

## 인터넷/게임 (비중확대)

Analyst 정솔이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

### 옥석 가리기

2019년 게임업종 업황은 지연되었던 신작 출시 러시에 따른 경쟁 심화, 중국 게임의 국내 시장 영향력 확대 등으로 순탄치 않으나, 시장의 중장기 성장성은 유효하다고 판단합니다. 게임업종에 대해 투자 의견 비중확대를 제시하며 커버리지를 제시하나, 국내 게임주에 대한 선별적 접근이 필요하다고 판단합니다.

#### 2018년 게임업종 중국발 규제 이슈와 주요 신작 출시 지연으로 부진

- 연초 한중 관계 계선을 통한 중국 시장 재진출 기대감은 중국 게임 산업내 규제 강화로 판로가 차단
- 국내 게임시장은 주요 신작들의 출시가 연말과 2019년으로 미뤄지면서, 실적과 주가 모두 조정되는 모습을 보임
- 2019년 지연되었던 주요 신작 출시 이어질 예정이나 신작, 외산 게임과의 경쟁 심화, 모바일 게임 이용시간 감소, 주 52시간 영향에 따른 추가적인 출시 지연과 인건비 증가 우려 등이 이어질 전망

#### 국내 게임업종과 기업에 대한 중장기 성장성에 대해서는 긍정적인 전망을 유지

- 신작 출시와 외산게임과의 경쟁 심화에도 국내 모바일 게임시장과 MMORPG 게임의 성장 여지는 충분하다고 판단
- 중국외 주요 게임시장(북미/유럽, 일본) 진출 확대 기대감도 유효하다고 판단
- 중장기적으로 5G네트워크와 클라우드 등 기술 발전과 크로스플레이 게임 등장으로 인한 게임산업의 외형성장 기대

#### 최선호주 엔씨소프트(TP:60.0만원), 차선호주 펠어비스(TP:28.9만원), 더블유게임즈(TP:9.8만원) 제시

- 게임업종에 대해 투자 의견 비중확대 제시하나 국내 게임주에 대한 선별적 접근이 필요하다고 판단
- 중국 외 주요 게임 시장 공략을 위한 전략적인 M&A나 투자가 가능한 현금성 자산을 보유, 또는 해외 시장에서도 유효한 IP나 게임 개발력을 보유한 기업들에 주목 필요
- **엔씨소프트**: 19년부터 이어지는 산하 PC IP기반 신작 출시에 따른 실적 계단식 성장세 기대
- **펠어비스**: 검은사막M의 글로벌 확장과 CCP게임즈와 신규 IP기반 신작 가시화 통한 단일 IP 리스크 제거 긍정적
- **더블유게임즈**: 변동성 확대된 국내 게임업황에서 미국 소셜카지노의 안정적 성장 부각 기대

#### 주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

| 기업명    | 투자의견 | 목표주가    | 현재주가    | 상승여력  | 2019E  |      |     |      |        |
|--------|------|---------|---------|-------|--------|------|-----|------|--------|
|        |      |         |         |       | EPS    | PER  | PBR | ROE  | 순차입금   |
| 엔씨소프트  | BUY  | 600,000 | 493,000 | 21.7% | 23,537 | 20.4 | 3.0 | 16.2 | -1,988 |
| 펠어비스   | BUY  | 289,000 | 194,300 | 48.7% | 21,063 | 8.7  | 3.3 | 47.3 | -704   |
| 더블유게임즈 | BUY  | 98,000  | 59,700  | 64.2% | 6,289  | 9.5  | 1.7 | 21.5 | 273    |
| 넷마블    | BUY  | 158,000 | 125,000 | 26.4% | 4,434  | 27.7 | 2.2 | 9.0  | -2,917 |
| 컴투스    | BUY  | 160,000 | 134,200 | 19.2% | 12,314 | 10.7 | 1.6 | 16.8 | -915   |
| 게임빌    | HOLD | 60,000  | 55,300  | 8.5%  | 4,402  | 12.6 | 1.2 | 10.5 | 219.7  |

자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 국내 게임업종 업황 점검

### 2018년 국내 게임업종 중국발 규제 이슈와 주요 신작 출시 연기로 조정

2018년 게임업종  
중국발 규제 이슈  
주요 신작 출시  
지연으로 큰 폭의 조정

2018년 국내 게임업종은 신규게임의 출시 지연과 중국의 규제 이슈와 신작 출시 지연 영향으로 큰 폭의 조정을 받았다. 연초 기대했던 중국과의 관계 개선으로 인한 중국 시장 재진출 기대감은, 중국 정부가 4월부터 중국 게임 산업내 규제를 강화하면서 판로가 차단되었었다.

3월부터 내/외자 판호 부재 외에도 서비스 게임 수 제한, 청소년 게임 이용시간 제한 등 중국 게임 시장 내부 규제들이 매일 추가되고 있는 상황이다. 이에 따라 올해 기대되었던 엔씨소프트의 '리니지M', 넷마블의 '리니지2 레볼루션', 펠어비스 '검은사막' 등 국내 모바일 흥행작들의 중국 진출은 막혔었다. 국내 시장의 경우도 일부를 제외하고는 연초 기대되었던 주요 신작들의 출시가 연말과 2019년으로 미뤄지면서, 실적과 주가 모두 조정되는 모습을 보였다.

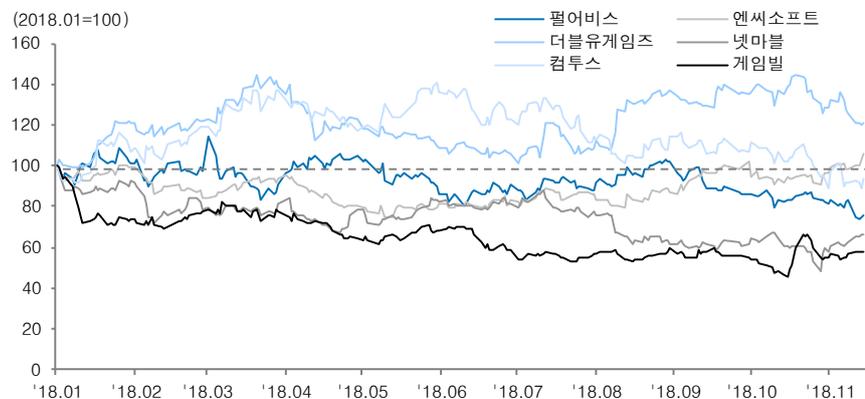
2019년도 순탄치  
않으나, 중장기적인  
성장성은 유효

최근 국내 게임업체 주가는 지연된 신작 출시와 중국 판호 완화 등의 기대감으로 연중대비 소폭의 개선되는 모습을 보이고 있다. 그러나 2019년 업황도 녹록하지 않을 것으로 판단한다. 지연되었던 주요 신작들의 출시가 이어지며 시장내 경쟁 심화와 기존 게임 매출에 부정적인 영향은 불가피하다고 판단된다. 또한 2016년 말 이후 빠르게 증가한 MMORPG 장르 이용자들의 피로감 확대와 모바일 게임 이용시간 감소, 주52시간 영향에 따른 추가적인 출시 지연과 인건비 증가 우려 등이 이어질 전망이다.

전략적인 M&A나  
투자가 가능하거나  
유효한 IP나 개발력을  
보유한 기업들에 주목

그러나 국내 게임업종과 기업에 대한 중장기 성장성에 대해서는 긍정적인 입장을 유지한다. 이는 1) 성장 둔화, 장르 피로도 확대, 외산 게임과의 경쟁 심화에도 국내 모바일 게임시장과 MMORPG 장르 게임의 성장 여지는 충분하다고 판단하며, 2) 중국외의 주요 게임시장(북미/유럽, 일본) 진출 확대 기대감도 유효하며, 3) 중장기적으로 5G네트워크와 클라우드 등 기술 발전과 크로스플레이 게임의 등장으로 인한 게임산업의 외형성장이 기대되기 때문이다. 이러한 상황에서 중국외 주요 게임 시장 공략을 위한 전략적인 M&A나 투자가 가능한 현금성 자산을 보유, 또는 해외 시장에서도 유효한 IP나 게임 개발력을 보유한 기업들에 주목한다.

그림 1. 게임업종 커버리지 연초 이후 주가 추이



자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

## 인터넷/게임 옥석가리기

|   |     | 매출액   | 영업이익 | OPM(%) | EPSG(%) | PER(X) | 투자 포인트                              |
|---|-----|-------|------|--------|---------|--------|-------------------------------------|
| 엔씨소프트<br>(036570.KS)<br>BUY/ TP: 60.0만원   | 17  | 1,759 | 585  | 33.3   | 61.9    | 22.3   | -2019년 이어질 신작출시에 따른 계단식 실적 성장 기대    |
|   | 18F | 1,707 | 575  | 33.7   | -0.7    | 24.0   | -산하 PC IP의 확장 및 선순환 본격화             |
|   | 19F | 2,054 | 655  | 32.4   | 18.0    | 20.4   | -현금성 자산 활용한 적극적인 M&A 추진 기대          |
|   | 20F | 2,458 | 912  | 37.1   | 34.2    | 15.2   |                                     |
| 펄어비스<br>(263750.KQ)<br>BUY/ TP: 28.9만원    | 17  | 117   | 22   | 41.3   | -45.6   | 191.5  | -검은사막M, 1분기 일본 출시에 이어, 2분기 북미/유럽 까지 |
|   | 18F | 420   | 196  | 46.7   | 911.5   | 14.0   | 글로벌 확장 이어질 예정                       |
|   | 19F | 648   | 321  | 49.6   | 61.0    | 8.7    | -검은사막 IP 확장 외에도 CCP게임즈와 신규 IP기반     |
|   | 20F | 732   | 337  | 46.0   | 4.5     | 8.3    | 신작 라인업 통해 단일 IP 관련 우려 제거            |
| 더블유게임즈<br>(192080.KQ)<br>BUY/ TP: 9.8만원   | 17  | 319   | 81   | 25.4   | -28.8   | 25.5   | -ARPPU 확대와 모바일 전환 확대에 2019년에도       |
|   | 18F | 487   | 141  | 29.0   | 130.7   | 12.8   | 안정적인 실적 성장 이어질 전망                   |
|   | 19F | 545   | 176  | 32.4   | 34.5    | 9.5    | -마케팅비용 효율 유지를 통한 영업 레버리지 효과 이어질     |
|   | 20F | 587   | 185  | 31.5   | 7.4     | 8.8    | 것으로 기대                              |
| 넷마블<br>(251270.KS)<br>BUY/ TP: 15.8만원     | 17  | 2,423 | 510  | 21.0   | 43.3    | 48.4   | -블레이드앤소울 레볼루션의 국내 시장 초기 흥행 가능성      |
|   | 18F | 2,101 | 280  | 13.3   | -38.6   | 51.4   | 높다고 판단                              |
|   | 19F | 2,576 | 540  | 20.9   | 85.2    | 27.7   | -적극적인 M&A와 투자를 통해 외형 성장과 신규 시장      |
|   | 20F | 2,665 | 509  | 19.1   | -4.4    | 29.0   | 대응하는 개발력 확보                         |
| 컴투스<br>(078340.KQ)<br>Neutral/ TP: 16.0만원 | 17  | 508   | 195  | 38.3   | -6.2    | 12.3   | -1Q18 글로벌 출시 예정인 스카이랜더스 등 지연되었던     |
|   | 18F | 497   | 159  | 32.1   | -10.3   | 13.3   | 주요 기대 신작들의 글로벌 출시 가시화될 전망           |
|   | 19F | 599   | 198  | 33.0   | 24.1    | 10.7   | -서머너즈워, 연말부터 시작되는 신작 출시 영향은 불가피     |
|   | 20F | 621   | 188  | 30.4   | -4.0    | 11.1   | 하나 업데이트와 이스포츠 통해 안정적인 실적 유지 기대      |
| 게임빌<br>(063080.KQ)<br>Hold/ TP: 6.0만원     | 17  | 106   | -20  | -18.9  | -73.2   | 76.2   | -기존 주력 게임의 PLC 장기화와 신작 출시는 긍정적      |
|   | 18F | 119   | -8   | -6.7   | 163.4   | 17.3   | -신작 흥행 확인 전까지는 조심스러운 접근 필요          |
|   | 19F | 162   | -1   | -0.6   | 38.0    | 12.6   |                                     |
|   | 20F | 205   | 3    | 1.3    | 14.4    | 11.0   |                                     |

주: 연결기준

자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

인터넷/게임 옥석가리기

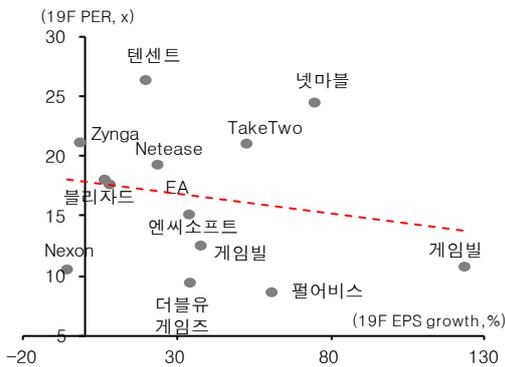
표 2. 글로벌 게임 Peer 벨류에이션 테이블 (USDm, %, USD)

| 항목                  | Mkt Cap<br>(USD bn) | 19F REV<br>(USD mn) | 19F OP<br>(USD mn) | OPM<br>(%) | PER(x) |      | PBR |     | EPS  |      |
|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|------------|--------|------|-----|-----|------|------|
|                     |                     |                     |                    |            | 18F    | 19F  | 18F | 19F | 18F  | 19F  |
| <b>Game</b>         |                     |                     |                    |            |        |      |     |     |      |      |
| 엔씨소프트               | 9,584.8             | 1,838.6             | 710.5              | 38.6%      | 17.6   | 13.8 | 3.2 | 2.7 | 24.7 | 31.6 |
| 펄어비스                | 2,228.6             | 591.3               | 283.8              | 48.0%      | 9.5    | 7.9  | 3.5 | 2.5 | 18.1 | 21.8 |
| 더블유게임즈              | 965.4               | 497.4               | 160.3              | 32.2%      | 8.9    | 7.7  | 1.7 | 1.4 | 6.0  | 7.0  |
| 넷마블                 | 9,444.7             | 2,466.6             | 518.1              | 21.0%      | 24.5   | 22.4 | 2.1 | 1.9 | 4.5  | 4.9  |
| 컴투스                 | 1,530.1             | 561.0               | 186.9              | 33.3%      | 10.0   | 8.8  | 1.7 | 1.4 | 12.0 | 13.7 |
| 게임빌                 | 323.2               | 141.2               | 6.2                | 4.4%       | 10.8   | 8.3  | 1.2 | 1.1 | 4.6  | 6.0  |
| NHN엔터테인먼트           | 962.3               | 1,288.6             | 79.3               | 6.2%       | 10.9   | 9.6  | 0.6 | 0.6 | 4.5  | 5.1  |
| 위메이드                | 378.9               | 120.7               | 7.0                | 5.8%       | 31.0   | 27.2 | 1.4 | 1.4 | 0.7  | 0.8  |
| 네오위즈게임즈             | 258.3               | 193.9               | 22.0               | 11.3%      | 12.6   | 10.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9  | 1.2  |
| 웹젠                  | 533.5               | 218.2               | 69.2               | 31.7%      | 9.5    | 8.3  | 1.5 | 1.2 | 1.6  | 1.8  |
| Tencent Hdq.        | 360,608.4           | 59,104.5            | 16,952.3           | 28.7%      | 26.3   | 20.4 | 5.9 | 4.7 | 1.4  | 1.9  |
| Netease             | 29,647.5            | 12,141.5            | 1,377.4            | 11.3%      | 19.4   | 16.4 | 3.4 | 2.9 | 11.7 | 13.7 |
| Blizzard Activision | 38,190.7            | 7,732.8             | 2,698.3            | 34.9%      | 17.7   | 15.7 | 2.9 | 2.6 | 2.8  | 3.2  |
| Electronic Arts     | 24,977.0            | 5,217.6             | 1,657.0            | 31.8%      | 18.1   | 15.9 | 4.6 | 4.1 | 4.6  | 5.2  |
| TakeTwo             | 12,013.5            | 2,979.4             | 722.6              | 24.3%      | 21.1   | 20.2 | 5.1 | 4.1 | 5.0  | 5.2  |
| Zynga               | 2,999.3             | 1,057.7             | 166.7              | 15.8%      | 21.2   | 16.2 | 1.8 | 1.6 | 0.2  | 0.2  |
| Nexon               | 9,223.1             | 2,487.3             | 1,039.6            | 41.8%      | 10.6   | 10.7 | 1.6 | 1.4 | 1.0  | 1.0  |
| Nintendo            | 40,441.1            | 11,227.1            | 2,407.8            | 21.4%      | 19.1   | 14.8 | 2.7 | 2.5 | 15.0 | 19.3 |
| Gungho              | 2,060.3             | 684.6               | 175.5              | 25.6%      | 14.3   | 16.6 | 2.1 | 1.9 | 0.2  | 0.1  |
| GREE                | 1,018.3             | 702.1               | 84.5               | 12.0%      | 16.2   | 14.9 | 1.0 | 0.9 | 0.3  | 0.3  |
| DeNA                | 2,819.9             | 1,208.1             | 156.1              | 12.9%      | 23.0   | 20.0 | 1.1 | 1.1 | 0.8  | 0.9  |

주: 2018년 11월 26일 기준

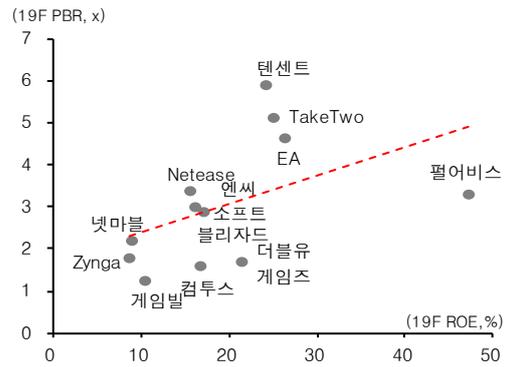
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 글로벌 인터넷 Peer ESGP-PER 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 글로벌 인터넷 Peer ROE-PBR 비교



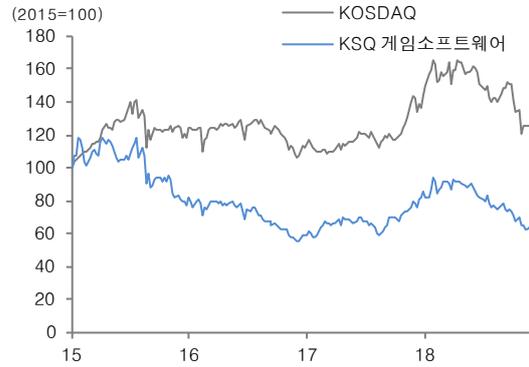
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 게임업종 및 코스피 업종지수 수익률 추이



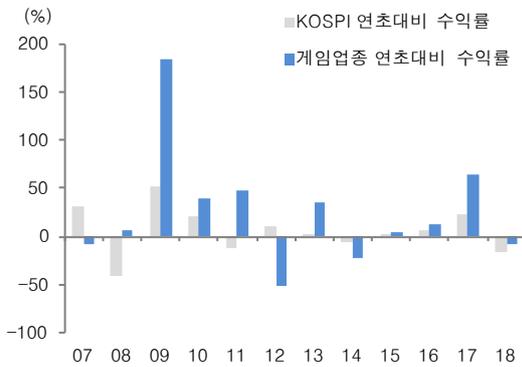
자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 게임업종 및 코스닥 업종지수 수익률 추이



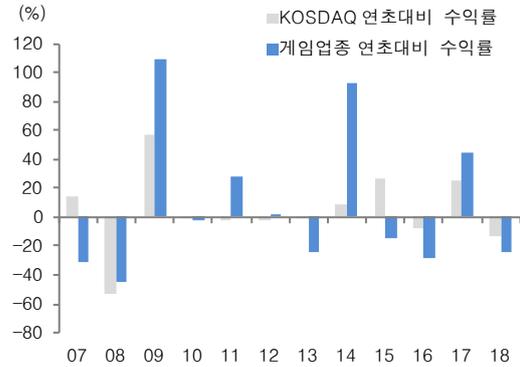
자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 게임업종 및 코스피 업종지수 연간 절대 수익률



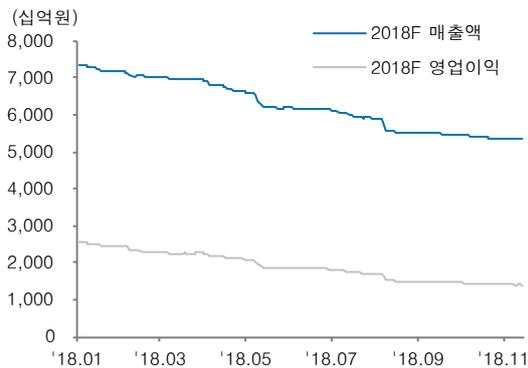
자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. 게임업종 및 코스닥 업종지수 연간 절대 수익률



자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

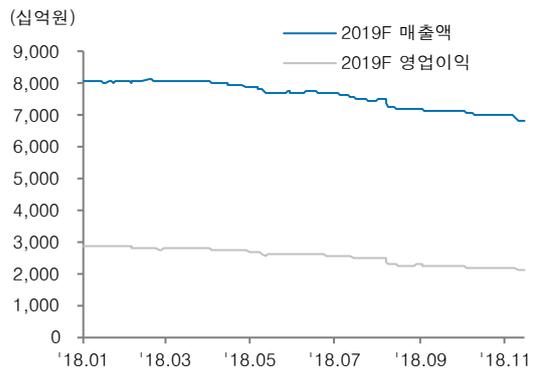
그림 8. 게임 커버리지 합산 18년 매출 및 영업이익



주: 컨센서스 기준 커버리지 6개사 합산

자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 9. 게임 커버리지 합산 19년 매출 및 영업이익



주: 컨센서스 기준 커버리지 6개사 합산

자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

## 중국 게임 시장, 규제 리스크 심화

### 2019년에도 중국 시장관련 보수적인 접근 필요

중국 게임 시장  
판호 등 규제이슈로  
기대되었던  
성과 부재

국내 전체 게임시장 매출의 70% 이상이 해외 수출인 가운데, 해외 수출의 40%를 차지했던 중국 게임시장은 2017년 사드 문제로 인한 국내 게임의 외자판호 제재에 이어, 올 초부터 시작된 내자판호 규제로 20개월째 묶여있는 상황이다. 이에 따라 이후 출시되었던 국내 주요 IP 흥행작들은 연초 기대되었던 중국 시장에서의 성과를 거두지 못한 상황이다. 지난 3월 말 기존 중국내 미디어 검열 및 심의를 담당하던 광전총국이 4개 부서로 개편되며, 게임 검열 및 기타 실무가 정부 중앙선전부로 이관되었다. 이후 게임뿐만 아니라 인터넷, 미디어 전반에 사상 검열 심화되는 추세이다.

