산업분석

인터넷/게임

2018. 12. 3

Overweight

게임주 무엇이 Key Point인가?

실적인가? 밸류에이션인가? 신작인가?

Part I 주요 게임주 주가 동향 및 원인 점검
Part II 주요 게임주 신작 일정 점검 및 신작모멘텀 비교
Part III 주요 게임주 실적 점검 및 단기 실적모멘텀 비교
Part IV Global Peer 대비 펀드멘털 & Valuation 지표 비교
Part V 업체별 투자매력도 평가

eBEST
이베스트투자증권

안녕하세요.
이베스트투자증권 **성종화, 박우성** 입니다.

엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 웹젠 등 PC MMORPG IP 기반
모바일 MMORPG 신작이 주가의 핵심 모멘텀으로 작용하는 업체들의 주가는
2017년 강한 상승세를 시현했으나 2018년 들어 혹독한 조정의 터널에 진입하였습니다.
이들 업체들의 2018년 주가 약세는 실적부진 및 신작 일정 연기 등 자체적인 요인에다
주식시장 침체 등 대외적 요인이 겹쳤기 때문이었습니다.

게임주 주가는 주가를 결정하는 여러 모멘텀들 중 특히 "신작모멘텀"의 영향을 가장 많이 받는
특징이 있습니다. 게임주는 성장주이므로 밸류에이션 모멘텀보다는 실적모멘텀이 주가에 더 크게
작용합니다. 그러나, 실적모멘텀보다 훨씬 더 큰 영향력을 발휘하는 것이 신작모멘텀입니다.

신작의 히트 확률이 높을수록 향후 기대신작들의 신작모멘텀에 대한 신뢰도는 높아지게 됩니다.
반대로 히트 실패 사례가 반복되면 향후 기대신작들에 대한 사전 기대감 측면 신작모멘텀에 대한
신뢰도도 많이 약화되겠지요. 간헐적인 신작 히트에도 불구하고 비용 증가, 여타 게임 부진 등의
이유로 실적모멘텀으로 이어지지 못할 경우에도 신작모멘텀에 대한 신뢰도는 약화하게 됩니다.

신작모멘텀과 실적모멘텀이 반복되며 상호 건전한 상호작용을 할 경우에는 강한 밸류에이션
프리미엄이 가능하나 이 부분이 부진할 경우 밸류에이션 프리미엄도 크게 희석됩니다.
게임주 주가를 결정하는 가장 강력한 모멘텀은 신작모멘텀이나 실적모멘텀, 밸류에이션 모멘텀
등도 전혀 필요 없는 것은 아니며 서로 유기적으로 상호작용하는 관계인 것입니다.

본 보고서에서는
2018년 주요 게임주의 실적, 밸류에이션, 신작모멘텀의 상관관계에 따른
주가 동향을 복기해보고 향후 기대신작 일정을 중심으로 한 신작모멘텀 대응 전략을 모색해보고자 합니다.

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

자료는 **5개 Part**로 구성했습니다.

[Part I. 주요 게임주 주가 동향 및 원인 점검]

엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 웹젠 등 PC MMORPG IP 기반 모바일 MMORPG 신작이 주가의 핵심 모멘텀으로 작용하는 업체들의 주가는 2017년 강한 상승세를 시현했으나 2018년 들어 혹독한 조정의 터널에 진입하였습니다. 이들 업체들의 2018년 주가 약세는 실적부진 및 신작 일정 연기 등 자체적인 요인에다 주식시장 침체 등 대외적 요인이 겹쳤기 때문이었습니다.

[Part II. 주요 게임주 신작 일정 점검 및 신작모멘텀 비교]

게임주 주가에 가장 큰 영향을 끼치는 것은 신작모멘텀입니다. 실적모멘텀도 신작모멘텀 만큼은 아니지만 주가에 양념의 역할은 합니다. 신작모멘텀과 실적모멘텀이 서로 공존하거나 엇갈릴 때 주가는 어떻게 움직였는지 사례를 점검해 봅니다. 주요 게임주의 신작 론칭일정을 점검하고 단기 실적모멘텀과 중장기 실적모멘텀의 점수를 평가한 후 단기 : 중장기 = 60 : 40의 가중치로 가중합산한 실적모멘텀 종합 평가점수를 비교해 봅니다.

[Part III. 주요 게임주 실적 점검 및 단기 실적모멘텀 비교]

주요 게임주 대부분 1Q17 이후 분기별 영업실적은 부진한 흐름이었으며, 분기별 실적의 컨센서스 대비 Performance는 초과보다는 미달이나 부합의 경우가 더 많았습니다. 이는 대체로 기존게임은 노후화 현상으로 성장이 정체되거나 역성장에 접어든 상황에서 빅히트 신작 창출을 통한 신작모멘텀 형성은 미진했기 때문입니다. 그리고, 주요 게임주의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적모멘텀을 점검해 봅니다. 기존 게임의 컨텐츠 업데이트에 따른 단기 실적모멘텀, 기대신작 중심 신작모멘텀에 의한 단기 실적모멘텀, 효율적 비용관리를 통한 단기 실적모멘텀 등 다양한 형태의 단기 실적모멘텀을 점검해 보고 업체별 단기 실적모멘텀의 평가점수를 비교해 봅니다.

[Part IV. Global Peer 대비 펀드멘털 지표 & Valuation 지표 비교]

Global Peer 평균 대비 매출 성장성, 수익성, 자본 성장성 등 펀드멘털 지표의 우위, 열위, 보합 수준을 평가하고 Global Peer 평균 대비 19E, 20E 지배주주 EPS 대비 현재주가 및 목표주가 PER의 할인, 할증, 부합 수준을 평가한 다음 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표와 Valuation 지표의 상호 포지셔닝의 차이를 이용하여 업체별 밸류에이션 모멘텀 점수를 평가해 봅니다.

[Part V. 업체별 투자매력도 평가]

투자매력도 최상위 업체는 엔씨소프트, 컴투스 등 2개를 선정하였고 투자매력도 상위권 업체는 웹젠, 펄어비스, 넷마블 등 3개를 선정하였습니다. 엔씨소프트는 신작모멘텀에서 최고로 평가했고 단기 실적모멘텀, 밸류에이션 모멘텀에서 상위권으로 평가했습니다. 컴투스는 밸류에이션 모멘텀에서 최고로 평가했고 신작모멘텀, 단기 실적모멘텀에서 상위권으로 평가했습니다. 한편, 넷마블은 18.12.06 블레이드앤소울:레볼루션이 국내시장에 론칭될 예정인데 본 보고서에서는 론칭일정이 너무 임박하다는 점을 단기 신작모멘텀 디스카운드 요인으로 평가했지만 단기 대응 방식은 투자자의 의사결정에 맡기고자 합니다. 그리고, 웹젠, 넷마블 등은 내년 3월 또는 늦어도 내년 상반기내 중국 정부의 게임 판호 규제만 해제되면 강한 주가모멘텀이 형성될 수 있으므로 내년 상반기 승부주가 될 가능성이 있다고 판단하고 있습니다.

Key Charts

주요 게임주 신작모멘텀 평가 점수 비교

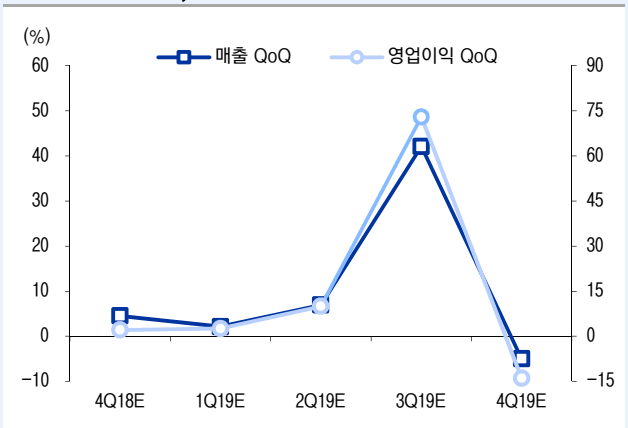
순위	업체	단기 신작모멘텀	중장기 신작모멘텀	가중합산 신작모멘텀
1	엔씨소프트	70	100	82
1	웹젠	70	100	82
3	컴투스	75	70	73
4	넷마블	70	70	70
5	펄어비스	70	60	66
6	NHN엔터테인먼트	60	40	52
6	게임빌	60	40	52
8	더블유게임즈	50	40	46

주: 가중합산 점수는 (단기 신작모멘텀 : 중장기 신작모멘텀 = 60 : 40)의 가중치를 부여하여 계산한 것

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

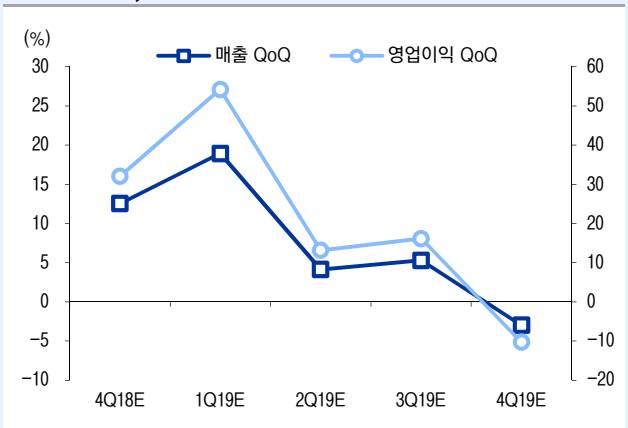
- **신작모멘텀은 엔씨소프트, 웹젠이 가장 강함**
- **엔씨소프트, 웹젠이 PC 게임 IP 기반 모바일게임 기대신작 라인업 가장 많이 보유**

엔씨소프트 매출, 영업이익 QoQ 전망



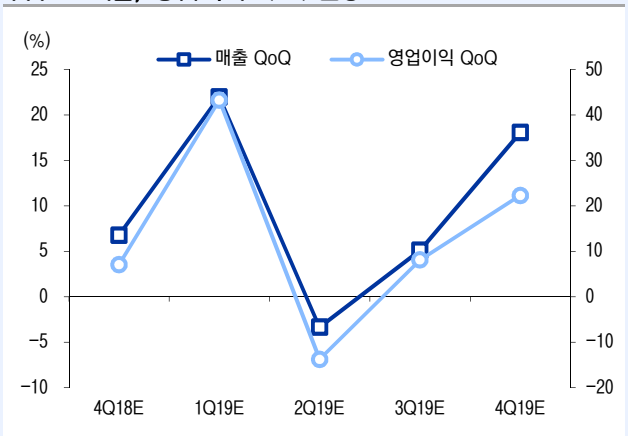
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

넷마블 매출, 영업이익 QoQ 전망



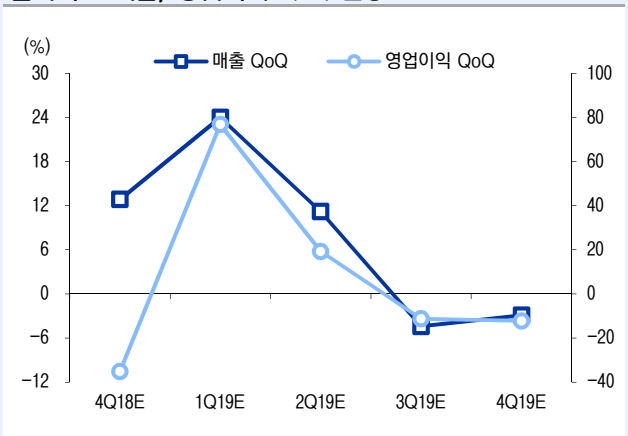
자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터

컴투스 매출, 영업이익 QoQ 전망



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

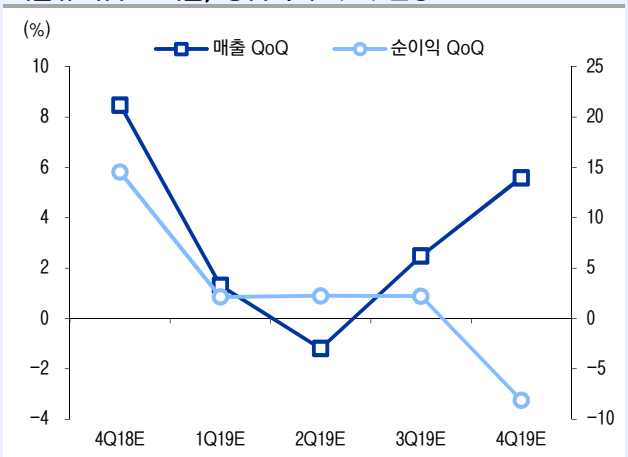
펄어비스 매출, 영업이익 QoQ 전망



자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

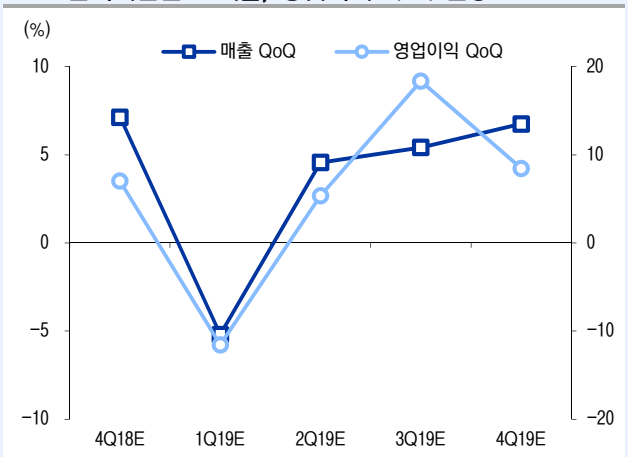
Key Charts

더블유게임즈 매출, 영업이익 QoQ 전망



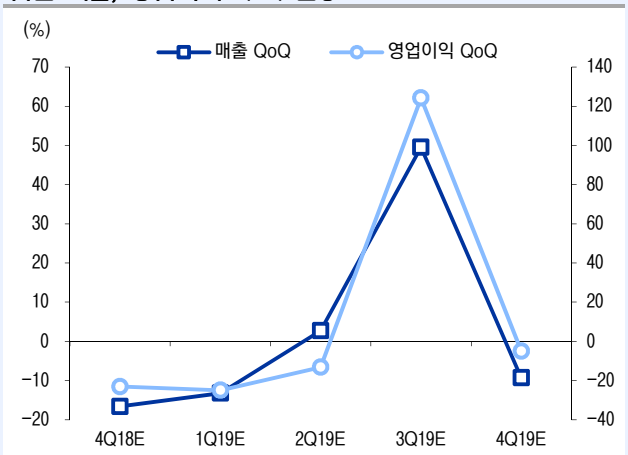
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

NHN 엔터테인먼트 매출, 영업이익 QoQ 전망



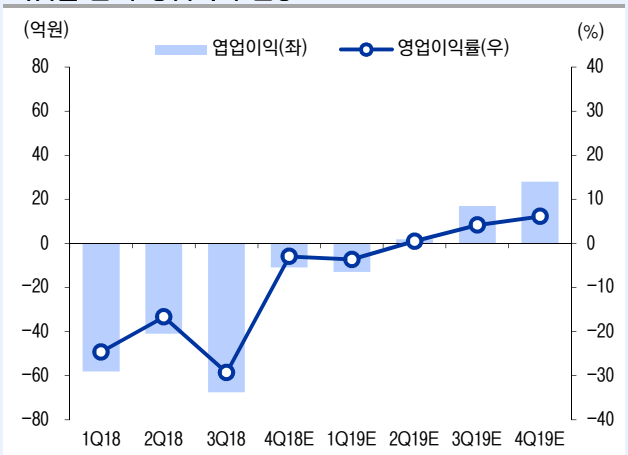
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 매출, 영업이익 QoQ 전망



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

게임빌 분기 영업이익 전망



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 게임주 단기 실적모멘텀 평가 점수 비교

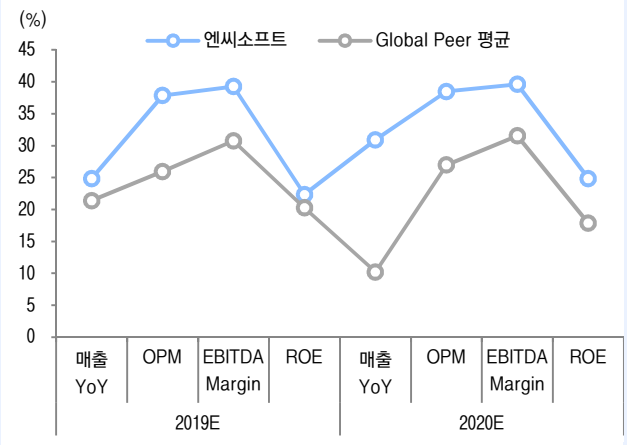
순위	업체	단기 실적모멘텀 점수(4Q18E, 1Q19E QoQ 기준)
1	넷마블	85
2	컴투스	80
3	엔씨소프트	75
4	펄어비스	70
5	게임빌	65
6	더블유게임즈	60
7	NHN엔터테인먼트	55
8	웹젠	50

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **단기 실적모멘텀은 넷마블, 컴투스, 엔씨소프트가 강함**
- **넷마블, 컴투스는 기대신작 론칭 효과. 엔씨소프트는 기존 주력게임 컨텐츠 업데이트 효과**

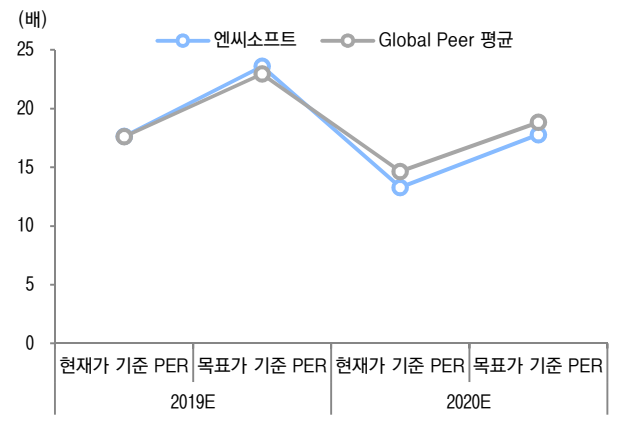
Key Charts

Global Peer vs 엔씨소프트 펀드멘털 지표 비교



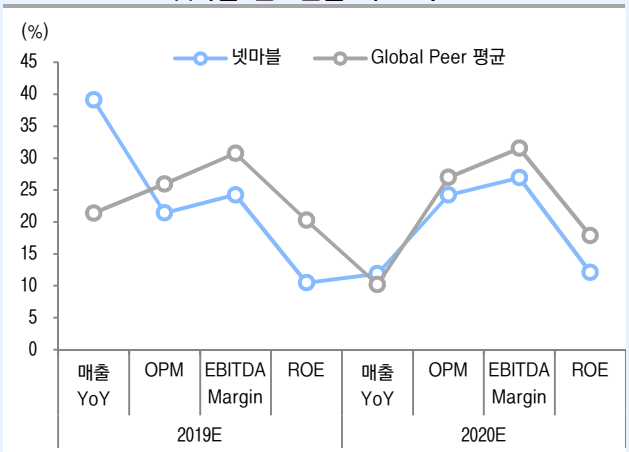
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 엔씨소프트 Valuation 지표 비교



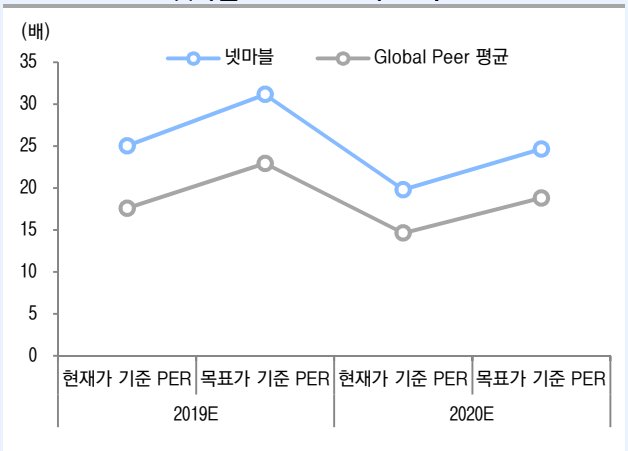
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 넷마블 펀드멘털 지표 비교



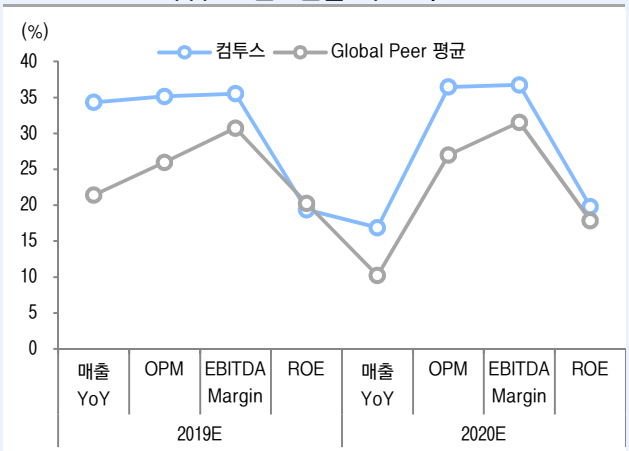
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 넷마블 Valuation 지표 비교



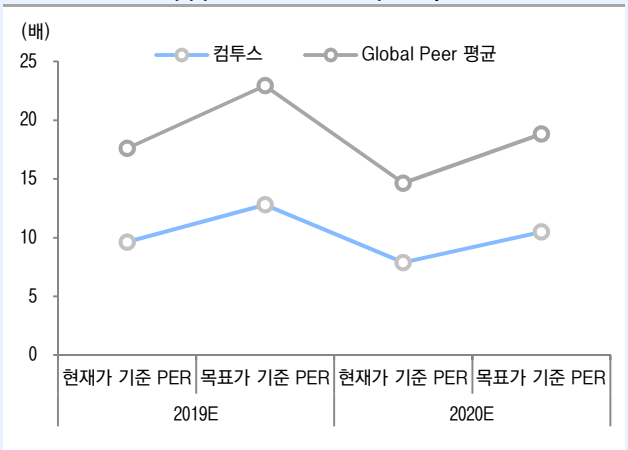
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 컴투스 펀드멘털 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

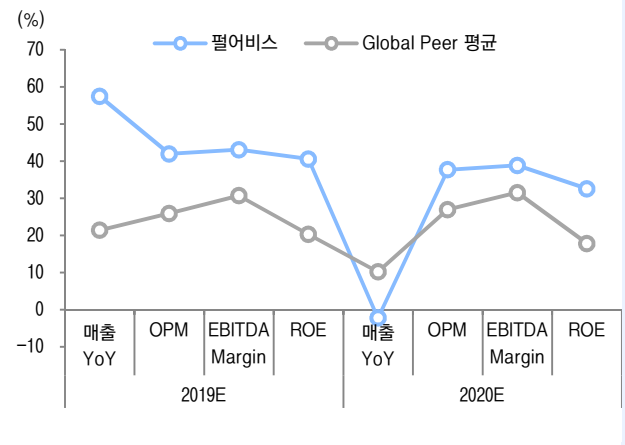
Global Peer vs 컴투스 Valuation 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

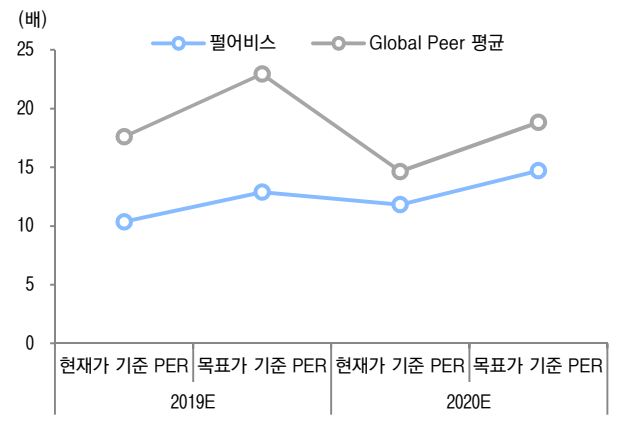
Key Charts

Global Peer vs 펄어비스 펀드멘털 지표 비교



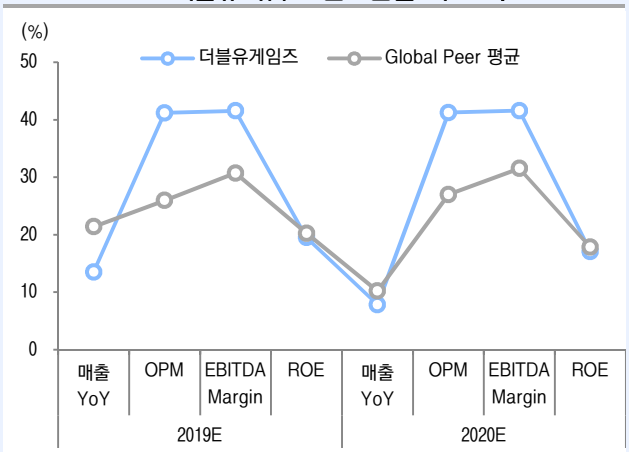
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 펄어비스 Valuation 지표 비교



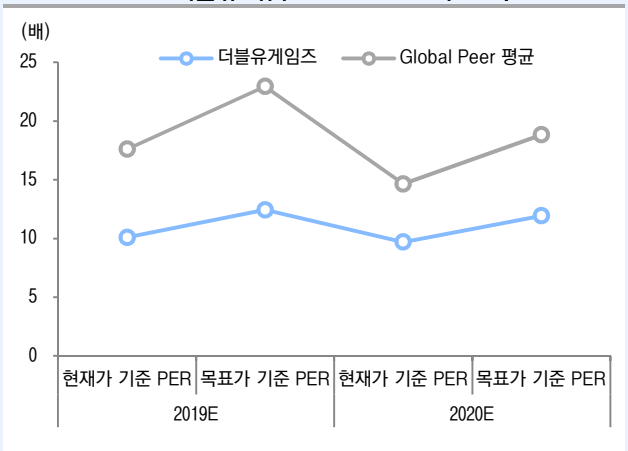
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 더블유게임즈 펀드멘털 지표 비교



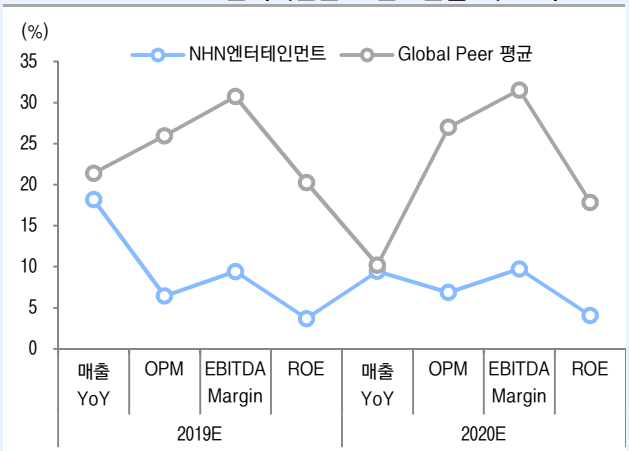
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 더블유게임즈 Valuation 지표 비교



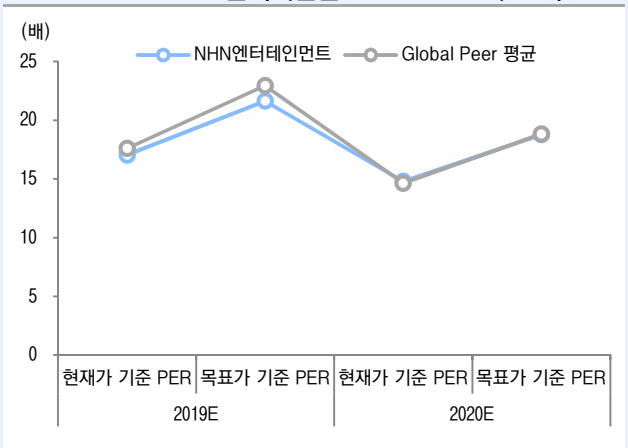
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs NHN 엔터테인먼트 펀드멘털 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

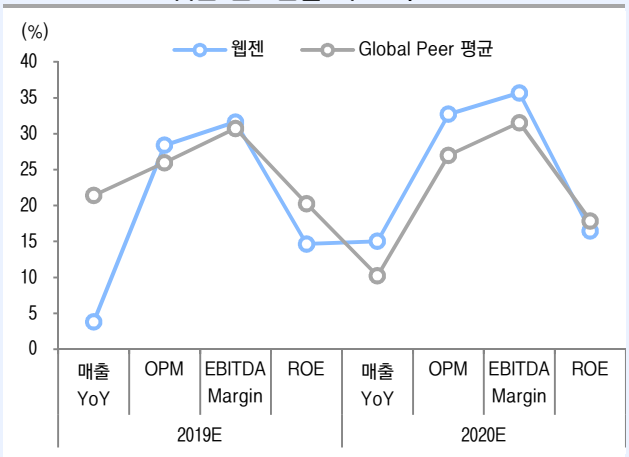
Global Peer vs NHN 엔터테인먼트 Valuation 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

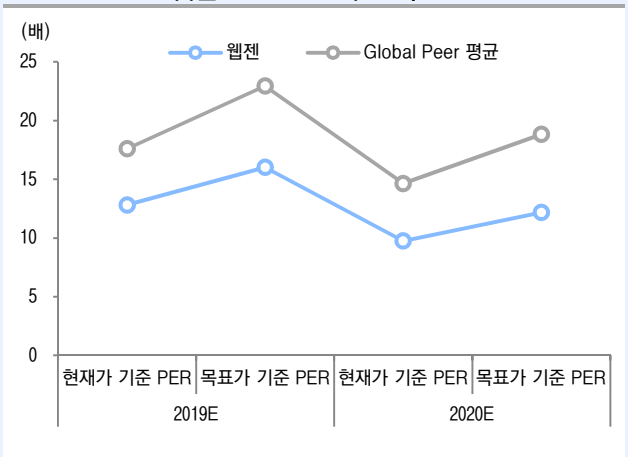
Key Charts

Global Peer vs 웹젠 펀드멘털 지표 비교



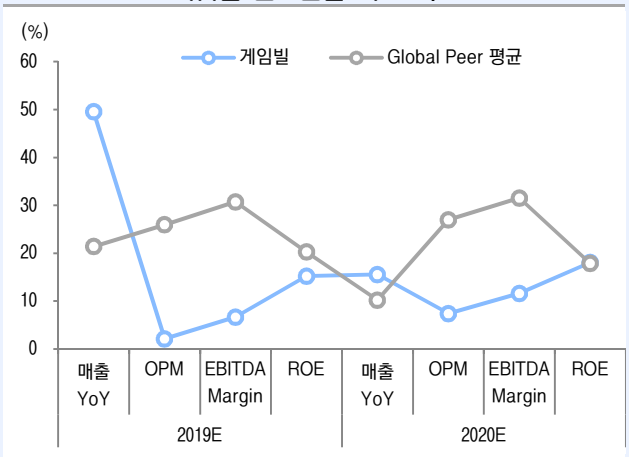
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 웹젠 Valuation 지표 비교



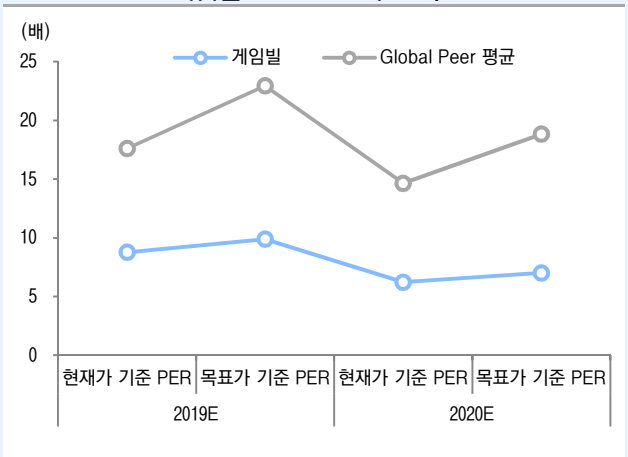
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 게임빌 펀드멘털 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer vs 게임빌 Valuation 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 게임주 밸류에이션 모멘텀 평가 점수 비교

순위	업체	Global Peer 대비 펀드멘털	Global Peer 대비 Valuation	밸류에이션 모멘텀 점수
1	컴투스	상당 우위	대폭 할인	85
2	엔씨소프트	대폭 우위	소폭 할인	75
2	펄어비스	보합	대폭 할인	75
2	더블유게임즈	보합	대폭 할인	75
2	웹젠	보합	대폭 할인	75
6	게임빌	소폭 열위	대폭 할인	70
7	NHN엔터테인먼트	대폭 열위	부합	50
8	넷마블	소폭 열위	대폭 할증	40

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **밸류에이션 모멘텀은 컴투스가 가장 강하고, 넷마블이 가장 약함**
- **컴투스는 펀드멘털 지표 우위, 밸류 지표 할인 상태. 넷마블은 펀드멘털 지표 열위, 밸류 지표 할증 상태**

Key Charts

주요 게임주 투자매력도 평가 점수 비교

순위	업체	가치평가 요소별 점수			가치평가 요소별 가중 점수 환산			투자매력도 평가 점수
		신작 모멘텀	단기 실적 모멘텀	밸류에이션 모멘텀	신작 모멘텀 50%	단기 실적 모멘텀 30%	밸류에이션 모멘텀 20%	
1	엔씨소프트	82	75	75	41	23	15	79
2	컴투스	73	80	85	37	24	17	78
3	웹젠	82	50	75	41	15	15	71
4	펄어비스	66	70	75	33	21	15	69
5	넷마블	70	85	40	35	26	8	69
6	게임빌	52	65	70	26	20	14	60
7	더블유게임즈	46	60	75	23	18	15	56
8	NHN엔터테인먼트	52	55	50	26	17	10	53

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **투자매력도 최상위 업체: 엔씨소프트, 컴투스. 투자매력도 상위 업체군: 웹젠, 펄어비스, 넷마블**
- **신작모멘텀 상위 업체가 투자매력도도 상위**

산업분석

인터넷/게임
Overweight

게임주, 무엇이 Key Point 인가?

실적인가? 밸류에이션인가? 신작인가?

Content

Part I	주요 게임주 주가 동향 및 원인 점검	11
Part II	주요 게임주 신작 일정 점검 및 신작모멘텀 비교	16
Part III	주요 게임주 실적 점검 및 단기 실적모멘텀 비교	26
Part IV	Global Peer 대비 펀드멘털 & Valuation 지표 비교	51
Part V	업체별 투자매력도 평가	58

기업분석

엔씨소프트 (036570)	64
넷마블 (251270)	71
컴투스 (078340)	77
펄어비스 (263750)	83
더블유게임즈 (192080)	103
NHN 엔터테인먼트 (181710)	109
웹젠 (069080)	115
게임빌 (063080)	121

Part I

주요 게임주
주가 동향 및 원인 점검

주요 게임주 올해 주가 부진, 실적부진 및 신작 일정 지연에 기인

엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 웹젠 등
PC MMORPG IP 기반 모바일 MMORPG 신작이
주가의 핵심 모멘텀으로 작용하는 업체들의 주가는
2017년 강한 상승세를 시현했으나
2018년 들어 혹독한 조정의 터널에 진입하였습니다.

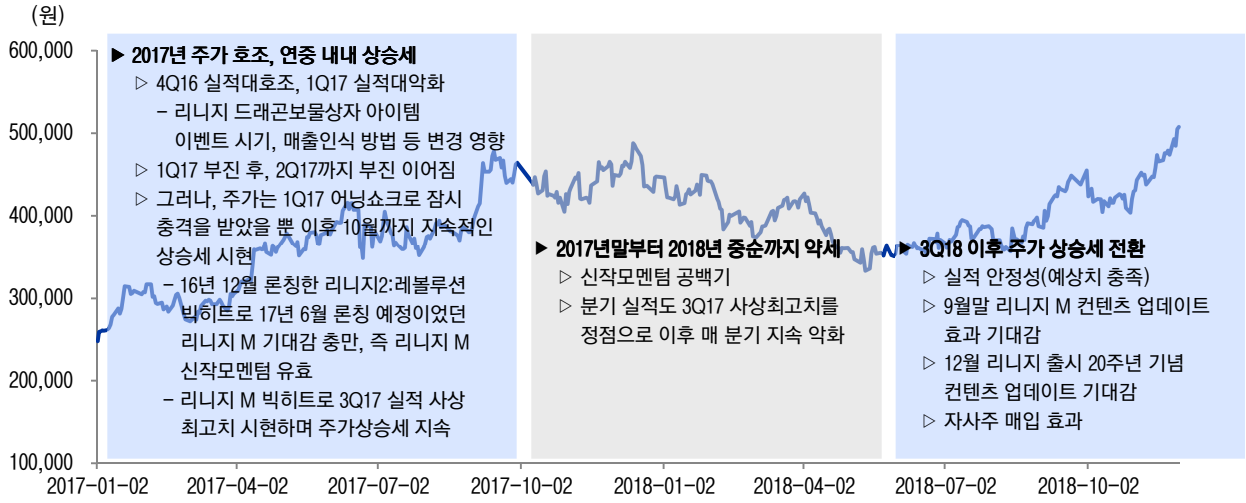
이들 업체들의 2018년 주가 약세는
실적부진 및 신작 일정 연기 등 자체적인 요인에다
주식시장 침체 등 대외적 요인이 겹쳤기 때문이었습니다.

주요 게임주 2017년 1월 이후 주가 추이 점검

IP 기반 모바일 MMORPG 대장주들 주가 17년말까지 호조, 이후 부진

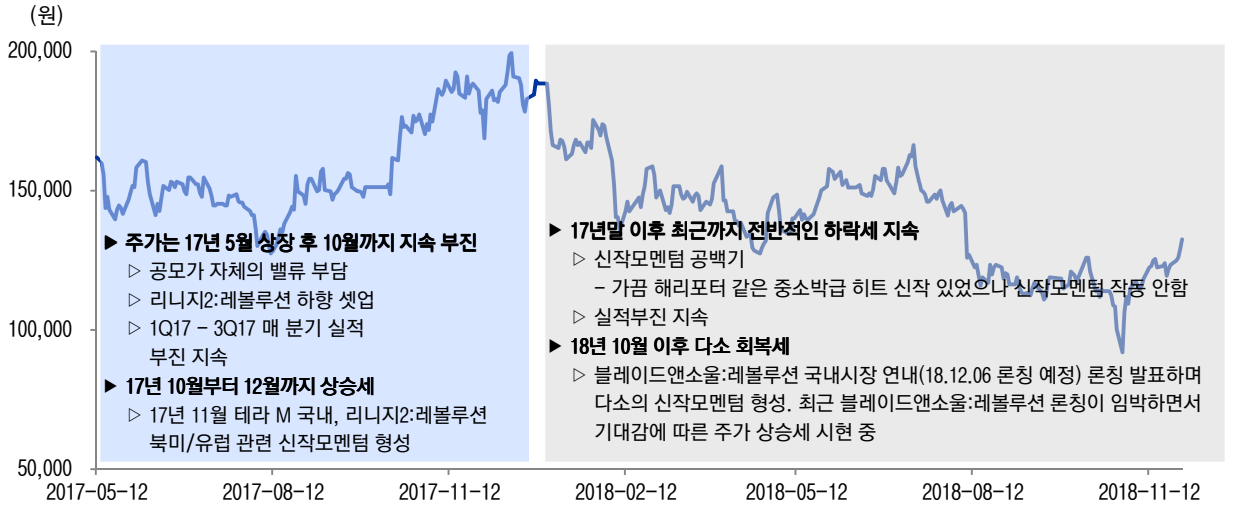
당사가 커버하고 있는 주요 게임주 중 엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 웹젠 등 PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 대작들을 중심으로 한 신작모멘텀을 보유한 업체들의 주가는 대체로 2017년말까지는 호조세를 보이다가 2017년말부터 약세로 전환했다는 공통점이 있다. 이들 업체들의 주가는 공통적으로 PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 대작 중심 신작모멘텀이 형성되는 시기에는 상승세였고, 신작모멘텀 공백기에는 약세였다.

그림1 엔씨소프트 주가 추이 (17.01.01 ~ 18.11.29)



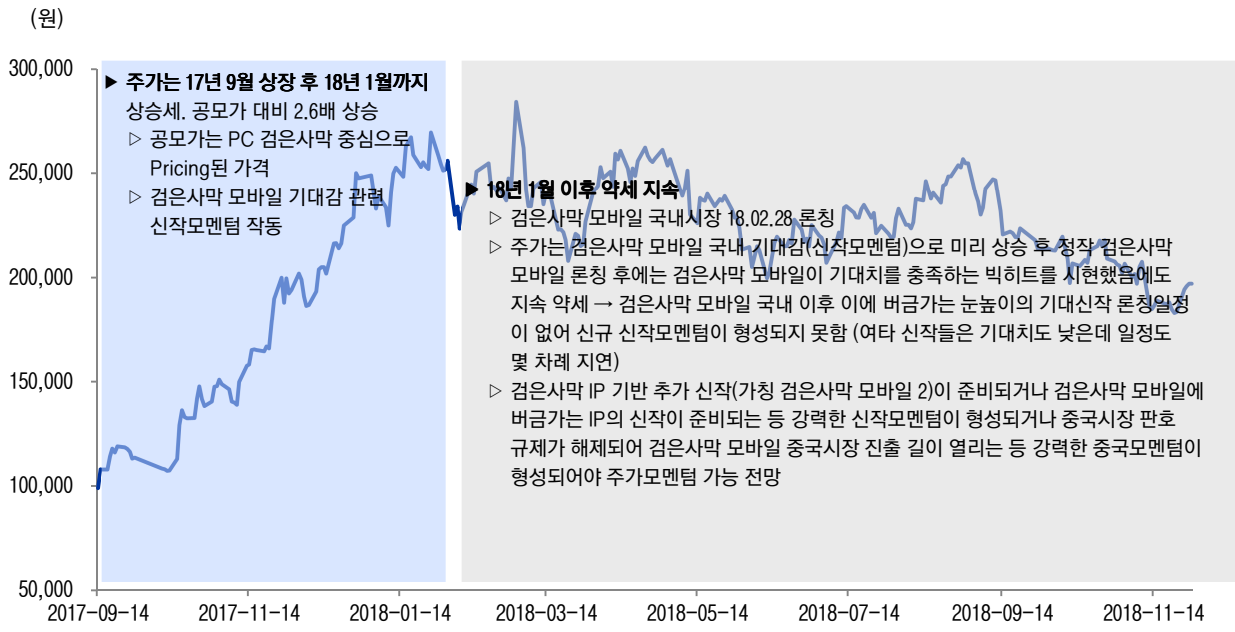
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 넷마블 주가 추이 (17.05.12 ~ 18.11.29)



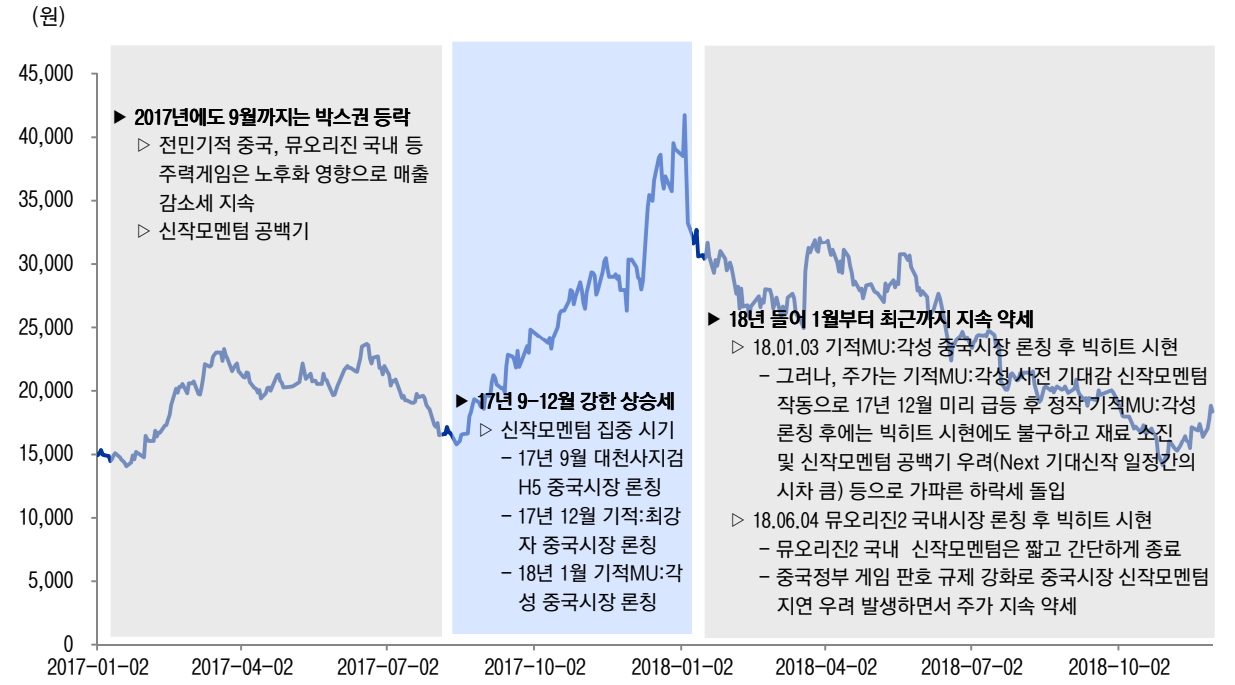
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 펄어비스 주가 추이 (17.09.14 ~ 18.11.29)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 웹젠 주가 추이 (17.01.01 ~ 18.11.29)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

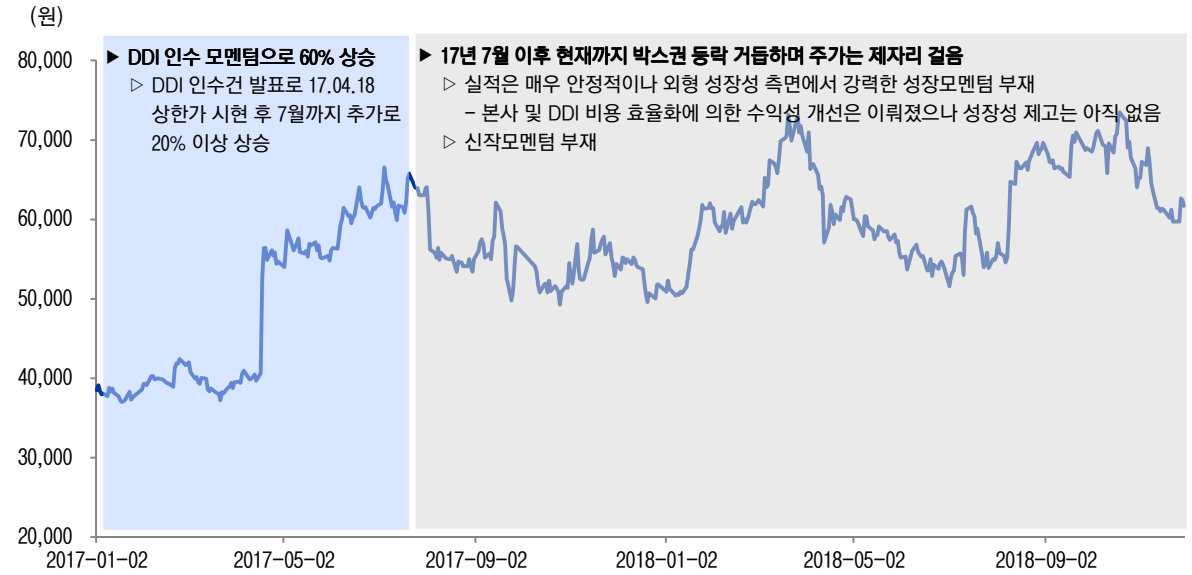
그 외 모바일게임주들 주가 신작모멘텀 부재로 개별적 움직임, 대부분 약세

당사가 커버하고 있는 주요 게임주 중 "PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 장르" 외의 기타 장르 중심의 업체들은 컴투스, 더블유게임즈, NHN엔터테인먼트, 게임빌 등 4개이다. 이들 업체들의 주가흐름은 신작모멘텀과 연동된 패턴은 거의 없었으며 각 업체별 개별적인 요인에 따라 결정되었는데 2017년 이후 현재까지 대부분 간헐적인 상승 하락을 반복하는 가운데 전반적인 약세가 지속되고 있는 상황이다.

그림5 컴투스 주가 추이 (17.01.01 ~ 18.11.29)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 더블유게임즈 주가 추이 (17.01.01 ~ 18.11.29)

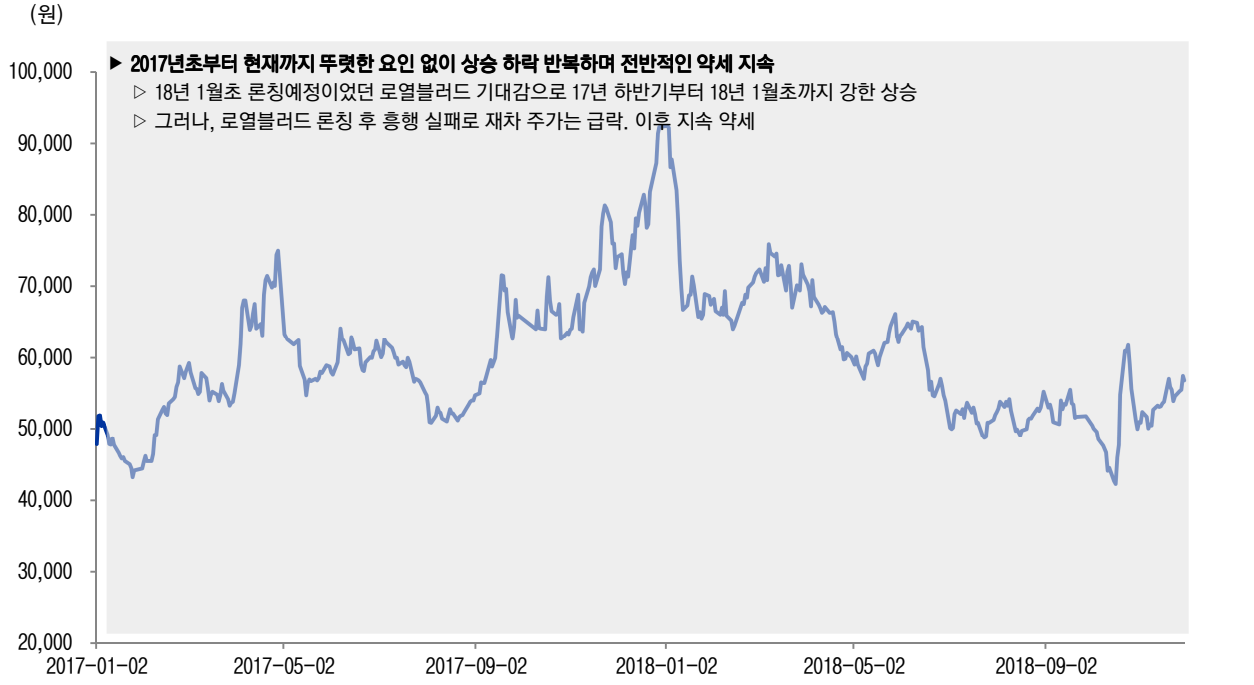


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 NHN 엔터테인먼트 주가 추이 (17.01.01 ~ 18.11.29)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 게임빌 주가 추이 (17.01.01 ~ 18.11.29)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

주요 게임주 신작 일정 점검 및 신작모멘텀 비교

신작모메텀, 실적모멘텀과 주가의 상관관계 점검

게임주 주가에 가장 큰 영향을 끼치는 것은 신작모멘텀입니다. 게임주 주가는 실적모멘텀보다도 신작모멘텀의 영향을 더 많이 받습니다. 다만, 실적모멘텀도 신작모멘텀 만큼은 아니지만 주가에 양념의 역할은 합니다. 신작모멘텀과 실적모멘텀이 서로 공존하거나 엇갈릴 때 주가는 어떻게 움직였는지 사례를 점검해 봅니다.

