In-Depth

31 May 2021



인터넷/게임 김진구
jingu.kim@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top picks
엔씨소프트	STRONG BUY	130만원	●
컴투스	STRONG BUY	21만원	●
펄어비스	BUY	8.6만원	
데브시스터즈	BUY	15만원	
넷마블	BUY	16만원	

ktb 투자증권

게임 (Overweight)

젊은 날을 추억하며 게임을 켜다

Issue

원천 IP 기반 모바일게임 매출 지속성과 성공 조건 분석

Pitch

게임 업종 투자의견 Overweight 유지, 메이저 신작을 통한 이익 성장성이 클 것으로 예상하기 때문, Top pick은 대형주로 엔씨소프트, 중형주로 컴투스 제시, 엔씨소프트 경우 블소2 성공 가능성을 매우 크게 판단, 컴투스는 백년전쟁 최적화 문제 감안해도 현재 과매도 국면, 이에 양사에 대한 적극적 비중확대가 유효한 시점

Rationale

- 원천 IP는 PC게임에서 출시된 IP를 전제로 함, 해당 IP 가치는 PC게임에서 추억을 살리는 것을 포인트로 가져가며, 이는 게임 그래픽, 게임성 및 핵심 BM 등을 포괄, 모바일게임에서 출시 한달간 구글플레이 게임 매출 5위 이내를 기록한 MMORPG 게임을 복기하면 매출 20위 이내 기준 1년 이상 매출 지속성이 있는 게임은 V4를 제외하고는 모두 원천 IP를 보유

- 블레이드앤소울은 매우 강한 원천 IP를 보유, PC 게임은 12년 6월 출시 이후 20년 11월까지 PC방 사용시간 기준 20위 내를 기록하면서 높은 트래픽 지속성을 시현, 출시 후 동 기준으로 8년 이상 유지한 MMORPG 게임은 리니지, 리니지2, 아이온, 메이플스토리, 월드 오브 워크래프트 정도에 불과

- 원천 IP 기반 모바일게임 성공 조건은 원작에 부합하는 그래픽과 플레이 경험으로 요약, 다만 모바일 환경상 컨트롤 요소가 많아질수록 유저 피로도가 증가하는 문제 존재, 블소2의 그래픽과 액션성은 PC 게임과 대등하며, 퍼플을 통한 크로스플레이 지원으로 유저 피로도 제어, 여기에 엔드 콘텐츠 차별화가 추가되면서 20대 유저를 폭넓게 흡수할 것으로 기대

- 엔씨소프트 투자의견 적극매수 및 목표주가 130만원 제시, 목표주가는 동사 주력 신작 성과가 온기로 반영될 22E 지배주주지분 1,519십억원에 적정 PER 20배 및 연간 할인율 10% 적용 결과, 블소2와 트릭스터M 국내 초기 분기 일평균 매출액은 각각 30억원과 10억원으로 제시

- 컴투스 투자의견 적극매수, 목표주가 21만원 제시, 목표주가는 21E 지배주주지분 137십억원에 적정 PER 20배 적용 결과, 백년전쟁 최적화 변수를 감안, 2Q21E 동 게임 일평균 매출액을 5억원으로 조정, 단기적으로 백년전쟁 일평균 매출액은 최소 3억원에서 최대 7억원 사이 변동성을 가질 것으로 판단하며, 22E 일평균 매출액은 4억원 수준을 반영

CONTENTS

03 Ⅰ. Summary & Key Chart

09 Ⅱ. 원천 IP의 가치
- Ⅱ-1. 원천 IP 기반 모바일게임 매출 지속성 분석
- Ⅱ-2. 블소2 IP 파워 검증
- Ⅱ-3. 원천 IP 기반 모바일게임 성공 조건 ①: 비주얼
- Ⅱ-4. 원천 IP 기반 모바일게임 성공 조건 ②: 플레이 경험
- Ⅱ-5. 엔씨소프트 퍼플: 플레이 경험 이상의 가치
- Ⅱ-6. 원천 IP 활용을 통한 과금력 강화

20 Ⅲ. 20대가 선호하는 MMORPG
- Ⅲ-1. PC게임 수준의 그래픽과 액션성 겸비가 중요
- Ⅲ-2. 블소2: 20대 유저 확보 가능성

23 Ⅳ. 20대 유저가 가진 추억: 도트 게임
- Ⅳ-1. 01~05년 주요 장르별 도트 게임이 대세로 형성
- Ⅳ-2. 20대 유저 과금력과 이동 가능성
- Ⅳ-3. 트릭스터M: 20대 유저를 타겟팅한 RvR 게임
- Ⅳ-4. 트릭스터M: 유저 흡수 가능성

29 Ⅴ. Appendix

31 Ⅵ. 종목별 투자의견

32 엔씨소프트 (036570)_ *Top picks*

36 컴투스 (078340)_ *Top picks*

40 펄어비스 (263750)

44 데브시스터즈 (194480)

47 넷마블 (251270)

I. Summary & Focus Charts

원천 IP는 PC게임에서 출시된 IP를 전제로 한다. 해당 IP 가치는 PC게임에서 추억을 살리는 것을 주요 포인트로 가져 가는데, 이는 게임 그래픽, 게임성 및 핵심 BM 등을 포괄한다. 모바일게임에서 출시 초기 한달간 구글플레이 게임 매출 5위 이내를 기록한 MMORPG 게임을 복기해 보면, 매출 20위 이내 기준 1년 이상 매출 지속성이 있는 게임은 V4를 제외하고는 모두 원천 IP를 가지고 있었다.

블레이드앤소울은 매우 강력한 원천 IP를 가지고 있다. PC 게임은 12년 6월 출시 이후 20년 11월까지 PC방 사용시간 기준 20위 내를 기록하면서 높은 트래픽 지속성을 보여주었다. 출시 후 동 기준으로 8년 이상을 유지한 MMORPG 게임은 리니지, 리니지2, 아이온, 메이플스토리, 월드 오브 워크래프트 정도에 불과하다.

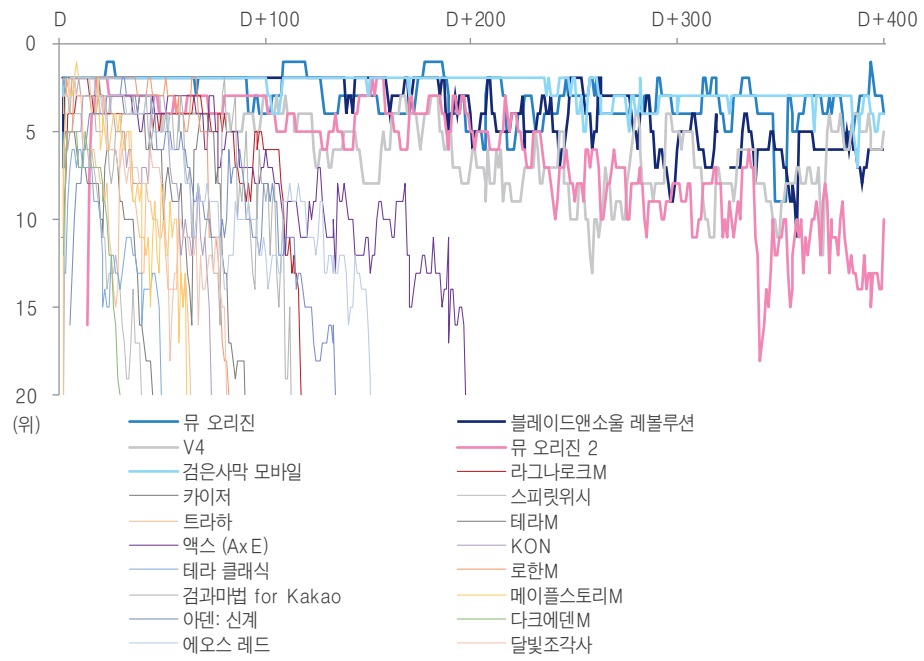
원천 IP 기반 모바일게임 성공 조건은 원작에 부합하는 그래픽 재연과 플레이 경험으로 요약된다. 다만 모바일 환경상 컨트롤 요소가 많아질수록 유저 피로도가 증가하는 문제가 있다. 블소2의 그래픽과 액션 퀄리티는 최소 PC 게임과 대등한 수준이며, 퍼플을 통한 크로스플레이 지원으로 유저 피로도를 높이지 않으면서 컨트롤 묘미를 살릴 수 있다. 또한 20대 유저가 컨트롤 기반 액션성과 그래픽이 우수한 게임을 선호한다는 관점에서 블소2는 해당 유저를 폭넓게 확보할 것으로 기대된다.

모바일게임에서 도트 게임을 선호하는 유저들은 20대가 압도적이다. 트릭스터M, 바람의나라: 연, 가디언 테일즈, 크루세이더 퀘스트 게임에서 해당 유저가 차지하는 비중은 최소 40% 이상이다. 01~05년 도트 기반 PC 게임들이 저연령층을 타겟하며 주요 장르에서 흥행하였고, 연관된 추억을 가진 유저들이 현재 20~30대로 올라오면서 관련 원천 IP 기반 모바일게임의 주된 연령층을 형성하는 것으로 판단된다.

핵심 유저층이 20대로 관측되는 메이플스토리 경우 20년 연간 매출은 전년대비 70% 증가한 75십억엔 수준으로, 이를 일평균 매출로 환산하면 약 2억엔으로 원화 기준 23억원에 달한다. 동 게임 매출 지표를 통해 20대 유저층의 높은 과금력을 확인할 수 있다. 트릭스터M 경우 20대 유저 중심의 RvR 콘텐츠를 성공적으로 안착시킬 수 있는 모바일게임이 될 것으로 판단한다. 동 게임은 출시 직후부터 리니지2M과 유사한 과금 BM을 가져가는 전략을 구사하고 있다. 이에 동 게임을 플레이하는 20대 유저는 과금력이 높으면서 RvR전을 선호하는 유저 중심일 것이며, 이는 매출 지속성 측면에서 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

특히 트릭스터M은 리니지를 플레이한 경험이 있는 중소과금 유저를 상당 부분 흡수할 가능성이 크다고 판단된다. 리니지 과금 수준에 대한 부담이 큰 유저들이 해당 게임에서 이탈하여 경쟁 게임에 분포할 수 있는데, 트릭스터M은 리니지식 엔드 콘텐츠를 제공하되 과금 수준은 상대적으로 낮게 가져가면서 경쟁 게임 유저들을 일정 부분 흡수할 것으로 기대된다.