중국 규제 이슈는  
더 심화되고 있는 상황

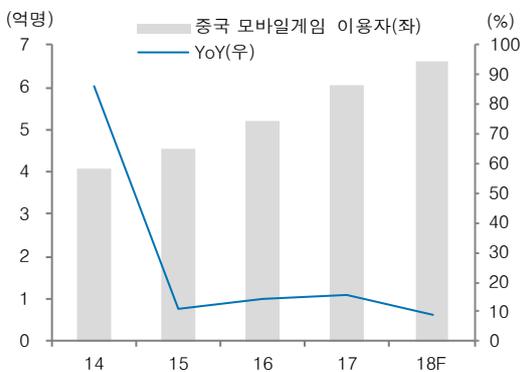
지난 4월 이후 광전총국의 게임 내/외자 판호 발급이 전무한 상황이 이어지고 있다. 중국내 다른 게임 감독기관인 문화관광부도 비슷한 시기에 게임 등록 절차를 엄격화했다. 중국 당국은 지난해 하반기부터 게임의 사행성과 폭력성, 사회주의 가치 훼손을 지속적으로 강조해왔다. 기존 게임의 이용률은 견조하나, 신작 부재 영향으로 중국 모바일 게임의 상반기 총 매출 성장률은 +12.9% YoY로 전년대비 (1H17 +49.8% YoY) 성장폭 낮아졌다.

내년에도 중국 완화  
기대감보다  
중국의 주요시장  
진출에 관심 필요

지난 8월 초 인터넷 콘텐츠 검열 담당 위원회 판공실 주임에 시진핑 주석의 측근이 임명되며 중국내 게임을 포함한 인터넷 미디어 관련 규제 이슈는 심화되었다. 지난 8월 텐센트가 출시했던 '몬스터헌터'의 경우도 판호를 이미 받은 상황에서 출시 3일만에 판매 중지이 이른 것도 무관하지 않다고 판단한다. 지난 8월 전체 서비스 게임 수 제한과 국내 섰다운 제도보다 엄격한 청소년 게임 총량제(심야와 일일 2시간 이상 제한) 발표, 9월 게임 스트리밍 플랫폼 '트위치' 차단 및 할당제와 게임산업 특별세(모든 온라인 게임 전체 매출 35%) 부과 고려 등 규제 이슈는 더 심화되고 있는 상황이다.

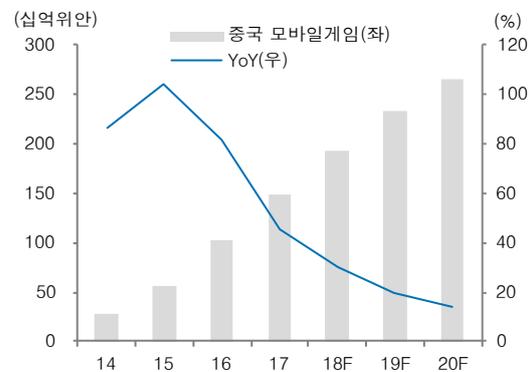
중국 정부 조직 개편이 완료되는 내년 3월 이후 판호 발급 개재에 대한 기대감이 존재하나 상황을 더 지켜봐야 되는 것으로 판단한다. 이미 중국 게임 규제 이슈는 한국과 중국 양국간의 문제가 아닌 산업 자체 규제 문제이기 때문에, 낙관적인 전망을 하기는 힘들다. 올해에 이어 내년에도 중국외 글로벌 주요 시장(북미, 일본)에 진출 예정인 기업에 대한 집중이 필요하다고 판단한다.

그림 10. 중국 모바일 게임 이용자 추이



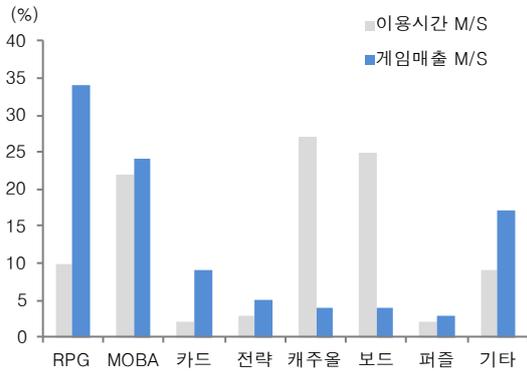
자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

그림 11. 중국 모바일 게임 시장 규모



자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

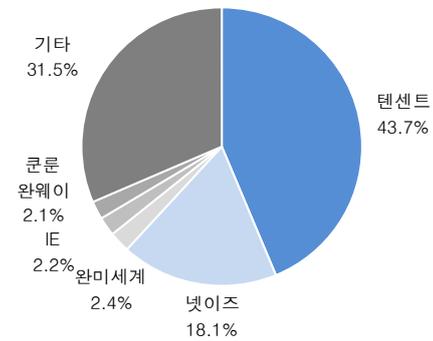
그림 12. 중국 게임 카테고리별 이용시간 및 매출 비율



주: 2017-18년 기준

자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

그림 13. 중국 게임 시장 M/S



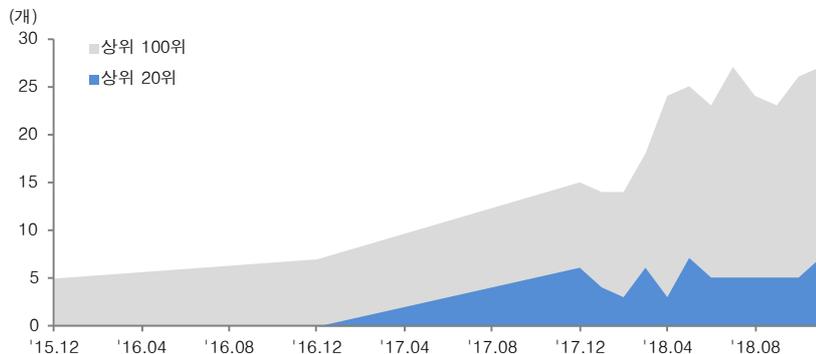
자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

중국 모바일 게임  
국내 시장내  
영향력 확대

중국 게임사의 적극적인 국내 시장 진출로 인한 추가적인 영향 불가피

국내 게임사는 올해 판호 등 규제 확대 영향으로 인한 중국 시장 진출 기대감 제거 외에도 중국 게임사들의 적극적인 국내 시장 진출 확대로 추가적인 영향을 받고 있다. 2019년 3월 판호 재계 기대감에도 중국 게임의 국내 진출은 확대될 것으로 전망한다. 중국내 게임 산업에 대한 규제가 올 초부터 강화되면서 중국 게임 개발사는 빠르게 해외 시장 진출을 확대하고 있다. 국내 시장의 경우 이용자의 비슷한 장르 선호와 중국과 달리 자유롭게 진출할 수 있다는 점 때문에 국내 시장 내 자체 퍼블리싱도 증가하고 있는 상황이다. 중국 2위 게임사인 넷이즈도 4Q18 처음으로 국내 시장에 자체 퍼블리싱 게임을 출시 예정이다. 현재 국내 구글플레이 게임 매출 상위 20위내 중국 게임 수는 7개이며 이 중 자체 퍼블리싱 게임은 4개 (상위 20위 47개)이다.

그림 14. 중국 모바일 게임의 국내 모바일 게임 시장 영향력 확대



주: 구글플레이 게임 매출 순위 기준

자료: AppAnnie, 케이프투자증권 리서치본부

## 중국의 주요 게임 시장(북미/유럽, 일본) 진출 확대 집중

### 글로벌 게임시장 주요 4개 지역 전체 83% 차지

글로벌 게임 시장의 경우 중국, 북미, 유럽, 일본 4개 지역의 시장이 지난해 기준 전체 매출의 83% 수준을 차지하고 있다. 타 지역의 성장으로 비중은 2021년까지 79%대로 감소할 전망이다, 연평균 9%대의 성장률을 유지할 전망이다. 2018년 글로벌 모바일게임 시장 규모는 70.3억불로 예상되며, 처음으로 전체 게임시장의 50%를 넘어설 전망이다.

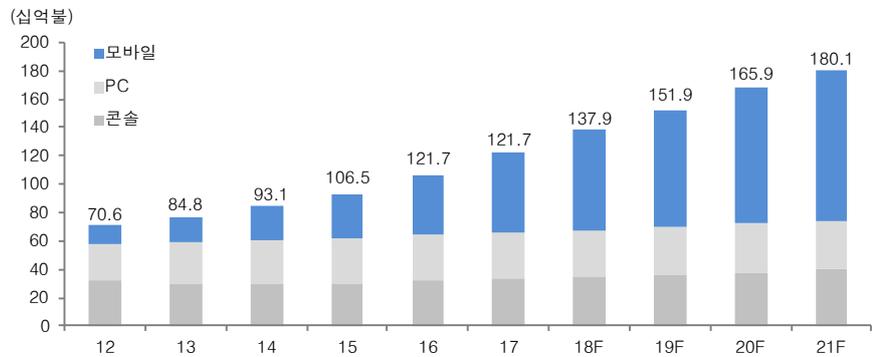
북미/유럽  
모바일 게임의  
빠른 성장세

북미/유럽 시장의 경우 아직 이용률 기준으로 콘솔이 게임 플랫폼내 가장 높은 점유율을 유지하고 있으나, 모바일 게임의 빠른 성장세가 두드러지고 있다. 최근 포트나이트의 흥행으로 퍼즐 등 캐주얼 중심에서 하드-미드코어 게임으로의 이동이 가능성이 높아지고 있다고 판단한다.

일본 모바일게임,  
외산 배틀로얄,  
MMORPG 등  
수용성 증가

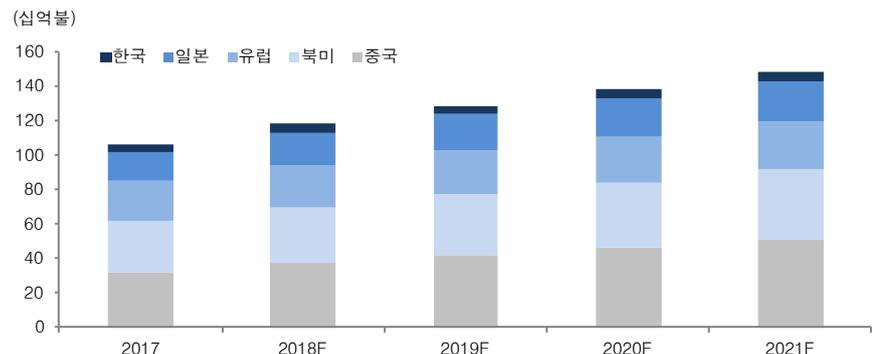
일본 모바일 게임 시장은 올해 국내 시장의 약 3배인 약 1.39조엔 규모로 추정된다. 스마트폰 이용률 확대와 모바일 시장 자체가 커지면서 기존의 콘솔게임 중심의 이용자층만 뿐만 아니라 신규 이용자 층이 유입되면서 해외 게임과 기타 장르 수용성이 높아지고 있다. 일본의 스마트폰 보급률이 56.6%로 여전히 낮은 수준임을 볼 때 스마트폰 보급률의 증가와 함께 모바일 게임시장은 성장 가능성이 높다고 판단된다. 최근 배틀로얄 장르의 흥행이나, 게임빌의 '탈리온' 등의 약진은 일본 시장내 기존 인기 장르의 흥행 가능성과 국내 MMORPG게임에 대한 수요를 확인시켜주었다고 판단한다.

그림 15. 글로벌 게임산업 플랫폼별 추이



자료: Newzoo, 케이프투자증권 리서치본부

그림 16. 글로벌 주요 게임 시장 매출: 2017-21 CAGR 9.0%



자료: Newzoo, 케이프투자증권 리서치본부

인터넷/게임 옥석가리기

표 3. 부분 유료화 게임 (모바일 + PC) 최고 월 매출 순위

| 게임명         | 개발사    | 최고 월 매출 (백만불) | 기록 시기   | 서비스 플랫폼   |
|-------------|--------|---------------|---------|-----------|
| 포트나이트: 배틀로얄 | 에픽게임즈  | 318.3         | 2018.05 | 모바일/PC/콘솔 |
| 리니지M        | 엔씨소프트  | 223.6         | 2017.07 | 모바일       |
| 던전앤파이터      | 넥슨     | 222.7         | 2018.03 | PC        |
| 리그오브레전드     | 라이엇게임즈 | 207.6         | 2016.11 | PC        |
| 포켓몬고        | 니나틱스   | 203.5         | 2016.08 | 모바일       |
| 클래시로얄       | 슈퍼셀    | 196.7         | 2016.03 | 모바일       |
| 왕자영요        | 텐센트    | 185.2         | 2018.04 | 모바일       |
| 리니지2:레볼루션   | 넷마블    | 156.7         | 2017.01 | 모바일       |
| 클래시오브클랜     | 슈퍼셀    | 156.7         | 2016.02 | 모바일       |
| 몽환서유        | 넷이즈    | 156.6         | 2017.01 | 모바일       |

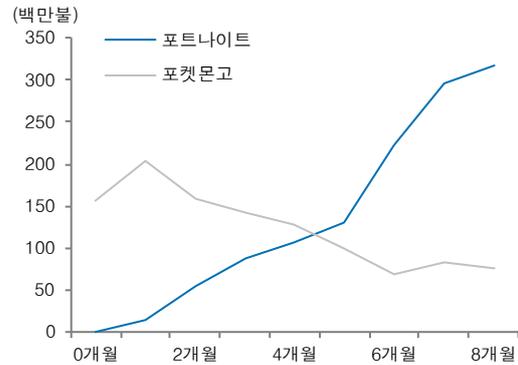
자료: 슈퍼데이터, 케이프투자증권 리서치본부

그림 17. 포트나이트 플랫폼별 플레이화면



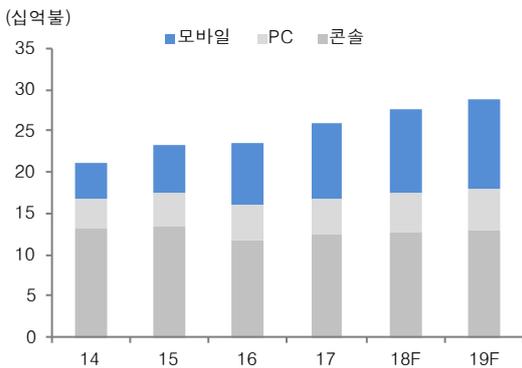
자료: 에픽게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 18. 포트나이트 발매 이후 8개월 월 매출 추이



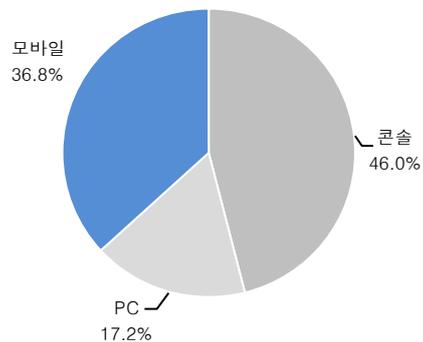
자료: 슈퍼데이터, 케이프투자증권 리서치본부

그림 19. 북미 플랫폼별 게임 시장 추이



자료: 콘텐츠진흥원, 케이프투자증권 리서치본부

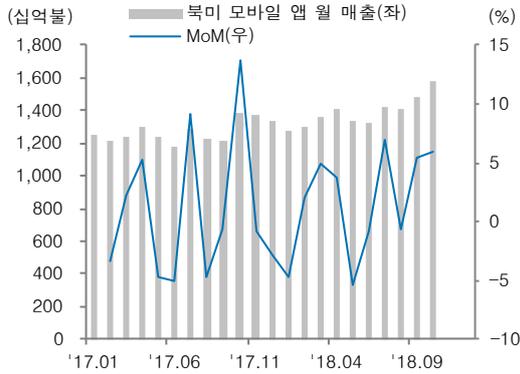
그림 20. 북미 게임시장 플랫폼별 비중



자료: 콘텐츠진흥원, 케이프투자증권 리서치본부

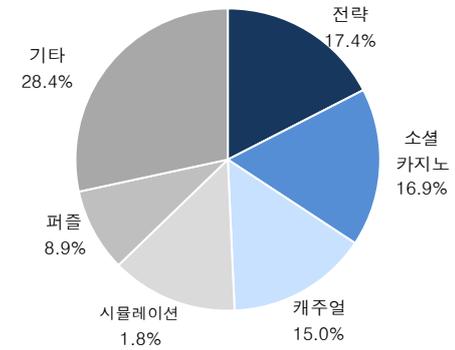
인터넷/게임 옥석가리기

그림 21. 북미 모바일 앱 월 매출 추이



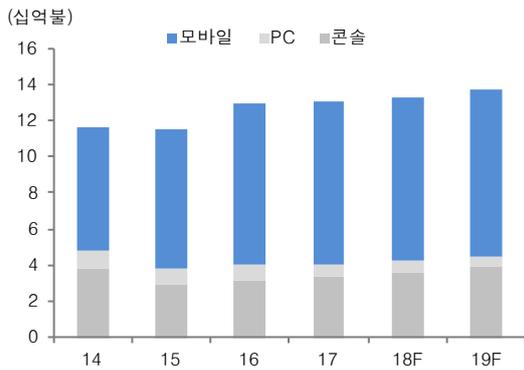
주: 구글플레이, 앱스토어 합산  
 자료: MobileIndex, 케이프투자증권 리서치본부

그림 22. 북미 모바일 게임 장르별 매출 비중



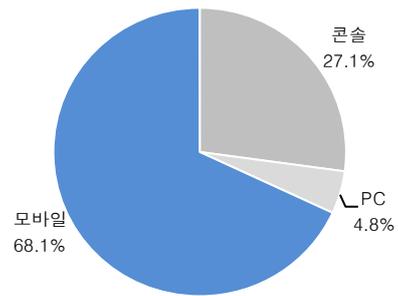
자료: MobileIndex, 케이프투자증권 리서치본부

그림 23. 일본 플랫폼별 게임 시장 추이



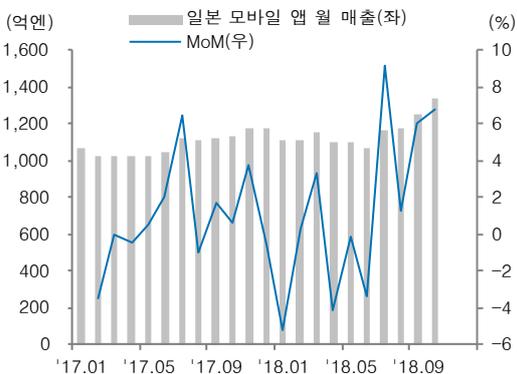
자료: 콘텐츠진흥원, 케이프투자증권 리서치본부

그림 24. 일본 게임시장 플랫폼별 비중



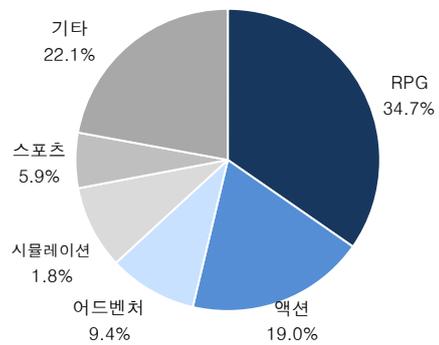
자료: 콘텐츠진흥원, 케이프투자증권 리서치본부

그림 25. 일본 모바일 앱 월 매출 추이



주: 구글플레이, 앱스토어 합산  
 자료: MobileIndex, 케이프투자증권 리서치본부

그림 26. 일본 모바일 게임 장르별 매출 비중



자료: MobileIndex, 케이프투자증권 리서치본부

## E-스포츠 시장: 본격적인 성장구간 진입

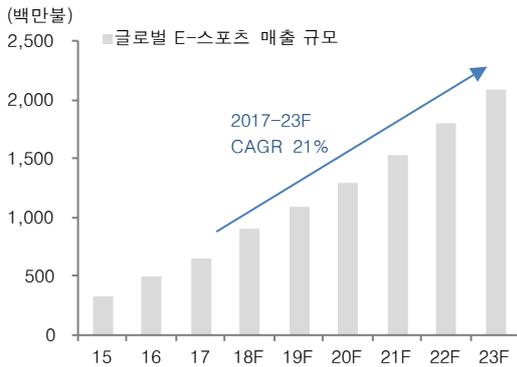
### 글로벌 E-스포츠 시장 2023년까지 연평균 21% 성장 전망

게임개발사의  
신성장동력으로  
성장한  
E-스포츠

2018년 글로벌 E-스포츠시장 규모는 9,06억불로 전년비 38.2% 성장, 2023년까지 연평균 21% 성장할 것으로 전망된다. 게임 스트리밍 플랫폼의 성장으로 접근성이 높아지면서 E-스포츠 시청자 수도 가파르게 성장하고 있다. 2022년 아시안게임 정식 종목 포함 외에도 이미 시청자수 기준으로는 기존 주요 스포츠리그 이벤트들도 넘어선 상황이다. E-스포츠시장이 본격적인 성장구간에 진입하면서, 게임 개발사에게 E-스포츠는 이제 단순히 게임의 PLC 연장 등을 위한 마케팅 툴이 아닌 별도의 수익원화 되는 움직임을 보이고 있다. 이에 따라 IP와 유통 플랫폼의 중요성이 부각되는 모습이다.

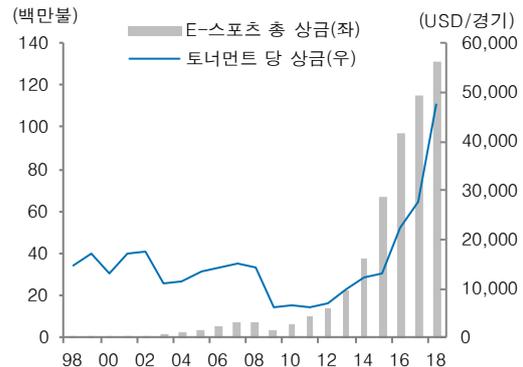
기존 흥행 PC 독자적인 E-스포츠 사업을 보유하며 이를 통한 부가 가치 유발 효과가 큰 해외 게임 개발사와 달리 국내의 경우 상금이나 시청자 규모 면에서 크게 부각되는 게임 IP를 보유한 개발사는 없는 상황이다. 그러나 게임산업의 축이 모바일을 중심으로 이동하면서 모바일 E-스포츠 시장도 빠르게 확대되고 있다. 서머너즈워의 월드 아레나 챔피언십 등의 이벤트들은 타 플랫폼 대비 상대적으로 PLC가 짧은 모바일 게임에 안정적인 실적 흐름에 기여하고 있다.