주요 게임주 신작 일정 점검 및 신작모멘텀 비교

주요 게임주의 신작 론칭일정을 점검해 보고 단기 실적모멘텀과 중장기 실적모멘텀의 점수를 평가한 후 단기 : 중장기 = 60 : 40의 가중치로 가중합산한 실적모멘텀 종합 평가점수를 비교해 봅니다.

신작모멘텀, 실적모멘텀과 주가의 상관 관계

신작모멘텀이 주가 영향력 더 큼. 실적모멘텀은 주가에 양념의 역할

게임주 주가에 가장 큰 영향을 끼치는 것은 "신작모멘텀"이다. 게임주 주가는 실적모멘텀보다도 신작모멘텀에 더 큰 영향을 받는다. 기대신작 론칭일정을 앞두고 있어 강한 신작모멘텀이 작동하는 시기에는 웬만한 실적부진은 주가에 큰 영향을 끼치지 않고 반대로 기대신작 론칭일정간의 공백이 큰 시기, 즉 신작모멘텀 공백기에는 웬만한 실적호조도 주가상승에 큰 도움이 되지 않는 경우가 많다.

실적모멘텀은 신작모멘텀에 비해선 주가에 대한 영향력이 작지만 상황에 따라 주가에 양념의 역할은 한다. 실적부진의 경우 신작모멘텀 작동 시기에는 주가에 큰 악영향을 끼치지 않으나 신작모멘텀 공백기에는 주가에 강한 악영향을 끼친다. 실적호조의 경우 신작모멘텀 공백기에는 주가에 대한 긍정적 영향력이 제한적이나 신작모멘텀 작동기에는 신작모멘텀과의 상승 작용으로 주가상승에 매우 긍정적 영향을 끼친다.

게임주의 신작모멘텀은 대체로 기대신작 론칭 전 사전기대감으로 작용하는 경우가 많으며 신작 론칭 후에는 기대치를 대폭 초과하는 슈퍼히트가 아니면 다시 한번 더 사후 모멘텀이 작용하는 경우는 드물다. 오히려 기대치를 충족하는 빅히트를 시현해도 재료 소진 관점에서 주가는 조정을 거치는 경우가 많다. 신작모멘텀은 기대신작의 흥행여부나 흥행강도와는 별개로 론칭 전 사전기대감으로 작동하기 때문에 신작모멘텀이 꼭 사후적으로 실적모멘텀으로 이어지는 것은 아니다. 다만, 최근 2 년간 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 대작들의 경우 예외없이 빅히트를 시현했으므로 이들 게임들의 신작모멘텀은 론칭 후 실적모멘텀으로 이어졌다.

표1 신작모멘텀, 실적모멘텀과 주가 상관 관계 사례 점검

구분	주가	사례
신작모멘텀 호조 실적모멘텀 호조	호조	**웹젠** 18년 1월초 기적MU:각성 중국 론칭을 앞두고 강한 신작모멘텀이 작동하는 가운데 대천사지검 H5 중국, 기적:최강자 중국 등 히트로 4Q17 실적모멘텀까지 형성되며 주가는 17년 12월말까지 주가 강한 상승세
신작모멘텀 호조 실적모멘텀 부진	호조	**펄어비스** 3Q17, 4Q17 실적 부진했으나 18년초 론칭 예정이었던 검은사막 모바일에 대한 강력한 신작모멘텀이 작동하며 주가는 17년 9월 상장 후 18년 1월까지 강한 상승세
신작모멘텀 부진 실적모멘텀 호조	부진	**펄어비스** 18년 2월말 검은사막 모바일 국내 론칭 후 빅히트 시현으로 1Q18, 2Q18 실적 대폭 개선. 그러나, 주가는 검은사막 모바일 국내 론칭 직전인 18년 1월까지 검은사막 모바일 국내 기대감으로 미리 상승한 후 18년 2월 이후부터는 신작모멘텀 공백 우려로 장기 약세 **웹젠** 4Q17 실적 개선, 18년 1월초 기적MU:각성 중국 기대감으로 17년 12월말까지 강한 상승세를 시현하던 주가는 18년 1월초 론칭한 기적MU:각성 중국의 기대치 충족하는 빅히트로 1Q18 실적모멘텀이 기대되는 와중에도 기적MU:각성 중국 이후의 신작모멘텀 공백 우려로 가파른 하락세로 돌변
신작모멘텀 부진 실적모멘텀 부진	부진	**넷마블** 17년말까지는 리니지2:레볼루션 아시아,일본,북미/유럽 및 테라 M 국내 등 신작모멘텀 지속 형성되어 실적부진에도 불구하고 주가 호조였으나, 2018년 들어서는 신작모멘텀 공백기에다 실적부진도 지속되어 주가도 장기 약세

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 게임주 신작 일정 점검 및 신작모멘텀 비교

엔씨소프트

엔씨소프트는 자체 보유 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작 라인업을 다수 보유하고 있다. 블레이드앤소울:레볼루션 국내의 경우 18.12.06 론칭 예정인데 이는 넷마블이 블레이드앤소울 IP 를 기반으로 개발하여 퍼블리싱하며 동사는 블레이드앤소울 IP 제공에 대한 수수료만 수취하는 구조라 신작모멘텀은 넷마블이 주도하며 동사가 누리는 부분은 제한적이다. 엔씨소프트의 기대신작 라인업 중 현 시점 론칭일정이 가장 빠른 것은 리니지 2 M 국내로서 공식적으론 1H19 론칭 예정이나 당사에선 2Q19 후반부에 론칭할 가능성이 크다고 판단하고 있다.

엔씨소프트의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 70 점으로 평가한다. 리니지 2 M 국내의 기대수준/히트 예측성은 50 점 만점에 50 점, 현 시점 론칭일정까지의 시차는 50 점 만점에 20 점으로 평가한 결과이다.

엔씨소프트의 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 100 점으로 평가한다. 블레이드앤소울 2, 아이온 2, 블레이드앤소울 M, 블레이드앤소울 S 등 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작을 다수 보유하고 있으며 PC, 콘솔 게임 또한 Project TL 이란 대작급 기대신작을 보유하고 있기 때문이다.

참고로 중국정부의 판호 규제 해제 따른 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 의 중장기 중국시장 진출 잠재력은 관련 업체 모두 공통적으로 일단 점수 평가에서 제외했다.

표2 엔씨소프트 핵심 기대신작 론칭일정 정리

구분	신작	지역	매출 형태	비고
PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG	블레이드앤소울:레볼루션	한국	순액(IP 수수료)	넷마블 18.12.06 론칭 예정
	리니지2 M	한국	총액	1H19 론칭 예정 (2Q19 론칭 유력 판단)
	블레이드앤소울2	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
	아이온2	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
	블레이드앤소울 M	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
	블레이드앤소울 S	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
PC / 콘솔	Project TL (PC)	한국	총액	잠정(2019년말 - 1H20 가능성) 겨울방학 동안 CBT 예정
	Project TL (PC/콘솔)	일본, 대만, 북미/유럽 등	총액	잠정(한국 론칭 이후)

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

넷마블

넷마블은 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 장르 외 기타 일반 장르 신작 라인업을 다수 보유하고 있다. 다만, 16 년 12 월 리니지 2:레볼루션 국내시장 빅히트 이전까지는 이러한 기타 일반 장르에서 매년 1-2 개 빅히트 신작을 창출하며 고성장을 이어왔는데 리니지 2:레볼루션 국내시장 히트 이후 17 년부터는 기타 일반 장르에서 빅히트 신작이 출현하지 않고 있으며 18.04.25 론칭한 해리포터 호그와트 미스터리가 의미 있는 수준의 중소박급 히트를 시현한 정도이다.

아래 [표 3]은 넷마블 신작 라인업 중 연간 15-20 개에 달하는 다수의 기타 일반 장르 신작 라인업은 제외하고 블레이드앤소울:레볼루션 국내 및 세븐나이츠 2 국내 등 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작 2 개와 BTS 월드 글로벌 및 A3:Still Alive 글로벌 등 IP 기반 모바일 MMORPG 이외 장르 관심작 2 개 등 기대신작들만 정리한 것이다.

넷마블의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 70 점으로 평가한다. 블레이드앤소울:레볼루션의 기대수준/히트 예측성은 50 점 만점에 50 점, 현 시점 론칭일정까지의 시차는 50 점 만점에 20 점으로 평가한 결과이다. 블레이드앤소울:레볼루션 국내의 론칭 예정일은 본 보고서 발간일(18.12.03) 기준 사흘 뒤인 18.12.06 이다. 사전 기대감 측면의 신작모멘텀은 론칭일까지의 시차가 너무 큰 것도, 바로 눈 앞에 너무 임박한 것도 모두 디스카운드 요인인 점을 감안했다. 다만, 블레이드앤소울:레볼루션 국내의 경우 일정 지연 노이즈, 주식시장 침체 등으로 일반적 사전 기대감 측면의 신작모멘텀 패턴이 작동하지 않았기 때문에(오히려 최근 론칭일이 임박하면서 뒤 늦게 기대감 작동하며 주가 상승세 시현 중) 론칭 후 기대 이상의 빅히트를 시현할 경우 의미 있는 수준의 사후 모멘텀이 작동할 가능성은 상존하고 있다고 판단한다. BTS 월드, A3:Still Alive 등은 사전 기대감 측면의 신작모멘텀 평가에서 제외했다.

넷마블의 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 70 점으로 평가한다. 블레이드앤소울:레볼루션 국내 외 향후 론칭 예정인 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작 라인업이 현재 공개된 것으로는 세븐나이츠 2 1 개뿐인 점을 감안했다.

참고로 중국정부의 판호 규제 해제 따른 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 의 중장기 중국시장 진출 잠재력은 관련 업체 모두 공통적으로 일단 점수 평가에서 제외했다.

표3 넷마블 주요 핵심 기대신작 론칭일정 정리

신작	장르	지역	론칭일정
블레이드앤소울:레볼루션	MMORPG (IP 활용)	한국	4Q18(12/6) 론칭 예정
BTS 월드	캐주얼	글로벌	1Q19 론칭 예정
A3:Still Alive	배틀로얄 MMORPG	글로벌	1Q19-2Q19(19년 3-4월) 론칭 예정
세븐나이츠2	모바일 MMORPG (IP 활용)	한국	2Q19 론칭 예정

자료:넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터

컴투스

컴투스의 신작 라인업 중 Top 2 기대신작은 스카이랜더스 링 오브 히어로즈와 서머너즈워 MMORPG 이다. 이 중 스카이랜더스 링 오브 히어로즈는 18 년 12 월 중순에 캐나다/호주 소프트 론칭 후 19 년 1 월 글로벌 론칭을 단행할 예정이다. 그리고, 서머너즈워 MMORPG 는 2H19 글로벌 론칭을 단행할 예정이다.

컴투스의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 75 점으로 평가한다. 스카이랜더스 링 오브 히어로즈의 기대수준/히트 예측성은 50 점 만점에 35 점, 현 시점 론칭일정까지의 시차는 50 점 만점에 40 점으로 평가한 결과이다. 스카이랜더스 링 오브 히어로즈는 18 년 12 월 중순 캐나다/호주 소프트 론칭 일정 기준으로는 론칭일정이 너무 임박한 시점이고, 실질적인 메인 일정인 19 년 1 월 글로벌 론칭 일정 기준으로도 일반적인 신작모멘텀 작동 시기보다는 론칭일정이 다소 임박한 시점인 점을 감안했다.

컴투스의 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 70 점으로 평가한다. 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 외 기대신작 중 현 시점 공개된 것으로는 서머너즈워 MMORPG 1 개뿐이기 때문이다. 히어로즈워 2 도 기대신작 중 하나이나 기대수준은 동사의 Top 2 기대신작 정도는 아니다.

표4 컴투스 향후 신작 론칭일정 (공개된 주요 게임 중심)

신작	장르	론칭일정	비고
스카이랜더스 링 오브 히어로즈	RPG	4Q18 – 1Q19	12 월 중순 캐나다/호주 론칭. 내년 1 월 글로벌 원빌드 론칭(권역별 순차 론칭)
댄스빌	Casual	1Q19	
버디크러시	Sports	1Q19	
히어로즈워 2	MMORPG	2019	연내 사내 FGT(Focus Group Test) 완료 후 만족스러우면 1H19, 아니면 2H19
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	2H19	히어로즈워 2 보다 뒤에 론칭 가능성

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

펄어비스

펄어비스의 현재 핵심 라인업은 모바일 검은사막이다. 그런데, 모바일 검은사막 국내의 빅히트 시현 후 이에 버금가는 기대수준의 신작 론칭일정 또는 검은사막 모바일 해외 진출 일정은 없다.

펄어비스의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 70 점으로 평가한다. 단기 론칭일정으로는 1Q19 에 검은사막 콘솔 북미/유럽, 검은사막 모바일 일본, 2Q19 에 검은사막 모바일 북미/유럽 등이 있는데 있는데 이들 게임의 기대수준/히트 예측성은 50 점 만점에 30 점, 현 시점 론칭일정까지의 시차는 50 점 만점에 40 점으로 평가한다.

펄어비스의 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 60 점으로 평가한다. 중장기 라인업들 중 검은사막 모바일에 버금가는 기대신작은 없기 때문이다.

참고로 중국정부의 판호 규제 해제 따른 PC 게임 IP 기반 모바일 MMORPG 의 중장기 중국시장 진출 잠재력은 관련 업체 모두 공통적으로 일단 점수 평가에서 제외했다.

표5 펄어비스 향후 신작 론칭일정

구분	론칭목표	신작	지역	비고
펄어비스	4Q18	검은사막 콘솔(Xbox)	북미/유럽	1Q19 유력 판단
	1Q19	검은사막 모바일	일본	
	1H19	검은사막 모바일	북미/유럽	
	2019	검은사막 콘솔(Xbox)	글로벌	
	2019	프로젝트K		PC/콘솔, AOS+FPS
	2019	프로젝트V		모바일, 캐주얼
CCP 게임즈	2019	EVE War of Ascension		모바일, 전략
	2019	EVE Universe		PC, FPS, 프로젝트 노바
	2019	EVE Echoes		IP 라이센싱, 넷이즈 개발
	2020	프로젝트 오메가		PC, MMORPG, 신규 IP

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

더블유게임즈

더블유게임즈는 신작 라인업 수도 많지 않고 신작 라인업들 모두 신작모멘텀이 작동할 만한 정도의 기대신작들은 아니다.

더블유게임즈의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 50 점으로 평가한다. 그리고, 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 40 점으로 평가한다. 현 시점 공개된 중장기 신작 라인업이 없기 때문이다.

표6 더블유게임즈 향후 신작 론칭일정

신작	장르	론칭일정	비고
Undead Nation	Strategy (좀비게임)	구글 18 년 8 월 론칭 iOS 론칭 준비 중	궁극적으로 PC 와 모바일의 서버 일원화로 멀티플랫폼 구성 계획
DDC FK (Double Down Fort Konx Slot)	**카지노**	**iOS 18.08.02 글로벌 론칭 안드로이드 준비 중**	**실제 Slot 게임과 유사한 고화질과 사운드의 3D 게임**
DFC (Double Fortune Casino)	**카지노**	**4Q18 부터 대만, 동남아 등**	**아시아권 공략을 위한 신작 (현지 퍼블리셔를 통한 서비스)**

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트

NHN 엔터테인먼트는 현 시점 공개된 일정으로는 1H19 주요 IP 기반 모바일게임 4 개, 크리티컬옵스 등 5 개 정도의 신작 라인업을 보유하고 있다. 주요 IP 기반 모바일게임 4 개는 아직은 미지의 게임들이고 크리티컬옵스는 중소박급 기대신작이다.

NHN 엔터테인먼트의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 60 점으로 평가한다. 그리고, 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 40 점으로 평가한다. 현 시점 공개된 중장기 신작 라인업이 없기 때문이다.

표7 NHN 엔터테인먼트 모바일게임 신작 최근 론칭 현황 및 향후 론칭 예정

신작	장르	론칭일정	비고
아틀리에 온라인	RPG	18.10.04 일본시장 론칭	일본 코에이 테크모 게임스가 개발한 RPG 아틀리에 IP 를 바탕으로 NHN PlyArt 가 개발한 모바일 RPG
RWBY	Strategy (실시간 전략 대전 PVP	18.10.26 글로벌 론칭	미국 영상 스튜디오 루스터티스 제작 3D 애니메이션 IP 기반의 모바일 실시간 전략 대전 게임 (Target 시장은 Western 시장) (개발사: 바오밥넷. 퍼블리셔: NHN 엔터테인먼트)
소셜카지노게임 (게임명 미공개)	카지노	4Q18 말 북미시장 론칭	18 년 11 월 론칭 예정이라고 밝혔으나 11/29 현재 아직 론칭 전
주요 IP 기반 모바일게임 4 개	**미공개**	**1H19**	
크리티컬옵스	**FPS**	**1H19 아시아 시장**	**글로벌 4 천만 다운로드를 기록한 크리티컬 스트라이커의 후속작 (개발사: 크리티컬포스. 아시아 지역 퍼블리셔: NHN 엔터테인먼트)**

자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠

웹젠은 뮤 IP 를 바탕으로 중국 개발사가 개발하여 중국시장에서 중국 유저들을 대상을 서비스할 예정인 기대신작들을 다수 보유하고 있다. 그리고 이들 뮤 IP 기반 기대신작들은 대부분 중국시장 론칭 후 일정기간이 지난 뒤 한국시장에도 론칭할 예정이다. 다만, 18 년 5 월 이후 중국 정부의 신규 게임 판호 규제 강화(한한령과는 별개. 중국 로컬게임에 대해서도 신규 게임 판호 규제 강화)로 원래 4Q18 에 뮤 IP 기반 기대신작 다수를 중국시장에 론칭할 예정이었다가 일정이 잠정 연기된 상황이다.

그런데, 일각에선 내년 3월 정도면 중국정부의 신규 게임 판호 규제가 풀린다는 얘기도 있어 귀추를 주목할 필요가 있다. 중국의 게임정보사이트 게임록은 최근 "중국 중앙정부와 중국 내 13개 성의 합의가 완료된 상태로 중국정부가 신규게임 판호 허가를 다시 재개할 것"이라고 보도했다. 그리고 중국 현지에서도 내년 3월말까지는 신규 게임 판호 심사를 재개할 것으로 보는 시각이 있다고 한다. 내년 3월 판호 규제가 해제될지, 해제되더라도 한국게임은 예외일지 한국게임도 규제가 풀릴지 등은 현시점에선 여전히 미지수이나 웹젠 입장에선 한국게임의 판호 규제 해제여부와는 관계없이 중국 로컬게임에 대한 판호 규제만 풀려도 강력한 신작모멘텀이 형성될 가능성이 크다는 점을 주목할 필요가 있다.

웹젠의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 70 점으로 평가한다. 뮤 IP 기반 다수 기대신작 중국시장의 기대수준/히트 예측성은 50 점 만점에 50 점, 현 시점 론칭일정까지의 시차는 50 점 만점에 20 점으로 평가한 결과이다.

웹젠의 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 100 점으로 평가한다. 뮤 IP 활용 H5 게임 3 개 이상, 뮤 IP 활용 웹게임 1 개, 뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1 개 등 중국시장 론칭예정인 뮤 IP 기반 기대신작 라인업을 다수 보유하고 있을 뿐만 아니라 이들 게임 대부분은 중국시장 론칭 후 일정기간이 지난 뒤 한국시장에도 론칭할 예정이므로 중장기 기대신작 론칭일정이 대단히 많이 준비되어 있다는 점을 감안한 결과이다.

표8 웹젠 향후 신작 론칭일정 정리

신작	지역	매출 형태	론칭일정
뮤온라인 H5 (대천사지검 H5 한국 버전)	한국	총액	4Q18(18.10.31) 론칭
First Hero(전략시뮬레이션. 맥스온소프트)	북미/유럽	총액	18년말 또는 19년초 론칭 예정
Cube Town(수집형 RPG. 아름게임즈)	북미/유럽	총액	18년말 또는 19년초 론칭 예정
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	중국	순액	판호 문제로 잠정
뮤 IP 활용 웹게임 1개(가제: 대천사지검2)	중국	순액	판호 문제로 잠정
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액	판호 문제로 잠정
기적:최강자	한국	총액	잠정 (1H19 가능성)
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 웹게임 1개	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

게임빌

게임빌은 항상 분기별 몇 개씩의 신작은 꾸준히 론칭해왔고 앞으로도 분기별 몇 개씩의 신작 론칭 일정을 갖고 있다. 그러나, 18.10.18 론칭한 탈리온 일본이 론칭초기인 현시점까지는 소박급 히트를 시현하고 있는 정도일 뿐 최근 수년간 론칭한 게임들은 모두 흥행에 실패했다. 탈리온이 동남아 및 일본시장에서 소박급의 히트를 시현하여 향후 글로벌 론칭 기대감이 다소 형성되었지만 코스모듀얼, 엘룬, NBA NOW, 게임빌 프로야구 등은 신작모멘텀이 형성될 정도의 기대작은 아니라 판단한다. NBA NOW, 게임빌 프로야구 등 스포츠 장르 신작들은 동사의 스포츠 장르 경쟁력을 감안할 때 소박급 히트 정도는 기대되는 신작들이다.

게임빌즈의 현 시점 단기 신작모멘텀은 100 점 만점에 60 점으로 평가한다. 그리고, 중장기 신작모멘텀은 100 점 만점에 40 점으로 평가한다. 현 시점 공개된 중장기 신작 라인업이 없기 때문이다.

표9 게임빌 신작 최근 론칭 일자 및 향후 론칭 예정 일정

론칭일정		게임	장르	자체개발/ 퍼블리싱	론칭 시장
3Q18	9/16 론칭	① 탈리온	RPG (MMORPG)	퍼블리싱 (개발사 유티플러스)	동남아 6 개국 (궁극적으론 글로벌)
4Q18	10/18 론칭	① 탈리온	RPG (MMORPG)	퍼블리싱 (개발사 유티플러스)	일본 (궁극적으론 글로벌)
	18 년 12 월 론칭 예정	② 코스모듀얼	Casual (대전 퍼즐)	퍼블리싱 (개발사 콩스튜디오)	캐나다/브라질 (궁극적으론 글로벌)
1Q19	19 년 01 월 론칭 예정	① 엘룬	RPG (전략 RPG)	자체개발	대만/홍콩/마카오 (궁극적으론 글로벌)
	19 년 01 월 론칭 예정	② NBA NOW	Sports (농구)	퍼블리싱 (NBA 라이센스 보유. 개발은 외주)	호주 (궁극적으론 글로벌)
	1Q19 론칭 예정	③ 게임빌 프로야구	Sports (야구)	자체개발	글로벌

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 게임주 신작모멘텀 평가 점수 비교

표10 주요 게임주 신작모멘텀 평가 점수 비교

순위	업체	단기 신작모멘텀	중장기 신작모멘텀	가중합산 신작모멘텀
1	엔씨소프트	70	100	82
1	웹젠	70	100	82
3	컴투스	75	70	73
4	넷마블	70	70	70
5	펄어비스	70	60	66
6	NHN엔터테인먼트	60	40	52
6	게임빌	60	40	52
8	더블유게임즈	50	40	46

주: 가중합산 점수는 (단기 신작모멘텀 : 중장기 신작모멘텀 = 60 : 40)의 가중치를 부여하여 계산한 것

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

주요 게임주 실적 점검 및 단기 실적모멘텀 비교

주요 게임주 실적흐름 부진, 기존 게임 노후화 & 신작모멘텀 부재

주요 게임주 대부분 1Q17 이후 분기별 영업실적은 부진한 흐름이었으며, 분기별 실적의 컨센서스 대비 Performance는 초과보다는 미달이나 부합의 경우가 더 많았습니다.

이는 대체로 기존게임은 노후화 현상으로 성장이 정체되거나 역성장에 접어든 상황에서 빅히트 신작 창출을 통한 신작모멘텀 형성은 미진했기 때문입니다.

주요 게임주 단기 실적모멘텀 비교

주요 게임주의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적모멘텀을 점검해 봅니다. 기존 게임의 컨텐츠 업데이트에 따른 단기 실적모멘텀, 기대신작 중심 신작모멘텀에 의한 단기 실적모멘텀, 효율적 비용관리를 통한 단기 실적모멘텀 등 다양한 형태의 단기 실적모멘텀을 점검해 보고 업체별 단기 실적모멘텀의 평가점수를 비교해 봅니다.

주요 게임주 1Q17 이후 분기 실적 추이 점검

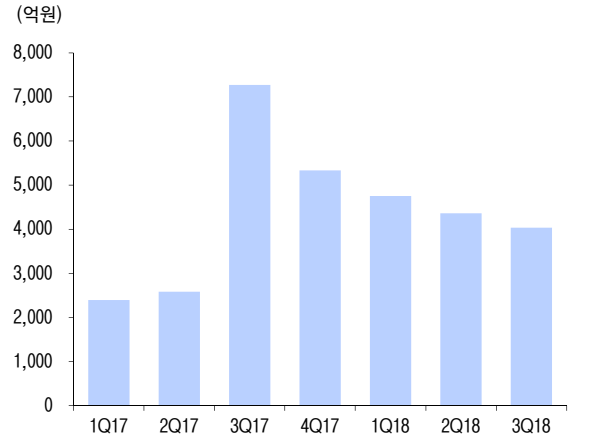
주요 게임주 실적흐름 부진, 기존게임 노후화 & 신작모멘텀 부재

주요게임주 대부분 1Q17 이후 분기별 영업실적은 부진한 흐름이었다. 이는 대체로 기존게임은 노후화 현상으로 성장이 정체되거나 역성장에 접어든 상황에서 빅히트 신작 창출을 통한 신작모멘텀 형성은 미진했기 때문이었다. 당사 커버리지 게임주 중 1Q17 이후 꾸준한 신작모멘텀의 창출로 실적 개선추이가 지속된 업체는 웹젠이 유일했다.

엔씨소프트

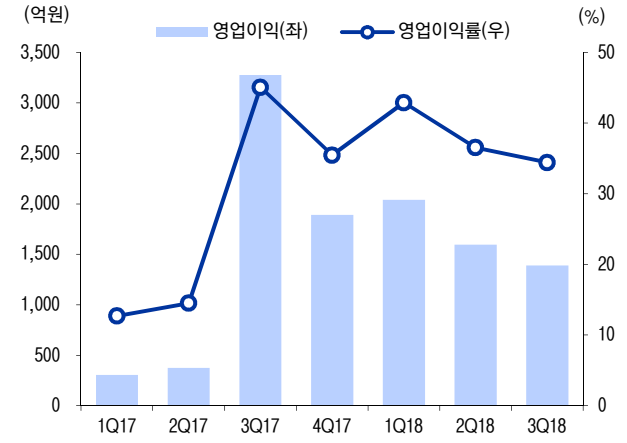
엔씨소프트는 17.06.21 리니지 M이 국내시장 론칭 후 슈퍼히트를 시현하면서 리니지 M 국내 매출이 3개월 Fully 반영되는 3Q17 폭발적 실적호조로 분기 사상최고 실적을 시현했으나 이후 분기별 실적은 하향셋업 추이가 지속되었다. 이는 리니지 M의 하향셋업에 따른 것이었는데 이 기간 동안 강력한 기대신작의 론칭일정이 없어 기존 게임 중심의 실적부진 흐름을 메이크업하지 못했다.

그림9 엔씨소프트 분기별 매출액 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림10 엔씨소프트 분기별 영업이익 추이 (1Q17 - 3Q18)

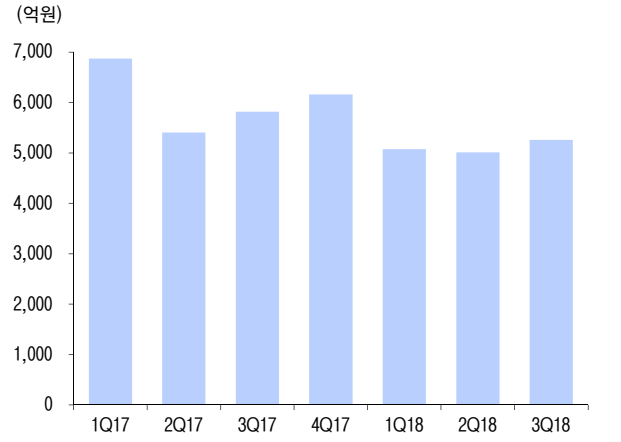


자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

넷마블

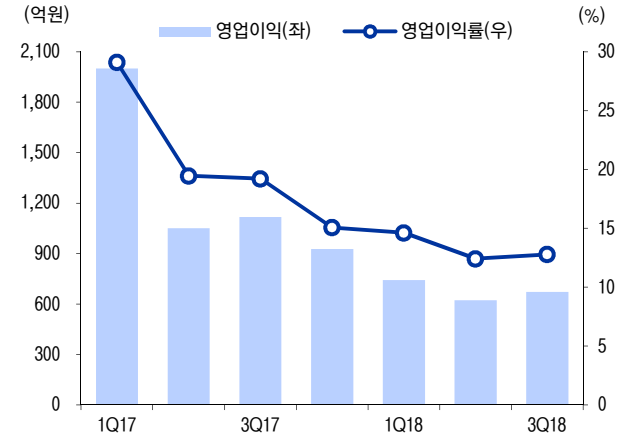
넷마블은 16.12.14 리니지2:레볼루션이 국내시장 론칭 후 빅히트를 시현하면서 리니지2:레볼루션 국내 매출이 3개월 Fully 반영되는 1Q17 실적은 대폭 개선되었으나(QoQ 대폭 개선. But, 당시 잠재적 컨센서스에는 미달) 이후 리니지2:레볼루션 국내의 급격한 하향셋업으로 2Q17 실적은 가파르게 악화되었다. 3Q17은 리니지2:레볼루션 아시아, 일본 등 론칭으로 매출, 영업이익 모두 소폭 회복되었으나 4Q17은 리니지2:레볼루션 북미/유럽, 테라 M 국내 등 론칭으로 매출은 소폭 증가했으나 마케팅비 등 비용의 증가로 영업이익은 오히려 감소했다. 그리고 1Q18 이후부터는 매출 성장은 정체인 가운데 비용 증가로 영업이익은 악화 추이가 지속되었다. 동사의 PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작은 4Q17 리니지2:레볼루션 북미/유럽, 테라 M 국내를 마지막으로 2018년 들어서는 추가적인 론칭일정이 없었다.

그림11 넷마블 분기별 매출액 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림12 넷마블 분기별 영업이익 추이 (1Q17 - 3Q18)

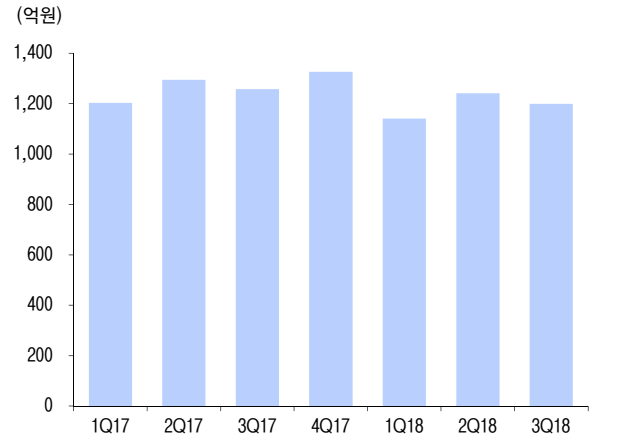


자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

컴투스

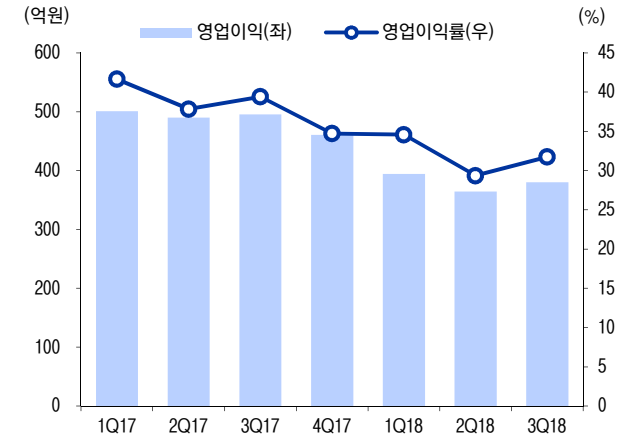
컴투스 실적흐름도 전반적으로 부진한 흐름이었다. 분기 매출은 거의 2년째 제자리 걸음을 하고 있으며 분기 영업이익은 1Q17 – 3Q17까지는 500억원 내외가 꾸준히 유지되었으나 4Q17 이후 비용 증가에 따른 수익성 악화로 조금씩 악화되고 있다. 컴투스 실적흐름은 서머너즈워를 중심으로 여타 게임주 대비 상대적으로 안정적이긴 했으나 성장성을 제고할 만한 신작모멘텀의 부재로 성장정체 및 전반적인 수익성 악화추이는 여타 게임주와 마찬가지였다.

그림13 컴투스 분기별 매출액 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림14 컴투스 분기별 영업이익 추이 (1Q17 - 3Q18)

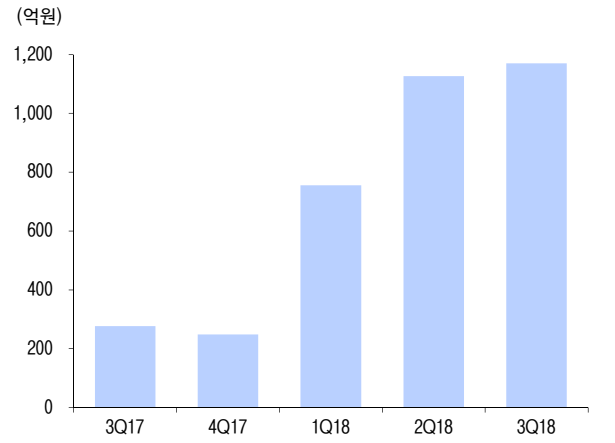


자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

펄어비스

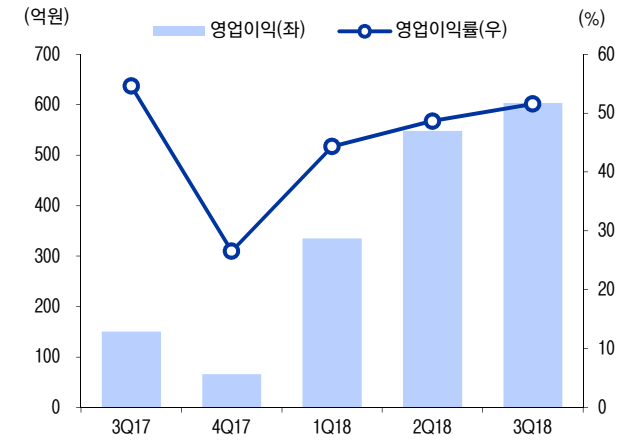
펄어비스는 18.02.28 검은사막 모바일이 국내시장 론칭 후 빅히트를 시현하면서 1Q18부터 실적이 대폭 개선되었고 검은사막 모바일 국내 매출이 3개월 Fully 반영되는 2Q18까지도 실적 대폭 개선이 이어졌으나 3Q18부터는 매출, 영업이익 모두 증가세가 대폭 둔화되고 있다.

그림15 펄어비스 분기별 매출액 추이 (3Q17 - 3Q18)



자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림16 펄어비스 분기별 영업이익 추이 (3Q17 - 3Q18)

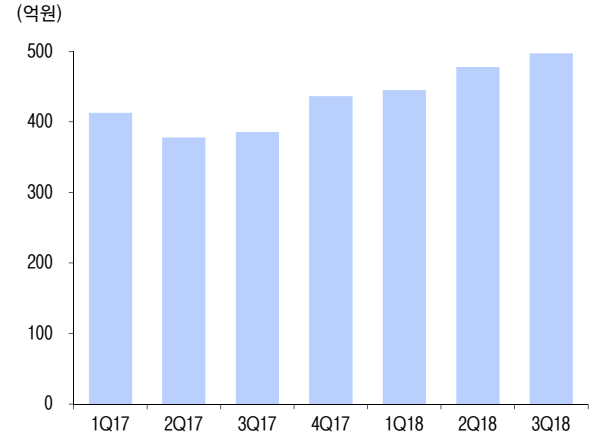


자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

더블유게임즈

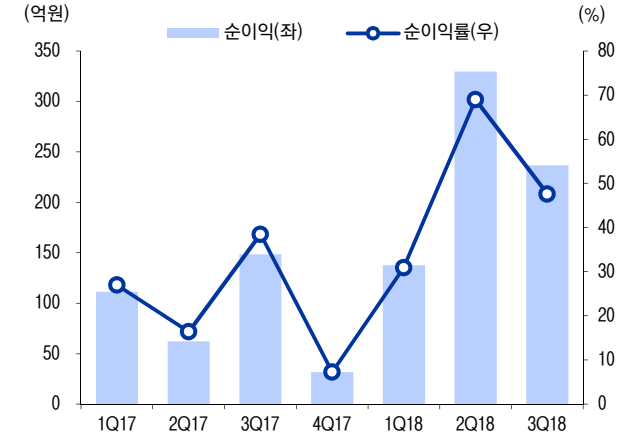
더블유게임즈는 17년 6월부터 자회사 DDI 실적이 연결로 반영되며 연결매출은 큰 성장을 한 것처럼 보이나 더블유게임즈, TAKE5(이상 본사), 더블다운카지노(DDI) 등 주력게임 모두 안정적인 성장추이만 지속했을 뿐 강력한 성장모멘텀을 보여주진 못했으며 이 기간 동안 성장성을 대폭 제고할 만한 강력한 신작모멘텀도 없었다. 다만, DDI 인수 후 본사 및 DDI 모두 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용의 효율화를 통해 수익성을 개선하며 영업이익은 꾸준한 개선추이를 보여주었다. 별도기준 순이익의 분기별 등락폭이 컸던 것은 환율변동에 따른 DDI 외환손익의 급변에 따른 것이었다.

그림17 더블유게임즈 분기별 매출액 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림18 더블유게임즈 분기별 순이익 추이 (1Q17 - 3Q18)

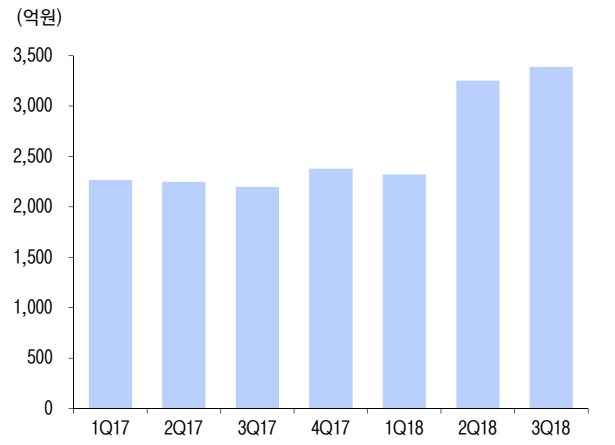


자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

NHN엔터테인먼트

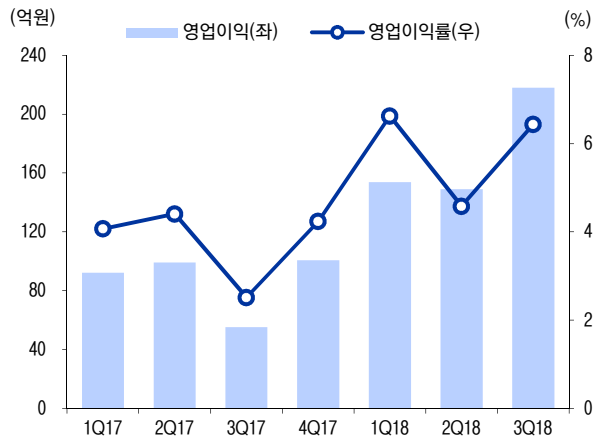
NHN엔터테인먼트는 1Q17 이후 뚜렷한 히트 신작이 없어 매출 성장성은 정체가 지속되다가 2Q18 NHN한국사이버결제가 연결대상에 편입되면서 회계적 매출 성정성은 대폭 제고되었다. 영업이익은 1Q17 이후 전반적으로 부진한 흐름이 지속되다가 1Q18 및 3Q18 두 차례에 걸쳐 비용 효율화를 통한 수익성 개선으로 큰 폭으로 개선되었다. 다만, 모바일게임 부문의 빅히트 신작 창출을 통한 매출 성장성 제고 및 수익성 개선을 동시에 달성하는 실질적 실적모멘텀은 1Q17 이후 아직 없었다.

그림19 NHN 엔터테인먼트 분기별 매출액 추이(1Q17-3Q18)



자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림20 NHN 엔터테인먼트 분기별 영업이익 추이(1Q17-3Q18)

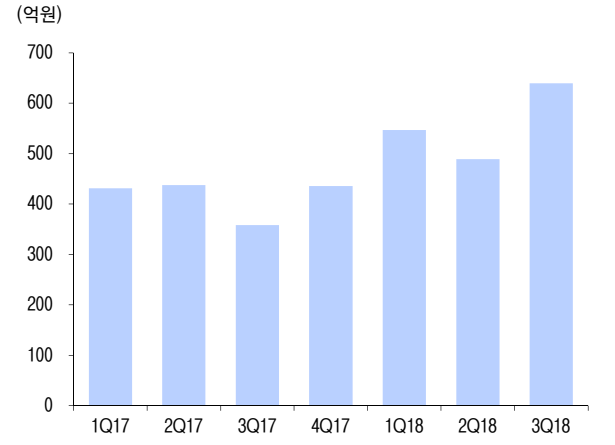


자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

웹젠

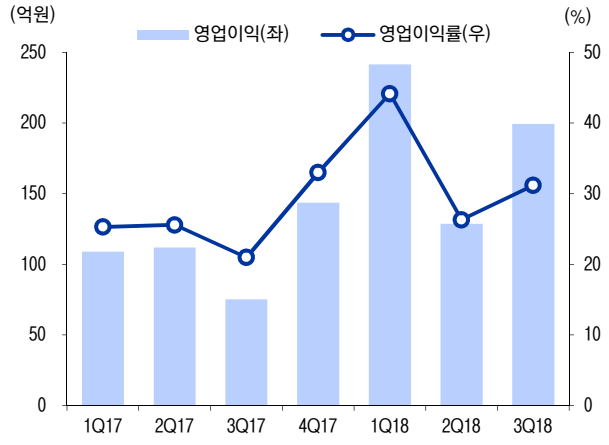
웹젠은 1Q17부터 3Q17까지는 전민기적 중국, 뮤오리진 국내 등 기존 주력게임의 노후화에 따른 매출 감소로 실적흐름이 부진했다. 그러나, 4Q17은 17.09.29 론칭한 대천사지검 H5 중국, 17.12.07 론칭한 기적:최강자 중국 등의 기여로, 1Q18은 18.01.03 론칭한 기적MU:각성 중국의 빅히트로 실적이 대폭 개선되었다. 그리고, 2Q18 실적은 잠시 주춤했으나 3Q18은 다시 18.06.04 론칭한 뮤오리진2 국내의 빅히트로 실적이 대폭 개선되었다. 웹젠의 경우 다른 게임주와 달리 뮤 IP 기반 기대신작들의 꾸준한 론칭으로 1Q17 이후 분기별 실적흐름은 전반적으로 개선되는 추이였다.

그림21 웹젠 분기별 매출액 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림22 웹젠 분기별 영업이익 추이 (1Q17 - 3Q18)

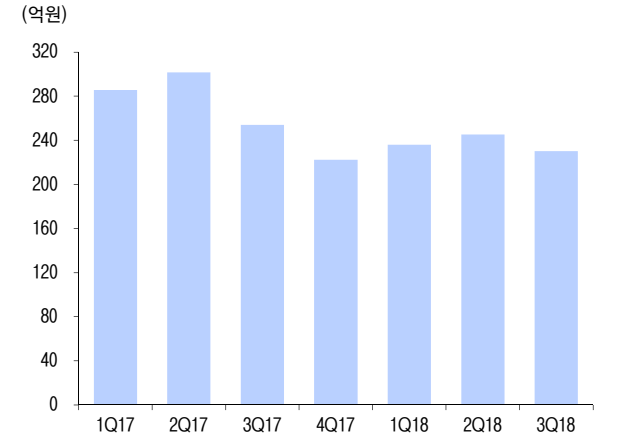


자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

게임빌

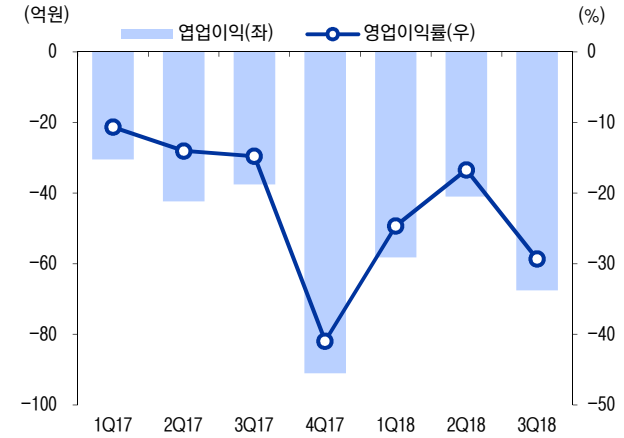
게임빌은 기존 게임 노후화, 신작모멘텀 부재로 1Q17 이후 매 분기 매출이 성장정체에 놓여 있는 가운데 영업이익은 적자였다.

그림23 게임빌 분기별 매출액 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림24 게임빌 분기별 영업이익 추이 (1Q17 - 3Q18)



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 모바일 MMORPG 대작 지역별 매출순위 셋업, 최근 순위 변동 미미

리니지 M, 리니지2:레볼루션, 뮤오리진2, 검은사막 모바일, 뮤오리진, 테라 M 등 주요 PC게임 IP 기반 대작급 모바일 MMORPG의 한국시장 구글 매출순위는 큰 변화 없이 거의 셋업된 상황이다. 특히, 리니지 M, 리니지2:레볼루션, 뮤오리진2, 검은사막 모바일 등 Top 4 게임의 매출순위는 거의 부동인 상황인데 다만 1위는 리니지 M이 독차지하고 있으나 2-4위는 가끔식 서로 변동되기도 하는 상황이다.

전민기적, 기적:최강자, 기적MU:각성, 대천사지검 H5 등 중국시장에서 서비스 중인 한국(웹젠)의 PC게임 IP 기반 모바일게임들의 iOS 매출순위 및 리니지2:레볼루션 일본시장 구글 매출순위 등은 론칭초기 대비 대폭 하락했으나 하향셋업 과정은 거의 마무리된 상황이다.

엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 웹젠 등 PC게임 IP 기반 대작급 모바일 MMORPG가 주력 장르인 주요 게임주들의 경우 리니지 M, 리니지2:레볼루션, 뮤오리진2, 검은사막 모바일, 뮤오리진, 테라 M 등 기존 주력게임은 국내 및 해외 주요 국가 모두 매출순위는 셋업이 거의 마무리되었고 일평균 매출규모도 론칭초기의 가파른 하향셋업 추이는 거의 마무리되어가는 상황이다. 기존 주력게임은 갑자기 성장성이 대폭 제고되기는 어려우며 대체로 점진적 하향셋업 과정이 더 진행될 것으로 예상된다. 따라서, 매출 성장성 제고를 위해선 PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 중심 기대신작의 주기적 론칭이 꼭 필요한 상황이다.