Focus Chart 01 주요 모바일 MMORPG별 출시 이후 매출 순위 비교



Note 1: 출시 후 1개월간 국내 Google Play 게임 매출 5위내 기록한 출시 1년 이상 국산 MMORPG 기준
Note 2: 매출 20위를 이탈한 이후는 기록에서 제외
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Focus Chart 02 12년 7월 PC방 게임별 사용시간 점유율 비교

순위	게임명	장르	점유율	사용시간
1	블레이드앤소울	MMORPG	17.10%	1,297,547
2	리그오브레전드	MOBA	16.28%	1,235,536
3	디아블로3	RPG	11.96%	907,831
4	서든어택	FPS	7.66%	581,585
5	피파온라인2	스포츠	6.81%	516,571
6	아이온	MMORPG	5.24%	397,660
7	스타크래프트	RTS	3.53%	268,158
8	메이플스토리	MMORPG	3.13%	237,330
9	워크래프트3	RTS	2.88%	218,924
10	리니지	MMORPG	2.10%	159,149
11	던전앤파이터	MORPG	1.60%	121,574
12	사이퍼즈	MOBA	1.31%	99,299
13	리니지2	MMORPG	1.15%	87,466
14	카트라이더	레이싱	1.03%	78,169
15	스페셜포스	FPS	0.91%	68,690
16	한게임 로우바둑이	카지노	0.68%	51,448
17	스타크래프트2	RTS	0.63%	48,016
18	테라	MMORPG	0.63%	47,843
19	카운터스트라이크	FPS	0.63%	47,469
20	월드오브워크래프트	MMORPG	0.58%	43,988

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Focus Chart 03 리니지 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 04 리니지M 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 05 리니지2 게임 스크린샷



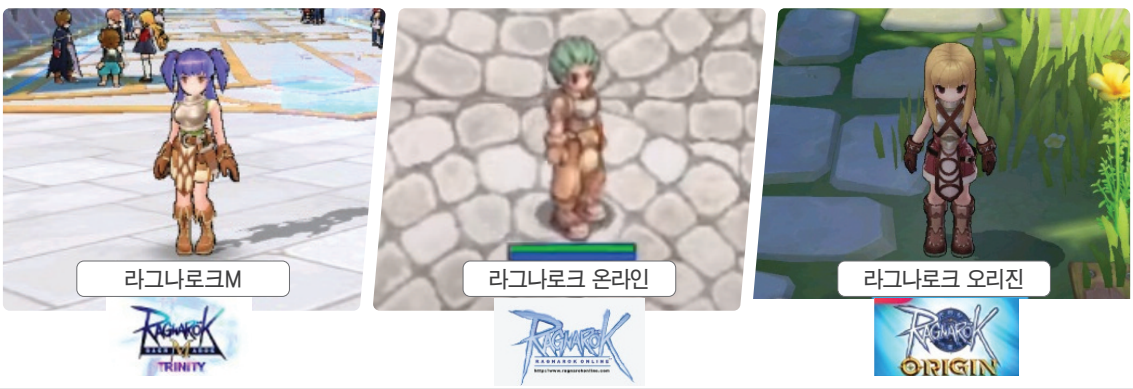
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 06 리니지2M 게임 스크린샷



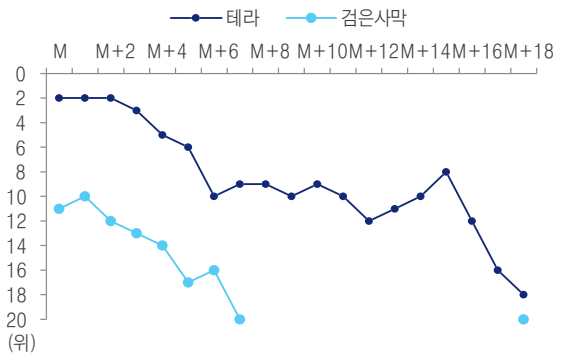
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 07 게임 스크린샷 비교 (라그나로크M vs. 라그나로크 온라인 vs. 라그나로크 오리진)



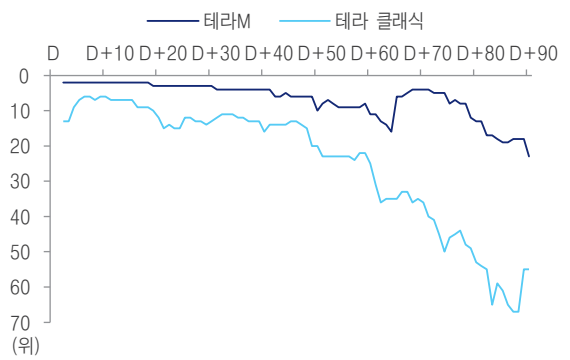
Source: Gravity, KTB투자증권

Focus Chart 08 테라 PC방 월간 사용시간 순위 추이 (vs. 검은사막)



Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Focus Chart 09 테라 IP 기반 모바일게임 매출 순위 추이



Note: 국내 Google Play 게임 카테고리 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Focus Chart 10 테라 게임 스크린샷



Source: 블루홀, KTB투자증권

Focus Chart 11 테라 클래식 게임 스크린샷



Source: 란투게임즈, KTB투자증권

Focus Chart 12 블소2 게임 컨트롤 스크린샷



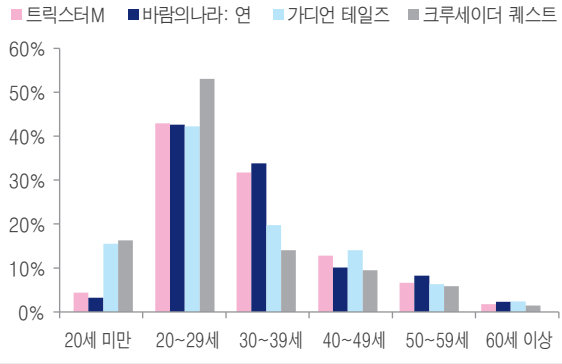
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 13 엔씨소프트 퍼플 크로스플레이 화면



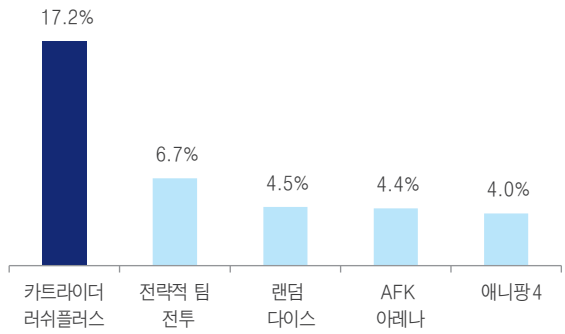
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 14 주요 도트 기반 모바일게임 연령대별 유저 비중



Note: 21년 1~4월 기준, 트릭스터M 경우 21년 5/20일 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Focus Chart 15 바람의나라: 연 중복 사용 게임 앱 TOP 5



Note: 안드로이드OS 20년 7월 셋째 주 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Focus Chart 16 트릭스터 게임 스크린샷 (03년 출시)



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Focus Chart 17 바람의나라 게임 스크린샷 (05년 부분유료화)



Source: 넥슨, KTB투자증권

Focus Chart 18 크레이지 아케이드 게임 스크린샷 (01년 출시)



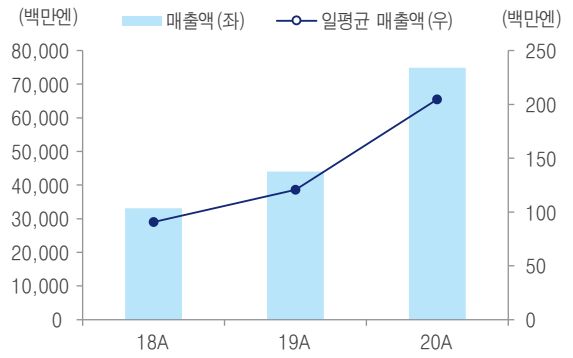
Source: 넥슨, KTB투자증권

Focus Chart 19 카트라이더 게임 스크린샷 (04년 출시)



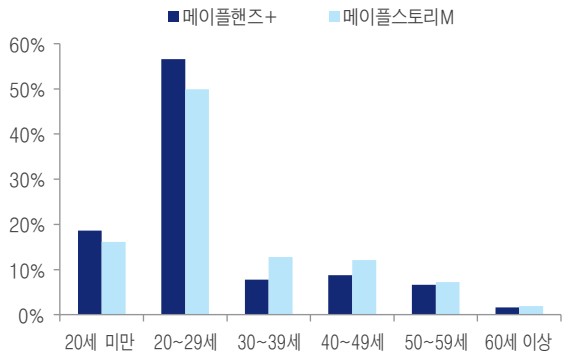
Source: 넥슨, KTB투자증권

Focus Chart 20 메이플스토리 연간 매출 추이



Source: 넥슨, KTB투자증권

Focus Chart 21 메이플스토리 모바일앱 연령대별 유저 비중



Note 1: 21년 1~4월 기준
Note 2: 메이플핸즈+는 넥슨이 출시한 메이플스토리 공식 정보앱
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Focus Chart 22 트릭스터M 필드쟁



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Focus Chart 23 리니지2M 공성전



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Focus Chart 24 트릭스터M 과금 BM



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Focus Chart 25 리니지2M 과금 BM



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

II. 원천 IP의 가치

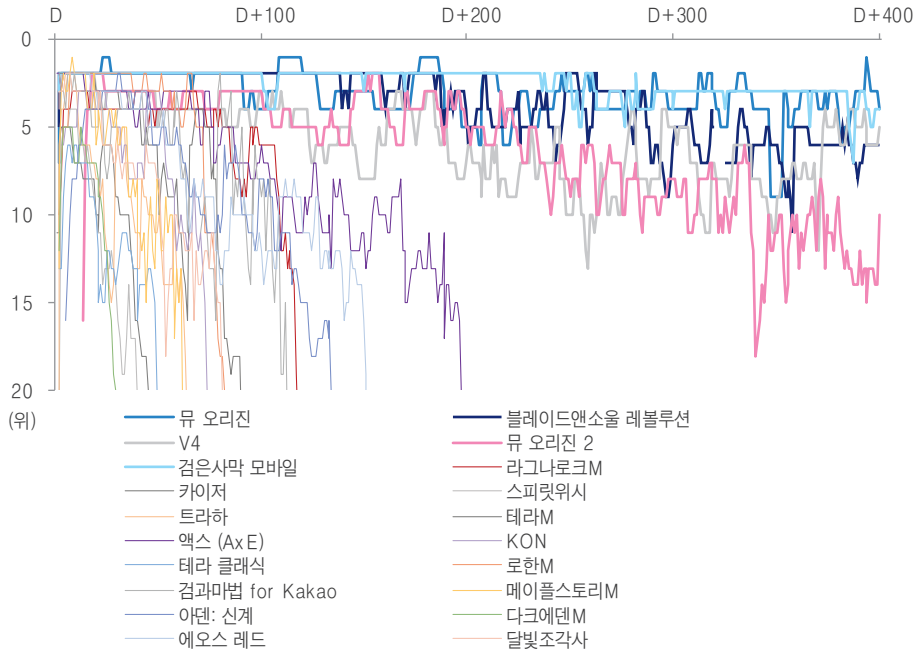
II-1. 원천 IP 기반 모바일게임 매출 지속성 분석

원천 IP를 보유한 모바일 게임이 매출 지속성이 잘 유지

원천 IP는 PC게임에서 출시된 IP를 전제로 한다. 해당 IP 가치는 PC게임에서 추억을 살리는 것을 주요 포인트로 가져가는데, 이는 게임 그래픽, 게임성 및 핵심 BM 등을 포괄한다. 모바일게임에서 출시 초기 한달간 구글플레이 게임 매출 5위 이내를 기록한 MMORPG 게임을 복기해 보면, 매출 20위 이내 기준 1년 이상 매출 지속성이 있는 게임은 V4를 제외하고는 모두 원천 IP를 가지고 있었다. 이는 대표적으로 리니지M, 리니지2M, 리니지2 레볼루션, 블소 레볼루션, 검은사막 모바일, 뮤 오리진, 뮤 오리진2가 해당된다.

V4 경우 원천 IP가 없지만 매출 지속성이 잘 유지된 이유는 높은 그래픽 퀄리티와 액션성을 통해 20대 유저를 포함한 다양한 유저군을 확보한 영향으로 판단한다. V4는 그랑사가 및 세븐나이츠2에 이어 20대 유저 비중이 높은 게임이다. 이와 별개로 기존 게임성을 뛰어넘는 새로운 게임성을 탑재한 신작이 출시될 경우 원천 IP 파급력을 뛰어넘는 시장 창출이 가능하다는 점도 고려해야 할 포인트이다.

Figure 01 주요 모바일 MMORPG별 출시 이후 매출 순위 비교



Note 1: 출시 후 1개월간 국내 Google Play 게임 매출 5위내 기록한 출시 1년 이상 국산 MMORPG 기준
Note 2: 매출 20위를 이탈한 이후는 기록에서 제외
Source: Mobile Index, KTB투자증권

II-2. 블소2 IP 파워 검증

블소의 트래픽 지속성을 감안할 때 매우 강력한 원천 IP 가치 보유

블레이드앤소울은 매우 강력한 원천 IP를 가지고 있다. PC 게임은 12년 6월 출시 이후 20년 11월까지 PC방 사용시간 기준 20위 내를 기록하면서 높은 트래픽 지속성을 보여 주었다. 출시 후 동 기준으로 8년 이상 유지를 한 MMORPG 게임은 리니지, 리니지2, 아이온, 메이플스토리, 월드 오브 워크래프트 정도에 불과하다. 해외에서 높은 성공을 한 검은사막 온라인도 국내에서는 약 3년간 PC방 순위 20위 안에 진입하는 수준에 그쳤다.

