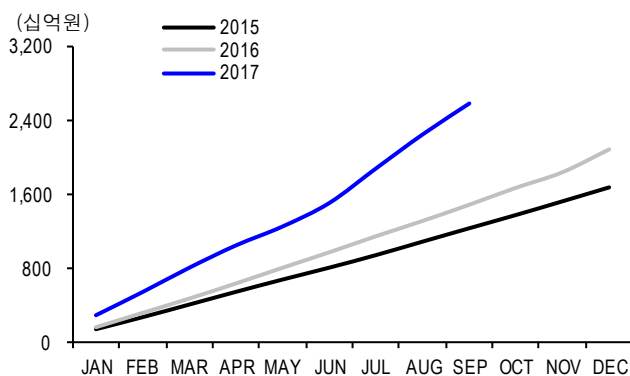
자료: 신한금융투자

장르별 지불 플레이어당 평균 결제 금액(ARPPU)과 플레이어타임의 포지셔닝 맵



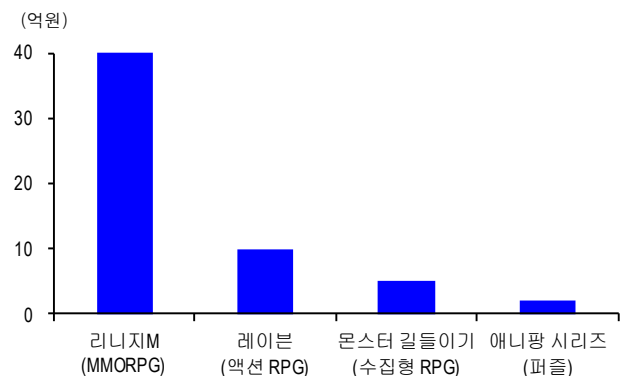
자료: IGAWorks, 신한금융투자

구글플레이 월별 누적 매출 추이



자료: Mobile Index, 신한금융투자

장르 대표 게임 별 일평균 매출액 추정



자료: 신한금융투자 추정

(3) 게임 업체 별 IP 전략 비교

넷마블게임즈(251270), 목표주가: 190,000원

모바일 게임 흥행력을 바탕으로

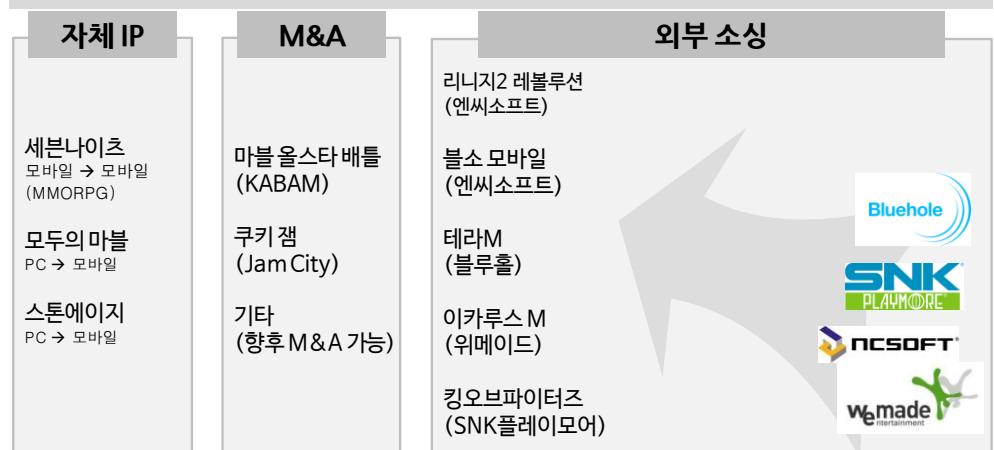
- 1) 다수의 외부 IP 소싱
- 2) 기존 모바일게임 IP 확장
- 3) M&A를 통한 IP 확보

넷마블은 국내 모바일 게임 흥행 트렌드를 주도해온 게임 업체다. 2000년 온라인 게임 회사로 시작해 현재는 국내 1위의 모바일 게임 회사(2Q17 기준 모바일 매출 비중 95.6%)로 탈바꿈했다. '모두의 마블(2013)', '세븐나이츠(2014)', '레이븐(2015)', '리니지2레볼루션(2016)' 등 국내 매출 순위 1위 게임을 다수 출시했다. 국내 모바일 게임 시장의 트렌드를 선도(캐주얼 게임 → 수집형 RPG → 액션 RPG → MMORPG)해왔다.

자회사들이 게임 개발에 집중하고 넷마블게임즈는 퍼블리싱에 집중하며 다수의 흥행작을 출시하고있다. 자체 보유 PC온라인게임 IP는 경쟁사에 비해 많지 않으나 모바일 게임 시장에서의 흥행력을 바탕으로 다수의 IP를 외부에서 소싱하고 있다. 리니지2레볼루션(엔씨소프트 IP)를 국내, 동남아, 일본 등 출시한 국가에서 모두 흥행시켰다. 테라(블루홀 IP), 블레이드앤소울(엔씨소프트 IP), 이카루스(위메이드 IP) 등 타사 IP를 활용한 게임들이 출시 예정이다.

기존 모바일 흥행작이 많은 것도 강점이다. 세븐나이츠 등 기존 RPG 게임의 MMORPG화가 가능하기 때문이다. 적극적인 M&A를 통해 IP를 확보하고 있다. 2017년 2월 카밤 벤쿠버스튜디오 인수로 마블 IP를 확보했으며 2015년 7월 잼시티 인수로 북미 퍼즐게임 2위 게임을 가지게 됐다. IPO를 통해 약 1.7조원의 투자 자금을 보유한 만큼 향후 M&A를 통한 IP 수혈도 기대된다.

넷마블게임즈의 IP 활용 전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자

넷마블게임즈의 대표작 리니지2 레볼루션



자료: 회사 자료, 신한금융투자

넷마블게임즈의 기대 신작 테라M (4Q17 출시)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

강력한 PC 온라인 게임 IP
(리니지, 블소, 아이온)
비탕으로 모바일 시장 진출
본격화

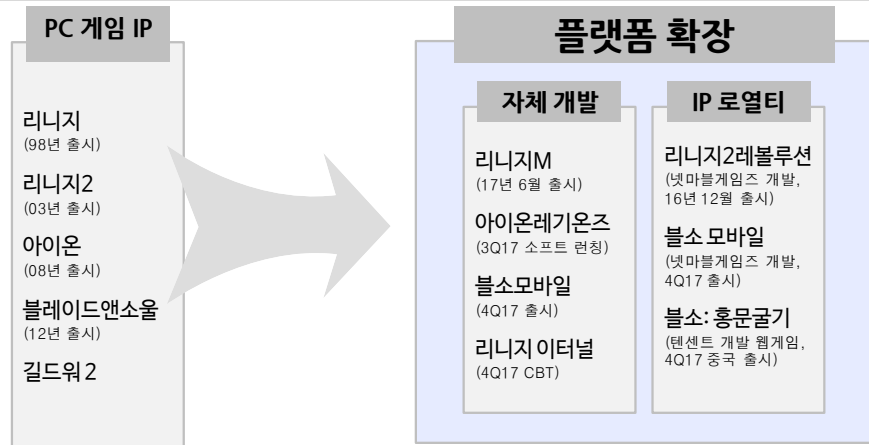
엔씨소프트(036570), 목표주가 610,000원

1998년 출시한 '리니지'를 19년째 성공적으로 서비스해오고 있다. 이후 '리니지2', '아이온', '블레이드앤소울' 등 MMORPG 장르의 게임을 다수 흥행시키며 국내 PC 온라인 게임을 선도했다. 북미/유럽, 일본, 대만 등 해외 시장에서도 성과를 올리고 있다. 2016년 기준 해외 매출 비중은 약 35% 수준이다.

경쟁사 대비 모바일 게임 시장 진출은 상대적으로 늦게 시작했다. 2016년 초 블레이드앤소울 등 중국 내 IP를 제공하고 로열티를 받는 형태로 모바일 시장에 진출했다. 직접 개발하고 서비스한 게임은 2016년 말 출시한 리니지 레드나이즈가 시작이다. H2, 파일럿블레이드 등 이후 출시한 게임들도 각각 최고매출 순위 5위, 2위를 기록하며 흥행력을 보여줬다.

무엇보다도 다수의 흥행 PC MMORPG를 보유한 것이 강점이다. 리니지 IP를 활용한 모든 게임이 모바일 시장에서 흥행에 성공했다. 이외에도 블레이드앤소울 모바일, 아이온레기온즈 오브 워 등 2018년에는 PC게임의 모바일화가 본격화 될 전망이다. PC 기반의 게임들인 만큼 향후 콘솔로의 확장도 가능하다. 실제로 블레이드앤소울은 북미 지사에서 콘솔 버전으로 개발 중이다.

엔씨소프트의 IP 활용 전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자

엔씨소프트의 대표작 리니지 M



자료: 회사 자료, 신한금융투자

엔씨소프트의 대표IP 블레이드앤소울 (2018년 모바일 출시)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

글로벌 흥행 IP '검은사막' 보유
검은사막 중국 진출 및 플랫폼
확장 (모바일, 콘솔) 기대

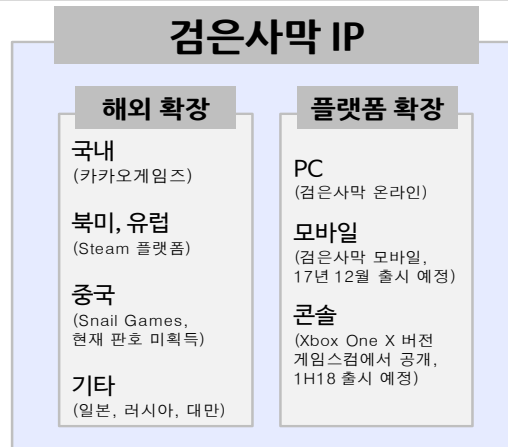
펠어비스 (263750), 목표주가 190,000원

PC MMORPG '검은사막'을 보유하고 있다. 국내보다는 해외에서 더 인기가 있는 게임이다. 국내에서는 리니지, 블레이드앤소울 등 기존 게임과의 치열한 경쟁에 흥행에는 상대적으로 미진했다. 10월 14일 기준 RPG 게임 PC방 사용량 9위를 기록하고 있다. 반면 2016년 북미/유럽 지역 출시 후 MMORPG.com 선정 최고 MMORPG게임으로 선정되는 등 글로벌 흥행에는 성공했다. 현재 유료 가입자는 200만명 이상으로 추정된다.

북미/유럽 지역 이외에도 일본(2015년 5월), 러시아(2015년 10월), 대만(2016년 12월) 등 100여개 국가에 진출했다. 시장규모 1위 중국은 판호 발급 후에 출시가 가능한 만큼 2018년 출시가 예상된다. 글로벌 흥행력을 고려시 중국 시장에서의 성과도 기대된다. 중국을 제외한 해외 시장 진출은 어느정도 마무리 단계로 2018년 부터는 플랫폼 다변화를 통한 성장이 기대된다.

원게임 리스크에도 플랫폼 확장을 통한 성장에 주목하자. 모바일로 시작한 게임이 하드웨어적 한계로 PC나 콘솔 게임으로의 진출이 힘들지만 그 반대의 경우는 가능하다. 전체 게임 시장 중 PC온라인 게임이 차지하는 비중은 26.8%다. 흥행 PC온라인 IP를 바탕으로 모바일 시장(37.0%)과 콘솔(29.1%)시장으로의 진출이 계획되어 있다. 연말 국내 모바일 버전 출시를 시작으로 2018년에는 글로벌 모바일, 콘솔(Xbox 선출시) 버전 출시가 기대된다.

펠어비스의 IP 활용 전략



신규 게임
IP 개발

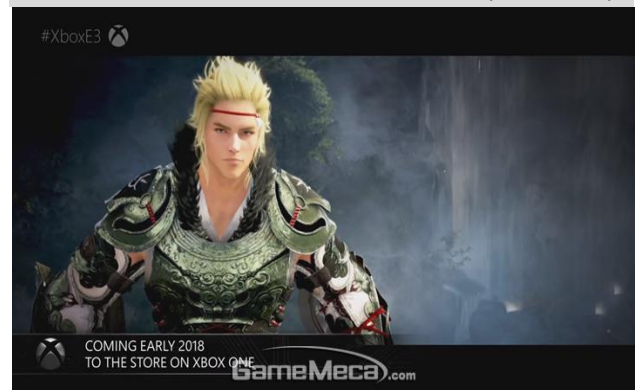
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

펠어비스의 대표작 검은사막



자료: 회사 자료, 신한금융투자

E3 2017에서 공개된 검은사막 Xbox One X 버전 (2018년 출시)



자료: 게임메카, 신한금융투자

중국 내 뮤 IP 비즈니스 및
완성도 높은 게임의
국내 시장 퍼블리싱

웹젠 (069080), 목표주가 29,000원

2001년 국내 최초 3D MMORPG '뮤'를 개발한 기업이다. 기존 2D온라인 게임 대비 화려한 그래픽으로 국내외 흥행에 성공했다. 이외에도 SUN, 아크로드 등의 PC 게임 IP를 가지고있다. 뮤의 경우 국내 동시접속자 수 7만명으로 리니지2가 출시되기 전까지 국내 MMORPG 2위를 기록했다.

중국 내 인지도가 가장 큰 강점이다. 2003년 중국 진출 당시 중국 내 동시접속자 수 30만명 이상을 기록했으며 최고의 온라인게임에 선정됐다. 중국 내 가입자 수도 4,500만명에 달한다. 이 같은 중국 내 IP 파워를 바탕으로 모바일 게임과 웹게임으로 플랫폼 확장에 성공했다. 2014년 6월 출시된 대천사지검(웹게임), 같은해 12월 출시된 전민기적(모바일) 모두 중국 내 1위를 기록했다.

다만 중국 내 현지화와 퍼블리싱 상의 어려움, 불법 게임(사설 서버) 등의 문제로 IP를 빌려주고 로열티를 수취하는 형태로 비즈니스를 진행중이다. 역으로 중국에서 흥행한 뮤 IP 게임을 국내에 퍼블리싱하고 있다. 국내에서 서비스하는 모바일 게임 뮤 오리진(전민기적)과, 웹게임 뮤 이그니션(대천사지검)이 그 예다.