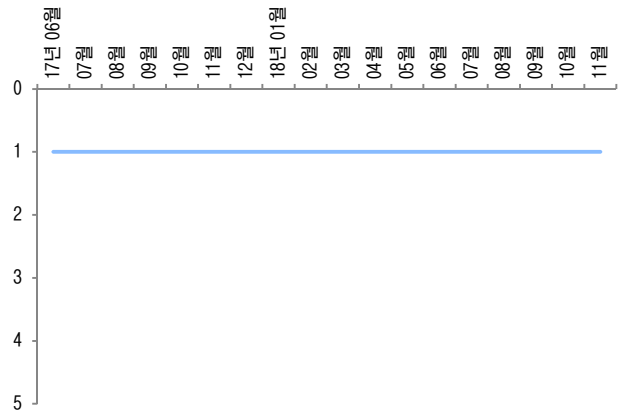
표11 국산 주요 PC 게임 IP 기반 모바일게임 한국시장 구글 매출순위 (18.11.18 기준)

PC게임 IP 기반 모바일게임	구글 매출순위
리니지M	**1**
리니지2: 레볼루션	**2**
뮤오리진2	**3**
검은사막모바일	**4**
뮤온라인 H5	41
뮤오리진	131
테라M	208

주: 뮤온라인 H5만 H5 장르, 나머지는 모두 MMORPG 장르

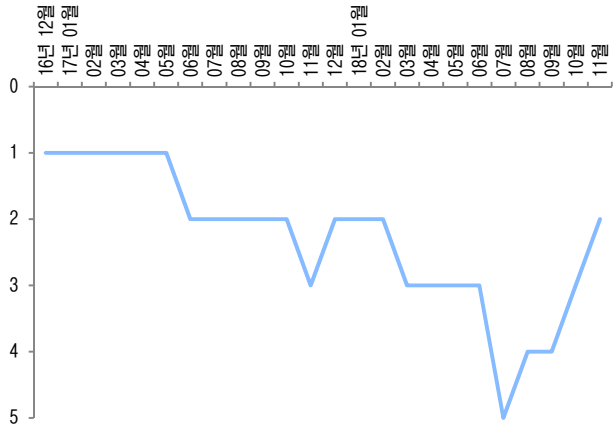
자료: 구글 플레이스토어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 리니지 M 한국시장 구글 매출순위 추이



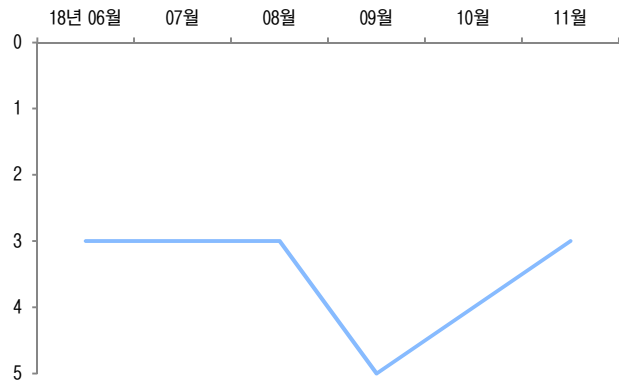
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 리니지 2:레볼루션 한국시장 구글 매출순위 추이



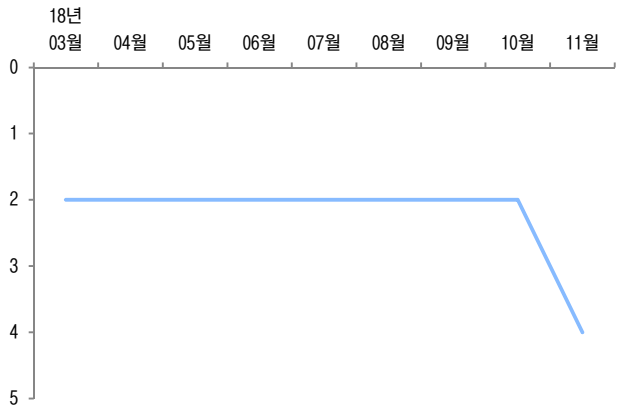
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 뮤오리진 2 한국시장 구글 매출순위 추이



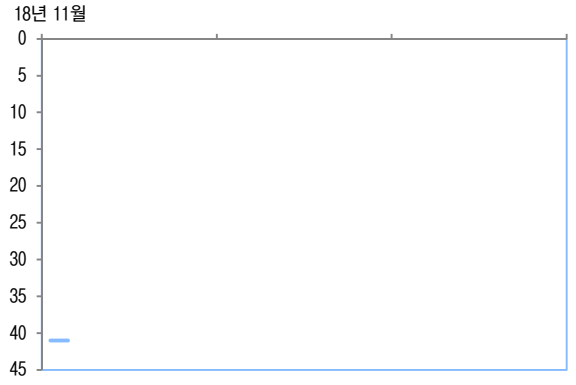
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 검은사막 모바일 한국시장 구글 매출순위 추이



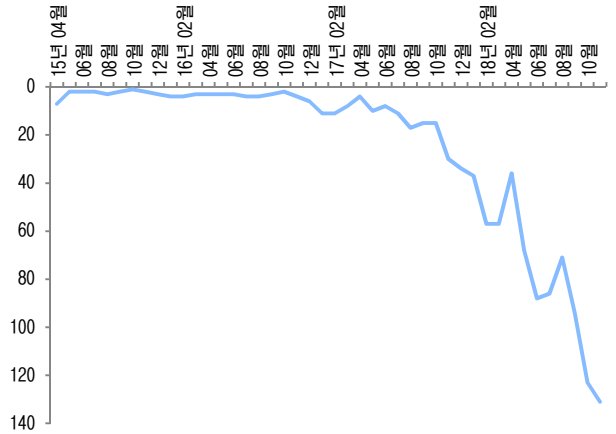
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 뮤온라인 H5 한국시장 구글 매출순위 추이



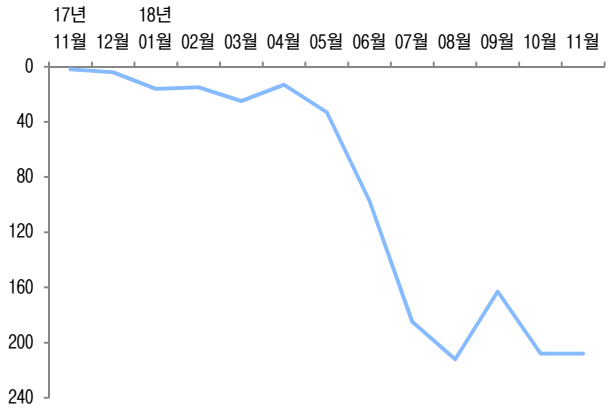
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 뮤오리진 한국시장 구글 매출순위 추이



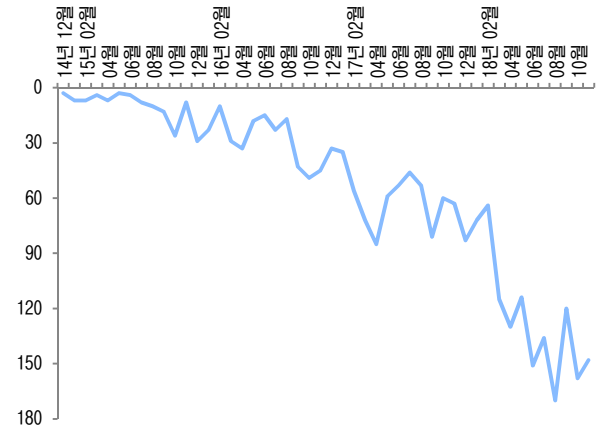
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 테라 M 한국시장 구글 매출순위 추이



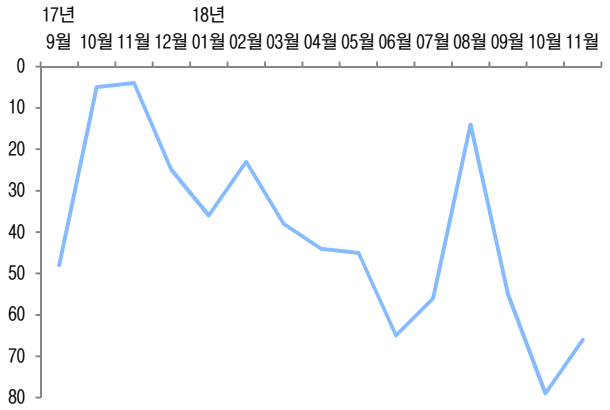
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 전민기적 중국시장 iOS 매출순위 추이



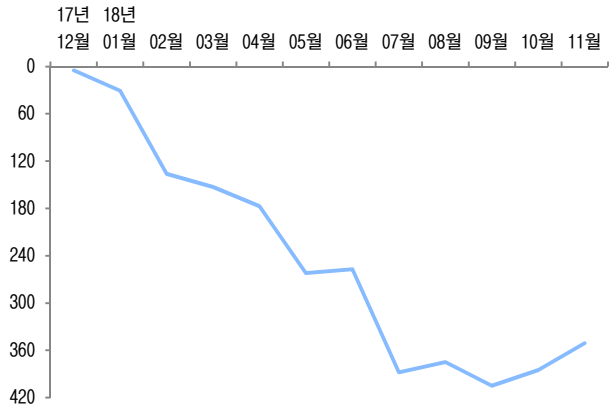
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 대천사지검 H5 중국시장 iOS 매출순위 추이



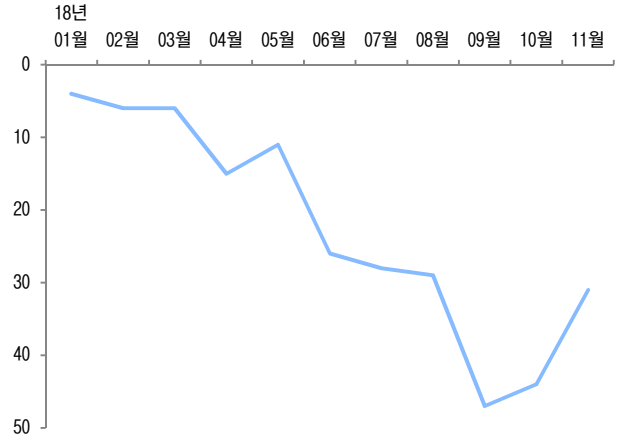
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 기적:최강자 중국시장 iOS 매출순위 추이



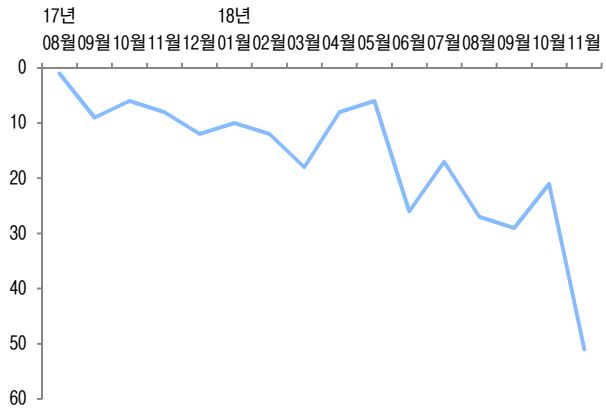
자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 기적 MU:각성 중국시장 iOS 매출순위 추이



자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 리니지 2:레볼루션 일본시장 구글 매출순위 추이



자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 게임주 실적 컨센서스 부합 여부, 초과보다 부합/미달 경우 많았음

주요 게임주의 1Q17 이후 분기별 영업실적은 자체적인 실적흐름도 부진했을 뿐만 아니라 각 분기별 시장 컨센서스 전망치 대비로도 미달 또는 부합이 초과보다 많았다. 즉, 어닝서프라즈의 경우는 매우 드물었으며 대체로 시장 컨센서스 전망치에 부합하는 부진한 실적흐름이 지속되다가 간헐적으로 어닝쇼크가 발생하는 업체들이 많았다.

엔씨소프트

엔씨소프트는 1Q17 이후 분기별 실적흐름은 대체로 부진했는데 매 분기 시장 컨센서스 전망치 대비 대체로 매출은 부합했는데 영업이익은 2017년까지는 주로 미달되다가 2018년 들어 초과 또는 부합하는 모습을 보였다. 2018년 들어 신작모멘텀 공백으로 매출 성장성이 부진하자 영업비용의 효율화를 통한 영업이익 방어 의지를 강하게 보여주었다는 점은 긍정적인 부분이다. 1Q17, 2Q17 2개 분기 연속 어닝쇼크를 기록했지만 이후로는 어닝쇼크는 더 이상 나타나지 않았다.

표12 엔씨소프트 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,365	4,038
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,595	1,390
OPM	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	34.4
컨센서스							
매출액	2,670	3,105	7,040	5,439	4,854	4,364	3,863
영업이익	850	755	3,298	2,062	1,806	1,635	1,248
OPM	31.8	24.3	46.8	37.9	37.2	37.5	32.3
컨센서스 대비(%)							
매출액	-10.3	-16.7	3.3	-1.9	-2.1	0.0	4.5
영업이익	-64.2	-50.2	-0.6	-8.2	12.9	-2.4	11.4
OPM	19.1%P↓	9.8%P↓	1.8%P↓	2.4%P↓	5.7%P↑	0.9%P↓	2.1%P↑
초과/부합/미달(매출 기준)	미달	미달	부합	부합	부합	부합	부합
초과/부합/미달(영업이익 기준)	미달	미달	부합	미달	초과	부합	초과

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

넷마블

넷마블은 17.05.12 KOSPI 상장 후 2Q17부터 2Q18까지 5개 분기 연속 어닝쇼크를 시현했으며 3Q18 실적만 유일하게 시장 컨센서스 전망치에 부합했다. 넷마블은 16.12.14 리니지2:레볼루션 국내시장 론칭 후 빅히트를 시현한 다음 지속적인 하향셋업 과정을 겪었지만 2017년의 경우 2Q17 리니지2:레볼루션 아시아 11개국, 3Q17 리니지2:레볼루션 일본, 4Q17 리니지2:레볼루션 북미/유럽 및 테라 M 국내 등 PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작 론칭을 꾸준히 진행하며 매출 성장성 제고 요인도 꽤 있었다. 그러나, 리니지2:레볼루션 국내 감소세 지속, 리니지2:레볼루션 해외 매출 초반 히트 후 감소세 지속, 기타 장르 매출의 히트 신작 부재 및 기존 게임 노후화로 인한 감소세 지속 등으로 외형 성장성 부진이 지속되었다. 그리고, 외형 성장성 부진이 지속되는 동안 영업비용 역레버리지에 의한 수익성 악화로 영업이익 부진도 지속되었다.

표13 넷마블 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	5,260
영업이익	2,001	1,051	1,118	928	742	622	673
OPM	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	12.4	12.8
컨센서스							
매출액		6,205	6,061	6,372	5,450	5,537	5,109
영업이익		1,450	1,288	1,271	922	883	663
OPM		23.4	21.3	19.9	16.9	15.9	13.0
컨센서스 대비(%)							
매출액		-13.0	-4.0	-3.4	-6.9	-9.6	3.0
영업이익		-27.5	-13.2	-27.0	-19.5	-29.6	1.5
OPM		3.9%P↓	2.0%P↓	4.9%P↓	2.3%P↓	3.5%P↓	0.2%P↓
초과/부합/미달(매출 기준)		미달	부합	부합	미달	미달	부합
초과/부합/미달(영업이익 기준)		미달	미달	미달	미달	미달	부합

자료: 넷마블, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

컴투스

컴투스는 서머너즈워를 중심으로 한 단순한 실적구조로서 실적의 예측 가능성은 여타 게임주보다 높아 분기별 실적은 대체로 시장 컨센서스 전망치에는 부합했다. 다만, 1Q18, 2Q18 2개 분기는 어닝쇼크였다. 1Q18 실적은 서머너즈워 매출이 컨센서스 전망치에 대폭 미달하며 매출, 영업이익 모두 컨센서스 전망치에 대폭 미달했고 2Q18 실적은 매출은 컨센서스 전망치에 부합했으나 인건비, 마케팅비 등 주요 영업비용이 컨센서스 전망치를 대폭 초과하며 어닝쇼크를 시현했다.

표14 컴투스 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	1,203	1,294	1,257	1,326	1,140	1,241	1,198
영업이익	501	490	496	460	394	364	380
OPM	41.6	37.8	39.4	34.7	34.6	29.4	31.7
컨센서스							
매출액	1,272	1,305	1,312	1,350	1,268	1,252	1,229
영업이익	474	498	495	487	485	444	389
OPM	37.3	38.2	37.7	36.1	38.2	35.5	31.7
컨센서스 대비(%)							
매출액	-5.5	-0.8	-4.2	-1.8	-10.1	-0.9	-2.5
영업이익	5.6	-1.7	0.1	-5.5	-18.7	-17.9	-2.2
OPM	4.4%P↑	0.3%P↓	1.7%P↑	1.4%P↓	3.7%P↓	6.1%P↓	0.1%P↑
초과/부합/미달(매출 기준)	부합	부합	부합	부합	미달	부합	부합
초과/부합/미달(영업이익 기준)	부합	부합	부합	부합	미달	미달	부합

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

펄어비스

펄어비스는 17년 9월 상장 후 3Q17, 4Q17 실적은 자체적으로도 부진했을 뿐만 아니라 시장 컨센서스 전망치에 대폭 미달하는 어닝쇼크였다. 그러나, 18.02.28 검은사막 모바일 국내시장 론칭으로 1Q18, 2Q18 실적은 자체적으로도 QoQ 기준 대폭 개선되었을 뿐만 아니라 시장 컨센서스 전망치에도 부합했다.

표15 펄어비스 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적					
매출액	276	248	755	1,127	1,170
영업이익	151	66	335	548	603
OPM	54.6	26.6	44.3	48.7	51.6
컨센서스					
매출액	320	315	791	1,074	1,120
영업이익	203	161	374	556	541
OPM	63.4	51.1	47.3	51.8	48.3
컨센서스 대비(%)					
매출액	-13.7	-21.3	-4.5	4.9	4.5
영업이익	-25.7	-59.1	-10.5	-1.4	11.5
OPM	8.8%P ↓	24.5%P ↓	3.0%P ↓	3.1%P ↓	3.2%P ↑
초과/부합/미달(매출 기준)	미달	미달	부합	부합	부합
초과/부합/미달(영업이익 기준)	미달	미달	미달	부합	부합

자료: 펄어비스, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

게임빌

게임빌의 1Q17 이후 분기별 영업실적은 매 분기 자체적으로도 매우 부진했을 뿐만 아니라 항상 시장 컨센서스 전망치에 대폭 미달했다. 이는 기존 게임 노후화, 신작모멘텀 부재에 따른 것이었다.

표16 게임빌 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	286	302	254	222	236	245	230
영업이익	-30	-42	-38	-91	-58	-41	-68
OPM	-10.7	-14.0	-14.8	-40.9	-24.6	-16.7	-29.3
컨센서스							
매출액	378	363	338	287	260	274	259
영업이익	-2	-10	-13	-44	-41	-36	-33
OPM	-0.5	-2.8	-3.8	-15.3	-15.8	-13.1	-12.7
컨센서스 대비(%)							
매출액	-24.4	-16.9	-24.9	-22.5	-9.2	-10.4	-11.1
영업이익	미달	미달	미달	미달	미달	미달	미달
OPM	10.1%P ↓	11.3%P ↓	10.9%P ↓	25.6%P ↓	8.9%P ↓	3.6%P ↓	16.6%P ↓
초과/부합/미달(매출 기준)	미달	미달	미달	미달	미달	미달	미달
초과/부합/미달(영업이익 기준)	미달	미달	미달	미달	미달	미달	미달

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

더블유게임즈

더블유게임즈 분기별 실적은 별도기준 매출, 영업이익은 대체로 시장 컨센서스에 부합하거나 간헐적으로 소폭 미달하는 경우가 발생하는 패턴이었다. 그러나, 별도기준 순이익은 컨센서스 전망치에 대폭 미달하는 어닝쇼크가 많았으며 간헐적으로는 컨센서스 전망치를 대폭 초과하는 어닝서프라이즈도 있었다. 별도기준 순이익이 컨센서스 전망치 대비 대폭 미달 및 대폭 초과가 빈번했던 것은 외화자산에 대한 외환손익의 급변에 따른 것으로서 시장이 정확하게 예측하기 어려운 영역이었기 때문이었다.

표17 더블유게임즈 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	413	378	385	436	445	478	497
영업이익	163	154	126	151	143	205	218
OPM	39.6	40.8	32.7	34.6	32.1	42.9	43.8
순이익	111	62	148	32	138	330	237
컨센서스							
매출액	418	425	411	426	448	452	503
영업이익	166	170	147	146	165	163	214
OPM	39.7	40.0	35.8	34.3	36.8	36.1	42.5
순이익	166	171	142	197	220	144	205
컨센서스 대비(%)							
매출액	-1.3	-11.0	-6.2	2.4	-0.7	5.7	-1.2
영업이익	-1.5	-9.2	-14.1	3.3	-13.5	25.7	1.7
순이익	-32.9	-63.7	4.5	-83.9	-37.4	128.9	15.5
초과/부합/미달(매출 기준)	부합	미달	부합	부합	부합	부합	부합
초과/부합/미달(영업이익 기준)	부합	미달	미달	부합	미달	초과	부합
초과/부합/미달(순이익 기준)	미달	미달	부합	미달	미달	초과	초과

자료: 더블유게임즈, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

웹젠

웹젠은 1Q17 – 3Q17 3개 분기 동안은 뮤오리진 국내, 전민기적 중국 등 기존 주력게임의 노후화 및 신작모멘텀 부재로 자체적인 실적흐름도 매우 부진했지만 매 분기 컨센서스에 대폭 미달하는 어닝쇼크가 반복되었다. 그러나, 대천사지검 H5 중국, 기적:최강자 중국 등 뮤 IP 기반 기대신작의 중국시장 론칭으로 4Q17 실적은 대폭 개선되었을 뿐만 아니라 컨센서스 전망치 대비로도 매출은 부합하고 영업이익은 대폭 초과하였다. 그리고, 1Q18 실적은 기적MU:각성 중국시장 빅히트로 전분기 대비 대폭 개선되었으며 컨센서스 전망치에는 부합하였다. 2Q18 실적은 뮤오리진 국내, 전민기적 중국 등 기존 주력게임의 부진이 예상을 초과하며 QoQ 대폭 부진과 아울러 시장 컨센서스 전망치에도 대폭 미달했으나 3Q18 실적은 6/4 론칭한 뮤오리진2 국내 매출의 3개월 Fully 반영 효과로 QoQ 대폭 개선과 함께 시장 컨센서스 전망치에도 부합했다.

표18 웹젠 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	431	437	358	436	547	489	639
영업이익	109	112	75	144	242	129	199
OPM	25.3	25.6	21.0	33.0	44.2	26.3	31.2
컨센서스							
매출액	526	495	398	420	511	580	699
영업이익	114	142	98	126	230	193	201
OPM	21.7	28.7	24.6	30.0	45.0	33.3	28.8
컨센서스 대비(%)							
매출액	-18.0	-11.6	-10.0	3.7	7.0	-15.7	-8.5
영업이익	-4.3	-21.1	-23.2	14.1	5.0	-33.3	-0.8
OPM	3.6%P↑	3.1%P↓	3.6%P↓	3.0%P↑	0.8%P↓	7.0%P↓	2.4%P↑
초과/부합/미달(매출 기준)	미달	미달	미달	부합	초과	미달	미달
초과/부합/미달(영업이익 기준)	부합	미달	미달	초과	부합	미달	부합

자료: 웹젠, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

NHN엔터테인먼트

NHN엔터테인먼트의 1Q17 이후 분기별 실적은 매출은 대부분 시장 컨센서스 전망치에 부합했으나(2Q18만 NHN한국사이버결제 연결편입 효과로 컨센서스 전망치 초과) 영업이익은 인건비, 마케팅비 등 핵심 영업비용의 집행규모, 일회성 비용의 발생 및 기저효과 등에 따라 컨센서스 전망치를 대폭 초과하거나 미달하는 경우가 반복되었다.

표19 NHN 엔터테인먼트 분기별 실적, 컨센서스 대비 Performance 점검

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
발표실적							
매출액	2,267	2,249	2,197	2,378	2,322	3,252	3,389
영업이익	92	99	55	101	154	149	218
OPM	4.1	4.4	2.5	4.2	6.6	4.6	6.4
컨센서스							
매출액	2,192	2,319	2,295	2,391	2,357	2,914	3,335
영업이익	40	129	122	92	104	168	148
OPM	1.8	5.6	5.3	3.8	4.4	5.8	4.4
컨센서스 대비(%)							
매출액	3.4	-3.0	-4.3	-0.6	-1.5	11.6	1.6
영업이익	130.8	-23.2	-54.7	9.4	47.9	-11.3	47.3
OPM	2.2%P↑	1.2%P↓	2.8%P↓	0.4%P↑	2.2%P↑	1.2%P↓	2.0%P↑
초과/부합/미달(매출 기준)	부합	부합	부합	부합	부합	초과	부합
초과/부합/미달(영업이익 기준)	초과	미달	미달	초과	초과	미달	초과

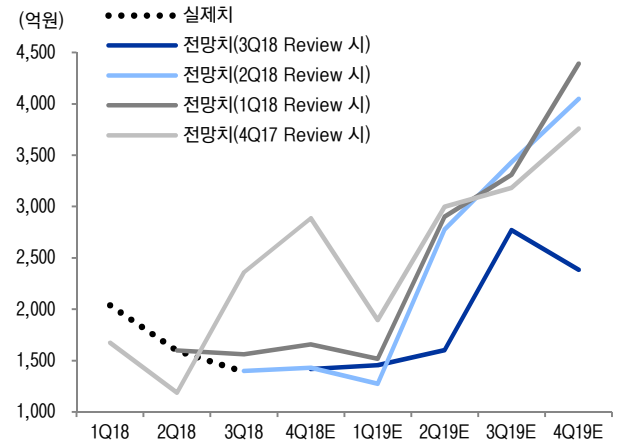
자료: NHN엔터테인먼트, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 게임주 대부분 실적발표 시마다 전망치 하향 추세

주요 게임주의 1Q17 이후 분기별 영업실적은 자체적인 실적흐름도 부진했을 뿐만 아니라 각 분기별 당사 전망치 대비 미달 또는 부합이 초과보다 많았다. 따라서, 당사의 주요 게임주 분기별 실적 전망치는 분기 실적발표 시마다 대체로 하향 추세였다.

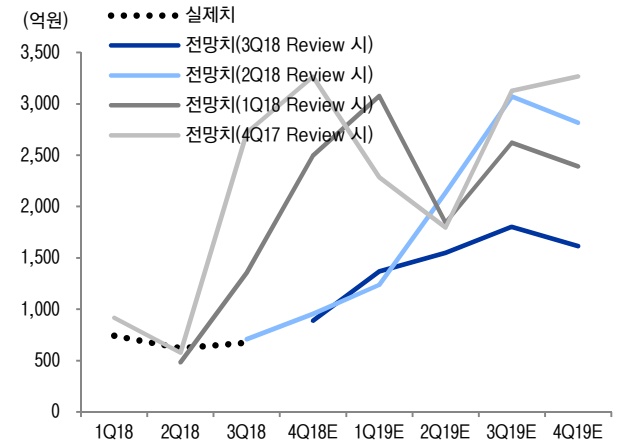
다만, 더블유게임즈, NHN엔터테인먼트 등 2개 업체는 실적 전망치 하향 추세에 대한 예외적인 업체였다. 더블유게임즈, NHN엔터테인먼트 등은 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용의 효율적 관리를 통한 수익성 개선으로 몇 차례 분기 영업이익이 당사 전망치를 초과했다. 한편, 게임빌은 매 분기 실적발표 시 마다 분기 실적 전망치를 하향하다가 3Q18 실적발표 시 탈리온 일본 성과 및 향후 글로벌 잠재력을 반영하여 4Q18 이후 전망치를 상향한 사례이다.

그림37 엔씨소프트 영업이익, 실제치 VS 당사 전망치



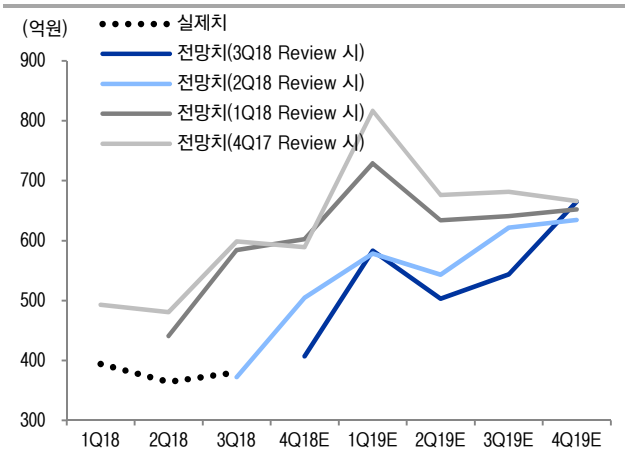
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림38 넷마블 영업이익, 실제치 VS 당사 전망치



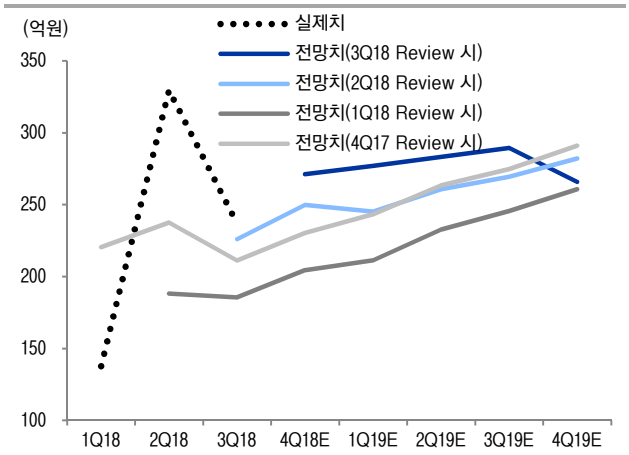
자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림39 컴투스 영업이익, 실제치 VS 당사 전망치



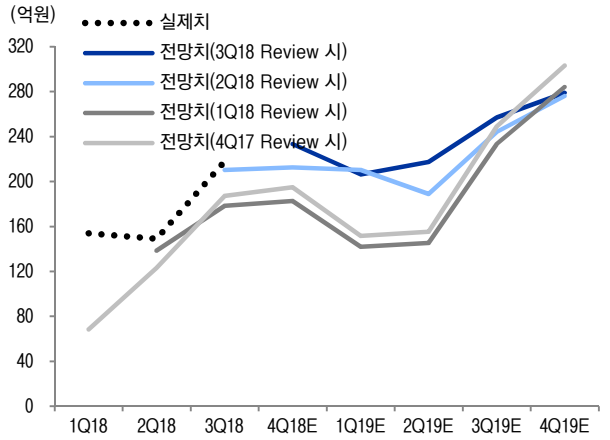
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림40 더블유게임즈 순이익, 실제치 VS 당사 전망치



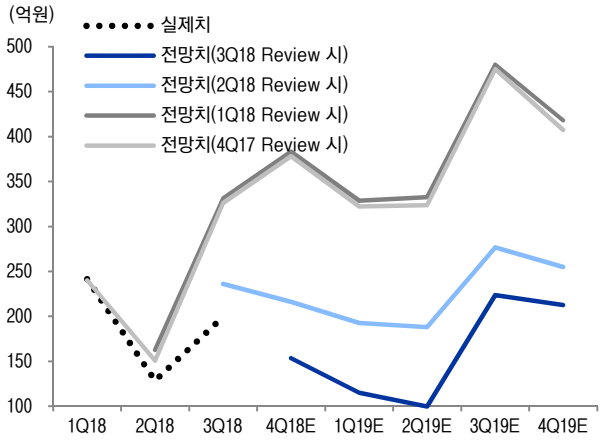
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림41 NHN 엔터테인먼트 영업이익, 실제치 VS 당사 전망치



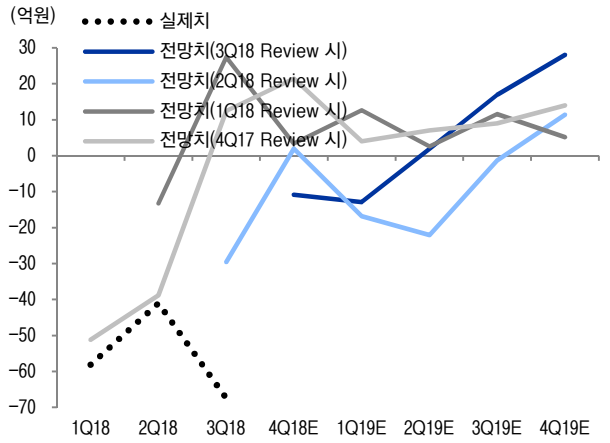
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림42 웹젠 영업이익, 실제치 VS 당사 전망치



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림43 게임빌 영업이익, 실제치 VS 당사 전망치



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

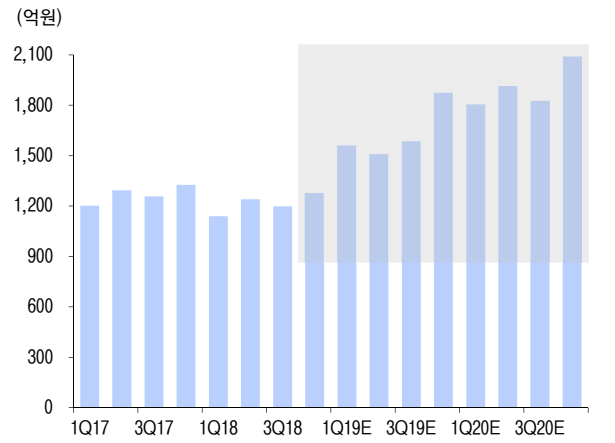
주요 게임주 단기 실적모멘텀 비교

엔씨소프트

엔씨소프트 4Q18 실적은 신작모멘텀은 없으나 9월말 단행한 리니지 M 컨텐츠 업데이트에 따른 매출증가 효과의 본격화로 전분기 대비 견조하게 개선될 것으로 전망한다. 그리고, 1Q19 실적도 신작모멘텀은 없으나 4Q18말 단행 예정인 리니지 출시 20주년 기념 대규모 컨텐츠 업데이트에 따른 매출증가 효과의 본격화로 전분기 대비 견조하게 개선될 것으로 전망한다. 리니지2 M 국내가 2Q19 후반 론칭될 것으로 예상됨에 따라 2Q19부터 눈에 띄는 실적 개선이 이루어지고 리니지2 M 매출이 3개월 Fully 반영되는 3Q19는 폭발적인 실적개선이 시현될 것으로 전망한다.

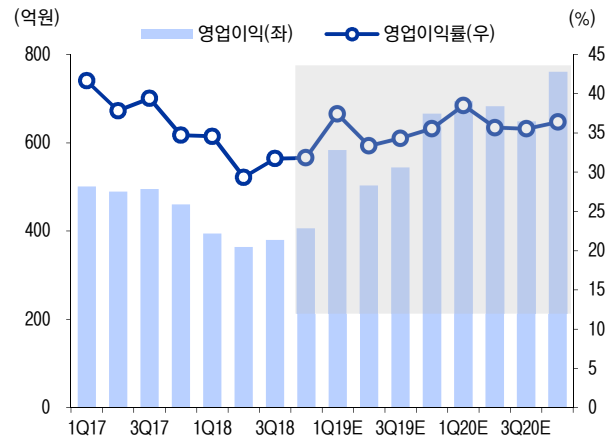
엔씨소프트의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 기대신작 중심 신작모멘텀은 없으나 기존 주력게임의 컨텐츠 업데이트 모멘텀을 기반으로 견조한 개선추이를 보일 것으로 전망한다. 엔씨소프트의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 75점으로 평가한다.

그림44 엔씨소프트 분기별 매출 전망



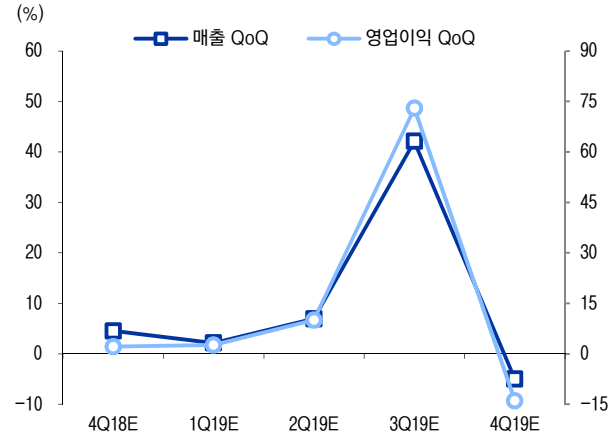
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림45 엔씨소프트 분기별 영업이익 전망



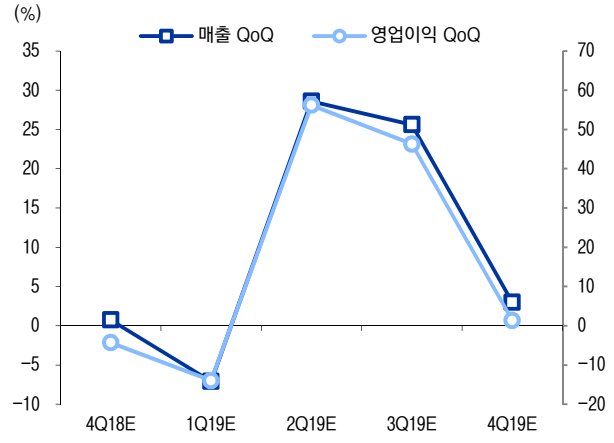
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림46 엔씨소프트 매출, 영업이익 QoQ (당사 전망치)



자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림47 엔씨소프트 매출, 영업이익 QoQ (컨센서스 전망치)



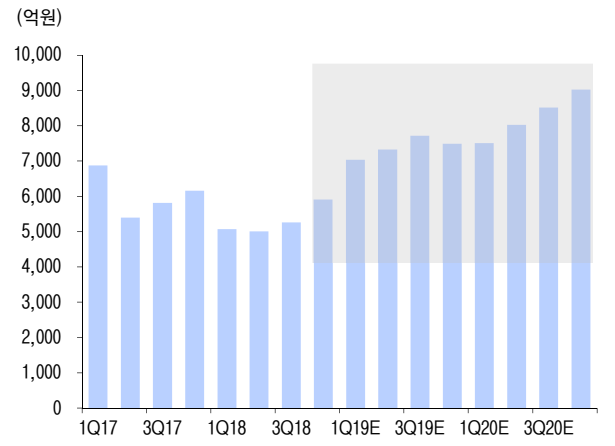
자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

넷마블

넷마블은 4Q18은 12/6 론칭 예정인 블레이드앤소울:레볼루션 국내 관련 강력한 신작 모멘텀이 기대되는 시기이다. 4Q18 실적은 영업일수 26일간의 [블레이드앤소울:레볼루션 국내 매출 신규 기여만으로도 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 전망하며 1Q19 실적은 블레이드앤소울:레볼루션 국내 매출의 3개월 Fully 반영으로 폭발적인 개선세가 시현될 것으로 전망한다.

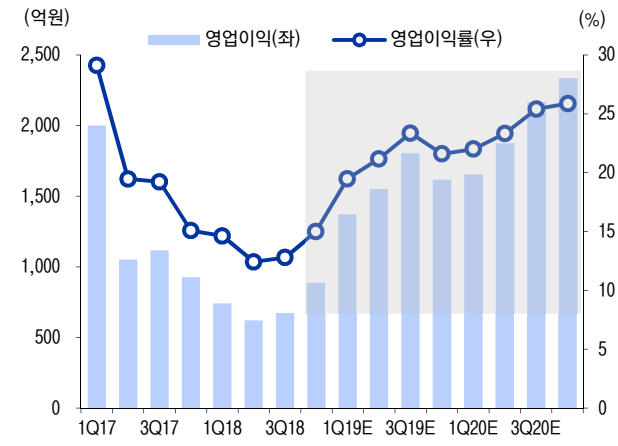
넷마블의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 기대신작 블레이드앤소울:레볼루션 국내 매출의 신규 기여로 가파른 개선 추이를 보일 것으로 전망한다. 넷마블의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 85점으로 평가한다.

그림48 넷마블 분기별 매출 전망



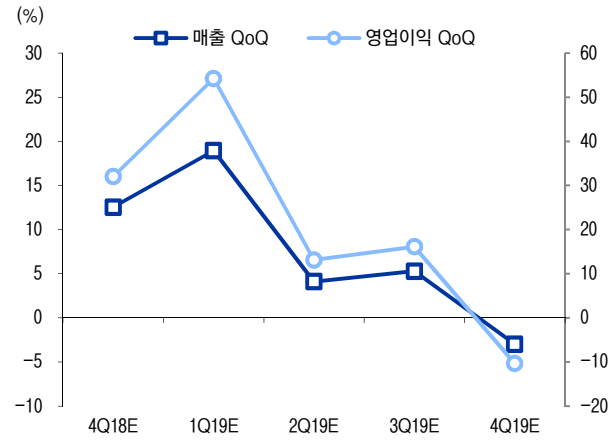
자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림49 넷마블 분기별 영업이익 전망



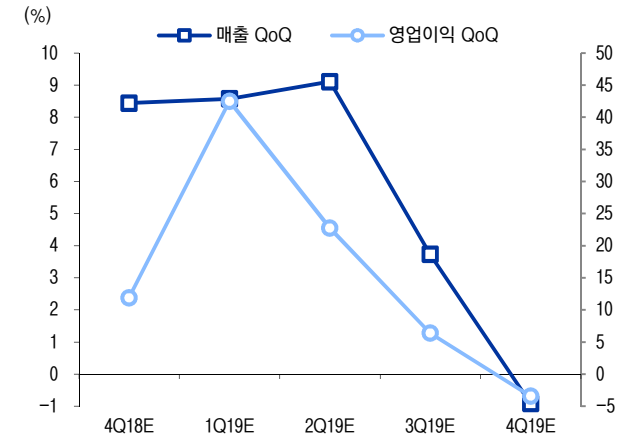
자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림50 넷마블 매출, 영업이익 QoQ (당사 전망치)



자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림51 넷마블 매출, 영업이익 QoQ (컨센서스 전망치)



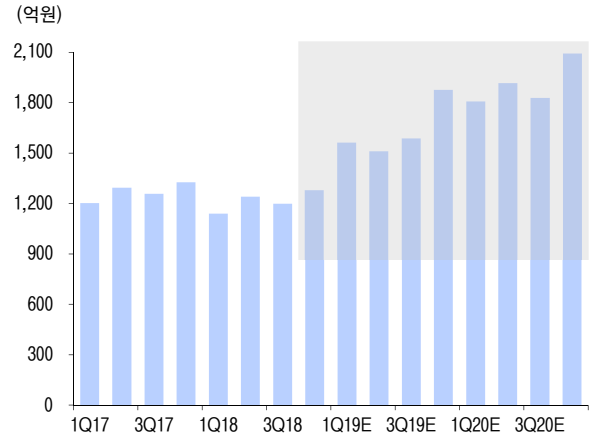
자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

컴투스

컴투스의 4Q18 실적은 12월 중순 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 캐나다/호주 론칭에 따른 매출 기여로 전분기 대비 견조하게 개선될 것으로 전망한다. 1Q19 실적은 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 글로벌 론칭에 따른 대규모 매출 기여 및 4Q18말 – 1Q19초 단행될 예정인 서머너즈워 차원의 홀 컨텐츠 업데이트 효과 등으로 전분기 대 대폭 개선될 것으로 전망한다.

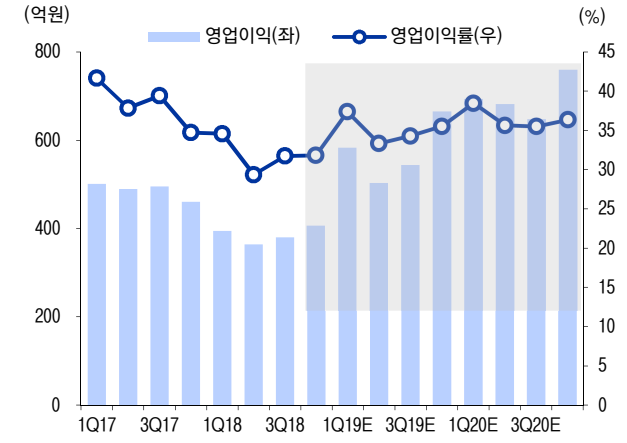
컴투스의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 기대신작 스카이랜더스 링 오브 히어로즈의 신규 매출 기여로 상당수준의 개선 추이를 보일 것으로 전망한다. 컴투스의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 80점으로 평가한다.

그림52 컴투스 분기별 매출 전망



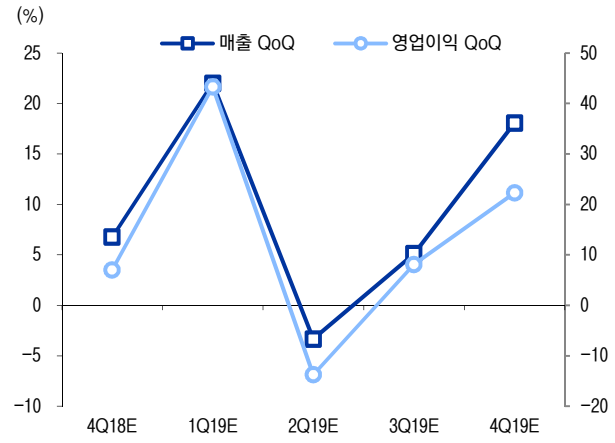
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림53 컴투스 분기별 영업이익 전망



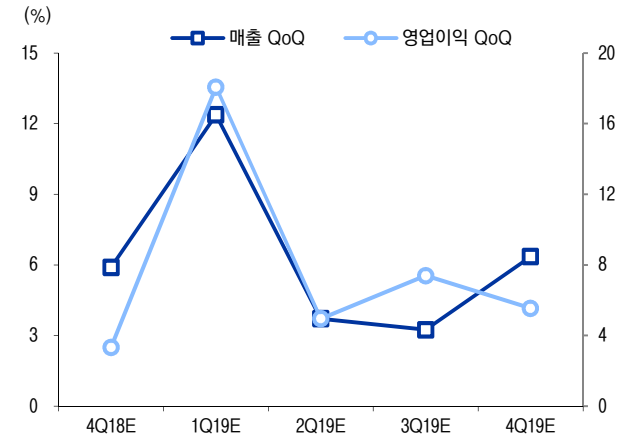
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림54 컴투스 매출, 영업이익 QoQ (당사 전망치)



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림55 컴투스 매출, 영업이익 QoQ (컨센서스 전망치)



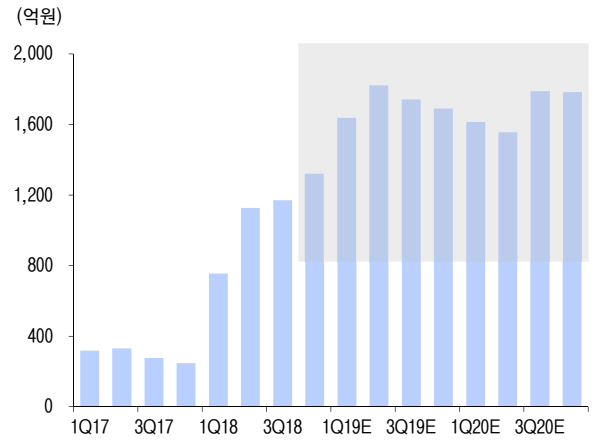
자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

펄어비스

펄어비스는 4Q18은 신작모멘텀은 없으나 8/29 론칭한 검은사막 모바일 대만 매출의 3개월 Fully 반영 효과 및 자회사 CCP게임즈 연결편입 효과 등으로 4Q18 매출은 전분기 대비 10% 이상 대폭 증가할 것으로 전망한다. 그러나, 4Q18 영업이익은 19년 2월말 론칭 예정인 검은사막 모바일 일본에 대한 사전 마케팅비 증가, CCP게임즈 인수 관련 일회성 인수비용 반영 등으로 전분기 대비 30% 이상 대폭 감소할 것으로 전망한다. 1Q19 실적은 2월말 론칭 예정인 검은사막 모바일 일본 매출의 신규 기여, 검은사막 콘콜게임 북미/유럽 매출 신규 기여(현 시점 론칭목표는 18년 12월이나 1Q19 론칭 가능성 크다고 판단) 등으로 매출은 전분기 대비 20% 이상 대폭 증가하고, 매출 증가에 따른 레버리지 효과에다 전분기 CCP게임즈 일회성 인수비용에 대한 기저효과 등으로 영업이익은 전분기 대비 70% 이상 대폭 증가할 것으로 전망한다.

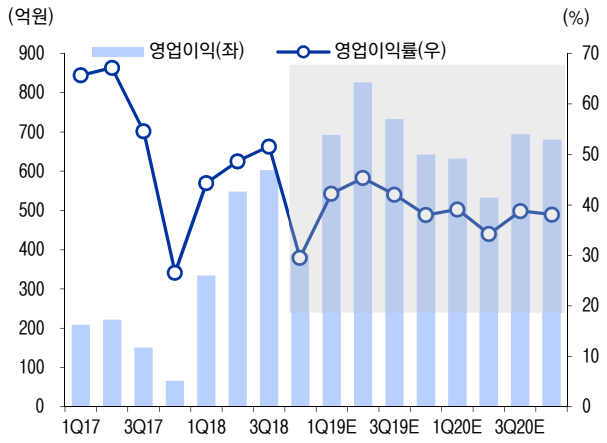
펄어비스의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 4Q18은 일회성 비용 등으로 부진하나 1Q19는 검은사막 모바일 일본 관련 신작모멘텀 및 전분기 일회성 비용 기저효과 등으로 매출, 영업이익 모두 대폭 증가하는 모습을 보일 것으로 전망한다. 펄어비스의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 70점으로 평가한다.