블레이드앤소울 출시 효과가 월 온기로 반영되는 12년 7월 PC방 사용시간 점유율은 17.1%를 기록했다. MMORPG 게임은 유저 커버리지가 제한적이기에 폭넓은 유저 베이스를 확보한 대전류 게임인 MOBA, FPS, 스포츠, 배틀로얄, RTS 장르 대비 사용시간 점유율이 낮은 것이 일반적이다. 해당 대전 게임으로는 리그오브레전드, 서든어택, 오버워치, 피파온라인, 배틀 그라운드, 스타크래프트, 워크래프트 3 등을 들 수 있다. 블레이드앤소울은 출시 초반 리그오브레전드와 서든어택 등 주요 대전 게임 트래픽을 상회한 만큼 IP 파워는 이미 검증되었다고 할 수 있다.

Figure 02 12년 7월 PC방 게임별 사용시간 점유율 비교

순위	게임명	장르	점유율	사용시간
1	블레이드앤소울	MMORPG	17.10%	1,297,547
2	리그오브레전드	MOBA	16.28%	1,235,536
3	디아블로3	RPG	11.96%	907,831
4	서든어택	FPS	7.66%	581,585
5	피파온라인2	스포츠	6.81%	516,571
6	아이온	MMORPG	5.24%	397,660
7	스타크래프트	RTS	3.53%	268,158
8	메이플스토리	MMORPG	3.13%	237,330
9	워크래프트3	RTS	2.88%	218,924
10	리니지	MMORPG	2.10%	159,149
11	던전앤파이터	MORPG	1.60%	121,574
12	사이퍼즈	MOBA	1.31%	99,299
13	리니지2	MMORPG	1.15%	87,466
14	카트라이더	레이싱	1.03%	78,169
15	스페셜포스	FPS	0.91%	68,690
16	한게임 로우바둑이	카지노	0.68%	51,448
17	스타크래프트2	RTS	0.63%	48,016
18	테라	MMORPG	0.63%	47,843
19	카운터스트라이크	FPS	0.63%	47,469
20	월드오브워크래프트	MMORPG	0.58%	43,988

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 03 12년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-12	Feb-12	Mar-12	Apr-12	May-12	Jun-12	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12
1	아이온	서든어택	아이온	리그오브레전드	디아블로3	디아블로3	블레이드앤소울	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	서든어택	아이온	리그오브레전드	아이온	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울
3	피파온라인2	리그오브레전드	서든어택	서든어택	서든어택	아이온	디아블로3	서든어택	디아블로3	피파온라인2	피파온라인2	서든어택
4	워크래프트3	피파온라인2	스타크래프트	스타크래프트	아이온	서든어택	서든어택	디아블로3	서든어택	서든어택	서든어택	아이온
5	스타크래프트	스타크래프트	피파온라인2	피파온라인2	피파온라인2	블레이드앤소울	피파온라인2	피파온라인2	피파온라인2	디아블로3	디아블로3	피파온라인2
6	리그오브레전드	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	스타크래프트	피파온라인2	아이온	아이온	아이온	아이온	아이온	디아블로3
7	리니지	리니지	리니지	리니지	워크래프트3	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	리니지	스타크래프트	스타크래프트
8	메이플스토리	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	테라	리니지	워크래프트3	메이플스토리	워크래프트3	워크래프트3	스타크래프트	리니지	리니지
9	월드오브워크래프트	던전앤파이터	리니지2	리니지2	메이플스토리	리니지	워크래프트3	메이플스토리	리니지	워크래프트3	워크래프트3	피파온라인3
10	리니지2	리니지2	테라	월드오브워크래프트	리니지2	사이퍼즈	리니지	리니지	던전앤파이터	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	던전앤파이터
11	던전앤파이터	테라	던전앤파이터	사이퍼즈	사이퍼즈	리니지2	던전앤파이터	던전앤파이터	메이플스토리	모두의마블	모두의마블	워크래프트3
12	테라	메이플스토리	사이퍼즈	던전앤파이터	테라	메이플스토리	사이퍼즈	사이퍼즈	모두의마블	던전앤파이터	던전앤파이터	메이플스토리
13	사이퍼즈	사이퍼즈	스페셜포스	스페셜포스	던전앤파이터	던전앤파이터	리니지2	리니지2	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	모두의마블
14	스페셜포스	스페셜포스	한게임 로우바둑이	메이플스토리	스페셜포스	스페셜포스	카트라이더	카트라이더	리니지2	리니지2	리니지2	사이퍼즈
15	스타크래프트2	카트라이더	메이플스토리	카트라이더	월드오브워크래프트	카트라이더	스페셜포스	스페셜포스	스페셜포스	메이플스토리	메이플스토리	리니지2
16	카트라이더	스타크래프트2	카트라이더	한게임 로우바둑이	카트라이더	테라	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	월드오브워크래프트	스페셜포스	스페셜포스	월드오브워크래프트
17	프리스타일풋볼	한게임 로우바둑이	프리스타일풋볼	프리스타일풋볼	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	스타크래프트2	월드오브워크래프트	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	스페셜포스
18	한게임 로우바둑이	프리스타일풋볼	스타크래프트2	DK온라인	스타크래프트2	월드오브워크래프트	테라	프리스타일풋볼	카트라이더	카트라이더	카트라이더	카발2
19	카오스온라인	카오스온라인	카오스온라인	스타크래프트2	프리스타일풋볼	스타크래프트2	카운터스트라이크	카운터스트라이크	프리스타일풋볼	스타크래프트2	스타크래프트2	카트라이더
20	스페셜포스2	스페셜포스2	스페셜포스2	카오스온라인	카운터스트라이크	프리스타일풋볼	월드오브워크래프트	스타크래프트2	스타크래프트2	카운터스트라이크	프리스타일풋볼	한게임 로우바둑이

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 04 13년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	Jun-13	Jul-13	Aug-13	Sep-13	Oct-13	Nov-13	Dec-13
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3
3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	아이온	아이온	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택
4	아이온	아이온	블레이드앤소울	블레이드앤소울	아이온	아이온	블레이드앤소울	블레이드앤소울	아이온	아이온	아이온	아이온
5	야키에이지	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	아이온	아이온	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울
6	피파온라인3	야키에이지	리니지	리니지	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	리니지	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트
7	리니지	리니지	스타크래프트	스타크래프트	리니지	리니지	리니지	리니지	스타크래프트	리니지	던전앤파이터	리니지
8	스타크래프트	스타크래프트	야키에이지	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	리니지	던전앤파이터
9	디아블로3	워크래프트3	워크래프트3	야키에이지	던전스트라이커	던전스트라이커	메이플스토리	워크래프트3	워크래프트3	에오스	에오스	에오스
10	던전앤파이터	디아블로3	디아블로3	디아블로3	디아블로3	디아블로3	던전앤파이터	사이퍼즈	에오스	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3
11	워크래프트3	던전앤파이터	크리티카	리니지2	야키에이지	리니지2	사이퍼즈	리니지2	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	월드오브워크래프트
12	메이플스토리	리니지2	던전앤파이터	크리티카	사이퍼즈	사이퍼즈	리니지2	월드오브워크래프트	리니지2	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	사이퍼즈
13	리니지2	테라	리니지2	사이퍼즈	리니지2	아키에이지	디아블로3	디아블로3	월드오브워크래프트	리니지2	리니지2	메이플스토리
14	피파온라인2	사이퍼즈	스타크래프트2	테라	스페셜포스	월드오브워크래프트	스페셜포스	스페셜포스	디아블로3	스페셜포스	스페셜포스	리니지2
15	모두의마블	모두의마블	테라	스페셜포스	월드오브워크래프트	던전앤파이터	월드오브워크래프트	테라	스페셜포스	디아블로3	아스타	스페셜포스
16	사이퍼즈	스페셜포스	사이퍼즈	월드오브워크래프트	던전앤파이터	모두의마블	아키에이지	아키에이지	테라	테라	테라	아스타
17	월드오브워크래프트	한게임 로우바둑이	스페셜포스	스타크래프트2	테라	스페셜포스	테라	메이플스토리	아키에이지	스타크래프트2	디아블로3	테라
18	스페셜포스	월드오브워크래프트	모두의마블	던전앤파이터	스타크래프트2	테라	스타크래프트2	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	스타크래프트2	디아블로3
19	테라	카트라이더	월드오브워크래프트	한게임 로우바둑이	크리티카	스타크래프트2	모두의마블	카트라이더	스타크래프트2	아키에이지	한게임 로우바둑이	스타크래프트2
20	한게임 로우바둑이	피파온라인2	한게임 로우바둑이	모두의마블	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	카트라이더	카트라이더	메이플스토리	한게임 로우바둑이

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 05 14년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-14	Feb-14	Mar-14	Apr-14	May-14	Jun-14	Jul-14	Aug-14	Sep-14	Oct-14	Nov-14	Dec-14
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	서든어택	서든어택	서든어택	디아블로3	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3
3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	디아블로3	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택
4	아이온	아이온	디아블로3	피파온라인3	피파온라인3	디아블로3	디아블로3	스타크래프트	디아블로3	디아블로3	스타크래프트	스타크래프트
5	블레이드앤소울	스타크래프트	아이온	아이온	아카루스	아이온	스타크래프트	아이온	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	아이온
6	스타크래프트	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	스타크래프트	스타크래프트	아이온	리니지	아이온	던전앤파이터	아이온	던전앤파이터
7	리니지	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	아이온	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	리니지	아이온	리니지	리니지
8	던전앤파이터	리니지	던전앤파이터	던전앤파이터	블레이드앤소울	리니지	리니지	던전앤파이터	블레이드앤소울	리니지	블레이드앤소울	블레이드앤소울
9	워크래프트3	워크래프트3	리니지	리니지	던전앤파이터	아카루스	던전앤파이터	디아블로3	던전앤파이터	블레이드앤소울	디아블로3	월드오브워크래프트
10	에오스	사이퍼즈	워크래프트3	아카루스	리니지	던전앤파이터	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	월드오브워크래프트	메이플스토리
11	메이플스토리	에오스	에오스	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	아카루스	메이플스토리	사이퍼즈	사이퍼즈	워크래프트3	검은사막
12	사이퍼즈	월드오브워크래프트	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	리니지2	사이퍼즈	사이퍼즈	리니지2	메이플스토리	사이퍼즈	워크래프트3
13	월드오브워크래프트	리니지2	월드오브워크래프트	리니지2	리니지2	사이퍼즈	리니지2	아카루스	메이플스토리	리니지2	메이플스토리	디아블로3
14	리니지2	메이플스토리	리니지2	에오스	월드오브워크래프트	메이플스토리	메이플스토리	리니지2	아카루스	월드오브워크래프트	리니지2	사이퍼즈
15	마비노기 영웅전	스페셜포스	스페셜포스	월드오브워크래프트	스페셜포스	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	마비노기 영웅전	월드오브워크래프트	아카루스	카트라이더	카트라이더
16	스페셜포스	테라	테라	스페셜포스	메이플스토리	스페셜포스	스타크래프트2	월드오브워크래프트	데빌리언	스페셜포스	아카루스	리니지2
17	테라	마비노기 영웅전	스타크래프트2	테라	스타크래프트2	스타크래프트2	스페셜포스	스페셜포스	스페셜포스	카트라이더	카운터스트라이크2	카운터스트라이크2
18	디아블로3	스타크래프트2	마비노기 영웅전	스타크래프트2	테라	테라	테라	스타크래프트2	마비노기 영웅전	스타크래프트2	스페셜포스	아카루스
19	아스타	디아블로3	메이플스토리	메이플스토리	에오스	프리스타일풋볼Z	프리스타일풋볼Z	테라	스타크래프트2	테라	스타크래프트2	마비노기 영웅전
20	스타크래프트2	카운터스트라이크	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	카트라이더	카트라이더	카운터스트라이크	데빌리언	테라	마비노기 영웅전	마비노기 영웅전	스페셜포스