뮤IP를 기반으로 한 모넨텀 확장기에 진입했다. HTML5게임 대천사지검H5가 흥행에 성공했으며 전민기적의 후속작 기적:각성이 출시를 앞두고 있다. 현재 500만 인원을 목표로 사전예약 진행중이며 10/15기준 334만명의 사전예약 인원을 모집했다. 중국 시장 흥행 이후에는 뮤 오리진과 같이 국내 퍼블리싱으로 현재의 뮤 오리진 매출 하락 방어가 가능하다.

웹젠의 IP 활용 전략

PC 게임 IP	중국 진출 (로열티 계약)	국내 퍼블리싱
뮤 온라인 (01년 출시) 아크로드 (05년 출시) 썬 온라인 (06년 출시)	PC 대천사지검 (14년 6월 출시) 대천사지검 H5 (17년 9월 출시) 모바일 전민기적 (14년 12월 출시) 기적:각성 (4Q17 출시) 기적:최강자 (4Q17 출시)	뮤 오리진 (전민기적 국내버전) 뮤 이그니션 (대천사지검 국내버전) 뮤 템페스트 (타렌 네트워크 개발) 아크로드어웨이크 (천마시공 개발)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

뮤 IP 활용 모바일 게임 뮤 오리진



자료: 회사 자료, 신한금융투자

뮤 IP 활용 HTML5 신작 대천사지검 H5 (9/29 중국 출시)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2017년 4월 '전기IP' 설립.
소송 이슈로 저평가된 미르의
전설2 IP 가치 재평가 기대

위메이드(112040), 목표주가 39,000원

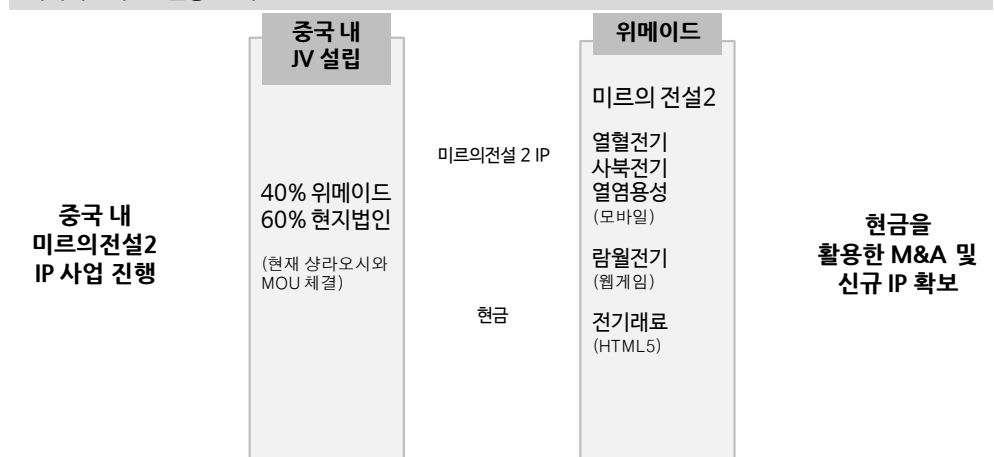
1세대 MMORPG 미르의전설 후속작 '미르의전설2'가 가장 유명하다. 2001년 11월 중국 서비스 개시 1년 만에 동시접속자 60만명을 돌파하는 등 기록적인 흥행을 보였다. IP의 중국 내 영향력이 가장 높은 국내 PC게임 중 하나다. 다만 산다(중국 내 퍼블리싱 담당), 액토즈소프트(052790) 등과의 소송 이슈로 IP의 가치를 제대로 인정받지 못하고 있는 상황이다.

로열티 미지급, 불법 게임에 대한 수권 등 미르의전설2에 관련된 지적재산권을 보호하기 위한 다양한 소송이 진행중이다. 15년간 지루한 소송이 이어졌으나 2017년 4월 미르의전설 관련 사업 부문을 분리해 '전기IP'를 신설하며 새로운 국면에 진입하고 있다.

중국 지방정부인 상라오시, 게임회사인 시광과기 등과 '전기 정품 연맹'을 구축하고 불법 게임 양성화에 나서고 있다. 불법 게임이었던 팀탐게임즈의 열염용성을 양성화하며 누적 매출 100억원이 일시에 반영되기도 했으며 이를 계기로 정식 계약을 맺어 신규 게임(열화뇌정)이 4Q17 출시될 예정이다.

전기IP의 중국 내 비즈니스를 강화하기 위해 조인트벤처 설립을 목표로 하고있다. 현재 10억달러(약 1조 1,300억원)의 밸류에이션에 투자 유치가 진행 중이며 예정대로 연내 투자 유치가 완료 될 시에 위메이드는 약 6,780억원의 현금 창출이 가능하다. 현재 시가 총액 대비 130%수준으로 투자 확정시 기업 가치는 빠르게 증가할 전망이다.

위메이드의 IP 활용 전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

미르의전설2 IP 중국내 계약 현황

플랫폼	게임명	개발사	퍼블리셔	출시일	비고
모바일	열혈전기	산다게임즈	텐센트	2015년 8월	서비스 종료 기존 사설서버 양성화 (누적 매출 100억원 일시 반영)
	사복전기	산다게임즈	산다게임즈	2016년 1월	
	아문적전기	산다게임즈천마시공	산다게임즈	2016년 5월	
	열염용성	소주선봉	소주선봉	2016년 5월	
	왕자전기	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	2017년 5월	
	열화뇌정	소주선봉	팀탐게임즈	4Q17	
웹게임	최전기	시광과기	미정	4Q17	월 매출 50억원 추정
	람월전기	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	2016년 7월	
	양산전기	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	2017년 1월	
HTML5	미정	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	미정	2017년 7월 계약 체결
	전기래료	덕성정락	덕성정락	2017년 7월	
웹드라마		YZ 스타 게임즈(에즈)		2019년	
웹소설		알리문학		미정	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

*절강환유(킹넷)과 소송 진행중으로 현재 관련 게임 매출 미반영

Company Analysis

넷마블게임즈

엔씨소프트

펄어비스

윌젠텐

위메이드

넷마블게임즈 (251270)

매수 (신규)

현재주가 (10월 17일) **169,500 원**
 목표주가 **190,000 원 (신규)**
 상승여력 **12.1%**

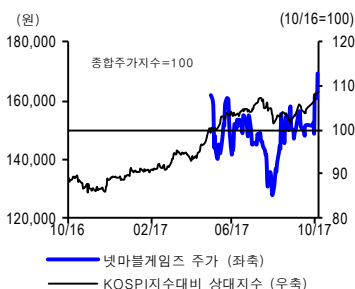
이문종

(02) 3772-1586

mj1224@shinhan.com

KOSPI	2,484.37p
KOSDAQ	670.51p
시가총액	14,410.6 십억원
액면가	100 원
발행주식수	85.0 백만주
유통주식수	23.8 백만주(28.0%)
52 주 최고가/최저가	169,500 원/127,500 원
일평균 거래량 (60 일)	265,338 주
일평균 거래액 (60 일)	39,367 백만원
외국인 지분율	27.04%
주요주주	방준혁 외 8 인 25.40%
	씨제이이엔엠 22.02%
절대수익률	3 개월 16.5%
	6 개월 0.0%
	12 개월 0.0%
KOSPI 대비	3 개월 13.7%
상대수익률	6 개월 0.0%
	12 개월 0.0%

주가차트



레볼루션의 영토 확장 + 신작 MMO

3Q17 매출액, 영업이익 각각(QoQ) 5,890억원(+9.1%), 1,195억원(13.7%) 전망

3Q17 매출액과 영업이익은 각각(QoQ) 5,890억원(+9.1%), 1,195억원(13.7%)으로 전망한다. 3Q17 국내 리니지2레볼루션 매출은 10억원 수준으로 떨어졌으나 동남아, 일본 등 해외 시장 흥행으로 레볼루션 합산 매출은 2,828억원(+41.5% QoQ)으로 예상된다. 영업이익은 컨센서스 1,287억원을 소폭 하회하겠다. 일본 진출에 따라 마케팅비가 증가(2Q17 824억원 → 3Q17F 1,060억원)한 영향이다.

북미/유럽, 중국 등 리니지2레볼루션 영토 확장 + 신작 MMORPG 다수 대기

레볼루션의 북미/유럽(약 40여개국) 사전예약이 성공적으로 진행 중이다. 사전예약 한달 만에 예약자 100만명을 넘어섰으며 이는 일본 지역 사전예약 보다 빠른 페이스다. 중국 쪽 기대감도 유효하다. 판호 이슈로 출시가 지연되고 있으나 출시 후 흥행 가능성은 매우 높다. 2016년 4월 출시한 동 IP 기반 게임(천당2:혈맹)의 경우 최고 매출 순위 4위까지 기록했다.

이외에도 테라M(국내 사전예약 100만 돌파), 블소모바일, 세븐나이츠MMO, 페이트/그랜드 오더(9월 일본 종합 매출 순위 1위) 등 흥행 가능성이 높은 게임들이 다수 출시 예정이다. 특히 PC MMORPG 기반의 모바일 게임들은 높은 인지도를 바탕으로 국내 시장 흥행 가능성이 크다. 다양한 IP를 기반으로 한 안정적인 파이프라인은 밸류에이션 프리미엄 요인이다.

목표주가 190,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가 190,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 12개월 선행 EPS 7,350원에 Target PER 25배(글로벌 상위 게임 업체 평균)를 적용했다. 투자포인트는 1) 리니지2레볼루션의 중국 진출(2Q18부터 총매출 기준 30억원 추정), 2) 테라M, 블소 모바일, 이카루스M 등 다수의 모바일 MMORPG 신작 보유, 3) IPO 자금을 활용한 대규모 M&A 기대 등이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	1,072.9	225.3	228.9	120.5	2,049	282.6	17,786	0.0	(0.7)	0.0	14.8	(24.4)
2016	1,500.0	294.7	275.6	174.0	2,719	32.7	17,946	0.0	(0.1)	0.0	15.3	(8.4)
2017F	2,519.0	621.9	611.5	416.3	5,238	92.6	19,203	30.7	20.5	8.4	29.2	(15.1)
2018F	3,299.6	961.7	954.1	659.8	7,761	48.2	26,964	20.7	13.2	6.0	33.6	(30.4)
2019F	3,705.4	1,016.8	1,006.7	688.6	8,099	4.4	35,063	19.9	12.1	4.6	26.1	(43.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

넷마블게임즈의 3Q17F 실적 예상

(십억원)	3Q17F	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스
매출액	589.0	540.1	9.1	359.0	64.1	599.1
영업이익	119.5	105.1	13.7	64.6	85.0	128.7
순이익	81.0	70.2	15.4	39.9	103.0	92.4
영업이익률 (%)	20.3	19.5		18.0		21.5
순이익률 (%)	13.7	13.0		11.1		15.4

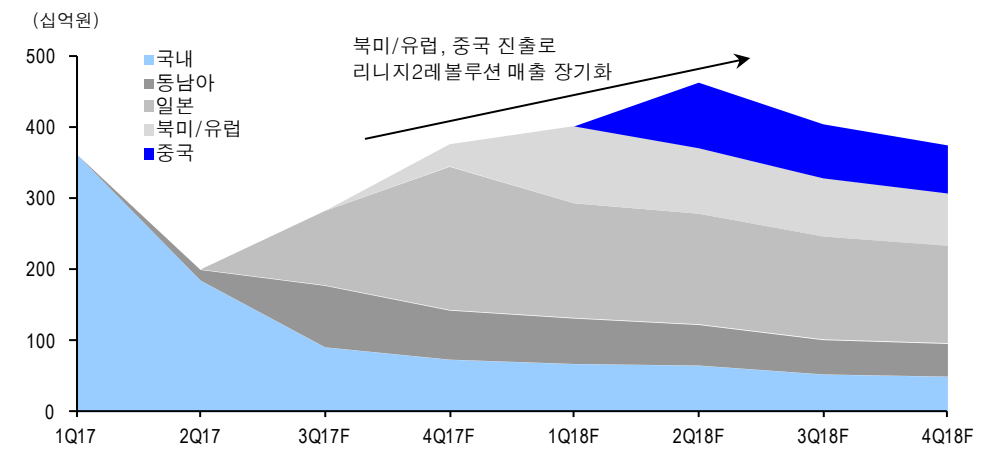
자료: 회사 자료, 신한금융투자

넷마블게임즈의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	416	12개월 Forward 순이익	636	2018년 순이익	660
EPS(원)	4,897	12개월 Forward EPS(원)	7,483	EPS(원)	7,762
PER(x)	25	PER(x)	25	Target PER(x)	25
목표주가(원)	190,000	목표주가(원)	190,000	목표주가(원)	190,000
현재주가(원)	169,500	현재주가(원)	169,500	현재주가(원)	169,500
현재주가 PER(x)	34.6	현재주가 PER(x)	22.7	현재주가 PER(x)	21.8
		upside(%)	12.1		

