

게임산업

가능성에 대한 베팅

게임
최진성
3787-2559
jschoi@hmcib.com





Contents

I. Executive Summary | 02

게임산업 투자 의견 Overweight 제시 | 02

II. Valuation | 04

Top picks 는 펠어비스와 엔씨소프트 | 04

III. 부정적이지만은 않은 국내시장 | 14

2018 년 부진했던 주가 수익률, 2019 년에는 신작 효과로 주가 반등 기대 | 14

MMORPG 포화상태, 차별화 된 게임에 대한 수요 증가 | 16

IP 보유 대형사 중심의 빈익빈 부익부 심화 | 17

신작 성과에 따른 주가 변동성 확대 전망 | 18

IV. 새로운 변화로 다가올 해외시장 | 19

국가별 차별화된 수혜 기업 주목 | 19

일본시장, 새로운 세대의 등장으로 시작된 변화 | 20

변화를 받아들이기 시작한 New generation | 22

지속된 시도로 획득한 현지화 노하우 | 24

중국시장, 재개된 판호 차별화되는 주가 | 26

판호 발급 재개 시 펠어비스/넷마블 수혜 예상 | 28

대만/동남아 시장, The Next China? | 29

미국시장, M&A 에 주목할 시기 | 33

V. 주목해야 할 게임 산업의 다음 트렌드 | 36

크로스플레이어를 통해 IP 의 효과는 더욱 중요해 질 것 | 36

기기와 스펙의 제약이 사라지는 클라우드게이밍, 5G 와 함께 성장 할 전망 | 39

VI. 축구, 야구, e 스포츠 | 45

VII. Appendix | 50

VIII. 관련 기업분석 | 51

펠어비스(263750) | 51

엔씨소프트(036570) | 59

컴투스(078340) | 65

넷마블(251270) | 70

가능성에 대한 베팅

Analyst 최진성

02) 3787-2559

jschoi@hmcib.com

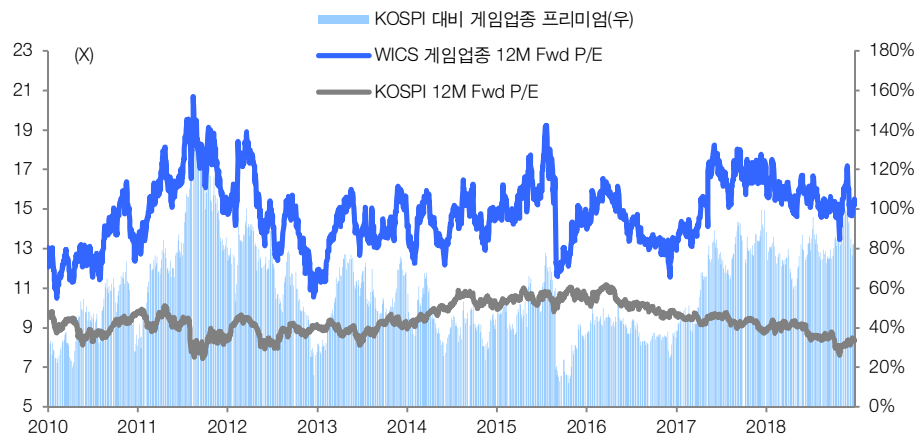
게임산업 투자의견 Overweight로 커버리지 개시

게임산업에 대한 투자의견 Overweight으로 분석을 개시한다. 2017년 모바일게임 성장과 함께 큰 성장을 이루었던 게임 산업은 2018년에 흥행작이 부재하며 연초 대비 주가가 하락하는 모습을 보였지만, 최근 중국 판호 발급 재개 이후 주가는 반등세를 보이고 있다. 하지만 2019년 이익성장을 대비로는 낮은 Multiple 수준으로 Valuation 매력과 함께 2019년 게임산업은 다수의 기대 신작 출시로 다시 한번 주식시장에서 부각될 것으로 전망된다. 1) 국내 시장은 기대신작 출시와 함께 국내유저의 ARPU와 이용시간이 동시 상승하며 성장할 것이고, 2) 올해도 중국 외 해외 시장에서의 성과는 지속 상승할 것이며, 3) 중국 판호 발급처 이관 작업 완료와 함께 판호 발급이 다시 재개되며 국내 게임 판호 발급에 대한 가능성이 증가하고 있기 때문이다.

Top picks는 펠어비스, 엔씨소프트 제시

게임주의 주가흐름에 있어 가장 큰 영향을 미치는 요소는 기존 게임의 매출 지속성과 신작 및 신규시장에 진입으로 발생하는 모멘텀이다. 게임주가 상승하는 경우는 크게 두가지로 볼 수 있다. 1) 기존 게임의 매출이 안정적으로 유지되며 신작출시/신규 시장 진출에 대한 기대감이 주가에 반영되는 경우, 2) 신작에 대한 기대감이 낮아 주가에 반영되지 않은 상태에서 의미있는 실적을 기록하며 Re-rating되는 경우이다. 게임주는 높은 이익성장률을 기반으로 항상 시장대비 프리미엄을 받아왔는데, 2019년에도 높은 이익성장을 기반으로 프리미엄은 지속 유지될 전망이다. 게임 업종 Top pick으로 펠어비스(BUY/255,000원)와 엔씨소프트(BUY/610,000원)를 제시한다. 펠어비스는 검은사막 PC와 모바일이 진출해 있는 시장에서 꾸준한 매출을 유지하고 있으며 새로운 시장(일본, 북미/유럽, 동남아, 중국)진출로 신규 매출 증대가 가능할 것이다. 엔씨소프트는 '리니지2M'이 2019년 상반기 최고 기대작이 될 것으로 예상하며 출시 전까지 신작 기대감과 함께 주가 상승이 지속될 전망이다. 종목선호도는 펠어비스>엔씨소프트>컴투스>넷마블 순으로 제시한다.

국내 게임업종 12M Fwd P/E 추이



자료 : WISEIN, 현대차증권

Executive Summary

게임산업 투자 의견 Overweight 제시

- 게임산업 투자 의견
Overweight 제시
- 1) 내수시장 성장
 - 2) 해외 확장성
 - 3) 플랫폼 다변화

게임 업종 주가에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 신작 기대감과 새로운 시장으로의 확장성이다. 2019년은 작년 대비 기대 신작이 다수 존재하고 국가/플랫폼별로 새로운 확장 가능성이 존재한다. 본 보고서에서는 위 요소들이 국내 게임 산업에 미치는 영향과 가장 수혜를 많이 받는 기업에 대해 파악해보고자 한다.

게임 업종에 대한 투자 의견 Overweight으로 분석을 개시한다.

- 1) 국내 게임 산업에서 모바일의 성장은 지속될 전망이다. MMORPG 경쟁 속에 가장 큰 신작 모멘텀을 가진 엔씨소프트의 수혜가 예상된다.
- 2) 해외 시장에 대해서는 국가별 수혜 기업에 주목해야 하며 그 중 일본 시장으로의 수출액 증가와 중국 판호 발급에 대한 기대감에 따른 펠어비스의 수혜가 예상된다.
- 3) 게임시장의 새로운 트렌드로 e스포츠, 크로스플랫폼, 클라우드 게이밍이 대두될 것으로 전망한다.

올해 국내 게임시장은 다시 한번 성장 가능할 것으로 전망한다. 2018년 국내 게임 업종지수는 연초대비 -17.3% 하락하였는데, 2018년 지수 하락의 주 원인은 신작 출시 지연과 중국 판호 발급 기대감 감소로 판단된다. 2019년 국내 게임산업은 다수의 기대 신작 출시와 함께 성장 가능할 것으로 전망되지만, 대형사 중심의 빈익빈 부익부 현상이 지속됨에 따라 대형사 중심의 투자가 유효할 전망이다.

해외 수출액은 2019년에도 지속적으로 증가할 전망이다. 중국에서 2017년 3월 이후 신규 판호 발급을 허용해주지 않으면서 국내 게임사들은 중국 외 시장에 지속적인 진출 시도를 하고 있다. 강력한 IP를 바탕으로 해외 시장에 성공적으로 진출하는 게임사에 대해 주목해야 할 것으로 보인다. 그 중 한국 시장보다 큰 시장이지만, 기존 한국 기업의 진출이 쉽지 않았던 일본 시장에서의 흥행 가능성에 주목해야 한다는 판단이다.

2018년 12월 29일에 중국에서 판호 발급 재개를 발표했다. 총 80종 게임에 대한 신규 판호 발급이 이루어졌고 2019년 1월에 추가 발급 게임 84개를 발표했지만, 외자판호에 대한 발급은 이루어지지 않았다. 당사는 자국 기업 보호 차원에서 초기에는 내자판호를 중심으로 판호 발급이 이루어질 것으로 전망하며, 국내 게임업체에 대한 판호 발급이 이루어질 경우 수익 증대와 함께 주가 Re-rating이 가능할 것으로 예상한다.

게임시장의 향후 먹거리에 대한 대비도 필요하다. e스포츠는 빠른 속도로 성장하고 있다. 관람객수는 꾸준히 증가하고 있으며 보는 게임의 성장과 함께 지속적인 성장이 가능할 전망이다. 또한 향후 게임 산업은 하나의 IP를 통해 각기 다른 플랫폼에서 즐길 수 있는 크로스플랫폼과 클라우드 게이밍이 발달할 것으로 전망된다. 앞으로도 IP의 파워는 지속적으로 증가할 것이며 강력한 IP를 보유한 기업의 가치는 지속적인 증대가 가능할 전망이다.

〈표1〉 국가별 요약

	한국	일본	대만/신항시장	중국	미국
국내 기업 조감도					
시장 규모(한국시장 대비)	10.7 십억달러	17.7 십억달러(1.7배)	3.5 십억달러(0.3배)	34.4 십억달러(3.2배)	31.5 십억달러(2.9배)
수출액 비중(2016년 기준)	-	18.4%	15.6%	37.6%	11.4%
플랫폼 선호도	모바일>PC>콘솔	모바일>콘솔>PC	모바일>PC>태블릿	모바일>온라인>웹	콘솔>모바일>PC
선호 장르	MMORPG	전략/RPG	RPG	RPG	캐주얼/전략
온라인 인구당 ARPU	117달러	159달러	63달러(대만)	44달러	115달러
과금시스템 선호도	O	O	O	O	X
스마트폰 보급률	91%	59%	70%(대만)	68%	77%
주요 포인트	- 경쟁 심화되나 추가 상승여력 존재 - 웰메이드 게임에 대한 수요 향상 존재 - 유저 ARPU 및 이용시간 지속 상승될 것으로 전망 - 대형사 쏠림 현상 심화	- 모바일 게임 시장 지각 변동 발생 중으로 보임 - 젊은 유저 중심으로 새로운 게임 대한 반감 ↓ - 유저당 ARPU 타 국가 대비 최고 수준 - 완벽한 현지화가 KEY!	- 글로벌 시장에서 가장 빠른 성장 속도 기록 중 - 한국산 게임에 친화적 - 한국유저와 비슷한 성향 - L2R 동남아 대만 시장 총 6개국 매출 1위 기록 - 현지화가 KEY!	- 세계에서 가장 큰 시장 - 한국유저와 비슷한 성향 - 과금시스템 거부감 X - 한국 IP에 대한 인지도 ↑ - 특이 유통 구조로 인해 타 국가 대비 수익성 ↓ - 판호 발급 시기가 핵심!	- 게임 하나에 오랜 시간 투자 X, 다게임 동시 진행 - Pay to Win 선호 X - 성향이 너무 달라 장벽 존재, 낮은 수출 비중 - 국내사의 M&A 통한 진출 지속 주시 필요
흥행 예상 게임	리니지2M(엔씨소프트) BTS월드(넷마블)	검은사막M(펄어비스) 세븐나이츠2(넷마블)	검은사막M(펄어비스)	검은사막(펄어비스) L2R(넷마블)	스카이랜더스(컴투스)

자료 : 현대차증권

Valuation

Top picks는 펠어비스와 엔씨소프트

국내 게임업종
12M Fwd P/E 10~20배
사이에서 거래

국내 게임업종은 일반적으로 12M Fwd P/E 기준 10~20배 수준에서 거래되고 있으며 KOPSI 대비 평균 50%정도의 Premium을 받아왔다. 글로벌 기업들은 12M Fwd P/E 기준 15~30배 수준에서 거래되고 있다. Premium의 근거는 신작에 대한 기대감과 신작 흥행에 따른 높은 이익 성장률이다. 대작의 출시가 예정되어 있는 경우 신작에 대한 기대감이 주가에 선반영되며 높은 Multiple을 받지만, 신작의 출시로 모멘텀이 소멸되거나 신작의 흥행이 기대에 미치지 못하는 경우 Multiple이 크게 하락하기도 한다.

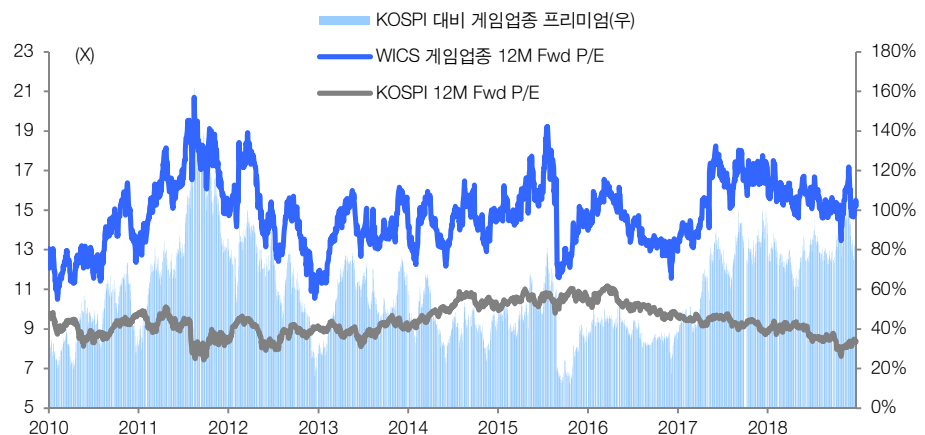
게임 업종의 주가는
기존 게임의 실적과
신작 모멘텀에 연동

지속적인 신작 흥행으로 Hit-ratio를 높여가는 기업에는 높은 Multiple이 부여되지만, 신작 부진으로 추가 IP를 확보하지 못하고 영업이익이 하락하는 기업에는 낮은 Multiple이 부여된다. 해외 기업 사례에서도 확인할 수 있듯이 게임 업종의 주가는 이익성장률을 기반으로 움직이는 것을 확인할 수 있다. 게임업종의 주가는 기존 게임의 매출 지속성과 신작 및 신규시장의 진입으로 발생하는 모멘텀의 함수이다. 게임주가 상승하는 경우는 크게 두 가지로 볼 수 있다. 1) 기존 게임의 매출이 안정적으로 유지되며 신작출시/신규 시장 진출에 대한 기대감이 주가에 반영되는 경우, 2) 신작에 대한 기대감이 낮아 주가에 반영되지 않은 상태에서 의미있는 실적을 기록하며 Re-rating되는 경우이다.

Top picks
펠어비스, 엔씨소프트
제시

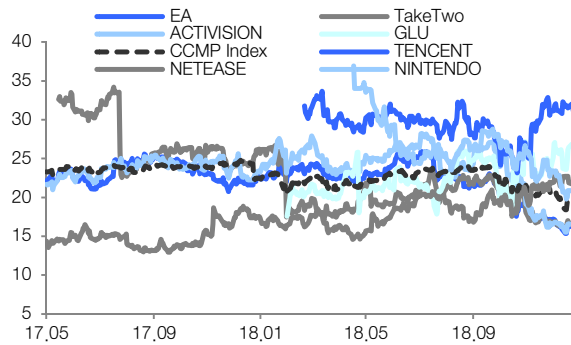
게임산업 내 Top picks로 펠어비스와 엔씨소프트를 제시한다. 기존 게임의 실적이 안정적으로 유지되면서 신작과 신규 시장 개척을 통해 새로운 매출 창출이 가능한 회사이다. 엔씨소프트는 위 주가 상승 사례 첫번째 케이스, 펠어비스는 두번째 케이스로 주가 Re-rating이 가능할 것으로 판단한다.

〈그림1〉 국내 게임업종 12M Fwd P/E 추이



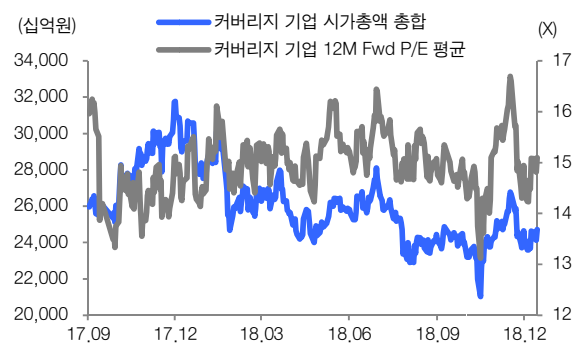
주 : WICS(WISEIn Industry Classification Standard): WiseIn의 Sector 분류기준
자료 : WiseIn, 현대차증권

〈그림2〉 글로벌 Peer 12M Fwd P/E 추이



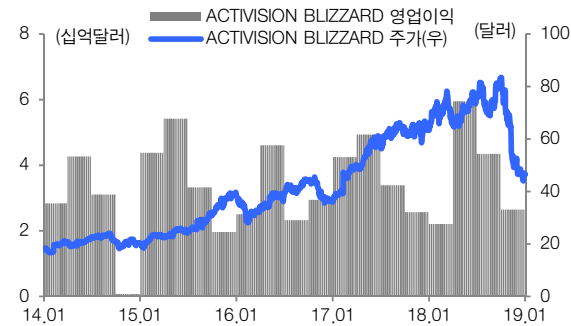
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 게임 커버리지 업종 시가총액 및 P/E 추이



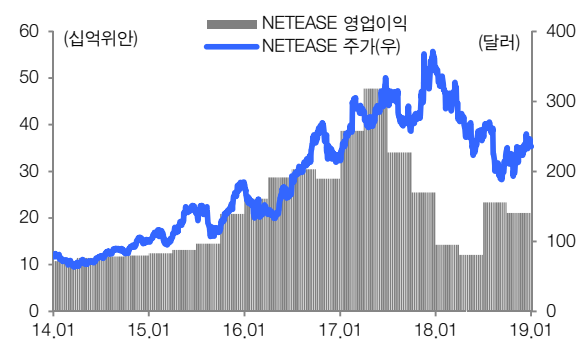
자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림4〉 액티비전 블리자드 영업이익 및 주가 추이



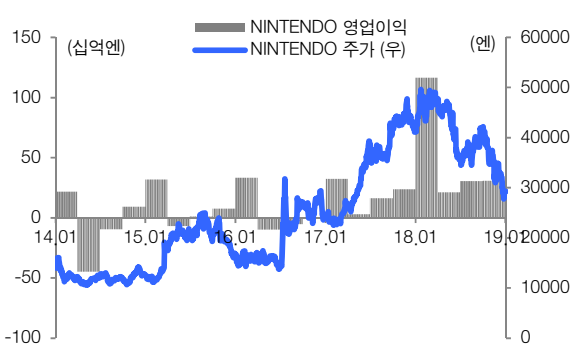
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 넷이즈 영업이익 및 주가 추이



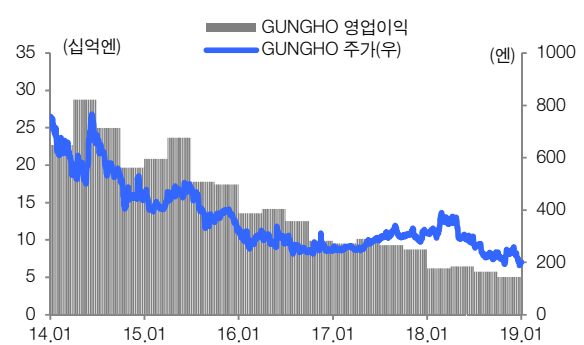
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 닌텐도 영업이익 및 주가 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 경호 온라인 영업이익 및 주가 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈표2〉 커버리지 기업별 Valuation 및 투자포인트

(단위: 원, %, X)

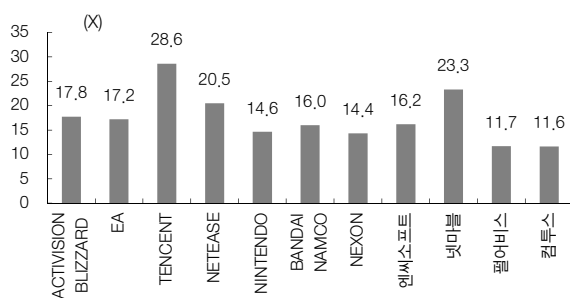
기업명	투자의견	목표주가	EPS 성장률		P/E		ROE		투자포인트
			18F	19F	18F	19F	18F	19F	
펄어비스	BUY	255,000	886.5	45.9	16.3	9.7	45.1	44.5	- 검은사막 모바일 해외 확장으로 실적↑ - P/E 밴드 하단 수준으로 주가 하방 지지 - 중국 판호 재개될 경우 PC검은사막 출시
엔씨소프트	BUY	610,000	4.2	38.1	22.3	16.6	17.3	22.5	- 안정적인 운영으로 꾸준한 리니지M 실적 - 리니지 리마스터 출시로 실적 반등 예상 - 올해 5종의 신작 출시로 외형 성장
컴투스	BUY	135,000	-6.3	18.8	12.4	8.9	16.3	16.7	- 스카이랜더스 북미 마케팅으로 흥행 예상 - P/E 밴드 하단 수준으로 주가 하방 지지
넷마블	BUY	135,000	-32.7	83.8	42.5	22.7	5.0	8.6	- 다양한 신작 출시로 실적 성장 예상 - 중국 판호 재개될 경우 L2R 출시

자료: 현대차증권

국내 기업 간 Historical P/E Valuation 상대 비교가 적합

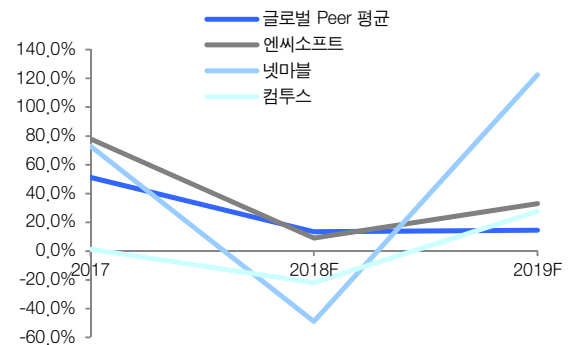
국내 기업 간 Historical P/E Valuation을 주요 비교 수단으로 활용했다. 현재 넷마블을 제외한 커버리지 기업은 2019F EPS 기준 글로벌 Peer 그룹 평균 대비 낮은 Multiple을 기록하고 있다. 2019년 커버리지 기업의 예상 영업이익 성장률이 Peer 그룹의 평균 대비 높은 수준임을 감안하면 현재 Valuation은 저평가된 상태로 판단한다. 글로벌 Peer 그룹과 국내 기업의 Multiple 밴드 차이(글로벌 15~30배 vs. 국내 10~20배)와 서로 다른 배경(미국, 일본의 경우 콘솔 위주에서 모바일로의 변화 vs. 국내는 온라인에서 모바일로의 변화)을 감안하면 국내 기업간 Historical 상대 비교가 더 적합한 방법이라고 판단한다.

〈그림8〉 Peer/커버리지 기업 2019년 예상 P/E



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림9〉 Peer/커버리지 기업 영업이익 성장률



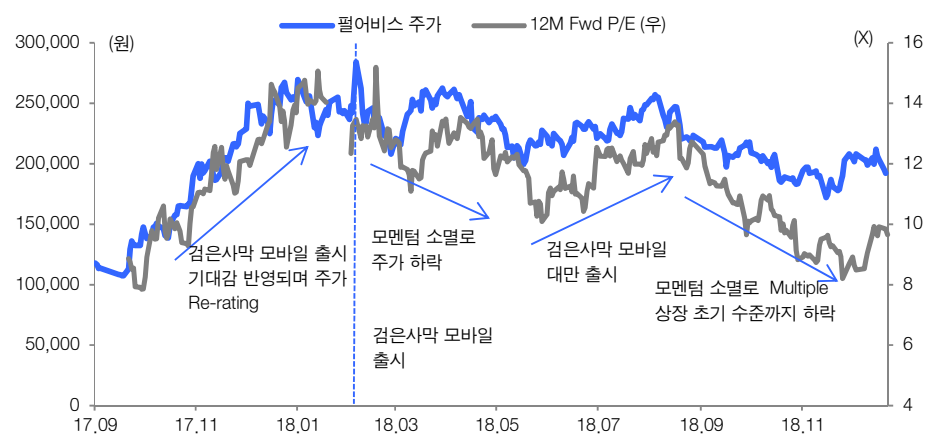
주: 펄어비스는 아웃라이어로 제외
자료: Bloomberg, 현대차증권

펄어비스 현재 주가 P/E 밴드 하단 수준

펄어비스 당사는 펄어비스의 목표주가로 2019년 추정 EPS에 Target P/E 13.6배를 적용한 255,000원을 제시한다. 당사는 4분기 실적 둔화에 대한 우려로 주가가 지속 하락하였고 현재 주가는 2019F EPS 기준 P/E 10배 수준이다. 동사의 역사적 P/E 저점은 8배인데, 이 시기가 검은사막 모바일 출시 전이었던 상장 초기 임을 감안하면 현재 주가는 매력적인 수준으로 판단한다.

- 투자포인트:** 동사의 투자포인트는 3가지로 요약 가능하다. 1) 동사가 기존 출시한 시장에서 검은사막 온라인과 모바일은 안정적인 매출을 지속할 전망이다. 검은사막 온라인의 경우 출시 3년이 지난 현재에도 꾸준한 매출을 유지하고 있으며 지속적인 업데이트를 통해 라이프 사이클이 장기화되고 있기 때문이다. 2) 검은사막 콘솔버전 출시와 모바일의 글로벌 확장을 통해 실적 성장이 가능할 전망이다. 동사는 1분기에 검은사막 콘솔버전 출시가 계획되어 있고, 검은사막 모바일은 일본 진출을 시작으로 분기별로 북미/유럽, 동남아 출시를 계획하고 있다. 3) 상장 후 지속적으로 받아오던 원게임 리스크에 따른 Valuation 할인율이 축소될 것으로 전망한다. CCP게임즈 인수에 따른 'EVE' IP 확보와 하반기 자체 개발 신작 출시를 통해 보유 IP가 다각화되기 때문이다.
- 1) 기존 게임 매출 유지
2) 검은사막 글로벌 확장
3) 보유 IP 증가

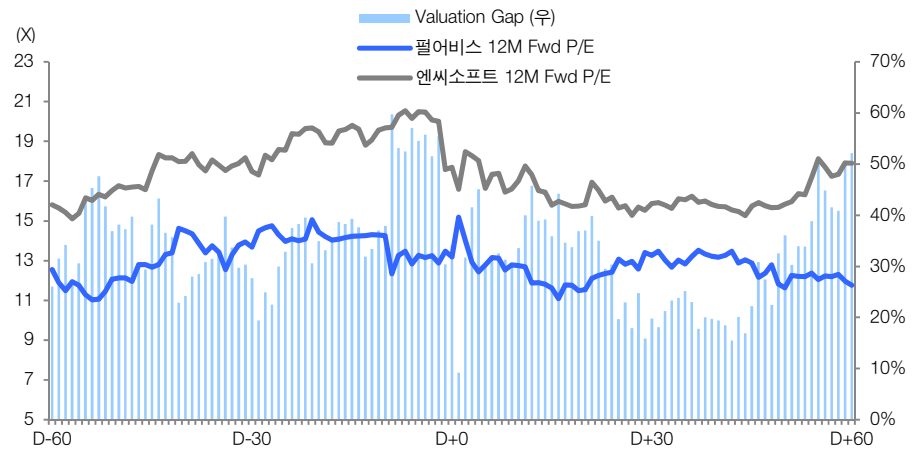
〈그림10〉 펠어비스 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

- 원게임 리스크** 당사는 펠어비스의 Target P/E를 구하기 위해 동사와 국내에서 가장 비슷한 비즈니스 모델을 갖추고 있는 엔씨소프트와 넷마블의 사례를 활용하고자 한다. 두 기업은 동사와 마찬가지로 강력한 IP를 보유하고 있으며, 게임 개발과 퍼블리싱이 모두 가능한 기업이다. 펠어비스와 엔씨소프트의 모멘텀 발생 구간(검은사막 모바일과 리니지M 출시 전)과 소멸 구간(검은사막 모바일과 리니지M 출시 후)을 비교해 보면 두 회사는 평균적으로 30~40%의 Valuation Gap이 발생한다. 펠어비스가 엔씨소프트 대비 낮은 Multiple을 받는 주된 이유는 원게임 리스크에 따른 할인으로 판단한다. 하지만 CCP게임즈 인수에 따른 'EVE' IP 확보와 자체개발 신작 확보를 통해 할인은 점차 축소될 전망이다.
- 할인율 점차 축소될 것**

〈그림11〉 엔씨소프트와 펠어비스 Valuation Gap

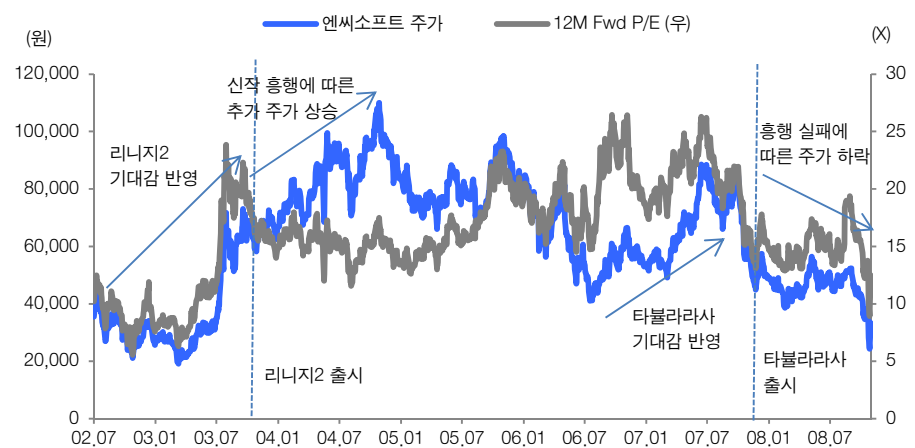


주 : D+0 지점은 리니지M과 검은사막 모바일 출시일
자료 : Wisefn, 현대차증권

기대감이 낮을 때
홍행 할 경우
더 큰 폭의 주가상승이
발생

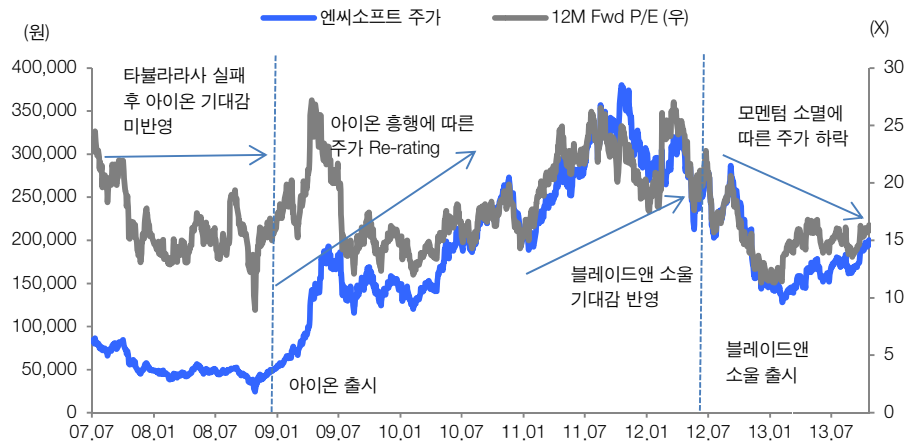
엔씨소프트의 경우를 살펴보면, 기대작이 흥행에 성공할 경우 다음 신작 출시 전에 신작에 대한 기대감이 주가에 선반영된다. 하지만 기대작이 흥행에 실패할 경우, 그 다음 신작에 대한 기대감은 낮아져 주가에 반영되지 않는다. 기본적으로 엔씨소프트는 신작이 출시될 경우 주가에 기대감이 선반영하는 경우가 대다수였으나 2007년 기대작 타블라 라사 실패 후 아이온을 출시했을 때 전작의 실망감으로 신작에 대한 기대감이 낮아 주가에 반영되지 못했었다. 하지만 아이온이 흥행을 기록하고 해외 진출에 성공하면서 12M Fwd P/E는 약 9배에서 27배까지 상승하였다.