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 06 15년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-15	Feb-15	Mar-15	Apr-15	May-15	Jun-15	Jul-15	Aug-15	Sep-15	Oct-15	Nov-15	Dec-15
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	서든어택
3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	서든어택	피파온라인3	피파온라인3
4	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트
5	아이온	던전앤파이터	아이온	리니지	리니지	히어로즈오브더스톰	던전앤파이터	스타크래프트	디아블로3	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터
6	던전앤파이터	아이온	리니지	아이온	디아블로3	리니지	메이플스토리2	리니지	던전앤파이터	리니지	리니지	리니지
7	블레이드앤소울	리니지	던전앤파이터	디아블로3	아이온	던전앤파이터	리니지	블레이드앤소울	리니지	디아블로3	아이온	블레이드앤소울
8	리니지	블레이드앤소울	디아블로3	던전앤파이터	던전앤파이터	아이온	아이온	아이온	아이온	블레이드앤소울	블레이드앤소울	아이온
9	월드오브워크래프트	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	디아블로3	메이플스토리	사이퍼즈	블레이드앤소울	아이온	디아블로3	메이플스토리
10	검은사막	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	사이퍼즈	워크래프트3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	메이플스토리2	사이퍼즈	사이퍼즈	워크래프트3	워크래프트3
11	워크래프트3	워크래프트3	사이퍼즈	워크래프트3	사이퍼즈	워크래프트3	디아블로3	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	스타크래프트2	사이퍼즈
12	디아블로3	검은사막	워크래프트3	월드오브워크래프트	리니지2	사이퍼즈	워크래프트3	디아블로3	파이널판타지14	리니지2	사이퍼즈	카트라이더
13	메이플스토리	사이퍼즈	검은사막	리니지2	히어로즈오브더스톰	리니지2	사이퍼즈	메이플스토리	리니지2	파이널판타지14	메이플스토리	디아블로3
14	사이퍼즈	엘로아	리니지2	검은사막	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	히어로즈오브더스톰	파이널판타지14	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	카트라이더	스타크래프트2
15	카트라이더	카트라이더	스페셜포스	카트라이더	카트라이더	메이플스토리	월드오브워크래프트	히어로즈오브더스톰	메이플스토리	카트라이더	리니지2	리니지2
16	리니지2	리니지2	카트라이더	스페셜포스	메이플스토리	검은사막	리니지2	월드오브워크래프트	메이플스토리2	메이플스토리	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트
17	마비노기 영웅전	메이플스토리	스타크래프트2	이카루스	검은사막	카트라이더	카트라이더	리니지2	스타크래프트2	스타크래프트2	파이널판타지14	트리 오브 세이비어
18	카운터스트라이크2	스페셜포스	이카루스	스타크래프트2	스페셜포스	이카루스	스타크래프트2	카트라이더	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	스페셜포스
19	이카루스	마비노기 영웅전	엘로아	메이플스토리	스타크래프트2	스타크래프트2	스페셜포스	스타크래프트2	스페셜포스	스페셜포스	이카루스	이카루스
20	스페셜포스	스타크래프트2	테라	아제라	최강의 군단	스페셜포스	검은사막	스페셜포스	카트라이더	카운터스트라이크	스페셜포스	마비노기 영웅전

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 07 16년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	리그오브레전드	오버워치
2	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	오버워치	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	오버워치	리그오브레전드
3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3
4	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	오버워치	피파온라인3	메이플스토리	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택
5	리니지	리니지	리니지	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	서든어택	메이플스토리	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터
6	던전앤파이터	디아블로3	던전앤파이터	리니지	리니지	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트
7	디아블로3	던전앤파이터	디아블로3	아이온	던전앤파이터	리니지	스타크래프트	스타크래프트	메이플스토리	리니지	리니지	블레이드앤소울
8	블레이드앤소울	블레스	아이온	블레이드앤소울	디아블로3	블레이드앤소울	리니지	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	메이플스토리
9	아이온	테라	블레이드앤소울	디아블로3	블레이드앤소울	디아블로3	블레이드앤소울	리니지	리니지	메이플스토리	메이플스토리	리니지
10	메이플스토리	블레이드앤소울	블레스	사이퍼즈	아이온	아이온	아이온	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	디아블로3	월드오브워크래프트
11	워크래프트3	아이온	테라	워크래프트3	사이퍼즈	워크래프트3	워크래프트3	아이온	디아블로3	아이온	블레이드앤소울	워크래프트3
12	사이퍼즈	워크래프트3	사이퍼즈	테라	워크래프트3	메이플스토리	디아블로3	워크래프트3	아이온	디아블로3	아이온	아이온
13	카트라이더	카트라이더	카트라이더	카트라이더	메이플스토리	월드오브워크래프트	서든어택2	월드오브워크래프트	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	디아블로3
14	트리 오브 세이비어	사이퍼즈	워크래프트3	리니지2	카트라이더	사이퍼즈	월드오브워크래프트	사이퍼즈	리니지2	리니지2	히어로즈오브더스톰	리니지2
15	리니지2	메이플스토리	리니지2	월드오브워크래프트	리니지2	리니지2	사이퍼즈	리니지2	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈
16	스타크래프트2	리니지2	월드오브워크래프트	메이플스토리	테라	카트라이더	리니지2	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2	리니지2	카트라이더
17	월드오브워크래프트	스타크래프트2	메이플스토리	블레스	월드오브워크래프트	스페셜포스	카트라이더	카트라이더	검은사막	EOS	EOS	히어로즈오브더스톰
18	마비노기 영웅전	월드오브워크래프트	스페셜포스	스페셜포스	스타크래프트2	스타크래프트2	스페셜포스	테라	스페셜포스	검은사막	스타크래프트2	검은사막
19	스페셜포스	스페셜포스	스타크래프트2	스타크래프트2	스페셜포스	테라	스타크래프트2	스페셜포스	카트라이더	카트라이더	카트라이더	스타크래프트2
20	블레스	트리 오브 세이비어	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	검은사막	검은사막	검은사막	테라	스페셜포스	검은사막	스페셜포스

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 08 17년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dec-17
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	배틀그라운드	배틀그라운드
2	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	배틀그라운드	리그오브레전드	리그오브레전드
3	피파온라인3	서든어택	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	배틀그라운드	오버워치	오버워치	오버워치
4	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	배틀그라운드	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3	피파온라인3
5	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	메이플스토리	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택
6	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	배틀그라운드	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터
7	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	디아블로3	메이플스토리	블레이드앤소울	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트
8	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	블레이드앤소울	히어로즈오브더스톰	메이플스토리	스타크래프트	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	디아블로3	메이플스토리
9	리니지	리니지	리니지	리니지	리니지	리니지	디아블로3	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	메이플스토리	리니지
10	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	블레이드앤소울	월드오브워크래프트	블레이드앤소울	리니지	리니지	리니지	리니지	디아블로3
11	월드오브워크래프트	워크래프트3	워크래프트3	메이플스토리	디아블로3	히어로즈오브더스톰	리니지	블레이드앤소울	디아블로3	월드오브워크래프트	블레이드앤소울	블레이드앤소울
12	워크래프트3	디아블로3	디아블로3	뮤 레전드	월드오브워크래프트	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트
13	아이온	아이온	아이온	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	히어로즈오브더스톰	아이온	워크래프트3	아이온	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰
14	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	히어로즈오브더스톰	사이퍼즈	사이퍼즈	아이온	워크래프트3	아이온	워크래프트3	사이퍼즈	사이퍼즈
15	카트라이더	카트라이더	카트라이더	아이온	아이온	아이온	워크래프트3	사이퍼즈	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	아이온	한게임 로우바둑이
16	리니지2	스타크래프트2	스타크래프트2	사이퍼즈	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	사이퍼즈	히어로즈오브더스톰	사이퍼즈	사이퍼즈	워크래프트3	아이온
17	검은사막	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	뮤 레전드	스타크래프트2	카트라이더	카트라이더	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	카트라이더
18	스타크래프트2	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	카트라이더	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	스타크래프트2	스타크래프트2	카트라이더	워크래프트3
19	히어로즈오브더스톰	리니지2	리니지2	카트라이더	카트라이더	검은사막	스타크래프트2	스타크래프트2	카트라이더	카트라이더	스타크래프트2	검은사막
20	스페셜포스	검은사막	검은사막	검은사막	검은사막	리니지2	검은사막	검은사막	검은사막	검은사막	리니지2	스타크래프트2

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 09 18년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18
1	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드
3	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	로스트아크	로스트아크
4	피파온라인3	서든어택	서든어택	피파온라인3	서든어택	피파온라인4	메이플스토리	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	오버워치	피파온라인4
5	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	스타크래프트	메이플스토리	피파온라인4	메이플스토리	서든어택	서든어택	피파온라인4	오버워치
6	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	피파온라인4	스타크래프트	서든어택	서든어택	메이플스토리	스타크래프트	서든어택	서든어택
7	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	던전앤파이터	서든어택	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	메이플스토리	스타크래프트	스타크래프트
8	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	카트라이더
9	리니지	천애명월도	천애명월도	블레이드앤소울	피파온라인3	리니지	리니지	월드오브워크래프트	대스티니 가디언즈	대스티니 가디언즈	메이플스토리	메이플스토리
10	블레이드앤소울	리니지	리니지	천애명월도	리니지	블레이드앤소울	블레이드앤소울	리니지	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	카트라이더	던전앤파이터
11	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	디아블로3	리니지	블레이드앤소울	디아블로3	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트
12	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	서든어택	디아블로3	리니지	블레이드앤소울	대스티니 가디언즈	블레이드앤소울
13	아이온	아이온	월드오브워크래프트	아이온	아이온	서든어택	월드오브워크래프트	서든어택	디아블로3	카트라이더	리니지	리니지
14	검은사막	디아블로3	아이온	디아블로3	서든어택	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	카트라이더	카트라이더	리니지	블레이드앤소울	대스티니 가디언즈
15	히어로즈오브더스톰	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	서든어택	디아블로3	천애명월도	카트라이더	히어로즈오브더스톰	몬스터헌터	콜오브듀티: 블랙옵스4	서든어택	리니지2
16	한게임 로우바둑이	히어로즈오브더스톰	서든어택	한게임 로우바둑이	천애명월도	카트라이더	워크래프트3	스타크래프트2	서든어택	서든어택	디아블로3	서든어택
17	카트라이더	카트라이더	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	워크래프트3	아이온	워크래프트3	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	아이온
18	서든어택	서든어택	워크래프트3	카트라이더	카트라이더	아이온	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	아이온	아이온	아이온	한게임 로우바둑이
19	워크래프트3	워크래프트3	카트라이더	워크래프트3	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	아이온	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2
20	스타크래프트2	검은사막	검은사막	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2	천애명월도	검은사막	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	워크래프트3

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 10 19년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	피파온라인4
3	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	피파온라인4	오버워치	오버워치	오버워치	피파온라인4	피파온라인4	배틀그라운드
4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	오버워치	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	오버워치	오버워치	오버워치
5	로스트아크	로스트아크	카트라이더	카트라이더	서든어택	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택
6	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택	카트라이더	서든어택	서든어택	서든어택	스타크래프트	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리
7	메이플스토리	서든어택	로스트아크	로스트아크	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	메이플스토리	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트
8	카트라이더	메이플스토리	스타크래프트	스타크래프트	로스트아크	패스 오브 엑자일	패스 오브 엑자일	던전앤파이터	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	로스트아크
9	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	리니지	메이플스토리	카트라이더	던전앤파이터	로스트아크	던전앤파이터	던전앤파이터	카트라이더	월드오브워크래프트
10	던전앤파이터	던전앤파이터	메이플스토리	던전앤파이터	던전앤파이터	로스트아크	카트라이더	카트라이더	로스트아크	로스트아크	로스트아크	카트라이더
11	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	도타2	메이플스토리	리니지	던전앤파이터	로스트아크	리니지	카트라이더	카트라이더	던전앤파이터	리니지
12	리니지	디아블로3	에이펙스레전드	도타2	도타2	리니지	리니지	패스 오브 엑자일	패스 오브 엑자일	리니지2	리니지	던전앤파이터
13	블레이드앤소울	리니지	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	디아블로3	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	리니지	리니지	리니지2	리니지2
14	디아블로3	블레이드앤소울	리니지	블레이드앤소울	월드오브워크래프트	검은사막	사이퍼즈	사이퍼즈	리니지2	패스 오브 엑자일	디아블로3	디아블로3
15	리니지2	에이펙스레전드	블레이드앤소울	워크래프트3	사이퍼즈	사이퍼즈	블레이드앤소울	레인보우식스 시즈	디아블로3	사이퍼즈	사이퍼즈	패스 오브 엑자일
16	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	워크래프트3	월드오브워크래프트	디아블로3	리니지2	사이퍼즈	블레이드앤소울	블레이드앤소울	사이퍼즈
17	아이온	리니지2	디아블로3	리니지2	블레이드앤소울	블레이드앤소울	워크래프트3	디아블로3	레인보우식스 시즈	레인보우식스 시즈	레인보우식스 시즈	블레이드앤소울
18	워크래프트3	워크래프트3	리니지2	에이펙스레전드	리니지2	도타2	리니지2	블레이드앤소울	블레이드앤소울	디아블로3	모던워페어	레인보우식스 시즈
19	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	워크래프트3	디아블로3	스타크래프트2	워크래프트3	검은사막	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	패스 오브 엑자일	검은사막
20	대스티니 가디언즈	아이온	아이온	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	리니지2	레인보우식스 시즈	워크래프트3	스타크래프트2	워크래프트3	한게임 로우바둑이	스타크래프트2