그림56 펄어비스 분기별 매출 전망



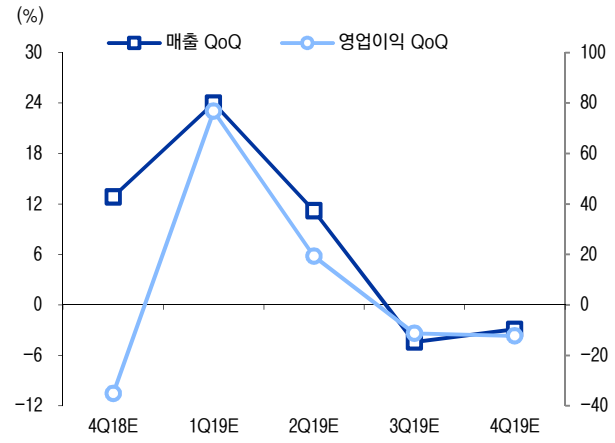
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림57 펄어비스 분기별 영업이익 전망



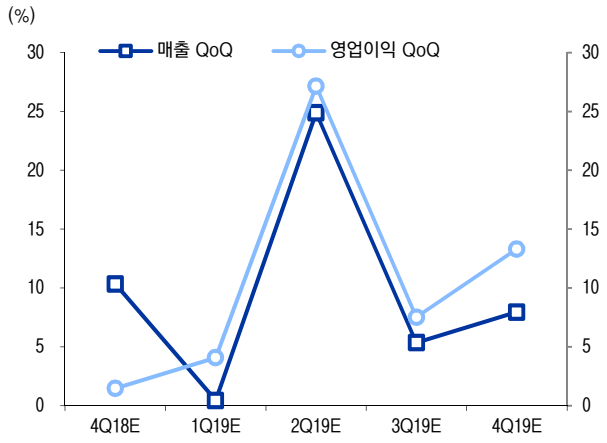
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림58 펄어비스 매출, 영업이익 QoQ (당사 전망치)



자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림59 펄어비스 매출, 영업이익 QoQ (컨센서스 전망치)



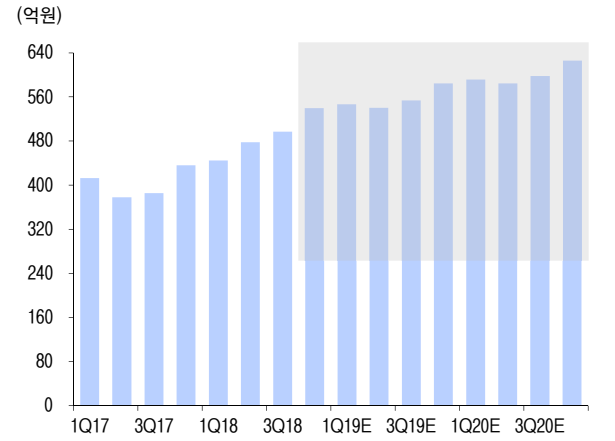
자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

더블유게임즈

더블유게임즈는 당분간 강한 신작모멘텀을 기대하긴 어려울 것으로 예상된다. 즉, 히트 신작의 상당수준의 신규 매출 기여에 의한 실적모멘텀이 형성되기는 어렵다. 그리고, 더블유카지노, TAKE5, 더블다운카지노 등 기존 주력게임의 경우 매우 견조하고 안정적인 매출흐름을 보이고는 있으나 갑자기 성장성이 크게 제고되기는 어렵다고 판단한다. DDI 인수 후 1년 이상 본사 및 DDI에 대한 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용 중심의 영업비용 효율화 작업을 진행하여 지금까지 수익성 개선효과가 지속되었으나 수익성 개선 또한 향후 추가적인 개선 Room은 제한적일 것으로 예상한다. 카지노게임은 4분기가 최대 성수기이기 때문에 QoQ 측면에서 4Q18 실적은 대폭 개선될 것으로 예상하나 나머지 분기 실적은 견조한 흐름이 지속되는 모습을 보일 것으로 예상한다.

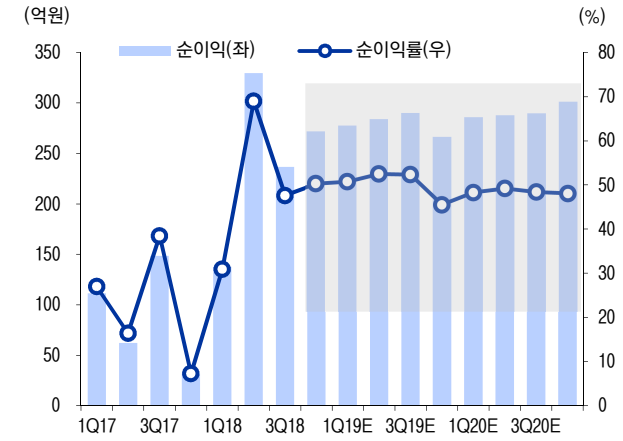
더블유게임즈의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 신작모멘텀이 없는 상황에서 4Q18은 성수기 효과로 전분기 대비 대폭 개선되나, 1Q19는 견조한 개선 정도에 그칠 것으로 전망한다. 더블유게임즈의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 60점으로 평가한다.

그림60 더블유게임즈 분기별 매출 전망



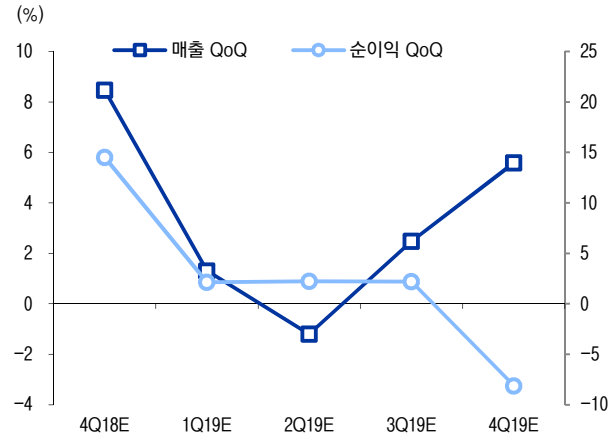
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림61 더블유게임즈 분기별 순이익 전망



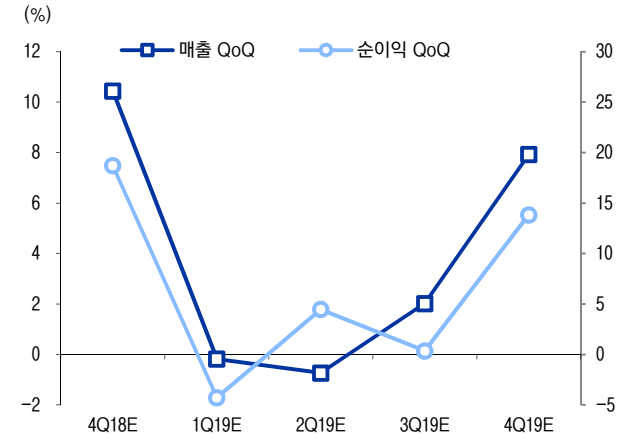
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림62 더블유게임즈 매출, 순이익 QoQ (당사 전망치)



자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림63 더블유게임즈 매출, 순이익 QoQ (컨센서스 전망치)



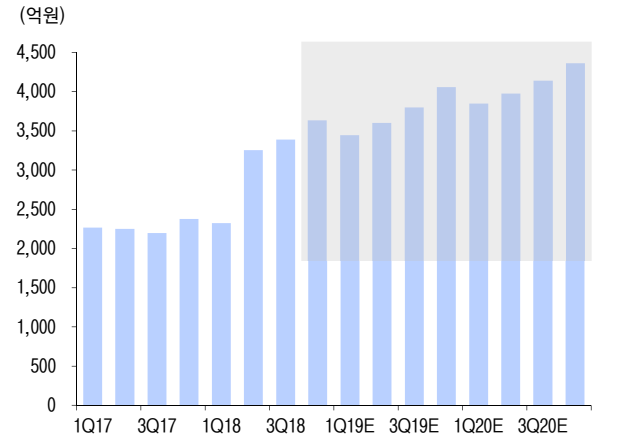
자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

NHN엔터테인먼트

NHN엔터테인먼트의 분기별 실적흐름은 당분간 3Q18 실적규모를 기준으로 커머스/기술/결제/광고 등 기타부문의 Seasonality 및 영업비용 집행 정책 변화에 따른 실적 변화 정도만 보이는 형태가 될 것으로 예상한다. 페이코 등 신사업 부문은 중장기 잠재력은 풍부하나 단기적인 실적흐름에 크게 영향을 미치는 부문은 아니다. 단기적인 실적의 변화는 모바일게임 부문의 히트 신작 창출 여부에 달려 있다고 판단한다. 4Q18 – 1H19 소셜카지노게임 1개, 주요 IP 기반 모바일게임 4개, 크리티컬옵스 등 비교적 기대치가 높은 신작들의 론칭일정이 집중되어 있어 히트 신작 창출을 통한 가파른 실적개선 가능성은 상존한다. 다만, 이들 신작게임들은 사전 기대감을 실적 전망에 반영하기보다는 론칭 후 히트 강도를 검증하며 사후 대응하는 것이 현실적이라 판단한다.

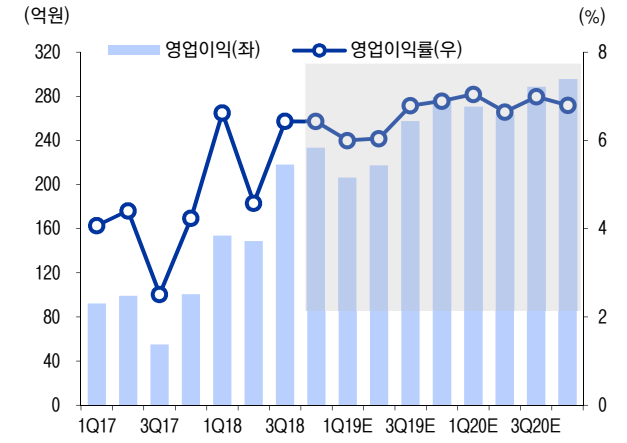
NHN엔터테인먼트의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 몇 가지 모바일게임 신작들에 대해 사전 기대감 측면의 신작모멘텀을 반영하기는 어려운 상황이라 3Q18 실적규모를 기준으로 4Q18은 커머스/기술/결제/광고 등 기타부문의 성수기 효과로 전분기 대비 개선되나, 1Q19는 커머스/기술/결제/광고 등 기타부문의 전분기 성수기 효과에 대한 역기저 영향으로 전분기 대비 악화될 것으로 전망한다. NHN엔터테인먼트의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 55점으로 평가한다.

그림64 NHN 엔터테인먼트 분기별 매출 전망



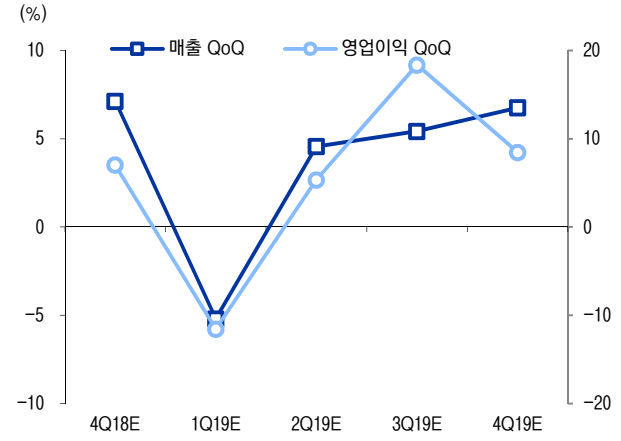
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림65 NHN 엔터테인먼트 분기별 영업이익 전망



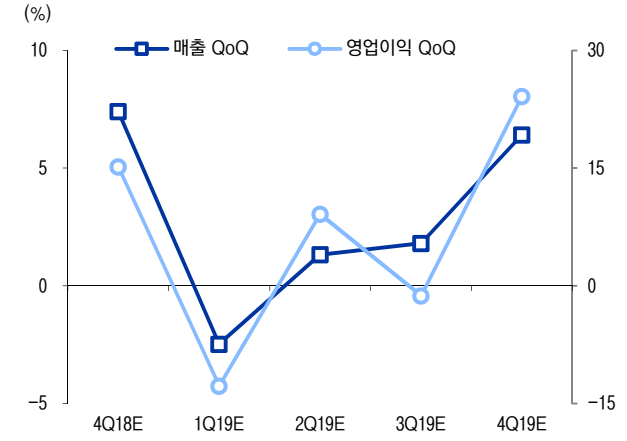
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림66 NHN 엔터테인먼트 매출, 영업이익 QoQ(당사 전망치)



자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림67 NHN 엔터테인먼트 매출, 영업이익 QoQ(컨센서스 전망치)



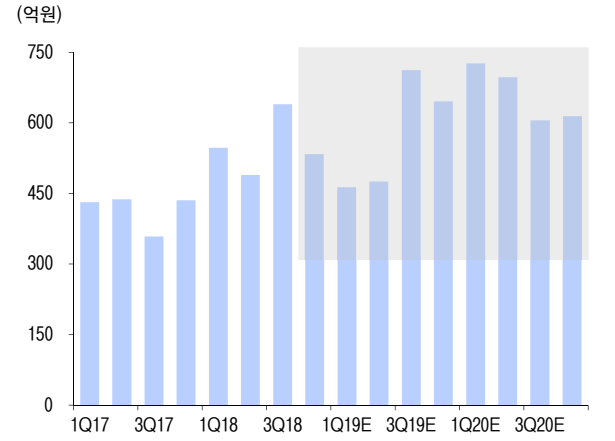
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

웹젠

웹젠의 단기 실적모멘텀은 중국시장 론칭 예정인 뮤 IP 활용 기대신작들에 대한 중국정부의 판호 규제 해제 시기에 달려 있다. 웹젠 실적은 기존 주력게임만으로는 4Q18 이후 대세적인 악화추이가 지속될 것으로 예상한다. 뮤 IP 기반 기대신작들의 중국시장 론칭이 진행되면 강력한 신작모멘텀을 바탕으로 한 실적모멘텀이 형성될 수 있으나 현재는 중국 정부의 판호 규제로 인해 동사의 뮤 IP 기반 기대신작들의 중국시장 론칭은 잠정적으로 연기된 상황이다. 일각에서는 내년 3월말 정도면 중국정부가 게임 판호 규제를 해제할 것이라는 추측들도 있으나 현재로서는 판호 규제 해제 시기는 정확하게 예단하기는 어렵다. 당사에서는 뮤 IP 활용 H5 게임 3개 중 1개는 2Q19말, 뮤 IP 활용 웹게임 1개는 3Q19말, 뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개는 4Q19말 중국시장에 론칭하는 것으로 가정하고 있으나 일각의 추측처럼 내년 3월말 중국 정부의 판호 규제가 해제된다면 이들 게임들의 중국시장 론칭시기는 당사의 가정보다 빨라질 수도 있다.

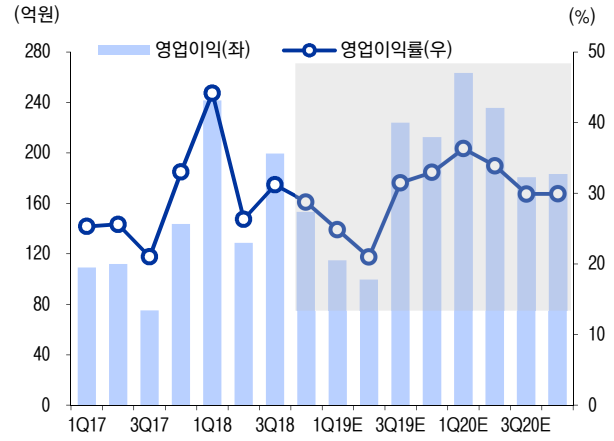
웹젠은 중국정부의 판호 규제가 일각의 추측처럼 내년 3월말 해제된다고 하더라도 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 기존 게임 중심이라 하향셋업 형태가 예상된다. 그러나, 판호 규제만 풀리면 중기적인 실적흐름은 대폭 개선될 가능성이 크다고 판단한다. 웹젠의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 50점으로 평가한다.

그림68 웹젠 분기별 매출 전망



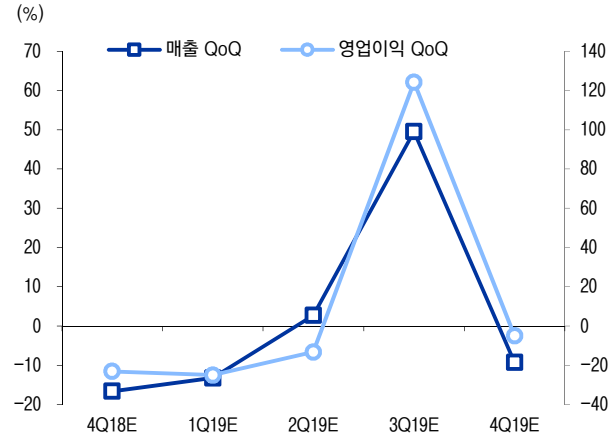
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림69 웹젠 분기별 영업이익 전망



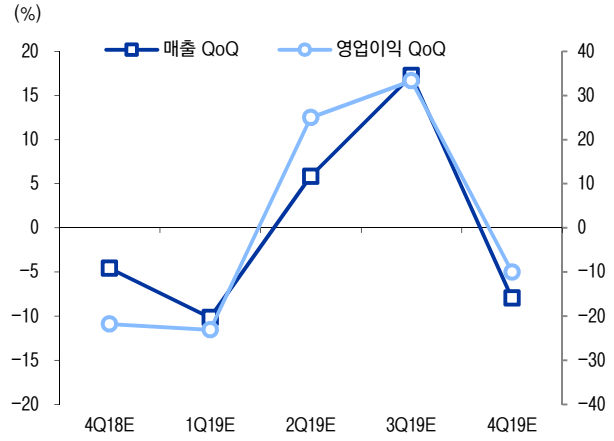
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림70 웹젠 매출, 영업이익 QoQ (당사 전망치)



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림71 웹젠 매출, 영업이익 QoQ (컨센서스 전망치)



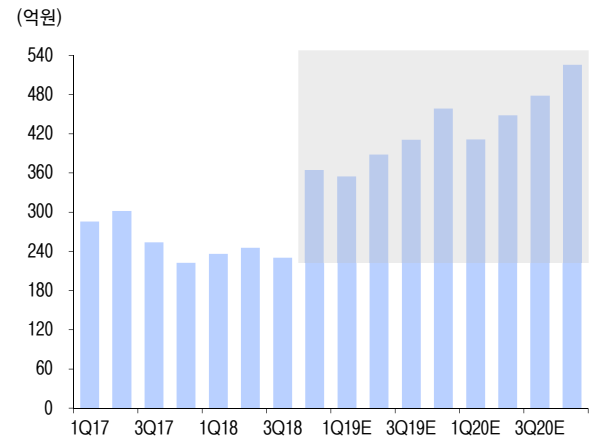
자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

게임빌

게임빌 분기별 실적은 1Q17부터 3Q18까지 매 분기 영업손익 적자를 기록하는 등 부진이 지속되고 있다. 4Q18 실적은 9/16 론칭한 탈리온 동남아, 10/18 론칭한 탈리온 일본 등의 성과로 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 전망한다. 다만, 탈리온이 퍼블리싱 게임이라 수익 기여도가 제한적인 점을 감안하면 4Q18 영업손익이 흑자전환을 달성하기는 타이트해 보인다. 당사에서는 탈리온 동남아, 일본시장의 성과를 바탕으로 4Q18, 1Q19 실적은 영업손익 흑자전환은 어려워도 BEP에 근접하는 턴어라운드 가능성은 보여줄 것으로 전망하고 있는데, 4Q18말 – 1Q19 다수 신작 론칭일정이 집중되어 있는 점을 감안하면 1Q19부터 영업손익 흑자전환이 가능할 수도 있는 상황이다.

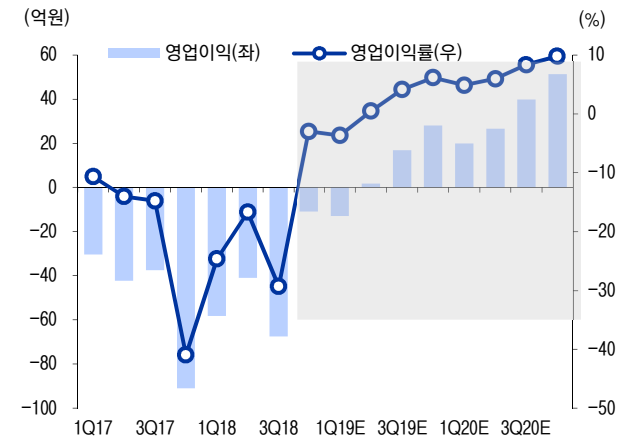
게임빌의 단기(4Q18E, 1Q19E) 실적흐름은 탈리온 동남아, 일본시장 성과 및 몇 가지 기대신작의 매출 기여로 대폭 개선될 것으로 전망한다. 4Q18, 1Q19까지는 종전 대비 영업손익 적자규모가 대폭 개선되어 BEP에 근접하는 정도로서 실적규모 자체는 여전히 부진한 수준이나, 오랜만에 몇 가지 신작의 중소박급 히트로 영업손익 턴어라운드 가능성을 보여준다는 점에는 의미가 있다고 판단한다. 게임빌의 단기 실적모멘텀은 100점 만점에 65점으로 평가한다.

그림72 게임빌 분기별 매출 전망



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림73 게임빌 분기별 영업이익 전망



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 게임주 단기 실적모멘텀 평가 점수 비교

표20 주요 게임주 단기 실적모멘텀 평가 점수 비교

순위	업체	단기 실적모멘텀 점수(4Q18E, 1Q19E QoQ 기준)
1	넷마블	85
2	컴투스	80
3	엔씨소프트	75
4	펄어비스	70
5	게임빌	65
6	더블유게임즈	60
7	NHN엔터테인먼트	55
8	웹젠	50

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

Global Peer 대비
펀드멘털 & Valuation 지표 비교

펀드멘털 지표와 Valuation 지표의 포지셔닝에 따른 밸류에이션 매력도 평가

Global Peer 평균 대비 매출 성장성, 수익성, 자본 성장성 등 펀드멘털 지표의 우위, 열위, 보합 수준을 평가하고 Global Peer 평균 대비 19E, 20E 지배주주 EPS 대비 현재주가 및 목표주가 PER의 할인, 할증, 부합 수준을 평가한 다음 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표와 Valuation 지표의 상호 포지셔닝의 차이를 이용하여 업체별 밸류에이션 모멘텀 점수를 평가해 봅니다.

Global Peer 펀드멘털 지표 비교

Global Peer 펀드멘털 지표 대비 우위, 보합, 열위 업체 평가

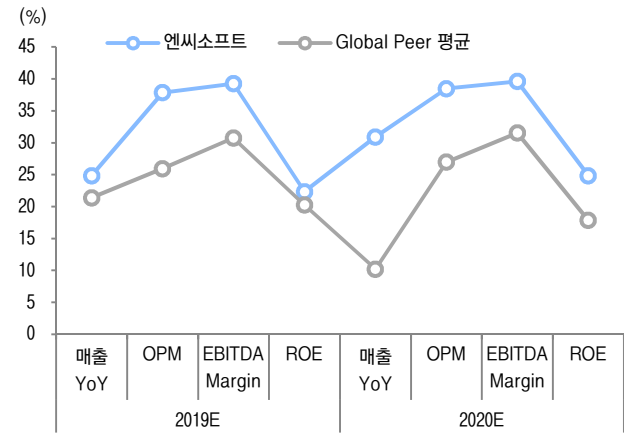
당사가 커버하고 있는 8개 게임주 중 Global Peer와 매출 성장성, 수익성, 자본성장성 등 펀드멘털 지표를 비교했을 때 Global Peer 평균 대비 ① 우위에 있는 업체는 엔씨소프트, 컴투스 등 2개이고 ② 보합인 업체는 펄어비스, 더블유게임즈, 웹젠 등 3개이며 ③ 열위인 업체는 넷마블, NHN엔터테인먼트, 게임빌 등 3개이다.

표21 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

	2019E				2020E			
업체	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	21.4	26.0	30.7	20.3	10.2	27.0	31.5	17.8

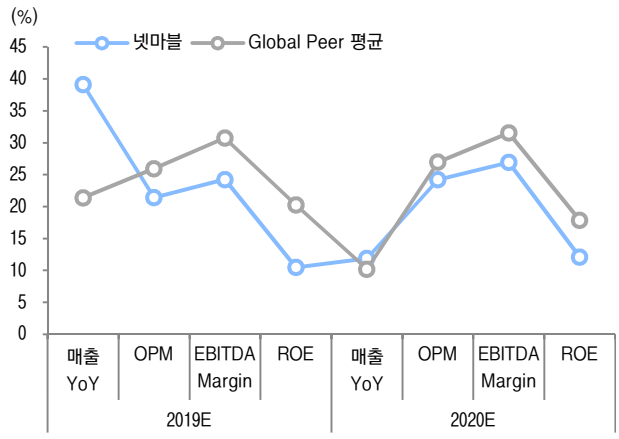
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 Global Peer vs 엔씨소프트 펀드멘털 지표 비교



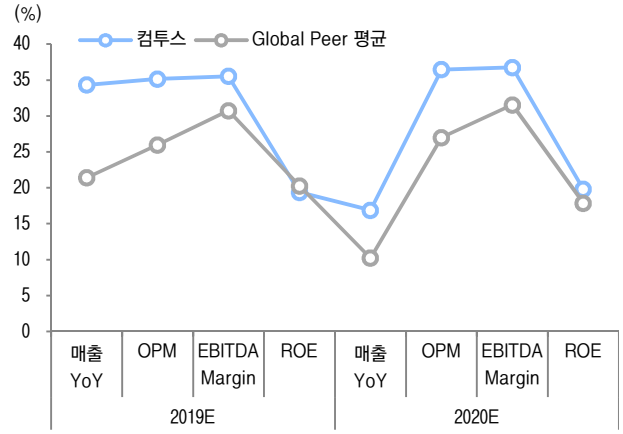
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 Global Peer vs 넷마블 펀드멘털 지표 비교



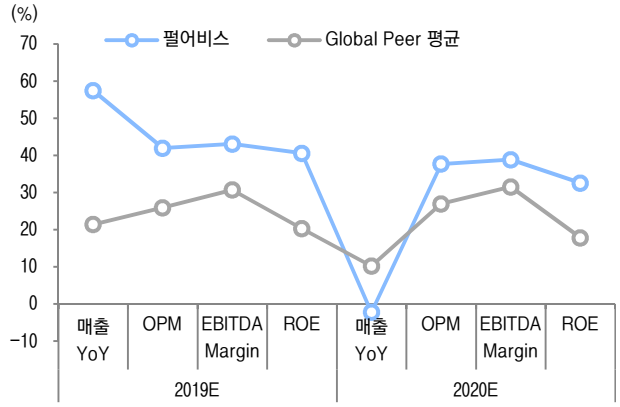
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 Global Peer vs 컴투스 펀드멘털 지표 비교



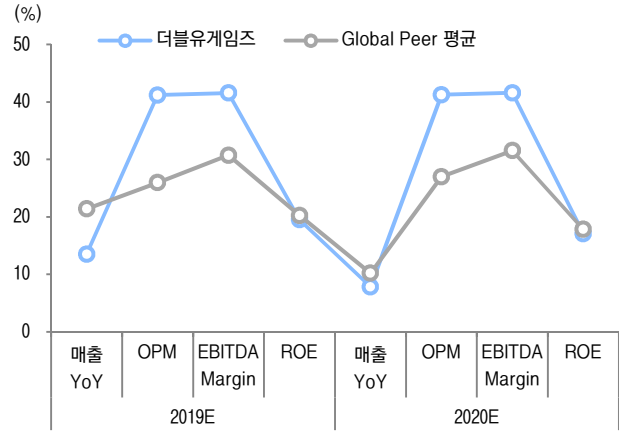
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 Global Peer vs 펄어비스 펀드멘털 지표 비교



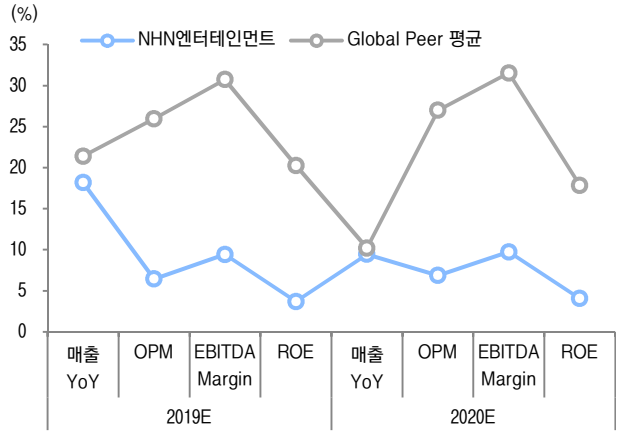
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 Global Peer vs 더블유게임즈 펀드멘털 지표 비교



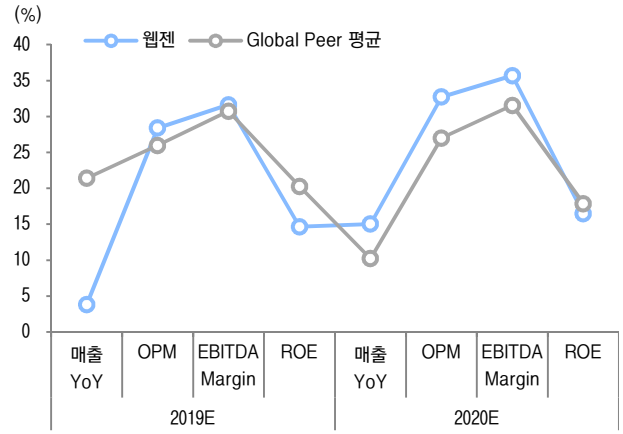
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 Global Peer vs NHN 엔터테인먼트 펀드멘털 지표 비교



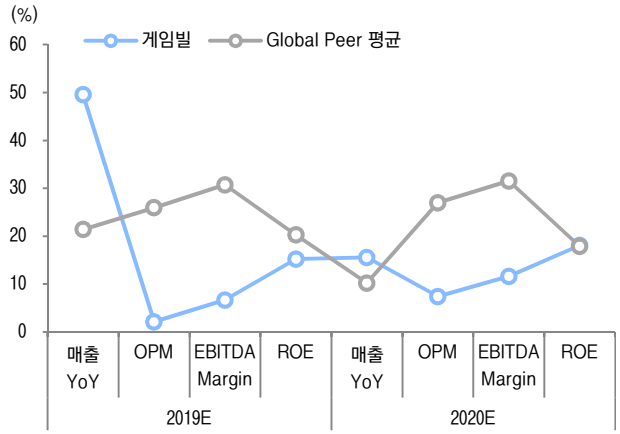
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 Global Peer vs 웹젠 펀드멘털 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 Global Peer vs 게임빌 펀드멘털 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Global Peer Valuation 지표 비교

Global Peer Valuation 지표 대비 할증, 할인, 부합 업체 점검

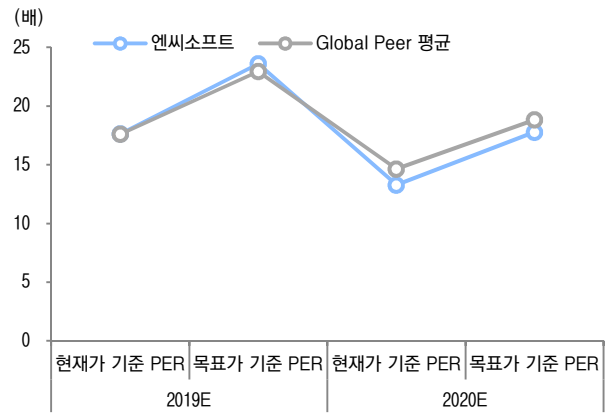
당사가 커버하고 있는 8개 게임주 중 Global Peer와 19E, 20E 지배주주 EPS 대비 현재주가 및 목표주가의 PER를 비교했을 때 Global Peer 평균 대비 ① 할증 업체는 넷마블 1개이고 ② 부합 업체는 NHN엔터테인먼트 1개이며 ③ 할인 업체는 엔씨소프트, 컴투스, 펄어비스, 더블유게임즈, 웹젠, 게임빌 등 6개이다.

표22 Global Peer Valuation 지표 비교 (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E			2020E		
			지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	28,816	17.6	23.6	38,262	13.3	17.8
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				17.6	23.0		14.6	18.8

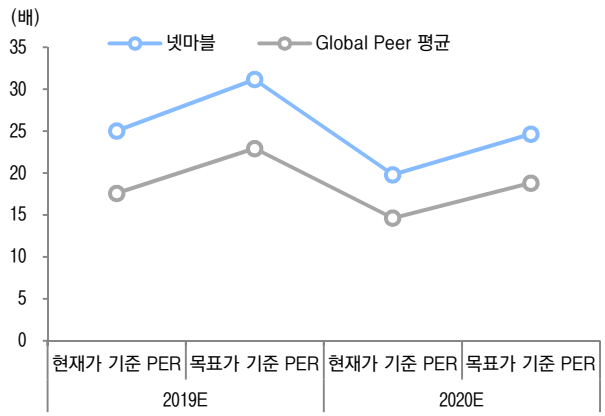
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 Global Peer vs 엔씨소프트 Valuation 지표 비교



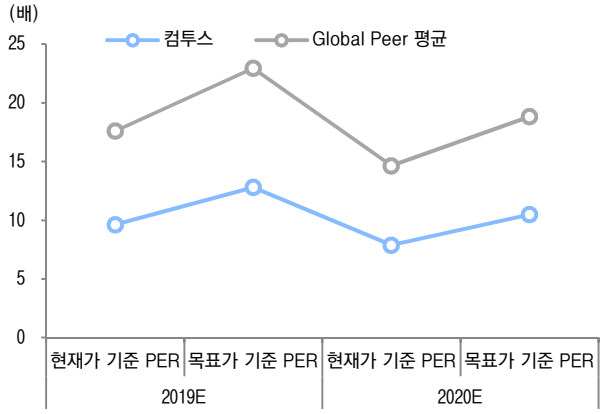
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 Global Peer vs 넷마블 Valuation 지표 비교



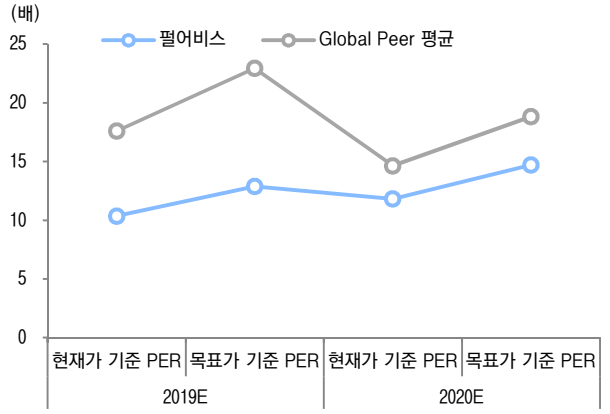
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 Global Peer vs 컴투스 Valuation 지표 비교



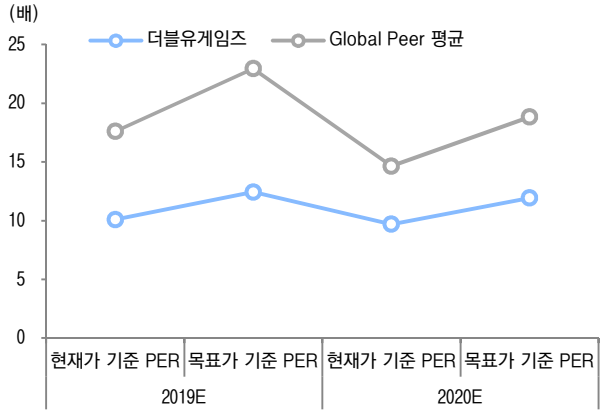
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 Global Peer vs 펄어비스 Valuation 지표 비교



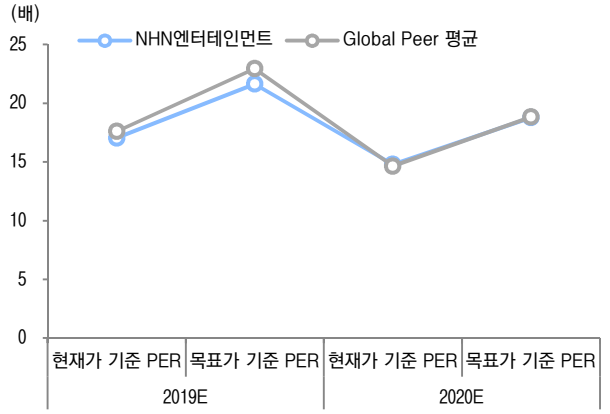
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 Global Peer vs 더블유게임즈 Valuation 지표 비교



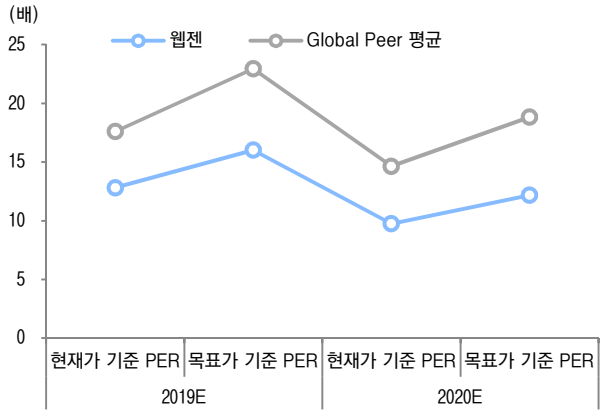
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 Global Peer vs NHN 엔터테인먼트 Valuation 지표 비교



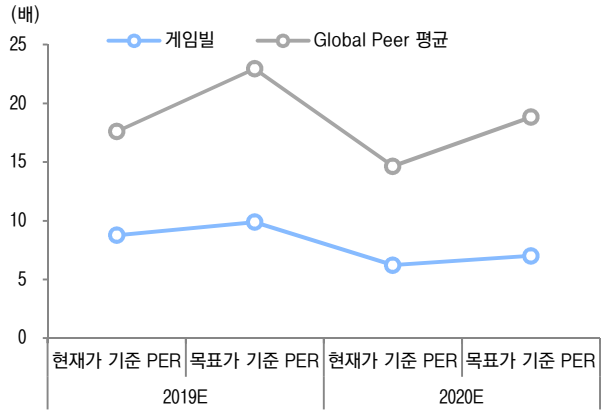
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 Global Peer vs 웹젠 Valuation 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 Global Peer vs 게임빌 Valuation 지표 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 게임주 밸류에이션 모멘텀 점수 비교

엔씨소프트

엔씨소프트는 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 대폭 우위인데 Valuation 지표는 소폭 할인을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 우수하다. 엔씨소프트 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 75점으로 평가한다.

넷마블

넷마블은 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 소폭 열위인데 Valuation 지표는 대폭 할증을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 매우 부진하다. 넷마블 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 40점으로 평가한다.

컴투스

컴투스는 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 상당수준 우위인데 Valuation 지표는 대폭 할인을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 매우 우수하다. 컴투스 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 85점으로 평가한다.

펄어비스

펄어비스는 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 보합인데 Valuation 지표는 대폭 할인을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 우수하다. 펄어비스 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 75점으로 평가한다.

더블유게임즈

더블유게임즈는 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 보합인데 Valuation 지표는 대폭 할인을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 우수하다. 더블유게임즈 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 75점으로 평가한다.

NHN엔터테인먼트

NHN엔터테인먼트는 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 대폭 열위인데 Valuation 지표는 부합이라 밸류에이션 모멘텀은 매우 부진하다. 다만, NHN엔터테인먼트는 페이코 등 신사업 잠재력이 밸류에이션에 반영되어 있다는 점을 감안해야 한다. NHN엔터테인먼트 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 50점으로 평가한다

웹젠

웹젠은 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 보합인데 Valuation 지표는 대폭 할인을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 우수하다. 웹젠 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 75점으로 평가한다

게임빌

게임빌은 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 소폭 열위인데 Valuation 지표는 대폭 할인을 받고 있어 밸류에이션 모멘텀은 우수하다. 게임빌 밸류에이션 모멘텀은 100점 만점에 70점으로 평가한다

표23 주요 게임주 밸류에이션 모멘텀 평가 점수 비교

순위	업체	Global Peer 대비 펀드멘털	Global Peer 대비 Valuation	밸류에이션 모멘텀 점수
1	컴투스	상당 우위	대폭 할인	85
2	엔씨소프트	대폭 우위	소폭 할인	75
2	펄어비스	보합	대폭 할인	75
2	더블유게임즈	보합	대폭 할인	75
2	웹젠	보합	대폭 할인	75
6	게임빌	소폭 열위	대폭 할인	70
7	NHN엔터테인먼트	대폭 열위	부합	50
8	넷마블	소폭 열위	대폭 할증	40

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part V

업체별 투자매력도 평가

투자매력도 최상위 업체 2개, 상위권 업체 3개 선정

투자매력도 최상위 업체는 엔씨소프트, 컴투스 등 2개를 선정하였고 투자매력도 상위권 업체는 웹젠, 펄어비스, 넷마블 등 3개를 선정하였습니다. 엔씨소프트는 신작모멘텀에서 최고로 평가했고 단기 실적모멘텀, 밸류에이션 모멘텀에서 상위권으로 평가했습니다. 컴투스는 밸류에이션 모멘텀에서 최고로 평가했고 신작모멘텀, 단기 실적모멘텀에서 상위권으로 평가했습니다.

한편, 넷마블은 18.12.06 블레이드앤소울:레볼루션이 국내시장에 론칭될 예정인데 본 보고서에서는 론칭일정이 너무 임박하다는 점을 단기 신작모멘텀 디스카운드 요인으로 평가했지만 단기 대응 방식은 투자자의 의사결정에 맡기고자 합니다. 그리고, 웹젠, 넷마블 등은 내년 3월 또는 늦어도 내년 상반기내 중국 정부의 게임 판호 규제만 해제되면 강한 주가모멘텀이 형성될 수 있으므로 내년 상반기 승부주가 될 수 있다고 판단하고 있습니다.

업체별 투자매력도 평가

신작모멘텀이 강한 업체가 투자매력도 상위

당사가 커버하고 있는 8개 게임주에 대해 신작모멘텀(단기, 중장기), 단기 실적모멘텀, 밸류에이션 모멘텀 등 주요 가치평가 요소별로 점수를 평가하여 투자매력도를 평가한 결과 투자매력도 상위 업체는 모두 신작모멘텀 상위 업체들이었다.

투자매력도 최상위 업체: 엔씨소프트, 컴투스

엔씨소프트

신작모멘텀 최고: 리니지2 M이 2Q19 론칭 예정으로서 현 시점 기준 시차가 크다는 점에서 단기 신작모멘텀은 다소 디스카운트 요인이 있으나 블레이드앤소울2, 아이온2, 블레이드앤소울 M, 블레이드앤소울 S 등 자체 보유 PC게임 IP 기반의 모바일 MMORPG 기대신작 라인업을 다수 보유하고 있고, PC/콘솔 또한 Project TL이란 대작급 기대신작을 보유하고 있는 등 중장기 신작모멘텀은 최고이다.

단기 실적모멘텀 상위: 4Q18은 9월말 단행한 리니지 M 컨텐츠 업데이트 효과의 본격화로, 1Q19는 12월 단행 예정인 리니지 출시 20주년 대규모 컨텐츠 업데이트 효과의 본격화로 실적은 상당수준이 개선추이가 예상된다. 엔씨소프트 단기 실적모멘텀은 최고는 아니어도 상위권이다.

밸류에이션 모멘텀 상위: 엔씨소프트는 Global Peer 대비 펀드멘털 지표는 우위인데 밸류에이션 지표는 소폭 할인 상황이라 밸류에이션 모멘텀은 최고는 아니지만 상위권이다.

투자매력도 최상위: 엔씨소프트는 최고 수준의 중장기 신작모멘텀 및 상위권 수준의 단기 신작모멘텀, 그리고 상위권 수준의 단기실적모멘텀 및 밸류에이션 모멘텀을 가지고 있다는 점에서 종합적인 투자매력도는 최고의 업체 중 하나이다.

컴투스

신작모멘텀 상위권: 신작모멘텀은 최고는 아니나 상위권이다. 18년 12월 – 19년 1월 동사 Top 2 기대신작 중 하나인 스카이랜더스 링 오브 히어로즈가 론칭을 앞두고 있다. 다만, 스카이랜더스 링 오브 히어로즈는 블레이드앤소울:레볼루션, 리니지2 M 등 PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG 기대신작에 비해선 히트강도/히트예측성은 다소 열위라 판단된다. 중장기 신작모멘텀도 기대작은 2H19 서머너즈워 MMORPG 1개 정도 밖에 없어 최상위권 대비로는 다소 열위이다.

단기 실적모멘텀 상위권: 단기 실적모멘텀은 최고는 아니나 상위권이다. 18년 12월 중순 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 캐나다/호주에 이어 19년 1월 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 글로벌 론칭을 앞두고 있고 18년말 – 19년초 서머너즈워 차원의 홀 컨텐츠 업데이트도 앞두고 있어 4Q18, 1Q19 실적은 상당수준의 개선추이를 보일 것으로 전망한다.

밸류에이션 모멘텀 최상위: 밸류에이션 모멘텀은 최고이다. Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 상당수준 우위인데 밸류에이션 지표는 대폭 할인 상황이기 때문이다. 이는 신작모멘텀 부재에 따른 밸류에이션 디스카운트인데 곧 동사 Top 2 기대신작 중 하나인 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 론칭을 앞두고 있어 신작모멘텀의 형성뿐만 아니라 밸류에이션 디스카운트 요인 축소가 가능한 상황이다.

투자매력도 최상위: 최고의 밸류에이션 매력의 기반 위에 스카이랜더스 링 오브 히어로즈를 바탕으로 한 신작모멘텀 및 단기 실적모멘텀도 상위권이라는 점에서 종합적인 투자매력도는 최고의 업체 중 하나이다.

투자매력도 상위권 업체: 웹젠, 펄어비스, 넷마블

웹젠

웹젠은 중국 정부의 판호 규제로 4Q19 중국 론칭 예정이었던 뮤 IP 기반 기대신작들의 론칭일정이 잠정 연기되었다는 점은 단기 신작모멘텀 디스카운트 요인이나일각에선 내년 3월 또는 늦어도 내년 상반기 이내 판호 규제가 해제될 것이라는 기대감도 상존하고 있어 단기 신작모멘텀은 최고는 아니어도 상위권이다. 그리고, 뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상, 뮤 IP 활용 웹게임 1개, 뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개 등 다수의 뮤 IP 기반 기대신작 라인업을 보유하고 있고 이들 게임들은 대부분 중국시장 론칭 후 일정기간이 지난 뒤 한국시장에도 론칭될 예정이라는 점에서 중장기 신작모멘텀은 최고이다.

다만, 빨라도 내년 3-4월까지는 중국시장에 기대신작이 론칭되기 어려운 상황이라 단기 실적모멘텀은 열위이다.

밸류에이션 모멘텀은 Global Peer 대비 펀드멘털 지표는 비슷한데 밸류에이션 지표는 대폭 할인 상황이라 상위권 수준이다. 웹젠은 중국정부의 판호 규제 해제 소식만 들리면 강한 주가모멘텀이 형성될 수 있다는 점에서 내년 상반기 승부주라 판단한다.

펄어비스

펄어비스는 1Q19 검은사막 콘솔 북미/유럽, 검은사막 모바일 일본 등 론칭일정 감안시 단기 신작모멘텀은 최고는 아니어도 상위권 수준이나 중장기 신작모멘텀은 대작급 기대신작 라인업의 부족으로 중위권 수준이라 판단한다.

단기 실적모멘텀도 중위권 수준으로 평가한다. 4Q18 영업이익은 CCP 게임즈 인수 관련 일회성 비용으로 전분기 대비 급감이 예상되고, 1Q19 영업이익은 검은사막 콘솔 북미/유럽, 검은사막 모바일 일본시장 론칭 및 전분기 CCP게임즈 인수비용에 대한 기저효과 등으로 가파른 회복이 예상된다.

한편, 밸류에이션 모멘텀은 Global Peer 대비 펀드멘털 지표는 비슷한데 밸류에이션 지표는 대폭 할인 상황이라 최고는 아니어도 상위권 수준이다.

넷마블

신작모멘텀은 최고는 아니나 상위권이다. 단기 신작모멘텀은 상위권으로 평가하였다. 18.12.06 블레이드앤소울:레볼루션이 국내시장에 론칭될 예정인데 론칭일정이 너무 임박하다는 점은 오히려 다소의 단기 신작모멘텀 디스카운트 요인으로 반영하였다. 중장기 신작모멘텀은 세븐나이츠2 외 기대신작 라인업이 부족하여 중상위권 정도로 평가하였다.

단기 실적모멘텀은 최고로 평가하였다. 18.12.06 블레이드앤소울:레볼루션 국내시장 론칭으로 4Q18, 1Q19 실적 모두 가파르게 상승할 것으로 추정하였다.

밸류에이션 모멘텀은 최하로 평가하였다. Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 소폭 열위인데 밸류에이션 지표는 대폭 할증 상황이기 때문이다.

넷마블의 경우 18.12.06 블레이드앤소울:레볼루션 국내시장 론칭을 앞두고 있는데 본 보고서에서는 현 시점 기준 론칭일정이 너무 임박한 점을 오히려 신작모멘텀 디스카운트 요인으로 평가하였다. 경험적으로 보면 보통 기대신작에 대한 사전기대감 측면의 신작모멘텀은 기대신작 론칭 1-2개월 전부터 작동했으며 론칭일이 임박하면 심리적 검증모드 또는 수익실현 모드에 돌입하는 것이 패턴이었기 때문이다.

다만, 블레이드앤소울:레볼루션의 경우 블록버스터급 기대신작임에도 불구하고 일정 지연 노이즈, 주식시장 침체 등으로 론칭 1-2개월 전에도 강한 신작모멘텀이 작동하지 못했으므로 어쩌면 론칭 후 빅히트 시현이 검증되면 사후적 모멘텀이 형성될 가능성도 배제할 수 없다. 따라서, 넷마블에 대해선 본 보고서에서는 Top Picks 급 강한 추천은 하지 않으나 블레이드앤소울:레볼루션 국내시장 론칭 관련 단기 대응은 투자자의 의사결정에 맡겨두고자 한다. 그리고, 내년 3월 즈음 또는 늦어도 내년 상반기 이내 중국정부의 게임 판호 규제가 해제되면 리니지2:레볼루션이 곧바로 중국시장에 론칭될 수 있다는 점에서(중국시장 로컬라이제이션 완료, 퍼블리셔 텐센트 확정) 내년 상반기 승부주가 될 수 있다고 판단한다.

표24 주요 게임주 투자매력도 평가 점수 비교

순위	업체	가치평가 요소별 점수			가치평가 요소별 가중 점수 환산			투자매력도 평가 점수
		신작 모멘텀	단기 실적 모멘텀	밸류에이션 모멘텀	신작 모멘텀 50%	단기 실적 모멘텀 30%	밸류에이션 모멘텀 20%	
1	엔씨소프트	82	75	75	41	23	15	79
2	컴투스	73	80	85	37	24	17	78
3	웹젠	82	50	75	41	15	15	71
4	펄어비스	66	70	75	33	21	15	69
5	넷마블	70	85	40	35	26	8	69
6	게임빌	52	65	70	26	20	14	60
7	더블유게임즈	46	60	75	23	18	15	56
8	NHN엔터테인먼트	52	55	50	26	17	10	53

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

엔씨소프트 (036570)	64
넷마블 (251270)	71
컴투스 (078340)	77
펄어비스 (263570)	83
더블유게임즈 (192080)	103
NHN 엔터테인먼트 (181710)	109
웹젠 (069080)	115
게임빌 (063080)	121

Universe

종목명	투자판단	목표주가
엔씨소프트	Buy (유지)	680,000 원(상향)
넷마블	Buy (유지)	165,000 원(상향)
컴투스	Buy (유지)	185,000 원(상향)
펄어비스	Buy (신규)	245,000 원(신규)
더블유게임즈	Buy (유지)	76,000 원(하향)
NHN 엔터테인먼트	Buy (유지)	72,000 원(유지)
웹젠	Buy (유지)	23,000 원(상향)
게임빌	Buy (유지)	64,000 원(유지)

엔씨소프트 (036570)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

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

주력게임 컨텐츠 업데이트 모멘텀 후 신작모멘텀

Buy (maintain)

목표주가 680,000 원
현재주가 508,000 원

컨센서스 대비 (19E OP 기준)

상회	부합	하회
	○	

리니지 M, 9월말 단행된 컨텐츠 업데이트 효과 4Q18 본격 반영

리니지 M 한국 일평균 매출은 론칭 후 매 분기 두 자릿수 (-) QoQ 의 하향 셋업 과정을 거쳤는데 3Q18 은 거의 전분기 수준이 유지된 것으로 추산된다. 5/30 총사 클래스 론칭 및 출시 1 주년 이벤트 단행 이후 6 월부터 매출과 트래픽이 반등하며 하향셋업 속도가 안정화되고 있는 상황에서 9/28 대규모 컨텐츠 업데이트가 단행되어 상당 수준의 매출증가 효과가 발생하고 있는 것으로 추산된다. 9/28 단행된 리니지 M 컨텐츠 업데이트에 따른 매출증가 효과는 4Q18 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. 4Q18 리니지 M 한국 일평균 매출은 QoQ +3.5%의 반등이 시현될 것으로 추정한다.