〈그림12〉 엔씨소프트 전작이 흥행할 경우 다음 신작의 기대감이 주가에 반영되는 사례



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림13〉 엔씨소프트 전작이 실패할 경우 다음 신작의 기대감이 주가에 미반영되는 사례

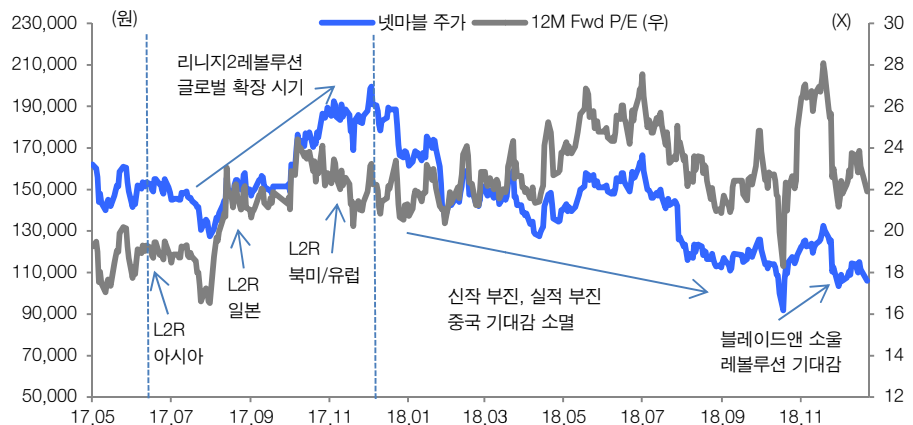


자료 : Wisefn, 현대차증권

필어비스
Target P/E 13.6배.
상승여력 높아

넷마블의 경우 리니지2 레볼루션이 동남아 및 일본 그리고 북미/유럽에 성공적으로 진출해 주가 Re-rating되며 12M Fwd P/E 17배에서 23배까지 상승한 경험에 있다. 필어비스의 경우에도 검은사막 모바일이 국내와 대만 시장에서 이미 유의미한 성적을 기록한바 있기 때문에, 향후 추가적인 해외 시장에서 흥행을 이끌어 낸다면 주가 Re-rating이 가능할 것으로 전망된다. 엔씨소프트가 모바일 시장 진출 후 받은 최고 12M Fwd P/E 21배에서 35% 할인한 13.6배를 필어비스의 Target P/E로 설정한다. 필어비스는 검은사막 모바일 국내 출시 기대감으로 최고 15배까지 받았던 바 있다.

〈그림14〉 넷마블 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

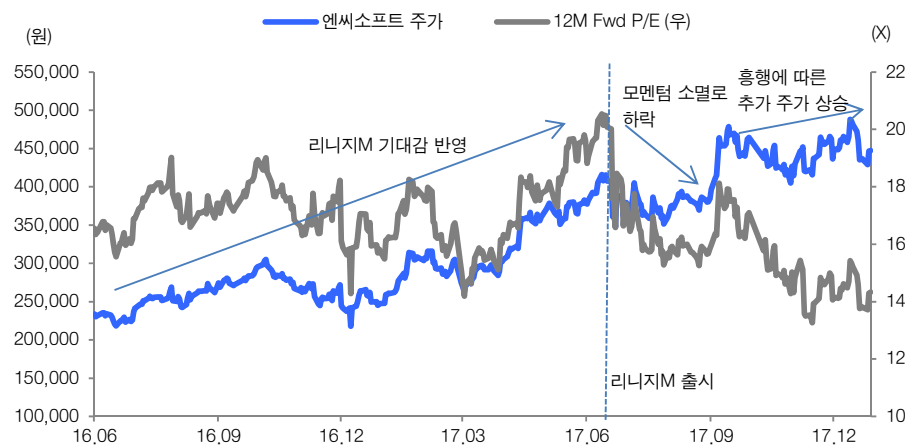
엔씨소프트 Target
P/E 21배 제시
리니지M 출시
직전 수준

엔씨소프트: 당사는 엔씨소프트의 목표주가로 2019F EPS에 리니지M 출시 직전 P/E Multiple 21배를 적용한 610,000원을 제시한다. 동사의 투자포인트는 1) 뛰어난 개발력과 운영능력, 2) 상반기 최고 기대작 ‘리니지2M’ 출시에 따른 신작 기대감 반영이다.

엔씨소프트는 리니지M을 통해 국내 최고의 모바일게임 개발력과 운영능력이 있다는 것을 증명하였다. 엔씨소프트 주가가 Re-rating되는 경우를 살펴보면 전작이 흥행했을 때 신작 기대감이 주가에 선반영 되어 주가가 상승한다. 리니지M의 큰 성공으로 주가 상승을 경험한 엔씨소프트는 이번 리니지2M 출시를 통해 신작에 대한 기대감이 출시 전까지 주가에 반영될 것으로 판단한다. 또한 경쟁작들의 흥행부진으로 상반기 중 리니지2M에 대한 기대감은 더욱 증폭될 것으로 예상된다. 리니지2M은 올해 최고 기대작으로 리니지M보다 라이트한 게임성과 고퀄리티 그래픽, 뛰어난 액션감을 표현할 것으로 예상된다. 또한, 사상 최대 규모의 풀 3D 오픈월드 MMORPG로서 하드코어 유저층을 대상으로 한 리니지M과 달리 미드코어 유저층까지 타겟으로 하며 유저풀 확대와 함께 흥행이 가능할 전망이다.

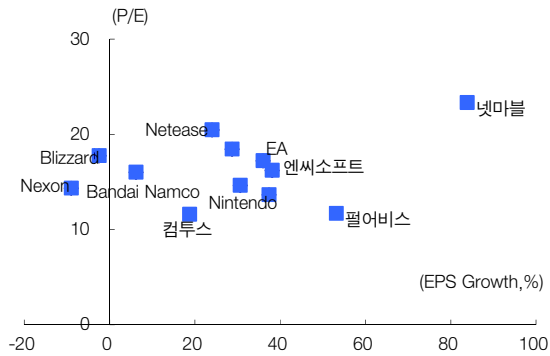
리니지M이 출시될 당시 리니지 IP 모바일 게임 출시에 대한 기대감으로 출시 1년전인 2016년 6월부터 주가가 상승하였고 출시 후에도 꾸준한 실적을 기록하며 주가 상승을 이어갔다. 출시 직전에 가장 높은 P/E인 21배를 기록하였고 출시 6개월 전인 1월에는 17배 수준이었다. 현재에도 동사는 리니지M 출시 당시와 비슷한 Valuation 수준을 보이고 있다. 보수적인 추정으로 리니지2M이 6월에 출시된다고 가정했을 때 1월인 현재 17배 수준에서 거래되고 있다. 당사는 리니지2M을 리니지M에 버금가는 대작으로 판단하며 리니지2M 직전까지 신작 모멘텀과 함께 리니지M 당시의 Multiple은 도달 가능할 것으로 판단한다.

〈그림15〉 리니지M 출시 전후 엔씨소프트 주가 및 12M Fwd P/E 추이



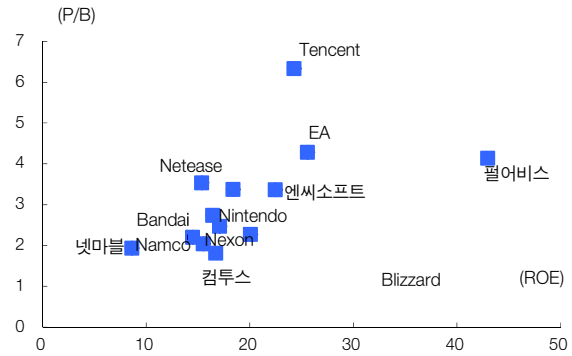
자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림16〉 P/E-EPS Growth



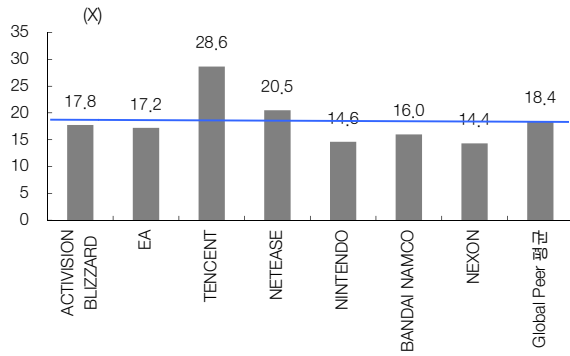
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림17〉 P/B-ROE Growth



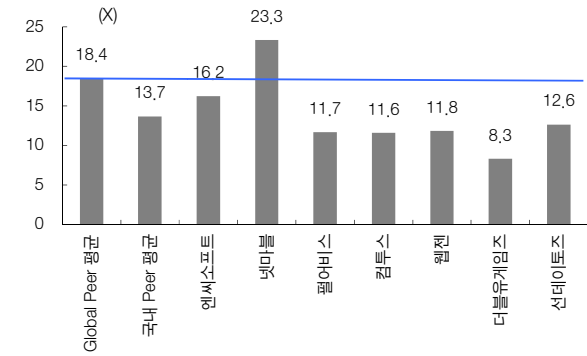
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림18〉 Global Peer 2019F 예상 P/E



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림19〉 국내 Peer 2019F 예상 P/E



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈표3〉 Global Peer Valuation

(단위 : 십억원, 원, 배)

	연도	ACTIVISION BLIZZARD	EA	TENCENT	NETEASE	NINTENDO	BANDAI NAMCO	NEXON	Global Peer 평균
매출액	17	7,689	5,551	40,418	9,195	10,415	6,414	2,257	11,706
	18F	8,330	5,822	51,745	11,122	12,844	7,029	2,638	14,218
	19F	8,337	6,250	67,052	13,859	14,522	7,272	2,816	17,158
영업이익	17	2,634	1,798	14,217	2,239	1,686	622	898	3,442
	18F	2,807	1,857	16,728	1,284	2,748	832	1,068	3,904
	19F	2,887	2,110	18,984	1,571	3,731	890	1,154	4,475
EBITDA	17	2,830	1,943	15,409	2,392	1,795	849	973	3,741
	18F	3,003	2,013	19,434	1,496	2,769	1,068	1,115	4,414
	19F	3,186	2,241	22,754	1,875	3,796	1,117	1,186	5,165
순이익	17	972	1,099	11,357	1,934	1,326	446	686	2,546
	18F	1,875	1,093	13,577	977	2,061	596	1,026	3,029
	19F	1,764	1,338	15,274	1,200	2,693	633	933	3,405
EPS	17	1,414	3,523	16	14,484	10,889	2,051	780	4,737
	18F	2,376	3,350	19	7,425	16,944	2,712	1,160	4,855
	19F	2,318	4,557	1,582	9,212	22,144	2,881	1,056	6,250
영업이익률	17	34.3%	32.4%	35.2%	24.4%	16.2%	9.7%	39.8%	29.4%
	18F	33.7%	31.9%	32.3%	11.5%	21.4%	11.8%	40.5%	27.5%
	19F	34.6%	33.8%	28.3%	11.3%	25.7%	12.2%	41.0%	26.1%
매출액 성장률	17	0.2%	-0.3%	52.2%	37.8%	100.5%	-2.6%	15.3%	36.1%
	18F	8.3%	4.9%	28.0%	21.0%	23.3%	9.6%	16.9%	21.5%
	19F	0.1%	7.4%	29.6%	24.6%	13.1%	3.5%	6.7%	20.7%
영업이익 성장률	17	60.7%	27.9%	53.6%	1.4%	440.7%	-7.4%	106.5%	51.3%
	18F	6.6%	3.3%	17.7%	-42.7%	63.0%	33.7%	19.0%	13.4%
	19F	2.8%	13.6%	13.5%	22.4%	35.8%	7.0%	8.1%	14.6%
EPS 성장률	17	-6.3%	-3.9%	9.5%	-6.3%	20.1%	-3.9%	215.6%	3.3%
	18F	68.1%	-4.9%	17.9%	-48.7%	55.6%	32.2%	48.7%	2.5%
	19F	-2.4%	36.0%	8184.0%	24.1%	30.7%	6.2%	-9.0%	28.7%
ROE	17	15.1	30.6	31.2	28.5	10.6	12.4	17.0	20.8
	18F	18.2	26.7	26.7	13.9	14.4	14.4	19.0	19.1
	19F	16.4	25.6	24.3	15.4	17.1	14.5	15.5	18.4
P/E	17	20.8	20.7	21.1	16.4	28.9	22.6	18.7	21.3
	18F	18.2	19.4	30.8	24.7	19.1	17.0	13.1	20.3
	19F	17.8	17.2	28.6	20.5	14.6	16.0	14.4	18.4
P/B	17	3.5	6.3	3.3	4.4	2.9	2.7	3.0	3.7
	18F	3.2	4.9	4.3	4.1	2.7	2.4	2.4	3.4
	19F	2.7	4.3	6.3	3.5	2.5	2.2	2.0	3.4
EV/EBITDA	17	13.6	12.8	30.3	13.5	19.4	9.9	9.7	15.6
	18F	13.2	12.9	23.5	20.7	13.0	7.9	8.6	14.3
	19F	12.4	11.6	20.1	16.5	9.5	7.6	8.1	12.3

주 : K-IFRS 연결기준
 자료 : 각사, 현대차증권

〈표4〉 국내 Peer Valuation

(단위 : 억원, 배, %)

	연도	Global Peer 평균	국내 Peer 평균	엔씨소프트	넷마블	펄어비스	컴투스	웹젠	더블유 게임즈	선데이토즈
매출액	17	11,706	758	1,759	2,425	52	508	166	322	72
	18F	14,218	777	1,721	2,055	369	480	237	489	87
	19F	17,158	1,039	2,157	3,025	621	576	240	550	104
영업이익	17	3,442	207	585	510	22	195	42	84	13
	18F	3,904	206	638	261	162	152	79	142	8
	19F	4,475	310	848	580	279	194	76	177	16
EBITDA	17	3,741	226	615	574	23	197	50	107	14
	18F	4,414	228	666	336	167	155	87	174	9
	19F	5,165	333	877	657	292	196	82	206	16
순이익	17	2,546	143	441	310	15	142	31	50	13
	18F	3,029	161	459	223	143	133	62	97	10
	19F	3,405	233	635	411	230	158	61	119	16
EPS	17	4,737	5,930	20,104	3,898	1,293	11,066	892	2,859	1,396
	18F	4,855	7,684	20,943	2,623	11,615	10,371	1,764	5,434	1,037
	19F	6,250	10,556	28,930	4,822	17,797	12,317	1,729	6,598	1,701
영업이익률	17	29.4%	27.4%	33.3%	21.0%	41.3%	38.3%	25.5%	26.1%	18.5%
	18F	27.5%	26.5%	37.1%	12.7%	43.8%	31.6%	33.3%	29.0%	9.6%
	19F	26.1%	29.8%	39.3%	19.2%	44.9%	33.7%	31.5%	32.1%	15.2%
매출액 성장률	17	36.1%	74.6%	78.8%	61.6%	0.0%	-1.0%	-24.5%	106.6%	-6.5%
	18F	21.5%	2.5%	-2.1%	-15.3%	604.6%	-5.5%	42.8%	52.0%	20.5%
	19F	20.7%	33.8%	25.3%	47.2%	68.4%	20.0%	1.3%	12.6%	19.1%
영업이익 성장률	17	51.3%	74.9%	77.9%	73.0%	0.0%	1.4%	-25.9%	87.3%	-23.1%
	18F	13.4%	-0.6%	9.1%	-48.9%	646.1%	-21.9%	86.2%	68.8%	-37.3%
	19F	14.6%	50.5%	32.9%	122.4%	72.8%	27.6%	-3.9%	24.6%	88.1%
EPS 성장률	17	3.3%	31.1%	61.9%	43.3%	0.0%	-6.2%	-37.7%	-3.2%	-13.1%
	18F	2.5%	29.6%	4.2%	-32.7%	798.2%	-6.3%	97.8%	90.1%	-25.7%
	19F	28.7%	37.4%	38.1%	83.8%	53.2%	18.8%	-2.0%	21.4%	64.0%
ROE	17	20.8	13.7	19.1	11.2	9.9	20.4	12.1	12.2	10.6
	18F	19.1	18.5	17.3	5.0	41.0	16.3	20.7	21.8	7.5
	19F	18.4	20.1	22.5	8.6	43.0	16.7	16.8	21.6	11.3
P/E	17	21.3	23.5	22.3	48.4	-	12.3	23.6	19.2	15.4
	18F	20.3	19.9	22.4	42.9	17.9	13.8	11.7	10.1	20.7
	19F	18.4	13.7	16.2	23.3	11.7	11.6	11.8	8.3	12.6
P/B	17	3.7	3.8	3.6	3.7	10.9	2.3	2.5	2.1	1.5
	18F	3.4	2.9	4.0	2.1	6.4	2.1	2.1	1.9	1.5
	19F	3.4	2.3	3.4	1.9	4.1	1.8	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	17	15.6	28.3	13.7	24.2	120.3	5.5	12.7	13.1	8.6
	18F	14.3	12.2	13.3	22.7	14.1	6.7	7.3	8.0	13.1
	19F	12.3	7.8	9.4	11.4	7.2	4.7	7.7	6.8	7.2

주 : K-IFRS 연결기준
자료 : 각사, 현대차증권

부정적이지만은 않은 국내시장

2018년 부진했던 주가 수익률, 2019년에는 신작 효과로 주가 반등 기대

과거 캐주얼에서
현재 RPG 위주로 변모한
국내 모바일 게임 시장

국내 모바일게임 시장은 스마트폰의 도입과 캐주얼 게임의 성장을 기반으로 2013년까지 고성장을 기록하였다. 하지만 시장에 진입하는 게임사가 증가하며 경쟁이 심화되는 구조를 보였다. 이후 캐주얼 게임에서 RPG 게임 위주의 시장으로 재편되었으며, RPG 게임은 기본적으로 캐주얼 게임 대비 더 많은 개발 시간과 비용을 필요로 함에 따라 모바일 게임 시장도 온라인 게임 시장과 유사하게 자본력이 중요해지기 시작했다. 수년간의 개발기간과 100억원 이상의 개발비가 투입된 게임이 등장하기 시작하고 경쟁 심화에 따라 마케팅비도 증가하며 신작 출시 개수는 감소하고 있다. 자본력과 마케팅이 흥행의 한 요소로 자리 잡으면서 대형사 중심의 빈익빈 부익부 현상은 심화되고 있다. 향후에도 자본력과 IP를 가진 대형 게임사와 중소형 게임사 간 양극화는 더욱 심해질 것으로 전망한다. 또한 전체적인 시장 성장률은 둔화되고 있으나 모바일게임 위주의 성장이 지속됨에 따라 모바일 기반의 지속적인 게임 시장 성장은 이어질 전망이다.

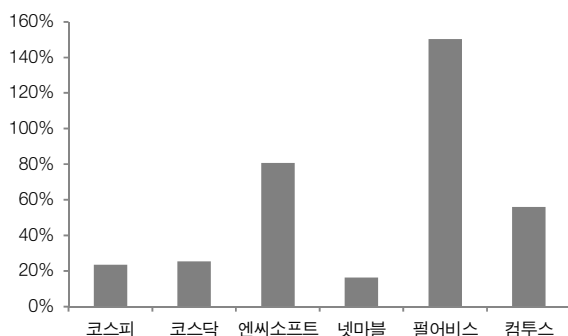
2017년 대비
부진했던 2018년
게임주 주가

2017년 게임 업종 지수는 연초 대비 +54.4% 상승 하였는데, 리니지2 레볼루션, 리니지M 출시에 따른 모바일게임 성장이 주 원인으로 판단된다. 모바일인덱스에 따르면 2017년 국내 구글플레이 매출은 3조 4,342억원으로 2016년 대비 64% 증가한 수치이며 이 중 절반을 리니지 IP 게임이 차지했다. 신규 대작들이 출시되며 시장의 파이를 키움과 동시에 신작 출시 기대감이 발생하며 게임업종의 주가상승을 이끌었다. 하지만 2018년 게임업종지수는 연초대비 -17.3% 하락하는 모습을 보였는데, 신규 대작들의 출시 지연과 중국 판호 발급 기대감이 감소한 것이 주요 원인으로 판단된다.

2019년은
기대신작 출시와 함께
게임시장 성장 전망

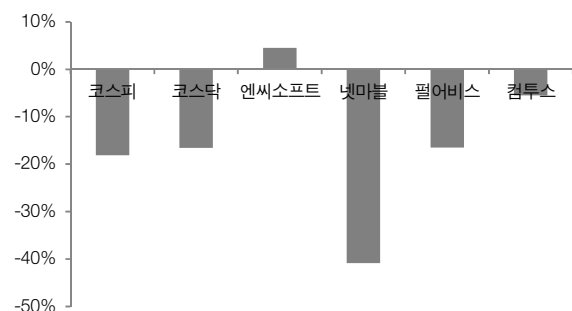
2019년에는 2018년에 지연된 기대 신작이 다수 출시될 예정이다. 신작 출시로 인한 잠재유저 복귀와 작년 신작 지연으로 발생한 실적 저저효과로 올해 다시 이익 성장이 발생할 것으로 전망한다. 올해 국내 기대 신작으로는 엔씨소프트의 '리니지2M', 넷마블의 'BTS월드', 컴투스의 '서머너즈워 MMORPG' 등이 있다.

〈그림20〉 2017년 게임 커버리지 업종 연간 수익률



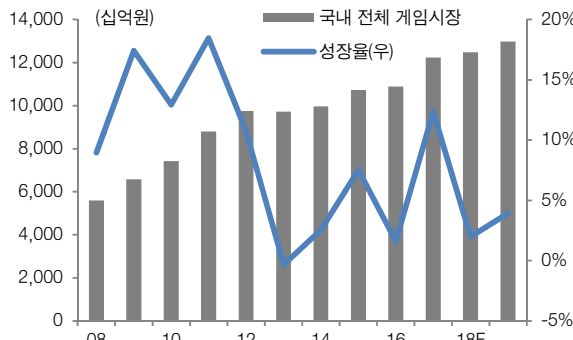
주 : 넷마블, 펠어비스는 상장일 기준
자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림21〉 2018년 게임 커버리지 업종 연간 수익률



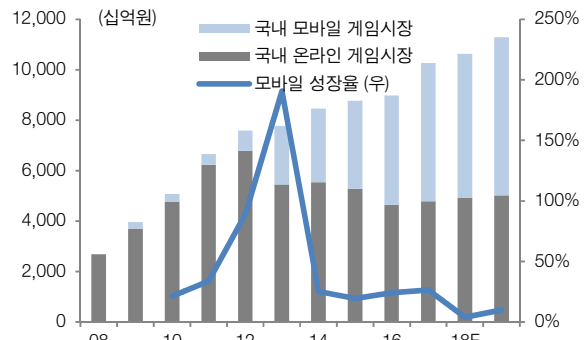
자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림22〉 국내 게임시장 규모



자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림23〉 지속 증가하는 모바일 게임 점유율



자료 : KOCCA, 현대차증권

〈표5〉 커버리지 기업 2019년 출시 예정 주요 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
엔씨소프트	리니지 2M	한국	MMORPG	1H19
	아이온 2	한국	MMORPG	2H19
	블레이드앤소울 2	한국	MMORPG	2H19
	블레이드앤소울 M	한국	MMORPG	2H19
	블레이드앤소울 S	한국	MMORPG	2H19
넷마블	블레이드앤소울 레볼루션	글로벌	MMORPG	2019
	BTS 월드	글로벌	캐주얼	1Q19
	A3: Still Alive	글로벌	배틀로얄 MMORPG	1H19
	세븐나이츠 2	한국	MMORPG	1H19
펄어비스	검은사막 콘솔	북미/유럽	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	일본	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	북미/유럽	MMORPG	1H19
	검은사막 모바일	동남아	MMORPG	2H19
	프로젝트 K (PC/콘솔)		MMO-FPS	2H19
	프로젝트 V		캐주얼 MMO	2H19
	EVE Echoes		Sci-fi MMO	2H19
컴투스	EVE War of Ascension		전략	2H19
	스카이랜더스 링 오브 히어로즈	글로벌	RPG	1Q19
	버디크러시	글로벌	스포츠	1Q19
	서머너즈워 MMORPG	글로벌	MMORPG	2H19

자료 : 각사 자료, 현대차증권

MMORPG 포화상태, 차별화 된 게임에 대한 수요 증가

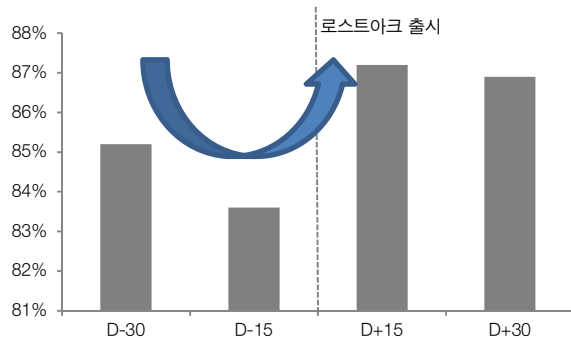
MMORPG 포화 상태.
하지만 웰메이드 게임의
수요는 언제나 상존

국내 MMORPG 시장은 경쟁이 심화되며 포화상태에 도달했다. 유저들은 차별성 없이 무분별하게 쏟아지는 MMORPG에 피로감을 느끼고 있다. 하지만 웰메이드 게임에 대한 수요는 언제나 존재한다. 2018년 온라인/모바일 MMORPG 중 가장 기대작이었던 로스트아크의 사례를 살펴보면 출시 후 한정된 파이 안에서 점유율을 나눠 가지는 것이 아닌 잠재유저의 등장으로 새로운 수요가 발생했다고 판단한다. 또한, 2018년 국내 구글 검색어 종합 1위로 로스트아크가 기록됐다. 2위가 월드컵, 5위가 평창올림픽인 것을 감안하면 게임에 대한 관심도와 새로운 신작에 대한 관심도가 얼마나 높은지 파악할 수 있다.

국내 게임 유저
P와 Q 지속 상승

유저 당 모바일 게임을 플레이하는 시간과 사용하는 금액도 지속적으로 증가하고 있다. 그림 <27>에서 볼 수 있듯이 일 평균 30분 미만으로 플레이하는 유저의 수는 줄어들고 있는 반면 장시간 플레이하는 유저의 비중은 증가하고 있다. 게임에 투자하는 시간과 비례하여 인당 지출하는 게임비도 증가하고 있다. 3년간 처분 가능 소득은 매년 1~2% 사이로 증가하고 있지만 인당 지출하는 게임비의 경우 2014년 대비 현재 약 30% 가량 상승하였다. 게임 소비에 대한 거부감이 줄어들며 게임이 하나의 소비문화로 자리잡는 것으로 보이며 향후에도 인당 이용시간과 지출은 지속 증가할 전망이다.

〈그림24〉 로스트아크 출시 전후 PC방 10위권 점유율 합



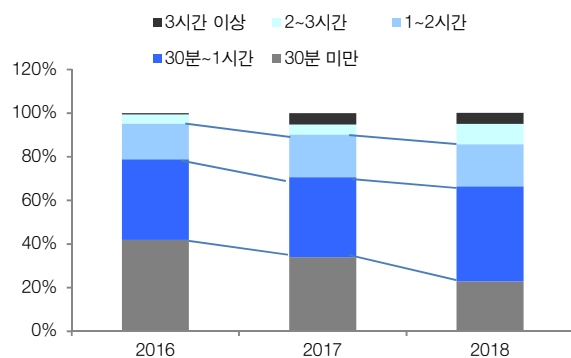
자료 : 게임트릭스, 현대차증권

〈그림25〉 2018년 구글 검색어 종합 순위

순위	검색어
1	로스트아크
2	월드컵
3	김비서가 왜 그럴까
4	외모지상주의
5	평창올림픽

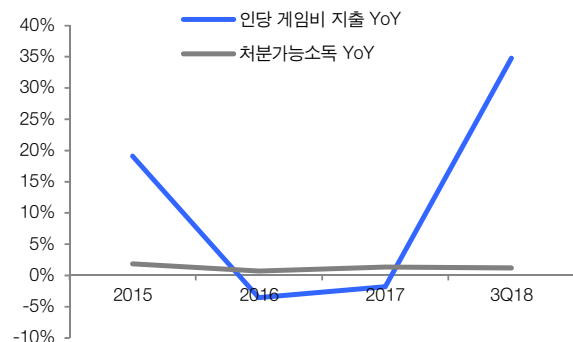
자료 : Google, 현대차증권

〈그림27〉 모바일 게임 일 평균 이용 시간



자료 : DMC미디어, 현대차증권

〈그림28〉 연간 가처분소득 및 일인당 게임비 지출 (YoY)



자료 : Newzoo, 통계청, 현대차증권

IP 보유 대형사 중심의 빈익빈 부익부 심화

자본력과 IP 갖춘
게임사의 시장 장악
지속될 것

국내 모바일 게임 시장이 MMORPG 위주로 개편되면서 게임사의 자본력과 IP의 중요성이 지속적으로 증가하고 있다. 모바일게임의 제작 규모 증가, 시장 경쟁 심화, Hit ratio 감소 등의 이유로 중소형사에 대한 투자가 감소함에 따라 중소형 게임사의 게임 흥행이 점점 힘들어지는 구조가 되어가고 있다. 흥행 온라인 게임의 IP를 보유한 대형사들의 시장 독식 구조가 지속될 것으로 예상된다. 또한 최근 신작 출시 전 연예인을 내세운 광고, TV/지하철 등 매체 광고가 게임 흥행에 중요한 요소가 되어감에 따라 중소형사의 입지는 점점 더 줄어들 것으로 보인다. 구글플레이에서 1~3위 게임의 매출이 차지하는 비중이 70%에 육박해가고 있고 당사 커버리지 4개 기업들의 국내 게임 시장 내 매출 비중은 지속 증가하며 2019년에는 약 50%에 달할 것으로 전망한다.

〈그림29〉 모바일 게임 순위 권 내 개발사 현황

순위	게임명	제작사
1	리니지M	엔씨소프트
2	블레이드앤소울 레볼루션	넷마블
3	검은사막 모바일	펄어비스
4	리니지2 레볼루션	넷마블
5	페이트/그랜드 오더	넷마블
6	뮤오리진2	웹젠
7	에픽세븐	스마일게이트
8	세븐나이츠	넷마블
9	브롤스타즈	슈퍼셀
10	왕이되는자	Chuang Cool

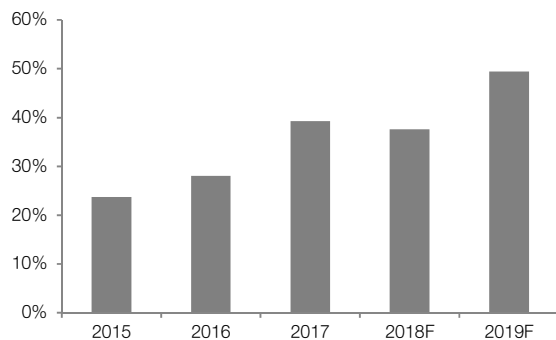
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림30〉 모바일게임 순위권 내 ip 사용 게임 현황

순위	게임명	사용 IP
1	리니지M	리니지
2	블레이드앤소울 레볼루션	블레이드앤소울
3	검은사막 모바일	검은사막
4	리니지2 레볼루션	리니지2
5	페이트/그랜드 오더	애니메이션
6	뮤오리진2	뮤
7	에픽세븐	-
8	세븐나이츠	-
9	브롤스타즈	-
10	왕이되는자	-

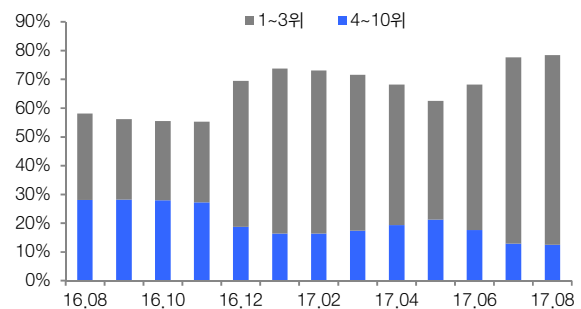
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림31〉 게임 시장 규모 대비 커버리지 기업 매출 비중



자료 : KOCCA, 각 사, 현대차증권

〈그림32〉 국내 구글플레이 순위별 매출 기여도



자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

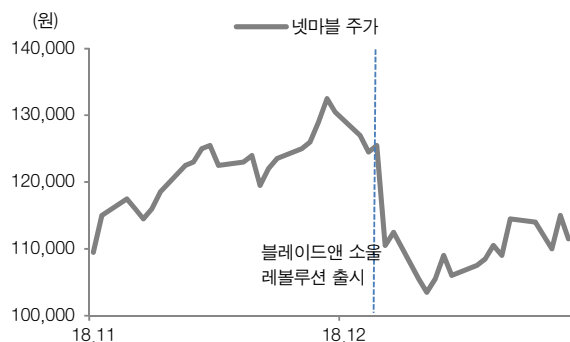
신작 성과에 따른 주가 변동성 확대 전망

최근 신작 기대 이하로
향후 신작 성과에 따른
주가 변동성 확대될 것

게임사의 주가는 기존 게임의 이익 지속성과 신작 기대감의 함수이다. 그 중 주가에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 신작 출시에 대한 기대감이다. 일반적으로 게임은 출시 한 후 매출이 우하향하는 구조인 반면, 신규 게임이 흥행할 경우 해당 기업의 가장 큰 매출 창출원이 되기 때문이다. 가장 이상적인 경우는 기존 게임의 매출 하락이 안정적으로 진행되고 신작의 지속적인 흥행으로 매출이 더해지는 경우다. 하지만 일반적으로 신작 출시 기대감으로 주가가 큰 폭으로 상승할 경우, 신작 출시 후 모멘텀 소멸로 주가가 하락하거나 신작의 퀄리티가 기대에 미치지 못할 때 큰 폭으로 주가가 하락하는 경우가 발생한다.