그림 27. 글로벌 E-스포츠 시장 전망



자료: 슈퍼데이터, 케이프투자증권 리서치본부

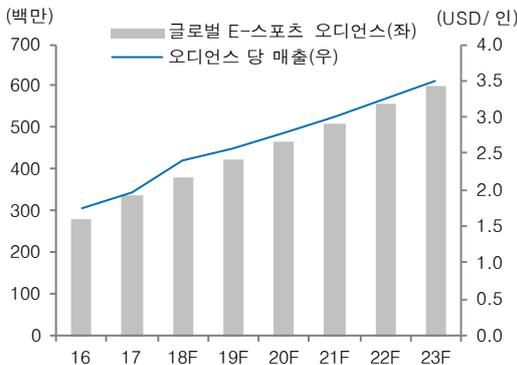
그림 28. E-스포츠 전체 상금 매년 가파르게 증가



주: 2018년은 YTD 기준

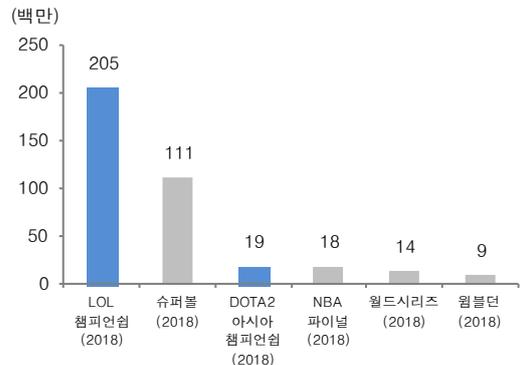
자료: E-Sports Earnings, 케이프투자증권 리서치본부

그림 29. 글로벌 E-스포츠 오디언스 규모



자료: 슈퍼데이터, 케이프투자증권 리서치본부

그림 30. 주요 스포츠리그 이벤트 시청자 비교



주: 최대 시청자수 기준

자료: ESC, 각 스포츠리그, 케이프투자증권 리서치본부

인터넷/게임 옥석가리기

**표 4. 국내 PC방 게임 점유율 순위**

| 게임명            | 퍼블리셔     |
|----------------|----------|
| 1 리그 오브 레전드    | 라이엇게임즈   |
| 2 배틀그라운드       | 카카오 게임즈  |
| 3 오버워치         | 블리자드 코리아 |
| 4 피파온라인4       | EA       |
| 5 서든어택         | 넥슨       |
| 6 스타크래프트       | 블리자드 코리아 |
| 7 던전앤파이터       | 넥슨       |
| 8 메이플 스토리      | NEXON    |
| 9 데스티니 가디언즈    | 블리자드 코리아 |
| 10 월드 오브 워크래프트 | 블리자드 코리아 |

주: 2018년 11월 20일 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 5. 국내 구글플레이 게임앱 매출 순위**

| 게임명           | 퍼블리셔        |
|---------------|-------------|
| 1 리니지M        | 엔씨소프트       |
| 2 검은사막 모바일    | 펄어비스        |
| 3 리니지II: 레볼루션 | 넷마블         |
| 4 에픽세븐        | 스마일게이트      |
| 5 듀오리진2       | 웹젠          |
| 6 모두의 마블      | 넷마블         |
| 7 왕이 되어라      | Chuang Cool |
| 8 세븐나이츠       | 넷마블         |
| 9 피파온라인4 M    | 넥슨          |
| 10 페이트/그랜드오더  | 넷마블         |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 6. 국내 iOS 게임앱 매출 순위**

| 게임명           | 퍼블리셔        |
|---------------|-------------|
| 1 검은사막 모바일    | 펄어비스        |
| 2 리니지II: 레볼루션 | 넷마블         |
| 3 리니지M        | 엔씨소프트       |
| 4 왕이 되어라      | Chuang Cool |
| 5 모두의 마블      | 넷마블         |
| 6 에픽세븐        | 스마일게이트      |
| 7 피파온라인4 M    | 넥슨          |
| 8 세븐나이츠       | 넷마블         |
| 9 삼국지M        | EFUN        |
| 10 버닝:메지컬소드   | Eyou        |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 7. 중국 iOS 게임앱 매출 순위**

| 게임명          | 퍼블리셔  |
|--------------|-------|
| 1 왕자영요       | 텐센트   |
| 2 몽환서유       | 넷이즈   |
| 3 마스터탱커4     | 텐센트   |
| 4 랑그릿사 모바일   | 쯔롱게임  |
| 5 만왕지왕 3D    | 텐신트게임 |
| 6 QQ스피드      | 텐센트   |
| 7 음양사        | 넷이즈   |
| 8 세인트세이아 텐센트 | 텐센트   |
| 9 대화서유       | 넷이즈   |
| 10 난세의 왕     | 텐센트   |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 8. 글로벌 구글플레이 게임앱 매출 순위**

| 게임명           | 퍼블리셔      |
|---------------|-----------|
| 1 몬스터스트라이크    | Mixi      |
| 2 리니지M        | 엔씨소프트     |
| 3 페이트/그랜드오더   | 소니        |
| 4 포켓몬GO       | 니나틱       |
| 5 드래곤볼Z: 도칸베틀 | 반다이남코     |
| 6 캔디크러쉬 사가    | 액티비전 블리자드 |
| 7 검은사막 모바일    | 펄어비스      |
| 8 리니지II: 레볼루션 | 넷마블       |
| 9 클래쉬로얄       | 슈퍼셀       |
| 10 로드 모바일     | IGG       |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 9. 글로벌 iOS 게임앱 매출 순위**

| 게임명            | 퍼블리셔      |
|----------------|-----------|
| 1 왕자영요         | 텐센트       |
| 2 몽환서유         | 넷이즈       |
| 3 포트나이트        | 에픽게임즈     |
| 4 캔디크러쉬 사가     | 액티비전 블리자드 |
| 5 마스터탱커4       | 텐센트       |
| 6 페이트/그랜드오더    | 소니        |
| 7 몬스터스트라이크     | Mixi      |
| 8 랑그릿사 모바일     | 쯔롱게임      |
| 9 포켓몬GO        | 니나틱       |
| 10 드래곤볼Z: 도칸베틀 | 반다이남코     |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 10. 미국 구글플레이 게임앱 매출 순위**

| 계이명 | 퍼블리셔             |           |
|-----|------------------|-----------|
| 1   | 포켓몬GO            | 니나틱       |
| 2   | 캔디크러쉬 사가         | 액티비전 블리자드 |
| 3   | 드래곤볼Z: 도칸배틀      | 반다이남코     |
| 4   | 슬롯마니아            | 자이언트게임    |
| 5   | 툰블라스트            | 픽 게임즈     |
| 6   | 클래쉬오브클랜          | 슈퍼셀       |
| 7   | 캔디크러쉬 소다 사가      | 액티비전 블리자드 |
| 8   | 파이널판타지XV: 새로운 제국 | MZ        |
| 9   | 슬롯: 하우스오브팬       | 자이언트게임    |
| 10  | 꿈의 집             | 플레이릭스     |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 11. 미국 iOS 게임앱 매출 순위**

| 계이명 | 퍼블리셔        |           |
|-----|-------------|-----------|
| 1   | 포트나이트       | 에픽게임즈     |
| 2   | 캔디크러쉬 사가    | 액티비전 블리자드 |
| 3   | 포켓몬GO       | 니나틱       |
| 4   | 툰블라스트       | 픽 게임즈     |
| 5   | 클래쉬오브클랜     | 슈퍼셀       |
| 6   | 로블록스        | 로블록스      |
| 7   | 캔디크러쉬 소다 사가 | 액티비전 블리자드 |
| 8   | 슬롯마니아       | 자이언트게임    |
| 9   | 드래곤볼Z: 도칸배틀 | 반다이남코     |
| 10  | 클래쉬로얄       | 슈퍼셀       |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 12. 일본 구글플레이 게임앱 매출 순위**

| 계이명 | 퍼블리셔               |       |
|-----|--------------------|-------|
| 1   | 몬스터스트라이크           | Mixi  |
| 2   | 페이트/그랜드오더          | 소니    |
| 3   | 드래곤볼Z: 도칸배틀        | 반다이남코 |
| 4   | 아이돌마스터: 스타라이트 스테이지 | 반다이남코 |
| 5   | 디즈니 썬무썬무           | 라인    |
| 6   | 퍼즐&드래곤             | 경호온라인 |
| 7   | 포켓몬GO              | 니나틱   |
| 8   | 나이브스 아웃            | 넷이즈   |
| 9   | 벽람항로               | 요스타   |
| 10  | 실황 파워풀 프로야구        | 코나미   |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 13. 일본 iOS 게임앱 매출 순위**

| 계이명 | 퍼블리셔               |         |
|-----|--------------------|---------|
| 1   | 몬스터스트라이크           | Mixi    |
| 2   | 페이트/그랜드오더          | 소니      |
| 3   | 나이브스 아웃            | 넷이즈     |
| 4   | 드래곤볼Z: 도칸배틀        | 반다이남코   |
| 5   | 아이돌마스터: 스타라이트 스테이지 | 반다이남코   |
| 6   | 퍼즐&드래곤             | 경호온라인   |
| 7   | 포켓몬GO              | 니나틱     |
| 8   | 디즈니 썬무썬무           | 라인      |
| 9   | 실황 파워풀 프로야구        | 코나미     |
| 10  | 전국염무 키즈나           | 사이버에이전트 |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 14. 대만 구글플레이 게임앱 매출 순위**

| 계이명 | 퍼블리셔             |        |
|-----|------------------|--------|
| 1   | 리니지M             | 엔씨소프트  |
| 2   | 검은사막 모바일         | 펄어비스   |
| 3   | 에노키안의 전설         | 매드 헤드  |
| 4   | 프린세스 커넥트 Re:Dive | 소니     |
| 5   | 0857온라인          | 갤럭시온라인 |
| 6   | 페이트/그랜드오더        | 소니     |
| 7   | 포켓몬GO            | 니나틱    |
| 8   | 리니지II: 레블루션      | 넷마블    |
| 9   | 왕자영요             | 텐센트    |
| 10  | 박삼국2             | FL모바일  |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

**표 15. 대만 iOS 게임앱 매출 순위**

| 계이명 | 퍼블리셔          |        |
|-----|---------------|--------|
| 1   | 검은사막 모바일      | 펄어비스   |
| 2   | 리니지M          | 엔씨소프트  |
| 3   | 에노키안의 전설      | 매드 헤드  |
| 4   | 메이플스토리M       | 넥슨     |
| 5   | 왕자영요          | 텐센트    |
| 6   | 라그나로크M:영원한 사랑 | XD네트워크 |
| 7   | 박삼국2          | FL모바일  |
| 8   | 포켓몬GO         | 니나틱    |
| 9   | 리니지II: 레블루션   | 넷마블    |
| 10  | 성성온라인         | Wanin  |

주: 2018년 9월 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

## 엔씨소프트 (036570KS | Buy 신규 | TP 600,000원 신규)

### 엔씨소프트 IP의 선순환 본격화

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 60만원을 제시하며 게임업종 최선호주로 커버리지를 개시합니다. 2019년 이어지는 신작 출시를 통해 과거 PC시절과 같은 계단식 실적 성장이 재현될 것으로 전망합니다. 실적 성장세 전환 외에도 산하 IP의 확장 및 선순환 기대될 전망입니다.

#### 투자포인트: 신작 출시 러시에 따른 계단식 실적 성장 기대

- 2019년 리니지Ⅱ M, 블레이드앤소울기반 모바일 신작 3종, 아이온 2 등 대형 모바일 신작 출시 예정.
- PC 시절 기존 게임의 안정적인 실적 위에 연이은 신작 출시를 통한 계단식 실적 성장이 재현될 것으로 기대.

#### 실적전망: 2019년 매출 +20% YoY, 영업이익 +26% YoY로 성장세 전환

- 트래픽 자연 감소와 이용자의 모바일 이탈로 인해 기존 PC 게임 매출 하향 안정화가 유지될 전망.
- 2Q19부터 기존 PC IP기반 모바일 게임들의 출시가 이어지며, 모바일 게임 매출 큰 폭의 성장 전망.

#### 투자 의견 Buy(신규), 목표주가 60만원(신규)로 제시, 게임업종 최선호주로 커버리지 개시

- 엔씨소프트에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 60만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12MF EPS 21,541원에 PER 27.5 배 (과거 3년 PER 상단)를 적용함.
- 1) 2019년 상반기부터 이어지는 기존 PC IP의 모바일 게임 순차적 출시로 인한 실적의 계단식 성장 외에도 산하 IP의 확장 및 선순환 기대, 2) 중국시장 진출 기대감이 규제 리스크에 의해 제거된 상황임에도 국내외 실적 성장 여력이 충분하다고 판단



**경영실적 전망**

| 계산기(12월)  | 단위    | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | (십억원) | 984    | 1,759  | 1,707  | 2,054  | 2,458  |
| 영업이익      | (십억원) | 329    | 585    | 575    | 665    | 912    |
| 영업이익률     | (%)   | 33.4   | 33.3   | 33.7   | 32.4   | 37.1   |
| 순이익       | (십억원) | 272    | 441    | 438    | 516    | 693    |
| EPS       | (원)   | 12,416 | 20,104 | 19,955 | 23,537 | 31,580 |
| 증감률       | (%)   | 64.6   | 61.9   | -0.7   | 18.0   | 34.2   |
| PER       | (배)   | 19.9   | 22.3   | 24.0   | 20.4   | 15.2   |
| PBR       | (배)   | 2.7    | 3.4    | 3.3    | 3.0    | 2.6    |
| ROE       | (%)   | 14.7   | 19.2   | 15.3   | 16.2   | 19.0   |
| EV/EBITDA | (배)   | 12.7   | 13.7   | 14.0   | 12.2   | 8.7    |
| 순차입금      | (십억원) | -835   | -1,394 | -1,762 | -1,988 | -2,353 |
| 부채비율      | (%)   | 24.5   | 29.2   | 25.8   | 26.7   | 26.8   |

**Valuation: 투자 의견 Buy, 목표주가 600,000 원 제시**

투자 의견 Buy,  
목표주가 60만원  
제시

엔씨소프트에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 60 만원을 제시하며 게임업종 최선호주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 23,239 원에 Target PER 25.8 배를 적용해 산출했다. Target PER 은 동사의 과거 3 년 PER 상단을 적용했다.

엔씨소프트에 대한 투자 의견을 Buy 로 제시하는 이유는: 1) 2019 년 상반기부터 이어지는 기존 PC IP 기반 모바일 게임들의 순차적 출시로 인한 실적의 계단식 성장 외에도 산하 IP 의 확장 및 선순환 기대, 2) 중국시장 진출 기대감이 규제 리스크에 의해 제거된 상황임에도 국내외 실적 성장 여력이 충분하다는 점과, 3) 모바일에 이어 기존 PC IP 의 콘솔 플랫폼 확장으로 경쟁력 강화, 4) 현금성 자산 활용해 적극적인 M&A 추진을 기대하기 때문이다.

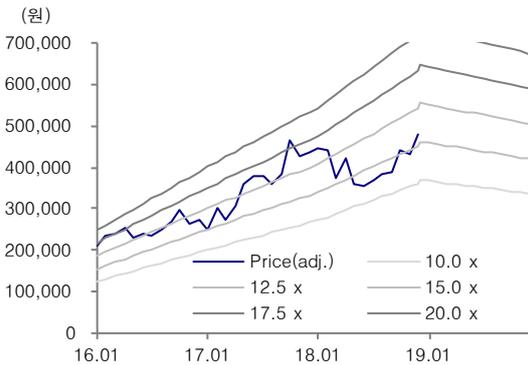
엔씨소프트의 주가는 올해 상반기 신규 게임 라인업 부재와 출시 지연의 영향으로 부진하였으나, 연말이 다가오며, 2019 년 신작 출시 기대감으로 상반기 대비 상승한 상황이다. 동사의 주가는 레벨업될 실적과 모멘텀을 추가 반영할 것으로 전망한다.

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산정

|                      |                   |
|----------------------|-------------------|
| 12MF EPS (원)         | 23,239            |
| Target PER (X)       | 25.8 과거 3년 PER 상단 |
| 적정 주가 (원)            | 599,560           |
| <b>목표 주가 (원)</b>     | <b>600,000</b>    |
| 현 주가 (원, 18.11.26기준) | 493,000           |
| Upside (%)           | 21.7              |

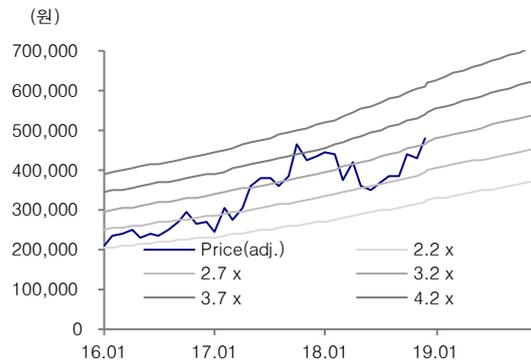
자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 엔씨소프트 12MF PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 엔씨소프트 12MF PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

### 2019년 실적과 모멘텀 모두 긍정적

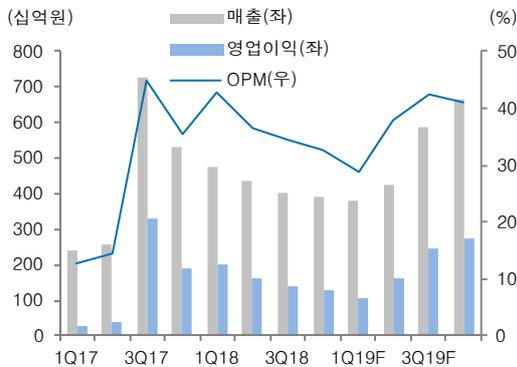
2019년  
매출 20.3%,  
영업이익 25.5%  
성장 전망

2019년 엔씨소프트의 실적은 매출액 2,054 십억원(+20.3%YoY), 영업이익 792 십억원(+25.5%YoY)으로 다시 성장세로 전환될 전망이다. 트래픽 자연 감소와 이용자의 모바일 이탈로 인해 기존 PC 게임 매출 하향 안정화가 유지될 전망이다. 올해 리니지 M 외 올해 매출 성장을 이끌만한 신작 게임이 없었던 반면, 2019년은 기존 PC IP 기반 모바일 게임들의 출시(1H19 리니지Ⅱ M, 2H19 이후 모바일 4종 순차적 출시 예정)가 이어지며, 모바일 게임 매출이 크게 성장할 것으로 기대된다.

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017    | 2018F   | 2019F   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 475.2 | 436.5 | 403.8 | 391.5 | 378.8 | 422.7 | 585.1 | 667.5 | 1,758.7 | 1,707.0 | 2,054.1 |
| (yoy %) | 98.4  | 68.8  | -44.5 | -26.6 | -20.3 | -3.2  | 44.9  | 70.5  | 79.7    | -2.9    | 20.3    |
| 리니지     | 28.3  | 42.1  | 40.3  | 41.2  | 42.3  | 42.8  | 43.5  | 44.1  | 154.4   | 151.9   | 172.7   |
| 리니지Ⅱ    | 14.2  | 13.3  | 15.6  | 14.9  | 15.1  | 14.3  | 14.1  | 14.3  | 65.8    | 58.1    | 57.8    |
| AION    | 18.8  | 15.6  | 16.4  | 16.0  | 15.5  | 15.3  | 15.0  | 15.5  | 47.0    | 66.8    | 61.3    |
| B&S     | 33.9  | 30.6  | 30.1  | 29.2  | 29.9  | 30.3  | 29.9  | 30.5  | 161.1   | 123.8   | 120.7   |
| 길드워2    | 23.6  | 19.9  | 21.0  | 20.8  | 20.1  | 18.7  | 17.2  | 16.8  | 82.8    | 85.3    | 72.7    |
| 모바일 게임  | 264.1 | 209.9 | 216.5 | 206.7 | 195.4 | 242.3 | 407.0 | 489.6 | 995.3   | 897.3   | 1,334.3 |
| 기타      | 8.1   | 12.6  | 12.4  | 12.8  | 8.0   | 8.2   | 8.4   | 8.7   | 49.6    | 45.9    | 33.2    |
| 로열티     | 84.2  | 92.4  | 51.6  | 49.8  | 52.7  | 50.9  | 49.9  | 47.9  | 202.7   | 277.9   | 201.4   |
| 영업비용    | 271.3 | 277.0 | 264.8 | 263.1 | 270.1 | 262.5 | 336.4 | 393.2 | 1,173.7 | 1,076.2 | 1,262.2 |
| (yoy %) | 29.8  | 25.3  | -33.7 | -23.5 | -0.5  | -5.2  | 27.0  | 49.4  | 291.9   | -8.3    | 17.3    |
| 영업이익    | 203.9 | 159.6 | 139.0 | 128.4 | 108.7 | 160.2 | 248.7 | 274.4 | 585.0   | 630.8   | 791.9   |
| (yoy %) | 569.8 | 324.7 | -57.6 | -32.1 | -46.7 | 0.4   | 78.9  | 113.6 | -13.9   | 7.8     | 25.5    |
| (OPM %) | 42.9  | 36.6  | 34.4  | 32.8  | 28.7  | 37.9  | 42.5  | 41.1  | 33.3    | 37.0    | 38.6    |

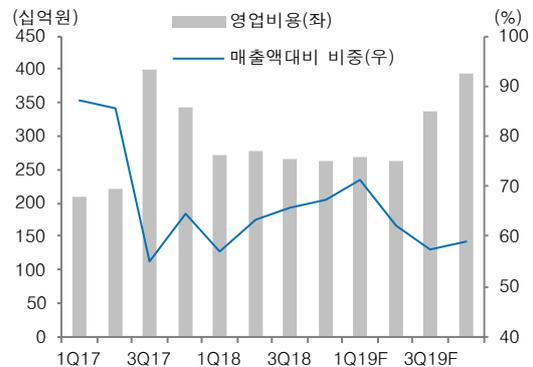
자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 엔씨소프트 매출 및 영업이익 (분기)



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 엔씨소프트 영업비용 (분기)



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

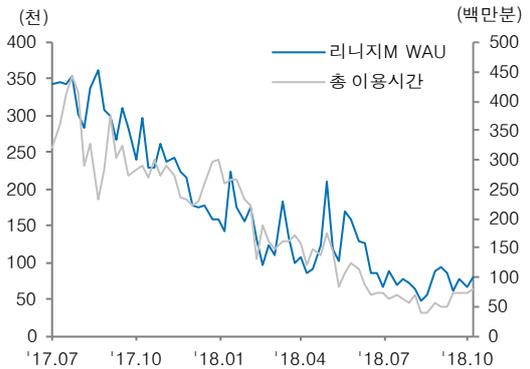
인터넷/게임 옥석가리기

그림 5. 엔씨소프트 주요 게임 매출 추이 (분기)



주: 기타 게임 및 로열티 매출 제외  
 자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 리니지M 국내 이용자 지표 추이



주: 안드로이드 OS 기준, WAU=주간 순 이용자  
 자료: 코리아클릭, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 엔씨소프트 주요 게임 신작 라인업

| 게임명                            | 장르     | 플랫폼   | 개발사   |
|--------------------------------|--------|-------|-------|
| 4Q18(12/06) 블레이드앤소울: 레볼루션 (한국) | MMORPG | 모바일   | 넷마블   |
| 2Q19 리니지 II M                  | MMORPG | 모바일   | 엔씨소프트 |
| 2H19 아이온2                      | MMORPG | 모바일   | 엔씨소프트 |
| 블레이드앤소울 2                      | MMORPG | 모바일   | 엔씨소프트 |
| 블레이드앤소울 S                      | MMORPG | 모바일   | 엔씨소프트 |
| 블레이드앤소울 M                      | MMORPG | 모바일   | 엔씨소프트 |
| 2H19-1H20 프로젝트 TL(한국)          | MMORPG | PC    | 엔씨소프트 |
| 프로젝트 TL(일본, 대만, 북미/유럽)         | MMORPG | PC/콘솔 | 엔씨소프트 |