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 11 20년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	피파온라인4	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	배틀그라운드	피파온라인4
3	배틀그라운드	피파온라인4	서든어택	서든어택	서든어택	오버워치	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	피파온라인4	배틀그라운드
4	오버워치	오버워치	피파온라인4	오버워치	오버워치	서든어택	오버워치	오버워치	서든어택	오버워치	서든어택	서든어택
5	메이플스토리	서든어택	오버워치	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	서든어택	서든어택	오버워치	서든어택	오버워치	오버워치
6	서든어택	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리
7	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	아이온
8	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	아이온	스타크래프트
9	로스트아크	로스트아크	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	발로란트	발로란트	발로란트	리니지	로스트아크	던전앤파이터	던전앤파이터
10	카트라이더	월드오브워크래프트	로스트아크	로스트아크	로스트아크	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	로스트아크	로스트아크	월드오브워크래프트	로스트아크	월드오브워크래프트
11	월드오브워크래프트	카트라이더	카트라이더	카트라이더	카트라이더	로스트아크	로스트아크	리니지	리니지2	워크래프트3	월드오브워크래프트	영원회귀: 블랙서바이벌
12	리니지	리니지	리니지	모던워페어	워크래프트3	카트라이더	워크래프트3	워크래프트3	발로란트	리니지	워크래프트3	로스트아크
13	리니지2	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	리니지2	워크래프트3	카트라이더	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	발로란트	카트라이더	리니지
14	패스 오브 엑자일	리니지2	모던워페어	리니지2	리니지	리니지	디아블로3	카트라이더	워크래프트3	카트라이더	리니지2	워크래프트3
15	워크래프트3	사이퍼즈	리니지2	디아블로3	사이퍼즈	리니지2	패스 오브 엑자일	리니지2	카트라이더	패스 오브 엑자일	리니지	리니지2
16	사이퍼즈	GTA5	디아블로3	리니지	디아블로3	사이퍼즈	리니지	사이퍼즈	도타2	리니지2	발로란트	카트라이더
17	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	패스 오브 엑자일	한게임 로우바둑이	블레이드앤소울	리니지2	도타2	사이퍼즈	사이퍼즈	영원회귀: 블랙서바이벌	발로란트
18	블레이드앤소울	몬스터헌터	패스 오브 엑자일	사이퍼즈	모던워페어	패스 오브 엑자일	블레이드앤소울	디아블로3	아이온	블레이드앤소울	사이퍼즈	엘리온
19	레인보우식스 시즈	레인보우식스 시즈	사이퍼즈	블레이드앤소울	블레이드앤소울	한게임 로우바둑이	사이퍼즈	블레이드앤소울	패스 오브 엑자일	한게임 로우바둑이	디아블로3	디아블로3
20	검은사막	패스 오브 엑자일	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	아이온	모던워페어	한게임 로우바둑이	스타크래프트2	블레이드앤소울	아이온	블레이드앤소울	사이퍼즈

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

II-3. 원천 IP 기반 모바일게임 성공 조건 ①: 비주얼

PC 원작 감성에 충실한 그래픽 재연이 성공의 중요한 조건

원천 IP 기반 게임에서 유저들은 과거 추억을 살리고 싶어 한다. 이에 원작 감성에 충실한 그래픽 재연은 성공의 중요한 조건으로 작용한다. 리니지M 경우 이를 철저히 구현하는데 집중하였다. 리니지2M도 원작 구현을 기반으로 그래픽 업그레이드를 적용했다. 리니지2 레볼루션도 원작 구현을 위한 노력이 엿보였다.

반면에 리니지 레드나이츠는 카툰 렌더링 적용으로 리니지 감성을 기대했던 유저들에게 이질감을 주었다. 라그나로크 경우 PC게임에서 2D 기반 엔틱한 느낌의 그래픽이 모바일로 넘어오면서 3D 기반의 귀여운 그래픽으로 변화되었다. 그래픽은 개선 되었지만 원작의 감성을 살리지 못했다. 열혈강호 온라인은 3등신 캐릭터 기반 동양풍 게임인 반면, 열혈강호 for Kakao 경우 화려함이 더해지고, 열혈강호M은 벨트스크롤 방식과 8등신 캐릭터 기반 이질감이 있었다. 원작 감성을 살리지 못한 게임은 매출 지속성이 낮았다.

Figure 12 리니지 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 13 리니지M 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 14 리니지2 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 15 리니지2M 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 16 리니지 레드나이츠 게임 스크린샷



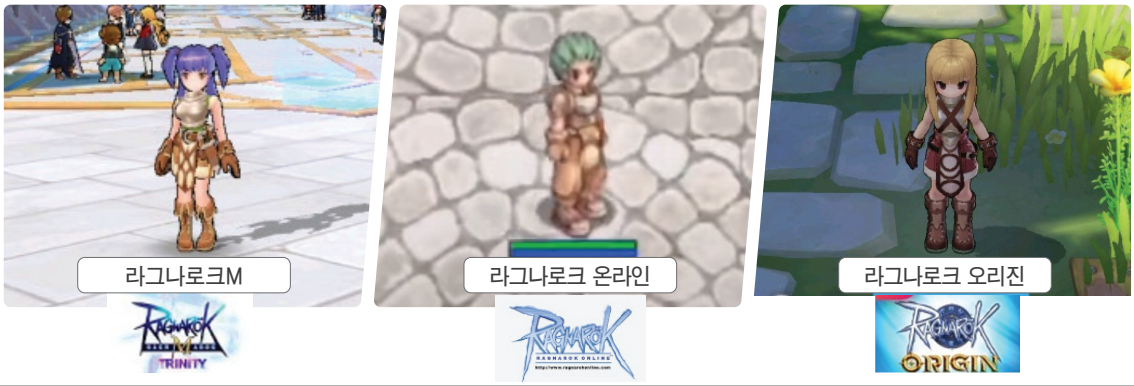
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 17 리니지2 레볼루션 게임 스크린샷



Source: 넷마블네오, KTB투자증권

Figure 18 게임 스크린샷 비교 (라그나로크M vs. 라그나로크 온라인 vs. 라그나로크 오리진)



Source: Gravity, KTB투자증권

Figure 19 게임 스크린샷 비교 (열혈강호 for Kakao vs. 열혈강호 온라인 vs. 열혈강호M)



Source: 조이파이게임, 엠게임, 액트파이브, KTB투자증권

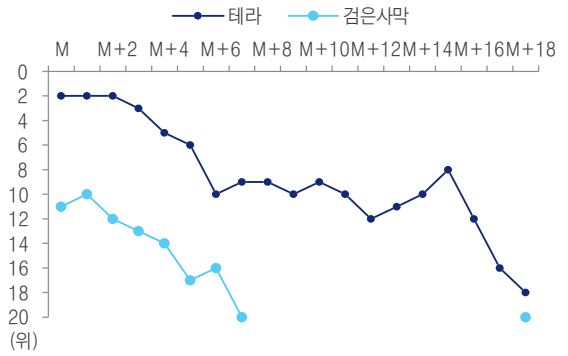
II-4. 원천 IP 기반 모바일게임 성공 조건 ②: 플레이 경험

유저 피로도를 증가시키지 않으면서 원천 IP 플레이 경험을 살리는 것이 중요

테라는 원천 IP를 가졌지만 모바일게임 매출 지속성이 낮았다. 액션성을 살리려 했으나 피도로가 증가한 것이 요인으로 작용했다. 논타겟 기반 액션성이 강한 게임은 모바일에서 구현이 어려운 특성이 있다. 반면 리니지는 모바일화에 좋은 조건을 가지고 있다. PC에서 자동사냥이 있을 정도이기 때문이다. 보스레이드 역시 특별한 액션 없이 단순하다. 이는 PC보다 조작이 어려운 모바일에서 유리한 점으로 작용한다.

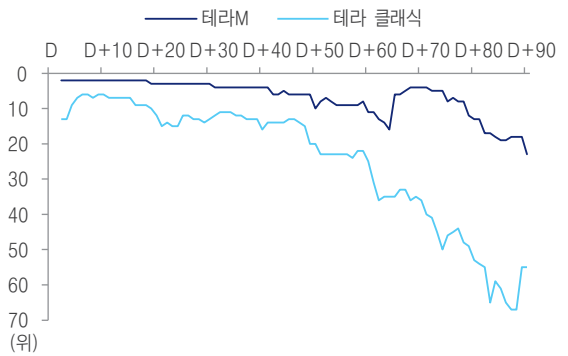
블소 레볼루션 역시 원작 감성을 살리려 합격기를 구현했으나, 모바일 환경상 컨트롤 요소가 많아질수록 유저 피로도는 증가했다. 반면 블소2는 액션 구현을 PC 수준으로 가져가면서 퍼플을 통한 크로스플레이 지원으로 조작 한계를 넘을 수 있다. 유저가 대부분의 시간을 쏟는 사냥은 자동으로 진행하면서 콘트롤이 필요한 PvP, 보스레이드, RvR 등 핵심 엔드 콘텐츠는 PC로 즐기면 되는 것이다.

Figure 20 테라 PC방 월간 사용시간 순위 추이 (vs. 검은사막)



Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 21 테라 IP 기반 모바일게임 매출 순위 추이



Note: 국내 Google Play 게임 카테고리 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 22 테라 게임 스크린샷



Source: 블루홀스튜디오, KTB투자증권

Figure 23 테라 클래식 게임 스크린샷



Source: 란투게임즈, KTB투자증권

Figure 24 리니지 플레이 서포트



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 25 리니지 보스레이드 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 26 블레이드앤소울 게임 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 27 블소 레볼루션 합격기 스크린샷



Source: 넷마블에프앤씨, KTB투자증권

Figure 28 블소2 게임 컨트롤 스크린샷



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 29 엔씨소프트 퍼플 크로스플레이 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

II-5. 엔씨소프트 퍼플: 플레이경험 이상의 가치

퍼플을 통한 크로스플레이 및 유저간 결속 강화 도모

엔씨소프트 경우 이용자의 과반 이상이 퍼플을 통해 플레이하고 있으며 사용 지속성과 사용시간 증가도 보여지고 있다. 퍼플은 크로스플레이 기능을 통해 컨트롤이 필요한 주요 엔드 콘텐츠를 PC에서 최적화된 고퀄리티 그래픽 기반으로 플레이 가능하게 지원한다.

퍼플은 플레이 경험 뿐만 아니라 유저간 결속을 강화시키는 역할을 한다. 게임에 접속하지 않아도 채팅이 가능하며, 보이스챗 기반 실시간 음성 채팅 기능을 통해 전투 지휘 및 레이드, 필드, 공성전을 몰입감 있게 즐길 수 있다. 이는 게임 커뮤니티인 혈맹, 컴퍼니, 문파내 유저간 긴밀한 관계 지속을 통해 유저 리텐션을 높일 수 있는 주요 동력으로 작용할 수 있다. 트릭스터M도 출시와 동시에 퍼플 연동을 함으로써 긴밀한 대응을 하고 있다.