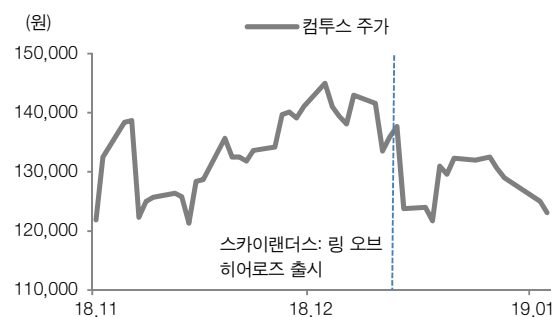
넷마블과 컴투스에서 가장 최근 출시한 게임인 ‘블레이드앤소울 레볼루션’과 ‘스카이랜더스: 링 오브 히어로즈’의 경우를 살펴보면 넷마블과 컴투스는 신작 출시 전까지 기대감으로 주가 상승을 이어온 바 있다. 하지만 신작 발표 후 성과가 기대치에 미치지 못하며 출시 당일 큰 폭의 주가 하락이 발생했다. 이와 같이 매년 출시되는 신작의 수가 감소하며 신작 출시 성과에 따른 주가는 더욱 극각적으로 반응할 것으로 예상된다. 아울러 출시되는 기대 신작이 지속적으로 기대치에 미치지 못하며 Hit ratio가 낮아질 경우 향후 출시되는 게임에 대한 기대감도 주가에 보수적으로 반영될 것으로 판단된다. 올해는 다수의 기대 신작이 출시될 예정이다. 각 기업의 신작 출시 일정에 맞는 해당 기간별 트레이딩 전략이 유효할 전망이다.

〈그림33〉 블레이드앤소울 레볼루션 출시 전후 주가 추이



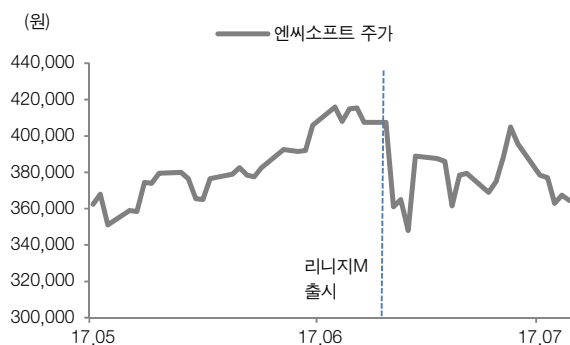
자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림34〉 스카이랜더스 출시 전후 주가 추이



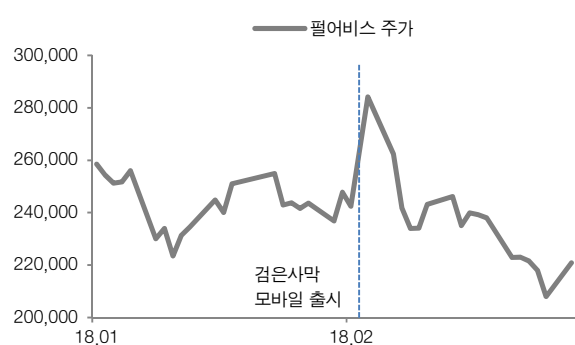
자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림35〉 리니지M 출시 전후 주가 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림36〉 검은사막M 출시 전후 펠어비스 주가 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

새로운 변화로 다가올 해외시장

국가별 차별화된 수혜 기업에 주목

중국 없이도 수출액 지속 증가 국내 게임 산업이 성숙기에 들어서며 국내 업체에게 해외 시장 진출 필요성은 항상 대두되어 왔다. 하지만 해외 수출액 중 가장 큰 비중을 차지하는 중국이 2017년 3월이후 한국산 게임에 대한 판호 발급을 중단하며 중국 수출 비중은 점차 줄어들고 있다. 중국수출액이 감소함에도 불구하고 매년 총 수출액 규모는 증가하고 있다. 일본, 대만, 동남아시아 등 새로운 시장의 수출 규모가 증가하고 있기 때문이다. 각 국가별로 차별화된 수혜 기업에 대한 주목이 필요한 시점이다.

〈표6〉 국가별 요약

	한국	일본	대만/신홍시장	중국	북미
국내 기업 조감도					
시장 규모(한국시장 대비)	10.7 십억달러	17.7 십억달러(1.7배)	3.5 십억달러(0.3배)	34.4 십억달러(3.2배)	31.5 십억달러(2.9배)
수출액 비중(2016년 기준)	-	18.4%	15.6%	37.6%	11.4%
플랫폼 선호도	모바일>PC>콘솔	모바일>콘솔>PC	모바일>PC>태블릿	모바일>온라인>웹	콘솔>모바일>PC
선호 장르	MMORPG	전략/RPG	RPG	RPG	캐주얼/전략
유저당 ARPU	117달러	159달러	63달러(대만)	44달러	115달러
과금시스템 선호도	O	O	O	O	X
스마트폰 보급률	91%	59%	70%(대만)	68%	77%
주요 포인트	- 경쟁 심화되나 추가 상승여력 존재 - 웰메이드 게임에 대한 수요 항상 존재 - 유저 ARPU 및 이용시간 지속 상승될 것으로 전망 - 대형사 쏠림 현상 심화	- 모바일 게임 시장 지각 변동 발생 중으로 보임 - 젊은 유저 중심으로 새로운 게임 대한 반감 ↓ - 유저당 ARPU 타 국가 대비 최고 수준 - 완벽한 현지화가 KEY!	- 글로벌 시장에서 가장 빠른 성장 속도 기록 중 - 한국산 게임에 친화적 - 한국유저와 비슷한 성향 - L2R 동남아 대만 시장 총 6개국 매출 1위 기록 - 현지화가 KEY!	- 세계에서 가장 큰 시장 - 한국유저와 비슷한 성향 - 과금시스템 거부감 X - 한국 IP에 대한 인지도 ↑ - 특이 유통 구조로 인해 타 국가 대비 수익성 ↓ - 판호 발급 시기가 핵심!	- 게임 하나에 오랜 시간 투자 X, 다게임 동시 진행 - Pay to Win 선호 X - 성향이 너무 달라 장벽 존재, 낮은 수출 비중 - 국내사의 M&A 통한 진출 지속 주시 필요
흥행 예상 게임	리니지2M(엔씨소프트) BTS월드(넷마블)	검은사막M(펄어비스) 세븐나이츠2(넷마블)	검은사막M(펄어비스)	검은사막(펄어비스) L2R(넷마블)	스카이랜더스컴투스)

자료 : 현대차증권

일본시장, 새로운 세대의 등장으로 시작된 변화

한국보다 약 1.7배 큰
일본 시장

시장 조사기관 Newzoo에 따르면 일본 게임시장은 177억달러 규모로 단일 국가로는 전세계 세 번째로 큰 시장이며 한국 게임 시장 대비 약 1.7배 규모이다. 일본에서 모바일게임 순위 100위권 내에만 들어도 한국 모바일게임 순위 20위권 매출 규모와 비슷할 정도로 일본은 국내 대비 큰 시장이다. 일본은 모바일 게임이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 타 아시아 국가 대비 콘솔 플랫폼의 비중이 높은 편이다. 하지만 스마트폰 이용률은 아직 타 선진국 대비 낮은 수준이기 때문에, 스마트폰 이용률 증가와 함께 모바일 게임의 비중은 점차 높아질 것으로 예상된다. 또한 한국과 미국 대비 사용자 한 명당 이용하는 전체 모바일 앱 이용 개수의 평균 대비 이용하는 게임의 앱 개수가 높은 편임을 감안하면, 전체 앱에서 게임 사용 비중이 높은 것을 알 수 있다. 향후 모바일 게임에 대한 관심도는 지속 증가할 것으로 예상된다.

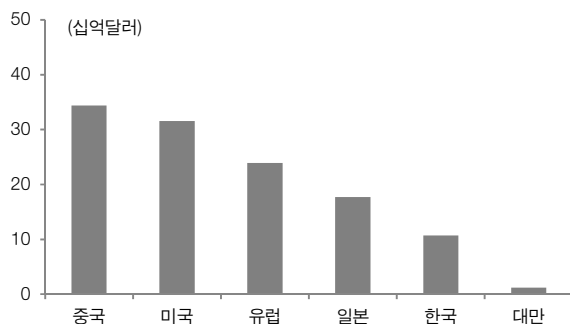
외산 게임의 무덤으로
불렸던 일본 게임 시장

이전까지 일본게임시장은 외산 게임의 무덤으로 불릴 만큼 일본만의 독특한 문화를 바탕으로 자국 게임의 성공이 대다수를 이루었다. 일본 게임시장은 역사적으로 타 국가 대비 온라인 게임의 비중이 작은 편이다. 또한 콘솔게임과 아케이드 게임을 기반으로 성장함에 따라 일본 유저들은 솔로플레이에 익숙한 편이다. 게임 자체의 스토리에 높은 관심을 가지며 세부적인 요소에 중점을 둔다. 아울러 유저와의 소통을 바탕으로 게임 운영을 문제없이 진행한다면 하나의 게임을 꾸준히 플레이 하는 모습을 보여왔다.

기존 한국 게임은
타겟 유저가 한정적

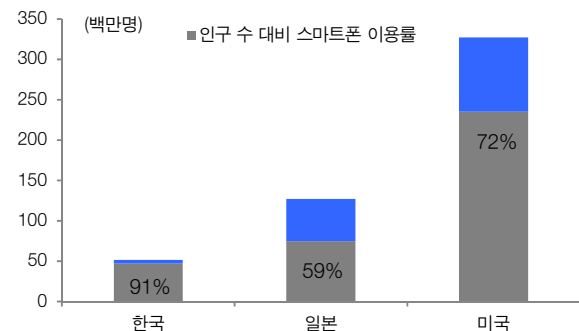
일본 게임시장과 한국 게임시장의 차이점은 일본 유저 스타일에서 다시 한번 파악이 가능하다. 일본 모바일 게임 유저들의 플레이 스타일 분포는 코어 유저가 20%, 미드코어 유저가 55%, 라이트 유저가 25%를 기록하고 있다. 하지만 현재 일본에 진출해 있는 한국 게임 대부분은 코어 유저가 선호하는 게임으로 분류된다. 특이한 점은 한국에서 대중적인 인기를 끌었던 게임도 일본에 진출할 경우 코어 게임으로 구분된다는 점이다. 이처럼 기존의 한국 게임이 일본에 진출할 경우 소수의 코어 유저만을 상대하게 됨으로써 큰 주목을 받지 못한 경우가 많았다.

〈그림37〉 일본 게임시장 규모



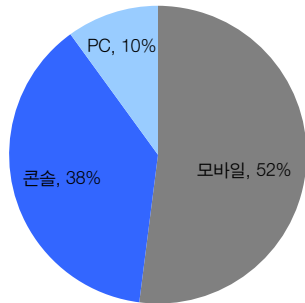
자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림38〉 일본의 스마트폰 이용률: 아직 낮은 수준



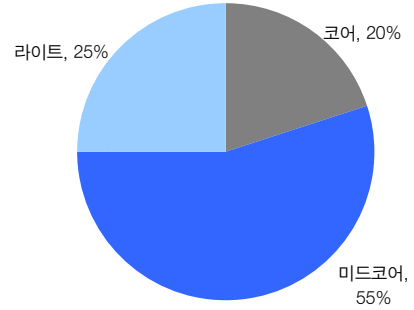
주 : 2017년 9월 기준
자료 : App Ape, 현대차증권

〈그림39〉 일본 게임 시방 플랫폼 비중



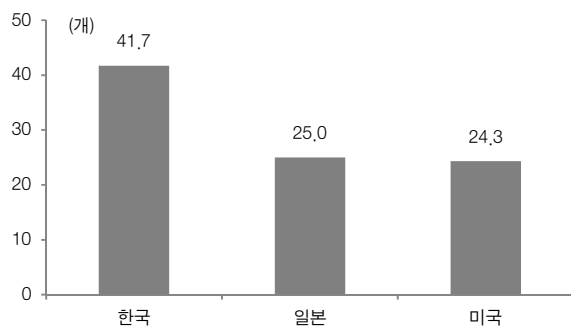
자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림40〉 일본 모바일 게임 시장의 유저 분포



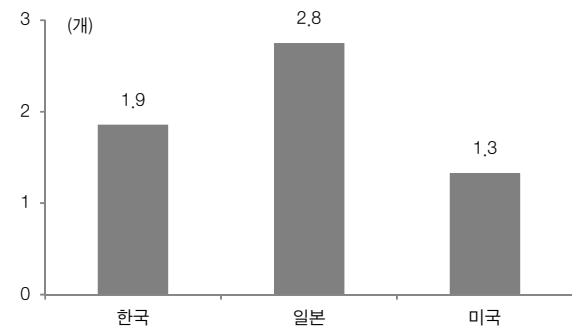
자료 : 넥슨, 언론자료, 현대차증권

〈그림41〉 사용자 한 명당 이용하는 앱 개수



자료 : App Ape, 현대차증권

〈그림42〉 사용자 한 명당 이용하는 게임 앱 개수



자료 : App Ape, 현대차증권

변화를 받아들이기 시작한 New generation

변화가 감지되는
일본 게임 시장

하지만 최근 일본 게임 시장에서 새로운 변화가 시작되고 있다고 판단된다. 표<7>, 표<8>에서 2017년과 2018년 상반기 모바일 게임 매출 순위를 비교해보면, 기존 RPG와 퍼즐/전략 장르 위주의 흥행이 지속되던 일본 시장에서 인기를 끌기 힘들었던 장르들의 약진이 눈에 띈다. 기존 일본 모바일 게임 시장에서 배틀로얄 장르와 MMORPG 장르가 유의미한 수익을 거둔 경우는 거의 없었으나 최근 일본 유저들의 눈길을 끌기 시작했다. 배틀로얄 장르인 'Knives Out'은 출시 후 일본 앱스토어에서 최고 매출 순위 1위를 기록하고 현재 수개월째 상위권에서 순위 다툼을 하고 있다.

새로운 젊은 세대의
등장이 주된 원인

이러한 변화는 새로운 세대의 등장으로 새로운 장르를 받아들이는 데 유동적이게 된 점이 주요 요인으로 판단된다. 최근 일본 모바일 게임의 주요 연령층은 30대까지의 젊은 층이 약 70% 가량을 차지하는 젊은 시장으로 변모하고 있다. 최근 매출 상위권을 다투고 있는 'Knives Out'의 유저층을 살펴보면 10대 유저가 약 40%, 20대 유저가 30%를 기록하며 20대까지의 젊은 층이 70%에 이르고 있다. 이와 더불어 기존에 수년간 인기를 끌었던 '몬스터 스트라이크', Fate/Grand Order, 퍼즐 앤 드래곤도 최근 순위 변동성이 커지고 있다. 변화의 원인은 성장하면서 다양한 문화를 접해온 현재의 10대와 유토리 세대(1987~1996년 사이에 일본에서 태어나고 자란 세대로서 주입식 교육이 아닌 창의성과 자율성을 기르는 여유 있는 교육을 받은 세대)를 중심으로 일본 유저들이 다양한 장르를 거부감 없이 받아들이기 시작했기 때문이라고 판단한다.

〈표7〉 2017년 상반기/2018년 상반기 비교(1~5위)

순위	2017 년 상반기		2018 년 상반기	
	게임명	장르	게임명	장르
1	몬스터 스트라이크	퍼즐/전략	Fate/Grand Order	RPG
2	Fate/Grand Order	RPG	몬스터 스트라이크	퍼즐/전략
3	퍼즐 앤 드래곤	퍼즐	퍼즐 앤 드래곤	퍼즐
4	LINE: 디즈니 썬무썬무	퍼즐	드래곤볼 Z 돛칸배틀	액션 RPG
5	드래곤볼 Z 돛칸배틀	액션 RPG	LINE: 디즈니 썬무썬무	퍼즐

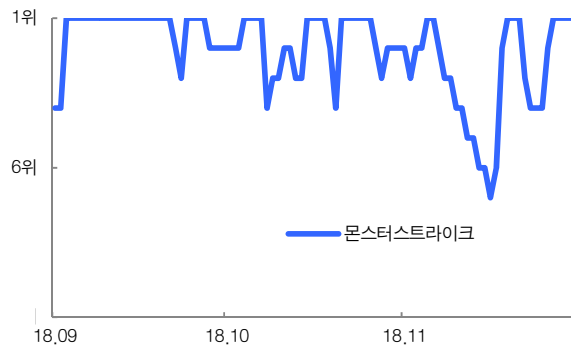
자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈표8〉 2017년 상반기/2018년 상반기 비교(6~10위)

순위	2017 년 상반기		2018 년 상반기	
	게임명	장르	게임명	장르
6	그랑블루 판타지	RPG	그랑블루 판타지	RPG
7	아이돌 마스터	리듬	Knives Out	배틀로얄
8	실황 파워풀 프로야구	스포츠	포켓몬고	AR
9	파이어엠펙스	시뮬레이션 RPG	실황 파워풀 프로야구	스포츠
10	라인 포코포코	퍼즐	리니지 2 레볼루션	MMORPG

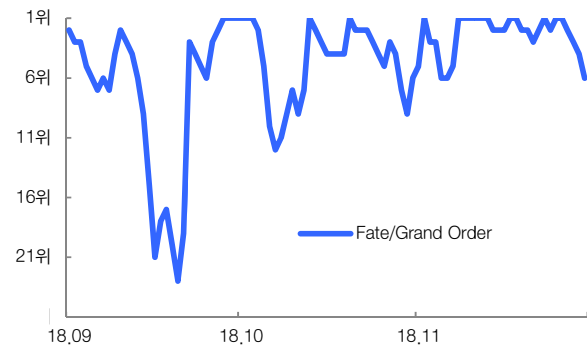
자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림43〉 몬스터 스트라이크 순위 추이



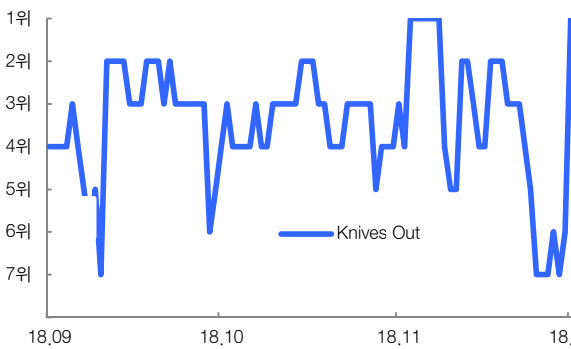
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림44〉 Fate/Grand Order 순위 추이



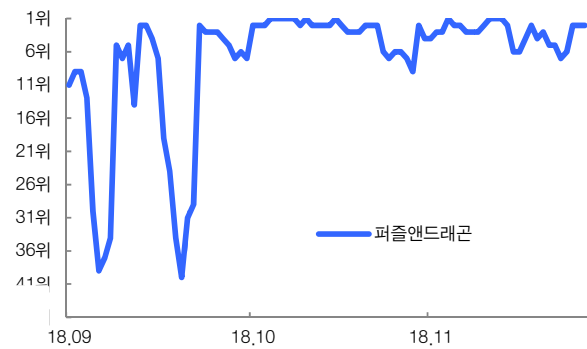
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림45〉 나이브스 아웃 순위 추이



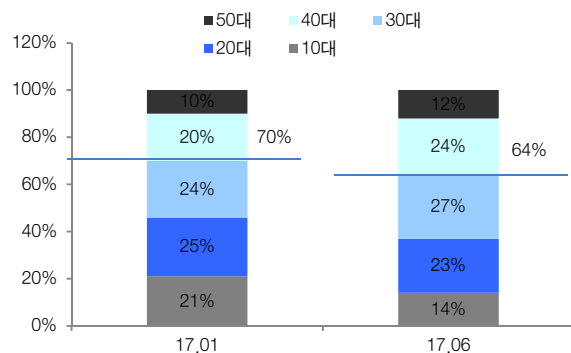
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림46〉 퍼즐앤드래곤 순위 추이



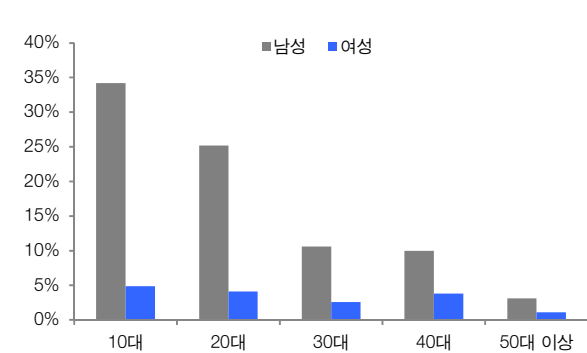
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림47〉 일본 모바일 게임 이용 연령: 30대까지가 70%



자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림48〉 Knives out 이용연령: 20대까지가 70%



자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

지속된 시도로 획득한 현지화 노하우

증가하는 국내게임의 흥행빈도

일본 게임 시장에 새로운 게임을 출시 할 경우, 글로벌 원벌드 방식의 게임 출시보다는 철저한 현지화를 통한 새로운 일본형의 게임을 만드는 것이 흥행의 가장 중요한 요인으로 분석된다. 철저한 현지화를 통해 수용성을 높여 모든 유저를 대상으로 타겟층을 확대할 수 있어야 한다. 국내 기업들의 다 년간 일본 시장 진출 시도를 통해 일본 모바일 게임 시장 내 Top 10 진입 게임 수가 증가하고 있는 것으로 보아 일본 현지화 작업의 노하우를 습득하고 있다고 판단된다. 최근 ‘리니지2 레볼루션’, ‘세븐나이츠’, ‘탈리온’은 각각 일본 앱스토어 최고 매출 1위, 3위, 7위를 기록한 바 있다.

철저한 현지화가 리니지2레볼루션의 일본 시장 성공 요인

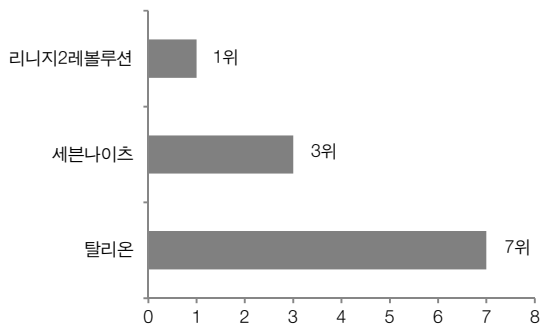
‘리니지2레볼루션’의 일본 시장 성공요인으로는 철저한 현지화와 사전예약 마케팅으로 요약된다. 게임 내 세부적인 요소를 중시하는 일본 유저의 특성을 고려하여 음성 더빙 작업에 유명 성우 고용과 게임 내 ‘카드형 몬스터 도감’을 도입하는 등 새로운 콘텐츠를 추가하였다. 또한 사전 플레이 행사에 유명 게임 유튜버를 초대해 게임을 진행하고, 사전예약자 목표 달성에 맞춰 아이템을 지급하는 등의 마케팅 행사를 통해 사전예약자 모객에 힘을 기울였다. 그림<51>을 통해 사전예약자 그룹의 게임 잔존율이 일반 가입자들 보다 높은 것을 확인할 수 있는데, 이는 게임 유저와의 소통을 통한 게임 운영능력을 중요시 하는 일본 유저들의 특징을 잘 나타낸 사례로 보인다.

〈표9〉 일본 리니지2레볼루션 현지화 전략

구분	내용
1	성우 팬 층이 두텁고 게임 캐릭터 음성 퀄리티를 중시하는 현지 이용자들의 성향을 고려해 음성 더빙 작업에 유명 성우를 고용
2	사전 플레이 행사에 유명 게임 유튜버 초대해 요새전 경기 실행
3	‘리네레보’라는 게임명 줄임말 사용
4	게임 내 ‘카드형 몬스터 도감’콘텐츠 도입 - 도감을 완성하는 방식은 같으나 수집 현황 표시를 카드처럼 디자인해 성취욕구 도모
5	기존 A·B·C 등으로 나뉘어진 몬스터 등급을 일본 출시에 맞게 HR·HN·N으로 변경
6	게임 내 소통과 감성 요소를 중시하는 특성 고려하여 게임 가이드 역할 하는 NPC(에리카) 도입
7	아이템 획득 시 나타나는 연출 효과 조정하여 게임에 대한 몰입감 및 기대 심리 상승 유도

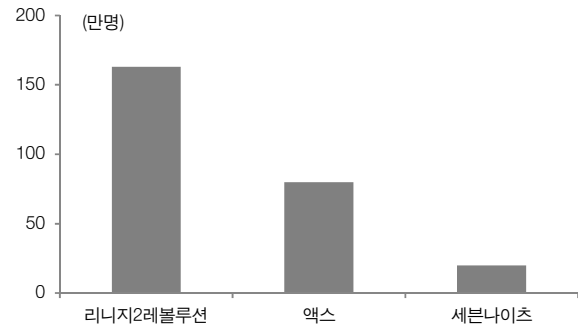
자료 : 현대차증권

〈그림49〉 게임별 최고 순위



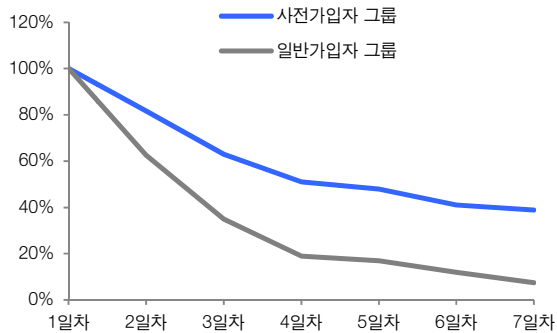
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림50〉 리니지2레볼루션, 세븐나이츠 사전예약자



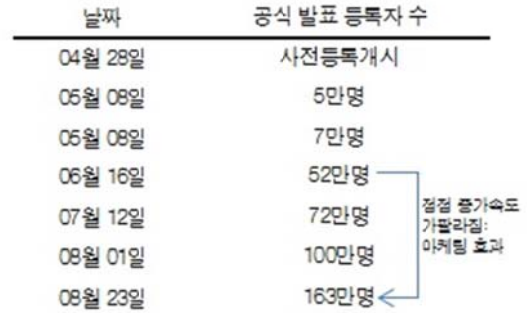
자료 : 언론자료, 현대차증권

〈그림51〉 사전예약의 중요성: 출시 후 생존율의 차이



자료 : App Ape, 현대차증권

〈그림52〉 리니지2레볼루션 사전예약자 증가 추이



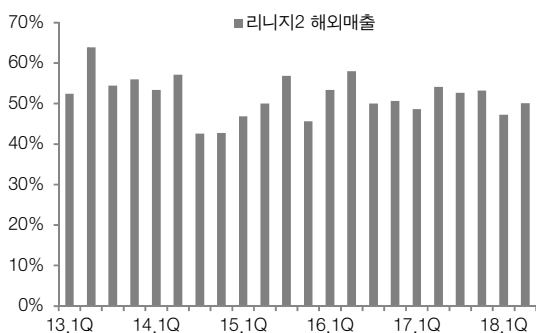
자료 : App Ape, 현대차증권

검은사막 모바일

일본 흥행 전망

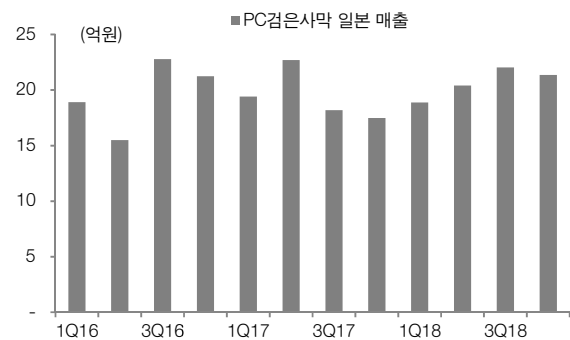
올해 커버리지 기업들의 글로벌 출시 예정 게임들은 기존 출시 게임 대비 해외에서 인지도가 높았던 IP로 일본 시장에서 다시 한번 유의미한 성과를 거둘 수 있을 것으로 전망한다. 검은사막의 경우 2015년 검은사막 온라인의 일본 출시 후 3년이 지난 현재도 꾸준한 성과를 유지하고 있다. 1분기에 검은사막 모바일 출시 후에도 초반 흥행과 함께 꾸준한 성과를 보일 전망이다. 최근 젊은 유저를 중심으로 일본 내 MMORPG에 대한 인식이 달라지고 있고, 검은사막은 일본 유저가 선호하는 게임 내 다양한 콘텐츠와 스토리를 보유하고 있어 기대 이상의 성과를 기대해 볼 수 있을 것으로 판단한다. 엔씨소프트의 '리니지2M'과 넷마블의 '블레이드앤소울 레볼루션', '세븐나이츠2'의 경우에도 일본에서 흥행했던 IP로서 기존에 쌓인 현지화 작업 노하우와 운영능력을 기반으로 흥행 가능성은 높을 것으로 보인다.

〈그림53〉 PC 리니지2 해외매출 비중



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림54〉 PC 검은사막 일본 매출 추이



자료 : 펠어비스, 현대차증권

중국시장, 재개된 판호 차별화되는 주가

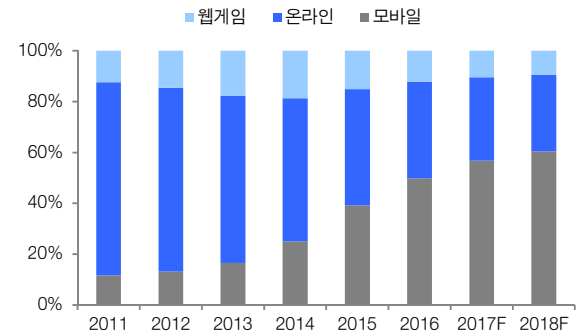
가장 큰 규모의 중국 시장 규제 이슈로 성장 속도 제한	중국 게임 시장은 전세계에서 가장 큰 규모로 모바일이 가장 많은 비중을 차지한다. 한국과 중국 유저들은 과거부터 비슷한 게임 문화를 경험하였기 때문에 서로 비슷한 성향을 가지고 있다. 과거 한국 온라인 게임이 중국 시장에서 큰 인기를 누렸고, 이후 중국 게임사에서 한국 게임과 유사한 게임들을 출시하면서 중국 유저들은 과거부터 한국과 유사한 게임을 즐겨왔다. 중국시장은 한국에게 가장 큰 규모의 수출시장이며 현재에도 한국 게임 수출액 비중에서 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 중국 유저들은 RPG게임을 선호하고 과금 시스템에 큰 거부감을 갖지 않는다. 향후 스마트폰 보급률 상승을 기반으로 모바일 게임 시장 규모는 지속 성장할 것이지만, 정부 규제 이슈로 속도에는 제한이 걸릴 전망이다.
2017년 3월 이후로 국내게임 판호 발급 중단	2017년 3월 이후로 중국 내 한국산 게임에 대한 판호가 발급되지 않고 있다. ‘리니지2레볼루션’, ‘검은사막’ 등 한국 게임들은 이미 중국 내 퍼블리셔 선정을 완료하고 판호 발급을 기다리고 있지만 지속 연기되고 있다. 또한 2018년 3월에 국가신문출판광전총국이 담당하던 게임 판호 발급 업무가 중앙선전부로 이관되며, 중국은 이관 작업이 완료될 때까지 모든 게임에 대한 신규 판호 발급을 중단한바 있다. 더욱이, 지난 12월 초 온라인 게임 도덕위원회는 20개 온라인 게임 11종에 대해 내용 수정을 지시하고, 9종에 대해 서비스를 불허하기로 결정함에 따라 판호 발급에 대한 불확실성은 지속 확대된바 있다.
판호 발급 재개됐으나 중국 게임 우선시될 전망	하지만 지난 12월 29일 판호 발급 중지 9개월만에 80종의 게임에 대한 신규 판호 리스트가 발표되고, 1월 9일에는 84종의 게임에 대한 추가 판호 발급이 이루어지며 판호 발급에 대한 기대감은 다시 증가하였다. 이번 판호 발급은 자국게임에 대해서만 이루어졌으며 텐센트, 넷이즈 등 대형사의 판호 발급은 이루어지지 않았다. 판호 발급이 재개된다는 점은 긍정적인 부분이나, 초기에는 중국게임에 대한 판호 발급이 우선시 될 것으로 판단한다. 이유는 1) 판호 발급 대기중인 중국 게임의 숫자가 많이 늘어났고, 2) 판호 발급 지연으로 중국 게임주도 큰 폭의 주가 하락을 경험하였기 때문이다. 자국 게임에 대한 판호 발급을 우선적으로 실시한 후 외산 게임에 대한 판호 발급이 이루어질 것으로 예상된다.
국내 게임 판호 발급 재개 시 주가 Re-rating 전망	판호 발급 일정은 아직 불분명하지만 판호 발급이 재개될 경우 국내 게임 업체들의 수익 증대와 함께 주가 Re-rating이 가능할 것으로 보인다. 중국 게임 시장은 한국과 선호 디바이스/장르/문화 등 유사한 점이 많아 진출이 용이하다. 중국은 가장 큰 규모의 게임 시장으로 매출 순위 10위권 내 입성만 하더라도 유의미한 수익증대가 가능하고 국내 IP에 대한 인지도가 높아 더욱 쉬운 접근이 가능할 전망이다.