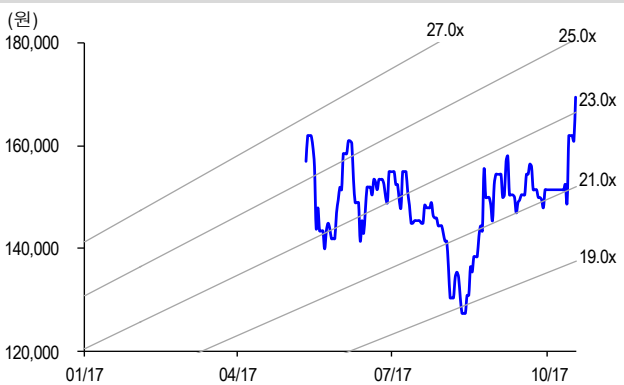
자료: 신한금융투자 추정

리니지2레볼루션의 지역별 판매 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

넷마블게임즈의 12개월 Forward PER Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

넷마블게임즈의 12개월 Forward PBR Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

넷마블게임즈의 분기별 영업실적 추정

	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17F	18F
매출액	687.2	540.1	589.0	702.6	790.3	875.2	825.8	808.3	2,519.0	3,299.6
증감률 (% YoY)	110.7	53.5	64.1	51.8	15.0	62.0	40.2	15.0	67.9	31.0
증감률 (% QoQ)	48.4	(21.4)	9.1	19.3	12.5	10.7	(5.6)	(2.1)		
모바일게임	664.1	516.4	566.8	680.7	768.4	852.5	804.3	786.9	2,428.1	3,212.1
리니지2레볼루션 합산	363.6	199.8	282.8	376.0	401.4	462.8	413.4	383.9	1,222.2	1,661.6
레볼루션 국내	363.6	185.0	91.0	73.6	67.5	65.3	52.8	49.7	713.2	235.3
레볼루션 동남아		14.8	86.5	69.0	63.9	57.0	48.2	46.0	170.3	215.2
레볼루션 일본		41.5	105.3	202.4	162.0	156.4	145.6	138.0	349.2	602.0
레볼루션 북미/유럽				31.0	108.0	92.0	81.9	73.6	31.0	355.5
레볼루션 중국						92.0	84.9	76.7	0.0	253.6
세븐나이트	60.7	48.6	38.2	39.3	79.2	69.0	57.3	46.9	186.8	252.5
모두의마블	35.0	32.4	22.8	21.2	20.1	27.2	19.9	26.9	111.3	94.1
쿠키잼	33.3	32.4	31.8	31.2	29.6	29.3	28.1	28.4	128.7	115.5
리니지2 레볼루션	363.6	199.8	282.8	376.0	401.4	462.8	413.4	383.9	1,222.2	1,661.6
마블올스타배틀	22.5	70.2	75.0	68.2	63.4	68.1	72.7	77.2	236.0	281.4
기타 모바일게임	149.0	133.0	116.3	144.9	174.8	196.1	212.8	223.4	543.2	807.1
기타	23.1	23.7	22.2	21.9	21.9	22.7	21.5	21.4	90.9	87.4
영업비용	487.1	435.0	469.6	505.4	573.1	604.3	586.5	574.1	1,897.1	2,337.9
지급수수료	283.8	223.9	244.5	295.1	339.8	365.0	346.8	339.5	1,047.3	1,391.1
인건비	90.0	86.8	88.4	91.3	102.7	96.3	103.2	101.0	356.5	403.3
상각비	13.6	16.1	16.0	17.1	17.5	17.9	18.3	18.0	62.8	71.7
광고선전비	78.4	82.4	106.0	84.3	94.8	105.0	99.1	97.0	351.1	395.9
기타	21.3	25.8	14.7	17.6	18.2	20.1	19.0	18.6	79.4	75.9
영업이익	200.1	105.1	119.5	197.2	217.2	270.9	239.4	234.2	621.9	961.7
영업이익률(%)	29.1	19.5	20.3	28.1	27.5	31.0	29.0	29.0	24.7	29.1
증감률(% YoY)	236.9	99.8	85.0	67.0	8.6	157.8	100.3	18.8	111.0	54.6
증감률(% QoQ)	69.4	(47.5)	13.7	65.0	10.2	24.7	(11.6)	(2.2)		
세전이익	190.9	108.3	117.1	195.2	219.4	268.2	237.0	229.5	611.5	954.1
법인세비용	44.8	30.1	28.1	46.9	52.7	64.4	56.9	55.1	149.9	229.0
법인세율	23.5	27.8	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.5	24.0
당기순이익	146.1	78.2	89.0	148.4	166.7	203.8	180.1	174.4	461.7	725.1
지배주주 순이익	130.1	70.2	81.0	135.0	151.7	185.5	163.9	158.7	416.3	659.8
지배주주 순이익률(%)	18.9	13.0	13.7	19.2	19.2	21.2	19.8	19.6	16.5	20.0
증감률(% YoY)	216.5	234.3	103.0	87.5	16.6	164.2	102.4	17.6	139.3	58.5
증감률(% QoQ)	80.7	(46.0)	15.4	66.7	12.4	22.2	(11.6)	(3.2)		

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	1,458.4	1,957.4	2,651.1	3,553.9	4,411.3
유동자산	497.5	721.5	1,086.4	1,737.6	2,472.3
현금및현금성자산	215.9	272.7	332.7	750.3	1,363.7
매출채권	124.4	244.2	410.1	537.2	603.3
재고자산	0.3	1.9	3.2	4.1	4.7
비유동자산	960.9	1,235.9	1,564.7	1,816.3	1,939.0
유형자산	25.7	122.9	110.4	101.9	96.0
무형자산	447.6	540.0	511.9	489.0	470.4
투자자산	443.0	543.8	913.2	1,196.2	1,343.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	277.7	647.1	879.1	1,056.8	1,149.2
유동부채	244.5	421.2	635.8	800.2	885.7
단기차입금	29.3	105.3	105.3	105.3	105.3
매입채무	68.5	108.6	182.4	238.9	268.3
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	33.1	225.8	243.2	256.5	263.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	14.4	200.3	200.3	200.3	200.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,180.7	1,310.4	1,772.0	2,497.1	3,262.2
자본금	1.5	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	929.4	1,200.3	1,200.3	1,200.3	1,200.3
기타자본	(11.6)	(369.5)	(369.5)	(369.5)	(369.5)
기타포괄이익누계액	18.8	84.8	84.8	84.8	84.8
이익잉여금	121.2	293.9	710.2	1,370.0	2,058.6
지배주주지분	1,059.2	1,216.4	1,632.6	2,292.4	2,981.0
비지배주주지분	121.5	94.0	139.4	204.7	281.2
*총차입금	45.6	309.3	311.9	313.9	314.9
*순차입금(순현금)	(288.6)	(110.5)	(267.9)	(760.1)	(1,412.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	224.3	197.1	517.0	765.4	789.4
당기순이익	168.6	209.2	461.7	725.1	765.1
유형자산상각비	7.2	8.2	12.5	8.5	5.8
무형자산상각비	15.4	22.4	28.1	22.9	18.6
외화환산손실(이익)	(0.8)	1.8	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.7)	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.9	(3.1)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
운전자본변동	(7.6)	(82.3)	24.5	18.8	9.8
(법인세납부)	(37.6)	(67.5)	(149.9)	(229.0)	(241.6)
기타	77.9	108.2	149.9	228.9	241.5
투자활동으로인한현금흐름	(478.4)	(207.3)	(465.9)	(356.1)	(183.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(18.7)	(89.8)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(5.8)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(417.7)	(40.4)	(365.9)	(279.5)	(143.7)
기타	(36.6)	(70.7)	(100.0)	(76.6)	(39.8)
FCF	236.4	125.1	517.2	767.7	800.0
재무활동으로인한현금흐름	369.5	63.0	2.6	2.0	1.0
차입금의증가(감소)	15.8	73.4	2.6	2.0	1.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.1)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	356.8	(6.5)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	6.4	6.4	6.4
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.2	4.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	116.6	56.7	60.0	417.7	613.3
기초현금	99.3	215.9	272.7	332.7	750.3
기말현금	215.9	272.7	332.7	750.3	1,363.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,072.9	1,500.0	2,519.0	3,299.6	3,705.4
증가율 (%)	196.1	39.8	67.9	31.0	12.3
매출원가	588.4	751.5	1,138.2	1,379.4	1,559.4
매출총이익	484.5	748.5	1,380.7	1,920.2	2,146.0
매출총이익률 (%)	45.2	49.9	54.8	58.2	57.9
판매관리비	259.1	453.9	758.8	958.5	1,129.2
영업이익	225.3	294.7	621.9	961.7	1,016.8
증가율 (%)	153.8	30.8	111.0	54.6	5.7
영업이익률 (%)	21.0	19.6	24.7	29.1	27.4
영업외손익	3.5	(19.1)	(10.4)	(7.6)	(10.2)
금융손익	13.4	0.3	2.0	5.8	12.5
기타영업외손익	(8.0)	(16.0)	(8.9)	(10.0)	(19.2)
종속 및 관계기업관련손익	(1.9)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
세전계속사업이익	228.9	275.6	611.5	954.1	1,006.7
법인세비용	60.2	66.3	149.9	229.0	241.6
계속사업이익	168.6	209.2	461.7	725.1	765.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	168.6	209.2	461.7	725.1	765.1
증가율 (%)	299.9	24.1	120.6	57.1	5.5
순이익률 (%)	15.7	13.9	18.3	22.0	20.6
(지배주주)당기순이익	120.5	174.0	416.3	659.8	688.6
(비지배주주)당기순이익	48.1	35.3	45.4	65.3	76.5
총포괄이익	190.2	275.2	461.7	725.1	765.1
(지배주주)총포괄이익	141.3	238.8	400.5	629.1	663.8
(비지배주주)총포괄이익	48.8	36.4	61.1	96.0	101.3
EBITDA	248.0	325.3	662.5	993.1	1,041.3
증가율 (%)	142.7	31.1	103.7	49.9	4.9
EBITDA 이익률 (%)	23.1	21.7	26.3	30.1	28.1

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	2,867	3,271	5,809	8,529	8,999
EPS (지배순이익, 원)	2,049	2,719	5,238	7,761	8,099
BPS (자본총계, 원)	19,826	19,333	20,843	29,371	38,370
BPS (지배지분, 원)	17,786	17,946	19,203	26,964	35,063
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	27.7	18.9	17.9
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	30.7	20.7	19.9
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	7.7	5.5	4.2
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	8.4	6.0	4.6
EV/EBITDA (배)	(0.7)	(0.1)	20.5	13.2	12.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	23.1	21.7	26.3	30.1	28.1
영업이익률 (%)	21.0	19.6	24.7	29.1	27.4
순이익률 (%)	15.7	13.9	18.3	22.0	20.6
ROA (%)	15.2	12.3	20.0	23.4	19.2
ROE (지배순이익, %)	14.8	15.3	29.2	33.6	26.1
ROIC (%)	45.7	44.2	76.6	126.2	140.3
안정성					
부채비율 (%)	23.5	49.4	49.6	42.3	35.2
순차입금비율 (%)	(24.4)	(8.4)	(15.1)	(30.4)	(43.3)
현금비율 (%)	88.3	64.7	52.3	93.8	154.0
이자보상배율 (배)	178.6	149.2	179.9	276.2	290.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(64.3)	(49.7)	(179.7)	(162.6)	(151.6)
재고자산회수기간 (일)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	37.0	44.8	47.4	52.4	56.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

엔씨소프트 (036570)

매수 (유지)

현재주가 (10월 17일) **448,000 원**
 목표주가 **610,000 원 (유지)**
 상승여력 **36.2%**

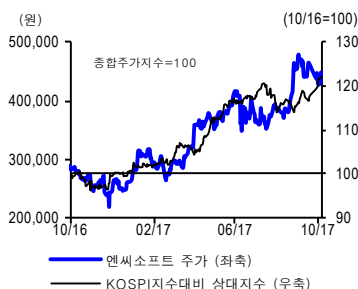
이문종

(02) 3772-1586

mj1224@shinhan.com

KOSPI	2,484.37p
KOSDAQ	670.51p
시가총액	9,828.7 십억원
액면가	500 원
발행주식수	21.9 백만주
유동주식수	18.5 백만주 (84.5%)
52 주 최고가/최저가	478,500 원/218,000 원
일평균 거래량 (60 일)	249,283 주
일평균 거래액 (60 일)	101,853 백만원
외국인 지분율	42.61%
주요주주	국민연금 12.34%
	김택진 외 7 인 12.01%
절대수익률	3 개월 24.8%
	6 개월 24.6%
	12 개월 58.0%
KOSPI 대비	3 개월 21.8%
상대수익률	6 개월 7.6%
	12 개월 29.0%

주가차트



리니지M 국내는 통런, 해외는 기대

3Q17 매출액, 영업이익 각각(QoQ) 7,285억원(+8.0%), 3,632억원(+866.8%) 전망

3Q17 매출액과 영업이익 각각(QoQ) 7,285억원(+8.0%), 3,632억원(+866.8%)으로 전망한다. PC 매출 반등은 제한적이나 6월 출시한 리니지M 매출이 온기 반영된 효과다. 리니지M 일평균 매출액은 3Q17 평균 60억원으로 추정된다. 리니지2레볼루션의 일본 흥행으로 로열티 수익도 전분기 대비 29.4% 증가한 468억원을 기록했을 전망이다. 리니지M TV 광고 축소에 마케팅비도 감소(2Q17 220억원→3Q17 200억원)하겠다.

국내 흥행 장기화 + 기대되는 해외

원작 리니지는 19년간의 콘텐츠를 보유하고 있다. 원작 기반의 풍부한 콘텐츠 업데이트가 지속되며 매출 하락을 방어할 전망이다. 아이템 관련 이벤트도 간헐적으로 발생하며 적절한 과금 유도가 일어난다. 4Q17에는 공성전 등 핵심 콘텐츠 업데이트도 예정된 만큼 국내 매출은 어느정도 안정화 됐다는 판단이다. 4Q17, 2018년 리니지M 일평균 매출액을 각각 35억원, 32억원으로 추정한다.

대만 진출도 기대된다. 10월 10일 사전예약 하루 만에 50만명 이상의 사전예약자를 모집했다. 국내와의 시장 규모 차이는 있으나 리니지 IP 파워는 국내 못지 않은 수준(국내 최고 동시접속자 22만명 vs. 대만 20만명)이다. 먼저 출시된 리니지2레볼루션의 초기 일매출도 10억원 이상으로 추정되는 만큼 리니지M의 흥행 가능성도 높다.