리니지, 4Q18 20주년 기념 컨텐츠 업데이트 예정. 효과는 1Q19 본격화

4Q18 말에는 리니지 출시 20 주년 기념 대규모 컨텐츠 업데이트도 예정되어 있다. 리니지 매출은 2Q18 특화 서버 오픈 만으로 무려 QoQ 49%의 급증을 시현한 후 3Q18 에도 QoQ -4% 정도의 감소세에 그칠 정도로 전분기 급증한 매출수준이 거의 유지되고 있다. 특화 서버 론칭 후 급증한 이용자 규모가 그대로 유지되고 있어 4Q18 대규모 컨텐츠 업데이트 단행 시 추가적인 매출 증가도 충분히 가능하다고 판단된다. 리니지 출시 20 주년 기념 컨텐츠 업데이트는 1Q19 본격적으로 반영될 것으로 전망한다.

기존 주력게임 컨텐츠 업데이트 모멘텀에 이어 신작모멘텀 연속 대기

목표주가는 580,000원에서 680,000원으로 17% 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가 상향은 적용 PER 상향에 따른 것이다. 동사는 당사가 커버하고 있는 8 개 게임주 중 신작모멘텀(단기, 중장기), 단기 실적모멘텀, 밸류에이션 모멘텀 등 가치평가 요소를 종합적으로 평가한 투자매력도가 최고로 평가되었다. 신규 목표주가 680,000원의 19E 지배주주 EPS 대비 PER는 23.6배로서 Global Peer 평균 PER 22.9배 대비 3% 정도 소폭 할증된 수준이다. Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 대폭 우위인데 PER는 소폭 할인 상황인 점을 감안하면 3% 정도의 적용 PER 프리미엄은 유의하다 못해 보수적인 수준이라 판단한다.

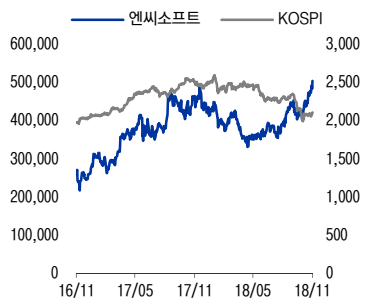
4Q18 실적은 9월말 단행된 리니지 M 컨텐츠 업데이트 효과 본격화로 전분기 대비 개선되고, 1Q19 실적은 4Q18말 단행 예정인 리니지 출시 20주년 기념 대규모 컨텐츠 업데이트 효과 본격화로 전분기 대비 개선될 것으로 전망한다.

그리고, 2Q19에는 리니지2 M 신작모멘텀이 대기하고 있고 2H19 이후에도 블레이드앤소울2, 아이온2, 블레이드앤소울 M, 블레이드앤소울 S(이상 모바일게임), Project TL(PC/콘솔) 등 다수 기대신작 관련 신작모멘텀이 줄줄이 대기하고 있다.

Stock Data

KOSPI (11/29)		2,114.10 pt
시가총액		111,450 억원
발행주식		21,939 천주
52 주 최고가/최저가		508,000 / 332,500 원
90 일 일평균거래대금		497.62 억원
외국인 지분율		50.7%
배당익률(18.12E)		1.5%
BPS(18.12E)		119,134 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	19.8%
	6 개월	58.3%
	12 개월	25.7%
주주구성	김택진 외 8 인	12.0%
	국민연금공단	11.7%
	넷마블	8.9%

Stock Price



Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	9,836	3,288	3,461	2,714	12,375	63.1	3,602	20.0	12.8	2.9	14.7
2017	17,587	5,850	6,102	4,440	20,240	63.5	6,137	22.1	13.7	3.6	19.2
2018E	17,375	6,443	6,794	4,671	21,289	5.2	6,725	23.9	14.5	4.3	17.5
2019E	21,692	8,213	8,333	6,373	29,049	36.5	8,516	17.5	10.9	3.6	22.3
2020E	28,397	10,930	11,064	8,462	38,571	32.8	11,254	13.2	7.8	3.0	24.9

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

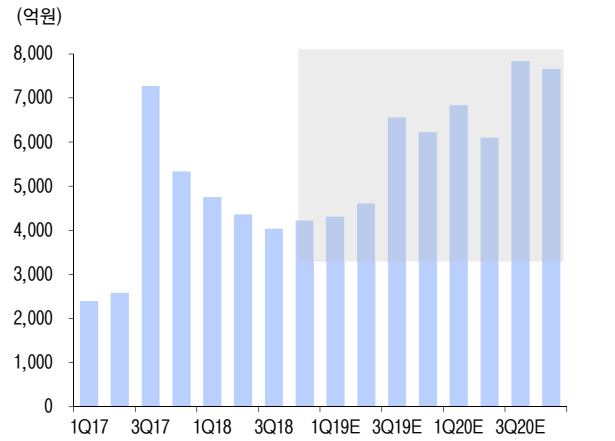
실적 전망

표25 엔씨소프트 핵심 기대신작 론칭일정 정리

구분	신작	지역	매출 형태	비고
PC게임 IP 기반 모바일 MMORPG	블레이드앤소울:레볼루션	한국	순액(IP 수수료)	넷마블 18.12.06 론칭 예정
	리니지2 M	한국	총액	1H19 론칭 예정 (2Q19 론칭 유력 판단)
	블레이드앤소울2	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
	아이온2	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
	블레이드앤소울 M	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
	블레이드앤소울 S	한국	총액	4개 중 1개 2H19 나머지 3개 1H20 이후
PC / 콘솔	Project TL (PC)	한국	총액	잠정(2019년말 - 1H20 가능성) 겨울방학 동안 CBT 예정
	Project TL (PC/콘솔)	일본, 대만, 북미/유럽 등	총액	잠정(한국 론칭 이후)

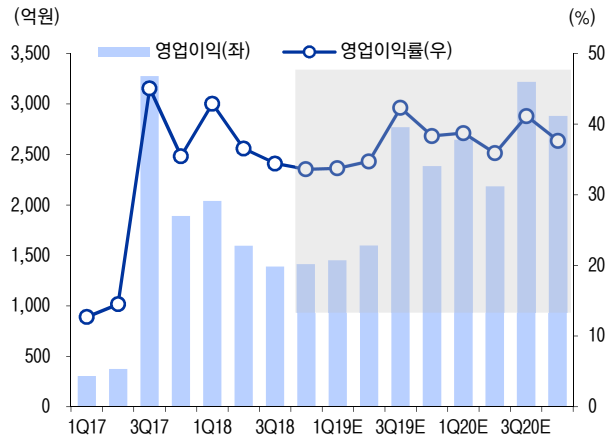
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 엔씨소프트 분기별 매출액 추이



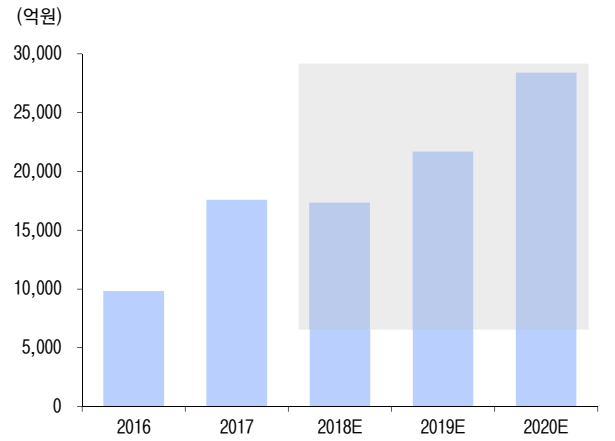
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림91 엔씨소프트 분기별 영업이익 추이



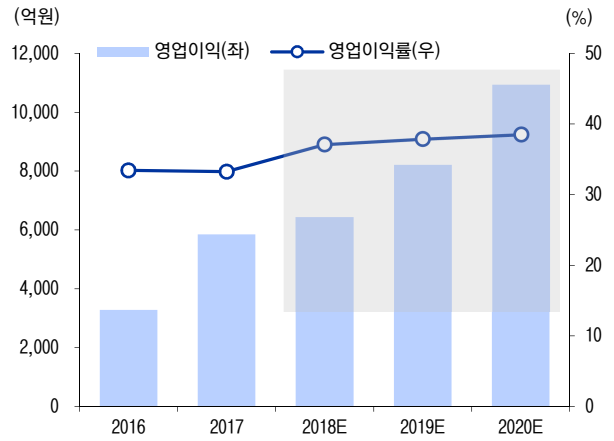
자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림92 엔씨소프트 연도별 매출액 추이



자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림93 엔씨소프트 연도별 영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표26 엔씨소프트 분기 실적전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	2,395	2,586	7,273	5,333	4,752	4,365	4,038	4,220	4,311	4,609	6,550	6,222
영업이익	304	376	3,278	1,892	2,038	1,595	1,390	1,419	1,456	1,602	2,771	2,384
영업이익률(%)	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	34.4	33.6	33.8	34.8	42.3	38.3
순이익	174	308	2,751	1,208	1,192	1,402	944	1,132	1,054	1,303	2,143	1,873
순이익률(%)	7.3	11.9	37.8	22.6	25.1	32.1	23.4	26.8	24.5	28.3	32.7	30.1
지배주주순이익	175	307	2,746	1,181	1,188	1,399	929	1,123	1,046	1,292	2,126	1,858
순이익 대비 비중(%)	100.9	99.5	99.8	97.8	99.7	99.8	98.3	99.2	99.2	99.2	99.2	99.2
qoq(%)												
매출액	-15.9	8.0	181.2	-26.7	-10.9	-8.1	-7.5	4.5	2.1	6.9	42.1	-5.0
영업이익	-70.1	23.4	772.6	-42.3	7.7	-21.7	-12.9	2.1	2.6	10.0	73.0	-13.9
순이익	-74.0	77.2	792.2	-56.1	-1.3	17.7	-32.7	19.9	-6.9	23.5	64.5	-12.6
지배주주순이익	-73.9	74.9	794.9	-57.0	0.5	17.8	-33.6	20.9	-6.9	23.5	64.5	-12.6
yoy(%)												
매출액	-0.6	7.5	234.3	87.4	98.4	68.8	-44.5	-20.9	-9.3	5.6	62.2	47.4
영업이익	-59.8	-56.4	403.4	86.0	569.7	324.6	-57.6	-25.0	-28.6	0.4	99.3	68.0
순이익	-73.7	-65.9	474.3	80.6	585.1	354.9	-65.7	-6.3	-11.5	-7.1	127.0	65.4
지배주주순이익	-73.5	-66.1	469.6	75.6	576.8	356.1	-66.2	-4.9	-11.9	-7.7	128.9	65.4

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표27 엔씨소프트 연간 실적전망

(억원, 원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,836	17,587	17,375	21,692	28,397
영업이익	3,288	5,850	6,443	8,213	10,930
영업이익률(%)	33.4	33.3	37.1	37.9	38.5
순이익	2,714	4,440	4,671	6,373	8,462
순이익률(%)	27.6	25.2	26.9	29.4	29.8
지배주주순이익	2,723	4,410	4,639	6,322	8,394
순이익 대비 비중(%)	100.3	99.3	99.3	99.2	99.2
EPS(지배주주)	12,416	20,100	21,144	28,816	38,262
yoy(%)					
매출액	17.3	78.8	-1.2	24.8	30.9
영업이익	38.4	77.9	10.1	27.5	33.1
순이익	63.1	63.6	5.2	36.5	32.8
지배주주순이익	64.6	62.0	5.2	36.3	32.8

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표28 엔씨소프트 분기 영업실적 전망 Detail

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**2,395**	**2,586**	**7,273**	**5,333**	**4,752**	**4,365**	**4,038**	**4,220**	**4,311**	**4,609**	**6,550**	**6,222**
PC 게임	**1,722**	**1,435**	**1,489**	**1,696**	**1,492**	**1,526**	**1,553**	**1,604**	**1,570**	**1,541**	**1,563**	**1,597**
리니지	515	338	354	338	283	421	403	422	492	429	478	437
리니지 2	184	167	156	151	142	133	156	145	137	130	124	130
아이온	133	108	102	127	188	156	164	181	167	185	172	186
블레이드앤소울	446	390	380	395	339	306	301	326	292	267	250	269
길드워 2	142	136	201	349	236	199	210	200	191	184	211	236
Project TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	97	149	133	107	81	126	124	116	91	136	133	126
로열티	205	147	163	229	223	185	195	213	200	209	195	213
모바일게임	**673**	**1,151**	**5,783**	**3,637**	**3,259**	**2,839**	**2,485**	**2,616**	**2,741**	**3,069**	**4,987**	**4,625**
리니지 M	0	820	5,479	3,245	2,616	2,075	2,135	2,210	2,111	2,096	2,083	2,055
아이온 레기온스	0	0	0	0	0	0	0	0	134	204	96	63
리니지 2 M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	406	2,419	1,383
블레이드앤소울 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	746
아이온 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
블레이드앤소울 M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
블레이드앤소울 S	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	243	117	32	27	25	24	30	35	39	43	47	52
로열티	430	214	273	366	618	739	320	372	457	320	342	326
리니지 2:레볼루션 한국	381	157	98	79	58	48	43	39	35	33	33	31
리니지 2:레볼루션 아시아	0	39	83	44	33	27	24	22	20	18	18	18
리니지 2:레볼루션 일본	0	0	76	80	53	41	37	34	31	30	29	28
리니지 2:레볼루션 북미/유럽	0	0	0	32	34	20	14	12	10	9	8	8
리니지 M 대만	0	0	0	113	427	590	191	184	175	174	173	171
블레이드앤소울:레볼루션 한국	0	0	0	0	0	0	0	70	175	45	71	61
기타	49	18	16	17	14	13	12	12	12	11	10	10
영업비용	**2,091**	**2,211**	**3,995**	**3,441**	**2,713**	**2,770**	**2,648**	**2,801**	**2,855**	**3,007**	**3,779**	**3,838**
인건비	1,324	1,135	1,555	1,610	1,250	1,469	1,289	1,357	1,409	1,373	1,476	1,553
매출변동비	188	383	1,764	1,082	869	706	726	755	758	918	1,519	1,411
결제수수료	80	66	71	62	57	59	60	58	55	69	102	91
유통수수료	73	287	1,667	990	795	632	652	676	688	827	1,398	1,294
로열티	28	23	16	12	12	8	10	8	7	10	9	9
외주(BOX)제작비	3	5	5	4	2	1	2	2	2	2	2	5
기타	3	3	5	13	4	5	3	11	7	9	7	12
광고선전비	127	241	220	242	108	150	165	167	172	245	289	324
유무형자산상각비	75	72	71	69	65	66	76	74	71	71	81	79
기타	378	379	384	438	421	380	392	448	445	400	414	470
영업이익	**304**	**376**	**3,278**	**1,892**	**2,038**	**1,595**	**1,390**	**1,419**	**1,456**	**1,602**	**2,771**	**2,384**
영업이익률(%)	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	34.4	33.6	33.8	34.8	42.3	38.3

주: 모바일게임 및 로열티 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표29 엔씨소프트 연간 영업실적 전망 Detail

(억원, %)	2016	2017	2018E	2019E	20120E
매출액	**9,836**	**17,587**	**17,375**	**21,692**	**28,397**
PC 게임	**9,310**	**6,342**	**6,176**	**6,270**	**6,683**
리니지	3,755	1,544	1,529	1,836	1,887
리니지 2	771	658	577	522	475
아이온	717	470	689	710	731
블레이드앤소울	1,823	1,611	1,273	1,078	906
길드워 2	766	828	845	822	735
Project TL	0	0	0	0	595
기타	571	487	447	486	528
로열티	906	744	817	817	826
모바일게임	**526**	**11,245**	**11,199**	**15,422**	**21,714**
리니지 M	0	9,544	9,036	8,345	7,995
아이온 레기온스	0	0	0	498	155
리니지 2 M	0	0	0	4,208	3,777
블레이드앤소울 2	0	0	0	746	3,874
아이온 2	0	0	0	0	3,889
블레이드앤소울 M	0	0	0	0	522
블레이드앤소울 S	0	0	0	0	0
기타	211	418	113	179	334
로열티	314	1,284	2,050	1,446	1,168
리니지 2:레볼루션 한국	121	715	187	132	107
리니지 2:레볼루션 아시아	0	166	106	73	61
리니지 2:레볼루션 일본	0	156	164	119	106
리니지 2:레볼루션 북미/유럽	0	32	80	35	27
리니지 M 대만	0	113	1,391	693	664
블레이드앤소울:레볼루션 한국	0	0	70	351	164
기타	193	100	52	43	38
영업비용	**6,548**	**11,737**	**10,932**	**13,479**	**17,467**
인건비	3,833	5,623	5,365	5,812	6,860
매출변동비	649	3,417	3,055	4,606	6,709
결제수수료	392	279	234	317	429
유통수수료	63	3,017	2,754	4,208	6,186
로열티	27	79	37	35	39
외주(BOX)제작비	101	18	7	11	17
기타	66	24	23	35	39
광고선전비	350	830	590	1,029	1,736
유무형자산상각비	314	287	282	303	323
기타	1,401	1,580	1,640	1,729	1,838
영업이익	**3,288**	**5,850**	**6,443**	**8,213**	**10,930**
영업이익률(%)	33.4	33.3	37.1	37.9	38.5

주: 모바일게임 및 로열티 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표30 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**21.2**	**25.2**	**30.2**	**20.1**	**8.8**	**26.2**	**31.0**	**17.4**
엔씨소프트	**24.8**	**37.9**	**39.3**	**22.3**	**30.9**	**38.5**	**39.6**	**24.9**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				**17.6**	**22.9**		**14.7**	**18.9**
엔씨소프트	**508,000**	**680,000**	**28,816**	**17.6**	**23.6**	**38,262**	**13.3**	**17.8**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,916	17,727	17,823	22,489	28,816
현금 및 현금성자산	1,448	1,873	3,309	4,223	5,455
기타현금성자산	8,391	13,536	12,300	15,696	20,275
매출채권 및 기타채권	1,666	2,068	1,953	2,244	2,660
기타	412	250	261	326	427
비유동자산	11,692	17,538	13,944	14,467	15,008
유무형자산	5,161	3,778	3,778	3,882	3,980
투자자산	6,412	13,593	10,053	10,455	10,873
기타	119	168	114	130	155
자산총계	**23,608**	**35,266**	**31,767**	**36,956**	**43,824**
유동부채	2,844	4,558	4,480	4,843	5,357
단기이자지급성부채	0	0	1,548	1,548	1,548
기타	2,844	4,558	2,932	3,294	3,808
비유동부채	1,809	3,415	1,150	1,210	1,295
장기이자지급성부채	1,497	1,498	0	0	0
확정급여부채	138	33	126	136	160
기타	175	1,884	1,025	1,074	1,135
부채총계	**4,653**	**7,973**	**5,630**	**6,052**	**6,652**
지배주주지분	18,856	27,212	26,025	30,771	37,013
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금 및 기타	3,308	8,044	3,733	3,733	3,733
이익잉여금	15,438	19,059	22,183	26,928	33,170
비지배주주지분	99	80	112	132	159
자본총계	**18,955**	**27,292**	**26,137**	**30,903**	**37,172**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**9,836**	**17,587**	**17,375**	**21,692**	**28,397**
영업비용	6,548	11,737	10,932	13,479	17,467
영업이익	**3,288**	**5,850**	**6,443**	**8,213**	**10,930**
EBITDA	**3,602**	**6,137**	**6,725**	**8,516**	**11,254**
영업외손익	**173**	**252**	**351**	**120**	**134**
금융수익	247	269	533	536	573
이자수익	216	190	295	315	329
금융비용	141	155	157	170	184
이자비용	30	33	33	34	35
파생상품평가손실	111	122	123	136	149
관계회사투자손익	73	-16	-6	-9	-9
기타손익	-7	153	-19	-237	-246
세전이익	**3,461**	**6,102**	**6,794**	**8,333**	**11,064**
법인세비용	747	1,662	2,123	1,960	2,602
당기순이익	**2,714**	**4,440**	**4,671**	**6,373**	**8,462**
지배주주순이익	2,723	4,410	4,639	6,322	8,394
총포괄이익	**3,295**	**9,190**	**6,720**	**8,422**	**10,511**
Profitability(%)					
영업이익률	33.4	33.3	37.1	37.9	38.5
EBITDA Margin	36.6	34.9	38.7	39.3	39.6
당기순이익률	27.6	25.2	26.9	29.4	29.8
ROA	11.9	15.1	13.9	18.5	21.0
ROE	14.7	19.2	17.5	22.3	24.9
ROIC	15.1	17.6	15.9	21.2	23.8

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**1,120**	**5,952**	**-527**	**6,723**	**8,850**
영업에서 창출된 현금	2,317	6,401	1,241	8,319	11,043
당기순이익	2,714	4,440	4,671	6,373	8,462
조정사항	1,148	1,853	-1,908	1,939	2,584
유무형자산상각비	324	287	282	303	323
법인세비용	747	1,662	2,123	1,960	2,602
이자손익	-186	-158	-262	-280	-294
기타	263	61	-4,051	-44	-48
자산,부채 증감	-1,544	108	-1,522	7	-3
법인세,이자,배당금 등	-1,197	-449	-1,768	-1,596	-2,193
투자활동 현금	**-1,387**	**-4,596**	**4,568**	**-4,182**	**-5,398**
단기금융상품 증감	1,660	691	-1,923	-787	-1,061
유형자산 증감	-148	1,427	-248	-337	-349
무형자산 증감	-19	-37	-37	-38	-39
투자/금융자산 증감	-2,880	-6,676	6,775	-3,020	-3,949
재무활동 현금	**-738**	**-797**	**-2,604**	**-1,627**	**-2,220**
사채/차입금 증감	1,495	0	50	0	0
자기주식 증감	-1,436	0	-1,107	0	0
배당금 지급	-601	-811	-1,547	-1,627	-2,220
기타	-197	14	0	0	0
총현금흐름	**-1,005**	**558**	**1,437**	**914**	**1,232**
기초 현금 및 현금성자산	2,481	1,448	1,873	3,309	4,223
외화 현금 환율변동 효과	-28	-134	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**1,448**	**1,873**	**3,309**	**4,223**	**5,455**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	20.0	22.1	23.9	17.5	13.2
P/B	2.9	3.6	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	12.8	13.7	14.5	10.9	7.8
P/CF	20.4	16.8	112.1	16.6	12.6
Per Share Data (원)					
EPS	12,375	20,240	21,289	29,049	38,571
BPS	86,438	124,401	119,134	140,859	169,432
CPS	12,151	26,638	4,533	30,613	40,354
DPS	3,700	7,052	7,417	10,121	13,438
Growth (%)					
매출액	17.3	78.8	-1.2	24.8	30.9
영업이익	38.4	77.9	10.1	27.5	33.1
EPS	63.1	63.5	5.2	36.5	32.8
총자산	6.4	49.4	-9.9	16.3	18.6
자기자본	6.0	44.0	-4.2	18.2	20.3
Stability (%,배,억원)					
부채비율	24.5	29.2	21.5	19.6	17.9
유동비율	419.1	388.9	397.8	464.4	537.9
자기자본비율	80.3	77.4	82.3	83.6	84.8
영업이익/금융비용(x)	23.3	37.8	41.1	48.3	59.3
이자보상배율(x)	117.2	188.3	204.5	243.7	315.2
총차입금	1,497	1,498	1,548	1,548	1,548
순차입금	-8,342	-13,911	-14,061	-18,371	-24,181

자료: 엔씨소프트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

넷마블 (251270)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

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

블소:레볼루션 단기 대응. 1H19 승부주 가능성

Buy (maintain)

목표주가 165,000 원
현재주가 132,500 원

컨센서스 대비 (19E OP 기준)

상회	부합	하회
O		

주요 핵심 기대신작 일정 업데이트

[블레이드앤소울:레볼루션]은 4Q18(18.12.06) 국내시장 론칭이 단행될 예정이다. [BTS 월드]는 1Q19 글로벌 론칭 예정이고 [A3:Still Alive]는 1Q19-2Q19(19 년 3-4 월) 글로벌 론칭 예정이며 [세븐나이츠 2]는 2Q19 국내시장에 론칭될 예정이다.

블레이드앤소울:레볼루션 국내 론칭으로 4Q18, 1Q19 단기 실적모멘텀 기대

18.12.06 론칭 예정인 블레이드앤소울:레볼루션 국내매출 신규 기여로 4Q18, 1Q19 실적은 QoQ 기준 가파르게 개선될 것으로 전망한다. 4Q18 은 블레이드앤소울:레볼루션 국내매출 신규 기여액이 영업일수 26 일만으로도 해리포터 호그와트 미스터리 매출 감소액을 능가할 것으로 전한다. 1Q19 영업이익은 블레이드앤소울:레볼루션 국내매출의 3 개월 Fully 반영 효과로 더욱 가파르게 개선될 것으로 전망한다.

블레이드앤소울:레볼루션 국내시장 단기 대응 전략은 투자가 판단의 몫

목표주가는 150,000원엔서 165,000원으로 10% 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가 상향은 적용 PER 상향에 의한 것이다. 신규 목표주가 165,000원은 19E 지배주주 EPS 대비 PER 31.2배로서 Global Peer 평균 PER 23.0배 대비 36% 할증된 것인데 동사의 펀드멘털 지표가 Global Peer 평균 대비 소폭 열위인 점을 감안하면 부담스러운 수준이긴 하다. 동사는 상장 초기부터 태생적으로 고 밸류에이션 부담이 상존하는 상황이므로 향후 1-2개의 빅히트 신작 창출을 통한 실적 개선으로 Multiple이 상당수준 하향되어 밸류에이션이 정상화되기 전까지는 기대신작 론칭일정을 겨냥한 단기 트레이딩 전략이 현실적이라 판단한다.

블레이드앤소울:레볼루션 국내는 12/6 론칭 예정이라 지금은 전통적인 패턴의 사전기대감 측면의 신작모멘텀이 작동하기에는 론칭일정이 너무 임박한 시점이다. 그러나, 최근 론칭이 임박하면서 주가가 제법 상승세이긴 하나 론칭일정 연기 노이즈, 주식시장 침체 등으로 론칭 1-2 개월 전 강력한 신작모멘텀이 작동하지 못했으므로 어쩌면 론칭 후 빅히트 시현 시 상당수준의 사후 모멘텀이 작동할 지도 모른다. 블레이드앤소울:레볼루션 국내 단기 대응은 투자가의 판단에 맡기고자 한다.

1H19 승부주가 될 가능성 예의 주시 필요

1H19 에는 관심작 2 개(BTS 월드 글로벌, A3:Still Alive 글로벌)와 기대작 1 개(세븐나이츠 2 국내)가 론칭될 예정이다. 그리고, 무엇보다도 내년 3 월 또는 늦어도 내년 상반기 이내 중국 정부의 신규 게임 판호 규제가 해제된다면 리니지 2:레볼루션 중국 론칭 길이 열린다는 점에서 동사는 내년 상반기 승부주가 될 수 있는 가능성을 내포하고 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

Stock Data

KOSPI (11/29)		2,114.10 pt
시가총액		112,974 억원
발행주식		85,263 천주
52 주 최고가/최저가		199,500 / 91,800 원
90 일 일평균거래대금		369.72 억원
외국인 지분율		24.9%
배당익률(18.12E)		0.2%
BPS(18.12E)		55,471 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	38.4%
	6 개월	-2.2%
	12 개월	-10.1%
주주구성	방준혁 외 21 인	72.3%
	국민연금공단	5.0%

Stock Price

Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	15,000	2,947	2,756	2,092	3,087	-72.7	3,252	N/A	N/A	N/A	16.8
2017	24,248	5,098	4,715	3,609	4,245	37.5	5,745	44.4	23.5	3.6	12.5
2018E	21,261	2,925	3,460	2,635	3,091	-27.2	3,681	42.9	24.3	2.4	5.7
2019E	29,578	6,336	6,769	5,173	6,067	96.3	7,172	21.8	11.9	2.2	10.5
2020E	33,093	8,014	8,508	6,503	7,628	25.7	8,916	17.4	8.9	2.0	12.1

자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

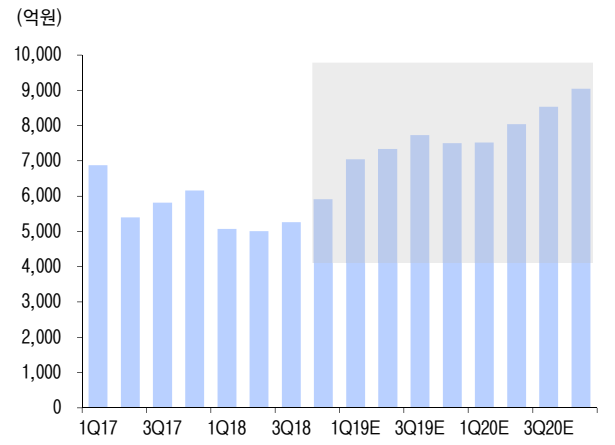
실적 전망

표32 넷마블 주요 핵심 기대신작 론칭일정 정리

신작	장르	지역	론칭일정
블레이드앤소울:레볼루션	MMORPG (IP 활용)	한국	4Q18(12/6) 론칭 예정
BTS 월드	캐주얼	글로벌	1Q19 론칭 예정
A3:Still Alive	배틀로얄 MMORPG	글로벌	1Q19-2Q19(19년 3-4월) 론칭 예정
세븐나이츠2	모바일 MMORPG (IP 활용)	한국	2Q19 론칭 예정

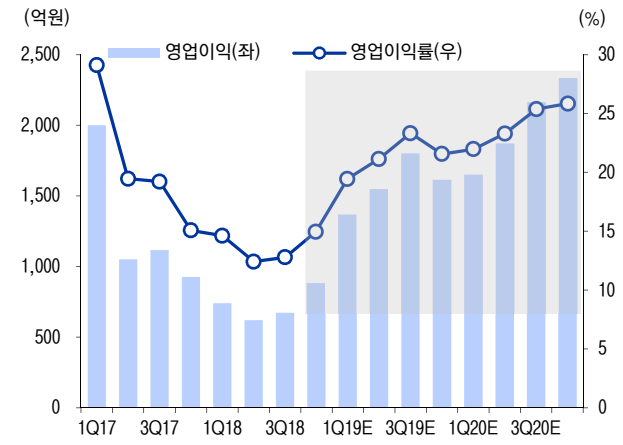
자료:넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 넷마블 분기별 매출액 추이



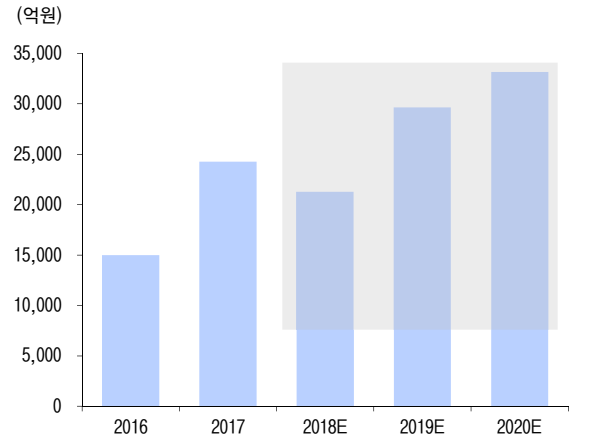
자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림95 넷마블 분기별 영업이익 추이



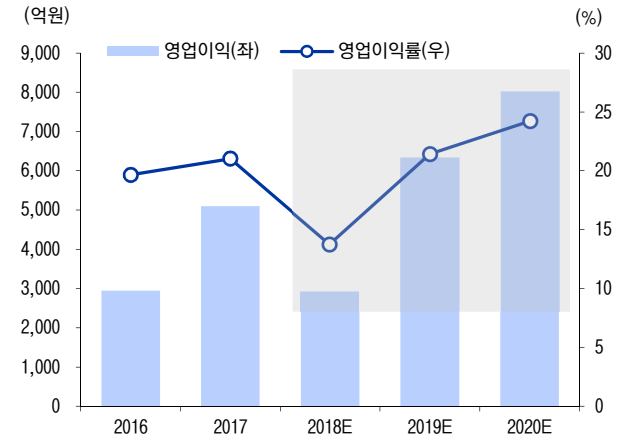
자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림96 넷마블 연도별 매출액 추이



자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림97 넷마블 연도별 영업이익 추이



자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표33 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**6,872**	**5,401**	**5,817**	**6,158**	**5,074**	**5,008**	**5,260**	**5,919**	**7,040**	**7,331**	**7,718**	**7,489**
모바일게임	6,647	5,117	5,525	5,849	4,814	4,748	4,995	5,649	6,770	7,052	7,442	7,207
IP 기반 MMORPG	3,809	1,962	2,567	2,665	1,905	1,430	1,220	1,817	2,804	2,741	2,670	1,972
기타 장르	2,838	3,155	2,958	3,184	2,909	3,318	3,775	3,832	3,966	4,311	4,772	5,235
온라인게임	125	135	129	122	100	105	100	103	99	104	101	104
기타	100	149	163	187	160	155	165	167	171	174	176	178
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,230	4,332	4,386	4,587	5,031	5,670	5,780	5,918	5,874
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,075	2,157	2,493	2,999	3,075	3,215	3,140
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,018	1,037	1,080	1,104	1,102	1,120
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	786	851	977	1,049	1,041	1,019	1,026
감가상각비	25	28	30	32	36	37	38	39	40	41	43	44
무형자산상각비	111	133	147	141	132	157	157	160	163	166	169	171
기타	213	258	259	262	300	314	366	325	339	353	370	373
영업이익	**2,001**	**1,051**	**1,118**	**928**	**742**	**622**	**673**	**888**	**1,370**	**1,550**	**1,800**	**1,615**
영업이익률(%)	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	12.4	12.8	15.0	19.5	21.1	23.3	21.6
순이익	**1,461**	**782**	**842**	**524**	**789**	**663**	**551**	**632**	**1,322**	**1,231**	**1,412**	**1,207**
순이익률(%)	21.3	14.5	14.5	8.5	15.5	13.2	10.5	10.7	18.8	16.8	18.3	16.1
순이익(지배주주)	**1,301**	**702**	**743**	**352**	**739**	**579**	**442**	**521**	**1,163**	**1,071**	**1,222**	**1,056**
순이익 대비 비중(%)	89.0	89.8	88.2	67.2	93.7	87.3	80.2	82.5	88.0	87.0	86.5	87.5
qoq(%)												
매출액	48.4	-21.4	7.7	5.9	-17.6	-1.3	5.0	12.5	18.9	4.1	5.3	-3.0
영업이익	69.4	-47.5	6.4	-17.0	-20.0	-16.2	8.2	32.0	54.2	13.1	16.1	-10.3
순이익	80.8	-46.5	7.7	-37.8	50.6	-16.0	-16.9	14.7	109.2	-6.9	14.7	-14.5
순이익(지배주주)	80.7	-46.0	5.8	-52.6	109.9	-21.7	-23.7	17.9	123.2	-7.9	14.1	-13.5
yoy(%)												
매출액	110.7	53.5	62.0	33.0	-26.2	-7.3	-9.6	-3.9	38.8	46.4	46.7	26.5
영업이익	236.9	99.8	73.1	-21.6	-62.9	-40.8	-39.8	-4.3	84.7	149.2	167.5	81.8
순이익	167.6	140.6	103.9	-32.9	-46.0	-15.2	-34.6	20.6	67.6	85.7	156.3	91.0
순이익(지배주주)	216.5	234.3	86.2	-49.4	-43.2	-17.5	-40.5	48.1	57.4	85.0	176.4	102.6

자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표34 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**15,000**	**24,248**	**21,261**	**29,578**	**33,093**
모바일게임	14,059	23,138	20,206	28,471	31,943
IP 기반 MMORPG	1,210	11,003	6,372	10,188	5,690
기타 장르	12,849	12,135	13,834	18,283	26,253
온라인게임	613	511	408	408	409
기타	328	599	647	699	741
영업비용	12,053	19,150	18,336	23,242	25,079
지급수수료	6,036	10,064	8,853	12,429	13,468
인건비	2,462	3,635	4,061	4,407	4,745
마케팅비	2,556	3,812	3,361	4,135	4,390
감가상각비	82	115	150	168	187
무형자산상각비	223	532	606	669	714
기타	694	992	1,305	1,435	1,574
영업이익	**2,947**	**5,098**	**2,925**	**6,336**	**8,014**
영업이익률(%)	19.6	21.0	13.8	21.4	24.2
순이익	**2,092**	**3,609**	**2,635**	**5,173**	**6,503**
순이익률(%)	13.9	14.9	12.4	17.5	19.7
순이익(지배주주)	**1,740**	**3,098**	**2,281**	**4,512**	**5,702**
순이익 대비 비중(%)	83.2	85.8	86.6	87.2	87.7
EPS	**3,087**	**4,245**	**3,091**	**6,067**	**7,628**
EPS(지배주주)	**2,567**	**3,644**	**2,676**	**5,293**	**6,688**
yoy(%)					
매출액	39.8	61.7	-12.3	39.1	11.9
영업이익	30.8	73.0	-42.6	116.6	26.5
순이익	24.1	72.5	-27.0	96.3	25.7
순이익(지배주주)	44.4	78.0	-26.4	97.8	26.4
EPS(지배주주)	-68.3	41.9	-26.6	97.8	26.4

자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표35 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**20.2**	**26.3**	**31.2**	**20.9**	**10.1**	**27.2**	**31.9**	**18.2**
넷마블	**39.1**	**21.4**	**24.2**	**10.5**	**11.9**	**24.2**	**26.9**	**12.1**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표36 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				**17.5**	**23.0**		**14.6**	**18.8**
넷마블	**132,500**	**165,000**	**5,293**	**25.0**	**31.2**	**6,688**	**19.8**	**24.7**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

넷마블 (251270)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,215	29,184	27,420	32,673	38,373
현금 및 현금성자산	2,727	19,078	16,345	19,272	22,923
기타현금성자산	1,512	6,500	7,450	8,784	10,448
매출채권	2,442	2,914	2,660	3,388	3,670
기타	534	692	965	1,229	1,331
비유동자산	12,359	24,293	27,470	27,266	27,058
매도가능금융자산	5,283	9,188	9,985	10,305	10,603
유형자산/투자부동산	1,229	1,454	1,725	1,854	1,975
무형자산	5,400	12,368	12,875	12,424	11,952
기타	447	1,283	2,885	2,683	2,528
자산총계	**19,575**	**53,477**	**54,890**	**59,939**	**65,431**
유동부채	4,212	5,013	3,775	4,795	5,190
단기이자지급성부채	1,053	39	50	50	50
기타	3,159	4,973	3,725	4,745	5,140
비유동부채	2,258	3,812	3,822	3,869	3,921
장기이자지급성부채	0	0	114	114	114
기타	2,258	3,812	3,708	3,755	3,807
부채총계	**6,471**	**8,824**	**7,597**	**8,664**	**9,110**
지배회사지분	12,163	43,295	45,488	49,415	54,395
자본금	68	85	85	85	85
자본잉여금 및 기타	9,156	37,181	37,745	37,619	37,619
이익잉여금	2,939	6,029	7,658	11,711	16,691
비지배회사지분	940	1,358	1,805	1,860	1,925
자본총계	**13,104**	**44,653**	**47,293**	**51,274**	**56,320**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**15,000**	**24,248**	**21,261**	**29,578**	**33,093**
모바일게임	14,059	23,138	20,206	28,471	31,943
온라인게임	613	511	408	408	409
기타	328	599	647	699	741
영업비용	12,053	19,150	18,336	23,242	25,079
영업이익	**2,947**	**5,098**	**2,925**	**6,336**	**8,014**
EBITDA	**3,252**	**5,745**	**3,681**	**7,172**	**8,916**
영업외수익	95	26	114	113	116
영업외비용	254	469	307	326	342
금융수익	196	551	1,007	905	979
금융비용	193	435	240	221	224
지분법손익	-35	-56	-39	-37	-35
세전이익	**2,756**	**4,715**	**3,460**	**6,769**	**8,508**
법인세비용	664	1,106	825	1,597	2,004
순이익	**2,092**	**3,609**	**2,635**	**5,173**	**6,503**
지배주주순이익	**1,740**	**3,098**	**2,281**	**4,512**	**5,702**
Profitability(%)					
영업이익률	19.6	21.0	13.8	21.4	24.2
세전이익률	18.4	19.4	16.3	22.9	25.7
EBITDA Margin	21.7	23.7	17.3	24.2	26.9
당기순이익률	13.9	14.9	12.4	17.5	19.7
ROA	12.2	9.9	4.9	9.0	10.4
ROE	16.8	12.5	5.7	10.5	12.1
ROIC	29.0	23.3	7.0	13.1	14.6

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**1,970**	**5,034**	**-104**	**3,877**	**4,859**
영업에서 창출된 현금	2,568	5,665	302	4,955	6,276
당기순이익	2,092	3,609	2,635	5,173	6,503
조정사항	1,299	2,245	1,442	985	1,334
유무형자산상각비	305	647	756	837	901
법인세비용	664	1,106	825	1,597	2,004
이자손익	-24	-87	-398	-461	-513
기타	354	579	259	-988	-1,059
자산/부채 증감	-823	-188	-3,775	-1,202	-1,561
법인세/이자/배당금 등	-598	-631	-406	-1,079	-1,417
투자활동 현금	**-2,073**	**-14,327**	**-2,517**	**-727**	**-769**
유무형자산 증감	-873	-313	-1,534	-516	-550
사업결합 관련 증감	-559	-8,383	0	0	0
기타	-641	-5,631	-983	-211	-220
재무활동 현금	**630**	**25,273**	**-111**	**-223**	**-439**
장단기차입금 증감	734	-1,013	125	0	0
유상증자	0	26,346	71	0	0
기타	-104	-60	-306	-223	-439
총현금흐름	**527**	**15,980**	**-2,732**	**2,926**	**3,651**
외화환산 변동효과	41	371	0	0	0
기초 현금 및 현금성자산	2,159	2,727	19,078	16,345	19,272
기말 현금 및 현금성자산	**2,727**	**19,078**	**16,345**	**19,272**	**22,923**
기말 기타현금성자산	1,512	6,500	7,450	8,784	10,448
기말 총현금유동성	**4,239**	**25,578**	**23,795**	**28,055**	**33,371**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	N/A	44.4	42.9	21.8	17.4
P/B	N/A	3.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	N/A	23.5	24.3	11.9	8.9
P/CF	N/A	30.7	30.8	22.2	17.6
Per Share Data (원)					
EPS	3,087	4,245	3,091	6,067	7,628
BPS	19,333	52,516	55,471	60,141	66,059
CPS	4,121	6,142	4,306	5,957	7,531
DPS	0	360	262	514	647
Growth (%)					
매출액	39.8	61.7	-12.3	39.1	11.9
영업이익	30.8	73.0	-42.6	116.6	26.5
EPS	-72.7	37.5	-27.2	96.3	25.7
총자산	34.2	173.2	2.6	9.2	9.2
자기자본	11.0	240.8	5.9	8.4	9.8
Stability (%,배,억원)					
부채비율	49.4	19.8	16.1	16.9	16.2
유동비율	171.3	582.2	726.4	681.4	739.4
자기자본비율	66.9	83.5	86.2	85.5	86.1
영업이익/금융비용(x)	15.3	11.7	12.2	28.6	35.8
이자보상배율(x)	138.8	35.9	1,731.2	무이자	무이자
총차입금(억원)	1,053	39	50	50	50
순차입금(억원)	-3,186	-25,539	-23,631	-27,891	-33,207

자료: 넷마블, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

컴투스 (251270)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

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

스카이랜더스 링 오브 히어로즈 론칭 임박

Buy (maintain)

목표주가 185,000 원
현재주가 139,100 원

컨센서스 대비 (19E OP 기준)

상회	부합	하회
O		

서머너즈워 견조한 매출 추이 지속

핵심 주력게임 서머너즈워의 매출흐름은 견조한 추이가 지속되고 있다. 7 월 '타르타로스의 미궁' 컨텐츠 업데이트에 따른 길드 활성화의 바탕 위에 9 월 SWC(서머너즈워 월드 아레나 챔피언쉽) 이벤트로 매출이 상당수준 반등하는 모습을 보였다. 참고로 서머너즈워의 특정일 일매출은 SWC 효과로 9 월 중 연중 최고치를 경신하기도 했다. 서머너즈워는 4Q18 말 – 1Q19 '차원의 홀' 컨텐츠 업데이트도 예정되어 있다. 서머너즈워는 연간 1-2 개의 대규모 컨텐츠 업데이트, 매년 론칭일 부근 이벤트, 프로모션 등을 통해 견조한 성장세를 지속할 것으로 전망한다.

주요 신작 론칭일정 업데이트

스카이랜더스 링 오브 히어로즈는 12 월 중순 캐나다/호주 소프트 론칭, 내년 1 월 글로벌 론칭될 예정이다. 댄스빌, 버디크러시 등은 1Q19 론칭될 예정이다. 히어로즈워 2 는 연내 사내 FGT(Focus Group Test) 완료 후 만족스러우면 1H19, 아니면 2H19 론칭될 예정이다. 서머너즈워 MMORPG 는 2H19(히어로즈워 2 보다 뒤) 론칭될 예정이다.

밸류에이션 매력 최고. 스카이랜더스 링 오브 히어로즈 신작모멘텀 시점

목표주가는 180,000원에서 185,000원으로 3% 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 동사는 최고의 밸류에이션 매력도와 상위수준의 신작모멘텀을 바탕으로 당사가 커버하고 있는 8개 게임주 중 투자매력도는 엔씨소프트에 버금가는 최상위 수준으로 평가되었다. 신규 목표주가 185,000원은 19E 지배주주 EPS 대비 PER 12.8배로서 Global Peer 평균 24.2배 대비 47% 대폭 할인된 것인데, 동사의 펀드멘털 지표가 Global Peer 평균 대비 상당수준 우위인 점을 감안하면 동사 적용 PER는 유의한 수준을 넘어 매우 보수적인 수치이다.