〈그림55〉 중국 구글플레이 매출 순위

순위	게임명	장르
1	왕자영요	MOBA
2	QQ스피드	스포츠
3	몽환서유	MMORPG
4	난세왕자	리니지2
5	음양사	RPG
6	명일지후	배틀로얄
7	QQ현무	캐주얼
8	천룡팔부	RPG
9	대화서유	MMORPG
10	나루토OL নিজ신세대	RPG

자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림56〉 중국시장 플랫폼 비중



자료 : KOCCA, 현대차증권

〈표10〉 중국 최근 규제이슈 정리

일정	내용
17년 3월	한국 개발 게임에 대한 판호 발급 중단 (중국은 싸드 보복조치가 아닌 심사 중이라고 밝힘)
18년 3월	기존 국가신문출판광전총국이 담당하던 신문 출판 및 영화 관리 업무 중앙선전부로 이관 - 게임 판호 발급 주관부서도 중앙선전부로 이관됨 - 이관 작업 완료까지 외자/내자 게임 판호 발급 전면 중단 - 중앙선전부는 공산당의 핵심 이데올로기 전파를 담당하는 부서로써 판호 발급에 대한 기준이 나오기까지 시간이 걸릴 것으로 예상되며, 판호 발급 시 내자 게임을 우선적으로 발급할 것으로 판단
18년 8월	텐센트가 서비스 하던 일본 개발사가 개발한 '몬스터헌터: 월드' 에 대해 서비스 중단 조치 - 정확한 이유는 밝히지 않았으며 정부 규제를 준수하지 못한 것을 이유로 서비스 중단 조치
18년 8월	신규 온라인게임 총량 규제 및 게임 섷다운제 발표
18년 12월 7일	중국 국영방송 CCTV 는 온라인게임 도덕위원회가 20개 온라인게임을 검토한 결과 11종 게임에 대해 내용 수정을 지시하고 9종 게임에 대해 서비스를 불허하기로 결정했다고 보도. 20개 온라인게임은 밝혀지지 않음
18년 12월 21일	중국 중앙선전부 판호 발급 리스트 준비 완료됐으며 곧 공개할 것이라고 발표
18년 12월 29일	중앙선전부 80종 게임 신규 판호 발급 (내자판호)
19년 1월 9일	중앙선전부 84종 게임 추가 판호 발급 (내자판호)

자료 : 언론 자료, 현대차증권

판호 발급 재개 시 펠어비스/넷마블 수혜 예상

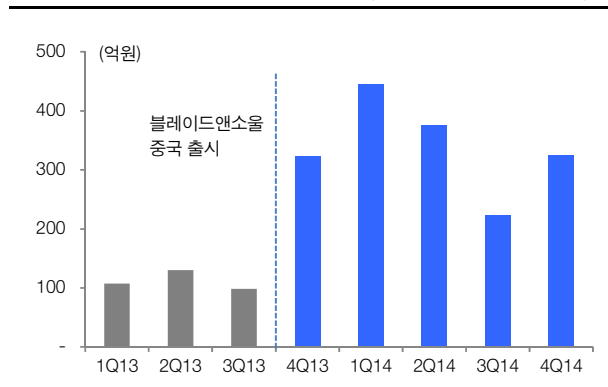
검은사막 온라인,
L2R/블소 레볼루션
홍행 예상

판호 발급이 재개될 경우 펠어비스와 넷마블의 수혜가 예상된다. 펠어비스는 검은사막 온라인(퍼블리셔 스네일게임즈)과 CCP 게임즈의 EVE 온라인(퍼블리셔 넷이즈로 변경에 따른 판호 재발급)이 출시 준비 중이며, 넷마블은 리니지2레볼루션과 블레이드앤소울 레볼루션이 텐센트를 퍼블리셔로 지정하고 출시 준비 중에 있다.

검은사막은 2017년 중국 온라인 게임 기대작 1위에 선정될 만큼 중국 시장 내에서 기대치가 높은 상황이다. 검은사막의 중국 내 흥행 가능성이 높다고 판단하는 이유는 1) 현재 중국 온라인게임 순위권에 출시 후 시간이 많이 지난 게임들이 상당수가 포진되어 있다는 점, 2) 한국과 마찬가지로 새로운 MMORPG에 대한 기대감이 높은 점 때문이다. 엔씨소프트의 블레이드앤소울 온라인이 중국 시장 진출 후 약 300억원 가량의 로열티 수익을 기록하였는데, 검은사막의 경우에도 출시 초반 흥행에 성공할 경우 비슷한 수준의 수익 창출이 가능할 것으로 전망한다.

넷마블은 리니지2 레볼루션과 블레이드앤소울 레볼루션이 출시 대기 중이다. 리니지와 블레이드앤소울 IP는 중국 내에서 이미 입지를 견고히 하고 있고, 리니지2 레볼루션은 중국과 비슷한 문화와 게임성향을 가진 대만에서 출시 후 1위를 기록함에 따라 향후 판호 재개 후 흥행 가능성이 높을 것으로 예상된다.

〈그림57〉 엔씨소프트 로열티 수익(블레이드앤소울 전후)



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림58〉 중국 온라인 게임 인기 순위

순위	게임명	장르
1	던전앤파이터	2008.06
2	Fantasy Westward Journey	2001.12
3	리그 오브 레전드	2011.12
4	Path of Exile	2013.01
5	검망3	2008.11
6	월드 오브 워크래프트	2005.06
7	하스스톤	2014.03
8	블레이드앤소울	2013.11
9	파이널판타지 14	2013.08
10	천룡팔부	2007.05

자료 : 17173.com, 현대차증권

〈표11〉 커버리지 기업 중국 판호 대기 기대작

기업	게임명	중국 퍼블리셔
엔씨소프트	리니지 레드나이트	알파게임즈
펠어비스	검은사막 온라인	스네일게임즈
넷마블	리니지 2 레볼루션	텐센트
	블레이드앤소울 레볼루션	텐센트

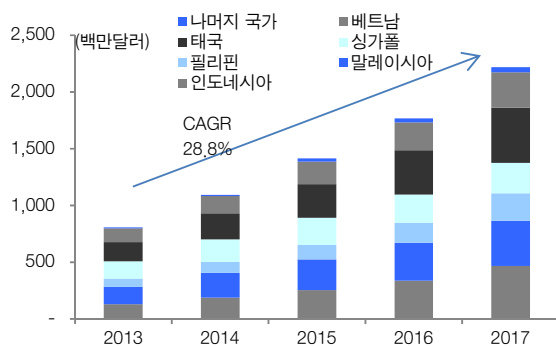
자료 : 각사 자료, 현대차증권

대만/동남아 시장, The Next China?

가장 빠른 성장
속도의 신흥시장
한국게임에도 친화적

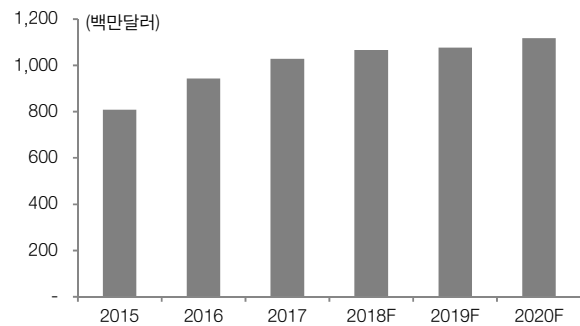
대만 게임 시장과 동남아시아 게임 시장은 각각 13억 달러와 18억 달러 규모로 한국 게임 시장 규모의 각각 약 12.1%와 20.7% 수준에 달한다. 비록 시장 규모 면에서는 작은 규모이지만 대만 시장은 유저 당 높은 ARPU를 기반으로 높은 성장을 기록하고 있으며 동남아시아 시장은 현재 세계에서 가장 급격히 성장하고 있는 시장으로 모바일 중심의 급격한 성장을 이루어내고 있다. 특히 대만 시장은 중국 시장과 지리적/문화적으로 비슷하여 중국 시장 진출의 바로미터로 여겨진다. 대만 시장에서 흥행할 경우 중국에서 흥행 가능성도 높아진다고 판단할 수 있다. 또한 한국 유저들과 선호하는 게임 스타일이 비슷해 한국산 게임에 매우 친화적인 모습을 보이고 있다. 중국에서 판호 발급이 지연됨에 따라 국내 기업들의 신흥국으로의 진출은 지속될 것이며 향후 실적에도 의미 있게 기여할 수 있을 것으로 전망한다.

〈그림59〉 동남아시아 게임 시장 성장 추이



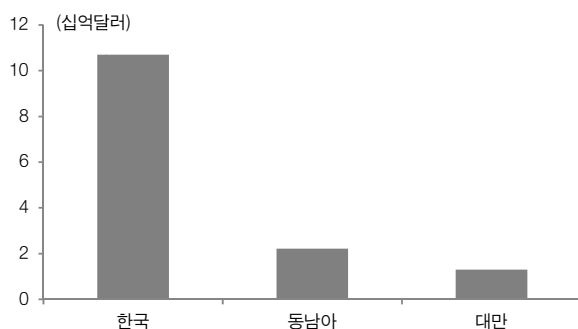
자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림60〉 대만 게임 시장 성장 추이



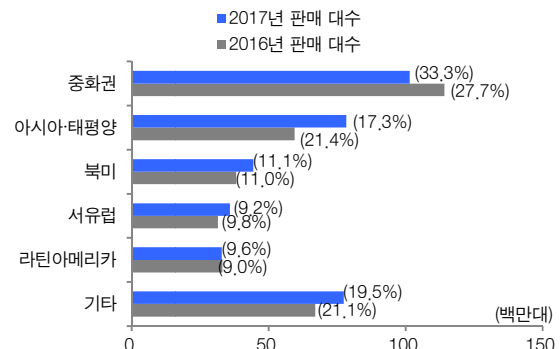
자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림61〉 아시아 국가 시장 규모 비교 (중국, 일본 제외)



자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림62〉 아시아태평양 지역 스마트폰 판매대수 추이

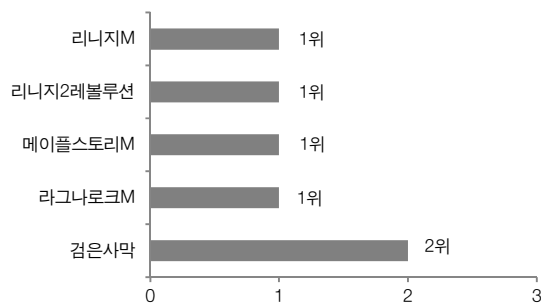


주 : ()는 시장 점유율
자료 : 가트너, 현대차증권

한국과 비슷한
성향의 대만시장
향후 한국게임
홍행 지속될 것

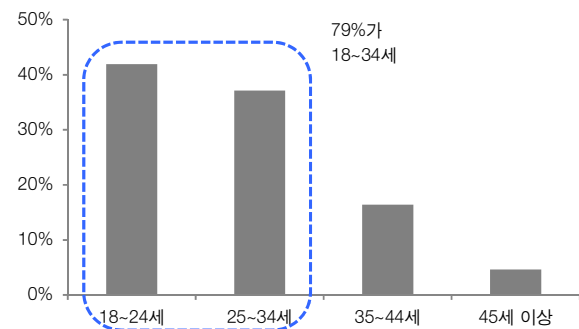
대만 게임 시장은 18~34세의 게임 유저 비율이 79%로 젊은 유저층을 중심으로 성장하고 있다. 게임 하나를 지속적으로 즐기는 기간은 아시아 국가 중 가장 긴 17.7주로 하나의 게임을 시작하고 만족할 경우 오랜 시간을 투자하는 것을 의미한다. 최근 리니지M, 리니지2 레볼루션, 검은사막 등 국내에서 흥행한 모바일 게임 대부분이 대만 시장에서도 좋은 성적을 유지하는 것을 볼 때, 대만 유저들은 한국 유저와 비슷한 성향을 지니는 것으로 파악된다. 또한 양국 유저의 성향이 비슷하여 큰 현지화가 필요 없기 때문에 국내 출시 후 빠른 속도로 진출 가능하다는 것이 장점이다. 향후 출시되는 국내 MMORPG 신작들도 대만 시장에서 유의미한 흥행을 기록하며 견조한 성장세가 지속될 전망이다.

〈그림63〉 최근 국내 게임 대만 구글플레이 최고 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림64〉 대만 게임 유저 연령 비율



자료 : 언론자료, 현대차증권

동남아 시장에서
국산 IP에 대한
관심도는 지속 증가

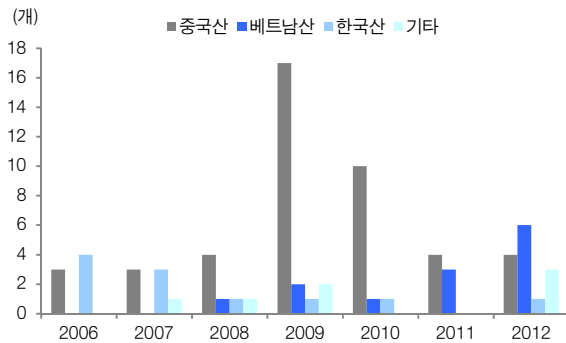
동남아시아 시장에서 한국 게임의 인기는 2000년 중반까지 이어졌다. 하지만 2000년 후반부터 중국 게임의 진출이 활발해지며 한국 게임의 인기는 다소 침체되는 모습을 보였다. 현재 국내 게임은 크로스파이어(베트남), 포인트블랭크(인도네시아), 라그나로크 등 각 국가별 특정 IP 위주로 인기가 집중되었다. 베트남의 경우를 살펴보면 2000년 말까지 매년 평균 3개 정도의 한국 온라인 게임을 현지 배급사를 통해 수출하였는데 2009년부터 중국 게임의 런칭이 급격히 증가하며 부진한 모습을 보였다.

하지만 리니지2레볼루션이 동남아시아에 진출하며 싱가포르, 필리핀, 태국 3개국에서 양대 마켓 1위를 기록하였고, 라그나로크M이 각 국가 마켓에서 1위에 등극하며 다시 한국 게임의 성공 가능성을 증명하였다. 또한 태국 2017년 게임 대상에서 한국 게임이 수상의 절반을 차지한 것으로 보아 국산 IP에 대한 관심은 지속적으로 증가하고 있는 것으로 판단한다.

동남아 시장도 현지화 작업이 KEY

동남아시아 시장 진출에도 여러 걸림돌은 존재한다. 동남아시아의 각 국가는 서로 다른 언어와 문화로 이루어져 있어 현지화 작업에 오랜 시간을 필요로 한다. 또한 디바이스 사양 부족으로 최신 사양의 게임을 플레이 할 수 있는 유저의 비중이 적다. 게다가 신용카드 사용률이 현저히 낮아 3자 결제 방법을 제공해야 하며 베트남의 경우 게임 출시 라이선스 획득도 필요하다. 하지만 이러한 걸림돌에도 불구하고, 지속적인 현지화와 유저 소통을 통한 국내 기업의 활발한 시장 진출은 지속될 것으로 예상된다. 현재는 작은 규모이지만 동남아시아는 가장 빠르게 성장하고 있는 게임 시장으로 향후 몇 년 내에는 상당 부분의 매출을 기록할 수 있는 시장이기 때문이다.

〈그림65〉 베트남에 런칭된 국가별 온라인 게임 개수



자료 : B&Company, 현대차증권

〈그림66〉 베트남 크로스파이어 e스포츠 대회



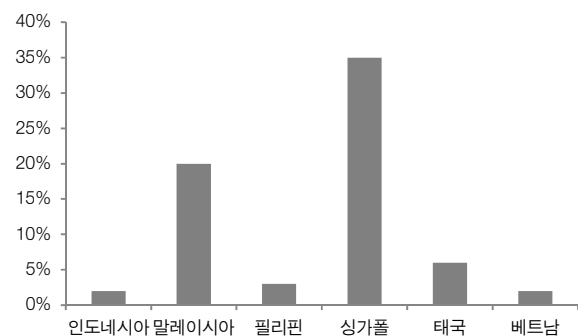
자료 : 언론자료, 현대차증권

〈그림67〉 리니지2레볼루션 매출 1위 기록 국가

국가	기록
대만	출시 8일만에 구글플레이 매출1위 앱스토어 매출 1위 기록
홍콩	
싱가폴	
필리핀	
마카오	
태국	

자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림68〉 동남아시아 국가 신용카드 사용률



자료 : Fortumo, Carrier billing in Asia, 현대차증권

〈그림69〉 태국 구글플레이 매출 순위

순위	게임명	장르
1	라그나로크M	MMORPG
2	Garena Free Fire	배틀로얄
3	Garena RoV	MOBA
4	배틀그라운드	배틀로얄
5	파이널판타지	RPG
6	로드 모바일	전략
7	Garena Contra	액션
8	MU	MMORPG
9	아이덴티티 V	서바이벌
10	PES 2019	스포츠

자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림70〉 인도네시아 구글플레이 매출 순위

순위	게임명	장르
1	Garena Free Fire	배틀로얄
2	배틀그라운드	배틀로얄
3	라그나로크M	MMORPG
4	모바일레전드: BANG BANG	MOBA
5	로드 모바일	전략
6	Game of Sultans	RPG
7	Legacy of Discord	MMORPG
8	Rise of Civilizations	전략
9	Zynga 포커	카지노
10	리니지2레볼루션	MMORPG

자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림71〉 말레이시아 구글플레이 매출 순위

순위	게임명	장르
1	모바일레전드: BANG BANG	MOBA
2	배틀그라운드	배틀로얄
3	라그나로크M	MMORPG
4	Garena Free Fire	배틀로얄
5	왕이되는자	전략
6	Rise of Civilizations	전략
7	Era of Celestials	MMORPG
8	로드 모바일	전략
9	클래시 오브 클랜	전략
10	Zynga 포커	카지노

자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림72〉 베트남 구글플레이 매출 순위

순위	게임명	장르
1	로드 모바일	전략
2	Garena RoV	MOBA
3	Garena Free Fire	배틀로얄
4	배틀그라운드	배틀로얄
5	ZingSpeed 모바일	스포츠
6	Rise of the Kings	전략
7	Era of Celestials	MMORPG
8	로드 모바일	전략
9	클래시 오브 클랜	전략
10	Zynga 포커	카지노

자료 : App Annie, 현대차증권

미국시장, M&A에 주목할 시기

국내와 완전 다른 성향의 미국시장

미국 게임 시장은 중국 다음으로 규모가 가장 큰 시장이며 아시아 국가들과는 다르게 콘솔의 비중이 가장 높은 시장이다. 모바일 점유율이 빠르게 상승하고는 있으나 콘솔 시장의 우세는 향후에도 지속될 것으로 전망한다. 미국 게임 유저들이 선호하는 장르는 캐주얼/전략/FPS이며 문화적인 특성상 게임 지출에 많은 돈을 사용하는 'Pay to Win' 시스템을 선호하지 않는다. 또한 미국 유저들은 하나의 게임에 오랜 시간을 투자하지 않으며 여러 게임을 동시에 즐기는 특성도 지니고 있다.

양국 간 큰 벽 존재 낮은 흥행률의 한국형 MMORPG

한국과 미국 유저 간 선호하는 장르와 플랫폼이 상이하기 때문에 국내 기업의 미국 시장 진출에는 큰 벽이 존재한다. 한국 게임은 온라인과 모바일 게임에 특화되어 있고 장르는 RPG를 선호하며 과금 시스템에 대해 미국 유저들 보다 거부감 없이 받아 들인다. 이전까지 한국 게임이 북미 시장에 흥행한 경우를 살펴보면, 한국에서 인기 있는 한국형 MMORPG의 성공보다는 다른 장르인 배틀그라운드(배틀로얄), 서머너즈워(턴제RPG) 등이 흥행한바 있다. 하지만 예외적으로 검은 사막은 MMORPG 장르이지만 한국보다 북미시장에서 더 인기를 끌었는데, 이유는 낮은 과금 시스템과 방대한 콘텐츠 때문인 것으로 판단한다.

M&A를 통한 시장 진출에 주목

국내 기업의 미국 시장 진출 전략은 크게 두 가지로 요약된다. 1) 새로운 장르의 게임 출시와 플랫폼의 다변화, 2) M&A를 통한 북미 개발사 인수이다. 펄버비스는 검은사막 Xbox 버전 출시로 플랫폼 다변화를 시도하고, 자체 개발 신작으로 FPS/캐주얼 장르 출시가 예정됨에 따라 장르 다변화 또한 추진할 전망이다. 엔씨소프트는 향후 개발되는 게임에 대해 콘솔 버전을 동시 개발할 것이라고 밝혔으며 컴투스도 북미시장 유명 IP인 스카이랜더스를 활용한 턴제 RPG 게임을 1분기에 글로벌로 출시 할 계획이다.

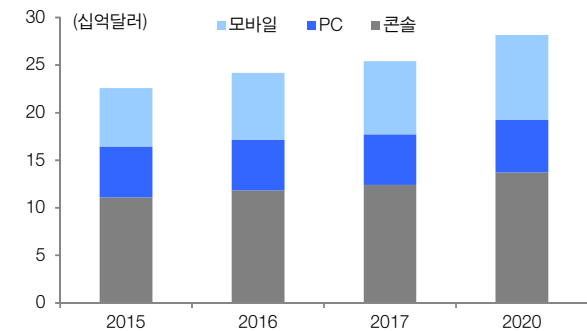
북미시장 진출을 위한 노력은 지속되고 있지만 게임 출시를 통한 북미 시장 진출에 대해서는 보수적인 입장을 취해야 한다는 판단이다. 이유는 1) 국내 기업들의 콘솔 게임 개발은 이제 막 시작되었고, 2) MMORPG 위주로 개발이 진행되고 있기 때문이다. 따라서 2019년은 M&A를 통한 북미 시장 진출 가능성에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 아직 구체적인 일정이나 인수 대상 기업은 정해지지 않았지만 국내 기업들은 몇 년 전부터 지속적으로 IP홀더 기업 중심으로 물색하고 있다고 밝힌바 있다. 자본적인 측면에서 무리되는 부분도 없어 적합한 매물만 생긴다면 빠르게 딜이 성사될 수 있을 것으로 전망한다.

〈그림73〉 미국시장 앱스토어 매출 순위

순위	게임명	장르
1	포트나이트	배틀로얄
2	드래곤볼Z	액션
3	클래시 오브 클랜	전략
4	캔디크러쉬사가	퍼즐
5	ROBLOX	RPG
6	Fate/Grand Order	RPG
7	Toon Blast	퍼즐
8	포켓몬고	AR
9	MARVEL 울스타베틀	전략
10	Episode-Choose Your Story	카지노

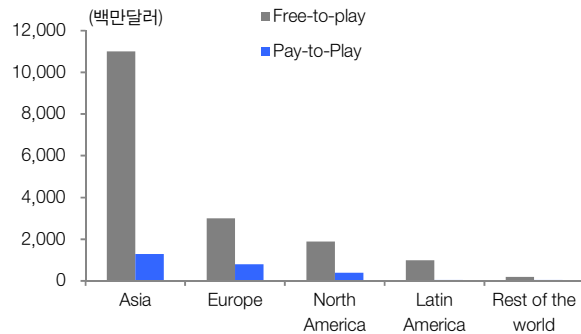
자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림74〉 미국시장 플랫폼 점유율



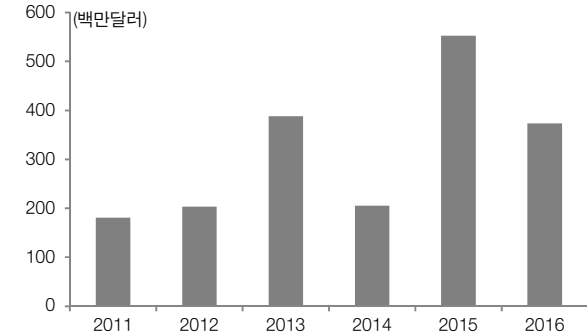
자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림75〉 지역별 MMORPG 이용 현황



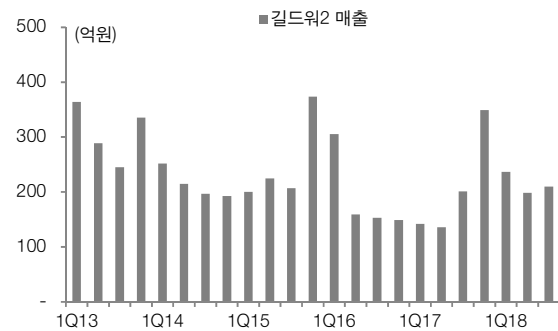
자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림76〉 북미시장 수출액 추이



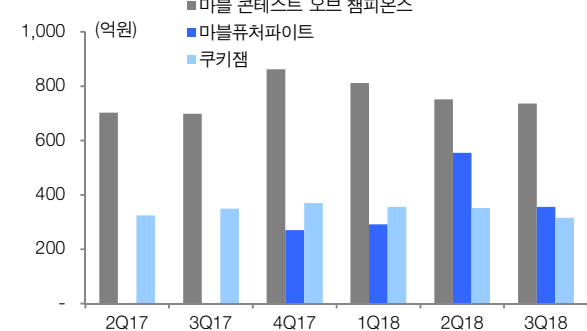
자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림77〉 아레나넷이 개발한 길드워2 매출추이



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림78〉 넷마블 북미 자회사 게임 매출 추이



자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림79〉 PC&콘솔로 개발중인 엔씨소프트 프로젝트 TL



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림80〉 검은사막 Xbox One



자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림81〉 세븐나이츠 스위치 개발



자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림82〉 북미 유명 IP 스카이랜더스: 링 오브 히어로즈



자료 : 컴투스, 현대차증권

〈표12〉 커버리지 기업 주요 M&A 현황 및 현금 및 현금성 자산 규모

기업	인수회사	인수시기	인수가격	현금 및 현금성 자산 규모
엔씨소프트	아레나넷	2002 년	187 억원	2,560 억원
	하모닉스 뮤직 시스템즈	2018 년	MOU	
넷마블	잼시티	2015 년	1500 억원	1 조 6,503 억원
	카밤 밴쿠버 스튜디오	2017 년	8300 억원	
펠어비스	CCP 게임즈	2018 년	2524 억원+ α	2,400 억원

자료 : 각사 자료, 현대차증권

주목해야 할 게임 산업의 다음 트렌드

크로스플레이를 통해 IP의 효과는 더욱 중요해 질 것

이전까지 대중의 이목을 끌지 못한 크로스플레이

- 1) 제한된 UI와 게임성
- 2) 콘솔 간 이해관계

국가, 지역, 유저 간 선호하는 게임기기와 각 기기 플랫폼 별로 플레이 가능한 게임리스트는 차이가 있다. 최근 모바일 기기 성능 향상으로 서로 다른 기기에서 같은 채널에 접속해 같이 게임을 즐길 수 있는 크로스플레이가 가능한 게임들이 출시되고 있다. 크로스 플레이는 게임 유저가 PC, 모바일, 콘솔 등 서로 다른 플랫폼에서 동시 플레이가 가능한 ‘크로스 플랫폼 플레이’를 의미한다. 타 기종 간의 멀티플레이 이외에도 후속 기종과의 멀티플레이도 포함된다. 에픽게임즈의 ‘포트나이트’ 이전까지 마인크래프트, 하스스톤, 로켓리그 등 여러 차례 크로스플레이가 지원된 게임이 존재하였고, 마이크로소프트는 X Box One과 Window 10 간의 크로스플레이 지원하는 등 여러 차례 시도가 있었으나 대중으로부터 큰 이목을 끌지 못했다. 그 이유로는 크게 1) 타 플랫폼과 모바일 플랫폼 사이의 제한된 인터페이스와 게임성, 2) 콘솔 사업자간의 이해관계 때문인 것으로 판단한다.

서로 다른 UI와 그래픽 차이 감소 중

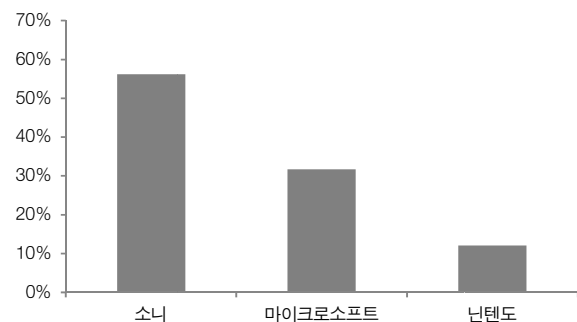
기존에는 모바일의 제한된 기기 성능과 네트워크 속도로 인해 콘솔 및 PC와 그래픽과 사운드, 게임성 등의 차이가 발생하여 타 플랫폼 유저와 동일한 환경에서 게임을 진행하는 것이 쉽지 않았다. 또한 모바일 게임의 경우 엄지손가락 두 개로 조작을 해야 하는 UI 특성과 전화, 메일 등 다른 작업의 간섭으로 원활한 게임 플레이 진행이 힘들기 때문에 ‘하스스톤’, ‘마인크래프트’ 등 조작이 간편한 게임에 한해서만 크로스플레이가 적용되는 경우가 대다수였다. 하지만 최근 에픽게임즈에서 개발한 ‘포트나이트’는 모바일의 디바이스의 한계를 극복하며 모바일에서도 원활한 크로스플레이가 가능함을 보여주었다. 에픽게임즈는 모바일 속에서의 그래픽을 타 플랫폼과 거의 동등한 수준으로 구현하였고, 모바일 기기에 편리한 버튼 배치와 조준 보정을 통해 타 플랫폼과의 플레이 환경 차이를 최소화하고 있다.

〈그림83〉 콘솔 간 크로스플레이를 가능케 한 포트나이트



자료 : Epic Games, 현대차증권

〈그림84〉 콘솔 플랫폼 점유율 차이



자료 : IHS, 현대차증권

콘솔 사업자 간
의견차이도
지속 감소

향후 크로스플레이가 일반화되면 게임 시장은 새로운 성장의 기회를 모색할 수 있을 것이다. 이번 ‘포트나이트’를 계기로 크로스플레이에 보수적인 입장을 취하던 소니도 앞으로 다른 타이틀에도 크로스플레이를 지원할 것을 밝힘과 더불어 일부 개발사들도 앞으로 멀티플랫폼화를 위한 게임 개발에 초점을 맞추겠다고 밝혔다. ‘포트나이트’는 소니, 마이크로소프트, 닌텐도 각각의 콘솔 간 크로스플레이를 가능하게 한 첫 게임이기도 하다. 유저의 입장에서 봤을 때 플랫폼간 크로스플레이 지원은 유저 풀의 확대, 게임 수명 확대 등 부정적인 부분보다는 긍정적인 부분이 더 많을 것으로 판단한다.