목표주가 610,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 610,000원을 유지한다. 리니지M 매출 하락 우려에도 안정적인 국내 매출이 유지되는 가운데 대만 시장 및 레볼루션 중국 진출에 대한 기대도 유효하다. 투자포인트는 1) 큰 폭의 실적 개선(17F 영업이익 +99%, 18F 영업이익 +34%) 2) 글로벌 Peers 대비 저평가(12개월 선행 PER 13배 vs. Peers 25배), 3) 리니지M의 해외진출, 블소, 아이온 등 흥행 IP 다수 보유 등이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	838.3	237.5	239.5	165.4	7,542	(28.1)	80,693	28.2	13.7	2.6	10.6	(53.2)
2016	983.6	328.8	346.1	272.3	12,416	64.6	85,985	19.9	12.7	2.9	14.9	(44.0)
2017F	1,753.1	654.8	655.1	494.7	22,553	81.6	104,794	19.9	12.5	4.3	23.6	(53.0)
2018F	2,113.0	874.9	877.9	667.2	30,412	34.8	131,506	14.7	8.9	3.4	25.7	(60.9)
2019F	2,102.6	880.5	884.2	672.0	30,631	0.7	158,437	14.6	8.3	2.8	21.1	(64.9)

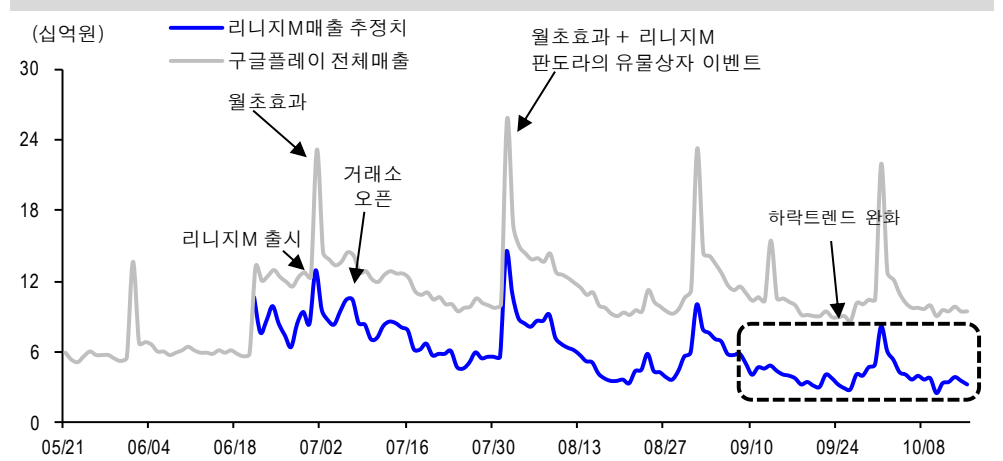
자료: 회사 자료, 신한금융투자

엔씨소프트의 3Q17F 실적 예상

(십억원)	3Q17F	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스
매출액	728.5	258.6	181.7	217.6	234.9	701.8
영업이익	363.2	37.6	866.8	65.1	457.8	329.9
순이익	276.1	30.8	795.5	90.4	205.3	258.8
영업이익률 (%)	49.9	14.5		31.6		47.0
순이익률 (%)	37.9	11.9		17.8		36.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

국내 구글플레이 전체 매출과 리니지M 일매출 추정



자료: Mobile Index, 신한금융투자

엔씨소프트의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	495	12개월 Forward 순이익	748	2018년 순이익	667
EPS(원)	22,559	12개월 Forward EPS(원)	34,100	EPS(원)	30,426
PER(x)	18	PER(x)	18	Target PER(x)	18
목표주가(원)	610,000	목표주가(원)	610,000	목표주가(원)	610,000
현재주가(원)	475,000	현재주가(원)	448,000	현재주가(원)	448,000
현재주가 PER(x)	21.1	현재주가 PER(x)	13.1	현재주가 PER(x)	14.7
		upside(%)	36.2		

자료: 신한금융투자 추정

주: Target PER 18배는 과거 3개년 평균 PER을 15% 할인. 최대 기대작 리니지M 출시에 따라 신작에 대한 기대감은 일부 감소

엔씨소프트의 Historical Valuation & Target PER

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균 (2014-2016)
PER(End)	26.1	55.6	21.1	34.3	17.4	28.2	19.9	21.8
PER(High)	34.4	69.8	46.1	34.5	24.1	33.2	24.7	27.3
PER(Low)	14.9	34.2	19.8	17.3	11.6	22.1	16.3	16.7
PER(Avg)	24.1	52.4	34.7	24.0	17.0	26.7	20.1	21.2
Premium (%)								(15.0)
PER(Target)								18.0

자료: Quantwise, 신한금융투자

엔씨소프트의 분기별 영업실적 추정

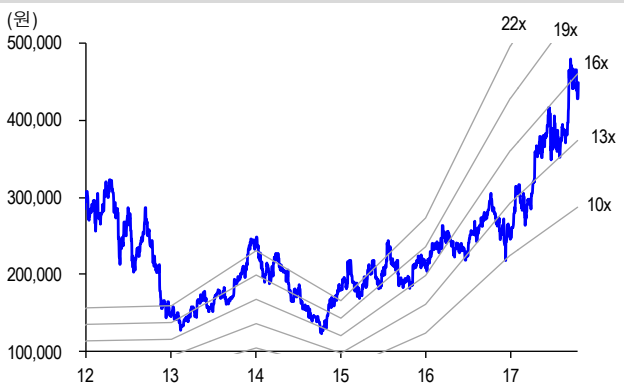
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	15	16	17F	18F
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	728.5	526.4	838.3	983.6	1,753.1	2,113.0
증감률 (% YoY)	28.0	10.6	11.2	20.1	(0.6)	7.5	234.9	85.0		17.3	78.2	20.5
증감률 (% QoQ)	1.6	(0.1)	(9.5)	30.8	(15.9)	8.0	181.7	(27.7)				
게임 매출	211.5	213.5	193.4	243.1	176.0	222.5	681.7	475.2	739.6	861.5	1,555.4	1,853.0
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	35.5	39.9	312.9	375.5	160.6	152.4
리니지2	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	16.7	18.4	63.0	77.1	70.1	66.4
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	11.5	13.6	73.7	71.7	49.2	49.1
B&S	54.0	48.9	40.1	39.4	44.6	39.0	39.7	40.1	113.9	182.3	163.4	158.4
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	16.7	18.1	100.5	76.6	62.6	69.1
와일드스타	1.3	2.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	9.1	5.6	3.6	3.4
기타	9.6	15.5	16.5	15.6	9.7	14.0	14.6	13.7	66.6	57.2	51.9	99.2
모바일 게임				15.4	23.4	93.7	546.3	330.5	0.0	15.4	993.9	1,255.0
모바일 기타				15.4	23.1	14.0	6.3	5.0	0.0	15.4	48.3	24.9
국내 리니지 M						80.0	540.0	315.0	0.0	0.0	935.0	1,171.5
로열티 매출	29.4	27.0	24.2	41.5	63.5	36.1	46.8	51.3	98.7	122.1	197.7	260.0
리니지2레볼루션				12.5	40.5	16.2	26.2	31.5		12.5	114.4	183.5
매출원가	50.5	46.4	41.5	49.2	50.7	45.1	48.3	50.5	155.9	187.6	194.6	194.7
매출원가율 (%)	21.0	19.3	19.1	17.3	21.2	17.4	6.6	12.0	18.6	19.1	11.1	9.2
판매비와관리비	114.5	108.0	111.0	133.7	158.3	176.0	317.0	252.3	398.1	467.2	903.6	1,043.4
판매비율 (%)	47.6	44.9	51.0	47.0	66.1	68.0	43.5	47.9	47.5	47.5	51.5	49.4
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	363.2	223.7	237.5	328.8	654.8	874.9
영업이익률 (%)	31.5	35.8	29.9	35.7	12.7	14.5	49.9	42.5	28.3	33.4	37.4	41.4
증감률 (% YoY)	68.9	28.4	28.7	35.8	(59.8)	(56.4)	457.8	119.9	(14.6)	38.4	99.2	33.6
증감률 (% QoQ)	1.2	13.7	(24.4)	56.2	(70.1)	23.4	866.8	(38.4)				
금융수익	6.1	5.6	5.3	5.4	5.5	5.4	5.4	5.4	20.8	22.4	21.8	21.7
금융비용	0.6	0.8	0.9	0.8	2.8	3.2	1.9	2.1	0.8	3.0	10.0	9.5
지분법투자이익	1.0	3.2	3.4	(0.2)	2.1	(0.8)	1.1	0.5	(2.0)	7.3	2.9	2.3
영업외수익	7.2	4.8	1.9	11.3	2.3	5.7	5.3	6.1	21.2	25.1	19.4	21.3
영업외비용	8.5	1.4	11.5	13.2	13.5	1.1	9.8	9.4	37.2	34.6	33.9	32.9
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	43.5	363.3	224.2	239.5	346.1	655.1	877.9
법인세비용	14.8	7.1	15.5	37.4	6.7	12.7	87.2	53.8	73.2	74.7	160.4	210.7
법인세율 (%)	18.2	7.2	24.4	35.9	27.7	29.2	24.0	24.0	30.5	21.6	24.5	24.0
당기순이익	66.2	90.4	47.9	66.8	17.4	30.8	276.1	170.4	166.4	271.4	494.7	667.2
순이익률 (%)	27.5	37.6	22.0	23.5	7.3	11.9	37.9	32.4	19.8	27.6	28.2	31.6
증감률 (% YoY)	86.1	56.3	56.3	58.1	(73.7)	(65.9)	476.4	155.1	(26.9)	63.1	82.3	34.9
증감률 (% QoQ)	56.8	36.5	(47.0)	39.5	(74.0)	77.2	795.5	(38.3)				

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 연결 기준

주1: 리니지M 대만 매출은 모바일 기타에 포함

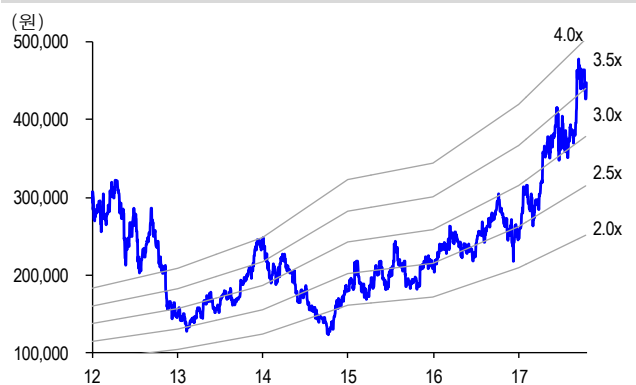
주2: 국내 리니지M 일평균 매출액은 3Q17 60억원, 4Q17 35억원 가정

엔씨소프트의 12개월 Forward PER Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자

엔씨소프트의 12개월 Forward PBR Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	2,219.2	2,360.8	3,171.2	3,822.7	4,260.3
유동자산	1,082.8	1,191.6	1,892.6	2,457.9	2,803.9
현금및현금성자산	248.1	144.8	26.8	209.0	566.1
매출채권	89.0	158.5	282.4	340.4	338.7
재고자산	0.7	0.7	1.2	1.4	1.4
비유동자산	1,136.4	1,169.2	1,278.6	1,364.9	1,456.4
유형자산	233.8	224.7	216.7	208.0	199.7
무형자산	64.2	53.3	48.3	44.3	41.3
투자자산	557.3	629.1	751.6	850.4	953.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	430.3	465.3	862.2	927.7	774.4
유동부채	337.5	284.4	506.8	610.9	607.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	11.2	6.7	11.9	14.3	14.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	92.7	180.9	355.4	316.8	166.5
사채	0.0	149.7	299.7	249.7	99.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,788.9	1,895.5	2,309.0	2,895.1	3,485.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	441.2	431.7	431.7	431.7	431.7
기타자본	(9.7)	(153.1)	(153.1)	(153.1)	(153.1)
기타포괄이익누계액	(3.3)	52.2	52.2	52.2	52.2
이익잉여금	1,330.4	1,543.8	1,957.3	2,543.4	3,134.2
지배주주지분	1,769.5	1,885.6	2,299.1	2,885.2	3,476.0
비지배주주지분	19.4	9.9	9.9	9.9	9.9
*총차입금	1.1	149.7	299.7	249.7	99.7
*순차입금(순현금)	(952.1)	(834.6)	(1,223.3)	(1,762.7)	(2,260.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	241.3	112.0	603.8	728.8	690.7
당기순이익	166.4	271.4	494.7	667.2	672.0
유형자산상각비	28.5	26.5	28.0	26.6	25.3
무형자산상각비	6.5	5.9	5.1	3.9	3.1
외화환산손실(이익)	(9.0)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(3.4)	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	2.0	(7.3)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
운전자본변동	6.2	(154.4)	84.6	39.6	(1.1)
(법인세납부)	(70.9)	(135.8)	(160.4)	(210.7)	(212.2)
기타	115.0	112.2	160.4	210.8	212.2
투자활동으로인한현금흐름	(516.9)	(138.7)	(790.4)	(415.1)	(102.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(17.7)	(16.6)	(20.0)	(18.0)	(17.0)
유형자산의감소	1.5	1.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.8	(1.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(685.8)	(257.6)	(113.6)	(90.0)	(94.0)
기타	184.3	135.5	(656.8)	(307.1)	8.8
FCF	266.4	143.2	567.8	705.7	679.8
재무활동으로인한현금흐름	310.2	(73.8)	68.9	(131.2)	(231.2)
차입금의증가(감소)	0.0	149.5	150.0	(50.0)	(150.0)
자기주식의처분(취득)	403.0	143.6	0.0	0.0	0.0
배당금	(68.6)	(60.1)	(81.1)	(81.2)	(81.2)
기타	(24.2)	(306.8)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	10.7	(2.8)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	45.3	(103.3)	(118.0)	182.2	357.0
기초현금	202.8	248.1	144.8	26.8	209.0
기말현금	248.1	144.8	26.8	209.0	566.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	838.3	983.6	1,753.1	2,113.0	2,102.6
증가율 (%)	(0.1)	17.3	78.2	20.5	(0.5)
매출원가	202.7	187.6	194.6	194.7	195.6
매출총이익	635.6	796.0	1,558.4	1,918.3	1,907.0
매출총이익률 (%)	75.8	80.9	88.9	90.8	90.7
판매관리비	398.1	467.2	903.6	1,043.4	1,026.6
영업이익	237.5	328.8	654.8	874.9	880.5
증가율 (%)	(14.6)	38.4	99.2	33.6	0.6
영업이익률 (%)	28.3	33.4	37.4	41.4	41.9
영업외손익	2.0	17.3	0.2	3.0	3.7
금융손익	20.1	10.7	11.1	20.6	33.8
기타영업외손익	(16.0)	(0.7)	(18.3)	(25.0)	(37.5)
종속 및 관계기업관련손익	(2.0)	7.3	7.4	7.4	7.4
세전계속사업이익	239.5	346.1	655.1	877.9	884.2
법인세비용	73.2	74.7	160.4	210.7	212.2
계속사업이익	166.4	271.4	494.7	667.2	672.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	166.4	271.4	494.7	667.2	672.0
증가율 (%)	(26.9)	63.1	82.3	34.9	0.7
순이익률 (%)	19.8	27.6	28.2	31.6	32.0
(지배주주)당기순이익	165.4	272.3	494.7	667.2	672.0
(비지배주주)당기순이익	1.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	171.0	329.5	494.7	667.2	672.0
(지배주주)총포괄이익	169.2	329.0	494.0	666.2	671.0
(비지배주주)총포괄이익	1.8	0.5	0.7	1.0	1.0
EBITDA	272.4	361.2	687.9	905.5	908.9
증가율 (%)	(13.5)	32.6	90.5	31.6	0.4
EBITDA 이익률 (%)	32.5	36.7	39.2	42.9	43.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	7,586	12,375	22,553	30,412	30,631
EPS (지배순이익, 원)	7,542	12,416	22,553	30,412	30,631
BPS (자본총계, 원)	81,578	86,438	105,247	131,959	158,890
BPS (지배지분, 원)	80,693	85,985	104,794	131,506	158,437
DPS (원)	2,747	3,820	3,820	3,820	3,820
PER (당기순이익, 배)	28.1	20.0	19.9	14.7	14.6
PER (지배순이익, 배)	28.2	19.9	19.9	14.7	14.6
PBR (자본총계, 배)	2.6	2.9	4.3	3.4	2.8
PBR (지배지분, 배)	2.6	2.9	4.3	3.4	2.8
EV/EBITDA (배)	13.7	12.7	12.5	8.9	8.3
배당성향 (%)	36.3	29.8	16.4	12.2	12.1
배당수익률 (%)	1.3	1.5	0.9	0.9	0.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	32.5	36.7	39.2	42.9	43.2
영업이익률 (%)	28.3	33.4	37.4	41.4	41.9
순이익률 (%)	19.8	27.6	28.2	31.6	32.0
ROA (%)	8.5	11.9	17.9	19.1	16.6
ROE (지배순이익, %)	10.6	14.9	23.6	25.7	21.1
ROIC (%)	110.1	192.9	301.3	620.0	819.9
안정성					
부채비율 (%)	24.1	24.5	37.3	32.0	22.2
순차입금비율 (%)	(53.2)	(44.0)	(53.0)	(60.9)	(64.9)
현금비율 (%)	73.5	50.9	5.3	34.2	93.1
이자보상배율 (배)	7,379.3	110.4	73.8	80.6	127.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.1)	(6.9)	(16.4)	(14.0)	(12.7)
재고자산회수기간 (일)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
매출채권회수기간 (일)	38.9	45.9	45.9	53.8	58.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