Figure 30 퍼플 크로스플레이 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 31 퍼플 그래픽 퀄리티 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 32 퍼플 보이스챗 지원 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 33 트릭스터M 퍼플 연동 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

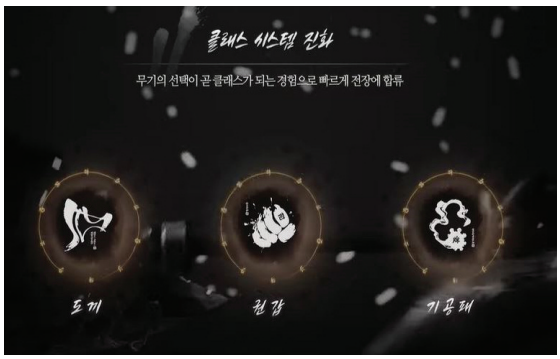
II-6. 원천 IP 활용을 통한 과금력 강화

블소2 경우 BM 강화 및 엔드 콘텐츠 개선을 통해 과금력을 높일 것

원천 IP가 강력한 게임은 로열티 높은 유저 중심으로 과금력을 높게 가져갈 수 있다. 블소2 경우 클래스 시스템을 통해 원작에 없는 무기 교체 시스템을 가지고 나왔다. 무기별 밸런스 패치를 통해 무기 교체 및 강화 비용 증가 등으로 과금력은 증가한다. 이는 리니지M 클래스 체인지 BM과 일맥상통한다.

블소가 강한 IP를 가졌음에도 PC게임에서 매출 지속성이 낮았던 이유는 1:1매치 위주 PvP 중심의 엔드 콘텐츠 구성으로 유저가 과금을 지속할 동기를 주지 못했기 때문이다. 블소2는 해당 문제점을 개선하여 보스레이드 및 대규모 RvR을 핵심 엔드 콘텐츠로 구성하였다. 보스레이드 경우 보상 독식을 위한 문파 간 경쟁이 이뤄질 것이며, 해당 과정에서 문파내 협업과 관련된 역할수행에 따라 유저가 과금에 대한 동기를 가질 수 있는 명확한 이유를 제시할 것이다.

Figure 34 블소2 클래스 시스템



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 35 리니지M 클래스 체인지 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 36 블소 엔드 콘텐츠: PvP 중심



Source: 엔씨소프트, OGN, KTB투자증권

Figure 37 블소2 엔드 콘텐츠: RvR 강화



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

III. 20대가 선호하는 MMORPG

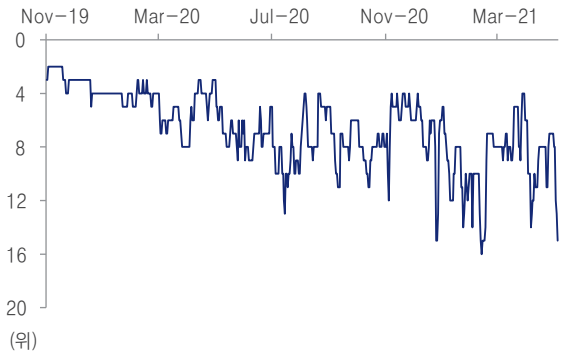
III-1. PC게임 수준의 그래픽과 액션성 겸비가 중요

20대 유저는 컨트롤 기반 액션성과 그래픽이 우수한 게임을 선호

V4는 1년 이상 매출 지속성이 나오는 게임으로, 특이한 점은 20대 유저 비중이 원천 IP 기반 게임 대비 높다는 점이다. V4는 21년 1~4월 20대 유저 비중이 23% 수준으로 주요 모바일게임 중에서 그랑사가 및 세븐나이츠2에 이어 20대 유저 비중이 높다.

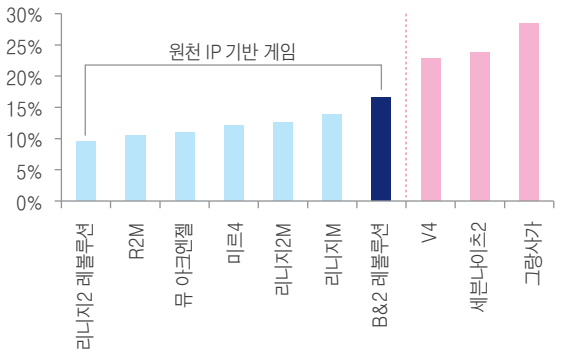
20대가 선호하는 PC MMORPG 게임인 로스트아크는 컨트롤 기반 액션성과 그래픽이 우수한 게임이다. V4 게임 그래픽은 로스크아크 대비 떨어지지 않으며 액션감도 겸비하고 있다. 모바일게임 퀄리티가 PC게임 수준으로 올라오면서 20대 유저도 모바일 MMORPG에 진입하는 것으로 이해된다. B&S 레볼루션 20대 유저 비중도 상위 4번째인데, 이는 블소가 가진 그래픽과 액션 퀄리티에 기반한 것으로 해석된다.

Figure 38 V4 출시 이후 매출 순위 추이



Note: 국내 Google Play 게임 카테고리 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 39 주요 모바일게임별 20대 유저 비중 비교



Note: 21년 1~4월 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 40 로스트아크 게임 그래픽



Source: 스마일게이트 알피지, KTB투자증권

Figure 41 V4 게임 그래픽



Source: 넷게임즈, KTB투자증권

III-2. 블소2: 20대 유저 확보 가능성

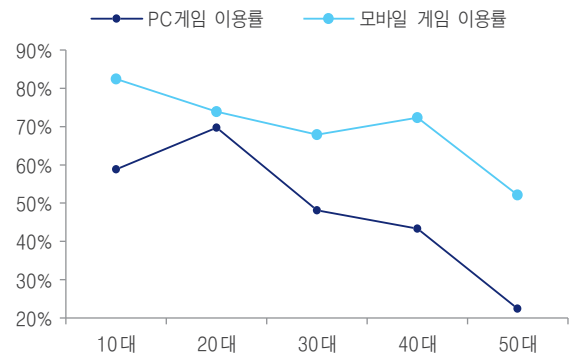
블소2는 그래픽, 액션성 및 엔드콘텐츠 기반으로 20대 유저를 흡수할 것

20대 경우 PC게임 이용률이 70%로 전 연령대에서 가장 높게 나타난다. 상대적으로 여유시간이 많기에 컨트롤 기반 PC MMORPG 게임을 즐길 수 있는 환경이 가능하다. 하지만 30대로 가면 사회생활 증가로 여유시간이 줄어들면서 PC게임 이용률은 50% 이하로 낮아지는 것으로 해석된다.

블소, 로스트아크, 엘리온은 20대가 선호하는 액션 기반 그래픽 퀄리티가 높은 PC게임으로 상호 대체재 관계로 판단한다. 18년 11월 로스크아크 오픈베타 이후 블소 PC방 사용시간 순위는 기존 10위 초반에서 20년 11월까지 10위 후반대로 순차적 하향세를 보이며, 20년 12월 엘리온 출시 이후 블소 순위는 20위 밖으로 이탈하는 모습이 이를 반증한다.

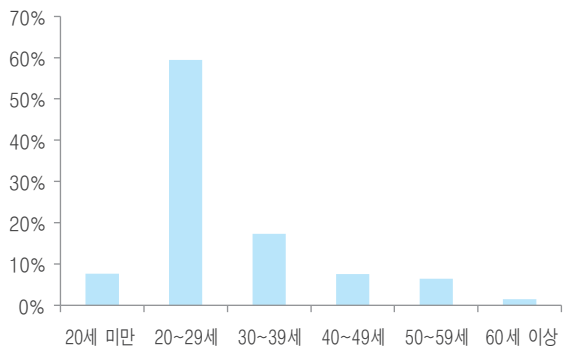
블소2 그래픽과 액션 퀄리티는 최소 PC게임과 대등한 수준이며, 퍼플을 통한 크로스플레이 지원을 통해 유저 피로도를 높이지 않으면서 컨트롤 묘미를 살리는 점이 차별화 포인트이다. 이를 통해 블소2는 20대 유저를 폭넓게 확보할 것으로 기대된다. 로스크아크와 엘리온이 모바일게임으로 출시되지 않았기에 해당 유저들이 블소2로 이동할 가능성도 존재한다. 이는 블소2의 그래픽, 액션성, 엔드콘텐츠 등이 복합적으로 작용하여 피어 대비 경쟁우위로 발현될 것으로 기대하기 때문이다.

Figure 42 연령대별 게임 이용률 (PC vs. 모바일)



Source: 한국콘텐츠진흥원, KTB투자증권

Figure 43 로아와 연령대별 유저 비중



Note: 로스트아크 시즌2 정보제공 앱, 21년 1~4월 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 44 18년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18
1	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드
3	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	로스트아크	로스트아크
4	피파온라인3	서든어택	서든어택	피파온라인3	서든어택	피파온라인4	메이플스토리	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	오버워치	피파온라인4
5	서든어택	피파온라인3	피파온라인3	서든어택	스타크래프트	메이플스토리	피파온라인4	메이플스토리	서든어택	서든어택	피파온라인4	오버워치
6	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	피파온라인4	스타크래프트	서든어택	서든어택	메이플스토리	스타크래프트	서든어택	서든어택
7	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	던전앤파이터	서든어택	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	메이플스토리	스타크래프트	스타크래프트
8	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	카트라이더
9	리니지	천애명월도	천애명월도	블레이드앤소울	피파온라인3	리니지	리니지	월드오브워크래프트	데스티니 가디언즈	데스티니 가디언즈	메이플스토리	메이플스토리
10	블레이드앤소울	리니지	리니지	천애명월도	리니지	블레이드앤소울	블레이드앤소울	리니지	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	카트라이더	던전앤파이터
11	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	디아블로3	리니지	블레이드앤소울	디아블로3	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트
12	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	사이퍼즈	디아블로3	리니지	블레이드앤소울	데스티니 가디언즈	블레이드앤소울
13	아이온	아이온	월드오브워크래프트	아이온	아이온	사이퍼즈	월드오브워크래프트	사이퍼즈	디아블로3	카트라이더	리니지	리니지
14	검은사막	디아블로3	아이온	디아블로3	사이퍼즈	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	카트라이더	카트라이더	리니지	블레이드앤소울	데스티니 가디언즈
15	히어로즈오브더스톰	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	사이퍼즈	디아블로3	천애명월도	카트라이더	히어로즈오브더스톰	몬스터헌터	콜오브듀티: 블랙옵스4	사이퍼즈	리니지2
16	한게임 로우바둑이	히어로즈오브더스톰	사이퍼즈	한게임 로우바둑이	천애명월도	카트라이더	워크래프트3	스타크래프트2	사이퍼즈	사이퍼즈	디아블로3	사이퍼즈
17	카트라이더	카트라이더	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	워크래프트3	아이온	워크래프트3	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	히어로즈오브더스톰	아이온
18	사이퍼즈	사이퍼즈	워크래프트3	카트라이더	카트라이더	아이온	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	아이온	아이온	아이온	한게임 로우바둑이
19	워크래프트3	워크래프트3	카트라이더	워크래프트3	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	아이온	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2
20	스타크래프트2	검은사막	검은사막	스타크래프트2	스타크래프트2	스타크래프트2	천애명월도	검은사막	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	워크래프트3