하지만 게임 개발사가 아닌 콘솔 플랫폼 업체들이 생각하는 크로스플레이에 대한 장단점은 서로 다를 수 밖에 없다. ‘포트나이트’ 이전까지는 콘솔 플랫폼 간 크로스플레이를 지원한 경우는 없었는데, 그 원인으로는 1) 콘솔 기기 간 시장 점유율 차이 2) 보유하고 있는 독점작 타이틀의 차이 때문으로 판단한다. IHS에 따르면 2016년 기준 플레이스테이션4와 Xbox One은 콘솔시장에서 각각 51%와 26%의 점유율을 차지하고 있으며 소니는 ‘갯 오브 워’, ‘디트로이트 비컴 휴먼’, 마이크로소프트는 ‘크랙다운3’, ‘스테이트 오브 디케이2’, 닌텐도는 ‘젤다의 전설’, ‘마리오’ 등 서로 각각 다른 독점작 리스트를 보유하고 있다. 얼마나 좋은 독점작을 소유하고 있는지에 따라 콘솔의 경쟁력이 강해지며 시장점유율과 직결되기 때문에, 지배적인 위치에 있는 소니는 콘솔 간 크로스플레이에 대해 전략적으로 보수적인 입장을 취할 수 밖에 없었다고 판단된다.

〈표13〉 콘솔 간 다른 주요 독점작 리스트

구분	PS 4	Xbox One
1	라스트 오브 어스	크랙다운 3
2	블러드본	씨 오브 시브즈
3	갯오브워	스테이트 오브 디케이 2
4	언차티드	포르자 모터스포츠 7
5	호라이즌 제로던	어쌔신 크리드: 오리진
6	디트로이트: 비컴 휴먼	메트로: 엑소더스
7	데이즈 곤	배틀그라운드
8	스파이더맨	퀀텀 브레이크
9	더 인페이션트	기어즈 오브 워 4

자료 : 각사 자료, 현대차증권

강력한 IP 갖춘
기업 수혜 예상
엔씨소프트/펄어비스

엔씨소프트는 2018년 신작발표회를 통해 향후 개발되는 모든 게임은 모든 플랫폼 환경에서 플레이가 가능하도록 개발을 진행하겠다고 밝힌바 있다. 북미와 일본 시장은 콘솔 유저 비중이 높은데, 엔씨소프트는 기존에 콘솔용 게임이 없어 온라인과 모바일에서만 유저를 확보하기에는 한계가 있었다. 하지만 향후 크로스플레이의 활성화와 출시 신작의 멀티플랫폼화 전략을 통해 글로벌 유저 풀 확대가 지속적으로 가능할 것으로 보인다. 또한 펄어비스의 '검은사막'은 이미 PC와 모바일 버전을 출시하고 Xbox One 출시를 앞두고 있으며 크로스플레이를 지원하게 될 경우 유저 경험의 다양성과 유저 풀 확대를 통해 게임수명을 더 길게 늘릴 수 있을 것으로 판단한다. 이와 같이 크로스플레이의 활성화는 온라인/모바일 게임에 특화된 국내 게임사들에게 플랫폼 다양화를 통해 글로벌 시장에서 새로운 기회가 될 수 있을 것이며, 그 중에서도 강력한 IP를 보유한 엔씨소프트와 펄어비스의 수혜가 가능할 전망이다.

〈그림85〉 PC&콘솔로 개발중인 엔씨소프트 프로젝트 ZL



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림86〉 검은사막 Xbox One 출시



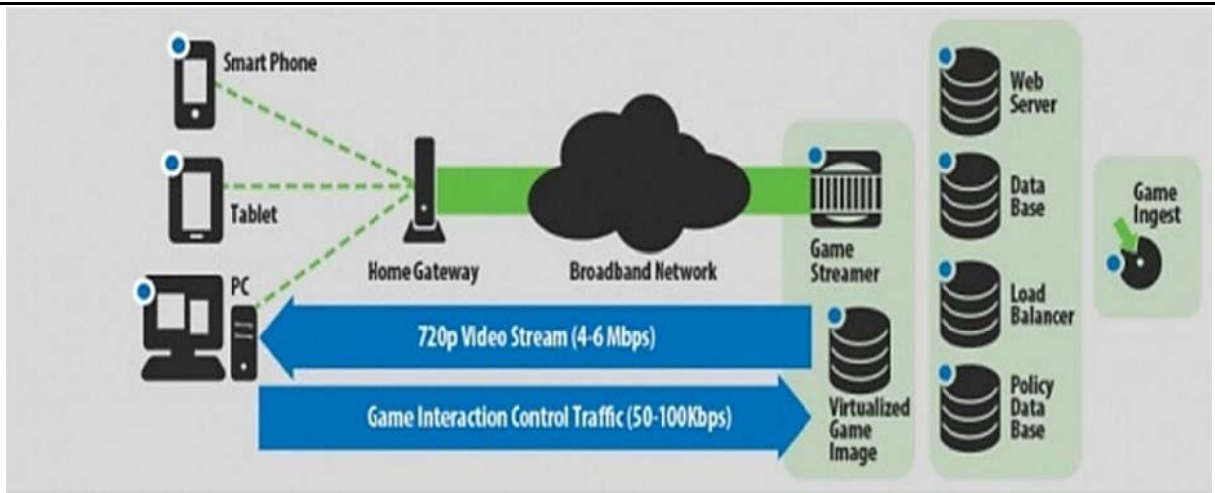
자료 : 펄어비스, 현대차증권

기기와 스펙의 제약이 사라지는 클라우드게이밍, 5G와 함께 성장 할 전망

기기와 스펙의
제약이 사라지는
클라우드 게이밍

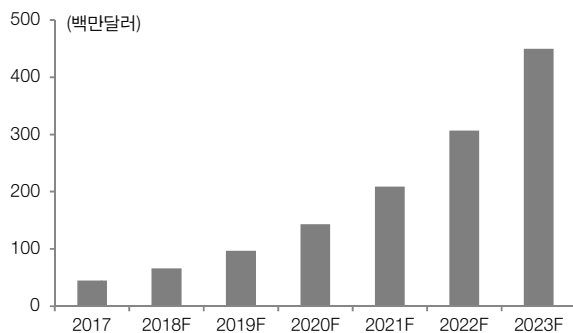
최근 넷플릭스, 스포티파이 등의 플랫폼이 등장하면서 콘텐츠를 소유하는 것이 아닌 스트리밍 서비스에 접속해 소비하는 형태로 변화하고 있다. 최근 게임산업에서도 게임을 스트리밍하는 클라우드 게이밍이 대두되고 있다. 클라우드 게이밍이란 클라우드라는 가상공간에서 사용자가 서비스에 접속한 후 게임을 즐기는 형태이다. 동영상과 음악을 스트리밍하는 것과 유사하게 게임을 통신망에 거쳐서 유저의 기기에 스트리밍하고 유저는 게임을 플레이 하는 방식으로 기존에 게임을 기기에 직접 다운로드해서 즐기는 방식과는 대조되는 방식이다. 클라우드 게이밍이 활성화될 경우의 강점은 일단 기기 스펙의 제약이 사라진다는 점이다. 2017년에 엔비디아의 젠슨 황 대표는 게임에 부적합한 PC를 보유한 유저가 10억명에 이른다고 밝혔는데, 클라우드 게임은 기기가 아닌 서버에서 구동되는 형태이기 때문에 잠재유저의 유입 발생시 더 큰 규모의 시장이 형성될 것으로 판단한다. 또한 클라우드 게임은 통신망과 영상 및 조작을 입출력 할 수 있는 기기만 있다면 게임을 할 수 있는 구조이기 때문에 플랫폼의 제약 없이 게임 플레이가 가능해지며 시장 확장의 기회가 될 수 있을 것으로 예상된다.

〈그림87〉 클라우드게이밍 구조



자료 : BagoGames LLC, 현대차증권

〈그림88〉 클라우드게이밍 시장 규모



자료 : Statista, 현대차증권

〈그림89〉 엔비디아 젠슨황 대표 연설



자료 : 인벤, 현대차증권

입력지연 문제가 가장 큰 걸림돌 클라우드 게임이 등장한 것은 최근이 아니다. 국내에서는 2012년부터 통신3사가 각 사의 IPTV 셋톱박스와 스마트폰을 통해 서비스를 즐길 수 있는 형태의 클라우드 게임(KT ‘위즈게임, SK텔레콤 ‘클라우드게임’, LG유플러스 ‘C-Games’)을 서비스하기 시작하였다. 이후 엔비디아의 ‘그리드’, 소니의 ‘PS Now’, 밸브의 ‘인홈스트리밍’ 등이 잇따라 출시됐다.

하지만 위와 같은 서비스는 유저들에게 좋은 평을 받지는 못하였는데, RPG, 전략 등 많은 조작을 필요로 하지 않는 게임의 경우에는 문제가 되지 않았지만, FPS, 액션 등 조작을 많이 필요로 하는 게임에서는 고질적인 입력지연 문제를 나타냈기 때문이다. 영상과 음악의 경우 서버에서 유저에게 전송하면 되지만, 게임의 경우에는 서버에서 영상과 음성을 전송하고 유저로부터 조작정보를 다시 주고 받아야 하기 때문에 통신망의 속도가 빠르지 못하면 입력 지연이 발생할 수 밖에 없다.

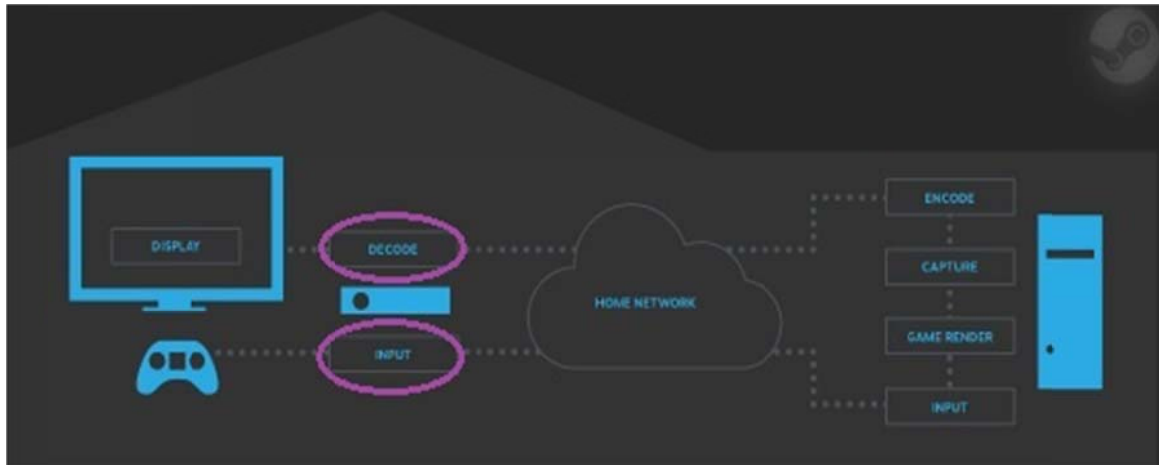
클라우드 게임을 원활하게 즐기기 위해서는 최소 60ms 이하의 지연시간이 발생하여야 한다. 하지만 작년 11월에 열린 텐센트 클라우드 컨퍼런스에서 텐센트는 북미 130ms, 일본, 한국 30~40ms, 유럽 170ms의 지연속도로 서비스를 한다고 밝힘과 같이 현재 통신망의 속도로는 전세계의 유저가 원활한 클라우드 게임을 진행하기 힘든 상황이다. 지연시간을 최소화하기 위해 데이터 압축 기술이 동원되고 있지만 그래픽이 떨어지는 문제가 발생하고, 클라우드 자체가 멀리 떨어져 있으면 속도 저하는 지속되기 때문에 완벽한 해결책은 되지 못하고 있다. 또한 기기간 다른 인터페이스 차이를 해결해야 문제도 존재한다.

〈그림90〉 소니 PS Now 서비스 개념도: 외부망 사용



자료 : Sony, 현대차증권

〈그림91〉 스팀 인홈 스트리밍 시스템 구현 구조: 지연속도 감소하나 호스트PC의 사양이 품질 좌우하며 내부 망 사용



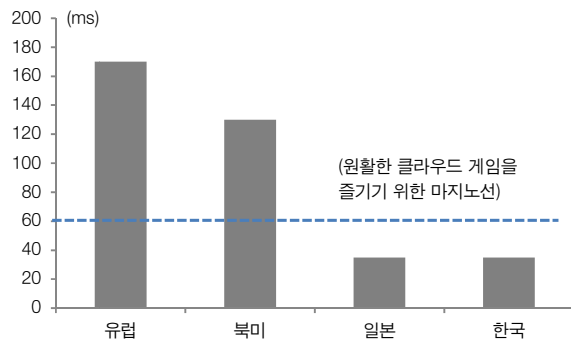
자료 : PC World, 현대차증권

〈표14〉 현재 서비스 중인 클라우드게이밍 플랫폼

회사	명칭	기능
Sony	PlayStation Now	2012년 클라우드 컴퓨팅 기업 Gaikai 인수 후 클라우드 게임 서비스 제공 현재는 플레이스테이션 4와 PC에서만 약 500개 이상의 게임 제공 중 월간 약 18,000원/연간 120,000원에 서비스 이용
Valve	Steam In-Home Streaming	저사양 PC나 모바일 기기를 통해서도 빠른 속도로 PC 게임을 즐길 수 있는 서비스 Windows, Mac OS X, Linux 지원하며, 향후 더 많은 운영체제 추가 예정 같은 네트워크 내에서만 가능하기 때문에 빠르지만 외부에서 사용 불가능
Nvidia	Geforce Now	PC 사용자가 GTX 1060이나 1080이 장착된 가상 PC에 연결해 고사양 PC 플레이 유저는 스팀, 오리진, 유폴레이, 배틀넷, GOG 등 다양한 서비스 직접 선택해 플레이 가능 월정액 \$7.99(시간제에서 월 정액제로 변경)

자료 : 각사 종합, 언론자료, 현대차증권

〈그림92〉 텐센트 클라우드 지연속도



자료 : 텐센트, 현대차증권

〈그림93〉 PS4(1080p)와 PS Now(720p) 해상도 비교



자료 : dualshockers.com, 현대차증권

〈그림94〉 5G 기대 성능



자료 : KT경제경영연구소

〈그림95〉 5G 추진 국가 및 상용화 원년



자료 : GSA, 한국방송통신전파진흥원 재인용

5G 상용화와 함께 클라우드 게임 각광 받을 전망

클라우드 게임은 최근 5G 상용화와 함께 구글과 마이크로소프트가 적극적인 행보를 진행하며 다시 각광받기 시작하였다. 구글은 작년 3월 유비소프트와 공동 개발한 아고네스(대규모 온라인 멀티플레이에 강점을 가지도록 설계)를 오픈소스로 공개하고 작년 10월에는 자사 블로그를 통해 프로젝트 스트림(파일 설치 없이 유저가 원하는 게임 콘텐츠를 즉각적으로 즐길 수 있는 서비스)을 공개하며 참가자 대상 ‘어쌔신 크리드: 오디세이’ 플레이 테스트를 진행했다. 마이크로소프트 또한 작년 1월 클라우드 기반 게임 개발 플랫폼 전문업체인 ‘플레이랩’을 인수하였고, 10월에 자사 블로그를 통해 프로젝트X클라우드를 공개했다. 현재 2019년 일반인 공개 시범 서비스 오픈을 위해 다양한 디바이스를 통해 플레이 테스트를 진행 중이며, 이미 Xbox One용으로 제작된 3,000개 이상의 게임을 동시에 배포 할 수 있는 상태이다.

하지만 국가간 통신망 차이 존재

하지만 5G 도입에도 불구하고, 국가간 통신망 차이와 인터넷 서버 차이 등이 존재하기 때문에 모든 유저가 동일하게 사용하기 까지는 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 또한, 엔비디아는 2017년 지포스 나우를 공개하고 초기에는 시간제 과금 형식의 요금제를 도입한 후 향후 월 정액제로 바뀔 것과 같이 아직 구체적인 비즈니스 모델이 정해지지 않은 상태이며 이해 관계자들 사이에 풀어야 할 문제도 존재한다. 따라서 아직은 완전한 상용화를 위해 준비하는 단계이며 향후 몇 년 이내에 눈에 띄는 성장을 기대 해 볼 수 있다고 예상된다. 완전하게 시장이 형성되었을 경우에는 크로스 플레이와 마찬가지로 강력한 IP를 보유한 게임사의 수혜가 가능할 것이다.

〈표15〉 최근 글로벌 회사들의 클라우드게이밍 전략적 행보

기업	내용
구글	2018년 3월 13일 유비소프트와 동시 개발한 컴퓨터 기반 게임 서비스 플랫폼 ‘아고네스’ 오픈소스로 공개 2018년 10월 5일부터 ‘프로젝트 스트림’ 발표로 ‘어쌔신 크리드: 오디세이’ 무료 베타 서비스 실시 프로젝트 예티(Yeti): 클라우드 게이밍을 위한 하드웨어, 자체 브랜드로 클라우드 게이밍 서비스에 도전
마이크로소프트	2018년 1월 클라우드 기반 게임 개발 플랫폼 전문업체 ‘플레이랩(PlayFab)’ 인수 2018년 10월 ‘프로젝트X클라우드’ 발표, 몇 년에 걸쳐 구현하고 확장할 계획이며 2019년 시범 공개 계획 현재 존재하거나 미래에 나올 엑스박스 게임과도 호환이 되도록 데이터센터에 맞춤 하드웨어를 구축할 예정
EA	2018년 5월 클라우드 게임 서비스 업체인 게임플레이 인수 2018년 10월 ‘프로젝트 아틀라스’ 발표, 1,000여 명의 강력한 팀을 투입하겠다고 밝힘 아틀라스는 배틀필드나 FIFA에서 사용한 ‘Frostbite’ 엔진에 인공지능과 머신러닝 도구를 통합한 플랫폼이 될 예정
아마존	2018년 3월 영국과 아일랜드에서 클라우드 게이밍 서비스 하는 ‘게임스팩스’ 인수 개발자를 위한 백엔드 서비스로 리더보드, 게임매칭, 등을 클라우드 상에서 쉽게 컴포넌트로 선택해 게임 구축 가능

자료 : 언론자료, 각 사, 현대차증권

〈그림96〉 테스트 진행 중인 구글 프로젝트 스트림



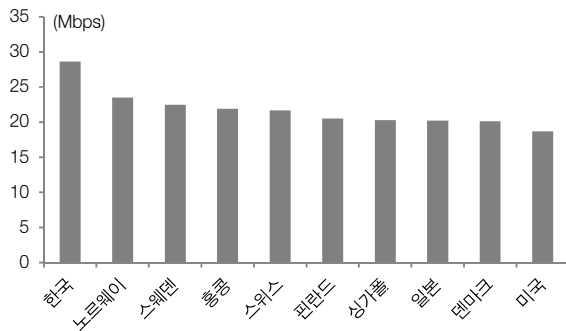
자료 : 구글, 현대차증권

〈그림97〉 마이크로소프트 프로젝트X클라우드



자료 : 마이크로소프트, 현대차증권

〈그림98〉 국가별로 상이한 인터넷 평균 속도



주 : 2017년 1분기 기준
자료 : 아카마이코리아, 현대차증권

〈그림99〉 GeForce Now 월정액 모델



자료 : 엔비디아, 현대차증권

축구, 야구, e스포츠

의미있는 선순환 구조의 e스포츠 시장

관객의 증가가
시장을 시키는
고전적인 스포츠 시장

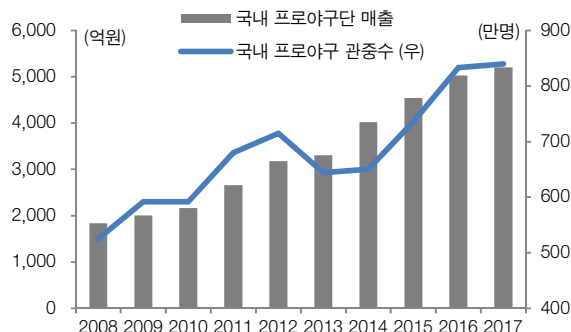
축구, 농구 등 일반적인 스포츠 시장은 구단, 스폰서, 선수, 관객 등으로 구성된다. 관객이 증가하면 스폰서가 광고효과를 위해 투자를 진행한다. 구단은 이를 선수 육성에 투자하고 선수의 연봉이 올라가며 경기의 질이 높아지는 선순환의 구조를 가진다. 국내 프로 야구의 경우를 살펴보면, 관중수가 증가할 수록 시장의 규모와 선수의 연봉이 올라가는 구조를 확인할 수 있다. 따라서 관객수의 증가는 시장의 규모를 확대시킬 수 있는 요인으로 작용한다.

고전적 스포츠 시장과
비슷한 양상을
보이는 e스포츠 시장

최근 e스포츠 시장이 고전적인 스포츠 시장과 비슷한 양상을 보이고 있다. 시청자수가 증가하며 더 많은 스폰서가 유입되고 광고 등 기타 매출을 통해 시장의 규모를 키워가고 있다. e스포츠는 2018년 자카르타-팔렘방 아시안게임에서 시범종목으로 채택되고 2022년 항저우 아시안게임에서는 정식종목으로 채택이 되는 등 부정적인 시각에서 점점 정식 스포츠로 인정을 받아가고 있다. 또한 트위치, 유튜브 등 스트리밍 플랫폼의 발전과 글로벌 토너먼트, 글로벌 기업들의 공격적인 투자에 힘입어 e스포츠 시장은 빠르게 성장하고 있다.

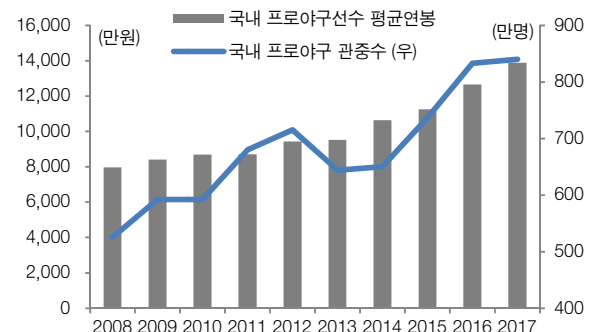
시장조사기관 Newzoo에 따르면 글로벌 e스포츠 시장의 매출액은 2017년 6억 5,500만 달러(약 7,316억원)를 기록하였고, 2021년에는 16억 5,000만 달러(약 1조 8,486억원)까지 성장할 것으로 전망된다(연평균 성장률 27.4%). 이러한 성장은 일반적인 스포츠 시장과 유사하게 관람객 증가에 기인한 것으로 판단된다. 2017년 e스포츠 시청자수는 3.4억명을 기록하였고 2021년에는 5.6억명까지 증가할 것으로 예상된다. 현재 e스포츠 대회는 MOBA 장르에 집중이 되어 있는데 향후 장르 다변화를 통해 지속적인 시장 성장이 가능할 것이다.

〈그림100〉 국내 프로야구 관중수와 야구단 매출



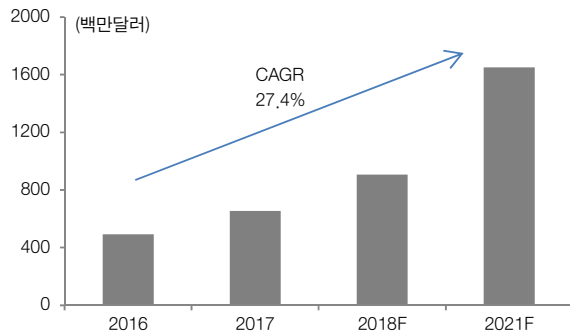
자료 : 언론자료, KBO, 현대차증권

〈그림101〉 국내 프로야구 관중수와 선수 평균연봉 추이



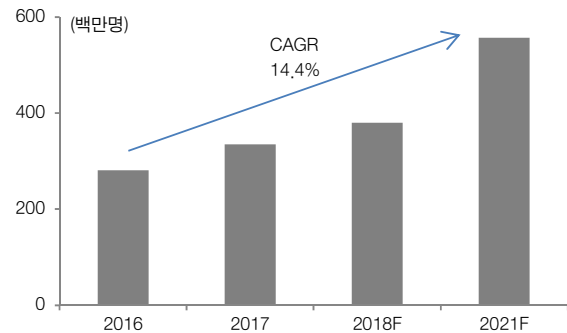
자료 : 언론자료, KBO, 현대차증권

〈그림102〉 글로벌 e스포츠 시장 규모



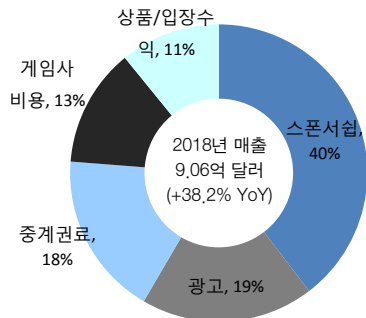
자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림103〉 글로벌 e스포츠 시청자수



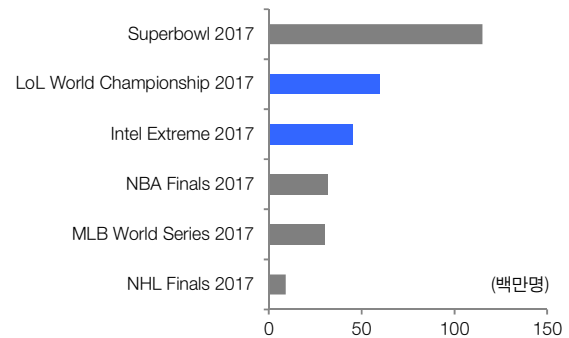
자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림104〉 글로벌 e스포츠 시장 부문별 매출



자료 : Newzoo, 현대차증권

〈그림105〉 스포츠리그 시청자수



자료 : Sports Media Watch, Statista, 현대차증권

〈표16〉 e스포츠대회 상금규모

게임	대회명	상금규모
Fortnite	Fortnite 2018~2019	1억달러
Dota 2	The Invitational 2018	2,500만 달러
League of Legends	LoL World Championship 2017	500만 달러
Smite	Smite World Championship 2015	260만 달러
Halo 5: Guardians	Halo World Championship 2016	250만 달러
Call of Duty: Black Ops III	Call of Duty XP Championship 2016	200만 달러
Overwatch	Overwatch League – Season 1 playoffs	170만 달러
Counter-Strike: Global Offensive	WESG 2016 (CS:GO)	150만 달러
Hearthstone	BlizzCon 2016 (Hearthstone)	100만 달러

자료 : esportsearnings, 현대차증권

구분이 시작된 하는 게임과 보는 게임

게임 산업의
트렌드가 된
보는 게임

2018년 지스타에서 ‘보는 게임’이 게임 산업의 트렌드가 되었음을 다시 한번 확인할 수 있었다. 메인스폰서인 에픽게임즈는 프로선수들이 플레이 하는 모습을 진행자가 진행하는 방식의 이벤트를 열었으며, 펍지와 아프리카TV도 배틀을 통한 게임방송을 메인 테마로 삼았다. 과거의 게임은 유저가 직접 플레이를 통해 느끼는 즐거움을 중요하게 생각했으나 최근에는 말 그대로 보는 게임에 대한 관심이 증가하고 있다. 전통적인 스포츠 시장인 축구, 농구, 야구 등과 같이 직접 하는 스포츠와 보는 스포츠로 구분이 되고 있다. 실제로 리그오브레전드를 제외한 연간 Twitch 시청 순위 5위 안에 있는 게임들은 주요 국가에서 실제로 플레이 하는 게임 순위와 전혀 다른 것으로 파악되며, 이를 통해 게임 산업에서도 게임을 시청하는 것과 플레이 하는 것이 점점 독립적인 양상을 보일 것으로 예상된다.

〈그림106〉 지스타 트위치 부스



자료 : 현대차증권

〈그림107〉 지스타 포트나이트



자료 : 현대차증권

〈그림108〉 트위치 연간 시청 순위

게임명	시청 시간	스트리밍 시간
리그오브레전드	957	17
포트나이트	877	46
배틀그라운드	628	21
Dota 2	442	4
Hearthstone	408	2

주 : 단위는 백만 시간
자료 : sullygnome.com, 현대차증권

〈그림109〉 국가별 게임플레이 순위

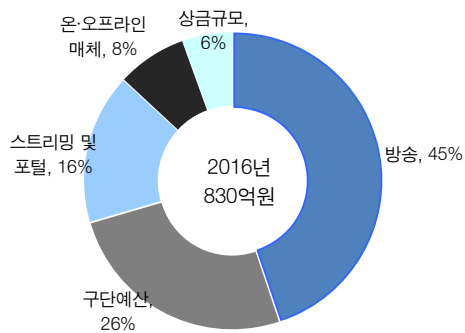
순위	한국	중국	전세계
1	리그오브레전드	던전앤파이터	리그오브레전드
2	배틀그라운드	Fantasy Westward Journey	CS : GO
3	오버워치	리그오브레전드	포트나이트
4	피파온라인4	Path of Exile	하스스톤
5	로스트아크	검망3	마인크래프트

자료 : 게임트릭스, 17173.com, Newzoo, 현대차증권

**국내 e스포츠 시장
2021년 2,754억원
규모로 성장 예상**

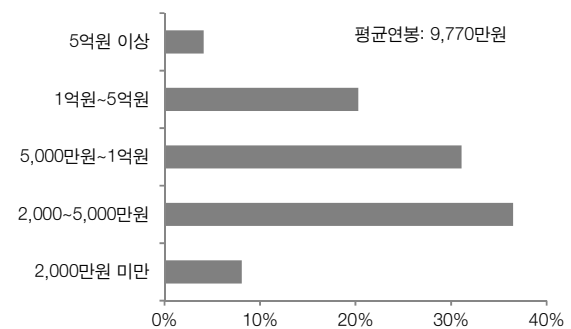
국내에서 1999년에 e스포츠 리그가 처음 개최된 이후로 스타크래프트를 중심으로 리그가 발전하며 산업이 발전해왔다. 국내 e스포츠 시장규모는 2016년 기준 830억원으로 글로벌 시장 규모 대비 14.9%에 해당한다. 글로벌 대비 시장규모를 지속 유지한다고 가정했을 때 2021년 시장규모는 약 2,754억원 규모가 될 것으로 예상된다. 기존 국내 e스포츠 구단에게 운영예산 확보가 가장 큰 걸림돌이었으나, 젊은 층을 중심으로 관심도가 지속 상승하며 대기업뿐만이 아닌 VT코스메틱, BBQ 등 다양한 분야의 기업들이 e스포츠 구단 후원에 참여하기 시작했다. 국내에서도 다른 국가와 마찬가지로 광고효과가 증대되며, 스폰서 시장 규모는 축구, 야구의 뒤를 잇는 3위를 기록하고 있다. 투자가 지속되며 국내에서 진행되고 있는 e스포츠 대회 수와 상금규모도 지속 증가하고 있다. 최근 배틀그라운드와 리그 오브 레전드의 흥행에 따른 배틀그라운드 리그의 성공적 안착과 아프리카TV의 스타리그의 지속 흥행에 힘입어 향후 대회 수와 상금규모 증가는 지속되며 시장의 성장을 이끌 것으로 예상된다.