자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. 리니지II M: 향상된 그래픽과 오픈월드 구현



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. 아이온2: 아이온 모바일 후속작



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 9. B&S 2: 'B&S' 정식 후속작 모바일 게임



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 10. B&S S: 'B&S' SD 구현 모바일 게임



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 11. B&S M: 원작 특성 모바일 이식



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 12. 프로젝트 TL: MMORPG PC게임



자료: 엔씨소프트, 케이프투자증권 리서치본부

| 재무상태표           |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)           | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>유동자산</b>     | 1,773  | 2,133  | 2,405  | 2,822  |
| 현금및현금성자산        | 187    | 594    | 553    | 606    |
| 매출채권 및 기타채권     | 203    | 197    | 238    | 284    |
| 재고자산            | 1      | 0      | 1      | 1      |
| <b>비유동자산</b>    | 1,754  | 1,665  | 1,892  | 2,171  |
| 투자자산            | 1,337  | 1,298  | 1,562  | 1,869  |
| 유형자산            | 229    | 181    | 145    | 118    |
| 무형자산            | 52     | 51     | 50     | 49     |
| <b>자산총계</b>     | 3,527  | 3,798  | 4,296  | 4,993  |
| <b>유동부채</b>     | 456    | 442    | 532    | 637    |
| 매입채무 및 기타채무     | 220    | 213    | 257    | 307    |
| 단기차입금           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유동성장기부채         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>비유동부채</b>    | 342    | 336    | 374    | 418    |
| 사채 및 장기차입금      | 150    | 150    | 150    | 150    |
| <b>부채총계</b>     | 797    | 778    | 906    | 1,055  |
| <b>지배기업소유자본</b> | 2,721  | 3,009  | 3,376  | 3,919  |
| 자본금             | 11     | 11     | 11     | 11     |
| 자본잉여금           | 433    | 433    | 433    | 433    |
| 이익잉여금           | 1,906  | 2,194  | 2,560  | 3,103  |
| 기타자본            | 372    | 372    | 372    | 372    |
| <b>비지배지분</b>    | 8      | 11     | 15     | 19     |
| <b>자본총계</b>     | 2,729  | 3,020  | 3,390  | 3,938  |
| <b>총차입금</b>     | 150    | 150    | 150    | 150    |
| <b>순차입금</b>     | -1,394 | -1,762 | -1,988 | -2,353 |

| 포괄손익계산서        |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>매출액</b>     | 1,759 | 1,707 | 2,054 | 2,458 |
| 증가율(%)         | 78.8  | -2.9  | 20.3  | 19.7  |
| <b>매출원가</b>    | 212   | 57    | 128   | 147   |
| 매출총이익          | 1,547 | 1,650 | 1,926 | 2,311 |
| 매출총이익률(%)      | 88.0  | 96.7  | 93.8  | 94.0  |
| 판매비와 관리비       | 962   | 1,075 | 1,261 | 1,399 |
| <b>영업이익</b>    | 585   | 575   | 665   | 912   |
| 영업이익률(%)       | 33.3  | 33.7  | 32.4  | 37.1  |
| <b>EBITDA</b>  | 615   | 624   | 702   | 941   |
| EBITDA M%      | 35.0  | 36.6  | 34.2  | 38.3  |
| <b>영업외손익</b>   | 25    | 25    | 29    | 34    |
| 지분법관련손익        | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 금융손익           | 11    | 25    | 29    | 34    |
| 기타영업외손익        | 15    | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전이익</b>    | 610   | 599   | 694   | 946   |
| 법인세비용          | 166   | 159   | 174   | 248   |
| <b>당기순이익</b>   | 444   | 441   | 520   | 698   |
| 지배주주순이익        | 441   | 438   | 516   | 693   |
| 지배주주순이익률(%)    | 25.2  | 25.8  | 25.3  | 28.4  |
| 비지배주주순이익       | 3     | 3     | 4     | 5     |
| 기타포괄이익         | 475   | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 919   | 441   | 520   | 698   |
| EPS 증가율(%, 지배) | 61.9  | -0.7  | 18.0  | 34.2  |
| 이자손익           | 16    | 23    | 27    | 32    |
| 총외화관련손익        | -17   | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표                   |       |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)                   | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>영업활동 현금흐름</b>        | 595   | 483   | 640   | 822   |
| 영업에서 창출된 현금흐름           | 640   | 616   | 785   | 1,037 |
| 이자의 수취                  | 20    | 26    | 30    | 35    |
| 이자의 지급                  | -4    | -3    | -3    | -3    |
| 배당금 수입                  | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 법인세부담액                  | -63   | -159  | -174  | -248  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>        | -460  | 79    | -532  | -619  |
| 유동자산의 감소(증가)            | -518  | 40    | -268  | -312  |
| 투자자산의 감소(증가)            | -708  | 39    | -264  | -307  |
| 유형자산 감소(증가)             | -28   | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)             | -2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>재무활동 현금흐름</b>        | -80   | -155  | -150  | -150  |
| 사채 및 차입금증가(감소)          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본금및자본잉여금 증감            | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 지급                  | -81   | -155  | -150  | -150  |
| <b>외환환산으로 인한 현금변동</b>   | -13   | 0     | 0     | 0     |
| <b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b> | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>현금증감</b>             | 42    | 407   | -42   | 54    |
| 기초현금                    | 145   | 187   | 594   | 553   |
| 기말현금                    | 187   | 594   | 553   | 606   |
| <b>FCF</b>              | 566   | 483   | 640   | 822   |

| 주요지표         |         |         |          |         |
|--------------|---------|---------|----------|---------|
|              | 2017A   | 2018E   | 2019E    | 2020E   |
| 총발행주식수(천주)   | 21,939  | 21,939  | 21,939   | 21,939  |
| 시가총액(십억원)    | 9,818   | 10,509  | 10,509   | 10,509  |
| 주가(원)        | 447,500 | 479,000 | 479,000  | 479,000 |
| EPS(원)       | 20,104  | 19,955  | 23,537   | 31,580  |
| BPS(원)       | 131,144 | 144,266 | 160,970  | 185,717 |
| DPS(원)       | 7,280   | 7,280   | 7,280    | 7,280   |
| PER(X)       | 22.3    | 24.7    | 20.9     | 15.6    |
| PBR(X)       | 3.4     | 3.4     | 3.1      | 2.7     |
| EV/EBITDA(X) | 13.7    | 14.5    | 12.6     | 9.0     |
| ROE(%)       | 19.2    | 15.3    | 16.2     | 19.0    |
| ROA(%)       | 15.1    | 12.0    | 12.8     | 15.0    |
| ROIC(%)      | 468.5   | 1,273.5 | -1,794.3 | -642.1  |
| 배당수익률(%)     | 1.6     | 1.5     | 1.5      | 1.5     |
| 부채비율(%)      | 29.2    | 25.8    | 26.7     | 26.8    |
| 순차입금/자기자본(%) | -51.1   | -58.3   | -58.6    | -59.8   |
| 유동비율(%)      | 388.9   | 482.2   | 451.7    | 443.0   |
| 이자보상배율(X)    | 179.6   | 176.3   | 204.0    | 280.0   |
| 총자산회전율       | 0.6     | 0.5     | 0.5      | 0.5     |
| 매출채권 회전율     | 9.5     | 8.5     | 9.4      | 9.4     |
| 재고자산 회전율     | 2,983.9 | 3,375.8 | 3,743.2  | 3,733.7 |
| 매입채무 회전율     | 1.2     | 0.3     | 0.5      | 0.5     |

자료: 케이프투자증권

## 풀어비스 (263750KQ | Buy 신규 | TP 289,000원 신규)

### 2019년 검은사막 IP의 본격적인 확장 시작

풀어비스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 28.9만원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 2019년부터 플랫폼 확장과 글로벌 출시를 통해 동사의 검은사막 IP의 본격적인 확장이 기대됩니다. 또한, CCP게임즈 인수와 신규 IP 개발을 통해 동사의 주요 리스크 요인이었던 단일 IP 개발사에서 다양한 포트폴리오 확보한 회사로의 성장도 긍정적으로 평가합니다.

#### 투자포인트: 2019년부터 본격화되는 검은사막 IP 글로벌 확장과 신작 라인업 가시화

- 검은사막M, 1분기 일본 시장 론칭에 이어 2분기 북미/유럽까지 글로벌 확장 이어질 예정. 출시 예정 지역 모두 과거 검은사막 온라인이 국내대비 성공적인 실적을 거두었던 시장으로 흥행 가능성 높다고 판단.
- 18년 11월 검은사막 XBOX 출시하며, PC, 모바일, 콘솔을 아우르는 플랫폼 다변화 실현도 긍정적.
- 검은사막 IP 확장외에도 인수한 CCP게임즈와 신규 IP기반 신작 라인업을 통해 다양한 IP 포트폴리오 확보.

#### 실적전망: 2019년 매출 54.3% YoY, 영업이익 63.5% YoY 성장 전망

- 2019년 매출액과 영업이익은 각각 647.5십억원 (+54.3%YoY), 114.9십억원 (+63.5%YoY)으로 예상
- 연말부터 시작되는 경쟁사들의 신작 MMO 출시에 따른 국내 모바일 게임 매출 영향은 불가피. 대규모 업데이트를 통한 안정적인 국내 매출 유지에 더해, 해외 매출 확대를 실적 성장세 유지 전망.

#### 투자 의견 Buy(신규), 목표주가 28.9만원(신규)로 커버리지 개시

- 풀어비스 투자 의견 BUY, 목표주가 28.9만원으로 커버리지 개시하며 게임업종 차선호주로 제시. 목표주가는 12MF EPS 20,960원에 PER 13.8배 (글로벌 Peer 평균)를 적용. 단일 IP 게임사에서 플랫폼 확장, CCP게임즈 인수와 신규 IP 개발을 통해 다양한 포트폴리오를 확보한 회사로 변화하며 주요 리스크 요인 제거.



**경영실적 전망**

| 계산기(6월)   | 단위    | 2016A | 2017A | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | (십억원) | 34    | 52    | 420    | 648    | 732    |
| 영업이익      | (십억원) | 28    | 22    | 196    | 321    | 337    |
| 영업이익률     | (%)   | 83.5  | 41.3  | 46.7   | 49.6   | 46.0   |
| 순이익       | (십억원) | 24    | 15    | 165    | 273    | 285    |
| EPS       | (원)   | 2,379 | 1,293 | 13,080 | 21,063 | 22,015 |
| 증감률       | (%)   | N/A   | -45.6 | 911.5  | 61.0   | 4.5    |
| PER       | (배)   | 0.0   | 191.5 | 14.0   | 8.7    | 8.3    |
| PBR       | (배)   | 0.0   | 10.7  | 5.3    | 3.3    | 2.4    |
| ROE       | (%)   | 112.9 | 9.9   | 46.2   | 47.3   | 33.3   |
| EV/EBITDA | (배)   | -0.9  | 120.3 | 9.7    | 5.2    | 4.1    |
| 순차입금      | (십억원) | -25   | -262  | -430   | -704   | -990   |
| 부채비율      | (%)   | 105.0 | 7.8   | 38.9   | 37.1   | 29.9   |

## Valuation: 투자의견 Buy, 목표주가 289,000 원 제시

투자의견 Buy,  
목표주가 28.9만원  
제시

펄어비스 (063080KQ) 투자의견 Buy, 목표주가 28.9 만원을 제시하며 게임업종 내 차선호주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 20,960 원에 Target PER 13.8 배 (국내외 주요 게임개발사 PER 평균)를 적용해 산출되었다.

펄어비스의 주가는 최근 업데이트로 인한 국내 검은사막 M 의 지표 하락과 4분기 반영되는 CCP 게임즈 인수관련 일회성 비용 우려가 선반영되어 조정 받고 있는 상황이다. 올해 연말부터 이어지는 경쟁사들의 모바일 MMORPG 신작 출시로 인한 국내 매출의 부정적인 영향은 불가피하다. 그러나, 내년부터 본격화되는 검은사막 IP 의 글로벌 확장과 단일 IP 리스크 제거, 신작 흥행 가능성을 감안하면 추가적인 주가 상승 여력이 존재한다고 판단한다.

지난 9 월 CCP 게임즈 인수를 통해 단일 IP 리스크 제거와 2019 년부터 출시 예정인 EVE IP 기반 신작들의 연결 이익 기여가 기대된다. 또한, 성장하고 있는 북미/유럽 시장에 유효한 개발력과 운영력 확보하면서 장기 성장 동력 강화되었다고 판단한다.

표 1. 펄어비스 목표주가 산정

|                      |                |                     |
|----------------------|----------------|---------------------|
| 12MF EPS (원)         | 20,960         |                     |
| Target PER (X)       | 13.8           | 글로벌 게임개발사 PER 평균 적용 |
| 적정 주가 (원)            | 289,000        |                     |
| <b>목표 주가 (원)</b>     | <b>289,000</b> |                     |
| 현 주가 (원, 18.11.26기준) | 194,300        |                     |
| Upside (%)           | 48.7           |                     |

주:

자료: 펄어비스, 케이프투자증권 리서치본부

### 2019년 확장되는 검은사막 IP의 긍정적인 해외 성과 전망

4Q18  
매출,  
영업이익  
전분기대비 감소

2019년  
긍정적인  
해외성과 기대

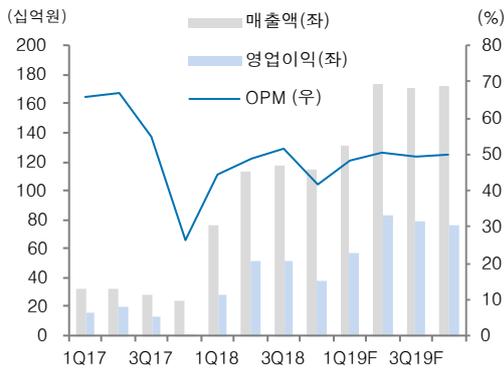
4분기 펠어비스의 실적은 매출액 114.6 십억원 (+362.5% YoY), 영업이익 47.5 십억원 (+80.8%YoY)을 기록할 전망이다. 검은사막 온라인 리마스터의 긍정적인 성과, 대만 실적 반영과 12월 5일 예정된 검은사막 M 대규모 업데이트에도 국내 검은사막 M 지표 하락과 4분기 지난 9월 인수한 CCP 게임즈 인수관련 일회성 비용 반영으로 매출과 영업이익 모두 전분기 대비 소폭 감소할 전망이다.

2019년 펠어비스의 매출액과 영업이익은 각각 647.5 십억원 (+54.3%YoY), 114.9 십억원 (+63.5%YoY)으로 예상된다. 연말부터 본격화되는 경쟁사들의 모바일 MMORPG 신작 출시로 인한 검은사막 M의 국내 실적 영향은 불가피하다. 그러나 1Q19 일본, 1H19 북미/유럽 출시로 인한 순차적인 해외 매출 확대가 있을 것으로 전망한다. 기존 검은사막 IP의 본격적인 확장 외에도 하반기 신규 IP 신작 3종 출시로 인한 단일 IP 리스크 제거가 기대된다.

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017  | 2018F | 2019F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 75.5  | 112.7 | 117.0 | 114.6 | 130.4 | 173.5 | 171.2 | 172.5 | 52.4  | 419.8 | 647.5 |
| (yoy %) | 137.5 | 241.5 | 324.4 | 362.5 | 72.6  | 54.0  | 46.3  | 50.5  | 55.5  | 701.4 | 54.3  |
| 영업비용    | 41.9  | 57.9  | 56.7  | 67.1  | 67.3  | 85.7  | 87.0  | 86.6  | 30.7  | 223.6 | 326.6 |
| (yoy %) | 284.0 | 433.8 | 353.8 | 267.9 | 60.6  | 48.1  | 53.5  | 29.0  | 81.6  | 628.2 | 46.1  |
| 영업이익    | 33.6  | 54.8  | 60.3  | 47.5  | 63.0  | 87.8  | 84.2  | 85.9  | 21.7  | 196.2 | 320.9 |
| (yoy %) | 60.8  | 147.4 | 300.1 | 626.4 | 87.6  | 60.1  | 39.6  | 80.8  | -23.0 | 806.5 | 63.5  |
| (OPM %) | 44.5  | 48.7  | 51.6  | 41.5  | 48.3  | 50.6  | 49.2  | 49.8  | 41.3  | 46.7  | 49.6  |

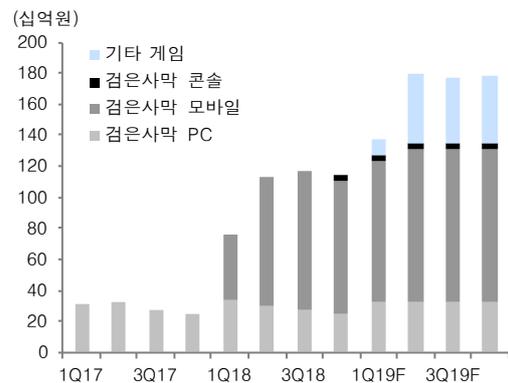
자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 펠어비스 매출 및 영업이익 (분기)



자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

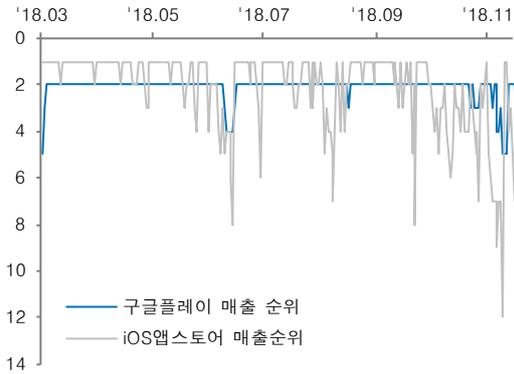
그림 2. 펠어비스 게임 플랫폼별 매출 (분기)



자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

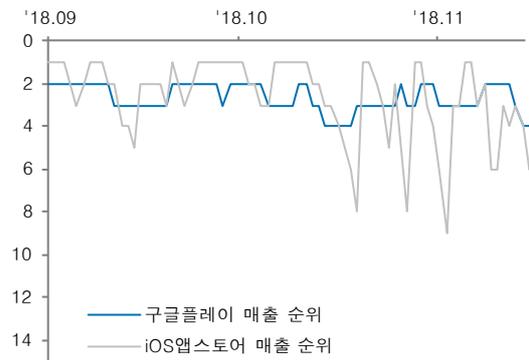
인터넷/게임 옥석가리기

그림 3. 검은사막M 국내 게임 매출 순위 추이



자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 검은사막M 대만 게임 매출 순위 추이



자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 프로젝트 K: MMO-FPS



자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. EVE 유니버스: EVE IP 기반 FPS



자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. EVE 에코스: 중국 넷이즈 개발 모바일 게임



자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. EVE 워 오브 아센션: EVE IP 전략 모바일 게임



자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 펠어비스 주요 게임 신작 라인업

|      | 게임명              | 장르      | 플랫폼          | 개발사    |
|------|------------------|---------|--------------|--------|
| 4Q18 | 검은사막 콘솔 (북미/유럽)  | MMORPG  | 콘솔(Xbox One) | 펠어비스   |
| 1Q19 | 검은사막 모바일(일본)     | MMORPG  | 모바일          | 펠어비스   |
| 1H19 | 검은사막 모바일 (북미/유럽) | MMORPG  | 모바일          | 펠어비스   |
| 2019 | 프로젝트 K (신규 IP)   | MMO-FPS | PC/콘솔        | 펠어비스   |
|      | 프로젝트 V           | 캐주얼 MMO | 모바일          | 펠어비스   |
|      | EVE 유니버스         | FPS     | PC           | CCP게임즈 |
| 2020 | EVE 에코스          | MMORPG  | 모바일          | 넷이즈    |
|      | EVE 워오브어센션       | 전략      | 모바일          | CCP게임즈 |
| 2020 | 프로젝트 오메가 (신규 IP) | MMORPG  | PC           | 펠어비스   |

자료: 펠어비스, 케이프투자증권 리서치본부

| 재무상태표           |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)           | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>유동자산</b>     | 280   | 577   | 930   | 1,245 |
| 현금및현금성자산        | 241   | 262   | 444   | 696   |
| 매출채권 및 기타채권     | 17    | 134   | 206   | 233   |
| 재고자산            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동자산</b>    | 17    | 35    | 47    | 51    |
| 투자자산            | 3     | 26    | 40    | 45    |
| 유형자산            | 6     | 5     | 4     | 3     |
| 무형자산            | 4     | 1     | 1     | 1     |
| <b>자산총계</b>     | 297   | 612   | 977   | 1,297 |
| <b>유동부채</b>     | 20    | 58    | 56    | 67    |
| 매입채무 및 기타채무     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성장기부채         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>    | 2     | 13    | 20    | 23    |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>     | 21    | 71    | 76    | 90    |
| <b>지배기업소유자본</b> | 275   | 440   | 713   | 998   |
| 자본금             | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 자본잉여금           | 181   | 182   | 183   | 183   |
| 이익잉여금           | 85    | 250   | 523   | 808   |
| 기타자본            | 3     | 3     | 3     | 3     |
| <b>비지배지분</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>     | 275   | 440   | 713   | 998   |
| 총차입금            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 순차입금            | -262  | -430  | -704  | -990  |

| 포괄손익계산서        |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>매출액</b>     | 52    | 420   | 648   | 732   |
| 증가율(%)         | 55.5  | 701.4 | 54.3  | 13.0  |
| <b>매출원가</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익          | 52    | 420   | 648   | 732   |
| 매출총이익률(%)      | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와 관리비       | 31    | 224   | 327   | 395   |
| <b>영업이익</b>    | 22    | 196   | 321   | 337   |
| 영업이익률(%)       | 41.3  | 46.7  | 49.6  | 46.0  |
| <b>EBITDA</b>  | 23    | 201   | 322   | 338   |
| EBITDA M%      | 43.3  | 47.8  | 49.8  | 46.1  |
| <b>영업외손익</b>   | -4    | 2     | 3     | 4     |
| 지분법관련손익        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융손익           | -4    | 2     | 3     | 4     |
| 기타영업외손익        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전이익</b>    | 18    | 198   | 324   | 341   |
| 법인세비용          | 3     | 33    | 51    | 56    |
| <b>당기순이익</b>   | 15    | 165   | 273   | 285   |
| 지배주주순이익        | 15    | 165   | 273   | 285   |
| 지배주주순이익률(%)    | 28.1  | 39.4  | 42.1  | 38.9  |
| 비지배주주순이익       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익         | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 14    | 165   | 273   | 285   |
| EPS 증가율(%, 지배) | -45.6 | 911.5 | 61.0  | 4.5   |
| 이자손익           | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 총외화관련손익        | -5    | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표                   |       |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)                   | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>영업활동 현금흐름</b>        | 27    | 191   | 288   | 291   |
| 영업에서 창출된 현금흐름           | 31    | 222   | 336   | 342   |
| 이자의 수취                  | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 이자의 지급                  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 수입                  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 법인세부담액                  | -5    | -33   | -51   | -56   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>        | -8    | -96   | -26   | -20   |
| 유동자산의 감소(증가)            | -21   | -10   | -9    | -12   |
| 투자자산의 감소(증가)            | -3    | -22   | -14   | -5    |
| 유형자산 감소(증가)             | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)             | -4    | 0     | 0     | 0     |
| <b>재무활동 현금흐름</b>        | 179   | -16   | 4     | 5     |
| 사채 및 차입금증가(감소)          | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 자본금및자본잉여금 증감            | 186   | -16   | 4     | 5     |
| 배당금 지급                  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>외환환산으로 인한 현금변동</b>   | -3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b> | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>현금증감</b>             | 194   | 21    | 182   | 252   |
| 기초현금                    | 47    | 241   | 262   | 444   |
| 기말현금                    | 241   | 262   | 444   | 696   |
| <b>FCF</b>              | 22    | 191   | 288   | 291   |

| 주요지표         |         |         |          |          |
|--------------|---------|---------|----------|----------|
|              | 2017A   | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
| 총발행주식수(천주)   | 12,066  | 12,943  | 12,943   | 12,943   |
| 시가총액(십억원)    | 2,988   | 2,370   | 2,370    | 2,370    |
| 주가(원)        | 247,600 | 183,100 | 183,100  | 183,100  |
| EPS(원)       | 1,293   | 13,080  | 21,063   | 22,015   |
| BPS(원)       | 23,166  | 34,365  | 55,428   | 77,443   |
| DPS(원)       | 0       | 0       | 0        | 0        |
| PER(X)       | 191.5   | 14.0    | 8.7      | 8.3      |
| PBR(X)       | 10.7    | 5.3     | 3.3      | 2.4      |
| EV/EBITDA(X) | 120.3   | 9.7     | 5.2      | 4.1      |
| ROE(%)       | 9.9     | 46.2    | 47.3     | 33.3     |
| ROA(%)       | 8.6     | 36.4    | 34.3     | 25.1     |
| ROIC(%)      | 327.7   | 7,915.2 | -3,104.4 | -2,004.9 |
| 배당수익률(%)     | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |
| 부채비율(%)      | 7.8     | 38.9    | 37.1     | 29.9     |
| 순차입금/자기자본(%) | -95.0   | -97.7   | -98.7    | -99.2    |
| 유동비율(%)      | 1,416.6 | 364.5   | 380.9    | 451.3    |
| 이자보상배율(X)    | 3,009.6 | N/A     | N/A      | N/A      |
| 총자산회전율       | 0.3     | 0.9     | 0.8      | 0.6      |
| 매출채권 회전율     | 4.1     | 5.6     | 3.8      | 3.3      |
| 재고자산 회전율     | N/A     | N/A     | N/A      | N/A      |
| 매입채무 회전율     | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |

자료: 케이프투자증권

## 더블유게임즈 (192080KQ | Buy 신규 | TP 98,000원 신규)

### 변동성 확대된 국내 업황과 차별화된 안정적인 실적 성장 전망

더블유게임즈에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 9.8만원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 소셜카지노 게임사인 동사는 2019년에도 안정적인 매출 성장과 영업 레버리지 효과가 이어질 전망입니다. 변동성이 확대된 국내 게임 시장에서 성장하는 북미 시장이 주력 시장인 동사의 안정적인 실적 개선이 부각될 것으로 예상하며 차선호주로 제시합니다.