필어비스 (263750)

매수 (신규)

현재주가 (10월 17일) **129,200 원**
 목표주가 **190,000 원 (신규)**
 상승여력 **47.1%**

이문종

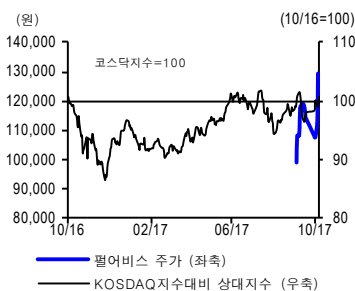
(02) 3772-1586

mj1224@shinhan.com

KOSPI	2,484.37p
KOSDAQ	670.51p
시가총액	1,559.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	12.1 백만주
유통주식수	4.9 백만주(40.8%)
52 주 최고가/최저가	129,200 원/98,900 원
일평균 거래량 (60 일)	313,951 주
일평균 거래액 (60 일)	33,886 백만원
외국인 지분율	1.52%
주요주주	김대일 외 7 인 51.94%

절대수익률	3개월	-
	6개월	-
	12개월	-
KOSDAQ 대비	3개월	-
상대수익률	6개월	-
	12개월	-

주가차트



*1,4 page의 Table(6월 결산)을 제외한 모든 연간 실적은 12월 결산 기준

06월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	92.7	59.6	58.4	50.9	4,954	-	7,651	-	(1.1)	-	64.8	(86.7)
2017F	203.8	126.7	124.2	105.6	9,003	81.7	15,259	14.4	11.0	8.5	80.4	(91.7)
2018F	386.5	249.1	243.8	204.3	16,933	88.1	32,191	7.6	4.8	4.0	71.4	(94.1)
2019F	405.8	257.5	252.3	210.7	17,460	3.1	49,652	7.4	3.8	2.6	42.7	(96.0)
2020F	446.4	285.4	280.0	232.4	19,260	10.3	68,912	6.7	2.6	1.9	32.5	(96.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

PC에서 모바일로, 콘솔로

글로벌 흥행 PC MMORPG '검은사막' 개발 기업, 플랫폼 확장으로 제2의 성장기 기대

2010년 9월에 설립된 기업으로 4년의 기간을 걸쳐 '검은사막'을 개발했다. 14년 12월 국내 OBT(Open Beta Test)를 거쳐 15년 7월 정식 출시됐다. 이후 일본, 러시아, 북미/유럽, 대만(자체 퍼블리싱) 등으로 서비스 지역을 확장하며 성장해왔다. 특히 일본, 북미/유럽, 대만 등의 지역에서는 PC MMORPG 게임 인기 순위 1위를 기록하며 글로벌 흥행성을 증명했다.

2018년 매출액, 영업이익 각각 3,203억원(+119% 이하 YoY), 2,073억원(+122%) 기대

2018년 매출액과 영업이익은 각각 3,203억원(+119%), 2,073억원(+122%)의 고성장이 전망된다. 4Q17 터키/중동/동남아 시장 진출 효과가 온기로 반영되며 세계 최대 시장 중국 진출도 앞두고 있다. 현재는 PC온라인 게임에서만 매출이 발생하나 내년부터는 모바일, 콘솔로의 플랫폼 확장이 진행된다.

북미/유럽, 일본, 대만 등 대부분의 시장에서 흥행에 성공한 만큼 IP 인지도가 확실하다. IP 활용 게임의 높은 흥행력을 감안 시 검은사막의 성공 가능성도 높다. 글로벌 PC온라인 게임 시장 규모는 27%. 콘솔과 모바일 시장 합산 규모는 67%에 달한다. 2018년 검은사막 모바일 매출액은 1,536억원, 콘솔 매출액은 340억원으로 전망한다.

목표주가 190,000원, 인터넷/게임 업종 내 Top Pick으로 커버리지 개시

목표주가 190,000원은 12개월 선행 EPS 11,816원에 Target PER 16배를 적용했다. Target PER 16배는 모바일 One-game 업체와 PC IP 보유 게임 업체 평균 PER이다. 2017년 매출액과 영업이익은 각각(YoY) 1,466억원(+138%), 933억원(+109.1%)을 기록할 전망이다. 검은사막의 해외 진출로만 이뤄낸 성장이다. 2018년 최대 시장 중국 진출과 더불어 모바일, 콘솔 시장으로의 플랫폼 확장을 통한 고성장 감안 시 최근 주가 급등에도 부담은 없다.

풀어비스의 3Q17F 실적 예상

(십억원)	3Q17F	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스
매출액	30.0	33.2	(9.6)	12.7	136.1	31.2
영업이익	18.3	22.3	(18.2)	7.5	142.0	20.0
순이익	14.7	19.6	(25.3)	7.4	99.1	17.6
영업이익률 (%)	60.9			59.4		64.1
순이익률 (%)	48.9			57.9		56.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

풀어비스의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	76	12개월 Forward 순이익	143	2018년 순이익	174
EPS(원)	6,312	12개월 Forward EPS(원)	11,816	EPS(원)	14,400
PER(x)	16	Target PER(x)	16	Target PER(x)	16
목표주가(원)	190,000	목표주가(원)	190,000	목표주가(원)	190,000
현재주가(원)	129,200	현재주가(원)	129,200	현재주가(원)	129,200
현재주가 PER(x)	20.5	현재주가 PER(x)	10.9	현재주가 PER(x)	9.0
		upside(%)	47.1		

자료: 신한금융투자 추정

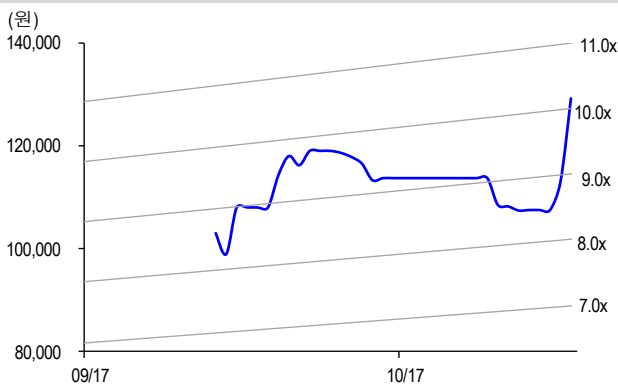
주: Target PER 16배는 모바일 One-game 업체와 PC IP 보유 게임 업체 평균 PER

글로벌 주요 게임업체의 17, 18년 및 12개월 선행 PER

	17F	18F	12M forward
블리자드	28.8	24.2	25.4
EA	27.6	23.4	24.5
넷이즈	17.6	15.0	15.7
엔씨	18.8	15.1	16.0
경호	10.4	11.9	11.5
컴투스	10.3	8.8	9.2
게임빌	17.1	9.8	11.6
평균			16.3

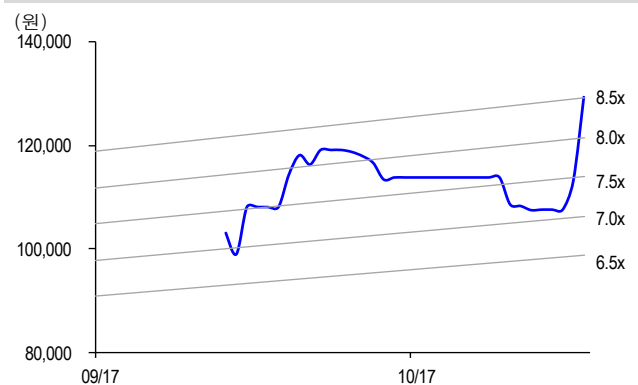
자료: 신한금융투자

풀어비스의 12개월 Forward PER Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자

풀어비스의 12개월 Forward PBR Band



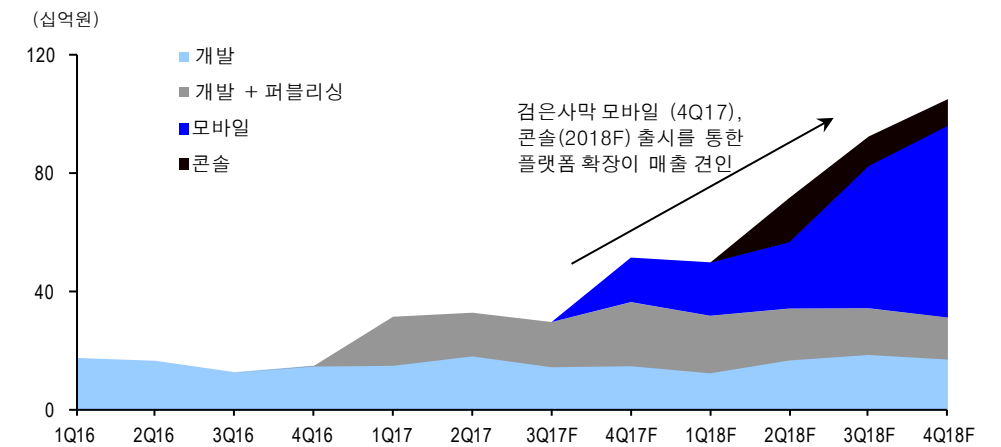
자료: Bloomberg, 신한금융투자

필어비스의 분기별 영업실적 추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17F	18F	19F
매출액	31.8	33.2	30.0	51.7	50.1	72.0	92.8	105.4	146.6	320.3	370.0
증감률 (% YoY)	82.9	101.7	136.1	242.8	57.6	117.2	209.3	103.9	138.0	118.5	15.5
증감률 (% QoQ)	110.8	4.3	(9.5)	72.4	(3.1)	43.8	28.8	13.6			
검은사막 온라인	31.8	33.2	30.0	36.7	32.1	34.5	34.6	31.5	131.6	132.7	115.0
개발	15.1	18.3	14.6	15.0	12.6	16.9	18.8	17.2	63.0	65.5	63.0
개발 + 퍼블리싱	16.7	14.8	15.4	21.7	19.5	17.6	15.8	14.2	68.6	67.2	52.0
검은사막 모바일	0.0	0.0	0.0	15.0	18.0	22.5	48.2	64.9	15.0	153.6	230.2
국내	0.0	0.0	0.0	15.0	18.0	13.5	12.2	10.9	15.0	54.6	47.4
해외	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.0	36.0	54.0	0.0	99.0	182.8
검은사막 콘솔	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	10.0	9.0	0.0	34.0	24.8
판매비 및 관리비	10.9	10.8	11.7	19.9	22.8	22.7	31.1	36.4	53.4	113.0	139.4
인건비	5.2	5.9	6.0	6.0	6.2	6.3	6.3	6.5	23.2	25.3	26.6
지급수수료	3.2	2.3	2.9	8.5	10.4	11.8	19.4	24.5	16.9	66.1	89.1
마케팅비	1.3	1.2	1.5	4.0	4.9	3.3	4.1	4.1	8.0	16.4	18.4
기타	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	5.2	5.3	5.3
영업이익	20.9	22.3	18.3	31.8	27.3	49.3	61.6	69.0	93.3	207.3	230.6
영업이익률 (%)	65.6	67.3	60.9	61.6	54.5	68.5	66.4	65.5	63.6	64.7	62.3
증감률 (% YoY)					30.7	121.1	237.5	116.9	109.1	122.2	11.3
증감률 (% QoQ)		6.9	(18.2)	74.2	(14.3)	80.9	24.9	12.0			
세전이익	18.0	22.9	17.2	31.4	26.9	48.7	60.8	68.1	89.5	204.4	223.7
법인세비용	2.8	3.3	2.6	4.7	4.0	7.3	9.1	10.2	13.4	30.7	39.1
법인세율 (%)	15.4	14.5	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	14.9	15.0	17.5
당기순이익	15.2	19.6	14.7	26.7	22.9	41.4	51.7	57.9	76.2	173.8	184.6
순이익률 (%)	47.8	59.2	48.9	51.6	45.6	57.4	55.7	54.9	51.9	54.2	49.9
증감률 (% YoY)					(4.6)	(2.9)	13.9	6.3	88.0	128.2	6.2
증감률 (% QoQ)		29.0	(25.3)	81.9	(14.3)	80.9	24.9	12.0			

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

검은사막의 플랫폼 별 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

06월 결산 (십억원)	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
자산총계	101.7	233.7	481.6	696.9	938.9
유동자산	93.3	223.0	467.1	682.0	923.2
현금및현금성자산	46.9	121.0	273.6	478.8	699.7
매출채권	22.7	49.9	94.7	99.4	109.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	8.4	10.7	14.5	14.9	15.7
유형자산	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
무형자산	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
투자자산	1.9	4.3	8.1	8.5	9.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	23.1	49.6	93.1	97.7	107.4
유동부채	19.9	42.5	79.7	83.6	91.9
단기차입금	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.2	7.1	13.5	14.1	15.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	78.5	184.1	388.4	599.1	831.5
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	70.4	176.0	380.3	591.0	823.4
지배주주지분	78.5	184.1	388.4	599.1	831.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
*순차입금(순현금)	(68.1)	(168.9)	(365.4)	(575.3)	(805.9)