〈그림110〉 국내 e스포츠 규모 (2016년)



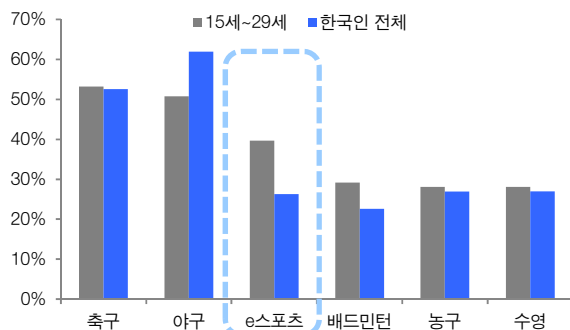
자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림111〉 국내 e스포츠 게이머 평균 연봉



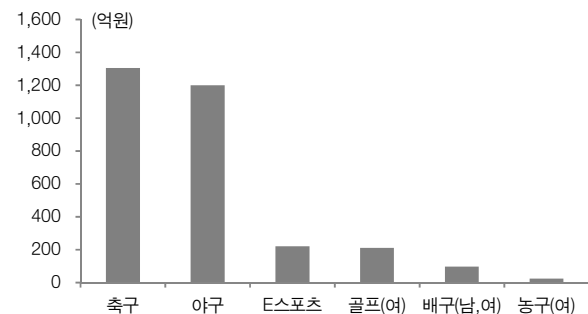
자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림112〉 젊은 층이 선호하는 e스포츠



자료 : 닐슨노리야, 현대차증권

〈그림113〉 종목별 스폰서 시장 규모(2015년)



자료 : KOCCA, 현대차증권

〈표17〉 국내 e스포츠 대회

(단위: 억원)

종목	2015년		2016년		증감(%)	
	대회수	상금규모(억원)	대회수	상금규모(억원)	대회수	상금규모
리그오브레전드	32	12.9	20	10.4	-37.5	-19.4
스타크래프트1	5	0.4	12	0.7	140.0	75.0
스타크래프트2	15	7.7	70	10.4	366.7	35.1
오버워치	0	0	13	2.8	-	-
워크래프트3	6	0.4	8	0.5	33.3	25.0
철권	4	0.1	3	0.1	-25.0	0.0
카운터스타라이크	3	0.4	4	0.8	33.3	100.0
하스스톤	28	1.3	31	1.9	10.7	46.2
히어로즈오브스톰	6	7.4	5	6.6	-16.7	-10.8
기타	36	11.7	55	11.8	52.8	0.9
합계	135	42.5	221	46.0	63.7	8.2

자료 : KOCCA, 현대차증권

〈그림114〉 아프리카TV 스타리그



자료 : 언론자료, 현대차증권

〈그림115〉 국내 배틀그라운드 리그



자료 : 언론자료, 현대차증권

Appendix

〈표18〉 게임 플랫폼 구분

구분	주요게임	전세계 비중(2019 예상)	설명
온라인게임	리니지, 리니지2, 검은사막	18%	- 인터넷 등의 네트워크를 통해 서버에 접속해서 진행하는 게임 - 같은 서버에 접속해 있는 타인과 게임을 진행하는 유형
모바일게임	리니지M, 리니지2레볼루션	38%	- 휴대용, PDA 등의 휴대용 단말기를 통해 제공되는 게임 - 휴대용 기기에 기본적으로 내장된 게임은 물론 인터넷에 접속해 다운로드 이용하는 게임을 포함
비디오게임	마리오시리즈, PES, 갯오브워	23%	- 가정 내 TV나 모니터에 게임 전용기기(콘솔)를 연결하여 이용 - 주요기기는 소니의 'PS4', MS의 'Xbox One', 닌텐도의 'Switch'
PC게임(패키지게임)	WoW, 디아블로, 스타크래프트	3%	- PC를 기반으로 한다는 점에서 온라인게임과 유사한 형태이나, 혼자서도 플레이가 가능하다는 것이 온라인게임과 다른 점 - 최근에는 PC게임 역시 온라인 유통이 증가하고 있음
아케이드게임	킹오브파이터즈, 스트리트파이터	19%	- 기존의 오락실과 같은 게임장에서 제공되는 게임의 형태 - 특정 게임을 위한 전용기기가 제작되며, 조이스틱을 사용하거나 체감형 장치(총, 자동차 핸들 등)를 통해 진행되기도 함

자료 : KOCCA, PWC, 현대차증권

〈표19〉 장르 및 용어 해설

용어	해설
코어게임	긴 개발기간과 큰 개발 규모를 요하는 게임 (예: RPG, 배틀로얄)
캐주얼게임	짧은 개발기간과 작은 개발 규모의 게임 (예:
웹보드게임	웹 상에서 즐기는 보드 게임 (예: 맞고, 포커 등)
RPG (Role Playing Game)	게임 이용자가 게임상에서 특정한 역할을 맡아 주어진 목표를 달성하는 형태의 게임
MMORPG (Massively Multiplayer Online RPG)	다중역할수행게임. 온라인 공간에서 다수의 플레이어가 동시에 즐기는 게임
액션	상대방과 격투를 벌이는 내용의 게임. 두뇌플레이보다 눈과 손의 반사신경이 핵심 역량
스포츠	실제 운동 종목을 게임을 통해 즐길 수 있도록 구현한 형태. 축구, 농구, 야구 등 다양한 형태의 게임이 존재
전략	논리적 사고를 바탕으로 전투와 같은 모의 상황에서 나름의 전략을 가지고 겨루는 게임
FPS (First Person Shooting)	총기류나 수류탄 등 현대무기를 들고 싸우는 1인칭 시점 슈팅 게임
MOBA (Multiplayer Online Battle Arena) = AOS	적의 본진을 점령하는 것을 목표로 상대편 플레이어와 전투를 벌이는 방식의 게임
배틀로얄	한 공간에서 각자의 플레이어가 생존을 위해 싸우는 게임
ARPU (Average Revenue Per User)	유저 1인당 평균 지출액
IP(Intellectual Property)	지적재산권, 게임 같은 지식재산에 대한 권리
FGT(Focus Group test)	소규모 유저를 대상으로 한 비공개 테스트
CBT(Close Beta Test)	게임 상용화 전에 내부 인력 및 선발된 한정적인 외부 테스터를 대상으로 한 테스트
OBT(Open Beta Test)	게임 상용화 전에 일반 대중에게 공개하여 게임의 버그 및 안정성을 테스트하는 것

자료 : KOCCA, 현대차증권

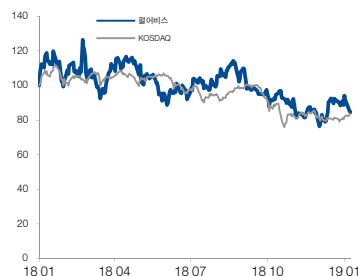
부족한 것 없을 2019년

현재주가 (1/17)	181,400원		
상승여력	40.6%		
시가총액	23,479억원		
발행주식수	12,943천주		
자본금/액면가	64억원/500원		
52주 최고가/최저가	284,200원/172,000원		
일평균 거래대금 (60일)	134억원		
외국인지분율	10.36%		
주요주주	김대일 외 9인 46.68%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.9	-8.1	-17.7
상대주가(%)	0.8	-3.0	-1.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	-	-	-
After	12,757	18,612	255,000
Consensus	13,131	18,676	277,727
Cons. 차이	-2.9%	-0.3%	-8.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 필어비스의 커버리지를 개시하며, 투자 의견 BUY와 목표주가 255,000원 제시
- 기존 진출한 시장의 검은사막 PC와 모바일 매출은 지속적인 업데이트를 기반으로 안정적으로 지속될 것으로 전망. 자체제작 엔진으로 빠른 업데이트 가능하여 유저 케어를 통한 라이프사이클 장기화 될 것으로 판단
- 19년 1월 출시 예정인 검은사막 콘솔버전 출시를 시작으로 1분기 검은사막 모바일 일본 진출, 2분기 북미/유럽, 3분기 동남아 순으로 플랫폼과 글로벌 확장으로 이익 성장 가능 할 전망. 중국 판호 발급 시 추가 성장 발생될 것으로 예상
- CCP게임즈 인수를 통한 IP 확보와 자체 개발 신작의 장르 다변화를 통해 원게임 리스크 해소되며 밸류에이션 Re-rating 가능할 것으로 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 연결기준 매출액은 6,464억원(+55.0% YoY), 영업이익은 2,936억원(+63.2% YoY)을 기록할 것으로 예상. 해외 확장과 콘솔 출시되며 이익 기반 확대될 전망
- 4분기 연결기준 매출액은 1,118억원(+351.2% YoY, -4.4% QoQ), 영업이익은 312억원(+373.3% YoY, -48.3% QoQ)을 기록할 것으로 추정. 영업이익이 전분기 대비 큰 폭으로 하락한 원인은 4분기 모바일 경쟁작 출시와 더불어 대만 유저 지표 하락 발생하고 검은사막 콘솔버전 출시가 1Q19로 출시 지연 됐기 때문으로 판단. 또한 CCP게임즈 인수에 따른 일회성 비용 140억원 발생할 것으로 예상
- 대만 지역은 검은사막 모바일 출시 후 매출이 빠르게 하락하는 모습을 보였음. 원인은 1) 대만 유저들의 디바이스 성능 부족, 2) 한국보다 출시 일정이 늦어 발생한 업데이트 속도 차이 때문으로 판단됨. 하지만 한국보다 2배이상 빠른 속도로 업데이트를 진행하며 현재는 한국과 거의 비슷한 수준의 콘텐츠 업데이트가 완료됨. 4분기를 저점으로 이후 안정적으로 실적에 기여할 것으로 예상

3) 주가전망 및 Valuation

- 2019F EPS에 Target P/E 13.6배를 적용한 목표주가 255,000원 제시
- 동사의 주가는 실적 둔화의 우려로 주춤한 모습이나 향후 실적 발표 이후 해외 진출 기대감 반영되며 상승할 것으로 예상되며, 검은사막 해외 흥행 성과 및 중국 판호 발급에 따라 주가 Re-rating 가능할 것으로 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	337	281	244	285	3,173	N/A	0.0	0.0	-0.9	112.9	N/A
2017	524	217	147	227	1,293	-59.2	191.5	10.9	120.3	9.9	0.0
2018F	4,170	1,798	1,568	1,853	12,757	886.5	16.3	6.4	12.7	45.1	0.0
2019F	6,464	2,936	2,409	3,068	18,612	45.9	9.7	3.5	5.8	44.5	0.0
2020F	7,026	3,543	3,029	3,676	23,400	25.7	7.8	2.4	4.0	37.3	0.0

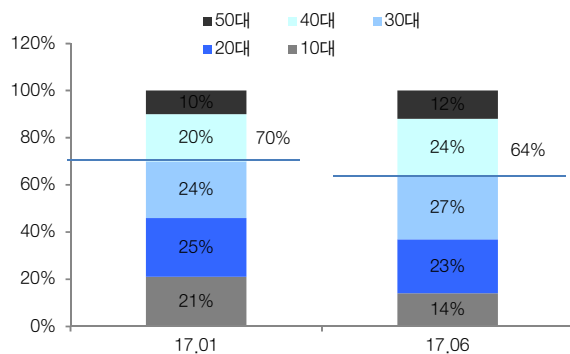
* K-IFRS 연결 기준

일본을 시작으로 해외 확장 시작. 장르 다변화에도 주목**검은사막 모바일
글로벌 확장 예정**

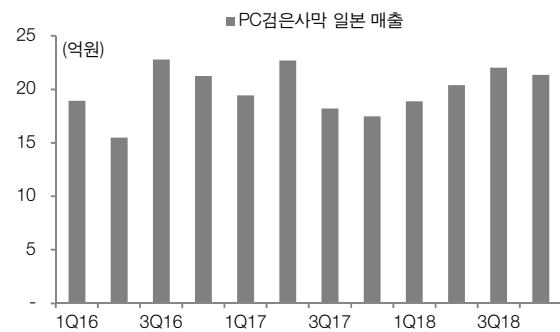
검은사막 모바일은 2019년 1분기 일본시장 진출을 시작으로 2분기 북미/유럽, 3분기 동남아시아 시장 진출을 계획하고 있다. 또한 중국 판호 규제 이슈 해소에 따른 검은사막 온라인의 중국 진출도 주목할 필요가 있다. 그 동안 일본과 북미 시장은 유저들의 성향과 선호하는 장르가 다른 이유로 국내 게임이 흥행하기 어려운 시장으로 평가를 받아왔다. 하지만 넷마블의 리니지2레볼루션은 아시아 11개국을 시작으로 일본, 북미/유럽 등 국내 게임의 흥행이 어렵다고 판단되어 온 시장에서 의미있는 성적을 거두면서 주가가 상승한 경험이 있다. 검은사막도 글로벌 확장을 통해 주가 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

일본시장 흥행 예상
 1) 변모하는 시장환경
 2) 온라인의 꾸준한 매출
 3) 직접서비스 통한 높은 수익성

일본 시장에서 흥행 가능성이 있다고 판단하는 이유는 1) 젊은 유저층이 모바일 시장에서 대부분을 차지하기 시작하며 젊은 층 중심으로 장르를 받아들이는 유동성이 증가하고 있고, 2) 현재 검은사막 온라인이 출시 3년이 지난 후에도 꾸준한 성적을 유지하고 있으며, 3) 국내 시장보다 1.7배 큰 규모의 시장에서 직접서비스를 진행해 높은 수익성을 가져갈 수 있기 때문이다. 기존 한국 게임의 일본 진출 당시 고점을 찍고 빠르게 하락한 경험이 있었는데, 이는 일본 유저들의 성향 때문이었다고 판단된다. 일본 유저들은 유저와의 소통을 통한 운영 능력을 중요하게 생각하며 게임 내에서 즐길 수 있는 다양한 콘텐츠를 선호하는 경향이 있다. 또한, 국내 게임의 게임 초반 과도한 과금 시스템을 이유로 빠르게 순위가 하락했다고 판단한다. 하지만 검은사막은 자체 엔진 활용을 통해 유저의 의견을 수렴하여 빠른 업데이트가 가능해 유저 케어에서 타 게임보다 더 우위를 점할 수 있다고 생각되며, 현재 검은사막 온라인이 지속적인 업데이트로 라이프 사이클이 장기화되고 있는 것을 볼 때 출시 초반 흥행에 성공할 경우 꾸준한 성적을 기록할 수 있을 것으로 전망한다.

〈그림1〉 일본 모바일 게임 이용 연령

자료 : 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림2〉 PC 검은사막 일본 매출 추이

자료 : 펠어비스, 현대차증권

**북미 시장에서
인지도 있는
검은사막 IP**

북미시장은 역사적으로 모바일 MMORPG 게임이 진입하기 쉽지 않은 시장이다. 콘솔 플랫폼의 비중이 크며 모바일 게임을 가볍게 즐기는 게임으로 판단하는 경향이 있어 하드코어적인 게임이 유행하기 쉽지 않기 때문이다. 리니지2 레볼루션이 북미/유럽 시장에 진출했을 때 출시 초반에 매출 순위 10~30위권에 진입했었고 이 때 당시 일매출은 약 3억원 정도로 추정된다. 하지만 검은사막 IP는 이례적으로 MMORPG로서 국내보다 북미/유럽 시장에서 더 많은 인기를 끌었던 게임이다. 또한 북미 최대 게임사이트인 MMORPG.com에서 1년간 최고 인기 게임 1위에 랭크 됐던 만큼 리니지보다 훨씬 인지도 있는 IP이다. 출시 초반 4~5억원 수준의 일 매출 달성이 가능할 것으로 판단된다.

**검은사막 온라인
2018년 중국 내
온라인 기대작 1위**

2017년 3월 이후로 중국에서 한국산 게임에 대해 신규 판호를 발급하지 않으면서 검은사막 온라인도 스네일게임즈를 퍼블리셔로 선정하고 판호 발급을 신청하고 대기중인 상태였다. 그 후 중국 규제 이슈와 판호 발급 부처 변경이 겹치며 판호 발급에 기대감이 지속 줄어들고 있었는데, 작년 12월에 중앙선전부에서 신규 판호 발급에 대해 언급하며 출시 기대감을 높여가고 있다. 아직 판호 발급에 대한 정확한 일정과 계획이 정해지지 않아 불확실성은 여전히 상존하나 판호 발급만 이루어진다면 즉각적인 출시는 가능할 것으로 판단된다. 또한 현재 중국 온라인 게임시장 순위권 내의 게임들이 노쇠화된 게임이 많고 검은사막이 2017 중국 10대 게임 시상식에서 2018년 가장 기대되는 온라인 게임 1위로 뽑혔던 점을 고려하면 올해 안에 출시될 경우 실적에 의미있게 기여할 수 있을 것으로 보인다. 블레이드앤소울이 중국에 진출 할 당시에 기대 신작 1위에 선정되며 출시 후 PC방 인기순위 Top5에 이름을 올렸고 출시 초반 약 300억원의 로열티 매출을 기록한 것으로 추정된다.

〈표1〉 펠어비스 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
펠어비스	검은사막 콘솔	북미/유럽	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	일본	MMORPG	1Q19
	검은사막 모바일	북미/유럽	MMORPG	1H19
	검은사막 모바일	동남아	MMORPG	2019
	프로젝트 K (PC/콘솔)		MMO-FPS	2H19
	프로젝트 V		캐주얼 MMO	2H19
	Eve Echoes		Sci-fi MMO	2H19
	Eve War of Ascension		전략	2H19

자료: 현대차증권

검은사막 플랫폼 다변화+CCP게임즈 인수+신작≠원게임 리스크

콘솔 버전 출시 통한
플랫폼 다변화

필어비스는 이전까지 검은사막 흥행에도 불구하고 유일 IP를 가지고 있다는 이유로 밸류에이션 할인을 받아왔다. 하지만 검은사막 IP만으로 PC/모바일/콘솔(1월 7일 Xbox One 예약판매 시작) 모든 플랫폼에 진출한 상태이다. 검은사막 IP를 통해 PC와 모바일 모두 글로벌 확장을 앞두고 있으며 콘솔 출시를 통해 새로운 유저 확보도 가능하다. 일반적으로 원게임 리스크를 이유로 저평가 되는 기업의 경우 하나의 IP로 하나의 플랫폼에만 출시된 경우가 대다수이다. 필어비스의 경우 일반적인 원게임 회사와는 다르게 접근해야 한다고 판단한다.

CCP게임즈
인수에 따른
IP 확보

또한 최근 아이슬란드 기반의 CCP게임즈 인수를 통해 추가 IP를 확보했다. CCP게임즈의 대표 게임은 EVE 온라인으로 2003년 출시 이후 누적 가입자 4,000만명 이상을 보유하고 있으며 북미/유럽 지역이 주요 서비스 지역이다. 높은 난이도와 Sci-fi라는 장르 특성과 출시 후 시간이 많이 흘러 신규 유저의 유입은 많지 않을 것으로 예상되나, 핵심 유저층을 기반으로 꾸준한 매출을 기록 중에 있다. 또한 최근 EVE 온라인의 중국 퍼블리셔(Netease) 변경으로 판호 재발급을 위해 신청 후 대기하고 있으며, 판호 발급과 함께 중국에서 매출 창출도 더해질 전망이다. 2019년 출시 계획으로 중국 Netease와 함께 EVE 온라인의 모바일 버전인 EVE Echoes를 개발하고 있고 전략장르의 Eve War of Ascension도 출시 예정이다.

다양한 장르의
자체 개발 신작
출시 예정

자체 개발 신작을 통해 장르 다변화도 시도하고 있다. 필어비스는 올해 하반기 출시 계획으로 프로젝트 K(PC/콘솔 버전의 MMO FPS)와 프로젝트 V(모바일 캐주얼 MMO)를 개발하고 있다. 아직 기본적인 게임에 대한 정보와 정확한 출시 시기는 발표되지 않았으나, MMORPG 장르가 아닌 새로운 장르의 게임을 개발함으로써 장르 다변화도 동시에 시도하고 있다. 다양한 장르를 통해 국내 시장뿐 만이 아닌 해외시장에서의 성과도 기대 가능하다. 또한 자체개발 엔진을 통해 개발 시간도 단축할 수 있어 타 업체 대비 빠른 시간 안에 신작을 출시할 수 있는 것도 장점이다.

〈그림3〉 자체개발신작 프로젝트 K



자료 : 필어비스, 현대차증권

〈그림4〉 CCP게임즈 Netease 공동 개발 EVE Echoes



자료 : 필어비스, 현대차증권

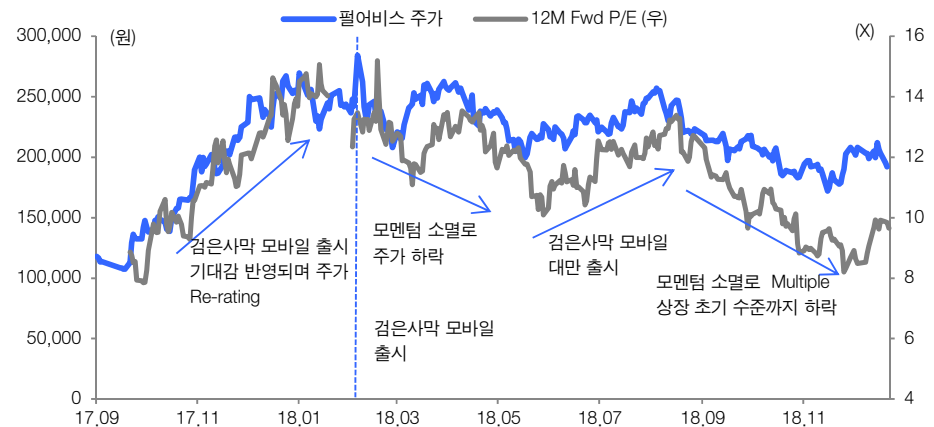
Valuation

펠어비스 현재 주가 P/E 밴드 하단 수준 당사는 펠어비스의 목표주가로 2019년 추정 EPS에 Target P/E 13.6배를 적용한 255,000원을 제시한다. 당사는 4분기 실적 둔화에 대한 우려로 주가가 지속 하락하고 있고 현재 주가는 2019F EPS 기준 P/E 10배 수준이다. 동사의 역사적 P/E 저점은 8배인데, 이 시기가 검은사막 모바일 출시 전이었던 상장 초기 임을 감안하면 현재 주가는 매력적인 수준으로 판단된다.

원게임 리스크 할인은 점차 축소될 것 펠어비스와 엔씨소프트의 모멘텀 발생 구간(리니지M과 검은사막 모바일 출시 전)과 소멸 구간(리니지M과 검은사막 모바일 출시 후)을 비교해 보면 두 회사는 평균적으로 30~40%의 Valuation Gap이 발생한다. 펠어비스가 엔씨소프트 대비 낮은 Multiple을 받는 주된 이유는 원게임 리스크에 따른 할인으로 판단한다. 하지만 CCP게임즈 인수에 따른 'EVE' IP 확보와 자체개발 신작 확보를 통해 할인은 점차 축소될 것으로 전망한다.

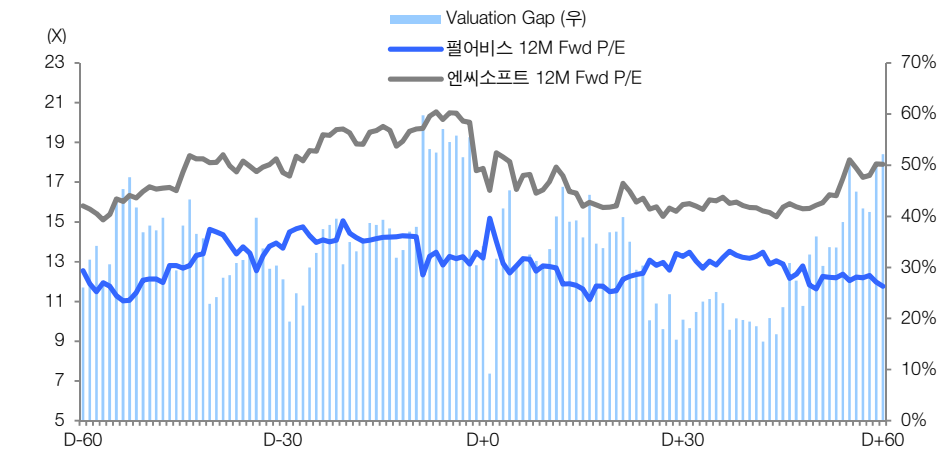
Target P/E 13.6배 엔씨소프트가 리니지M 출시 직전 받은 12M Fwd P/E 21배에서 35% 할인한 13.6배를 펠어비스의 Target P/E로 설정한다. 펠어비스는 검은사막 모바일 국내 출시 기대감으로 최고 15배까지 받았던 바 있다.

〈그림5〉 펠어비스 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈그림6〉 엔씨소프트와 펠어비스 Valuation Gap



주: D+0 지점은 리니지M과 검은사막 모바일 출시일
 자료: WiseIn, 현대차증권

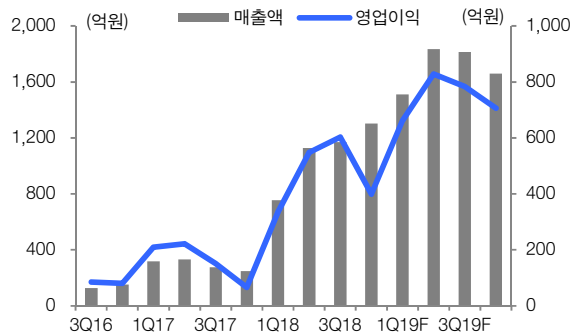
〈표2〉 펠어비스 분기실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
영업수익	755	1,127	1,170	1,118	1,384	1,715	1,732	1,634
검은사막 온라인	339	299	273	263	254	246	239	232
국내	60	39	54	52	50	48	47	46
해외	279	260	219	211	204	198	192	186
검은사막 모바일	416	828	897	705	899	1,227	1,261	1,191
국내	416	828	762	460	428	411	394	375
해외	-	-	135	245	472	816	867	816
검은사막 콘솔	-	-	-	-	66	43	35	32
CCP게임즈	-	-	-	150	164	199	197	180
영업비용	419	579	567	806	772	924	931	901
인건비	98	150	119	125	134	140	148	155
지급수수료	178	300	315	264	319	421	430	403
광고선전비	105	92	100	101	125	129	121	128
주식보상비용	13	10	4	4	4	4	4	4
감가상각비	6	7	9	8	10	12	12	12
기타	18	20	21	160	25	31	31	29
CCP게임즈	-	-	-	145	156	188	186	170
영업이익	336	548	603	312	612	791	800	733
영업이익률	44.5%	48.7%	51.6%	27.9%	44.2%	46.1%	46.2%	44.9%
세전이익	343	610	587	306	580	771	771	727
세전이익률	45.4%	54.1%	50.2%	27.3%	41.9%	44.9%	44.5%	44.5%
순이익	278	522	517	251	489	655	654	611
순이익률	36.9%	46.3%	44.2%	22.4%	35.3%	38.2%	37.8%	37.4%

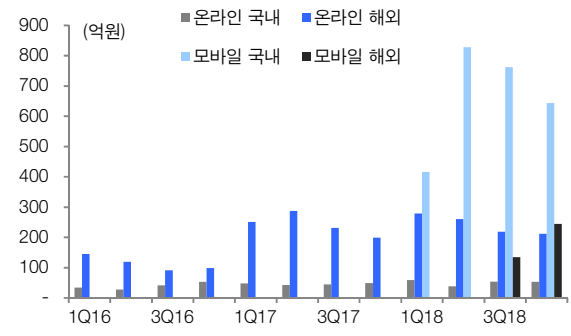
주: K-IFRS 연결 기준
 자료: 펠어비스, 현대차증권

〈그림7〉 펠어비스 실적 추이



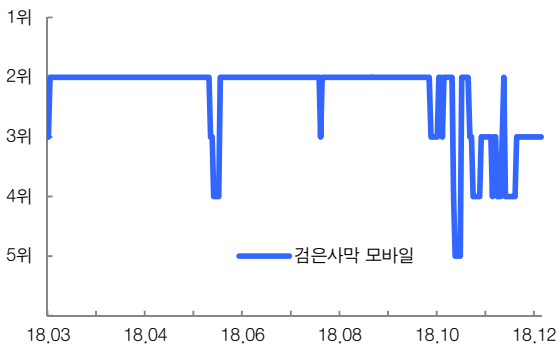
자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림8〉 플랫폼별 국내/해외 매출 비중



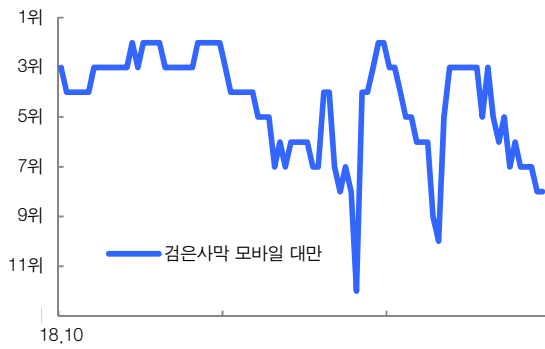
자료 : 펠어비스, 현대차증권

〈그림9〉 검은사막 모바일 국내 구글플레이 매출 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

〈그림10〉 검은사막 모바일 대만 구글플레이 매출 순위



자료 : App Annie, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	337	524	4,170	6,464	7,026
증가율 (%)	N/A	55.5	696.0	55.0	8.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	337	524	4,170	6,464	7,026
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	N/A	55.5	696.0	55.0	8.7
판매관리비	56	307	2,372	3,528	3,484
판매비율 (%)	16.5	58.7	56.9	54.6	49.6
EBITDA	285	227	1,853	3,068	3,676
EBITDA 이익률 (%)	84.6	43.3	44.4	47.5	52.3
증가율 (%)	N/A	-20.5	717.8	65.6	19.8
영업이익	281	217	1,798	2,936	3,543
영업이익률 (%)	83.5	41.3	43.1	45.4	50.4
증가율 (%)	N/A	-23.0	730.1	63.3	20.7
영업외손익	3	-41	46	-88	40
금융수익	11	8	105	97	150
금융비용	7	49	61	187	113
기타영업외손익	-1	0	2	3	3
종속/관계기업관련손익	0	1	2	1	1
세전계속사업이익	284	177	1,845	2,849	3,584
세전계속사업이익률	84.3	33.8	44.3	44.1	51.0
증가율 (%)	N/A	-37.7	942.3	54.4	25.8
법인세비용	40	30	278	440	555
계속사업이익	244	147	1,568	2,409	3,029
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	244	147	1,568	2,409	3,029
당기순이익률 (%)	72.5	28.1	37.6	37.3	43.1
증가율 (%)	N/A	-39.7	964.4	53.6	25.7
지배주주지분 순이익	244	147	1,568	2,409	3,029
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-6	-4	0	0
총포괄이익	244	142	1,564	2,409	3,029

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	228	265	1,618	2,598	3,145
당기순이익	244	147	1,568	2,409	3,029
유형자산 상각비	2	7	48	123	125
무형자산 상각비	2	3	7	9	8
외환손익	-4	37	2	50	-15
운전자본의 감소(증가)	-47	66	-245	8	-1
기타	31	5	237	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-12	-83	-985	-607	-1,530
투자자산의 감소(증가)	0	-31	-110	-66	8
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-40	-112	-130	-130
기타	-3	-12	-764	-412	-1,408
재무활동으로인한현금흐름	0	1,788	833	-200	0
장기차입금의 증가(감소)	60	-60	1,202	-200	-800
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	17	1,858	111	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-77	-11	-480	0	800
기타현금흐름	4	-33	3	0	0
현금의증가(감소)	220	1,936	1,469	1,791	1,615
기초현금	93	469	2,405	3,874	5,665
기말현금	313	2,405	3,874	5,665	7,280

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	404	2,799	5,204	7,609	10,621
현금성자산	313	2,405	3,874	5,665	7,280
단기투자자산	0	211	784	1,146	2,568
매출채권	88	159	438	640	621
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	24	108	157	152
비유동자산	39	167	766	831	821
유형자산	15	62	327	334	338
무형자산	3	42	81	73	65
투자자산	0	32	144	211	204
기타비유동자산	21	30	214	214	214
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	443	2,966	5,971	8,439	11,443
유동부채	92	198	690	716	1,494
단기차입금	1	0	200	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	800
기타유동부채	91	198	490	716	694
비유동부채	135	16	1,075	1,109	306
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	800	800	0
장기금융부채 (리스포함)	59	0	202	202	202
기타비유동부채	77	16	73	107	104
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	227	214	1,765	1,825	1,800
지배주주지분	216	2,752	4,205	6,614	9,643
자본금	4	60	64	64	64
자본잉여금	13	1,815	1,922	1,922	1,922
자본조정 등	4	31	-191	-191	-191
기타포괄이익누계액	0	-6	-9	-9	-9
이익잉여금	195	851	2,419	4,828	7,857
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	216	2,752	4,205	6,614	9,643

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	3,173	1,293	12,757	18,612	23,400
EPS(지배순이익 기준)	3,173	1,293	12,757	18,612	23,400
BPS(자본총계 기준)	2,107	22,807	32,490	51,102	74,502
BPS(지배자본 기준)	2,107	22,807	32,490	51,102	74,502
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	0.0	191.5	16.3	9.7	7.8
PER(지배순이익 기준)	0.0	191.5	16.3	9.7	7.8
PBR(자본총계 기준)	0.0	10.9	6.4	3.5	2.4
PBR(지배자본 기준)	0.0	10.9	6.4	3.5	2.4
EV/EBITDA(Reported)	-0.9	120.3	12.7	5.8	4.0
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-59.2	886.5	45.9	25.7
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-59.2	886.5	45.9	25.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	112.9	9.9	45.1	44.5	37.3
ROE(지배순이익 기준)	112.9	9.9	45.1	44.5	37.3
ROA	55.1	8.6	35.1	33.4	30.5
안정성 (%)					
부채비율	105.0	7.8	42.0	27.6	18.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	81.0	3,009.6	132.0	36.8	52.1

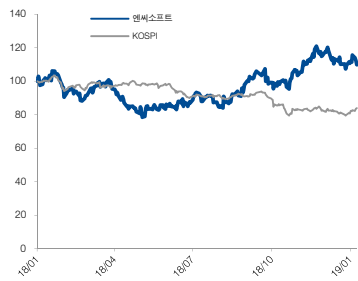
상반기 최고 기대작 대기 중

현재주가 (1/17)	480,500원		
상승여력	27.0%		
시가총액	105,417억원		
발행주식수	21,939천주		
자본금/액면가	110억원/500원		
52주 최고가/최저가	512,000원/332,500원		
일평균 거래대금 (60일)	551억원		
외국인지분율	49.54%		
주요주주	김택진 외 8인 12.01%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.9	10.4	18.6
상대주가(%)	-8.5	12.5	29.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	-	-	-
After	20,943	28,930	610,000
Consensus	20,996	28,721	588,571
Cons. 차이	-0.3%	0.7%	3.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 엔씨소프트의 커버리지를 개시하며, 투자의견 BUY와 목표주가 610,000원 제시
- 4분기 경쟁작 출시에도 불구하고 리니지M은 국내 구글플레이 매출 1위 지속 유지 중. 최근 안정적인 매출 시현과 업데이트 마다 보여지는 유저 지표 반응을 감안하면 향후에도 지속적인 업데이트로 20억 초반대의 일매출 지속 가능할 전망.
- PC온라인 게임 매출도 1분기 중 PC리니지 리마스터 버전을 출시하며 기존 잠재유저 복귀로 매출 성장 발생할 것으로 예상
- 동사는 2018년 11월 8일 신작발표회를 통해 19년 총 5개의 신작을 발표 (리니지2M, 아이온2, 블레이드앤소울M, 블레이드앤소울2, 블레이드앤소울S). 이중 리니지2M은 19년 상반기 출시로 확정되었으며 나머지 4종에 관해서는 시장과 게임 준비 상황을 감안하여 출시 순서 및 간격을 결정할 것이라고 밝힘
- 리니지M을 통해 확인된 동사의 개발력과 운영능력 그리고 향후 신작의 멀티플랫폼화를 감안했을 때 신작의 성과는 긍정적일 것으로 판단

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 연결기준 매출액은 2조 1,572억원(+25.3% YoY), 영업이익 8,482억원(+32.9% YoY)을 기록할 것으로 예상. 5종의 신작 출시와 함께 이익 기반 확대될 전망
- 4분기 연결기준 매출액은 4,058억원(-23.9% YoY, +0.5% QoQ), 영업이익은 1,358억원(-28.2% YoY, -2.3% QoQ)을 기록할 것으로 추정. 12월 6일 테베라스 업데이트 효과로 리니지M의 안정적인 매출이 지속되는 가운데, 리니지 리마스터 관련 광고마케팅비가 증가하고 프로야구 FA 영입비용이 약 60억원 발생할 전망
- 리니지2M을 19년 2분기 출시로 예상하여 2분기 실적에 반영하였으며, 19년 4분기 1종의 모바일 게임 추가 반영

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고 2019F EPS 기준 P/E 약 16.6배 수준으로 글로벌 Peer 평균 2019F P/E 대비 낮은 수준임. 뛰어난 운영능력을 기반으로 한 안정적인 실적 지속될 전망이며, 신작 출시와 함께 외형 성장 이루어질 전망
- 투자의견 BUY 제시하며 2019년 EPS에 Target P/E Multiple 21.0배 (리니지M 출시 직전) 적용한 목표주가 610,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	9,836	3,288	2,723	3,612	12,416	64.6	19.9	2.9	12.7	14.9	1.5
2017	17,587	5,850	4,410	6,150	20,104	61.9	22.3	3.6	13.7	19.1	1.6
2018F	17,213	6,382	4,595	6,665	20,943	4.2	22.3	4.0	13.2	17.3	1.7
2019F	21,572	8,482	6,347	8,772	28,930	38.1	16.6	3.4	9.6	22.5	1.7
2020F	23,591	9,327	7,029	9,617	32,039	10.7	15.0	2.9	8.1	21.1	1.7

* K-IFRS 연결 기준

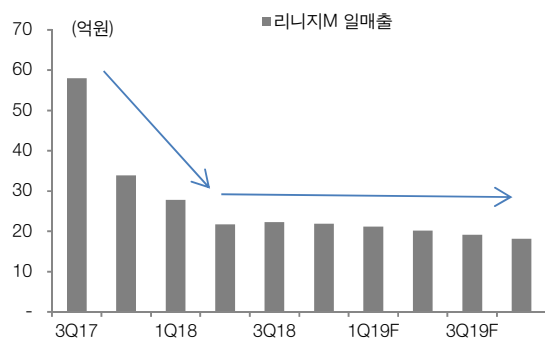
리니지라는 IP의 가치

리니지M 리니지M은 2017년 6월 출시 이후로 꾸준히 국내 구글플레이 매출순위 1위를 유지하고 있다.