#### ARPPU 확대와 영업레버리지 효과로 2019년에도 실적 개선 이어질 전망

- 2019년 매출액 1,273.0십억원(+42%YoY), 영업이익 77.8십억원(+77.8%YoY)이 전망. 기존 유저의 대상 프로모션을 통한 기존 유저 ARPPU 증대와 모바일 전환 확대로 탑라인 높은 성장과 이익 개선 기대.
- 안정적인 결제액 증가와 마케팅비 효율 유지를 통한 영업레버리지 효과가 이어질 전망. 우호적인 환율도 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 판단.
- 'DDC' 2차 리뉴얼 완료 후 트래픽, ARPPU 등 주요 지표 상승 국면. '리뉴얼 효과는 1H19까지 반영될 전망.
- 기존 게임의 결제액 확대가 지속되는 가운데 신규 게임(Take5, 앨런슬롯, 더블다운클래식)의 결제액도 점진적으로 증가할 것으로 기대. 4분기 자체 개발 모바일 소셜카지노 신작 3종(4Q18: 더블포춘카지노 모바일, 언데드네이션, 11월 더블다운 포트노क्स 슬롯)을 통한 HD, 아시아 시장 공략도 유효할 전망.

#### 투자 의견 Buy(신규), 목표주가 9.8만원(신규)로 커버리지 개시

- 더블유게임즈에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 9.8만원을 제시하며 업종 차선호주로 커버리지 개시.
- 동사의 안정적인 매출 구조와 성장성은 함께 변동성이 확대된 현 국내 게임 시장에서 부각될 전망.
- 상위 대형 게임사 중심으로 재편되는 소셜카지노 게임시장 구조적인 변화에 따른 동사의 시장 점유율 확대도 기대.



**경영실적 전망**

| 결산기(12월)  | 단위    | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | (십억원) | 156   | 319   | 487   | 545   | 587   |
| 영업이익      | (십억원) | 45    | 81    | 141   | 176   | 185   |
| 영업이익률     | (%)   | 28.8  | 25.4  | 29.0  | 32.4  | 31.5  |
| 순이익       | (십억원) | 49    | 35    | 84    | 115   | 123   |
| EPS       | (원)   | 2,847 | 2,027 | 4,676 | 6,289 | 6,757 |
| 증감률       | (%)   | 0.0   | -28.8 | 130.7 | 34.5  | 7.4   |
| PER       | (배)   | 14.0  | 25.5  | 12.8  | 9.5   | 8.8   |
| PBR       | (배)   | 1.6   | 2.0   | 2.0   | 1.7   | 1.4   |
| ROE       | (%)   | 12.9  | 9.1   | 19.1  | 21.5  | 19.0  |
| EV/EBITDA | (배)   | 9.4   | 13.9  | 9.3   | 7.0   | 6.1   |
| 순차입금      | (십억원) | -261  | 489   | 398   | 273   | 138   |
| 부채비율      | (%)   | 15.5  | 146.4 | 127.2 | 105.0 | 88.3  |

Valuation: 투자 의견 Buy, 목표주가 98,000 원 제시

투자 의견 Buy,  
목표주가 9.8만원  
제시

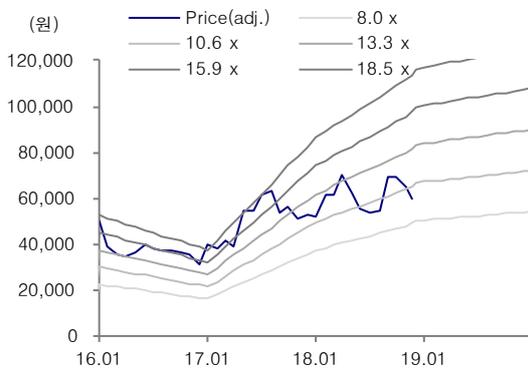
더블유게임즈(192080KQ) 투자 의견 Buy, 목표주가 9.8 만원을 제시하며 게임업종 차선후주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 6,203 원에 Target PER 15.8 배를 적용해 산출되었다. Target PER 은 동사의 과거 3년 PER 상단인 15.8 배이다. 더블유게임즈의 주력 시장인 북미 시장은 모바일 게임의 성장 여력이 이미 성숙기에 접어든 국내 시장대비 높다. 4~5 개 업체들이 대부분의 수익을 차지하는 소셜카지노 게임의 특성상 상대적으로 안정적인 구조와 성장하는 동사의 안정적인 매출 구조와 성장성은 함께 변동성이 확대된 현 국내 게임 시장에서 부각될 전망이다. 상위 대형 게임사 중심으로 재편되는 소셜카지노 게임 시장의 구조적인 변화에 따른 동사의 시장 점유율 확대도 기대된다. 동사의 코스피로 이전 상장과 더블다운카지노를 운영하는 자회사 디에이트게임즈의 코스닥 상장 계획도 주목한다. 공모 자금을 통해 관련 기업의 추가적인 M&A 및 투자로 추가적인 실적 확대 및 시장 지배력 상승 가능성도 높다고 판단한다. 안정적인 실적 전망에 비해 동사의 밸류에이션은 여전히 낮은 수준으로 상승여력은 충분하다고 판단한다.

표 1. 더블유게임즈 목표주가 산정

|                      |                            |
|----------------------|----------------------------|
| 12MF EPS             | 6,203                      |
| Target PER           | 15.8 과거 3년 PER 상단 15.8배 적용 |
| 적정 주가 (원)            | 98,005                     |
| <b>목표 주가 (원)</b>     | <b>98,000</b>              |
| 현 주가 (원, 18.11.26기준) | 59,700                     |
| Upside (%)           | 64.2                       |

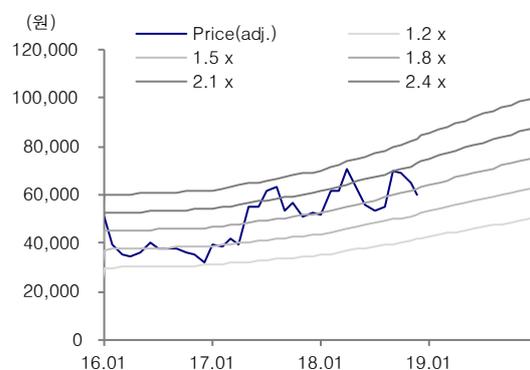
자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 더블유게임즈 12MF PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 더블유게임즈 12MF PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

### 2019 년에도 안정적인 성장성, 변동성 확대된 시장에서 부각될전망

2019년  
매출 11.9%  
영업이익 24.9%  
성장 전망

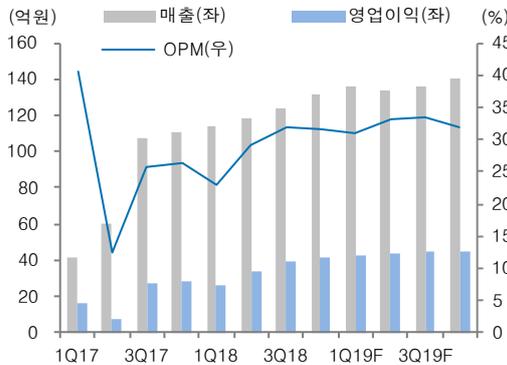
2019 년 더블유게임즈의 실적은 매출액 1,273.0 십억원(+42%YoY), 영업이익 77.8 십억원(+77.8%YoY)이 예상된다. 주요 소셜카지노게임들이 안정적인 매출을 유지하는 가운데 마케팅 비용 효율화가 지속되며 기존 이용자 중심의 안정적인 매출 성장이 이어질 전망이다.

2019 년 연초부터 이어지는 주요 게임사의 MMO 모바일 신작 출시와 중국 게임들의 국내 시장 영향력 확대로 변동성이 확대될 국내 게임 시장에서 더블유게임즈의 안정적인 실적 성장은 재차 부각될 것으로 기대된다.

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017  | 2018F | 2019F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 113.9 | 118.7 | 123.4 | 131.1 | 136.1 | 133.5 | 135.4 | 139.8 | 319.4 | 487.0 | 544.8 |
| (yoy %) | 175.1 | 96.5  | 15.1  | 18.7  | 19.5  | 12.5  | 9.8   | 6.7   | 105.4 | 52.5  | 11.9  |
| DUG     | 44.5  | 47.8  | 49.7  | 54.4  | 56.0  | 56.4  | 56.8  | 59.4  | 161.3 | 196.3 | 228.6 |
| DDI     | 69.6  | 71.7  | 74.9  | 76.7  | 80.1  | 77.1  | 78.6  | 80.5  | 158.0 | 292.9 | 316.2 |
| 영업이익    | 26.0  | 34.5  | 39.2  | 41.4  | 42.2  | 44.1  | 45.4  | 44.7  | 81.0  | 141.2 | 176.3 |
| (yoy %) | 54.8  | 353.8 | 42.1  | 42.8  | 62.3  | 27.7  | 15.6  | 8.0   | 80.0  | 74.2  | 24.9  |
| (OPM %) | 22.8  | 29.1  | 31.8  | 31.6  | 31.0  | 33.0  | 33.5  | 32.0  | 25.4  | 29.0  | 32.4  |

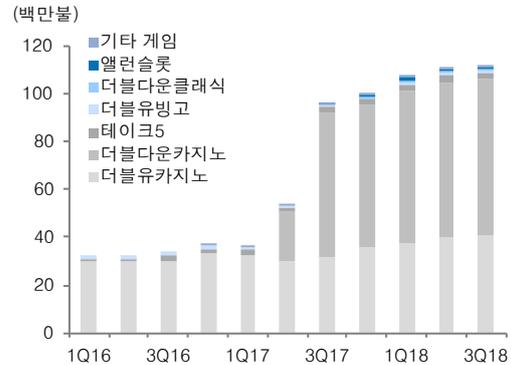
주: DUG=더블유게임즈, DDI=더블다운인터랙티브  
자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 더블유게임즈 매출 및 영업이익 (분기)



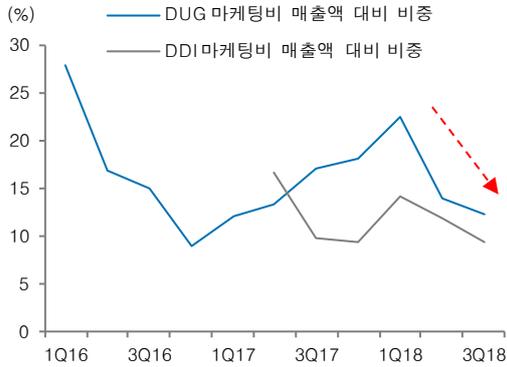
자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 더블유게임즈 산하 게임 총 거래액 (분기)



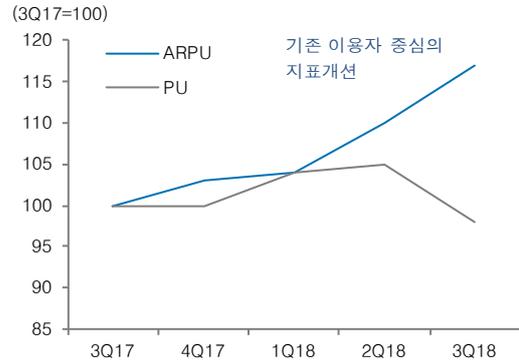
자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 매출액대비 마케팅 비용 효율화 지속



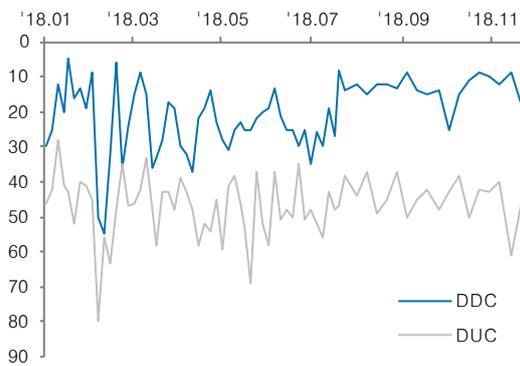
주: DUG=더블유게임즈, DDI=더블다운인터랙티브  
 자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 더블유게임즈 게임 라인업 PU 및 ARPPU



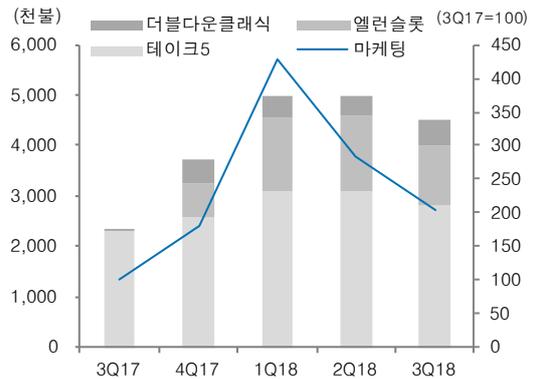
자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. DUC/DDC 모바일 게임 매출 순위



주: 북미 iOS 앱스토어 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. 신규 게임 결재액 및 마케팅 비용



주: 북미 iOS 앱스토어 게임 매출 순위 기준  
 자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 9. 더블유게임즈 KOSPI 이전 상장 심사, 연말 완료 예정



자료: 더블유게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

| 재무상태표           |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)           | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>유동자산</b>     | 105   | 219   | 353   | 493   |
| 현금및현금성자산        | 25    | 97    | 216   | 346   |
| 매출채권 및 기타채권     | 41    | 62    | 69    | 75    |
| 재고자산            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동자산</b>    | 892   | 880   | 864   | 847   |
| 투자자산            | 11    | 16    | 18    | 19    |
| 유형자산            | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 무형자산            | 865   | 848   | 830   | 813   |
| <b>자산총계</b>     | 997   | 1,099 | 1,217 | 1,341 |
| <b>유동부채</b>     | 307   | 323   | 329   | 333   |
| 매입채무 및 기타채무     | 25    | 39    | 43    | 47    |
| 단기차입금           | 277   | 277   | 277   | 277   |
| 유동성장기부채         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>    | 285   | 292   | 294   | 296   |
| 사채 및 장기차입금      | 272   | 272   | 272   | 272   |
| <b>부채총계</b>     | 593   | 615   | 623   | 629   |
| <b>지배기업소유지분</b> | 405   | 483   | 592   | 709   |
| 자본금             | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 자본잉여금           | 309   | 309   | 309   | 309   |
| 이익잉여금           | 148   | 226   | 335   | 453   |
| 기타자본            | -61   | -61   | -61   | -61   |
| <b>비지배지분</b>    | 0     | 1     | 2     | 3     |
| <b>자본총계</b>     | 405   | 484   | 593   | 712   |
| <b>총차입금</b>     | 549   | 549   | 549   | 549   |
| <b>순차입금</b>     | 489   | 398   | 273   | 138   |

| 포괄손익계산서        |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>매출액</b>     | 319   | 487   | 545   | 587   |
| 증가율(%)         | 105.2 | 52.5  | 11.9  | 7.7   |
| <b>매출원가</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익          | 319   | 487   | 545   | 587   |
| 매출총이익률(%)      | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와 관리비       | 238   | 346   | 368   | 402   |
| <b>영업이익</b>    | 81    | 141   | 176   | 185   |
| 영업이익률(%)       | 25.4  | 29.0  | 32.4  | 31.5  |
| <b>EBITDA</b>  | 101   | 159   | 194   | 203   |
| EBITDA M%      | 31.5  | 32.7  | 35.7  | 34.5  |
| <b>영업외손익</b>   | -43   | -36   | -34   | -32   |
| 지분법관련손익        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융손익           | -24   | -36   | -34   | -32   |
| 기타영업외손익        | -19   | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전이익</b>    | 38    | 105   | 142   | 153   |
| 법인세비용          | 3     | 20    | 26    | 28    |
| <b>당기순이익</b>   | 36    | 85    | 116   | 124   |
| 지배주주순이익        | 35    | 84    | 115   | 123   |
| 지배주주순이익률(%)    | 11.2  | 17.4  | 21.2  | 21.2  |
| 비지배주주순이익       | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 기타포괄이익         | -30   | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 6     | 85    | 116   | 124   |
| EPS 증가율(%, 지배) | -28.8 | 130.7 | 34.5  | 7.4   |
| 이자손익           | -17   | -36   | -34   | -32   |
| 총외화관련손익        | -19   | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표                   |       |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)                   | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>영업활동 현금흐름</b>        | 82    | 102   | 133   | 142   |
| 영업에서 창출된 현금흐름           | 100   | 158   | 194   | 202   |
| 이자의 수취                  | 4     | 2     | 4     | 6     |
| 이자의 지급                  | -11   | -38   | -38   | -38   |
| 배당금 수입                  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 법인세부담액                  | -11   | -20   | -26   | -28   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>        | -597  | -24   | -8    | -6    |
| 유동자산의 감소(증가)            | 253   | -19   | -6    | -5    |
| 투자자산의 감소(증가)            | 96    | -6    | -2    | -1    |
| 유형자산 감소(증가)             | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)             | -884  | 0     | 0     | 0     |
| <b>재무활동 현금흐름</b>        | 525   | -6    | -6    | -6    |
| 사채 및 차입금증가(감소)          | 506   | 0     | 0     | 0     |
| 자본금및자본잉여금 증감            | 36    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 지급                  | -10   | -6    | -6    | -6    |
| <b>외환환산으로 인한 현금변동</b>   | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b> | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>현금증감</b>             | 9     | 72    | 119   | 130   |
| 기초현금                    | 15    | 25    | 97    | 216   |
| 기말현금                    | 25    | 97    | 216   | 346   |
| <b>FCF</b>              | 82    | 102   | 133   | 142   |

| 주요지표         |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 총발행주식수(천주)   | 17,596 | 18,247 | 18,247 | 18,247 |
| 시가총액(십억원)    | 910    | 1,089  | 1,089  | 1,089  |
| 주가(원)        | 51,700 | 59,700 | 59,700 | 59,700 |
| EPS(원)       | 2,027  | 4,676  | 6,289  | 6,757  |
| BPS(원)       | 25,835 | 29,208 | 35,174 | 41,608 |
| DPS(원)       | 350    | 350    | 350    | 350    |
| PER(X)       | 25.5   | 12.8   | 9.5    | 8.8    |
| PBR(X)       | 2.0    | 2.0    | 1.7    | 1.4    |
| EV/EBITDA(X) | 13.9   | 9.3    | 7.0    | 6.1    |
| ROE(%)       | 9.1    | 19.1   | 21.5   | 19.0   |
| ROA(%)       | 5.0    | 8.1    | 10.0   | 9.7    |
| ROIC(%)      | 19.4   | 13.7   | 16.8   | 17.9   |
| 배당수익률(%)     | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| 부채비율(%)      | 146.4  | 127.2  | 105.0  | 88.3   |
| 순차입금/자기자본(%) | 120.8  | 82.3   | 45.9   | 19.4   |
| 유동비율(%)      | 34.2   | 67.9   | 107.4  | 148.3  |
| 이자보상배율(X)    | 4.0    | 3.7    | 4.7    | 4.9    |
| 총자산회전율       | 0.4    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| 매출채권 회전율     | 10.9   | 9.5    | 8.3    | 8.1    |
| 재고자산 회전율     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매입채무 회전율     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

자료: 케이프투자증권

Analyst 정솔이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

## 넷마블 (251270KS | Buy 신규 | TP 158,000원 신규)

### 블레이드앤소울 레볼루션 기대감 확대

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 5.8만원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 시장 경쟁 심화로 전반적인 모바일 신작들의 흥행 비율과 매출도 하향되는 모습이나 블레이드앤소울 레볼루션의 국내 초기 흥행에 대해 긍정적인 전망하며 이에 따라 밸류에이션 부담은 완화될 수 있을 것으로 기대합니다.

#### 투자포인트: 블레이드앤소울 레볼루션의 초기 흥행 가능성에 대한 기대감 유효

- 12월 6일 출시 예정인 블레이드앤소울 레볼루션 외에도 2019년 다양한 모바일 신작 라인업 확보.
- 시장 경쟁 심화로 전반적인 모바일 신작들의 흥행 비율과 매출도 하향되는 모습이나 블레이드앤소울 레볼루션의 국내 초기 흥행에 대해 긍정적으로 전망.