현금흐름표

06월 결산 (십억원)	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	46.6	103.1	200.3	210.3	231.5
당기순이익	50.9	105.6	204.3	210.7	232.4
유형자산상각비	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전자본변동	(10.6)	(2.5)	(4.1)	(0.4)	(0.9)
(법인세납부)	(6.8)	(18.6)	(39.5)	(41.6)	(47.6)
기타	11.9	18.6	39.6	41.6	47.6
투자활동으로인한현금흐름	(27.5)	(28.9)	(47.6)	(5.0)	(10.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(7.0)	(2.3)	(3.7)	(0.3)	(0.8)
기타	(17.3)	(26.6)	(43.9)	(4.7)	(9.7)
FCF	N/A	101.3	198.2	213.9	234.5
재무활동으로인한현금흐름	(3.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(8.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	15.6	74.1	152.6	205.2	220.9
기초현금	31.3	46.9	121.0	273.6	478.8
기말현금	46.9	121.0	273.6	478.8	699.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

06월 결산 (십억원)	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	92.7	203.8	386.5	405.8	446.4
증가율 (%)	N/A	119.8	89.6	5.0	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	92.7	203.8	386.5	405.8	446.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	33.2	77.1	137.4	148.3	161.0
영업이익	59.6	126.7	249.1	257.5	285.4
증가율 (%)	N/A	112.7	96.6	3.3	10.9
영업이익률 (%)	64.2	62.2	64.5	63.4	63.9
영업외손익	(1.2)	(2.5)	(5.4)	(5.1)	(5.4)
금융손익	(1.0)	(1.0)	(0.5)	0.0	0.6
기타영업외손익	(0.1)	(1.5)	(4.7)	(5.1)	(6.0)
종속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전계속사업이익	58.4	124.2	243.8	252.3	280.0
법인세비용	7.5	18.6	39.5	41.6	47.6
계속사업이익	50.9	105.6	204.3	210.7	232.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.9	105.6	204.3	210.7	232.4
증가율 (%)	N/A	107.6	93.5	3.1	10.3
순이익률 (%)	54.8	51.8	52.9	51.9	52.1
(지배주주)당기순이익	50.9	105.6	204.3	210.7	232.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	50.9	105.6	204.3	210.7	232.4
(지배주주)총포괄이익	50.9	105.6	204.3	210.7	232.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	60.6	126.7	249.1	257.5	285.4
증가율 (%)	N/A	109.0	96.6	3.3	10.9
EBITDA 이익률 (%)	65.4	62.2	64.5	63.4	63.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

06월 결산	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	4,954	9,003	16,933	17,460	19,260
EPS (지배순이익, 원)	4,954	9,003	16,933	17,460	19,260
BPS (자본총계, 원)	7,651	15,259	32,191	49,652	68,912
BPS (지배지분, 원)	7,651	15,259	32,191	49,652	68,912
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	14.4	7.6	7.4	6.7
PER (지배순이익, 배)	0.0	14.4	7.6	7.4	6.7
PBR (자본총계, 배)	0.0	8.5	4.0	2.6	1.9
PBR (지배지분, 배)	0.0	8.5	4.0	2.6	1.9
EV/EBITDA (배)	(1.1)	11.0	4.8	3.8	2.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	65.4	62.2	64.5	63.4	63.9
영업이익률 (%)	64.2	62.2	64.5	63.4	63.9
순이익률 (%)	54.8	51.8	52.9	51.9	52.1
ROA (%)	50.0	62.9	57.1	35.8	28.4
ROE (지배순이익, %)	64.8	80.4	71.4	42.7	32.5
ROIC (%)	N/A	859.0	993.8	799.0	827.4
안정성					
부채비율 (%)	29.5	26.9	24.0	16.3	12.9
순차입금비율 (%)	(86.7)	(91.7)	(94.1)	(96.0)	(96.9)
현금비율 (%)	235.5	284.7	343.4	572.8	761.7
이자보상배율 (배)	395.8	421.0	827.7	855.4	948.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.3	23.8	22.6	17.7	18.1
재고자산회수기간 (일)					
매출채권회수기간 (일)	89.4	65.0	68.3	87.3	85.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

웹젠 (069080)

매수 (신규)

현재주가 (10월 17일) **26,050 원**
 목표주가 **29,000 원 (신규)**
 상승여력 **11.3%**

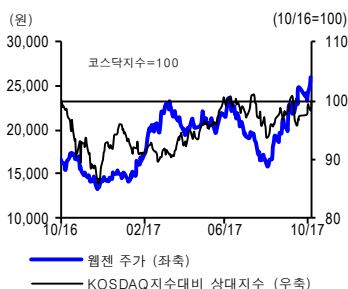
이문종

(02) 3772-1586

mj1224@shinhan.co

KOSPI	2,484.37p
KOSDAQ	670.51p
시가총액	919.8 십억원
액면가	500 원
발행주식수	35.3 백만주
유동주식수	21.8 백만주(61.6%)
52 주 최고가/최저가	26,050 원/13,200 원
일평균 거래량 (60 일)	324,843 주
일평균 거래액 (60 일)	6,969 백만원
외국인 지분율	24.94%
주요주주	김병관 외 2 인 27.19%
FunGame International 외 1 인	20.24%
절대수익률	3개월 36.7%
	6개월 31.6%
	12개월 61.8%
KOSDAQ 대비	3개월 34.6%
상대수익률	6개월 23.5%
	12개월 59.2%

주가차트



제2의 기적이 온다

2001년 국내 최초 3D MMORPG '뮤'를 개발한 기업

국내 최초 3D MMORPG '뮤'를 개발한 기업이다. 기존 2D 온라인 게임 대비 화려한 그래픽으로 국내외 흥행에 성공했다. 이외에도 SUN, 아크로드 등의 PC 게임 IP를 가지고 있다. 2014년 6월 출시된 대천사지검(웹게임), 같은해 12월 출시된 전민기적(모바일) 모두 중국 내 1위를 기록했다. 뮤 IP를 기반으로 한 제2의 확장기를 맞이하고 있다. 최대 기대작 기적:각성(전민기적2)은 올해 3월 이전 판호를 받아놓아 관련 이슈도 없는 상태다.

3Q17 실적보다 4Q17 신작 출시에 주목

3Q17 매출액, 영업이익은 각각(QoQ) 400억원(-8.6%)과 88억원(-21.6%)으로 전망한다. 영업이익의 컨센서스(98억원)를 소폭 하회하겠다. 뮤 IP를 이용한 대표 게임 '전민기적(중국)'의 매출 순위는 전분기 대비 유지됐으나 국내 버전인 '뮤 오리진'의 매출 순위 하락이 지속됐다. 이에 따라 뮤 매출액은 전분기 대비 10.0% 감소한 304억원을 기록할 전망이다.

부진한 3분기보다 신작 출시에 주목하자. 뮤 IP 기반의 HTML5 게임 대천사지검 H5(9월 말 출시)는 웹게임 인기 상위에 올라있으며 iOS 기준으로도 매출 순위 24위에 오르는 등 뮤 IP 파워를 보여줬다. 모바일로서 가장 성공한 전민기적의 후속작 '기적:각성'은 500만 사전 예약 후 출시를 목표로 하고 있으며 현재 350만 이상의 사전예약자를 모집해 4Q17 출시를 앞두고 있다.

목표주가 29,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가 29,000원과 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 1,813원에 게임 업체 평균 PER(글로벌 기업과 One-game 모바일 평균) 16배를 적용했다. 최근 한달간 주가가 14% 상승하며 신작에 대한 기대감을 반영하고 있다. 다만 과거 전민기적과 뮤오리진 출시 전후 밸류에이션은 20배이상 까지도 상승한 점을 고려하면 추가적인 상승 여력도 남아있다는 판단이다. 전민기적, 뮤오리진 출시 당시보다 각국의 시장 규모도 큰폭으로 성장한 만큼 출시 이후에 매출 추정치 상향도 가능해 보인다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	242.2	74.7	65.9	60.5	1,713	624.7	5,660	13.8	8.5	4.2	35.7	(67.4)
2016	220.0	57.2	56.9	45.2	1,280	(25.3)	6,768	11.7	5.4	2.2	20.6	(72.3)
2017F	175.9	48.6	50.7	38.1	1,078	(15.7)	7,847	24.2	12.6	3.3	14.8	(77.3)
2018F	245.0	88.9	90.9	69.5	1,967	82.4	9,814	13.2	6.6	2.7	22.3	(85.1)
2019F	252.7	95.4	97.2	74.3	2,105	7.0	11,918	12.4	5.5	2.2	19.4	(88.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

웹젠의 3Q17F 실적 예상

(십억원)	3Q17F	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스
매출액	40.0	43.7	(8.6)	48.6	(17.8)	39.8
영업이익	8.8	11.2	(21.6)	9.9	(11.6)	9.8
순이익	6.9	10.1	(31.5)	7.9	(12.4)	8.1
영업이익률 (%)	21.9	25.6		20.4		24.6
순이익률 (%)	17.3	23.1		16.2		20.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

웹젠의 목표주가 계산

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	38	12개월 Forward 순이익	64	2018년 순이익	69
EPS(원)	1,078	12개월 Forward EPS(원)	1,813	EPS(원)	1,967
PER(x)	16	PER(x)	16	Target PER(x)	16
목표주가(원)	29,000	목표주가(원)	29,000	목표주가(원)	29,000
현재주가(원)	26,050	현재주가(원)	26,050	현재주가(원)	26,050
현재주가 PER(x)	24.2	현재주가 PER(x)	14.4	현재주가 PER(x)	13.2
		upside(%)	11.3		

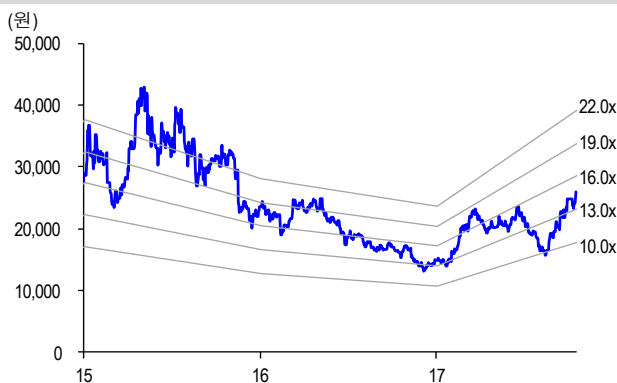
자료: 신한금융투자 추정

글로벌 주요 게임업체의 17, 18년 및 12개월 선행 PER

	17F	18F	12M forward
블리자드	28.8	24.2	25.4
EA	27.6	23.4	24.5
넷이즈	17.6	15.0	15.7
엔씨	18.8	15.1	16.0
경호	10.4	11.9	11.5
컴투스	10.3	8.8	9.2
게임빌	17.1	9.8	11.6
평균			16.3

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

웹젠의 12개월 Forward PER Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

웹젠의 12개월 Forward PBR Band



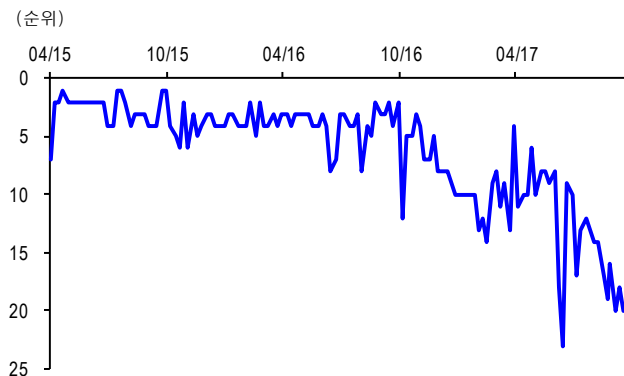
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

웹젠의 분기별 영업실적 추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17F	18F
매출액	43.1	43.7	40.0	49.1	53.8	53.1	69.5	68.7	220.0	175.9	245.0
증감률 (% YoY)	(28.2)	(18.8)	(17.8)	(14.5)	24.9	21.3	73.8	39.8	(9.2)	(20.0)	39.3
증감률 (% QoQ)	(24.9)	1.4	(8.6)	22.8	9.7	(1.4)	31.0	(1.2)			
무	33.9	33.8	30.4	39.9	43.0	43.0	59.6	58.8	178.3	138.0	204.4
R2	2.6	2.1	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	10.9	9.4	9.2
샷온라인	1.9	1.5	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	7.0	6.7	6.6
메틴2	1.3	2.3	1.8	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	5.9	6.8	5.3
webzen.com	1.2	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	6.6	4.3	4.2
기타	2.3	3.0	2.6	2.8	4.5	3.7	3.6	3.5	11.3	10.8	15.4
영업비용	32.2	32.5	31.2	31.3	32.3	31.4	48.3	44.1	162.8	127.3	156.2
지급수수료	17.6	16.6	15.7	15.4	15.2	14.7	26.9	25.7	91.8	65.2	82.5
인건비	9.7	10.3	10.3	10.3	11.7	11.2	11.4	11.4	41.9	40.6	45.6
광고선전비	1.8	2.5	2.0	2.5	2.2	2.3	6.8	3.9	15.9	8.8	15.3
상각비	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	8.7	8.6	8.6
회선비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8	1.7	1.7
기타	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.7	2.3	2.4
영업이익	10.9	11.2	8.8	17.8	21.6	21.6	21.2	24.5	57.2	48.6	88.9
영업이익률(%)	25.3	25.6	21.9	36.2	40.0	40.7	30.5	35.7	26.0	27.6	36.3
증감률 (% YoY)	(36.0)	(23.6)	(11.6)	14.1	97.7	93.0	141.4	38.1	(23.5)	(14.9)	82.7
증감률 (% QoQ)	(30.0)	2.7	(21.6)	102.5	21.3	0.3	(2.0)	15.8			
세전이익	10.9	13.0	9.0	17.8	22.1	22.3	21.6	24.9	56.9	50.7	90.9
법인세비용	3.5	3.0	2.2	4.3	5.3	5.3	5.2	6.0	12.0	12.9	21.8
법인세율 (%)	32.1	22.7	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	21.1	25.4	24.0
당기순이익	7.4	10.1	6.9	13.6	16.9	17.0	16.5	19.1	45.2	38.1	69.5
순이익률(%)	17.3	23.1	17.3	27.8	31.4	32.1	23.7	27.8	20.5	21.6	28.3
증감률 (% YoY)	(40.1)	(11.5)	(12.4)	1.2	126.9	68.8	138.4	39.9	(25.3)	(15.7)	82.4
증감률 (% QoQ)	(44.8)	35.6	(31.5)	97.2	23.9	0.9	(3.2)	15.7			