동사는 서머너즈워를 중심으로 한 안정적이고 견조한 실적흐름, 게임업종 내 최고의 밸류에이션 메릿 보유 등 매력적인 투자포인트를 보유하고도 신작모멘텀 부재라는 점에서 장기간 소외되어 왔다. 따라서, 동사주가는 신작모멘텀만 형성되면 실적 안정성, 밸류에이션 매력 등 그 동안 비정상적으로 억눌려 있었던 가치평가 요소까지 한꺼번에 작용하며 강한 상승세를 시현할 수 있을 것으로 기대한다. 이런 점에서 지금은 동사의 Top 2 기대신작 중 하나인 스카이랜더스 링 오브 히어로즈가 12월 중순 캐나다/호주, 내년 1월 글로벌 원빌드(권역별 순차) 론칭을 앞두고 있다는 점을 주목해야 할 시점이라고 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (11/29)		695.48 pt
시가총액		17,897 억원
발행주식		12,866 천주
52 주 최고가/최저가		191,500 / 121,300 원
90 일 일평균거래대금		152.2 억원
외국인 지분율		29.7%
배당익률(18.12E)		0.9%
BPS(18.12E)		68,123 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	-2.4%
	6 개월	-4.3%
	12 개월	15.1%
주주구성	게임빌 외 5 인	24.5%
	KB 자산운용	10.3%
	국민연금공단	6.0%

Stock Price

Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	5,130	1,920	1,989	1,518	11,796	20.6	1,952	7.4	2.8	1.8	26.5
2017	5,080	1,946	1,932	1,424	11,066	-6.2	1,974	12.3	5.5	2.3	20.4
2018E	4,859	1,546	1,804	1,355	10,534	-4.8	1,572	13.2	6.7	2.0	16.6
2019E	6,527	2,295	2,473	1,861	14,464	37.3	2,319	9.6	3.8	1.7	19.4
2020E	7,629	2,782	3,017	2,271	17,652	22.0	2,805	7.9	2.5	1.4	19.8

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

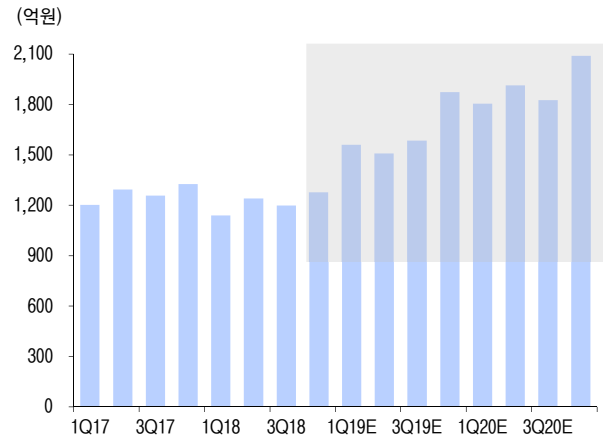
실적 전망

표37 컴투스 향후 신작 론칭일정 (공개된 주요 게임 중심)

신작	장르	론칭일정	비고
스카이랜더스 링 오브 히어로즈	RPG	4Q18 – 1Q19	12 월 중순 캐나다/호주 론칭. 내년 1 월 글로벌 원빌드 론칭(권역별 순차 론칭)
댄스빌	Casual	1Q19	
버디크러시	Sports	1Q19	
히어로즈워 2	MMORPG	2019	연내 사내 FGT(Focus Group Test) 완료 후 만족스러우면 1H19, 아니면 2H19
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	2H19	히어로즈워 2 보다 뒤에 론칭 가능성

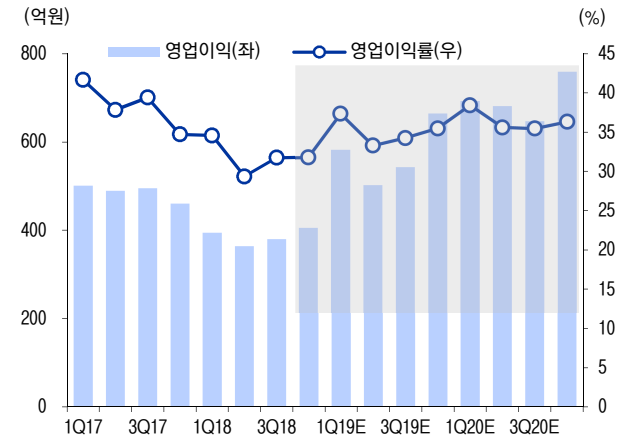
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 컴투스 분기별 매출액 추이



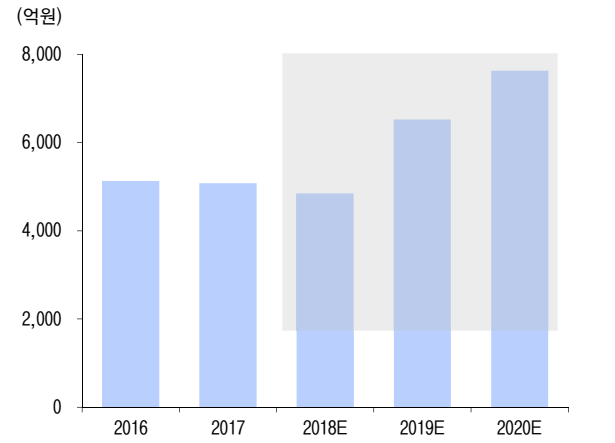
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림99 컴투스 분기별 영업이익 추이



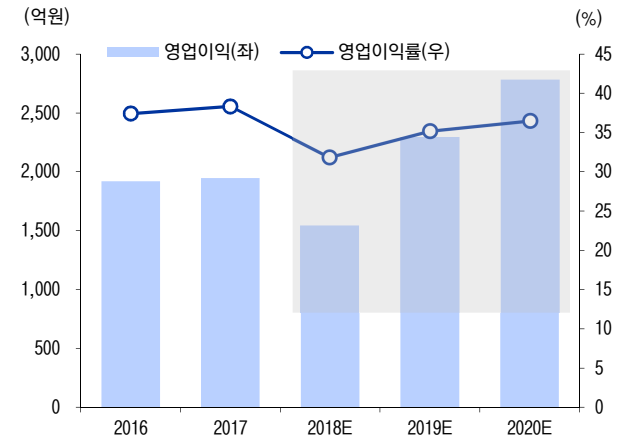
자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림100 컴투스 연도별 매출액 추이



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림101 컴투스 연도별 영업이익 추이



자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표38 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**1,203**	**1,294**	**1,257**	**1,326**	**1,140**	**1,241**	**1,198**	**1,279**	**1,561**	**1,509**	**1,586**	**1,872**
Sports	182	198	174	165	154	169	154	148	138	156	147	142
Strategy/RPG	1,001	1,078	1,068	1,145	973	1,060	1,033	1,121	1,410	1,340	1,427	1,719
기타	20	19	16	15	14	13	11	11	12	13	12	11
영업비용	702	804	762	866	746	877	818	872	977	1,006	1,042	1,207
인건비	118	105	135	124	113	143	124	130	126	128	132	138
로열티	34	36	27	30	28	37	32	34	42	40	43	50
지급수수료	382	423	412	444	413	449	429	467	571	551	573	690
마케팅비	120	190	139	210	133	187	179	183	180	225	234	265
유무형자산상각비	7	7	7	7	6	7	7	7	6	6	6	6
기타	41	43	42	51	52	54	47	52	53	55	53	58
영업이익	**501**	**490**	**496**	**460**	**394**	**364**	**380**	**407**	**583**	**503**	**544**	**665**
영업이익률(%)	41.6	37.8	39.4	34.7	34.6	29.4	31.7	31.8	37.4	33.3	34.3	35.5
순이익	**367**	**375**	**398**	**283**	**365**	**352**	**298**	**341**	**456**	**414**	**445**	**546**
순이익률(%)	30.5	29.0	31.7	21.4	32.0	28.4	24.8	26.6	29.2	27.4	28.1	29.2
순이익(지배주주)	**367**	**375**	**398**	**283**	**365**	**352**	**297**	**341**	**456**	**413**	**445**	**545**
순이익 대비 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9
qoq(%)												
매출액	-9.7	7.6	-2.8	5.5	-14.0	8.9	-3.4	6.8	22.0	-3.3	5.1	18.1
영업이익	18.0	-2.2	1.2	-7.1	-14.4	-7.6	4.4	7.0	43.3	-13.8	8.1	22.3
순이익	0.7	2.2	6.2	-28.9	28.9	-3.6	-15.4	14.5	33.8	-9.3	7.7	22.5
순이익(지배주주)	0.7	2.2	6.2	-28.9	28.9	-3.6	-15.4	14.5	33.8	-9.3	7.7	22.5
yoy(%)												
매출액	-11.0	2.2	6.4	2.3	-5.2	-4.1	-4.7	-3.5	36.9	21.6	32.3	46.3
영업이익	-16.2	0.7	20.5	14.6	-21.3	-25.6	-23.3	-11.6	48.0	38.1	43.0	63.3
순이익	-21.0	-1.2	28.8	-13.9	-0.5	-6.2	-25.3	20.3	24.9	17.6	49.6	60.2
순이익(지배주주)	-21.0	-1.2	28.8	-13.9	-0.5	-6.3	-25.3	20.2	24.8	17.5	49.6	60.2

주: 동사는 4Q14부터 장르별 매출 Breakdown 정보 제공 안 함. 따라서, 위의 장르별 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표39 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**5,130**	**5,080**	**4,859**	**6,527**	**7,629**
Sports	800	718	624	583	542
Strategy/RPG	4,232	4,292	4,186	5,895	7,044
기타	98	69	49	49	42
영업비용	3,211	3,133	3,313	4,232	4,847
인건비	429	482	510	523	553
로열티	132	126	131	175	207
지급수수료	1,569	1,662	1,758	2,386	2,794
마케팅비	891	659	682	905	1,027
유무형자산상각비	32	28	26	24	23
기타	158	177	205	219	243
영업이익	**1,920**	**1,946**	**1,546**	**2,295**	**2,782**
영업이익률(%)	37.4	38.3	31.8	35.2	36.5
순이익	**1,518**	**1,424**	**1,355**	**1,861**	**2,271**
순이익률(%)	29.6	28.0	27.9	28.5	29.8
순이익(지배주주)	**1,518**	**1,424**	**1,355**	**1,860**	**2,270**
순이익 대비 비중(%)	100.0	100.0	99.9	99.9	99.9
EPS	11,796	11,066	10,534	14,464	17,652
EPS(지배주주)	**11,796**	**11,066**	**10,529**	**14,453**	**17,639**
yoy(%)					
매출액	18.3	-1.0	-4.4	34.3	16.9
영업이익	15.7	1.4	-20.6	48.4	21.2
순이익	20.6	-6.2	-4.8	37.3	22.0
순이익(지배주주)	20.6	-6.2	-4.9	37.3	22.0

주: 동사는 4Q14부터 장르별 매출 Breakdown 정보 제공 안 함. 따라서, 위의 장르별 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표40 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**20.5**	**25.3**	**30.4**	**20.3**	**9.8**	**26.4**	**31.2**	**17.7**
컴투스	**34.3**	**35.2**	**35.5**	**19.4**	**16.9**	**36.5**	**36.8**	**19.8**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표41 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				**18.6**	**24.2**		**15.4**	**19.8**
컴투스	**139,100**	**185,000**	**14,453**	**9.6**	**12.8**	**17,639**	**7.9**	**10.5**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

컴투스 (078340)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,543	7,680	8,269	10,040	12,132
현금 및 현금성자산	900	258	558	678	828
금융기관예치금	2,055	3,761	4,600	5,590	6,825
매출채권 및 기타채권	756	892	807	973	1,072
기타	2,832	2,770	2,303	2,798	3,407
비유동자산	577	703	1,207	1,209	1,211
유무형자산	352	350	339	334	329
투자자산	223	345	860	866	872
기타	2	7	8	9	10
자산총계	**7,120**	**8,383**	**9,475**	**11,248**	**13,343**
유동부채	744	765	694	774	827
매입채무 및 기타채무	335	421	366	378	392
단기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	409	344	328	395	435
비유동부채	26	9	17	17	18
장기이자지급성부채	0	0	0	0	0
기타	26	9	17	17	18
부채총계	**770**	**774**	**710**	**791**	**844**
지배주주지분	6,350	7,609	8,761	10,453	12,493
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금 및 기타	1,938	1,948	1,919	1,919	1,919
이익잉여금	4,348	5,597	6,778	8,470	10,510
비지배주주지분	0	0	4	5	5
자본총계	**6,350**	**7,609**	**8,765**	**10,458**	**12,498**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**5,130**	**5,080**	**4,859**	**6,527**	**7,629**
Sports	800	718	624	583	542
RPG/Strategy	4,232	4,292	4,186	5,895	7,044
Others	98	69	49	49	42
영업비용	3,211	3,133	3,313	4,232	4,847
영업이익	**1,920**	**1,946**	**1,546**	**2,295**	**2,782**
EBITDA	**1,952**	**1,974**	**1,572**	**2,319**	**2,805**
영업외손익	**70**	**-14**	**259**	**178**	**236**
금융손익	63	76	153	206	264
이자손익	82	101	148	206	264
기타금융손익	-19	-25	5	0	0
기타손익	5	-97	99	-33	-34
세전이익	**1,989**	**1,932**	**1,804**	**2,473**	**3,017**
법인세비용	472	509	449	612	746
당기순이익	**1,518**	**1,424**	**1,355**	**1,861**	**2,271**
지배주주순이익	1,518	1,424	1,355	1,860	2,270
총포괄이익	**1,452**	**1,415**	**1,347**	**1,849**	**2,257**
Profitability(%)					
영업이익률	37.4	38.3	31.8	35.2	36.5
EBITDA Margin	38.0	38.9	32.4	35.5	36.8
당기순이익률	29.6	28.0	27.9	28.5	29.8
ROA	23.5	18.4	15.2	18.0	18.5
ROE	26.5	20.4	16.6	19.4	19.8
ROIC	25.7	20.6	14.2	18.0	18.3

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**1,560**	**1,345**	**1,443**	**1,778**	**2,233**
영업에서 창출된 현금	1,992	1,814	1,729	2,164	2,691
당기순이익	1,518	1,424	1,355	1,861	2,271
조정사항	434	501	324	403	473
유무형자산상각비	32	28	26	24	23
법인세비용	472	509	449	612	746
이자손익	-82	-101	-148	-206	-264
기타	12	66	-3	-28	-32
자산,부채 증감	41	-111	49	-99	-53
법인세,이자,배당금 등	-432	-469	-286	-386	-458
투자활동 현금	**-1,314**	**-1,820**	**-977**	**-1,491**	**-1,854**
유무형자산 증감	-18	-18	-15	-19	-18
투자자산 증감	-1,284	-1,803	-965	-1,472	-1,836
기타	-13	0	3	0	0
재무활동 현금	**-196**	**-159**	**-166**	**-167**	**-229**
유상증자	0	0	0	0	0
자기주식 증감	0	-174	-175	-167	-229
기타	-196	16	9	0	0
총현금흐름	**50**	**-633**	**300**	**120**	**150**
기초 현금 및 현금성자산	848	900	258	558	678
외화 현금 환율변동 효과	2	-9	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**900**	**258**	**558**	**678**	**828**
기말 기타현금성자산	4,795	6,431	6,840	8,312	10,148
기말 총현금유동성	**5,695**	**6,689**	**7,398**	**8,990**	**10,976**

자료: 컴투스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	7.4	12.3	13.2	9.6	7.9
P/B	1.8	2.3	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	2.8	5.5	6.7	3.8	2.5
P/CF	7.4	12.0	12.8	9.5	7.8
Per Share Data (원)					
EPS	11,796	11,066	10,534	14,464	17,652
BPS	49,352	59,141	68,123	81,278	97,138
CPS	11,808	11,318	10,833	14,592	17,769
DPS	1,356	1,361	1,296	1,779	2,172
Growth (%)					
매출액	18.3	-1.0	-4.4	34.3	16.9
영업이익	15.7	1.4	-20.6	48.4	21.2
EPS	20.6	-6.2	-4.8	37.3	22.0
총자산	22.3	17.7	13.0	18.7	18.6
자기자본	24.7	19.8	15.2	19.3	19.5
Stability (%,배,억원)					
부채비율	12.1	10.2	8.1	7.6	6.8
유동비율	849.7	992.5	1,164.2	1,269.6	1,436.7
자기자본비율	89.2	90.8	92.5	93.0	93.7
영업이익/금융비용(x)	102.0	77.1	268.3	10,164.7	10,738.1
이자보상배율(x)	6,632.6	8,402.2	8,138.4	10,956.1	11,648.1
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-5,695	-6,689	-7,398	-8,990	-10,976

펄어비스 (263750)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

Analyst **박우성**
02. 3779-8732
woosung.park@ebestsec.co.kr

1Q19를 바라볼 때

Buy (initiate)

목표주가 245,000 원
현재주가 197,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

4Q18은 쉬어가는 기간

4Q18 실적은 1)검은사막 모바일의 유저 지표 하락, 2)CCP게임즈 인수에 따른 추가적 일회성 비용 140억원 발생, 3)신작부재로 인해 부진할 전망이다. 기존 4Q18 출시 예정이었던 검은사막 콘솔(북미/유럽) 역시 내년 1분기에 출시될 가능성이 높다. 또한 예정된 검은사막 콘솔(북미/유럽), 검은사막 모바일 일본 진출에 따른 사전마케팅 비용이 이번 분기부터 발생할 가능성이 높아 전분기 대비 영업이익 감소가 불가피한 상황으로 판단한다. 4Q18부터 연결로 반영될 CCP게임즈 역시 큰 이익 기여는 없을 것으로 예상한다.

내년초에는 일본 진출 기대감이 실적에 대한 우려를 넘어설 것

다만 부진할 것으로 예상되는 실적은 이미 주가에 상당부분 반영되었다고 판단한다. 내년 1분기 검은사막 콘솔(북미/유럽)과 검은사막 모바일 일본 지역 출시가 다가올수록 이미 지나간 실적보다는 신작모멘텀과 1Q19 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 반영될 것이다. 일본 지역은 검은사막 온라인이 한국과 거의 비슷한 시기인 2015년부터 정식 서비스되었으며, 아직까지도 꾸준한 매출이 발생하고 있다. 시장 규모, MMORPG에 대한 수요, 검은사막의 높은 IP 인지도와 매니아 층을 고려할 때 기대감을 낮출 필요는 없다고 판단한다. 내년초 주가는 구체적인 일본 지역 출시 일정과 사전예약자 추이에 민감하게 반응할 것으로 예상한다. 또한 2019년은 검은사막IP의 글로벌 확장이 지속되는 가운데 자체개발 IP인 프로젝트K, 프로젝트V, EVE온라인 IP를 이용한 CCP게임즈의 신작들이 출시될 예정이기 때문에, 일본 지역 출시 이후 모멘텀 소멸로 인한 주가하락 역시 제한적일 것이다. 이에 최근 주가하락을 매수 기회로 삼을 것을 추천한다.

투자의견 Buy, 목표주가 245,000 원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 245,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target P/E 13.7배(글로벌 동종업체 대비 25% 할인)를 적용하여 산출하였다.

Stock Data

KOSDAQ (11/29)		695.48 pt
시가총액		25,498 억원
발행주식		12,943 천주
52 주 최고가 / 최저가		284,200 / 183,100 원
90 일 일평균거래대금		169.27 억원
외국인 지분율		10.1%
배당수익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		33,251 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-15.6%
	6 개월	6.3%
	12 개월	-7.5%
주주구성	김대일외 10 인	46.7%
	펄어비스 자사주	6.5%

Stock Price

Financial Data

(억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016.6	337	281	284	244	n/a	n/a	285	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	1,172	647	586	496	5,847	n/a	663	42.3	42.3	8.4	34.9
2018E	4,372	1,877	1,932	1,641	13,688	134.1	1,920	14.4	13.5	5.9	42.0
2019E	6,886	2,890	2,906	2,461	19,009	38.9	2,968	10.4	9.4	3.8	40.6
2020E	6,736	2,537	2,548	2,156	16,659	-12.4	2,620	11.8	11.3	2.9	32.6

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업 개요

기업 개요

동사는 릴온라인, R2, C9 등 다수의 MMORPG 장르 게임을 개발한 김대일 의장이 2010 년 9 월 설립한 게임전문 개발사로 대표 게임은 MMORPG 장르 검은사막이다. 카카오게임즈, Gameon 과 각각 퍼블리싱 계약을 맺고, 검은사막 온라인을 2015 년 한국과 일본에 정식 출시하였다. 실사에 가까운 그래픽과 정교한 커스터마이징, 방대한 게임 컨텐츠 등으로 큰 인기를 끌며 러시아, 북미/유럽, 남미, 터키/중동, 동남아 등으로 글로벌 확장하며 성장하였다. 현재 검은사막 온라인은 중국을 제외한 대부분의 지역에서 서비스되고 있으며, 중국 지역 역시 Snail Games 와 퍼블리싱 계약 완료된 상태이며 판호 발급 재개시 진출 가능하다.

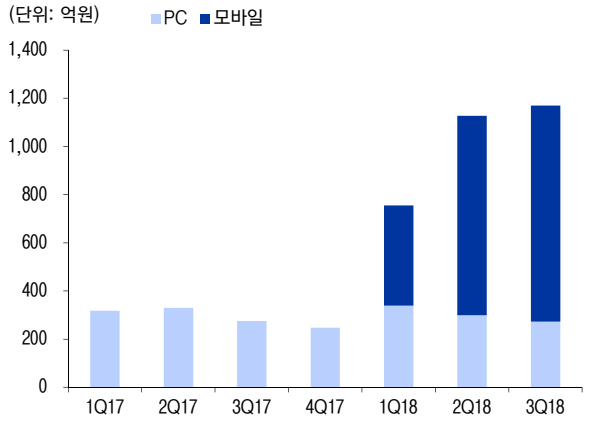
검은사막 온라인의 성공을 바탕으로 동사는 2017.9 월 코스닥에 상장하였고, 2018 년 2 월 검은사막 온라인 IP 를 활용한 검은사막 모바일을 출시와 함께 다시 한번 크게 성장하였다. 그리고 검은사막모바일 대만 진출(8/29,) 검은사막 콘솔의 OBT 완료(11/9) 등, 검은사막 IP 의 지역별/플랫폼 확장이 여전히 진행 중이다.

표42 펄어비스 사업 운영 현황

구분	게임	지역	퍼블리셔	출시 시기	매출 구분
PC	검은사막 온라인	국내	카카오게임즈	2014.12	온라인/국내
		일본	GameOn	2015.05	온라인/아시아
		러시아	**PearlAbyss H.K.**	**2015.01**	**온라인/미주 · 유럽 외**
		북미/유럽	카카오게임즈	2016.03	온라인/미주 · 유럽 외
		대만	**PearlAbyss Taiwan**	**2017.01**	**온라인/아시아**
		남미	RedFox Games	2017.06	온라인/미주 · 유럽 외
		터키/중동	**PearlAbyss H.K.**	**2017.12**	**온라인/미주 · 유럽 외**
		태국/동남아	**PearlAbyss H.K.**	**2018.01**	**온라인/아시아**
		중국	Snail Games	미정	-
모바일	검은사막 모바일	**국내**	**본사**	**2018.02**	**모바일/국내**
		대만	**PearlAbyss Taiwan**	**2018.08**	**모바일/해외**
		일본	**PearlAbyss JP**	**1Q18 예정**	**-**
콘솔	검은사막 콘솔	북미/유럽	Microsoft Xbox(4Q18 예정)		

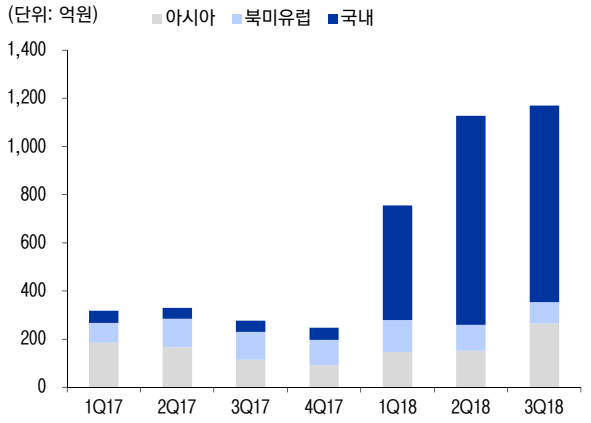
주1. 음영표시된 부분은 직접서비스 지역
주2. 검은사막 온라인 러시아 지역은 기존 퍼블리셔인 Syncopate와 2018.10.12 계약 종료, 2018.11.22 직접서비스 시작
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 디바이스별 매출액 추이



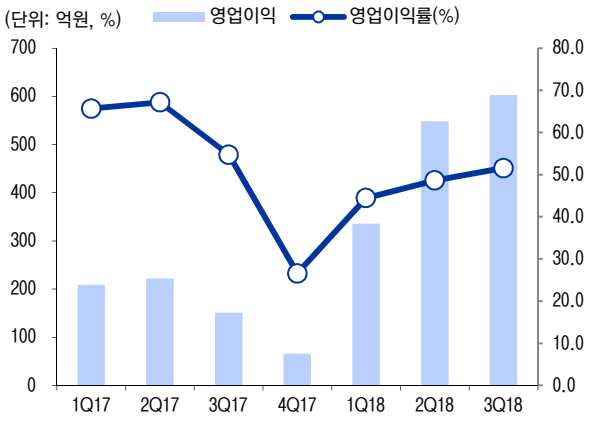
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 지역별 매출액 추이



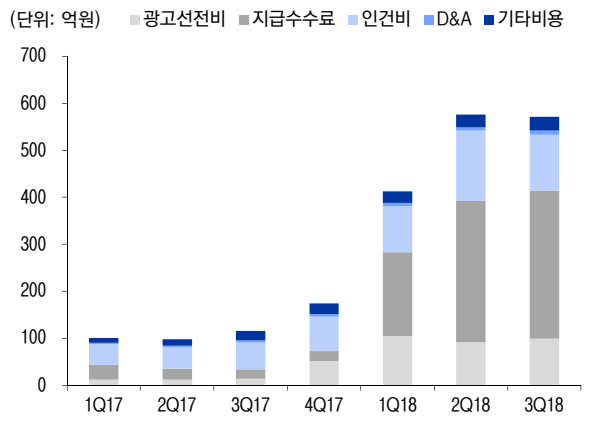
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 영업이익, 영업이익률 추이



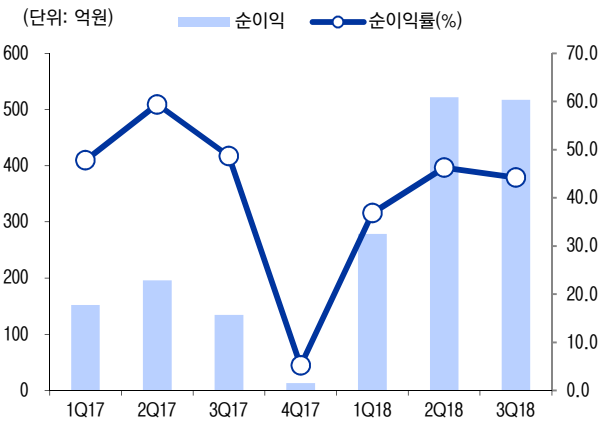
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 펄어비스 비용 구조 추이



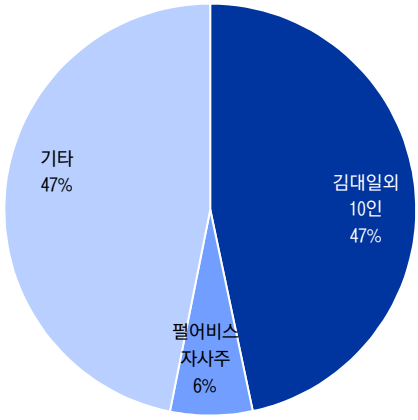
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 순이익, NPM 추이



자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

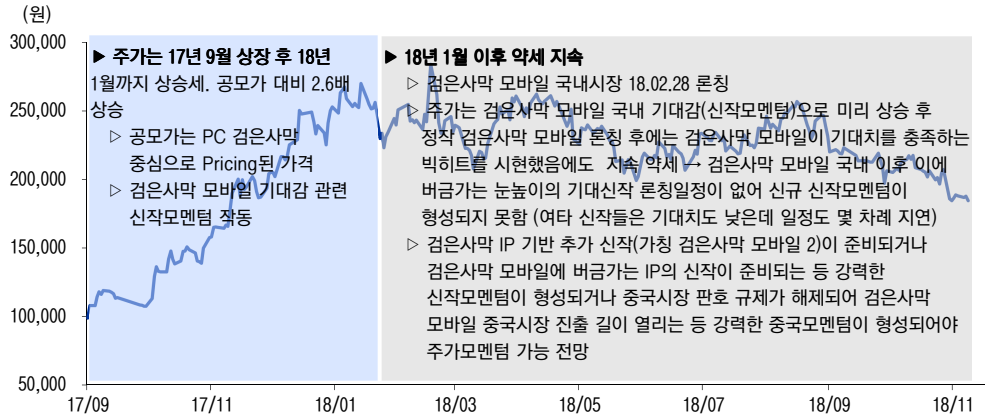
그림107 주주 구성



자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

검은사막 모바일 국내 지역 출시 이후 주가는 약세 지속

그림108 상장(17.09.14)이후 펄어비스 주가 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동사의 주가는 2017.09.14 상장 이후 올해 2월 공모가(103,000원) 대비 2.6배까지 상승하였다. 상승 이유는 1)낮은 공모가격, 2)검은사막 모바일 국내 론칭 기대감이다. 상장 당시 밸류에이션은 P/E ratio가 사용되었는데, 과거 3개 분기 순이익이 평가 기준이 되었다. 즉, 공모가는 출시 예정이었던 검은사막 모바일보다는 기존 검은사막 온라인 중심으로 평가되었다. 이후 검은사막 모바일 국내 론칭에 대한 기대감으로 주가는 론칭 직전인 올해 2월까지 상승하였다.

이후 2018.02.28 검은사막 모바일 국내 론칭 이후 조정을 거친 후 장기간 횡보하고 있다. 검은사막 모바일은 출시 이후 구글플레이 기준 매출순위 2위에 안착하며 기대치를 어느 정도 충족시키는 성과를 거두었음에도 불구하고, 재료노출과 이를 능가할만한 신규 모멘텀 부재로 인해 주가는 상승하지 못하고 있다.

표43 펄어비스 공모가격 산출 내역

구분	산출내역	비고
최근 3분기 누적 지배주주순이익(천원)	**31,209,642**	**A**
적용 순이익(천원)	41,612,856	B = A × (4/3)
적용주식수	13,053,000	C
EPS(원)	3,188	D = B/C
적용 PER(배)	35.39	E
주당 평가가액(원)	**112,823**	**E = D × E**

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q18 실적 전망

4Q18 실적은 전분기 대비 감소 예상

동사는 3Q18 영업이익 기준 시장 기대치를 상회하는 실적을 발표하였으나, 3분기 실적 발표 이후 주가는 약세를 지속하고 있다. 그 이유는 물론 마켓 하락의 영향도 있겠으나 4분기 실적에 대한 우려가 반영되고 있다고 판단한다. 4분기 실적에 부정적 영향을 줄 수 있는 요소는 크게 3가지이다. 1)검은사막 모바일의 유저 지표 하락, 2)CCP게임즈 인수에 따른 추가적 일회성 비용 발생, 3)검은사막 콘솔(북미/유럽)을 제외한 신작부재이다

표44 펄어비스 3Q18 실적은 컨센서스를 상회

(억원, %)	3Q18	QoQ	2Q18	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,170	3.8	1,127	1120	4.5%
영업이익	603	10.0	548	541	11.5%
OPM(%)	51.6	+2.9%p	48.7	48.3	+3.2%p

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

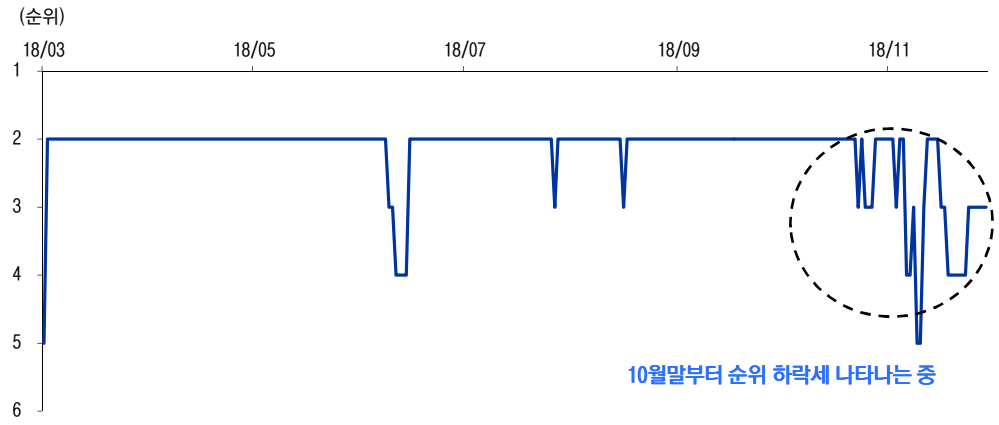
1-1)검은사막 모바일 유저 지표 하락: 국내

검은사막 모바일(국내)이 동사 매출에 차지하는 비중은 3Q18 기준 66%로 높은 비중을 차지하고 있다. 검은사막 모바일 국내 순위(구글 플레이 기준)는 올해 2월 28일 출시 이후 안정적으로 2위를 유지하다 10월 후반부터 뮤오리진2, L2R 등과 함께 2~5위권에서 등락을 반복하고 있어 4분기 일매출 하락이 일반적인 자연 감소보다 큰 폭으로 발생할 수 있는 상황이다. 그리고 12월에 강력한 IP를 갖춘 동일 장르의 경쟁작이 출시 예정인 점을 감안할 때, 최근 순위 하락에 대한 우려에 일정부분 타당하다. 검은사막 모바일의 지난 분기별 일평균 매출액은 1Q18 일매출 13.0억원(영업일수 32일) → 2Q18 일매출 9.1억원, 3Q18 일매출 8.5억원 가량을 기록한 것으로 추정된다.

경쟁작 출시에 대응하여 동사의 검은사막 모바일 역시 12/5일에 2번째 대규모 업데이트(각성)가 예정되어 있으며 월드경영, 사막 지역 등의 주요 업데이트 역시 임박해있다. 9월말에 진행된 업데이트에서 다소 유저들의 불만을 야기하는 내용이 포함되었던 만큼, 이 업데이트들은 단기적 매출 극대화를 노리기보다는 기존 유저 케어가 중심이 될 가능성이 높다. 공격적인 과금 유도가 없다면 이미 순위하락이 진행된만큼 일정부분 일매출 하락은 불가피하나 장기적으로 PLC 장기화에 기여할 수 있는 업데이트 방향성이다.

그럼에도 첫번째 대규모 업데이트(8/16)였던 금수랑 업데이트 이후 유저 지표가 회복되었던 사례와 타이트한 업데이트 일정으로 미루어보아 추가적인 순위하락은 크지 않을 것이라 판단한다. 그리고 내년 1분기는 동 게임 출시 1주년으로, 1주년 이벤트 등으로 인한 복귀 유저 증가와 PLC 장기화를 기대한다. 4Q18 검은사막 모바일 국내 일평균 매출액을 7.4억원으로 추정한다.

그림109 검은사막 모바일 국내 구글플레이 매출순위



자료:앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 검은사막 모바일 국내 매출 순위(구글플레이)

순위	게임
1	리니지M
2	리니지2 레볼루션
3	검은사막 모바일
4	세븐나이츠 for Kakao
5	오크: 전쟁의 서막
6	뮤 오리진2
7	MARVEL 퓨처파이트
8	왕이되는자
9	마피아 시티
10	모두의마블 for Kakao

자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 검은사막 모바일 국내 매출 순위(iOS)

순위	게임
1	삼국지M
2	왕이되는자
3	검은사막 모바일
4	리니지2 레볼루션
5	MARVEL 퓨처파이트
6	리니지M
7	검은사막 모바일
8	모두의마블 for Kakao
9	세븐나이츠 for Kakao
10	오크: 전쟁의 서막

자료: 앱애니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 말 많았던 아이템 '초밥'

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

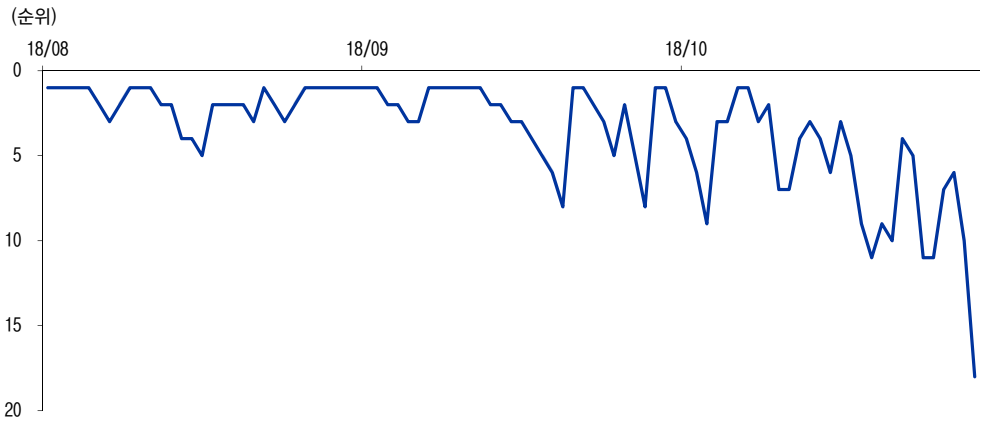
그림113 12/5 일 각성 업데이트 예정

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

1-2)검은사막 모바일 유저 지표 하락: 대만

검은사막 모바일 대만은 올해 8 월 29 일 출시되었으며, iOS 기준 출시 초기에는 매출 순위 1~3 위를 기록하다가 10 월 중순부터 5~10 위권을 형성하고 있다. 사전예약자 279 만명을 기록하는 등 높았던 기대치 대비 다소 미흡한 성과라 할 수 있다.

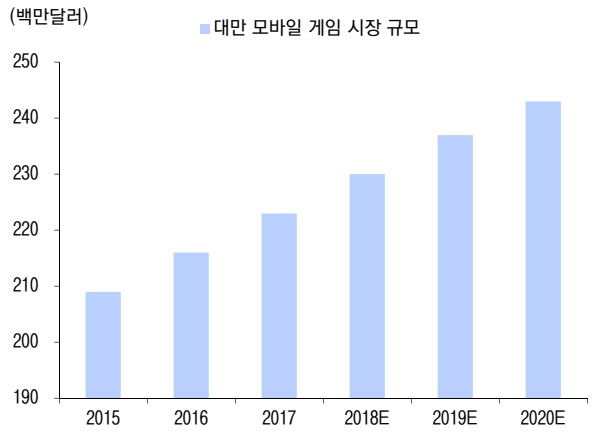
그림114 검은사막 모바일 대만 iOS 매출순위



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

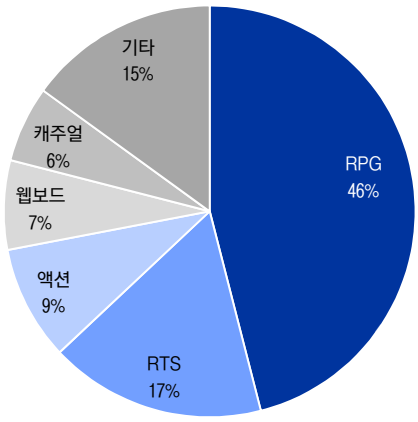
지역의 디바이스 사양/호환성 문제와 한국 지역과의 업데이트 차이에 따른 결제 이연 등이 원인인 것으로 파악된다. 현재는 한국 지역 대비 2배 가량 빠른 업데이트를 통해서 국내 빌드에 거의 근접한 수준이며, 유저 케어 중심의 한국지역과 달리 보다 공격적인 과금 유도 정책을 통한 매출 순위 회복을 예상한다. 검은사막 모바일 대만지역은 3Q18 일매출 3.7억원(영업일수 3일)을 기록한 것으로 추정된다. 검은사막 모바일 국내 지역의 경우 출시 이후 2번째 분기에 전분기 대비 -30.0% 가량 일매출이 감소한바 있다. 첫 분기의 영업일수에 거의 차이가 없으므로 이와 근사하게 일매출 감소할 것으로 가정하였다. 검은사막 모바일 대만 지역 일평균 매출액을 2.6억으로 추정한다.

그림115 대만 모바일 게임 시장 규모 예상



자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 대만 모바일 게임 시장 장르별 점유율



자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

2)CCP게임즈 인수 추가 비용

CCP게임즈 인수와 관련하여 4분기에 발생할 일회성 비용은 140억 가량이며 주간사 M&A수수료, 회계관련 자문수수료 등이 포함되어있다. 동사와 CCP게임즈에서 각각 70억원 가량 발생하며 4분기 연결로 약 140억의 일회성 비용이 영업단에서 발생하게 된다.

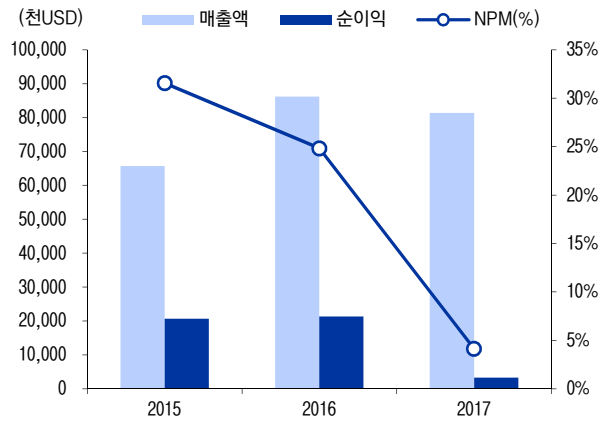
향후 CCP게임즈 인수 관련하여 추가로 발생할 수 있는 비용은 CCP게임즈 영업성과에 따른 추가 매매대금 지급만 남은 상태로 그 외 추가적인 비용 발생은 없을 전망이다. 발생 가능한 최대 금액은 200,000 천USD 수준으로 적지 않은 금액이다. 그러나 VR 사업 이전인 2016년 영업이익이 26,084천USD였다는 점과 기존작의 노후화 정도, 신작 일정 등을 감안시 추가 매매대금 지급이 이루어질 가능성은 낮다. 만약 추가 매매대금을 지급하더라도 비용보다는 CCP게임즈의 턴어라운드와 이에 따른 IP 다양화, 매출처 분산에 주목해야 한다고 판단한다. 언아웃을 전액 지급하더라도 인수금액은 P/E 14배 수준에 불과하기 때문에, 양호한 매수조건이라는 점에는 변함이 없다. CCP게임즈는 하향 셋업이 완료된 기존 EVE 온라인 매출이 꾸준히 유지되고 있다. 기존 적자의 원인이었던 VR 사업 정리 완료로 4Q18에는 영업이익 BEP 수준일 것으로 예상된다.

표45 CCP 게임즈 추가 매매대금 지급 기준 및 금액

회계년도	추가 매매대금 지급 기준 및 금액
2019년	조정 영업이익이 25,000 천USD를 초과하는 경우 다음의 산식에 따라 지급함 - 추가 매매대금 = (조정 영업이익 – 25,000 천USD) × 4 단, 추가 매매대금 지급 한도 금액은 100,000 천USD 임
2020년	조정 영업이익이 40,000 천USD를 초과하는 경우 다음의 산식에 따라 지급함 1. 조정 영업이익이 50,000 천USD 미만인 경우 - 추가 매매대금 = (조정 영업이익 – 40,000 천USD) × 4 2. 조정 영업이익이 50,000 천USD 이상인 경우 - 추가 매매대금 = (50,000 천USD – 40,000 천USD) × 4 + (조정 영업이익 – 50,000 천USD) × 5 단, 추가 매매대금 지급 한도 금액은 100,000 천USD 임

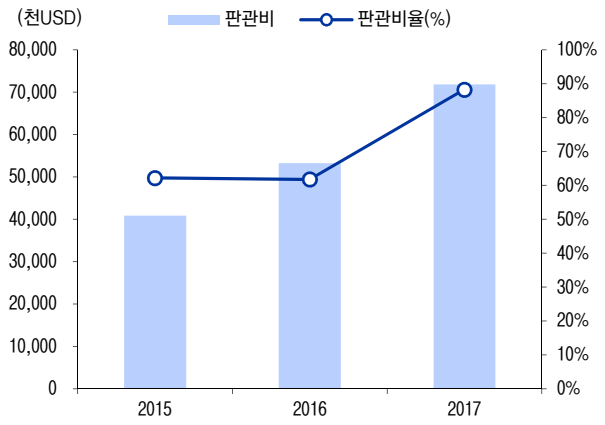
자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 CCP 게임즈 실적 추이



자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 VR 사업 비용 증가로 실적 부진



자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

3)검은사막 콘솔(북미/유럽)을 제외한 신작부재

위에서 열거한 기존 게임 매출하락, 일회성 비용 등의 부정적 이슈가 발생하는데, 이를 만회할 모멘텀 역시 부재한 상황이며. 검은사막 콘솔(북미/유럽)외에는 추가적인 신작 출시가 없다. 또한 예정된 검은사막 콘솔(북미/유럽), 검은사막 모바일 일본 진출에 따른 사전마케팅 비용이 이번 분기부터 발생할 가능성이 높아 감익이 불가피한 상황이다. 검은사막 콘솔의 출시시기 역시 12월초인 현재까지 구체적인 발매 예정일이 발표되지 않았다는 점과 출시 시기를 동사가 독단적으로 결정하는 것이 아니라는 점을 고려하여 1Q19에 출시되는 것으로 추정하였다.

표46 4Q18 펄어비스 실적 추정

(억원)	4Q18E	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,320	248	432.7%	1,170	12.8%	1240	6.5%
영업이익	391	66	494.0%	603	-35.1%	582	-32.8%
영업이익률	29.6%	26.6%	+3.1%p	51.6%	-21.9%p	46.9%	-17.3%p

자료: fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트

비록 4분기 실적은 부진할 것으로 예상되는 상황이지만 최근 하락으로 인해 이미 주가에 상당부분 반영된 상태이다. 검은사막 콘솔 출시와 검은사막 모바일 일본 출시가 임박할수록 이미 지나간 실적보다는 신작모멘텀과 1Q19 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 반영될 것으로 판단한다. 최근 주가하락을 매수 기회로 삼을 것을 추천한다.

1. 검은사막 IP의 글로벌 확장 초기 단계

현재 검은사막IP는 모바일 버전의 글로벌 확장, 콘솔 플랫폼 진출이 진행 중이며, 4Q18(또는 1Q19초) 검은사막 콘솔, 1Q19 검은사막 모바일 일본, 2Q19 검은사막 모바일 북미/유럽 출시가 예정되어 있다.

4Q18 검은사막 콘솔(북미/유럽) 출시

검은사막 콘솔 Xbox는 11.9 ~ 11.13 OBT 진행 이후 출시 시기를 조율하고 있다. 하지만 1)콘솔로 유의미한 성과를 거둔 국내 게임사가 전무하고, 2)MMORPG는 콘솔의 주력 장르가 아니고 3)지속적인 출시 시기 연기로 인해 기대감은 크지 않은 상황이다. 그러나 OBT에는 20만명의 사전예약자가 참가하였으며, 참가자의 90% 이상이 게임 출시 이후 구매의사를 밝히기도 하는 등, 관심 정도와 유저 반응 모두 양호한 모습을 보이고 있다. 대규모의 마케팅 없이 거둔 성과라는 점을 감안하면 더욱 고무적이다. 마이크로소프트와의 독점계약 기간은 길지 않은 수준이라 이후 역시 콘솔 빅마켓인 일본 등으로 진출 시 이익에 큰 기여할 수 있다. 검은사막 콘솔버전이 기대 이상의 성과를 거둔다면 이로인해 다져진 IP인지도가 다시 2Q19에 예정된 검은사막 모바일 북미지역의 성공확률을 높일 것이라 예상한다.

그림119 11.9 OBT 진행 완료

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 검은사막 콘솔 in-game

자료: GameShot, 이베스트투자증권 리서치센터

역대 Xbox 콘솔 게임 판매량 순위에서 확인 가능하듯이 콘솔 게임의 대표적인 장르는 슈팅과 스포츠이다. 그나마 RPG 장르에서 상위권을 기록한 베데스다의 Fallout4나 엘더스크롤5: 스카이림, 반다이남코의 위처3 등도 검은사막과 같은 MMORPG라기보다는 솔로 모드의 성격이 강하다. 그리고 이들의 공통점은 이미 수많은 콘솔버전의 게임을 히트시킨 개발력을 보유한 회사의 인기시리즈 중 하나라는 것이다. 이러한 시장 환경에서 20만명이라는 OBT 참여자수는 상당히 의미가 있다고 판단하며, 북미/유럽 시장에서 검은사막IP가 이미 자리잡았음을 알 수 있다. 정식 출시 결과를 통해 동사의 콘솔 부분 개발력을 가늠해볼 수 있을 것이다. 점점 경쟁이 치열해지는 국내 모바일 MMORPG 시장을 감안할 때, 지속적인 플랫폼/글로벌 확장 시도는 바람직하다.

표47 역대 Xbox 콘솔 게임 판매량 순위(백만 개)

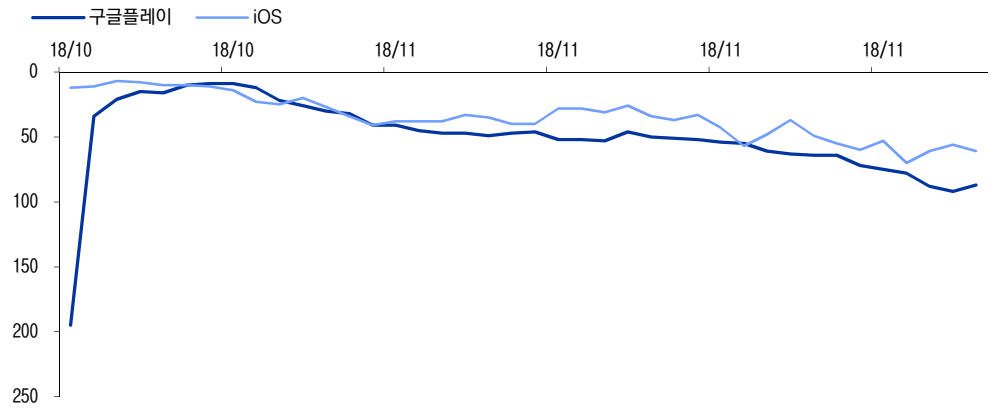
순위	Game	Year	Genre	Publisher	North America	Global
1	Grand Theft Auto V	2014	Action	Rockstar Games	4.4	8.26
2	Call of Duty: Black Ops 3	2015	Shooter	Activision	4.58	7.32
3	Call of Duty: WWII	2017	Shooter	Activision	3.7	6.15
4	Call of Duty: Advanced Warfare	2014	Shooter	Activision	3.25	5.22
5	Battlefield 1	2016	Shooter	Electronic Arts	3.35	5.12
6	**Fallout 4**	**2015**	**Role-Playing**	**Bethesda Softworks**	**2.88**	**4.94**
7	Halo 5: Guardians	2015	Shooter	Microsoft Studios	2.92	4.89
8	MineCraft	2014	Misc	Microsoft Studios	2.71	4.76
9	Call of Duty: Infinite Warfare	2016	Shooter	Activision	2.87	4.74
10	Star Wars Battlefront (2015)	2015	Shooter	Electronic Arts	2.48	4.14
11	Forza Horizon 3	2016	Racing	Microsoft Studios	1.61	3.9
12	FIFA 17	2016	Sports	Electronic Arts	1.04	3.71
13	Gears of War: Ultimate Edition	2015	Shooter	Microsoft Studios	2.87	3.61
14	Assassin's Creed: Unity	2014	Action	Ubisoft	2.34	3.58
15	Halo: The Master Chief Collection	2014	Shooter	Microsoft Studios	2.06	3.44
16	Destiny	2014	Shooter	Activision	2.17	3.41
17	Gears of War 4	2016	Shooter	Microsoft Studios	2.15	3.36
18	FIFA 16	2015	Sports	EA Sports	0.92	3.25
19	FIFA 18	2017	Sports	EA Sports	0.96	3.11
20	Titanfall	2014	Shooter	Electronic Arts	1.87	3.1
21	Call of Duty: Ghosts	2013	Shooter	Activision	1.92	3.06
22	Overwatch	2016	Shooter	Blizzard Entertainment	1.54	2.6
23	Tom Clancy's Rainbow Six: Siege	2015	Shooter	Ubisoft	1.49	2.55
24	Tom Clancy's The Division	2016	Shooter	Ubisoft	1.5	2.54
25	Madden NFL 16	2015	Sports	EA Sports	2.13	2.47
26	Madden NFL 17	2016	Sports	EA Sports	2.14	2.44
27	NBA 2K16	2015	Sports	2K Sports	2.01	2.41
28	Assassin's Creed Origins	2017	Action	Ubisoft	1.29	2.4
29	Forza Motorsport 5	2013	Racing	Microsoft Studios	1.28	2.4
30	Assassin's Creed IV: Black Flag	2013	Action	Ubisoft	1.51	2.32
40	**The Elder Scrolls V: Skyrim**	**2016**	**Role-Playing**	**Bethesda Softworks**	**1.06**	**1.75**
44	**The Witcher 3: Wild Hunt**	**2015**	**Role-Playing**	**Namco Bandai Games**	**0.89**	**1.64**

자료: VGCHART, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q19 검은사막 모바일 일본, 북미/유럽 지역 출시

일본 모바일 게임 시장은 한국 대비 3배 정도의 시장규모와 함께 한국 MMORPG의 분명한 장기 흥행 사례가 존재한다는 점에서 중국 시장이 닫혀 있는 현재 가장 매력적인 시장이다. 최근 일본 시장에 출시된 탈리온과 AXE 등 같은 한국형 MMORPG가 소기의 성과를 거두는 모습을 보였다. 최근 순위는 초반의 기세를 유지하지 못한 채 하락하고 있지만 MMORPG 장르에 대한 수요는 분명하다.