#### 실적전망: 2019년 신작 출시 효과로 매출 +26% 성장 전망

- 기존 핵심 게임의 하향 안정화가 이어질 것으로 전망하나, 대형 신규 게임들의 출시를 통한 실적 반등 예상
- 변동성 확대된 국내 게임 시장에서 기존 대표 IP의 매출 하향 안정화 되는 모습이다 타 경쟁사 대비 상대적으로 안정적인 매출 유지

#### 투자 의견 Buy(신규), 목표주가 15.8만원(신규)로 커버리지 개시

- 넷마블 투자 의견 BUY, 목표주가 15.8만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12MF EPS 5,061원에 PER 17.8배 (글로벌 Peer 평균)를 적용.
- 1) 연말부터 시작되는 대형 신작 출시, 2) 적극적인 M&A와 투자를 통한 외형 성장과 성장하는 신규 시장에 대응하는 개발력 확보, 3) 경쟁사 대비 다양한 게임 포트폴리오 확보



**경영실적 전망**

| 계산기(12월)  | 단위    | 2016A | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | (십억원) | 1,500 | 2,425  | 2,101  | 2,576  | 2,665  |
| 영업이익      | (십억원) | 295   | 510    | 280    | 540    | 509    |
| 영업이익률     | (%)   | 19.6  | 21.0   | 13.3   | 20.9   | 19.1   |
| 순이익       | (십억원) | 174   | 310    | 204    | 378    | 361    |
| EPS       | (원)   | 2,719 | 3,898  | 2,393  | 4,434  | 4,236  |
| 증감률       | (%)   | 32.7  | 43.3   | -38.6  | 85.2   | -4.4   |
| PER       | (배)   | 0.0   | 48.4   | 51.4   | 27.7   | 29.0   |
| PBR       | (배)   | 0.0   | 3.7    | 2.3    | 2.2    | 2.0    |
| ROE       | (%)   | 16.8  | 12.5   | 5.2    | 9.0    | 8.0    |
| EV/EBITDA | (배)   | -0.1  | 24.2   | 25.3   | 13.6   | 13.9   |
| 순차입금      | (십억원) | -110  | -2,276 | -2,619 | -2,917 | -3,307 |
| 부채비율      | (%)   | 49.4  | 19.8   | 17.0   | 18.2   | 17.3   |

**Valuation: 투자 의견 Buy, 목표주가 158,000 원 제시**

투자 의견 Buy  
 목표주가 15.8만원  
 제시

넷마블(251270.KS)에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 15.8 만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 4,966 원에 Target PER 31.8 배를 적용해 산출되었다. Target PER 은 국내외 주요 게임 개발사와 퍼블리셔 평균 12MF PER 에 프리미엄 30%를 적용했다.

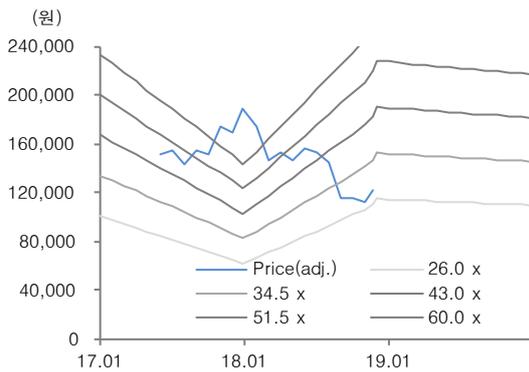
동사의 투자 의견 Buy 로 제시하는 이유는: 1) 연말부터 시작되는 대형 신작 출시에 대한 기대감, 2) 적극적인 M&A 와 투자를 통한 외형 성장과 경쟁력 확보, 3) 경쟁사 대비 다양한 게임 포트폴리오 등 때문이다. 넷마블의 주가는 올해 초부터 기대되었던 신작 출시 지연과 주요 게임의 매출 하향 안정화, 중국 규제 리스크 심화로 조정 받은 상황이다. 시장 경쟁 심화로 전반적인 모바일 신작들의 흥행 비율과 매출도 하향되는 모습이나 블레이드앤소울 레볼루션의 국내 초기 흥행에 대해 긍정적인 전망하며 이에 따라 밸류에이션 부담은 완화될 수 있을 것으로 전망한다.

표 1. 넷마블 목표주가 산정

|                      |                               |
|----------------------|-------------------------------|
| 12MF EPS (원)         | 4,966                         |
| Target PER           | 31.8 글로벌 Peer 평균에 프리미엄 30% 적용 |
| 적정 주가 (원)            | 157,934                       |
| <b>목표 주가 (원)</b>     | <b>158,000</b>                |
| 현 주가 (원, 18.11.26기준) | 125,000                       |
| Upside (%)           | 19.2                          |

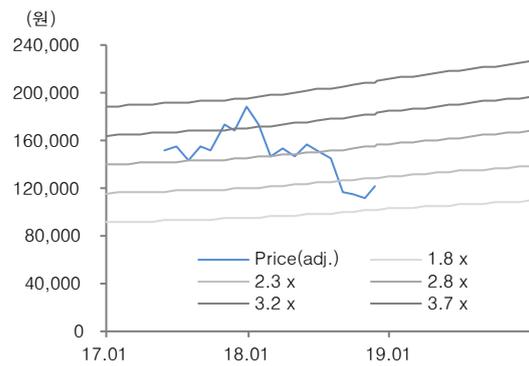
자료: 넷마블, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 넷마블 12MF PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 넷마블 12MF PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

**블레이드앤소울 레볼루션 흥행 가능성에 대해 긍정적인 전망을 유지**

2019년  
매출 22.6%  
영업이익 93.0%  
성장 전망

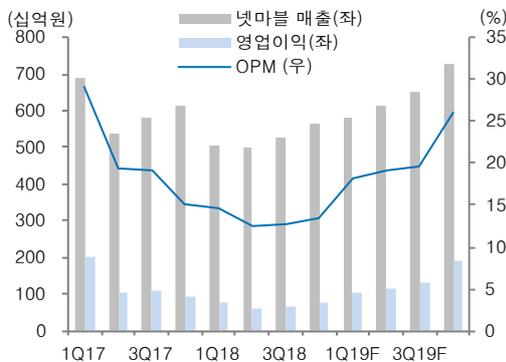
넷마블의 2019년 매출과 영업이익은 각각 2,576 십억원(+22.6% YoY), 540 십억원(+93.0% YoY) 기록할 것으로 전망한다. 올해 1분기부터 이어진 기존 핵심 게임의 하향 안정화에도 대형 신규 게임들의 출시를 통한 실적 반등이 예상된다.

동사를 포함 2017년 지연되었던 대형 신작들의 연이은 출시와 중국 게임의 국내 시장 영향력 확대에 따른 시장 경쟁 심화로 모바일 신작 전반의 흥행 비율과 매출도 점차 하락하고 있는 상황이다. 중국 규제 리스크가 2019년에도 제거되기 어렵다고 판단하나, 이를 반영해도 블레이드앤소울 레볼루션과 주요 신작의 국내외 흥행 가능성에 대해 긍정적인 전망을 유지한다.

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F  | 4Q19F | 2017    | 2018F   | 2019F   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 507.4 | 500.8 | 526.0 | 566.7 | 582.9 | 612.2 | 652.7  | 727.9 | 2,424.8 | 2,100.8 | 2,575.8 |
| (yoy %) | -26.2 | -7.3  | -9.6  | -8.0  | 14.9  | 22.3  | 24.1   | 28.5  | 61.7    | -13.4   | 22.6    |
| 국내      | 164.1 | 147.6 | 143.6 | 165.1 | 173.4 | 169.9 | 175.0  | 178.5 | 1,106.7 | 620.4   | 696.9   |
| 해외      | 343.3 | 353.3 | 382.4 | 401.5 | 409.6 | 442.3 | 477.7  | 549.4 | 1,318.1 | 1,480.5 | 1,878.9 |
| 영업비용    | 432.9 | 438.6 | 458.7 | 491.1 | 477.0 | 495.8 | 524.2  | 539.2 | 1,915.0 | 1,821.3 | 2,036.2 |
| (yoy %) | -11.1 | 0.8   | -2.4  | -6.1  | 10.2  | 13.0  | 14.3   | 9.8   | 58.9    | -4.9    | 11.8    |
| 지급수수료   | 212.8 | 207.5 | 215.7 | 240.8 | 240.2 | 243.1 | 259.79 | 273.0 | 1,006.4 | 876.8   | 1,016.0 |
| 인건비     | 98.9  | 101.7 | 101.8 | 98.4  | 102.7 | 104.6 | 106.50 | 102.5 | 363.4   | 400.8   | 416.3   |
| 마케팅비    | 74.4  | 78.6  | 85.1  | 96.3  | 84.5  | 96.7  | 104.44 | 109.2 | 381.2   | 334.4   | 394.9   |
| 기타      | 46.8  | 50.8  | 56.1  | 55.5  | 49.6  | 51.4  | 53.52  | 54.6  | 164.0   | 215.4   | 239.5   |
| 영업이익    | 74.5  | 62.2  | 67.3  | 75.6  | 106.0 | 116.4 | 128.5  | 188.7 | 509.8   | 279.5   | 539.6   |
| (yoy %) | -62.8 | -40.8 | -39.8 | -18.6 | 42.3  | 87.2  | 90.9   | 149.7 | 73.0    | -45.2   | 93.0    |
| (OPM %) | 14.7  | 12.4  | 12.8  | 13.3  | 18.2  | 19.0  | 19.68  | 25.9  | 21.0    | 13.3    | 20.9    |

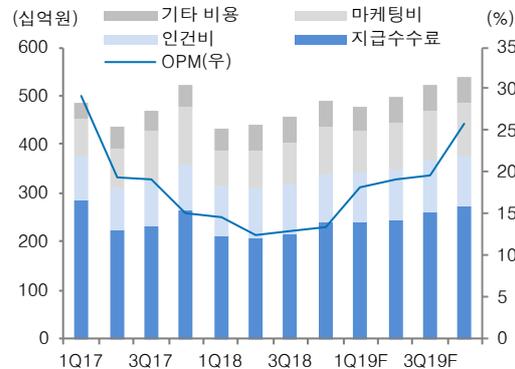
자료: 넷마블, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 넷마블 매출 및 영업이익 (분기)



자료: 넷마블, 케이프투자증권 리서치본부

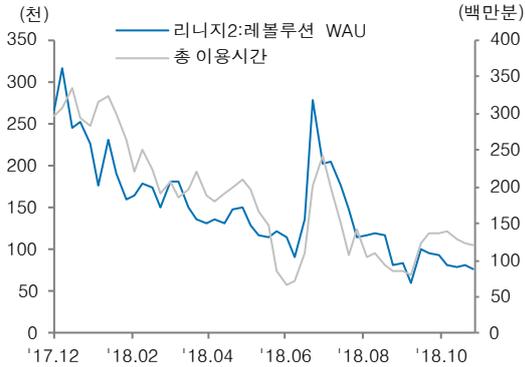
그림 4. 넷마블 영업비용 및 영업이익률 (분기)



자료: 넷마블, 케이프투자증권 리서치본부

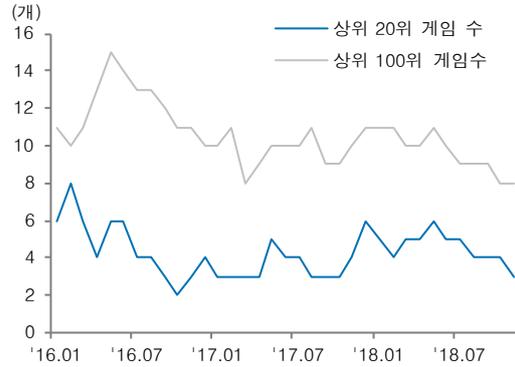
인터넷/게임 옥석가리기

그림 5. 리니지II:레볼루션 국내 이용자 지표



주: 안드로이드 OS 기준, WAU= 주간 순이용자 수  
 자료: 넷마블, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 넷마블 국내 모바일 매출 상위 20위 게임 수



주: 국내 구글플레이 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 넷마블 주요 게임 신작 라인업

|             | 게임명                   | 장르          | 플랫폼 | 개발사             |                |
|-------------|-----------------------|-------------|-----|-----------------|----------------|
| 4Q18(12/06) | 블레이드앤소울: 레볼루션 (한국)    | MMORPG      | 모바일 | 넷마블 (엔씨 IP)     |                |
| 1Q19        | BTS월드 (글로벌)           | 캐주얼 육성      | 모바일 | 넷마블 (BTS IP)    |                |
|             | A3: Still Alive (글로벌) | 배틀로얄 MMORPG | 모바일 | 넷마블             |                |
| 2Q19        | 세븐나이츠2 (한국)           | MMORPG      | 모바일 | 넷마블 (세븐나이츠 IP)  |                |
| 2019        | 킹오브파이터즈 올스타           | 액션 RPG      | 모바일 | 넷마블 (KOF IP)    |                |
|             | 테라M (일본)              | MMORPG      | 모바일 | 넷마블 (테라 IP)     |                |
|             | 일곱개의 대죄 (일본)          | RPG         | 모바일 | 넷마블 (일곱개의대죄 IP) |                |
|             | 요괴워치 메달워즈 (일본)        | 액션 RPG      | 모바일 | 넷마블 (요괴워치 IP)   |                |
|             | 스톤에이지 MMORPG          | MMORPG      | 모바일 | 넷마블             |                |
|             | 극열 마구마구               | 스포츠(야구)     | 모바일 | 넷마블 (마구마구 IP)   |                |
|             | 쿵야 캐치마인드              | 캐주얼         | 모바일 | 넷마블 (쿵야 IP)     |                |
|             | 쿵야 야채부락리              | 캐주얼 RPG     | 모바일 | 넷마블 (쿵야 IP)     |                |
|             | 리치그라운드 (글로벌)          | 보드          | 모바일 | 넷마블 (모두의마블 IP)  |                |
|             | 원탁의 기사                | MMORPG      | 모바일 | 넷마블             |                |
|             | 메직더게더링 M              | TCG         | 모바일 | 넷마블 (메직더게더링 IP) |                |
|             | -                     | 세븐나이츠 스위치   | RPG | 콘솔(스위치)         | 넷마블 (세븐나이츠 IP) |
|             | -                     | BTS IP 신작   | -   | 모바일             | 넷마블 (BTS IP)   |

자료: 넷마블, 케이프투자증권 리서치본부

| 재무상태표           |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)           | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>유동자산</b>     | 2,918  | 3,207  | 3,584  | 3,990  |
| 현금및현금성자산        | 1,908  | 2,332  | 2,511  | 2,879  |
| 매출채권 및 기타채권     | 303    | 263    | 322    | 333    |
| 재고자산            | 2      | 2      | 3      | 3      |
| <b>비유동자산</b>    | 2,429  | 2,261  | 2,420  | 2,429  |
| 투자자산            | 975    | 845    | 1,035  | 1,071  |
| 유형자산            | 145    | 132    | 122    | 115    |
| 무형자산            | 1,237  | 1,212  | 1,190  | 1,170  |
| <b>자산총계</b>     | 5,348  | 5,468  | 6,005  | 6,418  |
| <b>유동부채</b>     | 501    | 435    | 532    | 551    |
| 매입채무 및 기타채무     | 249    | 215    | 264    | 273    |
| 단기차입금           | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 유동성장기부채         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>비유동부채</b>    | 381    | 362    | 390    | 396    |
| 사채 및 장기차입금      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>부채총계</b>     | 882    | 796    | 923    | 946    |
| <b>지배기업소유자본</b> | 4,329  | 4,503  | 4,850  | 5,181  |
| 자본금             | 9      | 9      | 9      | 9      |
| 자본잉여금           | 3,842  | 3,840  | 3,850  | 3,883  |
| 이익잉여금           | 603    | 776    | 1,124  | 1,454  |
| 기타자본            | -124   | -122   | -120   | -120   |
| <b>비지배지분</b>    | 136    | 169    | 232    | 291    |
| <b>자본총계</b>     | 4,465  | 4,672  | 5,082  | 5,472  |
| <b>총차입금</b>     | 275    | 270    | 277    | 279    |
| <b>순차입금</b>     | -2,276 | -2,619 | -2,917 | -3,307 |

| 포괄손익계산서        |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>매출액</b>     | 2,425 | 2,101 | 2,576 | 2,665 |
| 증가율(%)         | 61.6  | -13.4 | 22.6  | 3.5   |
| <b>매출원가</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익          | 2,425 | 2,101 | 2,576 | 2,665 |
| 매출총이익률(%)      | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와 관리비       | 1,915 | 1,821 | 2,036 | 2,156 |
| <b>영업이익</b>    | 510   | 280   | 540   | 509   |
| 영업이익률(%)       | 21.0  | 13.3  | 20.9  | 19.1  |
| <b>EBITDA</b>  | 574   | 317   | 572   | 536   |
| EBITDA M%      | 23.7  | 15.1  | 22.2  | 20.1  |
| <b>영업외손익</b>   | -38   | 35    | 40    | 45    |
| 지분법관련손익        | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 금융손익           | 12    | 35    | 40    | 45    |
| 기타영업외손익        | -44   | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전이익</b>    | 471   | 315   | 580   | 554   |
| 법인세비용          | 111   | 78    | 139   | 133   |
| <b>당기순이익</b>   | 361   | 237   | 440   | 421   |
| 지배주주순이익        | 310   | 204   | 378   | 361   |
| 지배주주순이익률(%)    | 14.9  | 11.3  | 17.1  | 15.8  |
| 비지배주주순이익       | 51    | 34    | 62    | 60    |
| 기타포괄이익         | 208   | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 569   | 237   | 440   | 421   |
| EPS 증가율(%, 지배) | 43.3  | -38.6 | 85.2  | -4.4  |
| 이자손익           | 9     | 28    | 33    | 38    |
| 총외화관련손익        | -13   | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표                   |        |       |       |       |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|
| (십억원)                   | 2017A  | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>영업활동 현금흐름</b>        | 503    | 243   | 519   | 457   |
| 영업에서 창출된 현금흐름           | 567    | 285   | 619   | 545   |
| 이자 수취                   | 20     | 41    | 45    | 51    |
| 이자 지급                   | -12    | -13   | -13   | -13   |
| 배당금 수입                  | 7      | 7     | 7     | 7     |
| 법인세부담액                  | -78    | -78   | -139  | -133  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>        | -1,433 | 216   | -317  | -59   |
| 유동자산의 감소(증가)            | -496   | 86    | -126  | -24   |
| 투자자산의 감소(증가)            | -431   | 130   | -191  | -36   |
| 유형자산 감소(증가)             | -30    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)             | -750   | 0     | 0     | 0     |
| <b>재무활동 현금흐름</b>        | 2,527  | -36   | -23   | -29   |
| 사채 및 차입금증가(감소)          | -34    | -5    | 7     | 1     |
| 자본금및자본잉여금 증감            | 2,644  | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 지급                  | 0      | -31   | -31   | -31   |
| <b>외환환산으로 인한 현금변동</b>   | 37     | 0     | 0     | 0     |
| <b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b> | 0      | 0     | 0     | 0     |
| <b>현금증감</b>             | 1,635  | 424   | 179   | 368   |
| 기초현금                    | 273    | 1,908 | 2,332 | 2,511 |
| 기말현금                    | 1,908  | 2,332 | 2,511 | 2,879 |
| <b>FCF</b>              | 473    | 243   | 519   | 457   |

| 주요지표         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 총발행주식수(천주)   | 85,026  | 85,263  | 85,263  | 85,263  |
| 시가총액(십억원)    | 16,027  | 10,487  | 10,487  | 10,487  |
| 주가(원)        | 188,500 | 123,000 | 123,000 | 123,000 |
| EPS(원)       | 3,898   | 2,393   | 4,434   | 4,236   |
| BPS(원)       | 50,922  | 52,813  | 56,888  | 60,765  |
| DPS(원)       | 360     | 360     | 360     | 360     |
| PER(X)       | 48.4    | 52.2    | 28.2    | 29.5    |
| PBR(X)       | 3.7     | 2.4     | 2.2     | 2.1     |
| EV/EBITDA(X) | 24.2    | 25.9    | 13.9    | 14.3    |
| ROE(%)       | 12.5    | 5.2     | 9.0     | 8.0     |
| ROA(%)       | 9.9     | 4.4     | 7.7     | 6.8     |
| ROIC(%)      | 52.8    | 15.0    | 35.3    | 32.7    |
| 배당수익률(%)     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| 부채비율(%)      | 19.8    | 17.0    | 18.2    | 17.3    |
| 순차입금/자기자본(%) | -51.0   | -56.1   | -57.4   | -60.4   |
| 유동비율(%)      | 582.2   | 737.6   | 673.4   | 724.7   |
| 이자보상배율(X)    | 37.8    | 22.2    | 42.7    | 39.6    |
| 총자산회전율       | 0.7     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권 회전율     | 8.8     | 7.4     | 8.8     | 8.1     |
| 재고자산 회전율     | 1,142.8 | 954.7   | 1,132.8 | 1,045.8 |
| 매입채무 회전율     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |

자료: 케이프투자증권

Analyst 정솔이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

## 컴투스 (078340KQ | Buy 신규 | TP 160,000원 신규)

### '스카이랜더스:링오브히어로즈'의 해외 성과가 관건

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 16.0만원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 동사는 주력 게임인 서머너즈워를 중심으로 안정적인 견고한 실적 흐름을 유지하고 있으며, 1분기 글로벌 출시 예정인 '스카이랜더스'의 흥행 가능성도 높다고 판단합니다.

#### 실적전망: 2019년 매출 +20.4%, +24.1% 성장 전망

- 서머너즈워의 경우 지속적인 업데이트와 E-스포츠를 통해 안정적인 실적을 유지해왔으나, 연말부터 가시화되는 국내 게임시장 경쟁 심화의 부정적인 영향은 불가피하다고 판단. 신작 게임의 성과가 더욱더 중요해진 시점.
- 신작의 출시가 지연되었으나, 1Q19부터 본격적으로 주요 기대 신작들의 글로벌 출시가 가시화될 전망.

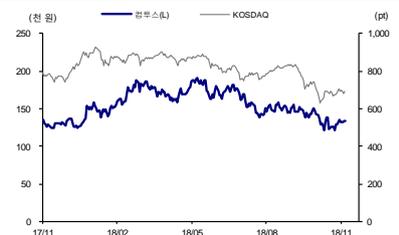
#### '스카이랜더스: 링오브히어로즈'의 해외 흥행 가능성 높다고 판단

- 스카이랜더스의 글로벌 출시가 1Q19로 지연된 상황이나 스카이랜더스 IP 관련 콘텐츠의 출시, 높은 북미/유럽 사전 예약자 지표들을 통해 게임의 흥행 가능성 높아지고 있다고 판단.