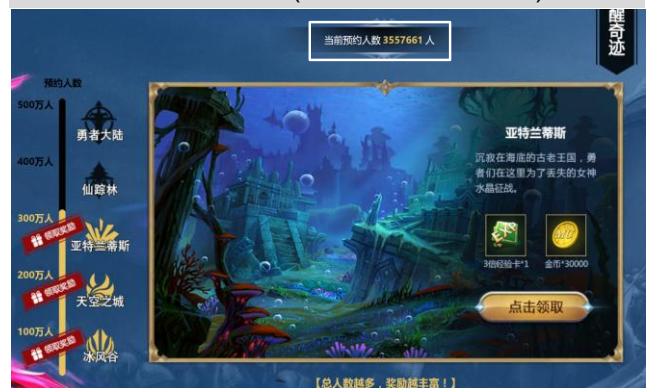
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

뮤 오리진 한국 구글 플레이 매출 순위



자료: Appannie, 신한금융투자

기적: 각성 사전예약 페이지 (사전예약자 350만명 돌파)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	277.7	301.7	327.1	415.6	491.6
유동자산	172.0	207.6	242.0	333.1	412.9
현금및현금성자산	26.6	28.3	98.6	133.5	207.0
매출채권	32.3	27.5	22.0	30.7	31.6
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동자산	105.7	94.1	85.1	82.5	78.7
유형자산	31.2	32.9	29.2	26.1	23.4
무형자산	46.6	42.1	38.6	36.3	34.8
투자자산	7.5	8.8	7.0	9.8	10.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	76.8	62.0	49.6	69.1	71.2
유동부채	67.9	52.9	42.3	58.9	60.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.9	9.1	7.3	10.2	10.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	200.9	239.7	277.5	346.6	420.5
자본금	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2
기타자본	(38.4)	(43.7)	(43.7)	(43.7)	(43.7)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
이익잉여금	70.7	115.5	153.6	223.0	297.3
지배주주지분	199.9	239.0	277.0	346.5	420.9
비지배주주지분	1.0	0.7	0.5	0.1	(0.4)
*총차입금	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
*순차입금(순현금)	(135.3)	(173.4)	(214.6)	(295.0)	(373.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	100.8	47.6	39.8	83.5	79.3
당기순이익	60.2	44.9	37.9	69.1	73.9
유형자산상각비	2.6	3.5	3.6	3.1	2.7
무형자산상각비	4.7	5.2	3.6	2.3	1.5
외화환산손실(이익)	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	21.3	(9.4)	(5.6)	8.7	1.0
(법인세납부)	(6.4)	(14.4)	(12.9)	(21.8)	(23.3)
기타	18.4	17.5	13.0	21.9	23.3
투자활동으로인한현금흐름	(104.2)	(40.7)	30.7	(48.4)	(5.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.1)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(65.1)	46.3	1.8	(2.8)	(0.3)
기타	(36.5)	(82.9)	28.9	(45.6)	(5.2)
FCF	109.4	36.6	39.8	78.8	77.3
재무활동으로인한현금흐름	1.3	(5.4)	0.0	0.0	0.0
차입금의증가(감소)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	5.4	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	(10.8)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.3)	(0.1)	(0.2)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(2.2)	1.7	70.3	35.0	73.6
기초현금	28.8	26.6	28.3	98.6	133.6
기말현금	26.6	28.3	98.6	133.6	207.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	242.2	220.0	175.9	245.0	252.7
증가율 (%)	229.7	(9.2)	(20.0)	39.3	3.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	242.2	220.0	175.9	245.0	252.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	167.5	162.8	127.3	156.2	157.4
영업이익	74.7	57.2	48.6	88.9	95.4
증가율 (%)	425.2	(23.5)	(14.9)	82.7	7.3
영업이익률 (%)	30.8	26.0	27.6	36.3	37.7
영업외손익	(8.9)	(0.3)	2.1	2.0	1.9
금융손익	2.7	4.4	5.5	7.2	9.4
기타영업외손익	(11.6)	(4.7)	(3.4)	(5.2)	(7.5)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	65.9	56.9	50.7	90.9	97.2
법인세비용	5.6	12.0	12.9	21.8	23.3
계속사업이익	60.2	44.9	37.9	69.1	73.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.2	44.9	37.9	69.1	73.9
증가율 (%)	616.0	(25.5)	(15.6)	82.4	7.0
순이익률 (%)	24.9	20.4	21.5	28.2	29.2
(지배주주)당기순이익	60.5	45.2	38.1	69.5	74.3
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.4)
총포괄이익	58.8	44.2	37.9	69.1	73.9
(지배주주)총포괄이익	59.0	44.5	38.1	69.6	74.5
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.6)
EBITDA	82.0	65.9	55.9	94.3	99.5
증가율 (%)	276.1	(19.7)	(15.2)	68.8	5.5
EBITDA 이익률 (%)	33.9	29.9	31.8	38.5	39.4

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	1,706	1,271	1,072	1,956	2,093
EPS (지배순이익, 원)	1,713	1,280	1,078	1,967	2,105
BPS (자본총계, 원)	5,688	6,788	7,860	9,815	11,908
BPS (지배지분, 원)	5,660	6,768	7,847	9,814	11,918
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	13.9	11.8	24.3	13.3	12.4
PER (지배순이익, 배)	13.8	11.7	24.2	13.2	12.4
PBR (자본총계, 배)	4.2	2.2	3.3	2.7	2.2
PBR (지배지분, 배)	4.2	2.2	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA (배)	8.5	5.4	12.6	6.6	5.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	33.9	29.9	31.8	38.5	39.4
영업이익률 (%)	30.8	26.0	27.6	36.3	37.7
순이익률 (%)	24.9	20.4	21.5	28.2	29.2
ROA (%)	27.5	15.5	12.0	18.6	16.3
ROE (지배순이익, %)	35.7	20.6	14.8	22.3	19.4
ROIC (%)	82.6	95.4	66.5	143.1	185.0
안정성					
부채비율 (%)	38.2	25.9	17.9	19.9	16.9
순차입금비율 (%)	(67.4)	(72.3)	(77.3)	(85.1)	(88.9)
현금비율 (%)	39.2	53.6	233.2	226.6	340.6
이자보상배율 (배)	104,943.1	497,249.4	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.6)	(8.6)	(10.5)	(13.7)	(12.0)
재고자산회수기간 (일)	-2146826273	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회수기간 (일)	33.7	49.7	51.4	39.3	45.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

위메이드 (112040)

매수 (재개시)

현재주가 (10월 17일) **31,100 원**

목표주가 **39,000 원 (재개시)**

상승여력 **25.4%**

이문종

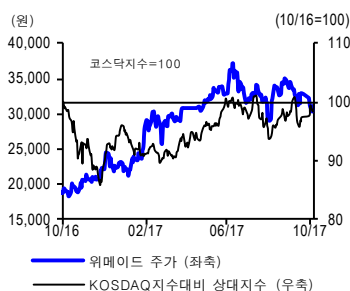
(02) 3772-1586

mj1224@shinhan.com

KOSPI	2,484.37p
KOSDAQ	670.51p
시가총액	522.5십억원
액면가	500 원
발행주식수	16.8백만주
유동주식수	8.7백만주(52.0%)
52 주 최고가/최저가	37,150 원/18,250 원
일평균 거래량 (60 일)	56,851 주
일평균 거래액 (60 일)	1,852 백만원
외국인 지분율	4.95%
주요주주	박관호 외 2 인 47.00%

절대수익률	3개월	-2.8%
	6개월	1.0%
	12개월	63.7%
KOSDAQ 대비 상대수익률	3개월	-4.4%
	6개월	-5.2%
	12개월	61.1%

주가차트



전기IP 관련 투자 유치가 관건

중국 내 IP 영향력이 높은 미르의전설2 보유 기업

미르의전설 후속작 '미르의전설2'가 가장 유명하다. 2001년 11월 중국 서비스 개시 1년 만에 동시접속자 60만명을 돌파하는 등 기록적인 흥행을 보였다. IP의 중국 내 영향력이 가장 높은 국내 PC게임 중 하나다. 다만 산다(중국 내 퍼블리싱 담당), 액토즈소프트(052790) 등과의 소송 이슈로 IP의 가치가 제대로 반영되지 못하고 있는 상황이다.

단기 실적보다 불법 게임 수권 여부 + 전기IP(미르의전설2) 투자에 주목

3Q17 영업이익은 -5억원을 기록하며 전분기 대비 적자폭이 13억원 축소되겠다. HTML5 게임 전기래료(미르2 IP)가 흥행에 성공한 영향이다. 실적보다 중요한 것은 소송이나 불법 게임의 수권, 전기 IP 투자 여부다. 불법 게임 수권시 일시에 매출이 반영된다. 실제로 1Q17 열염용성 양성화시 누적 매출이 100억원 일시로 반영됐으며 이를 계기로 정식 계약도 맺어 신규 게임(열화뇌정)이 4Q17 출시될 예정이다.

중국 지방정부인 상라오시, 게임회사인 시광과기 등과 '전기 정품 연맹'을 구축하고 불법 게임 양성화에 나서고 있어 향후 추가적인 수권도 기대된다. 이를 기반으로 전기IP 사업을 위한 조인트벤처(JV)를 설립할 예정이다. 중국 기업이나 지방정부가 포함된 JV에서 불법 게임 단속과 IP 비즈니스 등을 진행 시 중국 내 비즈니스가 한층 원활해질 전망이다.

목표주가 39,000원, 투자의견 '매수'로 재개시

목표주가 39,000원으로 커버리지를 재개시 한다. 아직 소송 리스크가 완전히 해소된 상황은 아니나 불법 게임의 수권, 전기IP JV설립을 통한 IP사업 활성화 등의 요소가 긍정적이다. 예정대로 10억달러(1.1조원) 밸류에이션으로 투자 유치가 되면 시가총액 대비 130%의 현금 유입이 가능하다. 투자가 확정된 후에는 기업 가치가 빠르게 증가하겠다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	126.6	(11.7)	(150.3)	(107.3)	(6,390)	적전	21,392	(5.8)	(482.4)	1.7	(28.2)	(18.0)
2016	108.0	4.1	(88.6)	(71.0)	(4,224)	적지	17,494	(5.3)	28.2	1.3	(21.7)	(23.6)
2017F	109.3	2.4	14.3	3.6	212	흑전	17,112	146.7	41.0	1.8	1.2	(77.5)
2018F	135.4	25.8	30.0	22.7	1,349	536.4	17,868	23.0	10.3	1.7	7.7	(74.2)
2019F	143.3	26.0	30.2	23.0	1,369	1.4	18,643	22.7	10.9	1.7	7.5	(68.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

위메이드의 3Q17F 실적 예상

(십억원)	3Q17F	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스
매출액	23.7	22.2	6.7	27.8	(14.7)	24.6
영업이익	(0.5)	(2.8)	적지	4.0	적전	0.6
순이익	0.3	(0.2)	흑전	(20.4)	흑전	1.0
영업이익률 (%)	(2.0)			14.3		2.4
순이익률 (%)	1.1			(73.4)		4.1

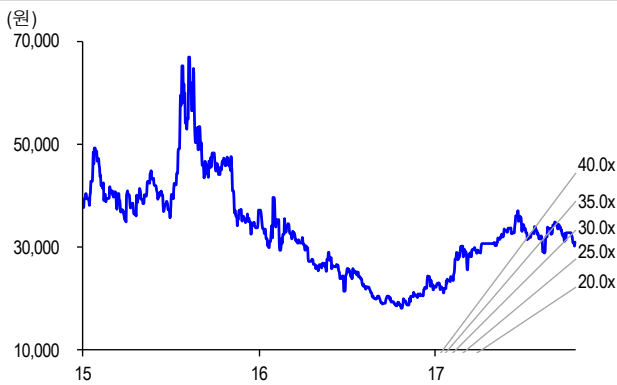
자료: 회사 자료, 신한금융투자

위메이드의 Sum of the Parts Valuation

(십억원)	추정	비고
적정 회사 가치 (A=B+C)	650.6	
전기 IP 외 영업가치 (B=a×c)	85.6	
총 영업 가치 (a=b×d)	178.3	
12M fwd 순이익 (b)	17.8	
전기 IP 제외 매출 비중 (%) (c)	48%	
Target PER (d)	10배	모바일 흥행력이 낮은 업체의 평균 PER
전기 IP 가치 (C)	565.0	
IP가치	1.1조원	
할인율 (%)	50%	소송과 투자의 불확실성 감안
발행주식 수 (D)	16.8백만주	
적정 주가 (A/D)	38,726원	
목표 주가	39,000원	
현재 주가	31,100원	
상승 여력 (%)	25.4%	

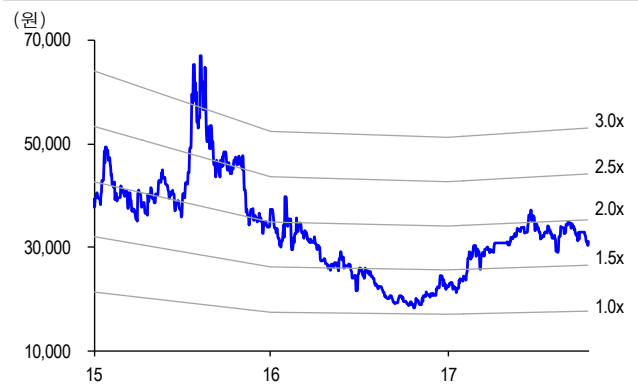
자료: 신한금융투자 추정

위메이드의 12개월 Forward PER Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자

위메이드의 12개월 Forward PBR Band



자료: Bloomberg, 신한금융투자

위메이드의 분기별 영업실적 추정

	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17F	18F
매출액	33.8	22.2	23.7	29.6	32.5	31.4	32.3	39.1	108.0	109.3	135.4
(% QoQ)	51.8	(34.4)	6.7	24.9	10.0	(3.4)	2.7	21.2			
(% YoY)	5.8	(14.4)	(14.7)	32.6	(3.9)	41.7	36.3	32.3	(14.7)	1.2	23.9
PC게임	10.0	8.7	8.8	9.4	8.7	8.6	8.5	9.1	47.7	37.0	34.9
미르2,3	4.7	4.5	4.4	4.9	4.3	4.3	4.3	4.8	21.2	18.5	17.8
기타	5.4	4.3	4.4	4.5	4.4	4.2	4.2	4.3	26.5	18.5	17.2
모바일게임	6.3	7.8	6.7	7.4	11.4	10.7	11.8	15.3	30.5	28.2	49.1
라이선스	17.5	5.6	8.2	12.8	12.4	12.2	12.0	14.7	29.8	44.1	51.3
판관비	31.4	25.0	24.1	26.3	26.3	26.6	27.1	29.5	103.8	106.9	109.6
인건비	12.2	12.5	12.6	12.8	13.0	13.2	13.3	13.5	54.0	50.2	53.0
지급수수료	5.7	7.6	6.7	8.1	8.0	8.0	8.5	10.5	24.4	28.1	35.0
광고선전비	9.1	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	5.8	11.6	4.0
감가상각비	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	8.2	6.2	6.3
기타	2.9	2.4	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	11.5	10.8	11.2
영업이익	2.4	(2.8)	(0.5)	3.3	6.2	4.8	5.1	9.7	4.1	2.4	25.8
영업이익률(%)	7.1	(12.7)	(2.0)	11.1	19.1	15.3	15.9	24.7	3.8	2.2	19.0
(% QoQ)	흑전	적전	적지	흑전	89.1	(22.7)	7.1	87.9			
(% YoY)	397.1	적전	적전	흑전	158.6	흑전	흑전	194.4	흑전	(42.1)	977.6
세전이익	(1.8)	11.5	0.3	4.2	7.2	5.8	6.2	10.8	(88.6)	14.3	30.0
법인세비용	0.7	11.6	0.1	1.0	1.7	1.4	1.5	2.6	(15.6)	13.3	7.2
지배주주순이익	0.3	(0.2)	0.3	3.2	5.4	4.4	4.7	8.2	(71.2)	3.6	22.8
지배주주순이익률(%)	0.9	(1.0)	1.1	10.9	16.7	14.1	14.6	21.0	(65.9)	3.3	16.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