안정적 매출 리니지가 출시된 지 20년이 지난 현재 PC 리니지도 꾸준한 매출을 유지하고 있는 것을 보면 리니지 IP에 대한 하드코어 유저가 얼마나 많은지 알 수 있다. 리니지M은 출시 후 매출 하향 안정화가 지속되었지만 2Q18에 실시된 1주년 업데이트를 기점으로 매출 반등세를 시현했다. 9월 라스타바드 업데이트 이후에는 연중 최고 DAU를 기록하며 안정적인 매출을 기록하고 있다. 리니지 IP는 20년이 넘게 지속된 만큼 방대한 콘텐츠가 존재하고 그에 따른 충성유저가 많다. 또한 업데이트 후 유저 지표 반등과 함께 매출 상승을 보여주는 동사의 운영능력을 감안할 때 향후에도 지속적인 업데이트로 꾸준한 매출 유지가 가능할 것으로 전망된다.

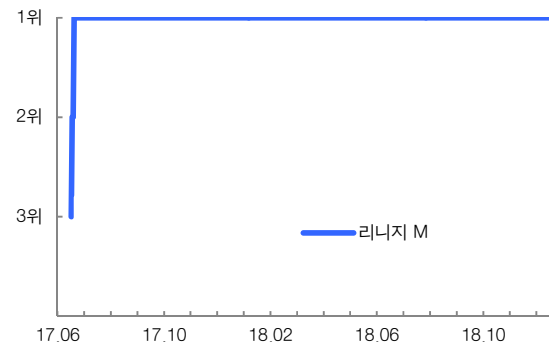
대만에서도 꾸준한 매출 유지할 것 리니지M은 대만에서도 꾸준한 성적을 유지하고 있다. 국내와 마찬가지로 업데이트에 따른 매출 반등 시현되며 2Q18 이후로 꾸준히 매출이 유지되고 있다. 국내와 출시 시점이 6개월 정도 차이가 나는 점을 고려했을 때 콘텐츠 속도에 따라 현 시점 이후로 대만에서의 매출도 향후 안정적으로 유지될 것으로 전망된다.

〈그림1〉 리니지M 국내 일 매출 추이



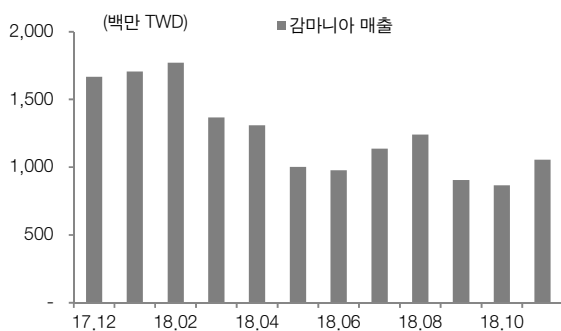
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림2〉 리니지M 국내 구글플레이 매출 순위



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림3〉 대만 감마니아 월별 매출 추이



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림4〉 리니지M 라스타바드&테베라스 업데이트



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

신작의 성과로 기록될 2019년

2019년 총 5종의 신작 출시 예정

동사의 2018년 계획됐던 신작들이 2019년으로 이연되면서 신작의 대한 기대감은 더욱 커져가고 있다. 2018년 11월에 진행한 신작발표 디렉터스 킷에서 신작 총 5종(리니지2M, 아이온2, 블레이드 앤소울2, 블레이드앤소울M, 블레이드앤소울S)를 발표하며 동사의 주가는 지속 상승하였다. 리니지M을 통해 동사의 운영능력과 개발력이 증명되며 신작에 대한 기대감이 반영된 것으로 판단된다. 그 중 가장 기대작은 상반기 출시 예정인 리니지2M이다. 현재 경쟁사 중 상반기 출시 예정인 MMORPG 대작이 없고 경쟁작이었던 블레이드앤소울 레볼루션이 기대에 미치지 못하면서 리니지2M에 대한 기대감은 점점 높아져갈 것으로 예상된다. 리니지2M을 뛰어넘는 그래픽을 바탕으로 완전한 오픈월드를 지향하는 MMORPG로서 하트코어 유저가 메인인 리니지M과 달리 미드코어 유저까지 아우를 수 있어 동사의 유저풀은 더욱 확대 될 것으로 예상된다.

현재 국내 게임 유저들은 차별성 없는 MMORPG에 피로감을 느끼고 있다. 하지만 로스트아크가 증명하였듯이 타 게임과 차별화되는 웰메이드 게임에 대한 유저들의 니즈는 항상 존재한다. 리니지2M은 기존 출시되었던 MMORPG와는 달리 유저에게 완전한 자유도를 제공함으로써 심도 깊은 전략성이 추구되는 게임으로 게임 완성도에 따라 출시 초반 흥행이 가능할 것으로 전망된다.

리니지2M은 19년 상반기 출시로 확정되었으며 나머지 4종에 관해서는 시장과 게임 준비 상황을 감안하여 출시 순서 및 간격이 결정될 것으로 예상된다.

〈그림5〉 2019년 상반기에 출시되는 리니지2M



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림6〉 신작 아이온2



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림7〉 신작 블레이드앤소울M



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림8〉 신작 블레이드앤소울2



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

Valuation

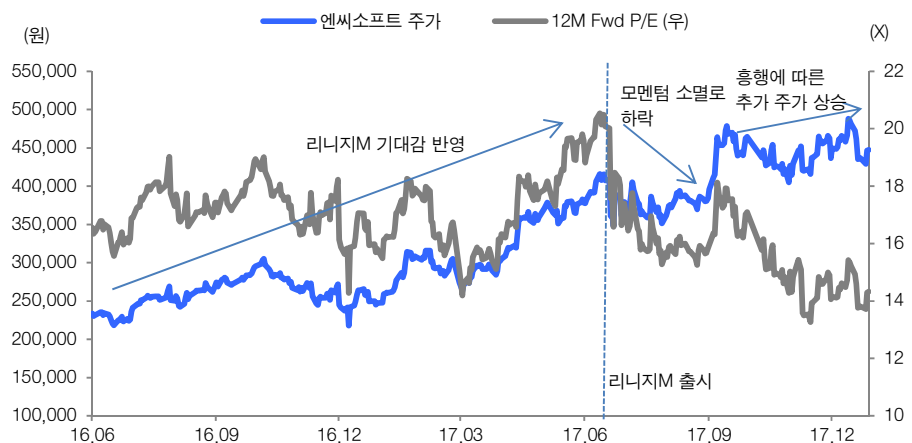
엔씨소프트
Target P/E
21배 적용

당사는 엔씨소프트의 목표주가로 2019F EPS에 리니지M 출시 직전 P/E Multiple 21.0배를 적용한 610,000원을 제시한다. 엔씨소프트는 리니지M을 통해 국내 최고의 모바일게임 개발력과 운영능력이 있다는 것을 증명하였다. 엔씨소프트 주가가 Re-rating되는 경우를 살펴보면 전작이 흥행했을 때 신작 기대감이 주가에 선반영 되어 주가가 상승한다. 리니지M의 큰 성공으로 주가 상승을 경험한 엔씨소프트는 이번 리니지2M 출시를 통해 신작에 대한 기대감이 출시 전까지 주가에 반영될 것으로 판단된다. 또한 경쟁작들의 흥행부진으로 상반기 중 리니지2M에 대한 기대감은 더욱 증폭될 것으로 예상된다. 리니지2M은 올해 최고 기대작으로 리니지M보다 라이트한 게임성과 고퀄리티 그래픽, 뛰어난 액션감을 표현할 것으로 예상된다. 또한, 사상 최대 규모의 풀 3D 오픈월드 MMORPG로서 하드코어 유저층을 대상으로 한 리니지M과 달리 미드코어 유저층까지 타겟으로 하며 유저풀 확대와 함께 흥행이 가능할 것으로 전망된다.

21배는 리니지M
출시 직전 수준

리니지M이 출시될 당시 리니지 IP 모바일 게임 출시에 대한 기대감으로 출시 1년 전인 2016년 6월부터 주가가 상승하였고 출시 후에도 꾸준한 실적을 기록하며 주가 상승을 이어갔다. 출시 직전에 가장 높은 P/E인 21배를 기록하였고 출시 6개월 전인 1월에는 17배 수준이었다. 현재에도 당사는 리니지M 출시 당시와 비슷한 Valuation 수준을 보이고 있다. 보수적인 추정으로 리니지2M이 6월에 출시된다고 가정했을 때 1월인 현재 17배 수준에서 거래되고 있다. 당사는 리니지2M을 리니지M에 버금가는 대작으로 판단하며 리니지2M 직전까지 신작 모멘텀과 함께 리니지M 당시의 Multiple은 도달 가능할 것으로 판단한다.

〈그림9〉 리니지M 출시 전후 엔씨소프트 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈표1〉 엔씨소프트 분기실적 추이 및 전망

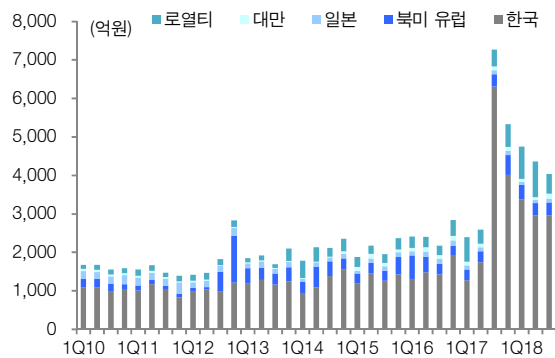
(단위 : 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	4,752	4,365	4,038	4,058	3,894	5,311	5,837	6,531
리니지	283	421	403	442	460	431	423	453
리니지 II	142	133	156	149	142	136	131	127
아이온	188	156	164	152	145	139	134	131
블레이드앤소울	339	306	301	289	287	277	275	264
길드워2	236	199	210	194	180	167	154	252
로열티	842	924	516	456	431	411	391	373
모바일	2,641	2,099	2,165	2,256	2,134	3,638	4,215	4,812
리니지M	2,506	1,976	2,053	2,156	2,046	1,965	1,887	1,793
리니지2M	-	-	-	-	-	1,593	2,254	2,953
기타	81	126	124	120	115	112	113	118
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,700	2,543	3,274	3,452	3,820
인건비	1,250	1,469	1,289	1,327	1,367	1,381	1,395	1,437
매출변동비	869	706	726	749	702	1,177	1,359	1,552
마케팅비	108	150	165	162	143	266	210	294
감가상각비	65	66	76	77	78	79	79	80
기타	421	380	392	385	253	372	409	457
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,358	1,350	2,037	2,384	2,711
영업이익률	42.9%	36.5%	34.4%	33.5%	34.7%	38.4%	40.9%	41.5%
세전이익	1,964	1,925	1,419	1,463	1,461	2,122	2,345	2,793
세전이익률	41.3%	44.1%	35.1%	36.0%	37.5%	40.0%	40.2%	42.8%
순이익	1,192	1,402	944	1,097	1,081	1,571	1,735	2,067
순이익률	25.1%	32.1%	23.4%	27.0%	27.8%	29.6%	29.7%	31.6%

주 : K-IFRS 연결 기준

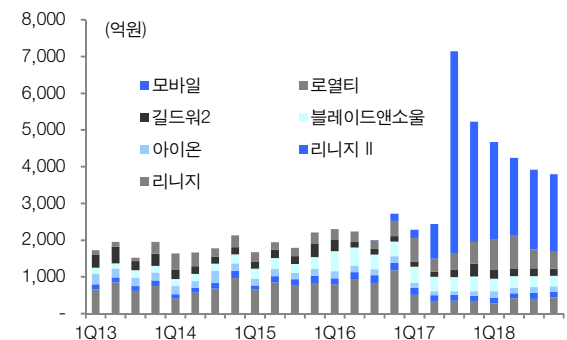
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림10〉 엔씨소프트 지역별 매출 추이



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

〈그림11〉 엔씨소프트 게임별 매출 추이



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	9,836	17,587	17,213	21,572	23,591
증가율 (%)	17.3	78.8	-2.1	25.3	9.4
매출원가	1,876	2,115	554	3,011	3,289
매출원가율 (%)	19.1	12.0	3.2	14.0	13.9
매출총이익	7,960	15,472	16,658	18,561	20,302
매출이익률 (%)	80.9	88.0	96.8	86.0	86.1
증가율 (%)	25.2	94.4	7.7	11.4	9.4
판매관리비	4,672	9,622	10,277	10,079	10,975
판매비율 (%)	47.5	54.7	59.7	46.7	46.5
EBITDA	3,612	6,150	6,665	8,772	9,617
EBITDA 이익률 (%)	36.7	35.0	38.7	40.7	40.8
증가율 (%)	32.6	70.3	8.4	31.6	9.6
영업이익	3,288	5,850	6,382	8,482	9,327
영업이익률 (%)	33.4	33.3	37.1	39.3	39.5
증가율 (%)	38.4	77.9	9.1	32.9	10.0
영업외손익	100	268	367	198	291
금융수익	247	269	511	359	466
금융비용	141	155	136	136	130
기타영업외손익	-7	153	-9	-24	-45
종속/관계기업관련손익	73	-16	22	40	40
세전계속사업이익	3,461	6,102	6,771	8,721	9,658
세전계속사업이익률	35.2	34.7	39.3	40.4	40.9
증가율 (%)	44.5	76.3	10.9	28.8	10.7
법인세비용	747	1,662	2,135	2,267	2,511
계속사업이익	2,714	4,440	4,635	6,453	7,147
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,714	4,440	4,635	6,453	7,147
당기순이익률 (%)	27.6	25.2	26.9	29.9	30.3
증가율 (%)	63.1	63.6	4.4	39.2	10.7
지배주주지분 순이익	2,723	4,410	4,595	6,347	7,029
비지배주주지분 순이익	-9	31	41	107	118
기타포괄이익	581	4,749	-3,223	0	0
총포괄이익	3,295	9,190	1,412	6,453	7,147

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	1,120	5,952	5,072	8,711	6,515
당기순이익	2,714	4,440	4,635	6,453	7,147
유형자산 상각비	265	269	257	271	273
무형자산 상각비	59	31	26	19	17
외환손익	-68	63	-81	25	-8
운전자본의 감소(증가)	-1,544	108	694	1,943	-914
기타	-306	1,041	-460	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,387	-4,596	-1,452	-5,844	-2,934
투자자산의 감소(증가)	-718	-7,080	2,737	-268	1,951
유형자산의 감소	19	6	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-166	-288	-263	-285	-285
기타	-521	2,765	-3,929	-5,290	-4,600
재무활동으로인한현금흐름	-738	-797	-3,403	-1,696	-1,647
장기차입금의 증가(감소)	-10	0	749	-49	-700
사채의증가(감소)	1,497	2	-1,498	0	0
자본의 증가	-95	9	0	0	0
배당금	-601	-811	-1,547	-1,647	-1,647
기타	-1,529	3	-1,107	0	700
기타현금흐름	-28	-134	16	0	0
현금의증가(감소)	-1,033	424	232	1,170	1,934
기초현금	2,481	1,448	1,873	2,105	3,275
기말현금	1,448	1,873	2,105	3,275	5,209

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	11,916	17,727	17,006	24,501	30,543
현금성자산	1,448	1,873	2,105	3,275	5,209
단기투자자산	8,395	13,570	13,163	18,428	23,035
매출채권	1,585	1,930	1,469	2,364	1,943
재고자산	7	5	4	6	5
기타유동자산	482	349	266	428	352
비유동자산	11,692	17,538	14,693	14,958	13,003
유형자산	2,247	2,291	2,314	2,328	2,341
무형자산	533	524	509	491	474
투자자산	6,291	13,370	10,682	10,951	9,000
기타비유동자산	2,621	1,353	1,188	1,188	1,188
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	23,608	35,266	31,699	39,458	43,546
유동부채	2,844	4,558	3,518	5,582	5,288
단기차입금	0	0	49	0	0
매입채무	67	21	16	26	21
유동성장기부채	0	0	0	0	700
기타유동부채	2,777	4,537	3,452	5,556	4,566
비유동부채	1,809	3,415	2,159	3,048	1,929
사채	1,497	1,498	0	0	0
장기차입금	0	0	700	700	0
장기금융부채 (리스포함)	1	0	0	0	0
기타비유동부채	312	1,917	1,459	2,347	1,929
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,653	7,973	5,676	8,629	7,217
지배주주지분	18,856	27,212	25,901	30,601	35,982
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,317	4,326	4,326	4,326	4,326
자본조정 등	-1,531	-1,536	-2,643	-2,643	-2,643
기타포괄이익누계액	522	5,253	2,049	2,049	2,049
이익잉여금	15,438	19,059	22,059	26,758	32,140
비지배주주지분	99	80	122	228	346
자본총계	18,955	27,292	26,023	30,829	36,329

(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	12,375	20,244	21,128	29,415	32,576
EPS(지배순이익 기준)	12,416	20,104	20,943	28,930	32,039
BPS(자본총계 기준)	86,438	124,401	118,615	140,522	165,589
BPS(지배자본 기준)	85,985	124,037	118,059	139,480	164,010
DPS	3,820	7,280	8,000	8,000	8,000
PER(당기순이익 기준)	20.0	22.1	22.1	16.3	14.7
PER(지배순이익 기준)	19.9	22.3	22.3	16.6	15.0
PBR(자본총계 기준)	2.9	3.6	3.9	3.4	2.9
PBR(지배자본 기준)	2.9	3.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA(Reported)	12.7	13.7	13.2	9.6	8.1
배당수익률	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	63.1	63.6	4.4	39.2	10.7
EPS(지배순이익 기준)	64.6	61.9	4.2	38.1	10.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	14.7	19.2	17.4	22.7	21.3
ROE(지배순이익 기준)	14.9	19.1	17.3	22.5	21.1
ROA	11.9	15.1	13.8	18.1	17.2
안정성 (%)					
부채비율	24.5	29.2	21.8	28.0	19.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	110.4	179.6	205.9	528.3	604.3

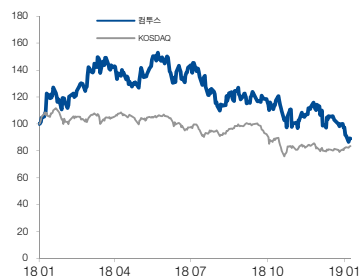
다시 한번 기대감을 가져볼 시점

현재주가 (1/17)	109,600원		
상승여력	23.2%		
시가총액	14,102억원		
발행주식수	12,866천주		
자본금/액면가	64억원/500원		
52주 최고가/최저가	191,500원/108,400원		
일평균 거래대금 (60일)	154억원		
외국인지분율	28.95%		
주요주주	계입빌 외 3인 24.52%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-9.9	-19.8	-36.1
상대주가(%)	-13.4	-15.4	-23.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	-	-	-
After	10,371	12,317	135,000
Consensus	10,439	12,678	176,375
Cons. 차이	-0.7%	-2.9%	-23.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 컴투스의 커버리지를 개시하며, 투자이건 BUY와 목표주가 135,000원 제시
- 서머너즈워의 매출이 안정적으로 지속되는 가운데 연간 2회의 대규모 업데이트와 e스포츠 대회를 통해 라이프 사이클 장기화되며 2019년도 안정적인 실적 기록할 전망
- 야구게임 3종도 지속적인 코어 유저 확보를 통해 프랜차이즈화 성공한 것으로 보임. 매년 기존 팬층과 새로운 팬층 확보를 통해 매출 상승 확대될 것으로 예상
- 1월 중 스카이랜더스 링 오브 히어로즈의 글로벌 출시로 신작 모멘텀 재개될 전망. 글로벌 정식 출시 전 2018년 12월 13일 테스트 격으로 출시한 호주, 캐나다, 뉴질랜드에서의 성적은 기대치에 미치지 못하는 상황. 하지만 1분기 집중적인 마케팅에 수반될 예정으로 아직 기대치는 유효하다고 판단함.
- 상반기 중 버디크러쉬 출시 예정이며 하반기에는 히어로즈워2와 서머너즈워 MMORPG 출시 예정

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 매출액은 5,762억원(+20.0% YoY), 영업이익 1,939억원(+27.6% YoY)을 기록할 것으로 예상. 올해 5종의 신작 출시와 함께 이익 기반 확대될 전망
- 4분기 연결기준 매출액은 1,223억원(-7.8% YoY, 2.1% QoQ), 영업이익은 381억원(-17.2% YoY, 0.2% QoQ)을 기록할 것으로 추정. 서머너즈워 e스포츠 대회 효과와 12월 연말 프로모션으로 서머너즈워의 매출은 전분기 대비 상승할 것으로 예상. 또한 프로야구 포스트시즌 효과에 따른 야구게임 3종도 매출 상승 전망
- 스카이랜더스 링 오브 히어로즈는 12월 13일 출시 후 각 국가 앱스토어 순위에서 약 200~300위권에서 등락을 반복하며 매출 기여는 미미할 것으로 예상

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 하락으로 현재 주가는 2019F EPS 기준 9배 수준임. 과도한 저평가 국면으로 판단
- 1분기 중 스카이랜더스의 순차적 글로벌 출시와 2종의 신작 출시가 예정됨에 따라 2019F EPS에 Target P/E(최근 1년간 12M Fwd P/E 평균) 11.0배를 적용한 목표주가 135,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	5,130	1,920	1,518	1,952	11,796	11.9	7.4	1.8	2.8	26.5	1.6
2017	5,080	1,946	1,424	1,974	11,066	-6.2	12.3	2.3	5.5	20.4	1.0
2018F	4,803	1,520	1,334	1,545	10,371	-6.3	12.4	1.9	5.6	16.3	1.1
2019F	5,762	1,939	1,585	1,962	12,317	18.8	8.9	1.4	2.5	16.7	1.3
2020F	5,777	1,970	1,731	1,991	13,454	9.2	8.1	1.2	1.6	15.8	1.3

* K-IFRS 연결 기준

스카이랜더스
글로벌 출시와
함께 신작 모멘텀
발생 예상

서머너즈워에 더해질 신규 모멘텀

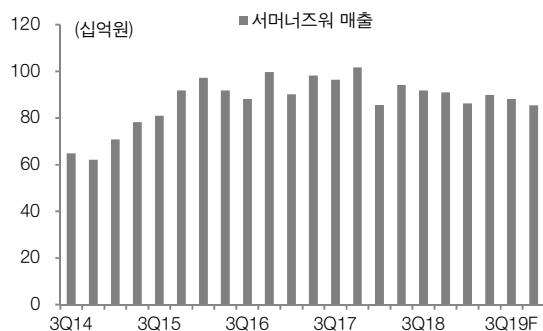
동사의 투자포인트는 꾸준한 캐쉬카우 게임의 존재와 신작 기대감 모멘텀이다. 서머너즈워는 2019년에도 꾸준한 매출 유지하며 라이프사이클은 더욱 장기화 될 것으로 전망된다. 또한 2019년 1분기 스카이랜더스: 링 오브 히어로즈 글로벌 출시를 통한 모멘텀이 발현될 예정이다.

서머너즈워는 2014년 4월 출시 후 매출이 꾸준히 상승하였고 현재 10억원 수준의 일매출을 안정적으로 유지하고 있다. 동사의 전략 RPG 개발력과 운영능력으로 충성도 높은 유저의 이탈을 최소화하며 라이프사이클을 장기화하고 있다. 또한 e스포츠 대회 개최를 통해 꾸준하게 신규유저 유입과 휴면유저의 복귀를 일으킴으로써 매출 하락을 최소화하고 있다. 1분기 예정된 대규모 업데이트와 3분기 e스포츠 대회를 통해 2019년에도 꾸준히 매출을 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

스카이랜더스: 링 오브 히어로즈가 2018년 12월 13일 캐나다, 호주, 뉴질랜드에 출시됐다. 1월 중 미국/유럽을 포함한 글로벌 출시를 계획하고 있다. 비록 캐나다, 호주, 뉴질랜드의 출시 후 성과가 양호한 편은 아닌 것으로 판단되지만, 정식 글로벌 출시 이전의 테스트 성향의 출시로 마케팅이 수반되지 않은 점과 장르 특성상 출시 후 지속 매출이 상승하는 점을 고려하면 아직 기대를 저버릴 만한 상황은 아니라고 판단된다.

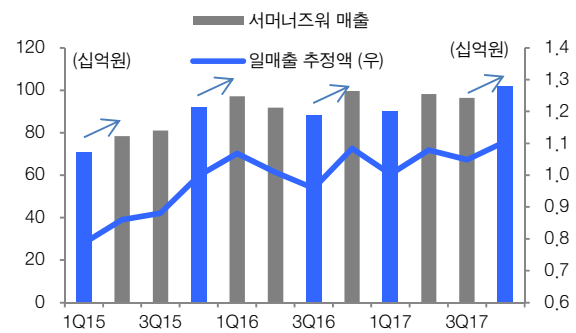
스카이랜더스 IP는 액티비전의 대표적인 프랜차이즈 IP이다. 또한, '스카이랜더스: 링 오브 히어로즈'는 서머너즈워와비슷한 시스템을 가지고 있는 반면 더 간편한 게임성 및 조작으로 더 많은 유저들이 즐길 수 있는 게임이다. 현재 출시 후 4년이 지난 서머너즈워의 휴면유저 및 진입장벽이 높아 플레이 하지 못했던 신규 유저 유입이 가능할 경우 서머너즈워와 비슷한 수준의 흥행이 가능할 것으로 보인다.

〈그림1〉 서머너즈워 매출 추이



자료 : 컴투스, 현대차증권

〈그림2〉 서머너즈워 연간 2회 정도의 업데이트



주: 업데이트 분기 파란색 표시

자료 : 컴투스, 현대차증권

〈표1〉 컴투스 2019년 출시 예정 주요 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
컴투스	스카이랜더스 링 오브 히어로즈	글로벌	RPG	1Q19
	버디크러시	글로벌	스포츠	1Q19
	댄스빌	글로벌	캐주얼	1Q19
	히어로즈워 2	글로벌	MMORPG	2H19
	서머너즈워 MMORPG	글로벌	MMORPG	2H19

자료: 컴투스, 현대차증권

Valuation

컴투스 컴투스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 135,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target P/E 2019F EPS에 Target P/E 11.0배를 적용하여 산정하였다. Target P/E는 최근 1년간 평균 12M Fwd P/E인 11.0배를 적용하였다.

동사의 주가는 서머너즈워의 글로벌 확장과 함께 큰 폭으로 상승한 후, 지속된 신작 부재와 함께 등락이 지속되었다. 또한 서머너즈워 이외 게임이 부진하며 원게임 리스크 할인을 지속적으로 받아오며 Peer 그룹 대비 낮은 멀티플을 지속 기록하였다. 최근 주가 급락은 신작 출시 지연에 따른 기대감 저하로 판단되며, 18년 12월 13일 신작 출시 후 흥행이 기대치에 미치지 못하며 하락을 지속하고 있다.

현재 주가는 2019F EPS 기준 9배에 해당하는 수준으로 과도한 저평가 국면에 있는 것으로 판단된다. 당사는 서머너즈워와 야구게임3종이 꾸준한 실적을 기록하는 가운데 스카이랜더스: 링 오브 히어로즈 글로벌 출시 및 그에 따른 성과와 함께 주가는 re-rating될 것으로 판단한다.