그림121 탈리온 일본 매출순위



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

일본 지역은 이미 검은사막 온라인이 큰 성공을 거둔 지역이다. 한국과 거의 비슷한 시기인 2015년부터 정식 서비스되었으며, 아직까지도 20억 중후반의 꾸준한 매출이 발생하고 있다. 또한, 지난 8월 진행된 검은사막 온라인 리마스터링 이후 복귀 유저 증가 등 지표 개선이 가장 활발했던 지역이기도 하다. 이에 검은사막 IP에 대한 높은 인지도와 매니아 층이 형성되어 있다고 판단하며, 급격한 매출순위 하락은 발생하지 않을 것으로 예상한다. 그리고 19년 2분기 검은사막 모바일 북미/유럽 지역 출시가 예정되어 있다. 물론 웨스턴 지역이 국내 모바일 MMORPG의 hit ratio가 높은 지역은 아니다. 검은사막 콘솔의 흥행정도와 모바일 북미/유럽 버전의 로컬라이징 정도에 따라 흥행 강도가 결정될 것이다.

2. 판호 발급 시 즉각적인 중국 시장 진출 기대

물론 판호 발급 재개는 국내 게임회사 공통의 호재로 동사만이 가진 모멘텀은 아니다. 그리고 최근 들어 판호 발급 재개에 대한 기대가 다시 살아나고 있지만, 현실적으로 판호 발급 재개 시점 역시 예상하기 어렵다. 하지만 판호 발급 재개는 머지않은 시점에 언젠가는 발생할 이벤트이며, 동사가 기존 보유한 라인업과 신작의 준비 단계를 고려할 때, 중국 진출로 인한 즉각적인 수혜를 기대할 수 있다.

검은사막 온라인은 스네일게임즈를 퍼블리셔로 선정하고, 출시를 준비 중이다. 이미 로컬라이징 등 개발은 완료 단계에 이르렀고, 마케팅도 일부 진행한 바 있어, 판호만 발급된다면 즉각적으로 진출 가능하다. EVE Online의 중국 시장 재출시 역시 예정되어 있다. 기존 EVE Online은 전세계 단일 서버를 운영하는 가운데 중국만 별도의 서버로 운영하고 있었는데, 퍼블리셔를 넷이즈로 변경하는 과정에서 판호 재발급이 필요해 출시가 잠정 연기되어 있다. 기존에 이미 서비스되던 게임이라는 점에서 판호 발급이 재개된다면 큰 잡음없이 중국 시장에 재진출 할 수 있을 것이다. 넷이즈와 CCP게임즈가 EVE 온라인 IP를 이용하여 개발한 모바일 MMORPG인 EVE Echoes 역시 2019년 출시 예정되어있다.

가장 큰 이익 기여를 기대해볼 수 있는 이벤트는 역시 검은사막 모바일 중국 진출이다. 다만 검은사막 온라인이 먼저 출시되어 IP 인지도 등을 쌓을 시간이 필요하며, 모바일 중국 버전의 로컬라이징에 필요한 기간 등을 고려할 때, 출시 시기는 보수적으로 감안할 필요가 있다.

그림122 차이나조이 스네일게임즈 부스에 시연된 검은사막

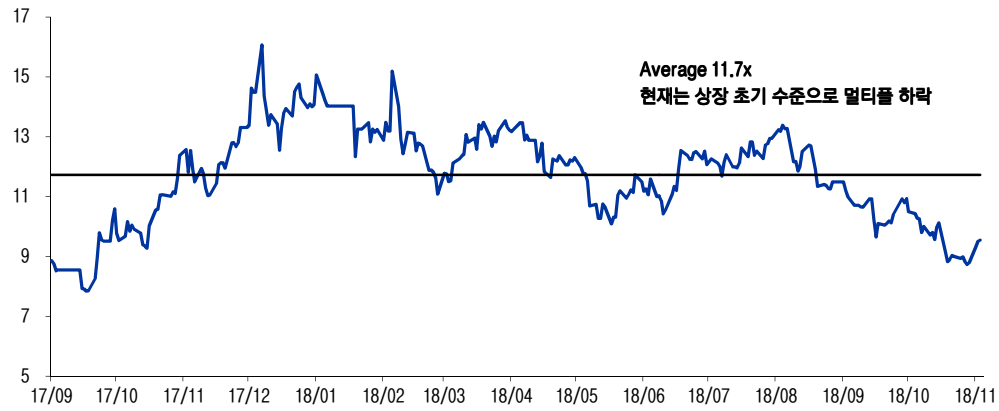
자료: Gameshot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 EVE Echoes

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 낮은 밸류에이션

그림124 펄어비스 12M Fwd P/E



자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

비록 4분기 실적은 부진할 것으로 예상되는 상황이지만 최근 하락으로 인해 이미 주가에 상당부분 반영된 상태이다. 12m Forward P/E는 상장 초기 수준까지 하락했다. 검은사막 콘솔 출시와 검은사막 모바일 일본 출시가 임박할수록 이미 지나간 실적보다는 신작모멘텀과 1Q19 실적 턴어라운드에 대한 기대감으로 멀티플이 리레이팅될 것으로 예상한다. 현재 동사의 12M Foward P/E는 컨센서스 기준 11.7배, 당사 추정치 기준 11.4배 불과한 수준이며 최근 주가하락을 매수 기회로 삼을 것을 추천한다.

또한 최근 동종업 경쟁사들의 적극적인 주주환원 정책 시행과 장기간 횡보하고 있는 동사의 주가 수준을 고려할 때, 동사 역시 주주환원 정책을 고려할 수 있는 환경이라고 판단한다.

신작 현황

가장 주목해야할 신작 일정은 1Q19에 예정된 검은사막 모바일 일본지역 출시이다. 연내 사전예약 일정 등이 발표된다면 내년 2월 중하순경에는 론칭될 수 있다. 사전예약 이후로는 공개되는 사전예약자수 추이가 주가의 방향성을 결정하는 주요 요인이 될 것으로 판단한다. 신규 IP게임으로는 내년 하반기부터 프로젝트K, 프로젝트 V순으로 출시가 예정되어있다. 카운터스트라이크 개발자를 영입하여 개발 중인 프로젝트K는 이스포츠화 역시 염두에 두고 개발 중인 것으로 언론보도되었으며, 향후 모바일 버전으로 출시될 계획이다. 아직 게임 공개조차 되지 않은 상황이라 구체적인 흥행 정도를 예상하는 것은 이르다. 하지만 흥행을 가정 시 1)상대적으로 긴 PC게임의 라이프사이클, 2)PC버전의 성공이 모바일 버전의 성공을 어느 정도 담보, 3)단일IP리스크의 완전한 해소라는 점을 고려할 때, 중국 시장 진출 여부와 더불어 동사의 주가 중장기 방향성을 결정할 중요한 요소하고 판단한다.

표48 펄어비스 향후 신작 론칭일정

구분	론칭목표	신작	지역	비고
펄어비스	**4Q18**	**검은사막 콘솔(Xbox)**	**북미/유럽**	**1Q19 유력 판단**
	1Q19	**검은사막 모바일**	**일본**	
	1H19	**검은사막 모바일**	**북미/유럽**	
	2019	**검은사막 콘솔(Xbox)**	**글로벌**	
	2019	프로젝트K		PC/콘솔, AOS+FPS
	2019	프로젝트V		모바일, 캐주얼
CCP 게임즈	2019	EVE War of Ascension		모바일, 전략, 프로젝트 오로라
	2019	EVE Universe		PC, FPS, 프로젝트 노바
	2019	EVE Echoes		IP 라이센싱, 넷이즈 개발
	2020	프로젝트 오메가		PC, MMORPG, 신규 IP

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 프로젝트 K 원화

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 EVE War of Ascension

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망 및 Valuation

표49 연간 실적전망

	2016	2017	2018	2019	2020
영업수익	**616**	**1,172**	**4,372**	**6,886**	**6,736**
검은사막 온라인(퍼블리싱)	-	692	622	428	306
국내	-	193	173	116	83
아시아	-	81	106	84	60
북미/유럽	-	418	343	228	163
검은사막온라인(자체)	-	480	540	391	280
대만	-	476	307	252	180
동남아 외	-	4	234	139	100
검은사막 모바일	-	-	3,059	5,069	4,024
국내	-	-	2,705	2,162	1,762
해외	-	-	354	3,479	2,923
검은사막 콘솔	-	-	-	258	281
CCP게임즈	-	-	151	740	977
기타(신작)	-	-	-	-	868
영업비용	**170**	**525**	**2,495**	**3,996**	**4,200**
인건비	-	220	503	626	759
지급수수료	-	96	1,112	1,683	1,569
광고선전비	-	91	454	751	785
주식보상비용	-	51	32	17	17
D&A	-	16	43	78	84
기타비용	-	50	349	840	985
영업이익	**446**	**647**	**1,877**	**2,890**	**2,537**
영업이익률(%)	72.4%	55.2%	42.9%	42.0%	37.7%
순이익	**405**	**496**	**1,641**	**2,460**	**2,156**
순이익률(%)	65.7%	42.3%	37.5%	35.7%	32.0%
YoY(%)					
매출액	-	90.3%	273.0%	57.5%	-2.2%
영업이익	-	45.1%	375.3%	60.2%	5.1%
순이익	-	22.4%	231.2%	49.9%	-12.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표50 분기 실적전망

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
영업수익	**755**	**1,127**	**1,170**	**1,320**	**1,637**	**1,820**	**1,740**	**1,689**
검은사막 온라인(퍼블리싱)	193	155	143	131	121	111	102	94
국내	60	39	39	36	33	30	28	25
아시아	21	32	28	26	24	22	20	18
북미/유럽	113	84	76	70	64	59	54	50
검은사막온라인(자체)	146	144	130	120	110	101	93	86
대만	83	63	84	77	71	65	60	55
동남아 외	63	81	46	43	39	36	33	31
검은사막 모바일	416	828	897	918	1,158	1,412	1,315	1,185
국내	416	828	777	684	602	560	521	479
해외	-	-	120	234	556	972	1,028	923
검은사막 콘솔	-	-	-	-	92	36	19	111
CCP게임즈	-	-	-	151	156	160	210	214
영업비용	**420**	**579**	**567**	**929**	**945**	**995**	**1,008**	**1,047**
인건비	98	150	119	137	145	152	160	169
지급수수료	178	300	315	319	390	465	434	394
광고선전비	105	92	100	158	192	149	176	235
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4
D&A	6	7	9	21	20	19	19	20
기타비용	18	20	21	290	195	206	215	225
영업이익	**335**	**548**	**603**	**391**	**691**	**825**	**732**	**642**
영업이익률(%)	44.3%	48.7%	51.6%	29.6%	42.2%	45.3%	42.1%	38.0%
순이익	**278**	**522**	**517**	**324**	**589**	**709**	**620**	**543**
순이익률(%)	36.9%	46.3%	44.2%	24.5%	36.0%	39.0%	35.6%	32.1%
QoQ(%)								
매출액	204.8%	49.2%	3.8%	12.8%	24.0%	11.2%	-4.4%	-2.9%
영업이익	408.5%	37.6%	-2.0%	63.9%	1.8%	5.3%	1.3%	3.9%
순이익	2050.1%	87.4%	-0.9%	-37.4%	81.8%	20.4%	-12.6%	-12.5%
YoY(%)								
매출액	137.4%	241.2%	323.8%	432.8%	116.7%	61.5%	48.7%	28.0%
영업이익	60.3%	147.1%	300.1%	494.2%	106.6%	50.4%	21.3%	64.2%
순이익	83.1%	165.9%	284.9%	2402.3%	111.6%	35.9%	19.8%	67.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표51 Global Peer 펀더멘탈 비교

(단위: %)	2019E				2020E			
업체	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
NEXON	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
TENCENT	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
DENA	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
GREE	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
ZYNGA	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Aristocrat	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
Churchill Downs	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**19.0**	**24.9**	**29.9**	**18.9**	**11.0**	**26.3**	**31.1**	**16.9**
펄어비스	**57.5**	**42.0**	**43.1**	**40.6**	**-2.2**	**37.7**	**38.9**	**32.6**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표52 Global Peer 대비 상대평가 Valuation Table

(단위: 각국 통화, 배)			2019E			2020E		
업체	현재가	목표가	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
NEXON	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
TENCENT	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
DENA	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
GREE	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
ZYNGA	3.61	4.67	0.16	22.0	28.5	0.215	16.8	21.7
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	28,816	16.4	20.1	38,262	12.4	15.2
넷마블	132,500	165,000	5,293	23.2	28.3	6,688	18.4	22.4
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.2	12.5	17,639	7.5	10.2
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.0	13.7	6,367	9.6	13.2
NHN엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	16.3	21.6	3,834	14.2	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	11.9	13.6	1,888	9.0	10.3
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.6	9.9	9,135	6.1	7.0
Everage				**18.1**	**23.6**		**14.8**	**19.1**
펄어비스	**197,000**	**245,000**	**19,009**	**10.4**	**12.9**	**16,659**	**11.8**	**14.7**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표53 목표주가 산출 내역

항목	산출 내역	비고
12개월 Forward 순이익(억원)	2,242	
12개월 Forward EPS(원)	17,319	
Target P/E(x)	13.7	글로벌 Peer 대비 25% 할인
적정가치(원)	246,629	
목표주가(원)	**245,000**	
현재주가(원)	197,000	2018년 11월 30일 종가 기준
상승여력	24.3%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

재무상태표

(억원)	2016.6	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	404	2,799	4,278	6,424	8,266
현금 및 현금성자산	313	2,616	1,451	3,206	4,815
매출채권 및 기타채권	89	167	518	663	699
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	16	2,309	2,555	2,753
비유동자산	39	167	1,335	1,533	1,720
관계기업투자등	0	6	8	8	9
유형자산	15	62	358	595	820
무형자산	3	42	109	209	310
자산총계	**443**	**2,966**	**5,613**	**7,957**	**9,986**
유동부채	92	198	531	564	588
매입채무 및 기타재무	0	72	49	63	66
단기금융부채	1	0	200	150	150
기타유동부채	90	126	282	352	372
비유동부채	135	16	800	650	500
장기금융부채	59	0	800	650	500
기타비유동부채	77	16	0	0	0
부채총계	**227**	**214**	**1,331**	**1,214**	**1,088**
지배주주지분	216	2,753	4,282	6,742	8,898
자본금	4	60	64	64	64
자본잉여금	13	1,815	1,922	1,922	1,922
이익잉여금	195	851	2,492	4,953	7,109
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**216**	**2,753**	**4,282**	**6,742**	**8,898**

손익계산서

(억원)	2016.6	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**337**	**1,172**	**4,372**	**6,886**	**6,736**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**337**	**1,172**	**4,372**	**6,886**	**6,736**
판매비 및 관리비	56	525	2,495	3,996	4,200
영업이익	**281**	**647**	**1,877**	**2,890**	**2,537**
(EBITDA)	285	663	1,920	2,968	2,620
금융손익	4	-61	55	19	21
이자비용	3	2	5	14	14
관계기업등 투자손익	0	1	2	0	0
기타영업외손익	-1	1	-2	-3	-9
세전계속사업이익	**284**	**586**	**1,932**	**2,906**	**2,548**
계속사업법인세비용	40	91	291	445	392
계속사업이익	244	496	1,641	2,461	2,156
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**244**	**496**	**1,641**	**2,461**	**2,156**
지배주주	244	496	1,641	2,461	2,156
총포괄이익	**244**	**496**	**1,641**	**2,461**	**2,156**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	83.5	55.2	42.9	42.0	37.7
EBITDA 마진률 (%)	84.6	56.6	43.9	43.1	38.9
당기순이익률 (%)	72.5	42.3	37.5	35.7	32.0
ROA (%)	76.8	29.6	36.5	39.3	25.1
ROE (%)	n/a	34.9	42.0	40.6	32.6
ROIC (%)	n/a	n/a	257.7	194.7	128.2

현금흐름표

(억원)	2016.6	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**228**	**594**	**1,372**	**2,415**	**2,214**
당기순이익(손실)	244	496	1,641	2,461	2,156
비현금익비용가감	36	95	319	78	84
유형자산감가상각비	2	12	35	68	73
무형자산상각비	2	4	8	10	11
기타현금익비용	-3	79	276	0	0
영업활동 자산부채변동	-47	3	-555	-124	-26
매출채권 감소(증가)	-39	-38	-333	-145	-36
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	17	14	3
기타자산, 부채변동	-8	42	-239	7	7
투자활동 현금	**-12**	**-344**	**-3,370**	**-460**	**-456**
유형자산처분(취득)	-9	-64	-129	-305	-298
무형자산 감소(증가)	-1	-17	-74	-111	-111
투자자산 감소(증가)	0	-222	-647	-34	-36
기타투자활동	-3	-41	-2,520	-11	-11
재무활동 현금	**0**	**1,808**	**833**	**-200**	**-150**
차입금의 증가(감소)	0	-1	1,000	-200	-150
자본의 증가(감소)	0	1,854	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-45	-167	0	0
현금의 증가	**220**	**2,092**	**-1,165**	**1,755**	**1,609**
기초현금	93	408	2,405	1,240	2,995
기말현금	313	2,405	1,240	2,995	4,604

주요 투자지표

	2016.6	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	42.3	14.4	10.4	11.8
P/B	n/a	8.4	5.9	3.8	2.9
EV/EBITDA	n/a	31.9	13.5	9.4	11.3
P/CF	n/a	33.8	12.9	10.0	11.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	55.2	247.9	273.0	57.5	-2.2
영업이익	134.7	130.2	190.0	54.0	-12.2
세전이익	150.6	106.4	229.6	50.4	-12.3
당기순이익	138.9	102.9	231.2	50.0	-12.4
EPS	n/a	n/a	134.1	38.9	-12.4
안정성 (%)					
부채비율	105.0	7.8	31.1	18.0	12.2
유동비율	441.6	1,417.2	805.5	1,138.0	1,405.2
순차입금/자기자본(x)	-117.1	-119.8	-76.0	-77.7	-79.1
영업이익/금융비용(x)	81.0	410.5	365.2	210.9	185.1
총차입금 (십억원)	60	0	1,000	800	650
순차입금 (십억원)	-253	-2,616	-451	-2,406	-4,165
주당지표(원)					
EPS	n/a	5,847	13,688	19,009	16,659
BPS	29,255	29,317	33,251	52,361	69,104
CFPS	n/a	7,322	15,265	19,719	17,394
DPS	0	0	0	0	0

자료: 펄어비스, 이베스트투자증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

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

중장기적으로 여러 가치제고 요인 보유

Buy (maintain)

목표주가 76,000 원
현재주가 61,700 원

컨센서스 대비 (19E 순이익 기준)

상회	부합	하회
	○	

3Q18은 외형 성장성 둔화되었으나 수익성 호조 지속

더블유카지노, 더블다운카지노, TAKE5 등 주력게임들의 3Q18 USD 기준 결제액 QoQ 는 각각 1.2%, 1.3%, -8.5%에 그쳤으며 연결기준 전체 결제액 QoQ 는 0.8%, 본사기준 전체 결제액 QoQ 는 0.3%에 그쳤다. 즉, 3Q18 은 동사 주력 라인업 모두 성장성이 대폭 둔화되었으며 이에 따라 전분기 대비 매출 성장도 정체되었다. 별도기준 3Q18 원화 매출 QoQ 가 4.1%로서 견조한 성장을 시현한 것은 전적으로 환율효과에 따른 것이었다. 본사 및 DDI 모두 인건비, 마케팅비 등 정책성 투자비용의 효율적 관리로 수익성 호조가 지속되고 있다는 점은 긍정적이다.

동사는 신작모멘텀은 크게 기대하기 힘듬

Undead Nation(비카지노게임. 좀비게임)은 8 월 구글 플레이스토어에 론칭되었고 iOS 버전은 론칭을 준비 중이다. DDC FK(Fort Knox)는 iOS 버전은 8/2 글로벌 론칭을 했으며 안드로이드 버전은 론칭을 준비 중이다. 더블포춘카지노는 4Q18 대만 및 동남아 등 아시아 지역에 현지 퍼블리셔를 통해 론칭할 예정이다. 이처럼 동사는 향후 론칭 예정인 신작 라인업수도 많지 않고 신작 중 론칭 전 사전기대감 측면의 강한 신작모멘텀을 기대할 만한 기대신작은 없다.

안정적 실적흐름의 기반 위에 중장기적으로는 여러 가치제고 요인 보유

목표주가는 84,000원에서 76,000원으로 10% 하향하나 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가 하향은 적용 PER 하향에 따른 것이다. 신규 목표주가 76,000원은 19E 지배주주 EPS 대비 PER 12.8배로서 Global Peer 평균 PER 24.2배 대비 47% 할인한 것인데 Global Peer 평균 대비 펀드멘털 지표는 보합 수준임을 감안하면 디스카운트가 과도한 측면도 있으나 게임주의 가장 중요한 가치평가 요소인 신작모멘텀 열위 부분을 감안하면 현실적으로 유의한 수준이라 판단한다.

주력 라인업 모두 3Q18 성장성 둔화, 신작모멘텀 부재, 주식시장 불안정 지속 등 단기적으로는 동사주가에 매우 비우호적인 환경이 지속되고 있다. 그러나, 중장기적으로는 본사 더블유카지노와 DDI의 더블다운카지노간의 Cross Promotion 효과에 따른 외형 성장성 제고도 기대해볼 수 있고, 연간 4-5개 정도의 신작 출시 중 의미 있는 수준의 히트작 출현에 따른 신작모멘텀이 형성될 수도 있고, 북미 지역 외 아시아 등으로의 론칭지역 다변화 효과도 기대할 수 있고, 내년 하반기에 자회사 디에트게임즈(DDI 모회사) 상장효과도 기대할 수 있다.

Stock Data

KOSDAQ (11/29)		695.48 pt
시가총액		11,259 억원
발행주식		18,247 천주
52 주 최고가/최저가		73,500 / 49,500 원
90 일 일평균거래대금		66.77 억원
외국인 지분율		13.0%
배당익률(18.12E)		0.5%
BPS(18.12E)		28,451 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	-17.5%
	6 개월	28.1%
	12 개월	32.2%
주주구성	김가람 외 6 인	45.0%
	자사주 펀드	7.7%

Stock Price

Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,552	452	535	488	2,842	42.2	456	14.0	8.5	1.8	13.1
2017	1,612	595	325	354	2,010	-29.3	600	25.7	14.4	2.2	9.0
2018E	1,959	796	1,150	975	5,344	165.9	803	11.5	13.5	2.2	21.1
2019E	2,223	916	1,313	1,115	6,112	14.4	924	10.1	10.8	1.8	19.5
2020E	2,397	989	1,365	1,162	6,367	4.2	998	9.7	9.1	1.5	17.1

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

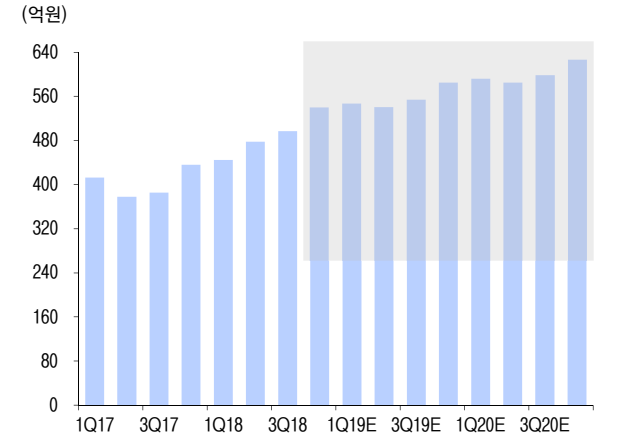
실적 전망

표54 더블유게임즈 향후 신작 론칭일정

신작	장르	론칭일정	비고
Undead Nation	Strategy (좀비게임)	구글 18 년 8 월 론칭 iOS 론칭 준비 중	궁극적으로 PC 와 모바일의 서버 일원화로 멀티플랫폼 구성 계획
DDC FK (Double Down Fort Konx Slot)	**카지노**	**iOS 18.08.02 글로벌 론칭 안드로이드 준비 중**	**실제 Slot 게임과 유사한 고화질과 사운드의 3D 게임**
DFC (Double Fortune Casino)	**카지노**	**4Q18 부터 대만, 동남아 등**	**아시아권 공략을 위한 신작 (현지 퍼블리셔를 통한 서비스)**

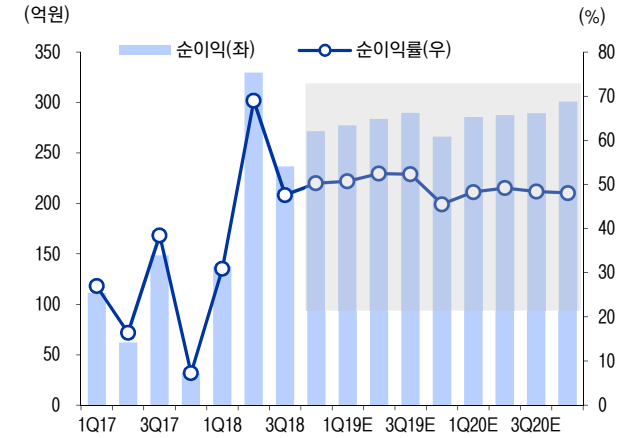
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 더블유게임즈 분기별 매출액 추이



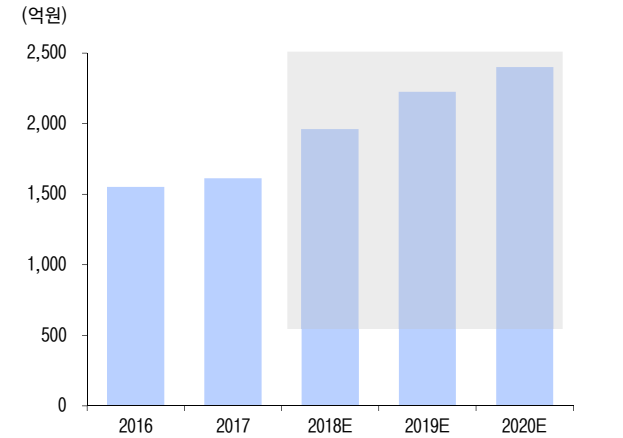
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림128 더블유게임즈 분기별 순이익 추이



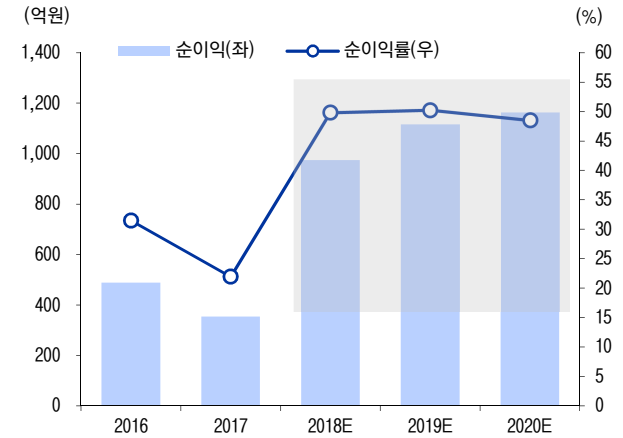
자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림129 더블유게임즈 연도별 매출액 추이



자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림130 더블유게임즈 연도별 순이익 추이



자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표55 더블유게임즈 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**413**	**378**	**385**	**436**	**445**	**478**	**497**	**539**	**546**	**540**	**553**	**584**
더블유카지노	372	340	351	399	403	435	457	496	500	494	507	535
TAKE5	28	27	25	29	33	34	32	35	38	38	38	41
더블유빙고	10	9	8	8	9	8	7	8	7	7	6	7
기타	2	2	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
영업비용	249	224	259	285	302	273	280	309	320	318	327	342
플랫폼	124	113	116	131	135	141	145	157	159	157	161	170
마케팅비	50	50	66	80	100	67	62	75	82	79	82	85
주식보상비용	5	4	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0
인건비 등	70	56	74	74	66	64	73	76	79	81	83	87
영업이익	**163**	**154**	**126**	**151**	**143**	**205**	**218**	**230**	**226**	**222**	**226**	**242**
영업이익률(%)	39.6	40.8	32.7	34.6	32.1	42.9	43.8	42.7	41.4	41.1	40.9	41.4
영업외손익	-43	-110	54	-171	16	181	68	89	98	109	112	77
지분법손익	0	-114	49	-158	13	158	62	80	89	99	103	67
기타	-43	4	5	-13	3	22	6	9	9	9	9	10
세전이익	**121**	**45**	**181**	**-21**	**159**	**386**	**286**	**319**	**325**	**331**	**338**	**319**
세전이익률(%)	29.2	11.8	46.9	-4.7	35.8	80.7	57.5	59.2	59.4	61.3	61.2	54.6
순이익	**111**	**62**	**148**	**32**	**138**	**330**	**237**	**271**	**277**	**283**	**289**	**266**
순이익률(%)	27.0	16.4	38.5	7.3	31.0	69.0	47.6	50.3	50.7	52.5	52.3	45.5
qoq(%)												
매출액	-2.0	-8.4	2.0	13.2	2.0	7.4	4.1	8.5	1.3	-1.2	2.5	5.6
영업이익	-5.2	-5.5	-18.2	19.5	-5.3	43.5	6.2	5.9	-1.8	-1.9	1.9	7.0
순이익	-49.1	-44.2	138.9	-78.6	332.8	139.4	-28.2	14.5	2.1	2.2	2.2	-8.1
yoy(%)												
매출액	9.8	-0.7	3.0	3.6	7.8	26.4	29.0	23.6	22.8	13.0	11.3	8.3
영업이익	174.4	22.1	34.4	-11.0	-12.6	32.7	72.4	52.8	58.5	8.3	3.9	5.1
순이익	83.9	-51.7	84.7	-81.9	23.6	430.6	59.6	752.3	101.2	-14.1	22.2	-1.9

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표56 더블유게임즈 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,552**	**1,612**	**1,959**	**2,223**	**2,397**
더블유카지노	1,408	1,463	1,791	2,037	2,199
TAKE5	70	109	133	155	170
더블유빙고	73	36	32	27	24
기타	0	5	3	4	5
영업비용	1,099	1,017	1,163	1,307	1,408
플랫폼	465	484	577	647	698
마케팅비	265	246	305	329	341
주식보상비용	103	13	1	0	0
인건비 등	266	274	280	330	369
영업이익	**452**	**595**	**796**	**916**	**989**
영업이익률(%)	29.2	36.9	40.6	41.2	41.3
영업외손익	83	-270	354	397	376
지분법손익	-4	-223	313	358	333
기타	87	-47	41	38	42
세전이익	**535**	**325**	**1,150**	**1,313**	**1,365**
세전이익률(%)	34.5	20.2	58.7	59.1	56.9
순이익	**488**	**354**	**975**	**1,115**	**1,162**
순이익률(%)	31.5	21.9	49.8	50.2	48.5
EPS(원)	**2,842**	**2,010**	**5,344**	**6,112**	**6,367**
yoy(%)					
매출액	26.7	3.9	21.5	13.5	7.8
영업이익	41.8	31.5	33.8	15.2	7.9
순이익	43.0	-27.6	175.7	14.4	4.2
EPS	42.2	-29.3	165.9	14.4	4.2

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

Valuation

표57 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**21.9**	**24.9**	**30.0**	**20.3**	**10.4**	**26.0**	**30.9**	**17.9**
더블유게임즈	**13.5**	**41.2**	**41.6**	**19.5**	**7.8**	**41.3**	**41.6**	**17.1**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표58 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				**18.5**	**24.2**		**15.3**	**19.7**
더블유게임즈	**61,700**	**76,000**	**6,112**	**10.1**	**12.4**	**6,367**	**9.7**	**11.9**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,158	633	716	1,542	2,520
현금및현금성자산	90	81	374	1,042	1,842
기타유동금융자산	2,898	354	77	213	377
매출채권및기타채권	160	191	257	278	291
기타	9	6	9	10	10
비유동자산	769	3,564	4,684	4,933	5,071
기타비유동금융자산	577	38	764	833	873
종속기업/관계기업	119	3,371	3,865	4,041	4,137
유무형자산	13	16	17	19	21
기타	60	138	39	40	41
자산총계	**3,927**	**4,197**	**5,401**	**6,476**	**7,591**
유동부채	137	138	184	198	208
매입채무및기타재무	68	114	113	122	127
당기법인세부채	40	8	47	50	53
기타	29	15	25	26	28
비유동부채	9	13	25	29	32
확정급여부채	9	11	22	25	28
부채총계	**145**	**151**	**209**	**228**	**240**
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,940	2,940	2,940
기타자본구성요소	-266	-314	-449	-449	-449
기타포괄손익누계액	-1	-24	211	211	211
이익잉여금	1,230	1,481	2,399	3,455	4,558
자본총계	**3,782**	**4,046**	**5,192**	**6,248**	**7,351**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,552**	**1,612**	**1,959**	**2,223**	**2,397**
더블유카지노	1,408	1,463	1,791	2,037	2,199
TAKE5	70	109	133	155	170
더블유빙고	73	36	32	27	24
기타	0	5	3	4	5
영업비용	1,099	1,017	1,163	1,307	1,408
영업이익	**452**	**595**	**796**	**916**	**989**
EBITDA	**456**	**600**	**803**	**924**	**998**
금융수익	52	23	26	33	38
금융비용	2	8	1	0	0
기타수익	50	10	25	5	5
기타비용	13	72	9	0	0
지분법손익	-4	-223	313	358	333
세전이익	**535**	**325**	**1,150**	**1,313**	**1,365**
법인세비용	47	-28	175	198	203
당기순이익	**488**	**354**	**975**	**1,115**	**1,162**
Profitability(%)					
영업이익률	29.2	36.9	40.6	41.2	41.3
EBITDA Margin	29.4	37.2	41.0	41.6	41.6
세전이익률	34.5	20.2	58.7	59.1	56.9
당기순이익률	31.5	21.9	49.8	50.2	48.5
ROA	12.6	8.7	20.3	18.8	16.5
ROE	13.1	9.0	21.1	19.5	17.1
ROIC	10.9	14.5	16.8	13.6	12.4

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**543**	**530**	**857**	**760**	**835**
영업에서 창출된	548	567	1,008	928	1,006
당기순이익	488	354	975	1,115	1,162
조정사항	104	228	66	-177	-150
D&A	3	5	7	8	8
법인세비용	47	-28	175	198	203
이자손익	-50	-15	-25	-33	-38
기타	104	267	-90	-349	-324
자산, 부채 증감	-45	-15	-34	-10	-6
법인세, 이자 등	-5	-37	-151	-168	-170
투자활동 현금	**-683**	**-441**	**-636**	**-33**	**24**
유무형자산 증감	-4	-8	-8	-10	-10
금융자산 증감	-559	3,072	-448	-206	-203
종속/관계기업투자	-117	-3,501	-181	182	237
기타	-3	-4	0	0	0
재무활동 현금	**-498**	**-91**	**72**	**-59**	**-59**
주식의 발행	2	12	128	0	0
자기주식 증감	-500	0	0	0	0
배당금 지급	0	-103	-57	-59	-59
현금및현금성자산 증감	**-638**	**-1**	**292**	**668**	**800**
기초 현금및현금성자산	728	90	81	374	1,042
기말 현금및현금성자산	**90**	**81**	**374**	**1,042**	**1,842**
기말 유동금융자산	2,898	354	77	213	377
기말 총현금유동성	**2,988**	**436**	**450**	**1,255**	**2,219**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	14.0	25.7	11.5	10.1	9.7
P/B	1.8	2.2	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.5	14.4	13.5	10.8	9.1
P/CF	11.6	16.7	12.6	14.6	13.4
Per Share Data (원)					
EPS	2,842	2,010	5,344	6,112	6,367
BPS	22,007	22,996	28,451	34,241	40,285
CPS	3,422	3,097	4,879	4,222	4,613
DPS	599	322	323	323	323
Growth (%)					
매출액	26.7	3.9	21.5	13.5	7.8
영업이익	41.8	31.5	33.8	15.2	7.9
EPS	42.2	-29.3	165.9	14.4	4.2
총자산	2.7	6.9	28.7	19.9	17.2
자기자본	2.7	7.0	28.3	20.3	17.7
Stability (%,배,억원)					
부채비율	3.8	3.7	4.0	3.6	3.3
유동비율	2,310.7	459.4	390.3	777.6	1,213.3
자기자본비율	96.3	96.4	96.1	96.5	96.8
영업이익/금융비용(x)	229.7	72.4	958.7	무이자	무이자
이자보상배율(x)	무이자	무이자	무이자	무이자	무이자
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-2,988	-436	-450	-1,255	-2,219

자료: 더블유게임즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

NHN엔터테인먼트 (181710)

게임 신작 보강, 페이코 오프라인 성장성 주목

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

Buy (maintain)

목표주가 72,000 원
현재주가 56,700 원

컨센서스 대비 (19E OP 기준)

상회	부합	하회
	○	

기존 주력게임 호조에 따른 3Q18 모바일게임 호조는 긍정적

3Q18 연결매출은 QoQ 4%의 견조한 성장을 시현했는데 이는 QoQ 18%의 고성장을 시현한 모바일게임 매출 호조에 따른 것이었다. 모바일게임 호조는 요괴워치 푸니푸니, 컴파스 등 일본시장 주력게임의 호조와 판타지라이프온라인 일본, 모노가타리 일본, 피쉬아일랜드2 국내 등 신작게임의 일부 매출기여에 따른 것이었다. 모바일게임 부문이 신작의 신규 매출 기여가 크지 않은 가운데에서도 기존 주력게임의 매출에너지가 강화되며 성장성이 제고되었다는 점은 긍정적인 부분이다.

내년 상반기 신작 라인업 보강 및 페이코 오프라인 성장성 주목

목표주가는 72,000원을 유지하고 투자의견도 Buy를 유지한다. 중단기적으로 성장성 및 수익성 모두를 제고하기 위해선 모바일게임 부문 히트 신작 창출이 필요하다고 판단한다. 최근 모바일게임 론칭 동향은 10월초 아틀리에 온라인 일본 론칭, 10/26 RWBY 글로벌 론칭, 4Q18말 소셜카지노게임 북미 소프트론칭 등이 있다. 향후 모바일게임 론칭예정 일정은 내년 상반기 주요 IP 기반 모바일게임 4개 글로벌 론칭, 크리티컬옵스 아시아 시장 론칭 등이 있다.

① 내년 상반기에는 일찌감치 기대신작으로 거론되어 왔던 크리티칼옵스에다 주요 IP 기반 모바일게임 신작 4개가 추가되는 등 신작 라인업이 대폭 보강되어 오랜만에 신작 모멘텀이 형성될 가능성이 있다는 점을 주목하자. ② 그리고, 4Q18 이후 페이코 오프라인 결제액 성장성 제고 추이를 주목하자. 페이코 결제액은 지금까지는 온라인 중심으로 견조한 증가추이를 지속하고 있는데 삼성페이와의 제휴로 앞으로는 오프라인 결제액이 대폭 증가하면서 성장세가 더욱 빨라질 것으로 예상한다. 삼성페이와 제휴하면서 삼성페이 270만 가맹점이 페이코 오프라인 가맹점으로 편입되었으나 9월까지는 페이코를 통한 삼성페이 MST 결제는 롯데카드만 가능했는데 10월 현대카드, BC카드와 제휴했고 연내 다수의 대형 카드사들과도 추가로 제휴영업을 확대할 예정이므로 향후 오프라인 결제액 성장성이 제고될 것으로 전망한다.

페이코의 경우 온오프라인 결제액의 지속적 성장으로 트래픽이 임계치를 돌파하면 광고와 같은 트래픽을 활용한 플랫폼 사업이 핵심 비즈니스모델이 될 것으로 예상한다. 페이코는 이미 맞춤쿠폰같은 초기형 광고사업을 실험적으로 운영하고 있다. 가맹점들은 맞춤쿠폰 지급 관련 비용을 부담함은 물론(초기에는 동사가 부담, 마케팅비로 처리) 맞춤쿠폰의 광고효과(구매유발 효과)에 대한 광고료까지 동사에게 지급하고 있다.

Stock Data

KOSPI (11/29)		2,114.10 pt
시가총액		11,093 억원
발행주식		19,565 천주
52 주 최고가/최저가		83,200 / 42,800 원
90 일 일평균거래대금		38.3 억원
외국인 지분율		13.0%
배당익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		96,962 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	27.8%
	6 개월	-0.8%
	12 개월	-1.6%
주주구성	이준호 외 30 인	47.7%
	한국투자신탁운용	5.7%

Stock Price

Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	8,564	264	260	71	364	-1.0	633	138.4	9.3	0.7	0.5
2017	9,091	347	544	87	447	0.2	682	153.2	13.1	0.8	0.6
2018E	12,593	754	1,760	1,288	6,585	13.7	1,153	8.6	5.7	0.6	7.2
2019E	14,882	960	984	716	3,660	-0.4	1,402	15.5	4.4	0.6	3.7
2020E	16,288	1,117	1,130	823	7,366	0.1	1,585	13.5	3.6	0.5	4.1

자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

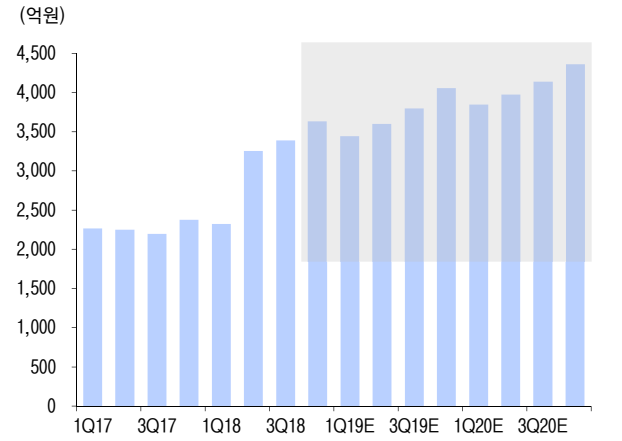
실적 전망

표59 NHN 엔터테인먼트 모바일게임 신작 최근 론칭 현황 및 향후 론칭 예정

신작	장르	론칭일정	비고
아틀리에 온라인	RPG	18.10.04 일본시장 론칭	일본 코에이 테크모 게임스가 개발한 RPG 아틀리에 IP 를 바탕으로 NHN PlyArt 가 개발한 모바일 RPG
RWBY	Strategy (실시간 전략 대전 PVP	18.10.26 글로벌 론칭	미국 영상 스튜디오 루스터티스 제작 3D 애니메이션 IP 기반의 모바일 실시간 전략 대전 게임 (Target 시장은 Western 시장) (개발사: 바오밥넷. 퍼블리셔: NHN 엔터테인먼트)
소셜카지노게임 (게임명 미공개)	카지노	4Q18 말 북미시장 론칭	18 년 11 월말 론칭 예정이었으나 18.11.29 현재 아직 론칭 안함
주요 IP 기반 모바일게임 4 개	**미공개**	**1H19**	
크리티컬옵스	**FPS**	**1H19 아시아 시장**	**글로벌 4 천만 다운로드를 기록한 크리티컬 스트라이커의 후속작 (개발사: 크리티컬포스. 아시아 지역 퍼블리셔: NHN 엔터테인먼트)**

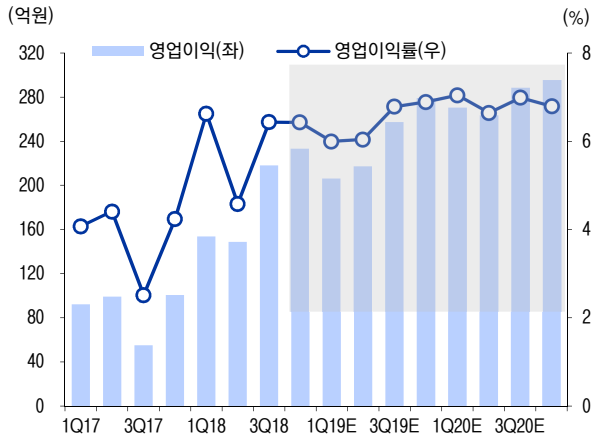
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 NHN 엔터테인먼트 분기별 매출액 추이



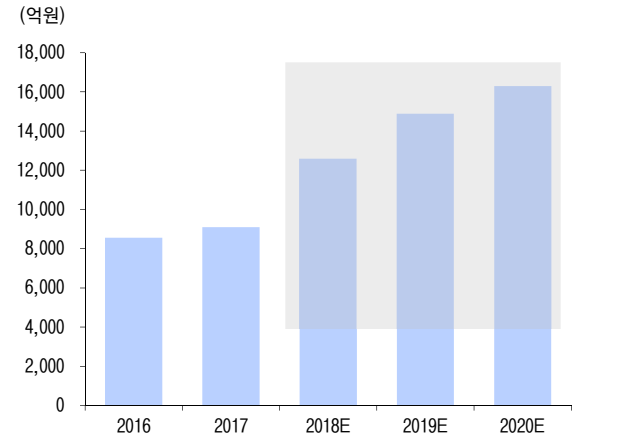
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림132 NHN 엔터테인먼트 분기별 영업이익 추이



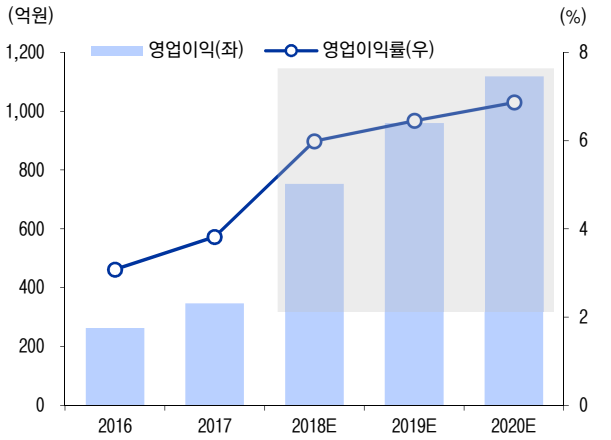
자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림133 NHN 엔터테인먼트 연도별 매출액 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림134 NHN 엔터테인먼트 연도별 영업이익 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표60 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**2,267**	**2,249**	**2,197**	**2,378**	**2,322**	**3,252**	**3,389**	**3,630**	**3,442**	**3,598**	**3,793**	**4,049**
모바일게임	710	738	638	649	636	573	676	639	618	678	722	690
PC 게임	556	490	485	493	528	412	401	414	439	409	397	412
보드	375	343	332	351	384	306	304	315	338	315	308	322
비보드	181	146	153	141	144	106	97	99	100	94	89	91
기타	1,001	1,021	1,074	1,236	1,157	2,267	2,312	2,578	2,385	2,511	2,674	2,947
영업비용	2,175	2,150	2,142	2,277	2,168	3,103	3,171	3,397	3,235	3,381	3,536	3,770
지급수수료	975	938	929	1,028	915	1,812	1,836	2,025	1,839	1,971	2,099	2,280
인건비	686	695	687	706	748	802	813	845	891	899	912	943
광고선전비	204	209	207	218	159	142	180	168	154	162	169	181
유무형자산상각비	82	87	77	89	84	102	105	108	107	109	111	114
기타	227	222	242	236	261	245	237	250	244	241	245	252
영업이익	**92**	**99**	**55**	**101**	**154**	**149**	**218**	**233**	**206**	**217**	**257**	**279**
영업이익률(%)	4.1	4.4	2.5	4.2	6.6	4.6	6.4	6.4	6.0	6.0	6.8	6.9
순이익	**120**	**58**	**13**	**-104**	**633**	**256**	**261**	**139**	**176**	**157**	**223**	**160**
순이익률(%)	5.3	2.6	0.6	-4.4	27.2	7.9	7.7	3.8	5.1	4.4	5.9	3.9
지배주주순이익	**147**	**74**	**17**	**-72**	**550**	**234**	**226**	**126**	**159**	**142**	**204**	**145**
순이익 대비 비중(%)	121.8	127.1	129.8	68.7	87.0	91.1	86.6	90.5	90.3	90.8	91.5	91.0
qoq(%)												
매출액	-3.4	-0.8	-2.3	8.2	-2.3	40.1	4.2	7.1	-5.2	4.6	5.4	6.7
영업이익	102.7	7.4	-44.3	82.3	52.7	-3.2	46.4	7.0	-11.6	5.3	18.3	8.4
순이익	흑전	-51.7	-77.6	적전	흑전	-59.5	1.7	-46.7	26.9	-11.0	42.3	-28.4
지배주주순이익	흑전	-49.6	-77.2	적전	흑전	-57.5	-3.4	-44.3	26.7	-10.5	43.4	-28.8
yoy(%)												
매출액	11.3	6.8	5.9	1.3	2.4	44.6	54.2	52.7	48.2	10.6	11.9	11.5
영업이익	0.4	-4.1	142.2	121.2	66.6	50.3	294.7	131.7	34.1	45.9	18.0	19.6
순이익	-50.8	-80.5	-11.6	적지	425.1	340.4	1,901.8	흑전	-72.1	-38.8	-14.4	15.1
지배주주순이익	-39.9	-75.8	-61.9	적지	274.9	215.7	1,235.1	흑전	-71.1	-39.0	-9.5	15.7