#### 투자 의견 Buy(신규), 목표주가 16.0만원(신규)로 커버리지 개시

- 컴투스 투자 의견 Buy, 목표주가 16.0만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12MF EPS 12,115원에 PER 13.2배 (글로벌 Peer 평균)를 적용. 스카이랜더스를 포함한 기존 신작 라인업의 출시 지연 영향으로 주가가 조정 받았으나, 출시일이 다가오면서 기대감 다시 상승할 것으로 기대.
- 1) 주력 게임인 서머너즈워를 중심으로 안정적인 견고한 실적 흐름 유지, 2) 1Q19 예정된 '스카이랜더스:링오브히어로즈'의 글로벌 출시에 따른 실적 성장 모멘텀 유효

#### Stock Data



|            |                     |       |      |
|------------|---------------------|-------|------|
| 주가(11/26)  | 134,200원            |       |      |
| 액면가        | 500원                |       |      |
| 시가총액       | 1,727십억원            |       |      |
| 52주 최고/최저가 | 191,500원 / 121,300원 |       |      |
| 주가상승률      | 1개월                 | 6개월   | 12개월 |
| 절대주가(%)    | -2.0                | -28.7 | 0.4  |
| 상대주가(%)    | -6.6                | -11.0 | 14.4 |

#### 경영실적 전망

| 결산기(12월)  | 단위    | 2016A  | 2017A  | 2018E | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액       | (십억원) | 513    | 508    | 497   | 599    | 621    |
| 영업이익      | (십억원) | 192    | 195    | 159   | 198    | 188    |
| 영업이익률     | (%)   | 37.4   | 38.3   | 32.1  | 33.0   | 30.4   |
| 순이익       | (십억원) | 152    | 142    | 128   | 158    | 152    |
| EPS       | (원)   | 11,796 | 11,066 | 9,926 | 12,314 | 11,821 |
| 증감률       | (%)   | 11.9   | -6.2   | -10.3 | 24.1   | -4.0   |
| PER       | (배)   | 7.4    | 12.3   | 13.3  | 10.7   | 11.1   |
| PBR       | (배)   | 1.7    | 2.2    | 1.9   | 1.6    | 1.5    |
| ROE       | (%)   | 26.5   | 20.4   | 15.7  | 16.8   | 14.1   |
| EV/EBITDA | (배)   | 2.8    | 5.5    | 5.7   | 3.9    | 3.4    |
| 순차입금      | (십억원) | -571   | -670   | -783  | -915   | -1,048 |
| 부채비율      | (%)   | 12.1   | 10.2   | 8.7   | 9.0    | 8.2    |

**Valuation: 투자 의견 Buy, 목표주가 160,000 원 제시**

투자 의견 Buy,  
목표주가 16.0만원  
제시

컴투스의 투자 의견 Buy, 목표주가 16.0 만원을 제시하며 커버리지를 개시한다.  
목표주가는 12 개월 선행 EPS 12,115 원에 Target PER 13.2 배를 적용해 산출되었다.  
Target PER 은 국내외 주요 게임 사업자 평균 12MF PER 을 적용했다.

동사의 투자 의견 Buy 로 제시하는 이유는: 1) 주력 게임인 서머너즈워를 중심으로 안정적인 실적 유지, 2)1Q19 예정된 ‘스카이랜더스:링오브히어로즈’의 글로벌 출시에 따른 실적 성장 모멘텀도 유효하기 때문이다.

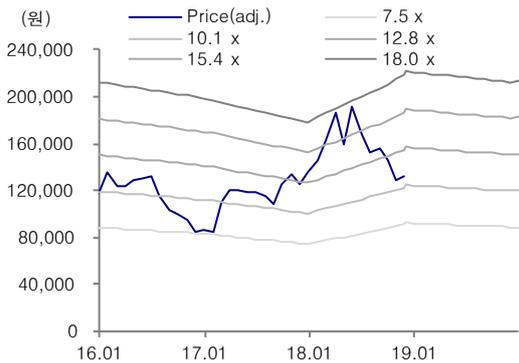
최근 컴투스의 주가는 스카이랜더스를 포함한 신작 게임들의 계속된 출시 지연으로 인한 신작 모멘텀 부재의 영향으로 최근 하락한 상황이다. 그러나 스카이랜더스 IP 관련 콘텐츠의 확대와 높은 북미/유럽 사전 예약자 지표들을 통해 스카이랜더스의 성공 가능성은 확고해지는 상황이다. 1 분기 스카이랜더스 출시가 가시화되면서 주가는 회복할 것으로 기대한다.

표 1. 컴투스 목표주가 산정

|                      |                             |
|----------------------|-----------------------------|
| 12MF EPS             | 12,115                      |
| Target PER           | 13.2 글로벌 게임 Peer 평균 PER에 적용 |
| 적정 주가 (원)            | 159,915                     |
| <b>목표 주가 (원)</b>     | <b>160,000</b>              |
| 현 주가 (원, 18.11.26기준) | 134,200                     |
| Upside (%)           | 19.2                        |

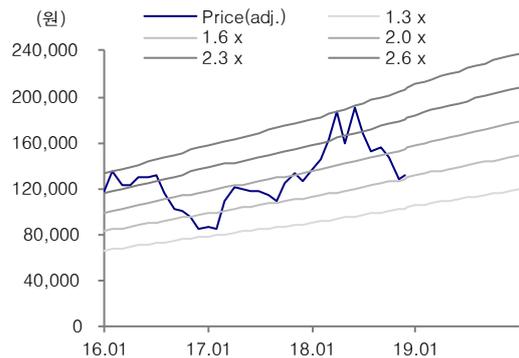
자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 컴투스 12MF PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 컴투스 12MF PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

### ‘스카이랜더스: 링오브히어로즈’의 해외 성과가 관건

2019년  
매출 20.4%  
영업이익 24.1%  
성장 전망

2019년 컴투스의 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 20.4%, 24.1% 성장할 것으로 전망한다. 기존 주력 게임인 ‘서머너즈워’의 경우 국내외 업데이트와 E-스포츠 이벤트 개최를 통한 게임 PLC 장기화가 가능할 것으로 기대된다.

2019년 1월 중 글로벌 론칭 예정인 모바일 게임 ‘스카이랜더스: 링오브히어로즈’의 경우 사전예약 초기 성과는 부진했으나 10월말 파리 게임위크 이후 빠르게 사전예약자 100만명을 돌파했다. 전체 사전예약자 중 북미/유럽 지역 예약자 비중은 75% 수준으로 빠르게 성장하고 있는 북미/유럽 모바일 게임 시장 흥행 가능성이 높다고 판단한다.

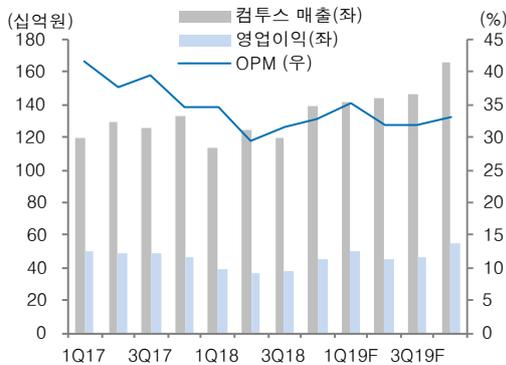
표 2. 컴투스 실적 및 주요 지표 전망

(단위:십억원, %)

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017  | 2018F | 2019F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 114.0 | 124.1 | 119.8 | 139.3 | 142.1 | 144.4 | 146.6 | 165.6 | 508.0 | 497.3 | 598.7 |
| (yoy %) | -5.2  | -4.1  | -4.7  | 5.1   | 24.7  | 16.3  | 22.4  | 18.8  | -1.0  | -2.1  | 20.4  |
| 국내      | 16.8  | 21.1  | 20.4  | 22.4  | 22.9  | 23.3  | 23.8  | 24.3  | 66.3  | 80.7  | 94.3  |
| (yoy %) | 22.5  | 23.6  | 31.1  | 12.0  | 36.6  | 10.7  | 16.7  | 8.2   | -7.1  | 21.7  | 16.9  |
| 해외      | 97.3  | 103.0 | 99.4  | 116.9 | 119.2 | 121.0 | 122.8 | 141.3 | 441.7 | 416.6 | 504.4 |
| (yoy %) | -8.8  | -8.3  | -9.8  | 3.8   | 22.6  | 17.5  | 23.6  | 20.8  | 0.0   | -5.7  | 21.1  |
| 영업비용    | 74.6  | 87.7  | 81.8  | 93.8  | 92.0  | 98.4  | 99.9  | 110.6 | 313.3 | 337.9 | 400.9 |
| (yoy %) | 6.3   | 9.0   | 7.4   | 8.3   | 23.3  | 12.3  | 22.1  | 18.0  | -2.4  | 7.8   | 18.7  |
| 인건비     | 11.3  | 14.3  | 12.4  | 13.6  | 14.2  | 14.4  | 14.7  | 14.9  | 48.3  | 51.6  | 58.3  |
| 마케팅비    | 13.3  | 18.7  | 17.9  | 22.2  | 16.9  | 22.1  | 22.3  | 27.8  | 66.6  | 72.1  | 89.1  |
| 지급수수료   | 41.3  | 44.9  | 42.9  | 48.8  | 51.9  | 52.7  | 54.0  | 57.9  | 165.4 | 177.9 | 216.5 |
| 로열티     | 2.8   | 3.7   | 3.2   | 3.1   | 3.1   | 3.2   | 3.2   | 3.6   | 12.9  | 12.8  | 13.2  |
| 기타      | 5.9   | 6.1   | 5.4   | 6.2   | 5.8   | 6.0   | 5.7   | 6.3   | 20.3  | 23.6  | 23.9  |
| 영업이익    | 39.4  | 36.4  | 38.0  | 45.6  | 50.1  | 45.9  | 46.8  | 54.9  | 194.6 | 159.4 | 197.8 |
| (yoy %) | -21.3 | -25.6 | -23.3 | -1.0  | 27.2  | 26.1  | 23.1  | 20.6  | 1.4   | -18.1 | 24.1  |
| (OPM %) | 34.6  | 29.4  | 31.7  | 32.7  | 35.3  | 31.8  | 31.9  | 33.2  | 38.3  | 32.1  | 33.0  |

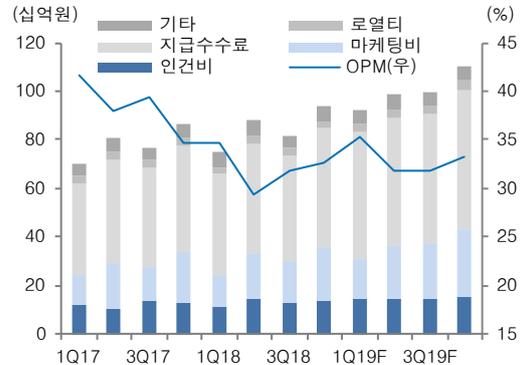
자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 컴투스 매출 및 영업이익 (분기)



자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 컴투스 영업비용 및 영업이익률 (분기)



자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 서머너즈워 월드아레나 챔피언십



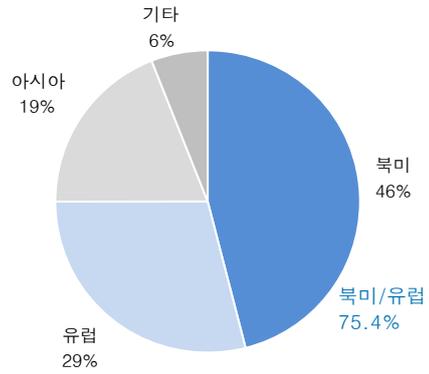
■ SWC2018 결승전 주요 내용

- 유튜브, 트위치 실시간 뷰어 수 전년 대비 35.2% 증가
- 누적 view 약 110만/최대 동접 13만명/현장 관람 1,300+
- : 보는 재미 및 몬스터 활용 신규 전략으로 뷰어 수 증가
- : 'e스포츠 확대 → 서머너즈워 PLC 및 유저 증대' 선순환 구조



자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 스카이랜더스 지역별 사전예약자 수 비중



자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 컴투스 주요 게임 신작 라인업

| 게임명                                | 장르       | 자체개발/퍼블리싱 |
|------------------------------------|----------|-----------|
| 4Q18(12월) 스카이랜더스: 링오브히어로즈 (호주/캐나다) | 전략RPG    | 자체개발      |
| 1Q19(1월) 스카이랜더스: 링오브히어로즈 (글로벌)     | 전략RPG    | 자체개발      |
| 1H19 댄스빌                           | 샌드박스 캐주얼 | 자체개발      |
| 버디크러시                              | 스포츠      | 자체개발      |
| 히어로즈워2                             | RPG      | 자체개발      |
| 2H19 서머너즈워 MMORPG                  | MMORPG   | 자체개발      |

자료: 컴투스, 케이프투자증권 리서치본부

| 재무상태표       |            |            |              |              |
|-------------|------------|------------|--------------|--------------|
| (십억원)       | 2017A      | 2018E      | 2019E        | 2020E        |
| 유동자산        | 768        | 879        | 1,030        | 1,167        |
| 현금및현금성자산    | 26         | 153        | 155          | 260          |
| 매출채권 및 기타채권 | 88         | 86         | 104          | 108          |
| 재고자산        | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 비유동자산       | 70         | 68         | 73           | 74           |
| 투자자산        | 35         | 34         | 41           | 42           |
| 유형자산        | 3          | 2          | 2            | 1            |
| 무형자산        | 3          | 2          | 1            | 0            |
| <b>자산총계</b> | <b>838</b> | <b>947</b> | <b>1,103</b> | <b>1,241</b> |
| 유동부채        | 77         | 75         | 90           | 93           |
| 매입채무 및 기타채무 | 2          | 1          | 2            | 2            |
| 단기차입금       | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 유동성장기부채     | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 비유동부채       | 1          | 1          | 1            | 1            |
| 사채 및 장기차입금  | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>부채총계</b> | <b>77</b>  | <b>76</b>  | <b>91</b>    | <b>95</b>    |
| 지배기업소유지분    | 761        | 871        | 1,012        | 1,147        |
| 자본금         | 6          | 6          | 7            | 7            |
| 자본잉여금       | 208        | 210        | 218          | 220          |
| 이익잉여금       | 560        | 670        | 811          | 946          |
| 기타자본        | -14        | -14        | -14          | -14          |
| 비지배지분       | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>자본총계</b> | <b>761</b> | <b>871</b> | <b>1,012</b> | <b>1,147</b> |
| 총차입금        | 0          | 0          | 0            | 0            |
| 순차입금        | -670       | -783       | -915         | -1,048       |

| 포괄손익계산서        |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 매출액            | 508   | 497   | 599   | 621   |
| 증가율(%)         | -1.0  | -2.1  | 20.4  | 3.7   |
| 매출원가           | 51    | 50    | 60    | 63    |
| 매출총이익          | 457   | 447   | 538   | 558   |
| 매출총이익률(%)      | 89.9  | 89.9  | 89.9  | 89.9  |
| 판매비와 관리비       | 262   | 288   | 340   | 370   |
| 영업이익           | 195   | 159   | 198   | 188   |
| 영업이익률(%)       | 38.3  | 32.1  | 33.0  | 30.4  |
| EBITDA         | 197   | 161   | 199   | 189   |
| EBITDA M%      | 38.9  | 32.4  | 33.2  | 30.5  |
| 영업외손익          | -1    | 12    | 14    | 16    |
| 지분법관련손익        | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 금융손익           | 8     | 12    | 14    | 16    |
| 기타영업외손익        | -10   | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익           | 193   | 171   | 212   | 205   |
| 법인세비용          | 51    | 44    | 53    | 52    |
| 당기순이익          | 142   | 128   | 158   | 152   |
| 지배주주순이익        | 142   | 128   | 158   | 152   |
| 지배주주순이익률(%)    | 28.0  | 25.7  | 26.5  | 24.5  |
| 비지배주주순이익       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익         | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 141   | 128   | 158   | 152   |
| EPS 증가율(%, 지배) | -6.2  | -10.3 | 24.1  | -4.0  |
| 이자손익           | 10    | 12    | 14    | 16    |
| 총외화관련손익        | -6    | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표            |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| (십억원)            | 2017A      | 2018E      | 2019E      | 2020E      |
| 영업활동 현금흐름        | 135        | 130        | 156        | 152        |
| 영업에서 창출된 현금흐름    | 181        | 162        | 195        | 188        |
| 이자 수취            | 8          | 12         | 14         | 16         |
| 이자 지급            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 배당금 수입           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 법인세부담액           | -55        | -44        | -53        | -52        |
| 투자활동 현금흐름        | -182       | 14         | -136       | -29        |
| 유동자산의 감소(증가)     | -164       | 14         | -129       | -28        |
| 투자자산의 감소(증가)     | -12        | 1          | -7         | -1         |
| 유형자산 감소(증가)      | -1         | 0          | 0          | 0          |
| 무형자산 감소(증가)      | -1         | 0          | 0          | 0          |
| 재무활동 현금흐름        | -16        | -18        | -17        | -17        |
| 사채 및 차입금증가(감소)   | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 자본금및자본잉여금 증감     | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 배당금 지급           | -17        | -18        | -17        | -17        |
| 외환환산으로 인한 현금변동   | -1         | 0          | 0          | 0          |
| 연결범위변동으로 인한 현금증감 | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>현금증감</b>      | <b>-64</b> | <b>127</b> | <b>3</b>   | <b>105</b> |
| 기초현금             | 90         | 26         | 153        | 155        |
| 기말현금             | 26         | 153        | 155        | 260        |
| <b>FCF</b>       | <b>133</b> | <b>130</b> | <b>156</b> | <b>152</b> |

| 주요지표         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 총발행주식수(천주)   | 12,866  | 12,866  | 12,866  | 12,866  |
| 시가총액(십억원)    | 1,751   | 1,696   | 1,696   | 1,696   |
| 주가(원)        | 136,100 | 131,800 | 131,800 | 131,800 |
| EPS(원)       | 11,066  | 9,926   | 12,314  | 11,821  |
| BPS(원)       | 60,724  | 69,292  | 80,247  | 90,710  |
| DPS(원)       | 1,400   | 1,400   | 1,400   | 1,400   |
| PER(X)       | 12.3    | 13.5    | 10.9    | 11.4    |
| PBR(X)       | 2.2     | 1.9     | 1.7     | 1.5     |
| EV/EBITDA(X) | 5.5     | 5.8     | 4.1     | 3.6     |
| ROE(%)       | 20.4    | 15.7    | 16.8    | 14.1    |
| ROA(%)       | 18.4    | 14.3    | 15.5    | 13.0    |
| ROIC(%)      | 684.0   | 456.7   | 561.1   | 500.2   |
| 배당수익률(%)     | 1.0     | 1.1     | 1.1     | 1.1     |
| 부채비율(%)      | 10.2    | 8.7     | 9.0     | 8.2     |
| 순차입금/자기자본(%) | -88.1   | -89.9   | -90.4   | -91.3   |
| 유동비율(%)      | 1,003.8 | 1,174.0 | 1,142.2 | 1,248.4 |
| 이자보상배율(X)    | 8,420.1 | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 총자산회전율       | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| 매출채권 회전율     | 6.3     | 5.7     | 6.3     | 5.9     |
| 재고자산 회전율     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매입채무 회전율     | 9.5     | 33.3    | 36.8    | 34.3    |

자료: 케이프투자증권

Analyst 정술이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

## 게임빌 (063080KQ | Hold 신규 | TP 60,000원 신규)

### 신작 게임의 흥행 전까지 조심스러운 접근 필요

동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 6.0만원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 동사는 지난 3년간 지속적인 업데이트를 통해 기존 주력 게임 PLC의 장기화가 두드러졌으나 신작 흥행 부재로 영업적자가 이어지고 있습니다. 국내 시장 경쟁 심화와 컴투스 지분가치 하락 등을 감안 시 신작의 흥행 확인 전까지는 조심스러운 접근이 필요하다고 판단합니다.

#### 2019년 신규 게임에 대한 기대감은 유효

- 동사 지난 3년간 신규 게임의 흥행 부재로 영업적자가 이어지고 있는 상황에서 최근 탈리온이 10월 론칭한 일본 시장에서 양호한 초기 성과를 거두며, 실적 개선 가능성 확대되는 상황.
- 탈리온 글로벌 출시 외에도 2019년 출시 예정 게임 4 종의 성과 여부에 따라 구조적인 실적 회복 여부 결정될 전망

#### 실적전망: 2018년, 2019년 매출 +12%, +36% 성장 전망

- 2019년 매출과 영업이익 각각 161.7십억원(+36.2%YoY), -0.9십억원(적자지속) 전망.
- 국내 시장 경쟁 심화와 일부 기존 게임의 노후화에 따라 국내 게임 매출의 역성장 이어질 것으로 예상.
- ‘엘룬’과 ‘NBA Now’ 등 신규 게임 출시, 탈리온의 글로벌 출시 확대와 해외 매출 성장성 확대가 두드러질 전망
- 영업 레버리지 효과로 영업실적은 소폭의 적자를 유지하나 전년비 개선된 모습을 보일 것으로 예상.

#### 투자의견 Hold(신규), 목표주가 6.0만원(신규)로 커버리지 개시

- 게임빌 투자의견 Hold, 목표주가 6.0만원으로 커버리지 개시. 2019년 해외 매출 확대로 매출 성장률이 개선될 전망. 동사의 지속적인 업데이트를 통한 주요 게임의 PLC 장기화와 신작 출시는 긍정적. 그러나, 국내 시장 경쟁 심화와 컴투스 주가 하락에 따른 지분가치 하락 등 감안 시 신작 흥행 확인 전까지는 조심스러운 접근이 필요하다고 판단.



경영실적 전망

| 계산기(12월)  | 단위    | 2016A | 2017A | 2018E  | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액       | (십억원) | 161   | 106   | 119    | 162   | 205   |
| 영업이익      | (십억원) | 4     | -20   | -8     | -1    | 3     |
| 영업이익률     | (%)   | 2.6   | -18.9 | -6.7   | -0.6  | 1.3   |
| 순이익       | (십억원) | 29    | 8     | 21     | 29    | 33    |
| EPS       | (원)   | 4,516 | 1,211 | 3,189  | 4,402 | 5,038 |
| 증감률       | (%)   | 46.8  | -73.2 | 163.4  | 38.0  | 14.4  |
| PER       | (배)   | 10.8  | 76.2  | 17.3   | 12.6  | 11.0  |
| PBR       | (배)   | 1.3   | 2.5   | 1.4    | 1.2   | 1.1   |
| ROE       | (%)   | 13.1  | 3.4   | 8.3    | 10.5  | 10.8  |
| EV/EBITDA | (배)   | 39.0  | -44.4 | -104.7 | 219.7 | 107.5 |
| 순차입금      | (십억원) | 20    | 42    | 43     | 105   | 164   |
| 부채비율      | (%)   | 38.7  | 38.4  | 23.4   | 26.5  | 28.7  |

Valuation: 투자의견 Hold, 목표주가 60,000 원 제시

투자의견 Hold,  
목표주가 6.0만원  
제시

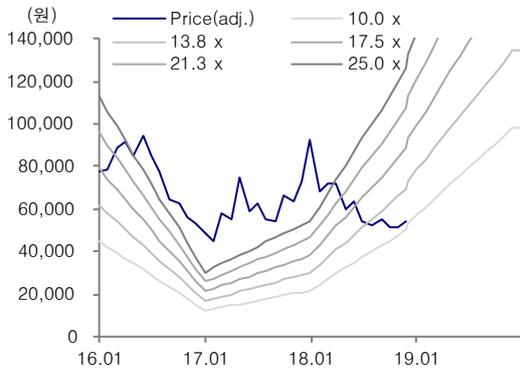
게임빌 (063080KQ) 투자의견 Hold, 목표주가 6.0 만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 4,301 원에 Target PER 140 배를 적용해 산출되었다. Target PER 은 국내외 주요 게임 사업자 평균 19F PER 을 18% 할인했다. 동사의 지속적인 업데이트를 통한 주요 RPG 게임의 PLC 장기화와 신작 출시는 긍정적이다. 그러나, 연말부터 본격화되는 경쟁사들의 신작 모바일 게임 출시와 중국게임들의 영향력 확대에 따른 국내 매출 감소 불가피하다고 판단한다. 또한, 최근 컴투스의 주가 하락에 따른 지분가치 하락 등을 감안시 신규 게임들의 성과를 확인하기 전까지는 조심스러운 접근이 필요하다고 판단한다.