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 45 19년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	피파온라인4
3	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	오버워치	피파온라인4	오버워치	오버워치	오버워치	피파온라인4	피파온라인4	배틀그라운드
4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	오버워치	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	오버워치	오버워치	오버워치
5	로스트아크	로스트아크	카트라이더	카트라이더	서든어택	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	서든어택	서든어택	서든어택	서든어택
6	서든어택	카트라이더	서든어택	서든어택	카트라이더	서든어택	서든어택	서든어택	스타크래프트	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리
7	메이플스토리	서든어택	로스트아크	로스트아크	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	메이플스토리	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트
8	카트라이더	메이플스토리	스타크래프트	스타크래프트	로스트아크	패스 오브 엑자일	패스 오브 엑자일	던전앤파이터	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	로스트아크
9	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	리니지	메이플스토리	카트라이더	던전앤파이터	로스트아크	던전앤파이터	던전앤파이터	카트라이더	월드오브워크래프트
10	던전앤파이터	던전앤파이터	메이플스토리	던전앤파이터	던전앤파이터	로스트아크	카트라이더	카트라이더	로스트아크	로스트아크	로스트아크	카트라이더
11	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	도타2	메이플스토리	리니지	던전앤파이터	로스트아크	리니지	카트라이더	카트라이더	던전앤파이터	리니지
12	리니지	디아블로3	에이펙스레전드	도타2	도타2	리니지	리니지	패스 오브 엑자일	패스 오브 엑자일	리니지2	리니지	던전앤파이터
13	블레이드앤소울	리니지	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	디아블로3	디아블로3	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	리니지	리니지	리니지2	리니지2
14	디아블로3	블레이드앤소울	리니지	블레이드앤소울	월드오브워크래프트	검은사막	사이퍼즈	사이퍼즈	리니지2	패스 오브 엑자일	디아블로3	디아블로3
15	리니지2	에이펙스레전드	블레이드앤소울	워크래프트3	사이퍼즈	사이퍼즈	블레이드앤소울	레인보우식스 시즈	디아블로3	사이퍼즈	사이퍼즈	패스 오브 엑자일
16	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	사이퍼즈	워크래프트3	월드오브워크래프트	디아블로3	리니지2	사이퍼즈	블레이드앤소울	블레이드앤소울	사이퍼즈
17	아이온	리니지2	디아블로3	리니지2	블레이드앤소울	블레이드앤소울	워크래프트3	디아블로3	레인보우식스 시즈	레인보우식스 시즈	레인보우식스 시즈	블레이드앤소울
18	워크래프트3	워크래프트3	리니지2	에이펙스레전드	리니지2	도타2	리니지2	블레이드앤소울	블레이드앤소울	디아블로3	모던워페어	레인보우식스 시즈
19	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	워크래프트3	디아블로3	스타크래프트2	워크래프트3	검은사막	스타크래프트2	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	패스 오브 엑자일	검은사막
20	데스티니 가디언즈	아이온	아이온	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	리니지2	레인보우식스 시즈	워크래프트3	스타크래프트2	워크래프트3	한게임 로우바둑이	스타크래프트2

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

Figure 46 20년 PC방 월간 사용시간 순위 추이

순위	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20
1	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드	리그오브레전드
2	피파온라인4	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	배틀그라운드	피파온라인4
3	배틀그라운드	피파온라인4	서든어택	서든어택	서든어택	오버워치	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	배틀그라운드	피파온라인4	배틀그라운드
4	오버워치	오버워치	피파온라인4	오버워치	오버워치	서든어택	오버워치	오버워치	서든어택	오버워치	서든어택	서든어택
5	메이플스토리	서든어택	오버워치	피파온라인4	피파온라인4	피파온라인4	서든어택	서든어택	오버워치	서든어택	오버워치	오버워치
6	서든어택	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리	메이플스토리
7	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	아이온
8	스타크래프트	스타크래프트	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	던전앤파이터	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	스타크래프트	아이온	스타크래프트
9	로스트아크	로스트아크	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	발로란트	발로란트	발로란트	리니지	로스트아크	던전앤파이터	던전앤파이터
10	카트라이더	월드오브워크래프트	로스트아크	로스트아크	로스트아크	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	로스트아크	로스트아크	월드오브워크래프트	로스트아크	월드오브워크래프트
11	월드오브워크래프트	카트라이더	카트라이더	카트라이더	카트라이더	로스트아크	로스트아크	리니지	리니지2	워크래프트3	월드오브워크래프트	영원회귀: 블랙서바이벌
12	리니지	리니지	리니지	모던워페어	워크래프트3	카트라이더	워크래프트3	워크래프트3	발로란트	리니지	워크래프트3	로스트아크
13	리니지2	워크래프트3	워크래프트3	워크래프트3	리니지2	워크래프트3	카트라이더	월드오브워크래프트	월드오브워크래프트	발로란트	카트라이더	리니지
14	패스 오브 엑자일	리니지2	모던워페어	리니지2	리니지	리니지	디아블로3	카트라이더	워크래프트3	카트라이더	리니지2	워크래프트3
15	워크래프트3	사이퍼즈	리니지2	디아블로3	사이퍼즈	리니지2	패스 오브 엑자일	리니지2	카트라이더	패스 오브 엑자일	리니지	리니지2
16	사이퍼즈	GTA5	디아블로3	리니지	디아블로3	사이퍼즈	리니지	사이퍼즈	도타2	리니지2	발로란트	카트라이더
17	디아블로3	블레이드앤소울	블레이드앤소울	패스 오브 엑자일	한게임 로우바둑이	블레이드앤소울	리니지2	도타2	사이퍼즈	사이퍼즈	영원회귀: 블랙서바이벌	발로란트
18	블레이드앤소울	몬스터헌터	패스 오브 엑자일	사이퍼즈	모던워페어	패스 오브 엑자일	블레이드앤소울	디아블로3	아이온	블레이드앤소울	사이퍼즈	엘리온
19	레인보우식스 시즈	레인보우식스 시즈	사이퍼즈	블레이드앤소울	블레이드앤소울	한게임 로우바둑이	사이퍼즈	블레이드앤소울	패스 오브 엑자일	한게임 로우바둑이	디아블로3	디아블로3
20	검은사막	패스 오브 엑자일	한게임 로우바둑이	한게임 로우바둑이	아이온	모던워페어	한게임 로우바둑이	스타크래프트2	블레이드앤소울	아이온	블레이드앤소울	사이퍼즈

Source: 게임트릭스, KTB투자증권

IV. 20대 유저가 가진 추억: 도트 게임

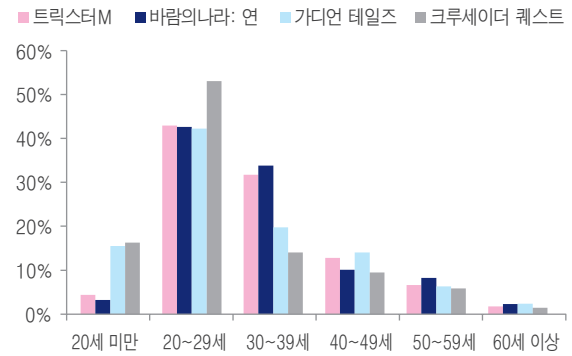
IV-1. 01~05년 주요 장르별 도트 게임이 대세로 형성

도트 기반 PC게임에 대한 추억을 가진 현 20~30대 유저가 관련 모바일게임의 주된 연령층을 형성

모바일게임에서 도트 게임을 선호하는 유저들은 20대가 압도적이다. 트릭스터M, 바람의나라:연, 가디언 테일즈, 크루세이더 퀘스트 게임에서 20대 유저가 차지하는 비중은 최소 40% 이상이다. 바람의나라:연 중복 사용 게임 중에서는 카트라이더 러쉬플러스가 가장 높은 비중을 차지했다. 카트라이더 러쉬플러스는 크레이지아케이드 IP 기반 게임인데, 크레이지아케이드 게임 역시 도트 기반 게임이다.

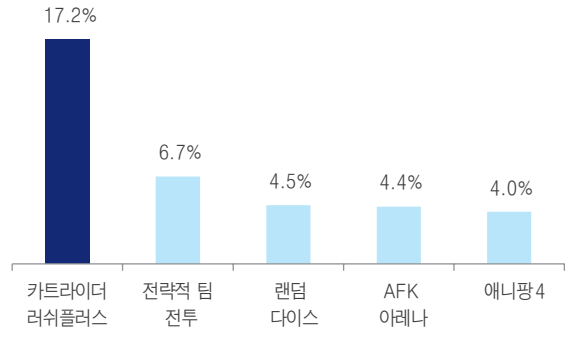
01~05년 도트 기반 PC게임들이 저연령층을 타겟하며 주요 장르에서 흥행했고, 연관된 추억을 가진 유저들이 현재 20~30대로 올라오면서 관련 원천 IP 기반 모바일게임의 주된 연령층을 형성하는 것으로 판단된다. 트릭스터, 바람의나라, 메이플스토리, 던전앤파이터, 크레이지 아케이드 등 주요 장르에서 메인 입지를 구축했던 게임들 모두 도트 기반 게임이었다. 바람의나라 경우 출시는 96년이었으나, 05년 8월 부분유료화 전환 이후 정액제 시절 진입이 어려웠던 저연령층을 유입하며 동시접속자 13만명을 기록하는 전성기를 달성했다.

Figure 47 주요 도트 기반 모바일게임 연령대별 유저 비중



Note: 21년 1~4월 기준, 트릭스터M 경우 21년 5/18~5/25일 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 48 바람의나라: 연 중복 사용 게임 앱 TOP 5



Note: 안드로이드OS 20년 7월 셋째 주 기준
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 49 트릭스터 게임 스크린샷 (03년 출시)



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Figure 50 바람의나라 게임 스크린샷 (05년 부분유료화)



Source: 넥슨, KTB투자증권

Figure 51 메이플스토리 게임 스크린샷 (03년 출시)



Source: 넥슨, KTB투자증권

Figure 52 던전앤파이터 게임 스크린샷 (05년 출시)



Source: 네오플, KTB투자증권

Figure 53 크레이지 아케이드 게임 스크린샷 (01년 출시)



Source: 넥슨, KTB투자증권

Figure 54 카트라이더 게임 스크린샷 (04년 출시)



Source: 넥슨, KTB투자증권

IV-2. 20대 유저 과금력과 이동 가능성

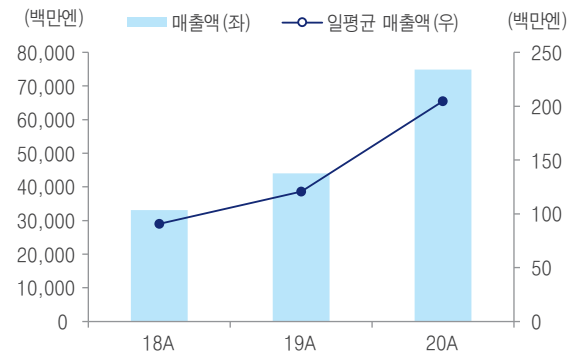
20대 유저의 과금력을 기회요인으로 활용하기 위한 운영정책 필요

메이플스토리 20년 연간 매출은 전년대비 70% 증가한 75십억엔 수준으로 이를 일평균 매출로 환산하면 약 2억엔으로 원화로 23억원에 달한다. 핵심 매출원인 한국에서의 매출 증가율은 98%로 더 높은 수준을 기록했다. 메이플스토리와 관련된 모바일앱인 메이플핸즈+와 메이플스토리M에서 20대 유저가 차지하는 비중은 최소 50%로 압도적 수준이다. 이를 감안하면 메이플스토리 핵심 유저층은 20대일 것으로 착안이 가능하며, 동 게임 매출 지표를 통해 해당 유저층의 과금력이 높다는 점을 추산할 수 있다.

올해 2월과 3월을 거치면서 메이플스토리 주요 아이템인 환생의 불꽃과 큐브 등을 중심으로 확률 변수와 관련된 문제가 제기되면서 국내 유저 불만이 트럭 시위 등으로 나타났다. 이에 연초 5%에 근접한 PC방 점유율이 5월 2주차 기준 절반 이하로 줄어드는 결과로 이어졌다. 반면 로스트아크는 3/3일 서버 증설을 진행하였고, 메이플스토리 유저 간담회에 넥슨이 불참한 3/14일 이후 트래픽 증가세가 확연히 나타나는 등 반사이익을 받은 것으로 해석된다.

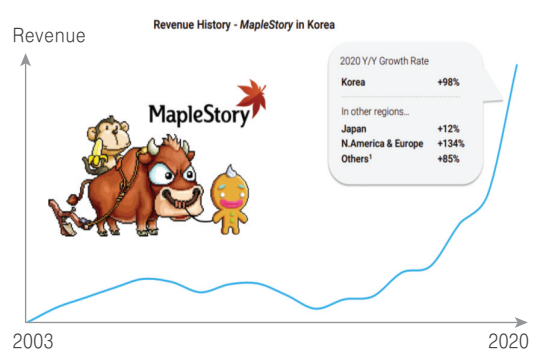
20대는 공정과 원칙을 매우 중요하게 고려하는 연령대로 이는 MZ세대 중심의 사회적 변화와 그 맥락을 함께 한다. 이에 20대 유저들은 동 원칙에 반하는 것으로 보이는 게임에 대해서는 기존에 높은 로열티를 가졌다 하더라도 해당 게임을 이탈해 신규 게임에 진입할 가능성이 클 수 있다. 이는 20대 유저를 타겟팅하는 주요 신작 게임에 기회요인으로 작용할 여지가 있다.