자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표61 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**8,564**	**9,091**	**12,593**	**14,882**	**16,288**
모바일게임	2,773	2,735	2,524	2,709	2,910
PC게임	1,956	2,024	1,754	1,656	1,654
보드	1,133	1,403	1,309	1,283	1,309
비보드	823	621	445	373	345
기타	3,835	4,332	8,315	10,517	11,724
영업비용	8,301	8,744	11,839	13,923	15,170
지급수수료	3,662	3,870	6,588	8,189	8,955
인건비	2,633	2,775	3,208	3,645	4,038
광고선전비	693	838	650	666	720
유무형자산상각비	370	335	399	442	467
기타	943	926	994	982	990
영업이익	**264**	**347**	**754**	**960**	**1,117**
영업이익률(%)	3.1	3.8	6.0	6.4	6.9
순이익	**71**	**87**	**1,288**	**716**	**823**
순이익률(%)	0.8	1.0	10.2	4.8	5.1
지배주주순이익	**125**	**166**	**1,135**	**651**	**750**
순이익 대비 비중(%)	175.9	190.0	88.1	90.9	91.2
EPS(원)	**364**	**447**	**6,585**	**3,660**	**4,205**
지배주주 EPS(원)	**639**	**849**	**5,801**	**3,328**	**3,834**
yoy(%)					
매출액	32.9	6.2	38.5	18.2	9.4
영업이익	흑전	31.7	117.1	27.3	16.4
순이익	-95.7	22.8	1,374.7	-44.4	14.9
지배주주순이익	-92.4	32.7	583.7	-42.6	15.2

자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표62 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**21.6**	**27.3**	**32.2**	**21.4**	**10.3**	**28.3**	**33.0**	**18.8**
NHN 엔터테인먼트	**18.2**	**6.4**	**9.4**	**3.7**	**9.4**	**6.9**	**9.7**	**4.1**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표63 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				**18.1**	**23.6**		**14.9**	**19.2**
NHN 엔터테인먼트	**56,700**	**72,000**	**3,328**	**17.0**	**21.6**	**3,834**	**14.8**	**18.8**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트(181710)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,495	9,477	9,404	10,001	10,955
현금 및 현금성자산	3,015	3,681	3,434	3,368	3,721
기타현금성자산	1,153	1,721	1,735	1,702	1,880
매출채권 및 기타채권	2,522	2,948	3,150	3,723	4,074
기타	805	1,127	1,085	1,208	1,280
비유동자산	10,887	11,699	14,451	14,811	15,186
유무형자산	4,373	4,698	7,509	7,715	7,928
투자자산	4,865	5,323	5,109	5,179	5,253
기타	1,649	1,678	1,833	1,917	2,005
자산총계	**18,382**	**21,176**	**23,854**	**24,812**	**26,141**
유동부채	2,676	3,964	4,031	4,113	4,452
매입채무 및 기타채무	1,316	2,038	2,353	2,780	3,043
단기차입금	231	905	475	0	0
기타	1,129	1,020	1,204	1,333	1,409
비유동부채	602	633	853	916	975
장기차입금	0	73	209	209	209
기타	602	560	644	707	766
부채총계	**3,277**	**4,597**	**4,884**	**5,029**	**5,427**
지배주주지분	14,628	15,066	16,248	16,964	17,787
자본금	98	98	98	98	98
자본잉여금 및 기타	11,904	12,185	12,078	12,078	12,078
이익잉여금	2,626	2,784	4,072	4,788	5,611
비지배주주지분	477	1,513	2,723	2,818	2,928
자본총계	**15,105**	**16,579**	**18,971**	**19,783**	**20,715**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**8,564**	**9,091**	**12,593**	**14,882**	**16,288**
모바일게임	2,773	2,735	2,524	2,709	2,910
PC 게임	1,956	2,024	1,754	1,656	1,654
기타	3,835	4,332	8,315	10,517	11,724
영업비용	8,301	8,744	11,839	13,923	15,170
영업이익	**264**	**347**	**754**	**960**	**1,117**
EBITDA	**633**	**682**	**1,153**	**1,402**	**1,585**
영업외손익	**-4**	**197**	**1,006**	**24**	**13**
금융손익	293	739	911	266	275
이자손익	190	93	95	102	110
기타	104	646	816	164	166
기타손익	-166	-446	192	-156	-176
관계기업투자손익	-131	-96	-97	-86	-87
세전이익	**260**	**544**	**1,760**	**984**	**1,130**
법인세비용	189	457	472	268	308
당기순이익	**71**	**87**	**1,288**	**716**	**823**
지배주주순이익	125	166	1,135	651	750
Profitability(%)					
영업이익률	3.1	3.8	6.0	6.4	6.9
EBITDA Margin	7.4	7.5	9.2	9.4	9.7
당기순이익률	0.8	1.0	10.2	4.8	5.1
ROA	0.4	0.4	5.7	2.9	3.2
ROE	0.5	0.6	7.2	3.7	4.1
ROIC	0.5	0.3	3.8	4.9	5.5

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**834**	**-435**	**3,192**	**1,162**	**1,356**
영업에서 창출된 현금	1,337	274	3,689	1,440	1,675
당기순이익	71	87	1,288	716	823
조정사항	649	682	2,062	862	938
유무형자산상각비	370	335	399	442	467
법인세비용	189	457	472	268	308
이자손익	-190	-93	-95	-102	-110
비이자금융손익	-104	152	84	78	83
기타	384	-169	1,203	176	190
자산,부채 증감	617	-495	338	-139	-86
법인세,이자,배당금 등	-503	-709	-496	-278	-319
투자활동 현금	**367**	**-857**	**-3,145**	**-753**	**-1,003**
단기금융상품 증감	136	99	-145	13	-70
유무형자산 증감	-557	-891	-3,210	-648	-680
투자/금융/기타자산	788	-65	211	-118	-253
재무활동 현금	**-792**	**1,962**	**-295**	**-475**	**0**
차입금/사채 증감	-405	748	-295	-475	0
유상증자	0	1,259	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
기타	-387	-44	0	0	0
총현금흐름	**410**	**671**	**-247**	**-66**	**352**
기초 현금 및 현금성자산	2,604	3,015	3,681	3,434	3,368
외화 현금 환율변동 효과	1	-5	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**3,015**	**3,681**	**3,434**	**3,368**	**3,721**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	138.4	153.2	8.6	15.5	13.5
P/B	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.3	13.1	5.7	4.4	3.6
P/CF	45.3	221.7	3.9	8.5	7.7
Per Share Data (원)					
EPS	364	447	6,585	3,660	4,205
BPS	77,202	84,738	96,962	101,112	105,875
CPS	1,110	308	14,590	6,647	7,366
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	32.9	6.2	38.5	18.2	9.4
영업이익	흑전	0.3	1.2	0.3	0.2
EPS	-95.7	22.8	1,374.7	-44.4	14.9
총자산	0.3	15.2	12.6	4.0	5.4
자기자본	0.5	9.8	14.4	4.3	4.7
Stability (%,배,억원)					
부채비율	21.7	27.7	25.7	25.4	26.2
유동비율	280.1	239.1	233.3	243.1	246.1
자기자본비율	82.2	78.3	79.5	79.7	79.2
영업이익/금융비용(x)	0.4	1.5	2.9	3.8	4.2
이자보상배율(x)	14.0	185.4	164.9	145.8	155.6
총차입금	231	978	683	209	209
순차입금	-3,937	-4,423	-4,486	-4,862	-5,392

자료: NHN엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

웹젠 (069080)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

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

중국 정부 판호 규제 완화 시 강력한 모멘텀 가능

Buy (maintain)

목표주가 23,000 원
현재주가 18,400 원

컨센서스 대비 (19E OP 기준)

상회	부합	하회
	○	

동사 중국시장 신작은 사실상 중국게임. 판호 규제로 일정 잠정 연기

동사의 향후 론칭 예정 신작 중 핵심 기대작은 모두 뮤 IP 를 활용한 웹게임, H5 게임, 모바일 MMORPG 등으로서 모두 동사는 IP 만 제공할 뿐이고 중국 개발사가 개발하여 중국 퍼블리셔가 중국시장에서 중국 유저들을 대상으로 서비스하는 사실상의 '중국게임'들이다. 동사는 원래 [뮤 IP 활용 H5 게임 3 개 이상], [뮤 IP 활용한 웹게임 1 개(가제: 대천사지검 2)], [뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1 개] 등을 4Q18 부터 중국시장에 론칭할 예정이었다. 그러나, 중국 정부가 올해 5 월 이후 해외 게임은 물론 중국 로컬게임에 대해서도 신규 판호를 허가하지 않음에 따라 이들 신작들의 중국시장 론칭일정은 잠정적으로 연기된 상태이다.

중국 정부 판호 규제 완화 시 강력한 주가모멘텀 가능하다는 점 주목

목표주가는 19,500원에서 23,000원으로 18% 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 일각에선 내년 3월 정도면 중국정부의 신규 게임 판호 규제가 풀린다는 얘기도 있어 귀추를 주목할 필요가 있다. 내년 3월 판호 규제가 해제될지, 해제되더라도 한국게임은 예외일지 한국게임도 규제가 풀릴지 등은 현시점에선 여전히 미지수이나 웹젠 입장에선 한국게임의 판호 규제 해제여부와는 관계없이 중국 로컬게임에 대한 판호 규제만 풀려도 강력한 주가모멘텀으로 작용할 가능성이 크다는 점을 주목할 필요가 있다.

중국의 게임정보사이트 게임록은 최근 "중국 중앙정부와 중국 내 13개 성의 합의가 완료된 상태로 중국정부가 신규게임 판호 허가를 다시 재개할 것"이라고 보도했다. 그리고 중국 현지에서도 내년 3월말까지는 신규 게임 판호 심사를 재개할 것으로 보는 시각이 있다고 한다.

본연구원은 18.11.15 중국 정부의 신규 게임 판호 규제 강화로 동사의 중국시장 기대 신작 론칭일정이 잠정 연기된 점을 감안하여 목표주가를 23,500원에서 19,500원으로 17% 하향한 바 있다. 그러나, 이후 내년 3월 중국 정부의 판호 규제 해제 가능성이 있다는 얘기들이 돌며 주가는 강한 상승세를 시현했다. 시장에서는 판호 규제로 신작 모멘텀이 잠정 연기된 것에 대한 우려보다는 동사의 중국시장 신작모멘텀 자체가 궁극적으로 유효하다는 점과 중국 정부의 판호 규제도 내년 3월 즈음 또는 늦어도 내년 상반기 이내 해제될 것이라는 기대감을 더 중요한 요소로 받아들이는 분위기이다. 이에 본 자료에서는 시장의 이러한 기대치를 반영하여 목표주가를 23,000원으로 재차 18% 상향하였다.

Stock Data

KOSDAQ (11/29)		695.48 pt
시가총액		6,497 억원
발행주식		35,311 천주
52 주 최고가/최저가		41,700 / 14,100 원
90 일 일평균거래대금		50.5 억원
외국인 지분율		26.8%
배당익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		7,981 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	20.1%
	6 개월	-14.0%
	12 개월	-40.0%
주주구성	김병관 외 2 인	27.2%
	FunGame Int'l Ltd 외 1 인	20.2%
	웹젠 자사주	11.9%

Stock Price

Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	2,200	572	569	449	1,271	-25.5	656	11.8	5.4	2.7	20.4
2017	1,663	440	456	300	849	-33.2	529	46.0	22.4	6.0	11.8
2018E	2,208	723	761	559	1,584	86.7	795	11.6	5.2	2.3	19.0
2019E	2,292	651	688	505	1,431	-9.7	725	12.9	5.0	1.9	14.6
2020E	2,637	863	903	664	1,881	31.5	941	9.8	3.1	1.6	16.5

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

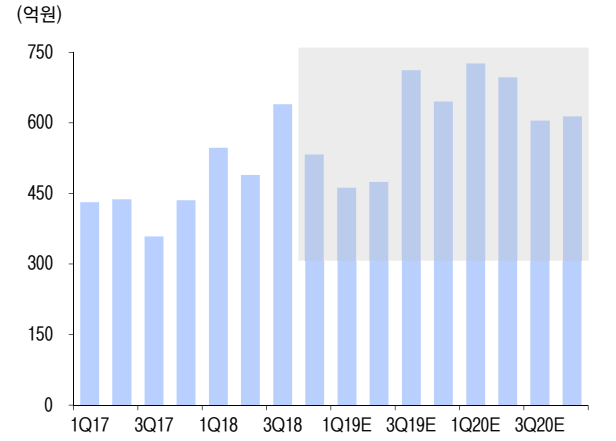
실적 전망

표64 웹젠 향후 신작 론칭일정 정리

신작	지역	매출 형태	론칭일정
뮤온라인 H5 (대천사지검 H5 한국 버전)	한국	총액	4Q18(18.10.31) 론칭
First Hero(전략시뮬레이션. 맥스온소프트)	북미/유럽	총액	18년말 또는 19년초 론칭 예정
Cube Town(수집형 RPG. 아름게임즈)	북미/유럽	총액	18년말 또는 19년초 론칭 예정
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	중국	순액	판호 문제로 잠정
뮤 IP 활용 웹게임 1개(가제: 대천사지검2)	중국	순액	판호 문제로 잠정
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액	판호 문제로 잠정
기적:최강자	한국	총액	잠정 (1H19 가능성)
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 웹게임 1개	한국	총액	잠정 (중국 론칭 이후)

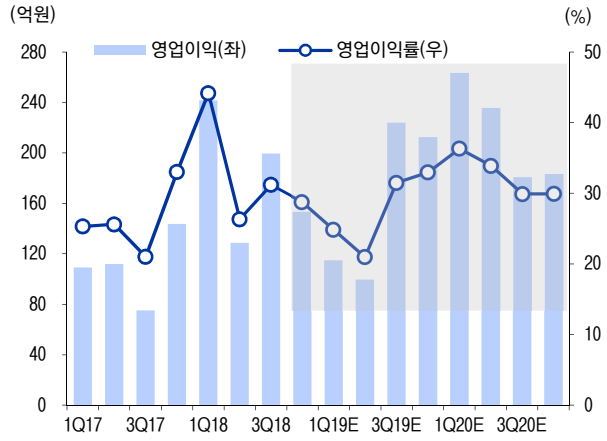
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 웹젠 분기별 매출액 추이



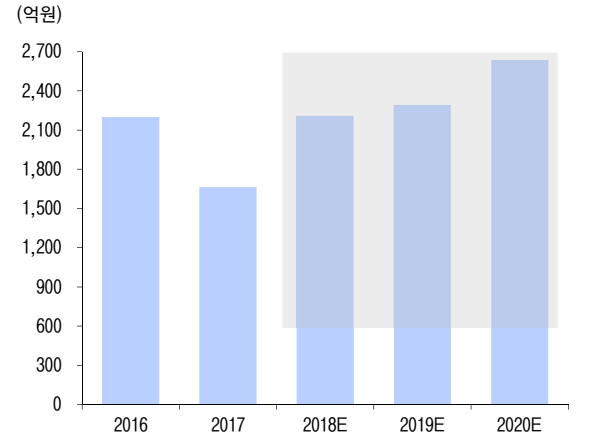
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림136 웹젠 분기별 영업이익 추이



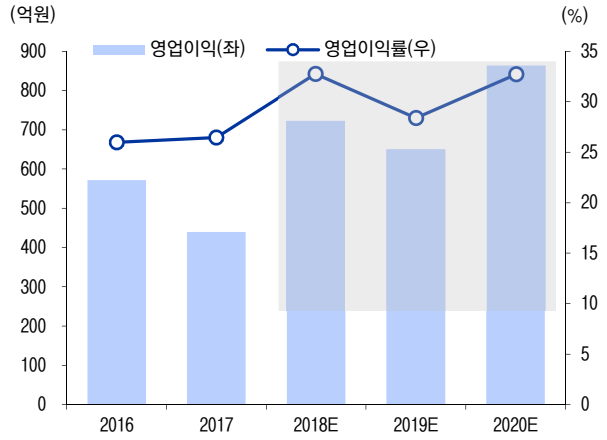
자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림137 웹젠 연도별 매출액 추이



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림138 웹젠 연도별 영업이익 추이



자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표65 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**431**	**437**	**358**	**436**	**547**	**489**	**639**	**533**	**462**	**475**	**710**	**645**
게임 매출	431	437	358	435	546	489	634	533	462	475	710	644
뮤	339	338	267	321	433	391	545	432	369	382	621	543
R2	26	21	14	27	18	18	17	18	16	14	13	14
샷온라인	19	15	14	19	17	15	15	18	17	16	15	18
메틴 2	13	23	20	23	20	20	21	24	21	20	22	24
Webzen.com	12	10	11	12	10	9	8	9	7	6	6	6
기타	23	30	32	33	48	37	29	31	32	36	34	39
기타 영업수익	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0	0
영업비용	322	325	283	292	305	360	440	380	347	375	487	432
인건비	94	100	97	114	122	109	110	116	121	123	121	127
감가상각비	8	8	9	12	12	12	11	12	12	13	12	13
무형자산상각비	13	13	14	11	9	6	6	6	6	6	6	6
지급수수료	176	166	134	124	117	167	248	200	169	179	276	232
광고선전비	18	25	10	17	17	47	45	27	21	35	47	29
기타	13	13	20	14	29	20	19	19	18	20	24	25
영업이익	**109**	**112**	**75**	**144**	**242**	**129**	**199**	**153**	**115**	**100**	**224**	**212**
영업이익률(%)	25.3	25.6	21.0	33.0	44.2	26.3	31.2	28.8	24.9	21.0	31.5	33.0
순이익	**74**	**100**	**28**	**97**	**168**	**125**	**154**	**113**	**91**	**84**	**174**	**155**
순이익률(%)	17.1	23.0	7.9	22.2	30.7	25.5	24.1	21.2	19.8	17.7	24.5	24.1
지배주주순이익	**74**	**101**	**29**	**98**	**169**	**125**	**154**	**114**	**92**	**85**	**175**	**156**
순이익 대비 비중(%)	100.8	100.4	102.9	101.2	100.5	100.4	100.2	100.3	100.5	100.4	100.2	100.3
qoq(%)												
매출액	-24.9	1.4	-18.1	21.6	25.5	-10.6	30.7	-16.6	-13.2	2.7	49.6	-9.3
영업이익	-30.0	2.7	-32.8	91.0	68.0	-46.7	55.0	-23.1	-25.0	-13.2	124.2	-5.0
지배주주순이익	-44.8	35.6	-71.0	235.3	71.8	-25.8	23.4	-26.4	-19.2	-7.9	106.6	-10.8
yoy(%)												
매출액	-28.2	-18.8	-26.3	-24.2	26.8	11.8	78.4	22.3	-15.4	-2.9	11.1	20.9
영업이익	-36.0	-23.6	-24.1	-7.6	121.5	14.9	165.0	6.7	-52.4	-22.5	12.2	38.5
지배주주순이익	-40.1	-11.5	-62.9	-27.2	126.5	23.9	427.2	15.8	-45.5	-32.4	13.3	37.2

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표66 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**2,200**	**1,663**	**2,208**	**2,292**	**2,637**
게임 매출	2,199	1,662	2,201	2,291	2,635
뮤	1,783	1,265	1,802	1,914	1,619
R2	109	89	71	58	45
샷온라인	70	66	65	65	64
메틴 2	59	79	84	87	91
Webzen.com	66	45	35	26	20
기타	113	118	145	141	796
기타 영업수익	1	1	7	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,485	1,641	1,774
인건비	419	404	457	492	531
감가상각비	34	37	46	49	53
무형자산상각비	51	51	26	25	26
지급수수료	918	600	732	855	918
광고선전비	159	70	137	133	146
기타	47	60	87	87	101
영업이익	**572**	**440**	**723**	**651**	**863**
영업이익률(%)	26.0	26.5	32.7	28.4	32.7
순이익	**449**	**300**	**559**	**505**	**664**
순이익률(%)	20.4	18.0	25.3	22.0	25.2
지배주주순이익	**452**	**303**	**561**	**507**	**667**
순이익 대비 비중(%)	100.7	101.0	100.4	100.3	100.4
EPS	**1,271**	**849**	**1,584**	**1,431**	**1,881**
지배주주 EPS	**1,280**	**857**	**1,590**	**1,435**	**1,888**
yoy(%)					
매출액	-9.2	-24.4	32.8	3.8	15.0
영업이익	-23.5	-23.0	64.3	-10.0	32.5
지배주주순이익	-25.3	-33.0	85.5	-9.7	31.6
지배주주 EPS	-25.3	-33.0	85.5	-9.7	31.6

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표67 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1
Everage	**22.6**	**25.8**	**30.7**	**20.6**	**9.9**	**26.6**	**31.3**	**17.9**
웹젠	**3.8**	**28.4**	**31.6**	**14.6**	**15.0**	**32.7**	**35.7**	**16.5**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표68 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0
Everage				**18.3**	**24.0**		**15.3**	**19.7**
웹젠	**18,400**	**23,000**	**1,435**	**12.8**	**16.0**	**1,888**	**9.7**	**12.2**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,076	2,246	2,761	3,271	3,955
현금 및 현금성자산	283	524	538	651	798
기타현금성자산	1,450	1,450	1,853	2,242	2,747
매출채권 및 기타채권	300	248	345	353	385
기타	42	24	25	25	26
비유동자산	941	989	1,160	1,161	1,170
유무형자산	783	816	775	764	757
투자자산	87	98	19	19	19
기타	71	76	366	377	394
자산총계	**3,017**	**3,235**	**3,921**	**4,432**	**5,126**
유동부채	529	404	553	559	584
기타유동금융부채	238	110	193	195	203
단기이자지급성부채	0	4	6	6	6
기타	291	290	355	359	375
비유동부채	91	136	168	172	181
장기이자지급성부채	0	1	0	0	0
기타	91	135	168	172	181
부채총계	**620**	**540**	**721**	**731**	**765**
지배주주지분	2,390	2,692	3,199	3,700	4,359
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금 및 기타	1,059	1,065	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	1,155	1,450	2,005	2,506	3,165
비지배주주지분	7	3	1	1	1
자본총계	**2,397**	**2,695**	**3,200**	**3,701**	**4,361**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**2,200**	**1,663**	**2,208**	**2,292**	**2,637**
게임 매출	2,199	1,662	2,201	2,291	2,635
뮤	1,783	1,265	1,802	1,914	1,619
기타	417	397	400	377	1,016
기타 영업수익	1	1	7	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,485	1,641	1,774
영업이익	**572**	**440**	**723**	**651**	**863**
EBITDA	**656**	**529**	**795**	**725**	**941**
영업외손익	**-3**	**16**	**38**	**37**	**41**
금융손익	44	34	57	49	52
기타손익	-47	-18	-13	-12	-11
관계기업투자손익	0	0	-6	0	0
세전이익	**569**	**456**	**761**	**688**	**903**
법인세비용	120	157	202	182	239
당기순이익	**449**	**300**	**559**	**505**	**664**
지배주주순이익	452	303	561	507	667
Profitability(%)					
영업이익률	26.0	26.5	32.7	28.4	32.7
EBITDA Margin	29.8	31.8	36.0	31.6	35.7
세전이익률	25.9	27.5	34.5	30.0	34.3
당기순이익률	20.4	18.0	25.3	22.0	25.2
ROA	15.5	9.6	15.6	12.1	13.9
ROE	20.4	11.8	19.0	14.6	16.5
ROIC	27.5	13.4	20.7	15.5	17.1

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**476**	**377**	**715**	**589**	**744**
영업에서 창출된 현금	590	483	859	712	919
당기순이익	449	300	559	505	664
조정사항	236	250	251	209	263
유무형자산상각비	84	89	72	74	78
이자손익	-43	-46	-50	-53	-55
법인세비용	120	157	202	182	239
기타	74	51	27	5	1
자산,부채 증감	-94	-66	49	-2	-8
법인세,이자,배당금 등	-115	-106	-145	-123	-174
투자활동 현금	**-407**	**-134**	**-657**	**-476**	**-598**
금융자산 증감	-367	-12	-587	-400	-515
유형자산 증감	-33	-88	-26	-59	-61
무형자산 증감	-8	-34	-17	-19	-22
기타	1	0	-27	2	0
재무활동 현금	**-54**	**0**	**-43**	**0**	**0**
차입금 증감	0	1	0	0	0
자기주식 증감	-54	0	-43	0	0
총현금흐름	**15**	**244**	**15**	**113**	**147**
기초 현금 및 현금성자산	266	283	524	538	651
외화 현금 환율변동 효과	2	-3	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**283**	**524**	**538**	**651**	**798**
기말 기타현금성자산	1,450	1,450	1,853	2,242	2,747
기말 총현금유동성	**1,733**	**1,974**	**2,391**	**2,893**	**3,544**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	11.8	46.0	11.6	12.9	9.8
P/B	2.7	6.0	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	5.4	22.4	5.2	5.0	3.1
P/CF	9.3	31.1	9.8	11.0	8.6
Per Share Data (원)					
EPS	1,271	849	1,584	1,431	1,881
BPS	5,594	6,485	7,981	9,451	11,363
CPS	1,614	1,256	1,886	1,672	2,131
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-9.2	-24.4	32.8	3.8	15.0
영업이익	-23.5	-23.0	64.3	-10.0	32.5
EPS	-25.5	-33.2	86.7	-9.7	31.5
총자산	8.7	7.2	21.2	13.0	15.6
자기자본	19.3	12.4	18.8	15.6	17.8
Stability (%,배,억원)					
부채비율	25.9	20.0	22.5	19.8	17.5
유동비율	392.4	555.2	499.7	585.4	677.6
자기자본비율	79.4	83.3	81.6	83.5	85.1
영업이익/금융비용(x)	13.4	10.1	22.5	20.0	25.3
이자보상배율(x)	무이자	2,174.7	699.5	610.5	774.6
총차입금	0	5	6	6	6
순차입금	-1,733	-1,969	-2,386	-2,888	-3,539

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

게임빌 (063080)

2018. 12. 3 | 인터넷/게임

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

탈리온 글로벌 잠재력 + 18년말 - 1Q18 신작 집중

Buy (maintain)

목표주가 64,000 원
현재주가 56,800 원

컨센서스 대비 (19E 순이익 기준)

상회	부합	하회
○		

10/18 론칭한 탈리온 일본시장 기여로 4Q18 실적 개선 전망

4Q18 영업실적은 10/18 론칭한 탈리온 일본시장 성과로 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 전망한다. 즉, 탈리온은 퍼블리싱게임이라 개발사(유티플러스) 로열티 지급으로 인해 4Q18 영업손익이 흑자로 전환되기는 어려우나 전분기 대비 적자규모가 대폭 감소할 것으로 예상한다.

탈리온은 10/18 일본시장 론칭 후 바로 애플 앱스토어 매출순위 12 위로 출발했으며 이후 애플 앱스토어 매출순위는 7 위까지 기록하기도 했고, 구글 플레이스토어 매출순위는 9 위까지 기록하기도 했다. 이후 11 월 중순 애플 앱스토어 30 위권, 구글 플레이스토어 40 위으로 순위가 하락했으며 11 월말에는 애플 앱스토어 60 위권, 구글 플레이스토어 80 위권까지 떨어졌다. 향후에도 매출순위는 더 하락하겠으나 일본시장에서 이 정도 성과는 제법 의미 있는 수준의 중소박급 성공 정도로는 평가할 수 있다고 판단한다.

탈리온, 동남아/일본 시장 성과를 교두보로 글로벌 론칭 잠재력 보유

탈리온은 동남아, 일본시장 서비스에 그치지 않고 향후 글로벌 론칭을 계획하고 있다. 동남아, 일본시장에서 의미 있는 성공을 거둔 점을 감안하면 북미/유럽 등 핵심시장을 포함한 글로벌 시장에 대한 성공잠재력도 크다고 판단한다.

탈리온 글로벌 잠재력 주목. 18년말 - 1Q19 신작 론칭일정 집중 주목

목표주가 64,000원을 유지하고 투자의견도 Buy를 유지한다. 동사는 컴투스 지분법이익으로 인해 PER 측면 밸류에이션은 항상 매력적이었다. 탈리온 동남아/일본 성과로 4Q18부터는 영업이익도 크게 개선될 것으로 전망한다. 향후 탈리온 글로벌 시장 잠재력 및 18년말 - 1Q19에 론칭일정이 집중되어 있는 코스모듀얼, 엘룬, NBA NOW, 게임빌 프로야구 등 신작 잠재력 등으로 2Q19부터는 영업이익 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다.

3Q18 실적발표 이후 탈리온 일본시장 성과가 반영되며 주가가 10% 이상 상승한 상황이라 단기적으로 추가 상승여력은 제한적인 상황이라 판단한다. 엘룬, NBA NOW, 게임빌 프로야구 등 기대신작들이 1Q19 론칭일정이 집중되어 있다는 점은 긍정적인 부분이다. 중기적으로는 탈리온 글로벌 시장 잠재력도 감안해야 할 부분이다.

Stock Data

KOSDAQ (11/29)		695.48 pt
시가총액		3,746 억원
발행주식		6,595 천주
52 주 최고가/최저가		92,500 / 42,300 원
90 일 일평균거래대금		52.27 억원
외국인 지분율		11.1%
배당익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		39,912 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월	0.5%
	6 개월	10.2%
	12 개월	-25.6%
주주구성	송병준 외 4 인	33.6%
	KB 자산운용	9.2%

Stock Price

Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,615	43	363	293	4,488	46.1	85	10.9	39.7	1.4	13.1
2017	1,064	-201	65	80	1,214	-72.9	-147	76.0	N/A	2.5	3.4
2018E	1,076	-178	114	88	1,329	9.4	-112	42.8	N/A	1.4	3.5
2019E	1,609	34	442	435	6,599	396.7	107	8.6	39.1	1.2	15.2
2020E	1,859	138	641	614	9,308	41.1	216	6.1	18.7	1.0	18.1

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

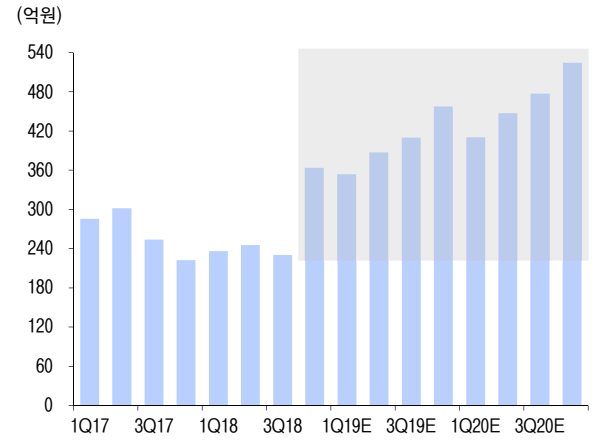
실적 전망

표69 게임빌 신작 최근 론칭 일자 및 향후 론칭 예정 일정

론칭일정		게임	장르	자체개발/ 퍼블리싱	론칭 시장
3Q18	9/16 론칭	① 탈리온	RPG (MMORPG)	퍼블리싱 (개발사 유티플러스)	동남아 6 개국 (궁극적으론 글로벌)
4Q18	10/18 론칭	① 탈리온	RPG (MMORPG)	퍼블리싱 (개발사 유티플러스)	일본 (궁극적으론 글로벌)
	18 년 12 월 론칭 예정	② 코스모듀얼	Casual (대전 퍼즐)	퍼블리싱 (개발사 콩스튜디오)	캐나다/브라질 (궁극적으론 글로벌)
1Q19	19 년 01 월 론칭 예정	① 엘룬	RPG (전략 RPG)	자체개발	대만/홍콩/마카오 (궁극적으론 글로벌)
	19 년 01 월 론칭 예정	② NBA NOW	Sports (농구)	퍼블리싱 (NBA 라이센스 보유. 개발은 외주)	호주 (궁극적으론 글로벌)
	1Q19 론칭 예정	③ 게임빌 프로야구	Sports (야구)	자체개발	글로벌

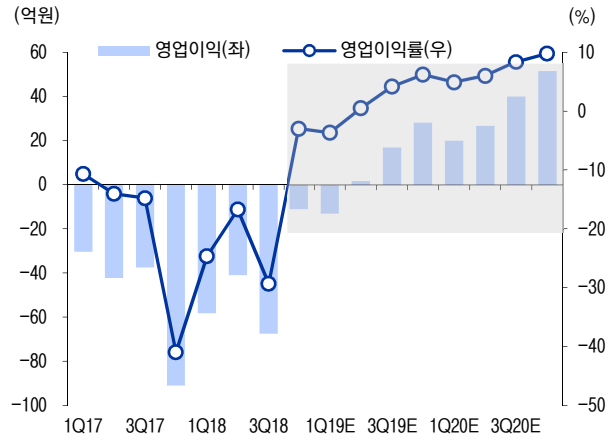
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 게임빌 분기별 매출액 추이



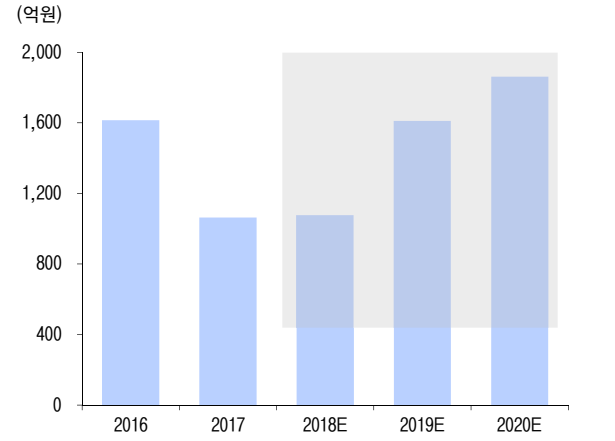
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림140 게임빌 분기별 영업이익 추이



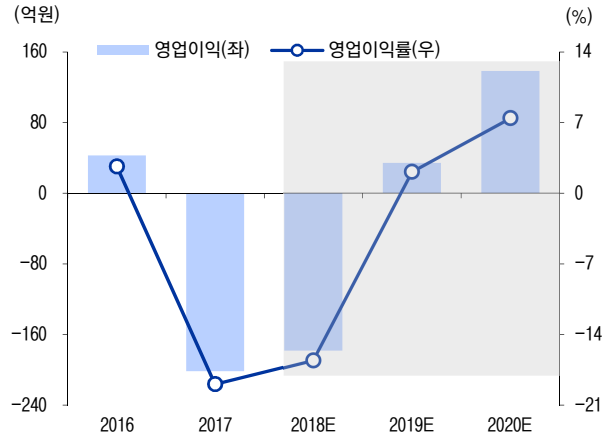
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림141 게임빌 연도별 매출액 추이



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림142 게임빌 연도별 영업이익 추이



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표70 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**286**	**302**	**254**	**222**	**236**	**245**	**230**	**364**	**354**	**387**	**410**	**457**
Sports	29	43	44	36	22	31	31	28	46	57	58	53
RPG	211	212	163	142	172	175	161	294	258	277	301	351
Others	46	47	48	44	42	40	38	41	51	54	51	53
영업비용	316	344	291	313	294	286	298	375	367	385	393	429
인건비	82	83	79	88	87	102	97	101	100	107	102	106
마케팅비	19	41	12	43	46	12	30	35	42	31	31	43
지급수수료	101	98	84	73	64	61	63	106	92	101	109	121
로열티	62	69	63	58	45	49	49	75	75	78	88	96
감가상각비	7	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9
무형자산상각비	7	6	4	7	5	9	9	9	7	10	9	10
기타	38	40	41	37	37	46	42	41	41	49	45	44
영업이익	**-30**	**-42**	**-38**	**-91**	**-58**	**-41**	**-68**	**-11**	**-13**	**2**	**17**	**28**
영업이익률(%)	-10.7	-14.0	-14.8	-40.9	-24.6	-16.7	-29.3	-3.0	-3.6	0.5	4.1	6.1
순이익	**32**	**56**	**25**	**-34**	**37**	**14**	**-8**	**45**	**97**	**89**	**122**	**128**
순이익률(%)	11.4	18.6	9.9	-15.1	15.6	5.6	-3.5	12.3	27.3	23.0	29.7	27.9
순이익(지배주주)	**33**	**56**	**23**	**-33**	**36**	**11**	**-8**	**44**	**94**	**87**	**120**	**126**
순이익 대비 비중(%)	101.9	100.5	92.5	98.1	97.5	76.8	105.1	97.5	97.8	98.0	98.2	98.5
qoq(%)												
매출액	-25.7	5.6	-15.8	-12.4	6.2	4.0	-6.2	58.0	-2.7	9.4	5.9	11.5
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	809.4	65.2
순이익	15.7	72.6	-55.2	적전	흑전	-62.7	적전	흑전	114.8	-7.7	36.9	4.7
순이익(지배주주)	13.8	70.3	-58.8	적전	흑전	-70.6	적전	흑전	115.5	-7.5	37.1	5.0
yoy(%)												
매출액	-30.0	-30.2	-34.9	-42.2	-17.4	-18.7	-9.3	63.7	49.9	57.8	78.1	25.7
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전
순이익	-72.1	-39.0	-55.3	적전	13.7	-75.5	적전	흑전	161.5	547.5	흑전	184.0
순이익(지배주주)	-71.6	-38.7	-59.2	적전	8.8	-81.2	적전	흑전	162.2	726.0	흑전	186.9

주: 동사는 1Q18부터 장르별 매출 Breakdown 정보 제공 안 함. 1Q18 이후 장르별 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표71 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,615**	**1,064**	**1,076**	**1,609**	**1,859**
Sports	199	152	112	213	220
RPG	1,267	728	803	1,187	1,427
Others	150	184	161	209	211
영업비용	1,572	1,265	1,253	1,575	1,721
인건비	266	332	387	416	435
마케팅비	127	114	123	148	135
지급수수료	605	356	294	423	492
로열티	381	252	217	336	390
감가상각비	22	30	34	37	40
무형자산상각비	20	24	32	36	38
기타	151	157	166	179	190
영업이익	**43**	**-201**	**-178**	**34**	**138**
영업이익률(%)	2.6	-18.9	-16.5	2.1	7.4
순이익	**293**	**80**	**88**	**435**	**614**
순이익률(%)	18.1	7.5	8.1	27.1	33.0
순이익(지배주주)	**295**	**80**	**82**	**427**	**602**
순이익 대비 비중(%)	100.6	99.6	93.6	98.2	98.1
EPS	**4,488**	**1,214**	**1,329**	**6,599**	**9,308**
EPS(지배주주)	**4,516**	**1,209**	**1,243**	**6,477**	**9,135**
yoy(%)					
매출액	6.0	-34.1	1.1	49.5	15.5
영업이익	32.1	적전	적지	흑전	305.6
순이익	46.1	-72.6	9.4	396.7	41.1
순이익(지배주주)	46.8	-72.9	2.8	421.0	41.0

주: 동사는 1Q18부터 장르별 매출 Breakdown 정보 제공 안 함. 1Q18 이후 장르별 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표72 Global Peer 펀드멘털 비교 (단위: %)

업체	2019E 매출 YoY	2019E OPM	2019E EBITDA Margin	2019E ROE	2020E 매출 YoY	2020E OPM	2020E EBITDA Margin	2020E ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
Everage	**19.5**	**27.6**	**32.4**	**20.6**	**9.9**	**28.3**	**32.9**	**17.8**
게임빌	**49.5**	**2.1**	**6.7**	**15.2**	**15.5**	**7.4**	**11.6**	**18.1**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표73 상대평가 Valuation Table (단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E 지배주주 EPS	2019E PER (현재가)	2019E PER (목표가)	2020E 지배주주 EPS	2020E PER (현재가)	2020E PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
Everage				**18.6**	**24.4**		**15.5**	**20.0**
게임빌	**56,800**	**64,000**	**6,477**	**8.8**	**9.9**	**9,135**	**6.2**	**7.0**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

게임빌 (063080)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	595	364	354	452	490
현금 및 현금성자산	315	104	112	143	153
유동금융자산	40	15	2	3	3
매출채권 및 기타채권	123	91	93	121	132
기타	116	155	146	186	202
비유동자산	2,660	2,995	3,338	3,778	4,327
유형자산	310	302	285	272	263
무형자산	89	74	195	153	125
투자자산	2,169	2,465	2,752	3,227	3,805
기타	92	154	106	126	134
자산총계	**3,255**	**3,360**	**3,692**	**4,231**	**4,816**
유동부채	435	564	626	601	500
단기이자지급성부채	232	373	482	385	250
기타	203	192	144	216	250
비유동부채	473	368	433	549	603
장기이자지급성부채	330	167	200	200	200
기타	143	201	233	349	403
부채총계	**909**	**932**	**1,060**	**1,150**	**1,102**
지배주주지분	2,339	2,415	2,552	2,987	3,601
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금 및 기타	694	690	740	740	740
이익잉여금	1,612	1,692	1,780	2,215	2,829
비지배주주지분	7	13	80	94	113
자본총계	**2,347**	**2,428**	**2,632**	**3,081**	**3,714**

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,615**	**1,064**	**1,076**	**1,609**	**1,859**
스포츠	199	152	112	213	220
RPG	1,267	728	803	1,187	1,427
기타	150	184	161	209	211
영업비용	1,572	1,265	1,253	1,575	1,721
영업이익	**43**	**-201**	**-178**	**34**	**138**
EBITDA	**85**	**-147**	**-112**	**107**	**216**
영업외손익	**320**	**267**	**291**	**408**	**503**
금융손익	-9	-13	-18	-21	-26
관계기업투자손익	392	328	340	469	572
기타손익	-63	-48	-31	-39	-43
세전이익	**363**	**65**	**114**	**442**	**641**
법인세비용	70	-15	26	7	27
당기순이익	**293**	**80**	**88**	**435**	**614**
지배주주순이익	295	80	82	427	602
총포괄이익	**241**	**72**	**79**	**394**	**556**
Profitability(%)					
영업이익률	2.6	-18.9	-16.5	2.1	7.4
세전이익률	22.4	6.2	10.6	27.5	34.5
EBITDA Margin	5.3	-13.8	-10.4	6.7	11.6
당기순이익률	18.1	7.5	8.1	27.1	33.0
ROA	8.9	2.4	2.5	11.0	13.6
ROE	13.1	3.4	3.5	15.2	18.1
ROIC	2.7	-9.6	-3.1	3.9	4.7

현금흐름표

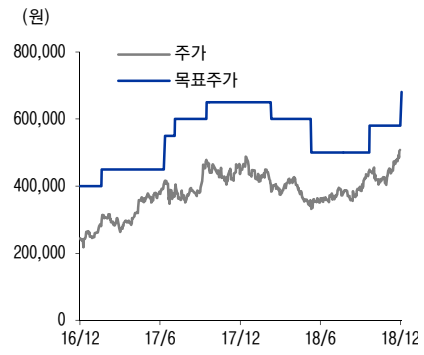
(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**40**	**-206**	**-33**	**189**	**233**
영업에서 창출된 현금	79	-173	7	215	280
당기순이익	293	80	88	435	614
조정사항	-207	-235	-45	-225	-341
유무형자산상각비	42	54	66	73	78
법인세비용	70	-15	26	7	27
이자손익	9	13	18	21	26
기타	-328	-288	-155	-327	-472
자산,부채 증감	-7	-18	-36	5	7
법인세,이자,배당금 등	-39	-33	-39	-26	-47
투자활동 현금	**-106**	**33**	**-103**	**-61**	**-88**
유무형자산 증감	-67	-28	-202	-55	-82
유동금융자산/투자자산	-34	63	65	-6	-7
기타	-6	-2	34	0	0
재무활동 현금	**-440**	**-21**	**144**	**-97**	**-135**
유상증자/Stock Option	3	1	1	0	0
차입금 증감	-410	-23	143	-97	-135
기타	-33	0	0	0	0
총현금흐름	**-506**	**-195**	**9**	**31**	**10**
기초 현금 및 현금성자산	819	315	104	112	143
외화 현금 환율변동 효과	3	-17	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	**315**	**104**	**112**	**143**	**153**
기말 기타현금성자산	40	15	2	3	3
기말 총현금유동성	**355**	**119**	**115**	**146**	**156**

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	10.9	76.0	42.8	8.6	6.1
P/B	1.4	2.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	39.7	N/A	N/A	39.1	18.7
P/CF	67.8	N/A	1,188.5	20.4	16.6
Per Share Data (원)					
EPS	4,488	1,214	1,329	6,599	9,308
BPS	35,977	36,808	39,912	46,718	56,319
CPS	718	-2,854	48	2,790	3,423
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	6.0	-34.1	1.1	49.5	15.5
영업이익	32.1	적전	적지	흑전	305.6
EPS	46.1	-72.9	9.4	396.7	41.1
총자산	-1.9	3.2	9.9	14.6	13.8
자기자본	10.5	3.5	8.4	17.1	20.6
Stability (%,배,억원)					
부채비율	38.7	38.4	40.3	37.3	29.7
유동비율	136.8	64.6	56.5	75.3	98.0
자기자본비율	72.1	72.3	71.3	72.8	77.1
영업이익/금융비용(x)	3.3	-12.4	-9.1	1.4	4.7
이자보상배율(x)	28.9	5.0	6.9	19.3	23.0
총차입금	550	527	613	585	450
순차입금	195	409	499	439	294

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

엔씨소프트 목표주가 추이

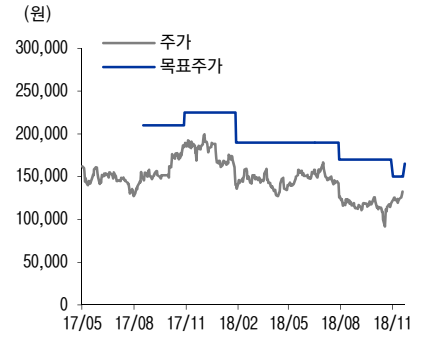


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.01.19	Buy	450,000 원	-9.8		-27.4
2017.06.12	Buy	550,000 원	-24.4		-29.7
2017.07.05	Buy	600,000 원	-20.3		-35.0
2017.09.15	Buy	650,000 원	-24.9		-32.2
2018.02.09	Buy	600,000 원	-28.8		-35.0
2018.05.11	Buy	500,000 원	-11.1		-24.4
2018.09.21	Buy	580,000 원	-12.4		-23.6
2018.12.03	Buy	680,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

넷마블 목표주가 추이

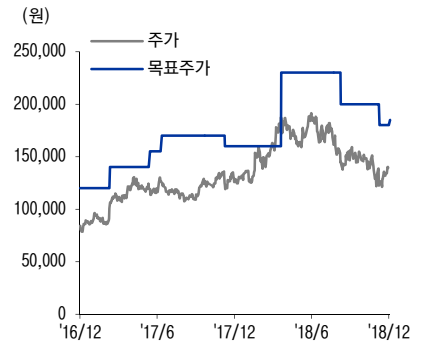


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.05.26	NR	NR			
2017.07.20	NR	NR			
2017.08.28	Buy	210,000 원	-11.2		-23.4
2017.11.09	Buy	225,000 원	-22.0		-26.3
2018.02.08	Buy	190,000 원	-12.4		-22.7
2018.08.09	Buy	170,000 원	-25.3		-31.6
2018.11.12	Buy	150,000 원	-11.7		-17.0
2018.12.03	Buy	165,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

컴투스 목표주가 추이

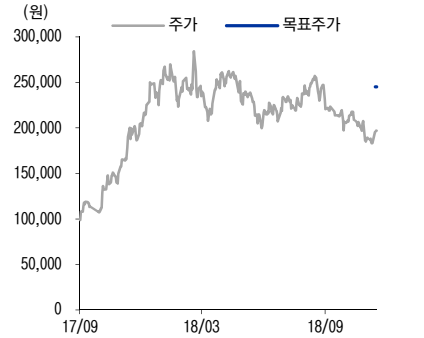


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.11.09	Buy	120,000 원	-15.9		-26.9
2017.02.09	Buy	140,000 원	-6.9		-16.5
2017.05.15	Buy	155,000 원	-16.1		-23.1
2017.06.12	Buy	170,000 원	-20.1		-29.8
2017.11.08	Buy	160,000 원	17.1		-11.2
2018.03.21	Buy	230,000 원	-16.7		-24.9
2018.08.09	Buy	200,000 원	-20.5		-27.5
2018.11.08	Buy	180,000 원	-22.2		-27.1
2018.12.03	Buy	185,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

펄어비스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.12.03	신규	박우성			
2018.12.03	Buy	245,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

더블유게임즈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.02.27	Buy	60,000 원	-2.2		-26.7
2017.05.11	Buy	75,000 원	-18.0		-24.4
2017.06.12	Buy	80,000 원	-16.8		-28.1
2017.11.08	Buy	75,000 원	-2.4		-22.2
2018.08.14	Buy	84,000 원	-12.5		-20.5
2018.12.03	Buy	76,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

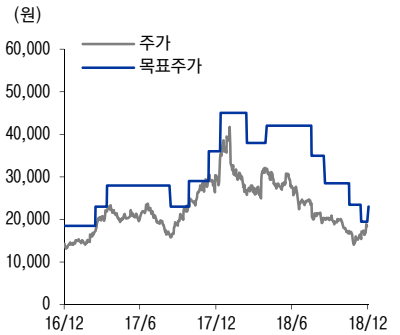
NHN 엔터테인먼트 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.11.10	Hold	55,000 원	17.5		-1.0
2017.05.15	Hold	60,000 원		10.5	18.3
2017.06.12	Buy	92,000 원	-8.7		-14.7
2017.08.14	Buy	82,000 원	1.5		-15.0
2018.02.12	Hold	82,000 원	-2.9		-16.8
2018.05.14	Buy	82,000 원	-14.4		-23.1
2018.10.23	Buy	72,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

웹젠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.11.08	Hold	18,500 원	-6.8		-19.8
2017.02.14	Buy	23,000 원	-3.9		-13.1
2017.03.14	Buy	28,000 원	-15.4		-26.4
2017.08.14	Buy	23,000 원	0.9		-13.4
2017.09.27	Buy	29,000 원	1.6		-8.2
2017.11.14	Buy	36,000 원	-4.3		-18.3
2017.12.12	Buy	45,000 원	-7.3		-27.5
2018.02.13	Buy	38,000 원	-15.5		-26.3
2018.04.02	Buy	42,000 원	-24.0		-35.2
2018.07.19	Buy	35,000 원	-33.4		-40.3
2018.08.20	Buy	28,500 원	-26.7		-32.5
2018.10.18	Buy	23,500 원	-27.4		-33.0
2018.11.15	Buy	19,500 원	-3.3		-11.7
2018.12.03	Buy	23,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

게임빌 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.11.09	Buy	69,000 원	-15.8		-28.4
2017.02.09	Hold	55,000 원	36.2		7.9
2017.06.12	Buy	76,000 원	-17.2		-23.2
2017.08.11	Buy	65,000 원	11.2		-4.5
2017.11.20	Buy	85,000 원	8.8		-12.4
2018.02.20	Hold	77,000 원	-1.6		-12.5
2018.05.15	Hold	70,000 원	-5.6		-4.3
2018.07.04	Hold	57,000 원	8.2		-9.4
2018.11.09	Buy	64,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

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

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

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)