표 1. 게임빌 목표주가 산정

|                      |                                   |
|----------------------|-----------------------------------|
| 12MF EPS             | 4,301                             |
| Target PER           | 14.0 글로벌 게임 Peer 평균 PER 18% 할인 적용 |
| 적정 주가 (원)            | 60,213                            |
| <b>목표 주가 (원)</b>     | <b>60,000</b>                     |
| 현 주가 (원, 18.11.26기준) | 55,300                            |
| Upside (%)           | 8.5                               |

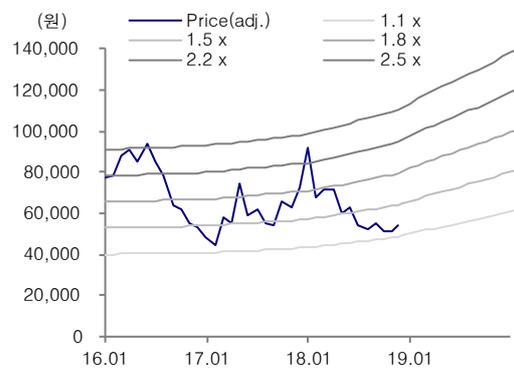
자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 게임빌 12MF PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 게임빌 12MF PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

### 2019 년 신규 게임과 해외 매출 확대로 매출 성장률 확대

18년 매출 12%  
19년 매출 36%  
성장 전망

게임빌의 2018 년 매출과 영업이익은 각각 118.7 십억원(+11.6%YoY), -8.0 십억원 (적자지속)으로 예상된다. 4 분기 지난 9 월 대규모 업데이트 이후 안정적인 트래픽을 유지하고 있는 ‘별의 되어라’의 실적 성장과 함께 10 월 18 일 일본시장에 론칭한 ‘탈리온’의 초기 성과 영향으로 전분기 대비 개선된 실적을 전망한다.

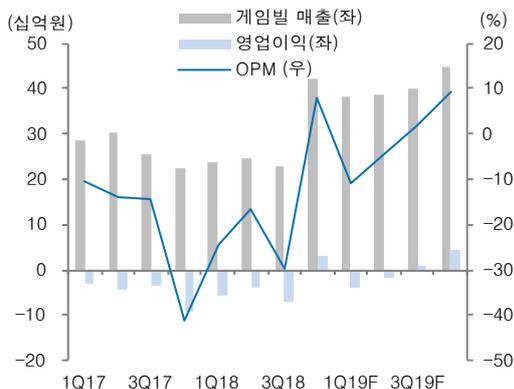
2019 년 동사의 매출과 영업이익은 각각 161.7 십억원(+36.2%YoY), -0.9 십억원 (적자지속)으로 전망한다. 일부 기존 게임 노후화가 지속됨에 따라 국내 게임 매출의 역성장 이어질 전망이다. ‘엘룬’과 ‘NBA Now’ 등 신규 게임 출시, 탈리온의 글로벌 출시 확대와 주력 게임의 매출 안정화 영향으로 해외 매출의 성장성 확대가 두드러질 전망이다. 이에 따라 영업레버리지 효과가 확대될 것으로 기대되나, 신작 출시 및 기존 게임 글로벌 출시에 따른 마케팅 비용 증가 영향으로 내년에도 영업실적 적자가 지속될 전망이다.

표 2. 게임빌 실적 및 주요 지표 전망 (단위:십억원, %)

|         | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017  | 2018F | 2019F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 23.6  | 24.5  | 23.0  | 42.2  | 38.1  | 38.7  | 40.2  | 44.7  | 106.4 | 118.7 | 161.7 |
| (yoy %) | -17.5 | -18.9 | -9.4  | 90.1  | 61.4  | 58.0  | 74.8  | 5.9   | -33.9 | 11.6  | 36.2  |
| 국내      | 10.7  | 8.4   | 9.9   | 11.0  | 8.4   | 8.4   | 8.4   | 9.4   | 47.4  | 40.0  | 34.5  |
| 해외      | 12.9  | 16.1  | 13.2  | 36.5  | 29.7  | 30.3  | 31.8  | 35.3  | 59.0  | 78.7  | 127.2 |
| 영업비용    | 29.4  | 28.6  | 29.8  | 38.9  | 42.2  | 40.4  | 39.5  | 40.5  | 126.4 | 126.7 | 162.6 |
| (yoy %) | -7.0  | -16.9 | 2.4   | 24.3  | 43.5  | 41.3  | 32.6  | 4.1   | -19.8 | 0.2   | 28.3  |
| 인건비     | 8.7   | 10.2  | 9.7   | 10.5  | 9.8   | 10.7  | 10.3  | 10.9  | 32.8  | 39.1  | 41.7  |
| 마케팅비    | 4.6   | 1.2   | 3.0   | 5.1   | 6.2   | 3.7   | 3.8   | 3.9   | 11.4  | 13.9  | 17.6  |
| 지급수수료   | 6.4   | 6.1   | 6.3   | 9.8   | 10.5  | 10.1  | 10.4  | 9.7   | 35.7  | 28.6  | 40.7  |
| 로열티     | 4.5   | 4.9   | 4.9   | 7.3   | 9.3   | 9.1   | 8.9   | 9.3   | 25.3  | 21.6  | 36.6  |
| 기타      | 5.1   | 6.3   | 5.9   | 6.2   | 6.4   | 6.8   | 6.1   | 6.7   | 21.2  | 23.5  | 26.0  |
| 영업이익    | -5.8  | -4.1  | -6.8  | 3.3   | -4.1  | -1.7  | 0.7   | 4.2   | -20.0 | -8.0  | -0.9  |
| (yoy %) | 적지    | 적지    | 적지    | 흑전    | 적지    | 적지    | 흑전    | 27.3  | 적전    | 적지    | 적지    |
| (OPM %) | -24.6 | -16.7 | -29.6 | 7.8   | -10.8 | -4.4  | 1.7   | 9.4   | -18.8 | -6.7  | -0.6  |

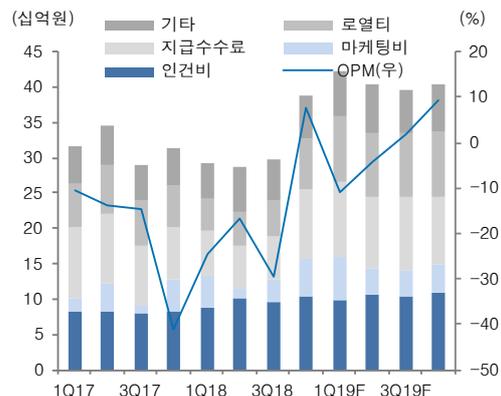
자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 게임빌 매출 및 영업이익 (분기)



자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 게임빌 영업비용 및 영업이익률 (분기)



자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 별이 되어라 2018년 국내 이용자 추이



주: 안드로이드 OS 기준, WAU: 주간 순 이용자  
 자료: 코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 탈리온 일본 모바일 게임 매출 순위



자료: 앱애니, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. 엘룬: 19년 1월 대만/홍콩/마카오 출시



자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. NBA NOW: NBA 공식 라이선스 스포츠 게임



자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 게임빌 주요 게임 신작 라인업

|             | 게임명              | 장르     | 자체개발/퍼블리싱 |
|-------------|------------------|--------|-----------|
| 4Q18(10.18) | 탈리온 (일본)         | MMORPG | 자체개발      |
| 4Q18(12월)   | 코스모 듀얼 (캐나다/브라질) | 캐주얼 퍼즐 | 자체개발      |
| 1Q19(1월)    | 엘룬 (대만/홍콩/마카오)   | 전략 RPG | 자체개발      |
| 1Q19(1월)    | NBA NOW (호주)     | 스포츠    | 자체개발      |
| 1Q19        | 게임빌 프로야구 (국내)    | 스포츠    | 자체개발      |
| 2019        | 피싱마스터2           | 스포츠    | 자체개발      |

자료: 게임빌, 케이프투자증권 리서치본부

인터넷/게임 옥석가리기

| 재무상태표       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)       | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산        | 36    | -4    | -47   | -66   |
| 현금및현금성자산    | 10    | -33   | -87   | -116  |
| 매출채권 및 기타채권 | 9     | 10    | 14    | 17    |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산       | 300   | 323   | 417   | 516   |
| 투자자산        | 247   | 275   | 373   | 473   |
| 유형자산        | 28    | 25    | 23    | 22    |
| 무형자산        | 7     | 5     | 4     | 4     |
| 자산총계        | 336   | 319   | 370   | 450   |
| 유동부채        | 56    | 23    | 30    | 38    |
| 매입채무 및 기타채무 | 14    | 15    | 21    | 26    |
| 단기차입금       | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 유동성장기부채     | 36    | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 37    | 39    | 47    | 55    |
| 사채 및 장기차입금  | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 부채총계        | 93    | 62    | 77    | 93    |
| 지배기업소유지분    | 241   | 262   | 292   | 325   |
| 자본금         | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 자본잉여금       | 76    | 76    | 76    | 76    |
| 이익잉여금       | 169   | 190   | 219   | 252   |
| 기타자본        | -7    | -7    | -7    | -7    |
| 비지배지분       | 1     | 1     | 1     | 2     |
| 자본총계        | 243   | 264   | 293   | 326   |
| 총차입금        | 54    | 18    | 18    | 18    |
| 순차입금        | 42    | 43    | 105   | 164   |

| 현금흐름표            |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)            | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름        | -21   | -13   | -2    | 15    |
| 영업에서 창출된 현금흐름    | -17   | -10   | 0     | 15    |
| 이자 수취            | 0     | 0     | -1    | -1    |
| 이자 지급            | -2    | -1    | -1    | -1    |
| 배당금 수입           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 법인세부담액           | -2    | -1    | -1    | 2     |
| 투자활동 현금흐름        | 3     | 5     | -51   | -44   |
| 유동자산의 감소(증가)     | 3     | 0     | -1    | -1    |
| 투자자산의 감소(증가)     | -30   | 5     | -51   | -43   |
| 유형자산 감소(증가)      | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)      | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동 현금흐름        | -2    | 9     | -5    | -2    |
| 사채 및 차입금증가(감소)   | -2    | 9     | -5    | -1    |
| 자본금및자본잉여금 증감     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 지급           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환환산으로 인한 현금변동   | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 연결범위변동으로 인한 현금증감 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금증감             | -21   | -44   | -54   | -29   |
| 기초현금             | 32    | 10    | -33   | -87   |
| 기말현금             | 10    | -33   | -87   | -116  |
| FCF              | -23   | -13   | -2    | 15    |

자료: 케이프투자증권

| 포괄손익계산서        |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 매출액            | 106   | 119   | 162   | 205   |
| 증가율(%)         | -34.1 | 11.6  | 36.2  | 26.9  |
| 매출원가           | 50    | 56    | 76    | 97    |
| 매출총이익          | 56    | 63    | 85    | 108   |
| 매출총이익률(%)      | 52.7  | 52.7  | 52.7  | 52.7  |
| 판매비와 관리비       | 76    | 71    | 86    | 106   |
| 영업이익           | -20   | -8    | -1    | 3     |
| 영업이익률(%)       | -18.9 | -6.7  | -0.6  | 1.3   |
| EBITDA         | -15   | -4    | 2     | 5     |
| EBITDA M%      | -13.8 | -3.3  | 1.3   | 2.4   |
| 영업외손익          | 27    | 36    | 39    | 45    |
| 지분법관련손익        | 33    | 41    | 48    | 53    |
| 금융손익           | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 기타영업외손익        | -5    | -4    | -8    | -6    |
| 세전이익           | 7     | 28    | 38    | 48    |
| 법인세비용          | -1    | 7     | 9     | 14    |
| 당기순이익          | 8     | 21    | 29    | 33    |
| 지배주주순이익        | 8     | 21    | 29    | 33    |
| 지배주주순이익률(%)    | 7.5   | 17.8  | 18.0  | 16.3  |
| 비지배주주순이익       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익         | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 7     | 21    | 29    | 33    |
| EPS 증가율(%, 지배) | -73.2 | 163.4 | 38.0  | 14.4  |
| 이자손익           | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 총외화관련손익        | -1    | 0     | 0     | 0     |

| 주요지표         |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 총발행주식수(천주)   | 6,595  | 6,595  | 6,595  | 6,595  |
| 시가총액(십억원)    | 609    | 365    | 365    | 365    |
| 주가(원)        | 92,300 | 55,300 | 55,300 | 55,300 |
| EPS(원)       | 1,211  | 3,189  | 4,402  | 5,038  |
| BPS(원)       | 37,208 | 40,397 | 44,799 | 49,837 |
| DPS(원)       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| PER(X)       | 76.2   | 17.3   | 12.6   | 11.0   |
| PBR(X)       | 2.5    | 1.4    | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA(X) | -44.4  | -104.7 | 219.7  | 107.5  |
| ROE(%)       | 3.4    | 8.3    | 10.5   | 10.8   |
| ROA(%)       | 2.4    | 6.4    | 8.4    | 8.4    |
| ROIC(%)      | -47.9  | -9.5   | 20.0   | 27.6   |
| 배당수익률(%)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 부채비율(%)      | 38.4   | 23.4   | 26.5   | 28.7   |
| 순차입금/자기자본(%) | 17.2   | 16.5   | 35.8   | 50.3   |
| 유동비율(%)      | 64.6   | 6.9    | -165.0 | -260.1 |
| 이자보상배율(X)    | -12.4  | -7.6   | -1.7   | 5.1    |
| 총자산회전율       | 0.3    | 0.4    | 0.5    | 0.5    |
| 매출채권 회전율     | 9.9    | 12.3   | 13.5   | 13.1   |
| 재고자산 회전율     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매입채무 회전율     | 3.6    | 3.9    | 4.2    | 4.1    |

Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경내역

엔씨소프트(036570) 주가 및 목표주가 추이

|      |            |            |            |            |            |            |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 제시일자 | 2016-11-14 | 2016-12-21 | 2017-02-15 | 2017-04-25 | 2017-05-11 | 2017-05-16 |  |
| 투자이전 | Buy        | Buy        | Buy        | Hold       | Hold       | Hold       |  |
| 목표주가 | 70,000원    | 310,000원   | 380,000원   | 380,000원   | 380,000원   | 380,000원   |  |
| 제시일자 | 2017-08-07 | 2017-11-09 | 2017-12-26 | 2018-02-07 | 2018-11-27 | 2018-11-27 |  |
| 투자이전 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | 담당자 변경     | Buy        |  |
| 목표주가 | 450,000원   | 520,000원   | 520,000원   | 520,000원   |            | 600,000원   |  |
| 제시일자 |            |            |            |            |            |            |  |
| 투자이전 |            |            |            |            |            |            |  |
| 목표주가 |            |            |            |            |            |            |  |

목표주가 변동 내역별 괴리율

| 제시일자       | 투자이전 | 목표주가     | 괴리율(%)_평균 | 괴리율(%)_최고(최저) |
|------------|------|----------|-----------|---------------|
| 2016-11-14 | Buy  | 70,000원  | 260.91    | 288.57        |
| 2016-12-21 | Buy  | 310,000원 | -8.95     | 1.94          |
| 2017-02-15 | Buy  | 380,000원 | -19.25    | -3.55         |
| 2017-04-25 | Hold | 380,000원 | -17.03    | -0.39         |
| 2017-08-07 | Buy  | 450,000원 | -5.68     | 6.33          |
| 2017-11-09 | Buy  | 520,000원 | -13.06    | -6.15         |
| 2018-11-09 | 1년경과 | 520,000원 | -21.95    | -6.15         |
| 2018-11-27 | Buy  | 600,000원 |           |               |

필어비스(263750) 주가 및 목표주가 추이

|      |            |            |            |            |            |            |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 제시일자 | 2017-10-25 | 2017-11-13 | 2017-12-25 | 2018-02-13 | 2018-11-27 | 2018-11-27 |  |
| 투자이전 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | 담당자 변경     | Buy        |  |
| 목표주가 | 230,000원   | 230,000원   | 330,000원   | 330,000원   |            | 289,000원   |  |
| 제시일자 |            |            |            |            |            |            |  |
| 투자이전 |            |            |            |            |            |            |  |
| 목표주가 |            |            |            |            |            |            |  |
| 제시일자 |            |            |            |            |            |            |  |
| 투자이전 |            |            |            |            |            |            |  |
| 목표주가 |            |            |            |            |            |            |  |

목표주가 변동 내역별 괴리율

| 제시일자       | 투자이전 | 목표주가     | 괴리율(%)_평균 | 괴리율(%)_최고(최저) |
|------------|------|----------|-----------|---------------|
| 2017-10-25 | Buy  | 230,000원 | -37.31    | -34.43        |
| 2017-12-25 | Buy  | 330,000원 | -25.19    | -18.30        |
| 2018-11-27 | Buy  | 289,000원 |           |               |

인터넷/게임 옥석가리기

**더블유게임즈(192080) 주가 및 목표주가 추이**

|      |            |            |            |  |  |  |
|------|------------|------------|------------|--|--|--|
| 제시일자 | 2016-01-15 | 2018-11-27 | 2018-11-27 |  |  |  |
| 투자의견 | Buy        | 담당자 변경     | Buy        |  |  |  |
| 목표주가 | 65,000원    |            | 98,000원    |  |  |  |
| 제시일자 |            |            |            |  |  |  |
| 투자의견 |            |            |            |  |  |  |
| 목표주가 |            |            |            |  |  |  |

**목표주가 변동 내역별 괴리율**

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율(%_평균) | 괴리율(%_최고(최저)) |
|------------|------|---------|-----------|---------------|
| 2016-01-15 | Buy  | 65,000원 | -42.76    | -33.69        |
| 2017-01-15 | 1년경과 | 65,000원 | -31.54    | 2.46          |
| 2018-11-27 | Buy  | 98,000원 |           |               |

**넷마블(251270) 주가 및 목표주가 추이**

|      |            |            |            |            |            |            |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 제시일자 | 2017-04-25 | 2017-08-14 | 2017-10-11 | 2017-11-07 | 2017-11-19 | 2018-01-14 |  |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |  |
| 목표주가 | -          | 160,000원   | 180,000원   | 230,000원   | 230,000원   | 230,000원   |  |
| 제시일자 | 2018-02-06 | 2018-11-27 | 2018-11-27 |            |            |            |  |
| 투자의견 | Buy        | 담당자 변경     | Buy        |            |            |            |  |
| 목표주가 | 230,000원   |            | 158,000원   |            |            |            |  |

**목표주가 변동 내역별 괴리율**

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 괴리율(%_평균) | 괴리율(%_최고(최저)) |
|------------|------|----------|-----------|---------------|
| 2017-04-25 | Buy  | -        | -         | -             |
| 2017-08-14 | Buy  | 160,000원 | -6.48     | -1.25         |
| 2017-10-11 | Buy  | 180,000원 | -4.44     | 3.61          |
| 2017-11-07 | Buy  | 230,000원 | -18.45    | -16.30        |
| 2018-11-07 | 1년경과 | 230,000원 | -36.34    | -13.26        |
| 2018-11-27 | Buy  | 158,000원 |           |               |

인터넷/게임 옥석가리기

컴투스(078340) 주가 및 목표주가 추이

|      |            |            |            |            |            |            |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 제시일자 | 2016-11-14 | 2017-02-15 | 2017-04-25 | 2017-05-14 | 2017-08-08 | 2017-11-07 |  |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |  |
| 목표주가 | 70,000원    | 150,000원   | 150,000원   | 160,000원   | 160,000원   | 150,000원   |  |
| 제시일자 | 2018-02-05 | 2018-03-26 | 2018-11-27 | 2018-11-27 |            |            |  |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | 담당자 변경     | Buy        |            |            |  |
| 목표주가 | 180,000원   | 220,000원   |            | 160,000원   |            |            |  |
| 제시일자 |            |            |            |            |            |            |  |
| 투자의견 |            |            |            |            |            |            |  |
| 목표주가 |            |            |            |            |            |            |  |

목표주가 변동 내역별 괴리율

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 괴리율(%)_평균 | 괴리율(%)_최고(최저) |
|------------|------|----------|-----------|---------------|
| 2016-11-14 | Buy  | 70,000원  | 27.36     | 56.43         |
| 2017-02-15 | Buy  | 150,000원 | -21.92    | -13.07        |
| 2017-05-14 | Buy  | 160,000원 | -26.61    | -18.75        |
| 2017-11-07 | Buy  | 150,000원 | -11.03    | 6.07          |
| 2018-02-05 | Buy  | 180,000원 | -9.62     | 4.06          |
| 2018-03-26 | Buy  | 220,000원 | -27.63    | -12.95        |
| 2018-11-27 | Buy  | 160,000원 |           |               |

게임빌(063080) 주가 및 목표주가 추이

|      |            |            |            |            |            |            |  |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 제시일자 | 2016-11-14 | 2017-02-15 | 2017-04-25 | 2017-05-14 | 2017-08-11 | 2018-02-27 |  |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |  |
| 목표주가 | 70,000원    | 70,000원    | 80,000원    | 80,000원    | 70,000원    | 83,000원    |  |
| 제시일자 | 2018-11-27 | 2018-11-27 |            |            |            |            |  |
| 투자의견 | 담당자 변경     | Hold       |            |            |            |            |  |
| 목표주가 |            | 60,000원    |            |            |            |            |  |
| 제시일자 |            |            |            |            |            |            |  |
| 투자의견 |            |            |            |            |            |            |  |
| 목표주가 |            |            |            |            |            |            |  |

목표주가 변동 내역별 괴리율

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율(%)_평균 | 괴리율(%)_최고(최저) |
|------------|------|---------|-----------|---------------|
| 2016-11-14 | Buy  | 70,000원 | -29.63    | -17.00        |
| 2017-04-25 | Buy  | 80,000원 | -18.03    | -6.38         |
| 2017-08-11 | Buy  | 70,000원 | -2.48     | 32.14         |
| 2018-02-27 | Buy  | 83,000원 | -30.50    | -8.67         |
| 2018-11-27 | Hold | 60,000원 |           |               |

## 인터넷/게임 옥석가리기

\*과리율 선정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## Ratings System

| 구분     | 대상기간 | 투자의견   | 비고  |
|--------|------|--|---|
| [기업분석] | 12개월 | BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만) | * 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. |
| [산업분석] | 12개월 | Overweight · Neutral · Underweight             |   |
| [투자비용] | 12개월 | 매수(93.25%) · 매도(0.00%) · 중립(6.75%)             | * 기준일 2018.09.30까지                                |

## Compliance

- 동 자료에 게시된 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 담당자 및 그배우자는 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.