미르의전설2 IP 중국내 계약 현황

플랫폼	게임명	개발사	퍼블리셔	출시일	비고
모바일	열혈전기	산다게임즈	텐센트	2015년 8월	
	사복전기	산다게임즈	산다게임즈	2016년 1월	
	아문적전기	산다게임즈/천마시공	산다게임즈	2016년 5월	서비스 종료
	열염용성	소주선봉	소주선봉	2016년 5월	기존 사설서버 양성화 (누적 매출 100억원 일시 반영)
	왕자전기	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	2017년 5월	
	열화뇌정	소주선봉	팀탐게임즈	4Q17	
	최전기	시강과기	미정	4Q17	
웹게임	람월전기	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	2016년 7월	
	양산전기	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	2017년 1월	
	미정	절강환유(킹넷)	절강환유(킹넷)	미정	
HTML5	전기래료	덕성청락	덕성청락	2017년 7월	월 매출 50억원 추정
웹드라마		YZ 스타 게임즈(에즈)		2019년	2017년 7월 계약 체결
웹소설		알리문학		미정	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

*절강환유(킹넷)과 소송 진행중으로 현재 관련 게임 매출 미반영

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	493.5	403.3	394.8	418.1	434.3
유동자산	125.2	132.5	313.4	320.9	311.0
현금및현금성자산	63.2	62.0	242.2	232.6	217.6
매출채권	31.6	31.6	31.9	39.6	41.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	368.3	270.9	81.4	97.2	123.2
유형자산	56.7	52.8	48.7	45.0	41.8
무형자산	26.1	15.5	14.4	13.5	12.7
투자자산	278.2	195.8	11.5	31.9	62.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	78.7	55.2	55.7	66.1	69.3
유동부채	15.2	20.9	21.1	26.2	27.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	63.5	34.3	34.5	39.9	41.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	13.9	12.0	12.0	12.0	12.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	414.8	348.2	339.1	352.0	365.0
자본금	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	156.3	159.0	159.0	159.0	159.0
기타자본	(11.0)	(8.7)	(8.7)	(8.7)	(8.7)
기타포괄이익누계액	(2.8)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
이익잉여금	208.2	137.5	131.1	143.8	156.8
지배주주지분	359.4	293.9	287.4	300.2	313.2
비지배주주지분	55.4	54.3	51.7	51.8	51.8
*총차입금	13.9	12.0	12.0	12.0	12.0
*순차입금(순현금)	(74.8)	(82.3)	(262.8)	(261.0)	(248.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	(4.6)	9.6	6.7	29.1	27.9
당기순이익	(123.9)	(73.0)	0.9	22.8	23.0
유형자산상각비	5.2	4.6	4.1	3.6	3.2
무형자산상각비	5.2	3.6	1.1	0.9	0.8
외화환산손실(이익)	(0.3)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	11.1	0.2	0.5	0.5	0.5
운전자본변동	(5.9)	2.4	0.0	1.2	0.4
(법인세납부)	(1.8)	(7.7)	(13.3)	(7.2)	(7.2)
기타	105.4	81.8	13.4	7.3	7.2
투자활동으로인한현금흐름	9.8	(17.0)	183.4	(28.7)	(33.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	1.4	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.3)	(9.5)	183.8	(20.9)	(30.6)
기타	10.2	(5.4)	(0.4)	(7.8)	(2.4)
FCF	(12.0)	14.5	5.1	20.0	22.6
재무활동으로인한현금흐름	3.9	4.3	(10.0)	(10.0)	(10.0)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	12.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.3)	0.0	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타	(8.1)	4.3	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.2	1.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9.3	(1.2)	180.1	(9.6)	(15.0)
기초현금	53.9	63.2	62.0	242.2	232.6
기말현금	63.2	62.0	242.2	232.6	217.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	126.6	108.0	109.3	135.4	143.3
증가율 (%)	(22.2)	(14.7)	1.2	23.9	5.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	126.6	108.0	109.3	135.4	143.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	138.2	103.8	106.9	109.6	117.3
영업이익	(11.7)	4.1	2.4	25.8	26.0
증가율 (%)	N/A	N/A	(42.1)	977.6	0.7
영업이익률 (%)	(9.2)	3.8	2.2	19.0	18.1
영업외손익	(138.7)	(92.7)	11.9	4.2	4.2
금융손익	(116.4)	(84.1)	14.7	7.0	7.0
기타영업외손익	(17.2)	(9.0)	(2.3)	(2.2)	(2.2)
종속 및 관계기업관련손익	(5.0)	0.4	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전계속사업이익	(150.3)	(88.6)	14.3	30.0	30.2
법인세비용	(26.4)	(15.6)	13.3	7.2	7.2
계속사업이익	(123.9)	(73.0)	0.9	22.8	23.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(123.9)	(73.0)	0.9	22.8	23.0
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	2,315.7	0.8
순이익률 (%)	(97.9)	(67.6)	0.9	16.8	16.1
(지배주주)당기순이익	(107.3)	(71.0)	3.6	22.7	23.0
(비지배주주)당기순이익	(16.6)	(2.0)	(2.6)	0.1	0.0
총포괄이익	(46.4)	(72.3)	0.9	22.8	23.0
(지배주주)총포괄이익	(30.0)	(70.5)	0.9	22.2	22.4
(비지배주주)총포괄이익	(16.4)	(1.9)	0.0	0.6	0.6
EBITDA	(1.3)	12.3	7.6	30.4	30.0
증가율 (%)	N/A	N/A	(38.3)	300.4	(1.2)
EBITDA 이익률 (%)	(1.0)	11.4	6.9	22.4	20.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

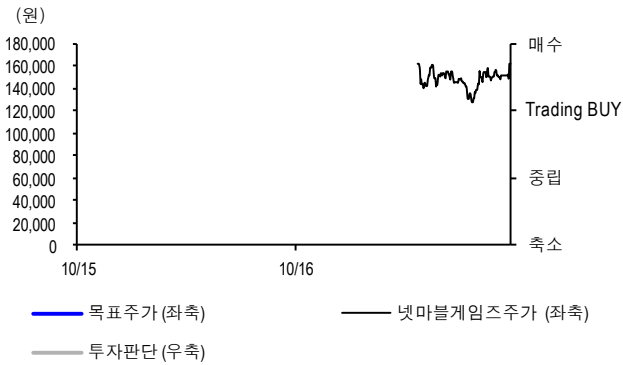
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	(7,376)	(4,345)	56	1,358	1,369
EPS (지배순이익, 원)	(6,390)	(4,224)	212	1,349	1,369
BPS (자본총계, 원)	24,690	20,725	20,187	20,951	21,726
BPS (지배지분, 원)	21,392	17,494	17,112	17,868	18,643
DPS (원)	0	600	600	600	600
PER (당기순이익, 배)	(5.1)	(5.1)	553.2	22.9	22.7
PER (지배순이익, 배)	(5.8)	(5.3)	146.7	23.0	22.7
PBR (자본총계, 배)	1.5	1.1	1.5	1.5	1.4
PBR (지배지분, 배)	1.7	1.3	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA (배)	(482.4)	28.2	41.0	10.3	10.9
배당성향 (%)	0.0	(14.0)	280.2	44.0	43.4
배당수익률 (%)	0.0	2.7	1.9	1.9	1.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(1.0)	11.4	6.9	22.4	20.9
영업이익률 (%)	(9.2)	3.8	2.2	19.0	18.1
순이익률 (%)	(97.9)	(67.6)	0.9	16.8	16.1
ROA (%)	(23.9)	(16.3)	0.2	5.6	5.4
ROE (지배순이익, %)	(28.2)	(21.7)	1.2	7.7	7.5
ROIC (%)	(16.8)	(18.7)	0.4	28.6	26.4
안정성					
부채비율 (%)	19.0	15.8	16.4	18.8	19.0
순차입금비율 (%)	(18.0)	(23.6)	(77.5)	(74.2)	(68.0)
현금비율 (%)	415.9	296.9	1,145.2	887.9	784.8
이자보상배율 (배)	(13.0)	1.9	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	8.2	5.6	6.3	6.9	6.4
재고자산회수기간 (일)					
매출채권회수기간 (일)	79.0	106.7	106.0	96.4	103.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

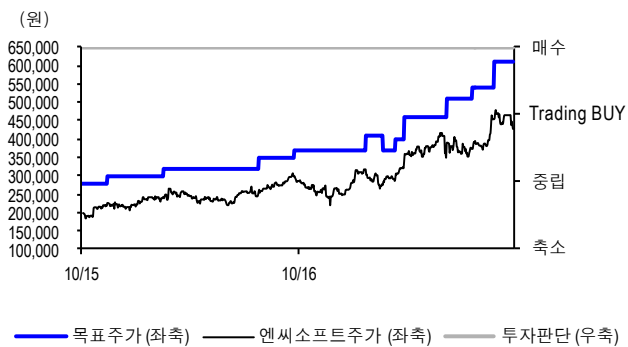
넷마블게임즈 (251270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

엔씨소프트 (036570)

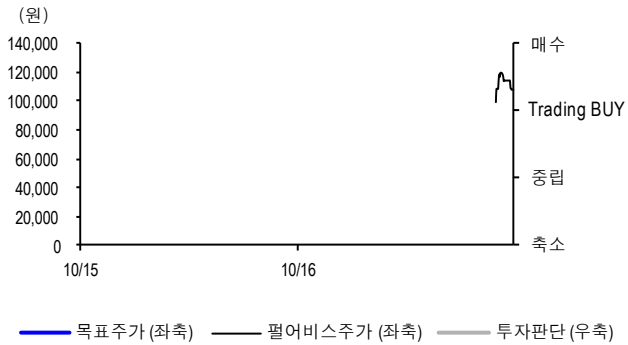


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2015년 09월 21일	매수	280,000	(28.7)	(20.0)
2015년 11월 29일	매수	300,000	(24.8)	(19.2)
2016년 03월 03일	매수	320,000	(24.4)	(15.9)
2016년 08월 11일	매수	350,000	(20.8)	(12.9)
2016년 10월 10일	매수	370,000	(27.2)	(14.6)
2017년 02월 08일	매수	410,000	(30.1)	(25.6)
2017년 03월 09일	매수	370,000	(20.6)	(17.7)
2017년 03월 30일	매수	400,000	(19.4)	(10.4)
2017년 04월 14일	매수	460,000	(18.3)	(9.6)
2017년 06월 25일	매수	510,000	(26.9)	(20.6)
2017년 08월 07일	매수	540,000	(25.9)	(14.1)
2017년 09월 13일	매수	610,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

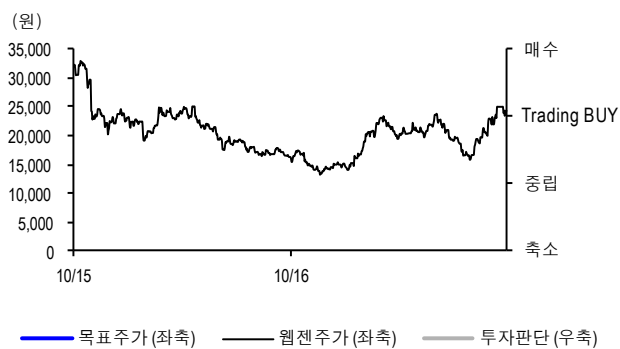
펄어비스 (263750)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

웹젠 (069080)

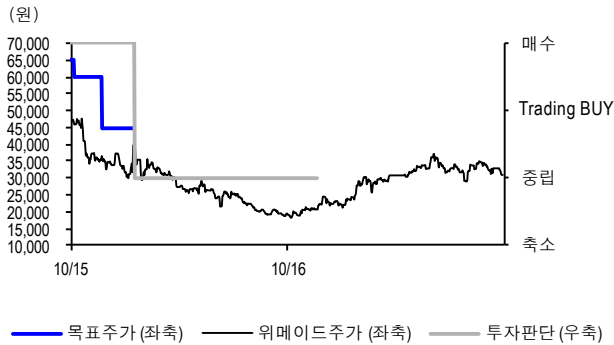


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

위메이드 (112040)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2015년 09월 21일	매수	65,000	(28.9)	(25.5)
2015년 10월 23일	매수	60,000	(34.6)	(20.5)
2015년 12월 09일	매수	45,000	(24.6)	(11.7)
2016년 02월 02일	중립	-	-	-
2016년 12월 06일	커버리지제외	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 이문중)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

투자 등급	비중확대	중립	축소
매수	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	향후 6개월 수익률이 -20% 이하
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	향후 6개월 수익률이 -20% 이하
중립	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	향후 6개월 수익률이 -20% 이하
축소	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	향후 6개월 수익률이 -20% 이하

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 25일 기준)

매수 (매수)	89.95%	Trading BUY (중립)	7.04%	중립 (중립)	3.02%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