〈그림3〉 컴투스 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료: Wisefn, 현대차증권

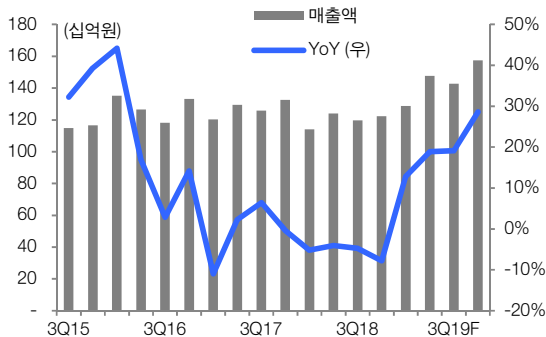
〈표2〉 컴투스 분기실적 추이 및 전망

(단위 : 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	1,140	1,241	1,198	1,223	1,286	1,476	1,427	1,573
국내	167	211	204	177	177	206	216	240
해외	973	1,030	994	1,046	1,110	1,270	1,211	1,334
서머너즈워	856	942	919	928	881	917	899	872
스카이랜더스	-	-	-	8	135	246	224	179
영업비용	746	877	818	842	917	952	917	1,037
마케팅비	133	187	179	220	232	198	190	209
인건비	113	143	124	120	154	140	129	165
지급수수료	413	449	429	417	442	511	498	553
로열티	28	37	32	33	34	39	38	42
기타	59	61	54	53	55	63	61	68
영업이익	394	364	380	381	369	524	510	536
영업이익률	34.6%	29.3%	31.7%	31.1%	28.7%	35.5%	35.8%	34.1%
세전이익	497	460	398	428	402	577	550	585
세전이익률	43.6%	37.1%	33.2%	35.0%	31.3%	39.1%	38.5%	37.2%
당기순이익	365	352	298	321	301	434	412	439
순이익률	32.0%	28.4%	24.8%	26.2%	23.4%	29.4%	28.9%	27.9%

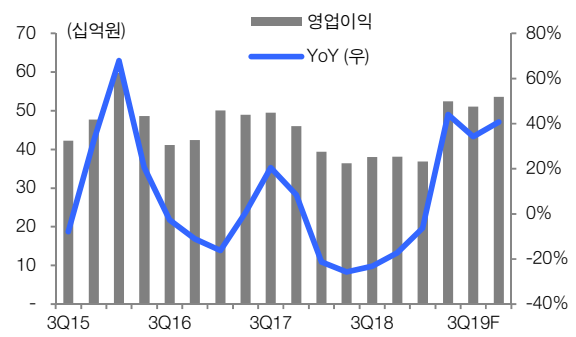
주 : K-IFRS 연결 기준
 자료 : 컴투스, 현대차증권

〈그림4〉 분기별 매출액 추이



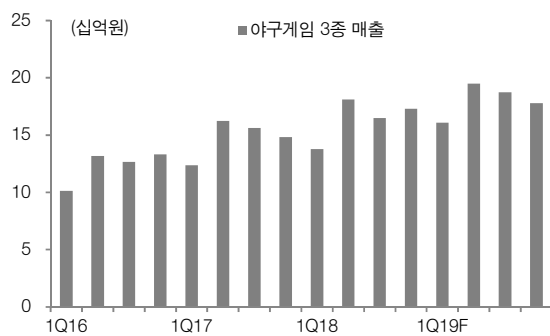
자료 : 컴투스, 현대차증권

〈그림5〉 분기별 영업이익 추이



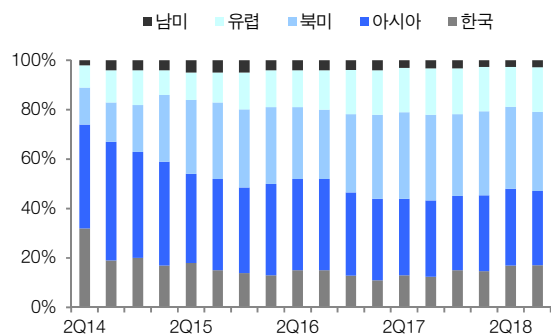
자료 : 컴투스, 현대차증권

〈그림6〉 야구게임 3종 매출 추이



자료 : 컴투스, 현대차증권

〈그림7〉 지역별 매출 비중



자료 : 컴투스, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,130	5,080	4,803	5,762	5,777
증가율 (%)	18.3	-1.0	-5.5	20.0	0.2
매출원가	515	513	544	637	634
매출원가율 (%)	10.0	10.1	11.3	11.0	11.0
매출총이익	4,615	4,567	4,259	5,126	5,142
매출이익률 (%)	90.0	89.9	88.7	89.0	89.0
증가율 (%)	18.6	-1.1	-6.7	20.4	0.3
판매관리비	2,695	2,620	2,739	3,186	3,172
판매비율 (%)	52.5	51.6	57.0	55.3	54.9
EBITDA	1,952	1,974	1,545	1,962	1,991
EBITDA 이익률 (%)	38.0	38.9	32.2	34.1	34.5
증가율 (%)	15.4	1.2	-21.7	27.0	1.5
영업이익	1,920	1,946	1,520	1,939	1,970
영업이익률 (%)	37.4	38.3	31.6	33.7	34.1
증가율 (%)	15.7	1.4	-21.9	27.6	1.6
영업외손익	68	-20	264	173	337
금융수익	82	102	159	185	220
금융비용	19	25	23	25	20
기타영업외손익	5	-97	128	12	137
종속/관계기업관련손익	2	6	0	2	2
세전계속사업이익	1,989	1,932	1,784	2,114	2,309
세전계속사업이익률	38.8	38.0	37.1	36.7	40.0
증가율 (%)	16.5	-2.9	-7.7	18.5	9.2
법인세비용	472	509	449	528	577
계속사업이익	1,518	1,424	1,335	1,586	1,732
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,518	1,424	1,335	1,586	1,732
당기순이익률 (%)	29.6	28.0	27.8	27.5	30.0
증가율 (%)	20.6	-6.2	-6.2	18.8	9.2
지배주주지분 순이익	1,518	1,424	1,334	1,585	1,731
비지배주주지분 순이익	0	0	1	1	1
기타포괄이익	-66	-9	-7	0	0
총포괄이익	1,452	1,415	1,328	1,586	1,732

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	1,560	1,345	1,292	1,648	1,748
당기순이익	1,518	1,424	1,335	1,586	1,732
유형자산 상각비	19	16	18	18	18
무형자산 상각비	13	11	7	5	4
외환손익	-3	41	-43	75	-23
운전자본의 감소(증가)	41	-111	86	-36	17
기타	-27	-36	-112	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,314	-1,820	-1,061	-1,333	-1,363
투자자산의 감소(증가)	80	-117	27	-91	43
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-11	-11	-15	-17	-17
기타	-1,384	-1,693	-1,073	-1,225	-1,388
재무활동으로인한현금흐름	-196	-159	-167	-173	-172
장기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	3	0	0
배당금	0	-174	-175	-173	-172
기타	-197	15	4	0	0
기타현금흐름	2	-9	0	0	0
현금의증가(감소)	52	-642	63	142	213
기초현금	848	900	258	321	463
기말현금	900	258	321	463	676

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,543	7,680	8,828	10,360	11,871
현금성자산	900	258	321	463	676
단기투자자산	4,807	6,443	7,667	8,817	10,228
매출채권	618	741	620	797	714
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	217	239	220	284	254
비유동자산	577	703	663	749	702
유형자산	26	29	26	25	25
무형자산	26	27	22	17	14
투자자산	223	345	319	410	367
기타비유동자산	303	302	297	297	297
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,120	8,383	9,491	11,109	12,573
유동부채	744	765	706	908	813
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	744	765	706	908	813
비유동부채	26	9	8	10	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	9	8	10	9
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	770	774	714	918	823
지배주주지분	6,350	7,609	8,773	10,185	11,744
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	2,085	2,085	2,088	2,088	2,088
자본조정 등	-215	-196	-187	-187	-187
기타포괄이익누계액	68	59	18	18	18
이익잉여금	4,348	5,597	6,790	8,202	9,761
비지배주주지분	0	0	4	6	7
자본총계	6,350	7,609	8,777	10,191	11,751

(단위: 원배%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	11,796	11,066	10,378	12,326	13,464
EPS(지배순이익 기준)	11,796	11,066	10,371	12,317	13,454
BPS(자본총계 기준)	49,352	59,141	68,220	79,205	91,330
BPS(지배자본 기준)	49,352	59,141	68,185	79,161	91,276
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
P/E(당기순이익 기준)	7.4	12.3	12.4	8.9	8.1
P/E(지배순이익 기준)	7.4	12.3	12.4	8.9	8.1
P/B(자본총계 기준)	1.8	2.3	1.9	1.4	1.2
P/B(지배자본 기준)	1.8	2.3	1.9	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	2.8	5.5	5.6	2.5	1.6
배당수익률	1.6	1.0	1.1	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	11.9	-6.2	-6.2	18.8	9.2
EPS(지배순이익 기준)	11.9	-6.2	-6.3	18.8	9.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	26.5	20.4	16.3	16.7	15.8
ROE(지배순이익 기준)	26.5	20.4	16.3	16.7	15.8
ROA	23.5	18.4	14.9	15.4	14.6
안정성 (%)					
부채비율	12.1	10.2	8.1	9.0	7.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	6,487.4	8,420.1	8,711.0	N/A	N/A

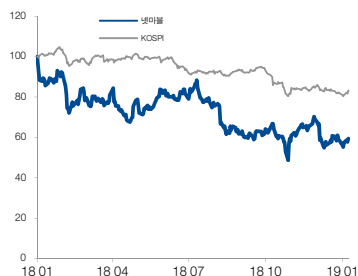
다시 새로운 모멘텀을 향해

현재주가 (1/16)	109,500원		
상승여력	23.3%		
시가총액	93,366억원		
발행주식수	85,266천주		
자본금/액면가	85억원/100원		
52주 최고가/최저가	175,500원/91,800원		
일평균 거래대금 (60일)	361억원		
외국인지분율	24.70%		
주요주주	방준혁 외 11인 25.18%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.3	-4.4	-27.0
상대주가(%)	1.5	-2.6	-20.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	-	-	-
After	2,623	4,822	135,000
Consensus	2,628	4,572	144,500
Cons. 차이	-0.2%	5.5%	-6.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 넷마블의 커버리지를 개시하며, 투자이건 BUY와 목표주가 135,000원 제시
- 2019년은 다수 신작 출시로 신작 모멘텀이 발생할 것으로 예상. 2019년 상반기 중 흥행 기대작으로 'BTS월드', 'A3: Still Alive', '세븐나이트2'가 출시될 예정이며 하반기 중 '블레이드앤소울 레볼루션'의 순차적인 글로벌 확장 출시가 예상됨
- 2019년은 글로벌 확장에 따른 실적 개선이 본격화될 것으로 전망. 'BTS월드'의 글로벌 출시와 함께 일본 시장에 '요괴워치'와 '일곱 개의 대죄'를 출시할 예정. 또한 해외에서 인지도 있는 IP인 '세븐나이트2'와 '블레이드앤소울 레볼루션'의 출시와 함께 해외 매출 비중은 지속적으로 증가할 것으로 예상
- M&A를 통한 IP 확보에 대한 기대감도 유효한 상황

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2019년 연결기준 매출액은 3조 248억원(+47.2% YoY), 영업이익은 5,797억원(+122.4% YoY)을 기록할 것으로 예상. 신작 출시와 해외 확장 본격화되며 이익 기반 확대될 전망
- 4분기 연결기준 매출액은 5,204억원(-15.5% YoY, -1.1% QoQ), 영업이익은 570억원(-38.5% YoY, -15.4% QoQ)을 기록할 것으로 추정. 블레이드앤소울 레볼루션 출시 효과로 전분기 대비 매출액은 증가할 것으로 보이지만, 마케팅비 증가로 수익성 악화되며 영업 이익은 전분기 대비 감소할 전망
- 리니지2레볼루션의 판호 발급이 이루어질 경우 추가적인 실적 성장 가능성 존재. 퍼블리셔로 텐센트와 계약을 맺고 출시 준비를 완료한 상태이기 때문에 판호 발급될 경우 빠른 출시 가능할 것으로 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 2019F EPS에 Target P/E 28.0배를 적용한 목표주가 135,000원 제시
- 동사의 주가는 블레이드앤소울 레볼루션 출시 이후 하락세를 지속하는 중. 신작 출시 기간별 단기 트레이딩 전략 유효할 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	15,000	2,947	1,740	3,253	2,719	32.7	0.0	0.0	-0.1	15.3	N/A
2017	24,248	5,098	3,098	5,745	3,898	43.3	48.4	3.7	24.2	11.2	0.2
2018F	20,546	2,606	2,234	3,361	2,623	-32.7	42.5	2.1	22.4	5.0	0.3
2019F	30,248	5,797	4,111	6,572	4,822	83.8	22.7	1.9	11.0	8.6	0.3
2020F	32,033	5,230	3,849	5,979	4,514	-6.4	24.3	1.8	11.8	7.5	0.3

* K-IFRS 연결 기준

다시 새로운 모멘텀을 향해

2019년 흥행 기대작

- 1) BTS월드
 - 2) A3: Still Alive
 - 3) 블소 레볼루션
- 글로벌 출시

2019년에는 다수의 신작 출시로 동사의 외형성장이 이루어질 것으로 예상된다. 흥행 기대작으로는 1분기에 BTS월드, 2분기에 A3: Still Alive와 세븐나이츠2, 그리고 하반기 블레이드앤소울 레볼루션 글로벌 출시가 있다.

BTS월드는 육성 시뮬레이션 게임으로 1만장 이상의 화보와 100개 이상의 영상이 수록된 실시간 시네마틱 게임이다. 현재 유튜브 BANGTANTV 구독자수는 1,400만명이 넘는 상황이다. 또한 BTS월드는 글로벌 출시와 라이트한 게임성으로 전세계 많은 유저가 즐길 수 있어 유의미한 흥행이 가능할 것으로 전망된다.

A3: Still Alive와 세븐나이츠 2는 비교적 인지도가 낮은 IP이다. 하지만 세븐나이츠는 2014년 출시 후 국내에서 꾸준한 매출을 유지하고 있고, 출시 후 4년이 지난 현재에도 10위 권 내에 위치하고 있다. 유저 충성도가 높은 게임이다. A3: Still Alive는 2018 지스타에서 받은 호평과 새로운 장르에 대한 유저들의 관심도가 높아지는 점을 고려하면 신규 유저의 유입이 기대된다. 두 게임 모두 출시 후 매출순위 10위 권 이내에 안착할 것으로 전망한다.

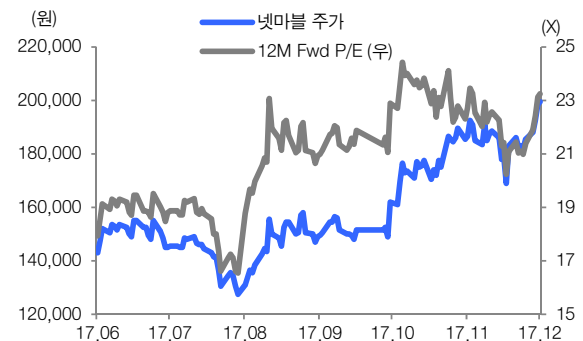
블레이드앤소울 레볼루션은 해외에서 인지도가 더 높은 IP이다. 리니지2레볼루션 대비 더 낮은 초반 과금 유도와 IP인지도도를 고려하면 해외 출시 후 매출이 빠르게 하락한 리니지2레볼루션 대비 더 긴 라이프사이클을 가져갈 수 있을 것으로 판단된다. 리니지2레볼루션은 출시 후 1년 안에 아시아/일본/북미, 유럽을 순차적으로 진출하였다. 이와 비슷한 속도로 블레이드앤 소울 레볼루션이 해외 진출을 한다고 가정할 경우 2019년 내에 순차적인 해외 확장으로 꾸준한 매출을 유지할 것으로 판단된다.

〈그림1〉 상반기 출시 기대작 BTS월드와 A3: Still Alive



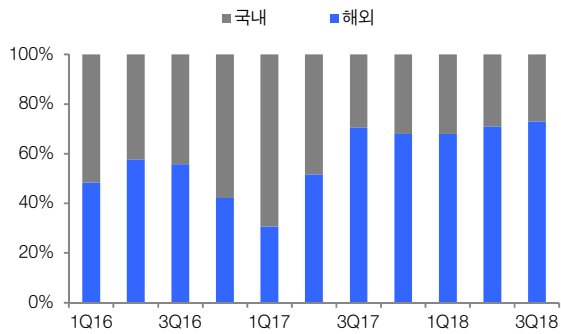
자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림2〉 리니지2레볼루션 글로벌 확장 당시 주가 추이



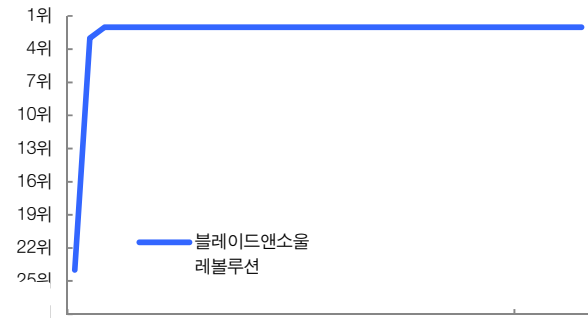
자료 : WiseIn, 현대차증권

〈그림3〉 리니지2레볼루션 해외매출 비중 추이



자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림4〉 블소 레볼루션 구글플레이 매출 순위



자료 : 넷마블, 현대차증권

〈표1〉 커버리지 기업 2019년 출시 예정 주요 신작 리스트

기업	신작	지역	장르	출시예정 시기
넷마블	블레이드앤소울 레볼루션	글로벌	MMORPG	2019
	BTS 월드	글로벌	캐주얼	1Q19
	A3: Still Alive	한국	배틀로얄 MMORPG	1H19
	세븐나이츠 2	한국	MMORPG	1Q19

자료: 현대차증권

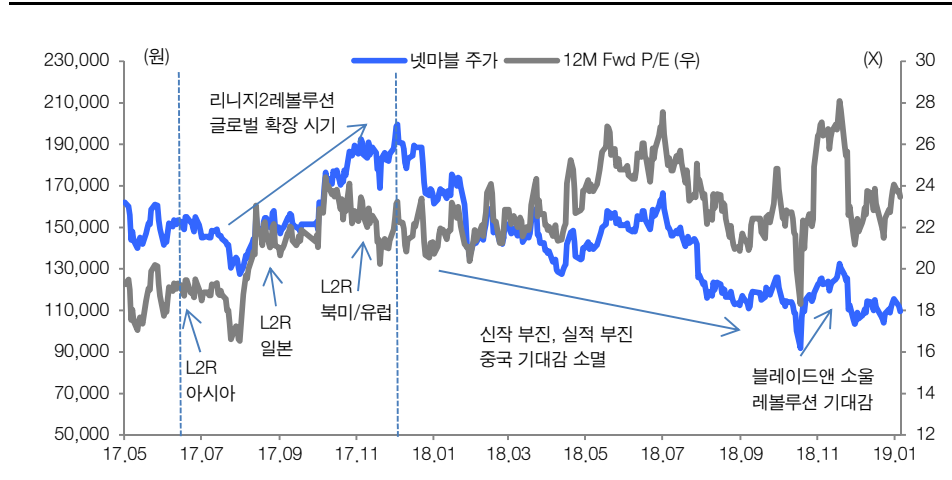
Valuation

넷마블 넷마블에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 135,000원으로 커버리지를 개시한다. 당사는 동사에
Target P/E 대해, 2019F EPS에 상장 후 12M Fwd P/E 상단 28.0배를 적용하였다.
28배 적용

동사는 2017년 상장 당시 밸류에이션 프리미엄을 받으며 유가증권시장에 상장했다. 당시 프리미엄을 받은 요인으로서는 1) 리니지2 레볼루션 출시 후 엄청난 흥행에 따른 확실한 캐시카우 게임의 게임 확보 2) 높은 Hit-ratio에 따른 향후 출시 신작에 대한 기대감 및 해외 자회사 인수에 따른 글로벌 확장성 3) 여러 자회사 스튜디오를 보유한 글로벌 Top 퍼블리셔로 판단된다.

2019년은 동사가 상장한 후 가장 높은 이익성장률을 기록할 것으로 전망한다. 신작 출시로 외형 성장은 지속될 것으로 예상되며 적극적인 해외 진출에 따른 해외 매출 비중도 지속 상승할 것으로 전망된다. 하지만 블레이드앤소울의 기대치에 미치지 못하는 흥행으로 향후 기대 신작과 블레이드앤소울 레볼루션의 해외 흥행에 따라 주가의 방향이 결정될 것으로 판단된다.

〈그림5〉 넷마블 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료 : WiseIn, 현대차증권

〈표2〉 넷마블 분기실적 추이 및 전망

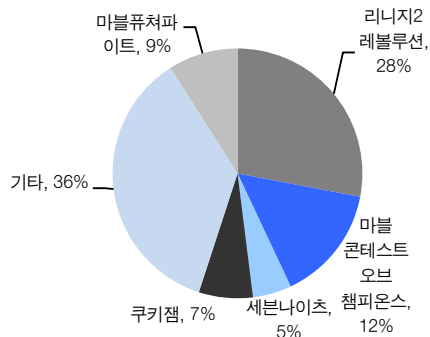
(단위 : 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	5,074	5,008	5,260	5,204	6,103	7,029	8,702	8,415
리니지2레볼루션	1,776	1,402	1,210	1,107	991	918	850	780
블레이드앤소울	-	-	-	312	918	1,107	1,669	1,826
기타	3,151	3,455	3,898	3,638	4,051	4,857	6,033	5,664
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,635	5,085	5,744	6,842	6,779
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,137	2,512	2,906	3,602	3,484
인건비	989	1,017	1,018	1,052	1,115	1,134	1,180	1,255
마케팅비	747	786	851	937	915	1,072	1,305	1,262
기타	468	508	561	509	543	632	755	778
영업이익	742	622	673	570	1,018	1,285	1,860	1,635
영업이익률	14.6%	12.4%	12.8%	10.9%	16.7%	18.3%	21.4%	19.4%
세전이익	1,050	877	718	771	1,317	1,499	2,065	1,839
세전이익률	20.7%	17.5%	13.7%	14.8%	21.6%	21.3%	23.7%	21.9%
순이익	789	663	551	591	1,002	1,143	1,578	1,404
순이익률	15.6%	13.2%	10.5%	11.3%	16.4%	16.3%	18.1%	16.7%
지배주주순이익	739	579	442	474	803	916	1,266	1,126
비지배주주 지분	50	84	109	117	198	226	312	278

주 : K-IFRS 연결 기준

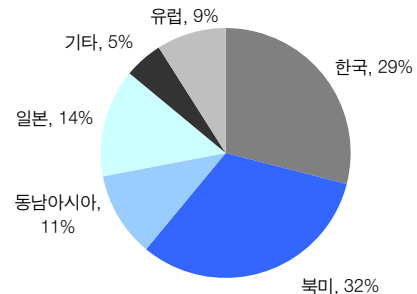
자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림6〉 게임별 매출비중 (3Q18)



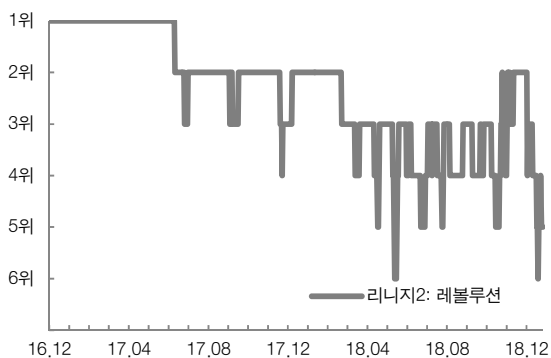
자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림7〉 국가별 매출비중 (3Q18)



자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림8〉 리니지2 레볼루션 구글플레이 순위



자료 : 넷마블, 현대차증권

〈그림9〉 구글플레이 Top 10

순위	게임명	제작사
1	리니지M	엔씨소프트
2	블레이드앤소울 레볼루션	넷마블
3	검은사막 모바일	펄어비스
4	페이트/그랜드 오더	넷마블
5	브롤스타즈	슈퍼셀
6	리니지2레볼루션	넷마블
7	신명	IJUNHAI
8	십이지천M	엔토리
9	라그나로크M	그라비티
10	듀오리진2	웹젠

주 : 1월 1일 기준

자료 : App Annie

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	15,000	24,248	20,546	30,248	32,033
증가율 (%)	39.8	61.6	-15.3	47.2	5.9
매출원가	7,515	0	0	0	0
매출원가율 (%)	50.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,485	24,248	20,546	30,248	32,033
매출이익률 (%)	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	54.5	223.9	-15.3	47.2	5.9
판매관리비	4,539	19,150	17,940	24,450	26,802
판매비율 (%)	30.3	79.0	87.3	80.8	83.7
EBITDA	3,253	5,745	3,361	6,572	5,979
EBITDA 이익률 (%)	21.7	23.7	16.4	21.7	18.7
증가율 (%)	31.1	76.6	-41.5	95.5	-9.0
영업이익	2,947	5,098	2,606	5,797	5,230
영업이익률 (%)	19.6	21.0	12.7	19.2	16.3
증가율 (%)	30.8	73.0	-48.9	122.4	-9.8
영업외손익	-157	-326	837	970	1,106
금융수익	197	551	953	756	896
금융비용	193	434	217	295	296
기타영업외손익	-160	-442	100	510	506
종속/관계기업관련손익	-35	-56	-27	-47	-47
세전계속사업이익	2,756	4,715	3,416	6,720	6,290
세전계속사업이익률	18.4	19.4	16.6	22.2	19.6
증가율 (%)	20.4	71.1	-27.6	96.7	-6.4
법인세비용	663	1,106	822	1,595	1,491
계속사업이익	2,092	3,609	2,594	5,126	4,798
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,092	3,609	2,594	5,126	4,798
당기순이익률 (%)	13.9	14.9	12.6	16.9	15.0
증가율 (%)	24.1	72.5	-28.1	97.6	-6.4
지배주주지분 순이익	1,740	3,098	2,234	4,111	3,849
비지배주주지분 순이익	353	511	360	1,014	950
기타포괄이익	660	2,085	368	0	0
총포괄이익	2,752	5,694	2,962	5,126	4,798

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	1,971	5,034	2,213	6,777	5,341
당기순이익	2,092	3,609	2,594	5,126	4,798
유형자산 상각비	82	115	158	181	184
무형자산 상각비	224	532	597	593	565
외환손익	18	103	-131	0	0
운전자본의 감소(증가)	-823	-188	-610	876	-207
기타	378	863	-394	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-2,073	-14,327	-4,364	-6,556	-1,683
투자자산의 감소(증가)	-973	-4,253	-2,916	-3,677	-2,361
유형자산의 감소	5	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-898	-300	-229	-202	-211
기타	-207	-9,775	-1,221	-2,677	889
재무활동으로인한현금흐름	630	25,273	-206	-160	-337
장기차입금의 증가(감소)	2,657	-343	-364	142	-116
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	2,762	26,435	71	0	0
배당금	-39	0	-306	-302	-301
기타	-4,750	-819	393	0	80
기타현금흐름	41	372	-35	0	0
현금의증가(감소)	567	16,351	-2,392	61	3,321
기초현금	2,159	2,727	19,078	16,686	16,747
기말현금	2,727	19,078	16,686	16,747	20,068

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,215	29,184	27,236	32,034	33,980
현금성자산	2,727	19,078	16,686	16,747	20,068
단기투자자산	1,471	6,435	7,211	9,888	8,998
매출채권	2,442	2,914	2,342	3,787	3,447
재고자산	19	24	33	54	49
기타유동자산	556	734	964	1,559	1,418
비유동자산	12,359	24,293	27,512	30,616	32,439
유형자산	1,229	1,454	1,679	1,700	1,727
무형자산	5,400	12,368	12,596	12,002	11,437
투자자산	5,438	9,747	12,677	16,353	18,715
기타비유동자산	292	724	560	560	560
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	19,574	53,477	54,748	62,650	66,419
유동부채	4,212	5,013	3,404	5,487	5,074
단기차입금	1,053	39	10	0	0
매입채무	1,086	1,206	888	1,436	1,307
유동성장기부채	0	0	0	0	80
기타유동부채	2,073	3,767	2,506	4,052	3,687
비유동부채	2,258	3,812	3,743	4,737	4,423
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	114	114	34
장기금융부채 (리스포함)	2,003	2,340	2,017	2,017	2,017
기타비유동부채	256	1,471	1,612	2,606	2,372
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,471	8,824	7,147	10,225	9,496
지배주주지분	12,163	43,295	45,791	49,601	53,148
자본금	68	85	85	85	85
자본잉여금	12,003	38,421	38,491	38,491	38,491
자본조정 등	-3,695	-4,226	-4,051	-4,051	-4,051
기타포괄이익누계액	848	2,986	3,305	3,305	3,305
이익잉여금	2,939	6,029	7,961	11,771	15,318
비지배주주지분	940	1,358	1,810	2,825	3,774
자본총계	13,104	44,653	47,602	52,426	56,923

(단위: 원,백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	3,271	4,541	3,046	6,011	5,627
EPS(지배순이익 기준)	2,719	3,898	2,623	4,822	4,514
BPS(자본총계 기준)	19,333	52,516	55,827	61,485	66,759
BPS(지배자본 기준)	17,946	50,919	53,704	58,172	62,332
DPS	0	360	360	360	360
P/E(당기순이익 기준)	0.0	41.5	36.6	18.2	19.5
P/E(지배순이익 기준)	0.0	48.4	42.5	22.7	24.3
P/B(자본총계 기준)	0.0	3.6	2.0	1.8	1.6
P/B(지배자본 기준)	0.0	3.7	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA(Reported)	-0.1	24.2	22.4	11.0	11.8
배당수익률	N/A	0.2	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	14.1	38.8	-32.9	97.4	-6.4
EPS(지배순이익 기준)	32.7	43.3	-32.7	83.8	-6.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.8	12.5	5.6	10.2	8.8
ROE(지배순이익 기준)	15.3	11.2	5.0	8.6	7.5
ROA	12.3	9.9	4.8	8.7	7.4
안정성 (%)					
부채비율	49.4	19.8	15.0	19.5	16.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	149.2	37.8	1,297.4	2,772.2	2,462.8

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	커버리지 개시 BUY	255,000	-	-

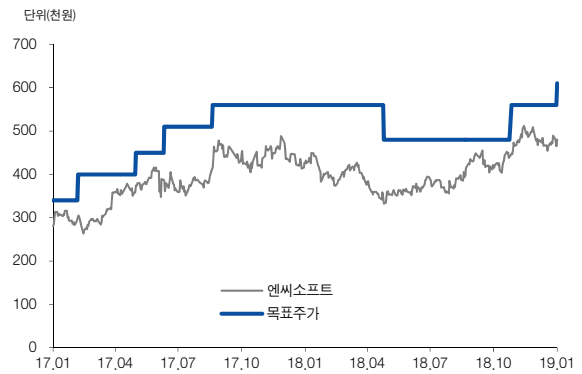
▶ 최근 2년간 펄어비스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/04/07	BUY	400,000	-19.8	-5.4
17/05/17	BUY	450,000	-14.2	-7.6
17/06/27	BUY	510,000	-26.4	-23.8
17/07/06	BUY	510,000	-27.0	-20.6
17/08/08	BUY	510,000	-26.0	-19.3
17/09/05	BUY	560,000	-21.7	-12.9
18/02/23	BUY	560,000	-24.5	-12.9
18/05/11	BUY	480,000	-25.2	-21.1
18/06/28	BUY	480,000	-23.3	-17.7
18/08/16	BUY	480,000	-18.5	-5.2
18/11/12	BUY	560,000	-14.1	-8.6
19/01/17	담당자 변경 BUY	610,000	-	-

▶ 최근 2년간 엔씨소프트 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	커버리지 개시 BUY	135,000	-	-

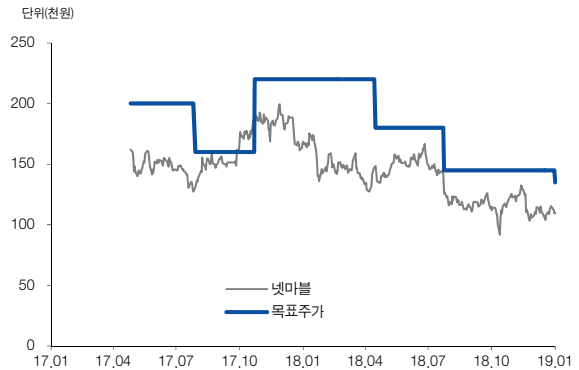
▶ 최근 2년간 컴투스 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/05/12	BUY	200,000	-26.5	-19.5
17/08/14	BUY	160,000	-1.4	16.6
17/11/08	BUY	220,000	-26.3	-9.3
18/05/02	BUY	180,000	-17.1	-7.5
18/08/09	M,PERFORM	145,000	-19.9	-36.7
	담당자 변경			
19/01/17	BUY	135,000	-	-

▶ 최근 2년간 넷마블 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최진성의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	92.45%
보유	12건	7.55%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당시의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.