Figure 55 메이플스토리 연간 매출 추이



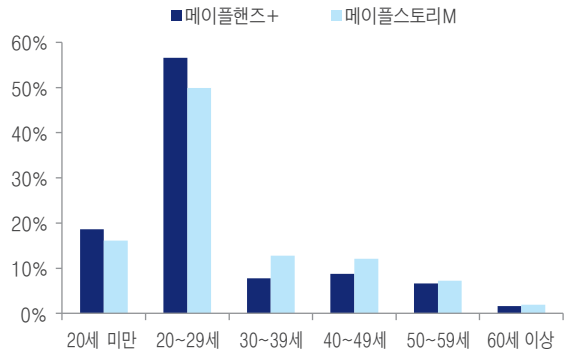
Source: 넥슨, KTB투자증권

Figure 56 한국 메이플스토리 매출 히스토리



Source: 넥슨, KTB투자증권

Figure 57 메이플스토리 모바일앱 연령대별 유저 비중



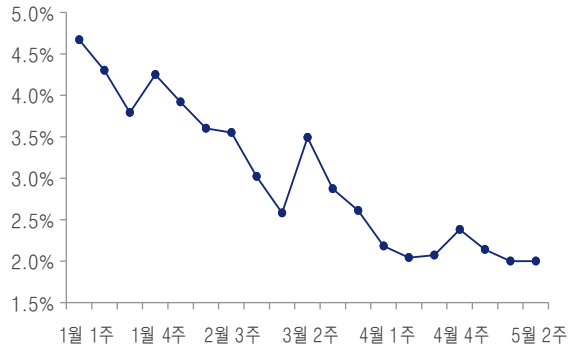
Note 1: 21년 1~4월 기준
Note 2: 메이플핸즈+는 넥슨이 출시한 메이플스토리 공식 정보앱
Source: Mobile Index, KTB투자증권

Figure 58 메이플스토리 트럭 시위 화면



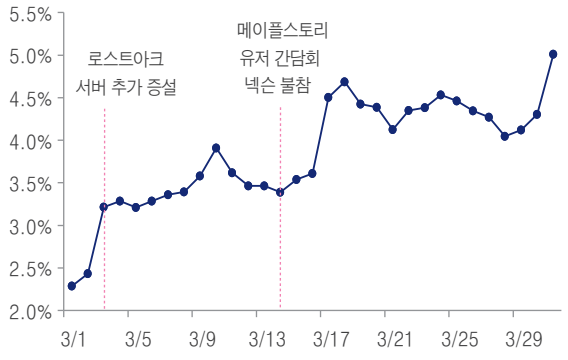
Source: 언론 보도, KTB투자증권

Figure 59 메이플스토리 21년 국내 PC방 점유율 추이



Source: 더로그, KTB투자증권

Figure 60 로스트아크 21년 3월 국내 PC방 점유율 추이



Source: 게임트릭스, KTB투자증권

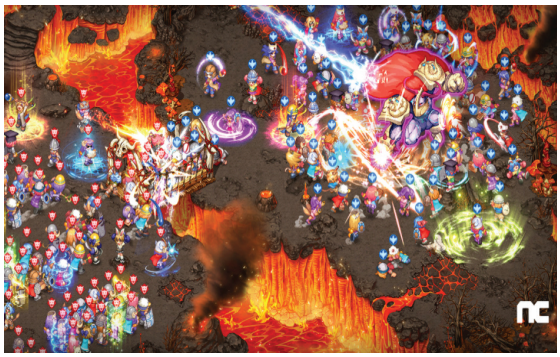
IV-3. 트릭스터M: 20대 유저를 타겟팅한 RvR 게임

트릭스터M은 20대 유저 중심으로 RvR 콘텐츠를 안착시킬 것으로 판단

트릭스터M은 20대 유저 중심으로 RvR 콘텐츠를 성공적으로 안착시킬 수 있는 모바일게임이 될 것으로 판단한다. 동 게임은 필드 보스 등을 두고 대규모 유저간 전투가 이루어지며, 이는 리니지2M의 공성전과 일맥상통한다. 또한 충돌시스템 활용을 통해 전투를 전략적으로 플레이할 수 있게 하며, 소속 컴퍼니에서 유저별로 명확한 역할 수행 및 협업 관련 동기부여를 가질 수 있다. 향후 리니지 공성전급 엔드 콘텐츠도 트릭스터M에 순차적으로 추가될 것으로 예상한다.

트릭스터M은 출시 직후부터 리니지2M과 유사한 과금 BM을 가져가는 전략을 구사하고 있다. 이는 과거 PC게임에서 낮은 BM을 경험한 유저에겐 일부 이질감으로 작용할 수 있다. 하지만 초반부터 높은 BM을 공개했기에, 해당 게임을 지속적으로 플레이하는 20대 유저층은 과금력이 높으면서 RvR전을 선호하는 유저 중심일 것이며, 이는 매출 지속성 측면에서 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

Figure 61 트릭스터M 필드쟁



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Figure 62 리니지2M 공성전



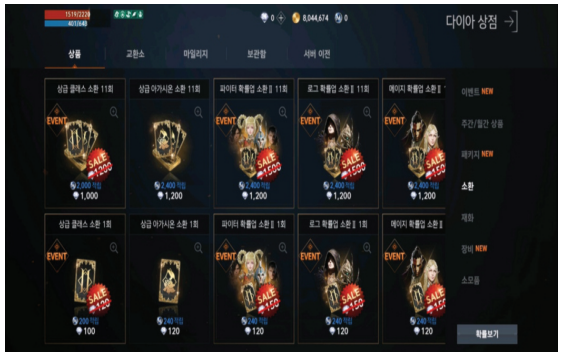
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 63 트릭스터M 과금 BM



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Figure 64 리니지2M 과금 BM



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

IV-4. 트릭스터M: 유저 흡수 가능성

트릭스터M은 리니지에서 이탈한 유저들을 흡수할 것으로 판단

트릭스터M 게임 콘텐츠와 과금 BM이 리니지2M과 유사하다는 점에서, 트릭스터M은 리니지를 플레이한 경험이 있는 중소과금 유저를 상당 부분 흡수할 가능성이 크다고 판단된다. 트릭스터M 유저 대화를 보면 리니지식 게임을 상대적으로 낮은 과금 수준으로 즐길 수 있다는 장점이 드러난다. 이에 리니지에서 상위 계층으로 갈 수 없었던 이탈 유저들을 트릭스터M이 흡수하면서 매출에 긍정적으로 작용할 수 있다.

엔씨소프트가 리니지 기반 콘텐츠와 과금 BM을 신작에 적용하면서 다양한 유저를 확보하고 경쟁사 유저 흡수를 목표한다는 점도 중요 포인트이다. 국내 현존한 주요 MMORPG 게임 콘텐츠 수준과 과금 BM은 리니지 게임과 유사한 경우가 많으며, 리니지 과금 수준에 대한 부담이 큰 유저들이 경쟁 게임에 분포할 수 있다. 이에 트릭스터M은 리니지식 엔드 콘텐츠를 제공하되, 과금 수준은 상대적으로 낮게 가져가면서 경쟁 게임 유저들을 일정 부분 흡수할 것으로 기대된다.

Figure 65 트릭스터M 유저 대화 화면



Source: 엔트리브소프트, KTB투자증권

Figure 66 V4 상점 화면



Source: 넷게임즈, KTB투자증권

Figure 67 데카론M UI 화면



Source: 언사인드게임즈, KTB투자증권

Figure 68 리니지2M UI 화면



Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

V. Appendix

Figure 69 Game Global Peer Valuation

업체	국가	Mkt Cap.	Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		ROE(%)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
		(Mil. USD)	1W	1M	3M	6M	YTD	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
엔씨소프트	한국	16,771	(0.1)	2.0	(9.0)	3.6	(8.5)	25.9	12.3	5.4	3.9	21.7	36.5	6.3	3.9	16.3	7.2
컴투스	한국	1,527	(0.9)	(20.3)	(4.3)	(0.6)	(16.9)	12.4	9.1	1.6	1.4	13.3	16.0	2.6	2.0	6.3	3.6
펄어비스	한국	3,456	(2.2)	2.1	0.6	39.7	11.8	16.9	14.0	6.4	4.4	30.0	27.1	5.4	4.6	11.9	8.8
데브시스터즈	한국	1,198	10.5	(1.3)	88.7	1125.1	709.7	11.4	8.8	6.2	3.6	72.7	51.5	2.7	2.2	7.4	5.0
넷마블	한국	10,559	1.5	3.8	10.9	6.6	4.2	26.9	16.5	2.6	2.3	8.5	12.8	3.8	2.9	19.1	11.3
Activision Blizzard	미국	75,565	0.7	6.6	1.7	24.5	4.7	26.0	22.3	4.5	3.9	17.2	17.1	8.8	7.8	17.6	15.4
Take-Two	미국	21,568	0.8	6.9	1.1	5.7	(10.3)	38.9	26.2	5.8	4.8	15.7	17.6	6.2	5.0	25.9	18.4
Electronic Arts	미국	40,905	0.8	(0.7)	6.7	15.1	(0.5)	23.0	20.4	5.3	4.7	17.8	20.5	5.7	5.4	14.6	13.6
Ubisoft	프랑스	9,082	2.9	(5.8)	(10.7)	(23.5)	(23.5)	25.0	20.4	3.9	3.4	13.6	15.1	3.1	2.8	8.6	6.9
CD Projekt	폴란드	4,795	1.4	1.7	(25.8)	(51.6)	(36.1)	24.3	25.3	5.7	4.8	31.1	19.0	11.2	12.8	16.5	19.4
Nintendo	일본	81,411	5.0	9.2	5.0	16.8	3.3	18.9	19.3	4.0	3.6	22.3	19.5	5.3	5.4	12.8	12.8
Nexon	일본	21,050	(1.9)	(27.9)	(22.5)	(14.1)	(18.1)	21.2	16.7	2.9	2.5	14.9	15.8	7.3	6.2	13.3	10.3
Square Enix	일본	6,587	0.9	(5.0)	(2.0)	(3.9)	(5.4)	20.1	18.9	2.7	2.4	13.9	13.6	2.1	2.1	10.1	9.2
Konami	일본	9,294	9.4	10.9	4.2	30.9	22.8	22.0	19.8	2.9	2.6	13.7	13.8	3.5	3.3	10.5	9.5
Bandai Namco	일본	15,954	(0.5)	(3.1)	(3.0)	(17.7)	(11.5)	23.2	20.6	3.3	3.1	14.8	15.2	2.2	2.1	11.7	10.6
Capcom	일본	8,699	7.1	1.4	9.0	21.5	5.4	26.4	23.7	5.5	4.7	22.5	21.3	8.8	8.0	19.5	17.6
Gungho Online	일본	1,799	1.3	(2.1)	(4.7)	(21.3)	(10.0)	8.6	9.7	1.3	1.2	14.4	10.6	2.1	2.2	3.9	4.4
Mixi	일본	1,916	2.0	(4.7)	0.4	(4.1)	5.2	19.8	19.3	1.1	n.a.	5.4	5.1	1.8	1.8	3.9	n.a.
Netease	중국	78,075	(2.3)	1.8	5.9	24.7	21.5	27.6	23.2	5.0	4.3	18.1	18.3	5.6	4.7	22.0	18.6
평균		21,590	1.9	(1.3)	2.7	62.0	34.1	22.0	18.3	4.0	3.4	20.1	19.3	5.0	4.5	13.2	11.2

Note: 국내 업체는 당사 추정치 기준
Source: Bloomberg, KTB투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

VI. 종목별 투자의견

엔씨소프트 (036570) _ *Top picks*

컴투스 (078340) _ *Top picks*

펄어비스 (263750)

데브시스터즈 (194480)

넷마블 (251270)



엔씨소프트
(036570)

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY		유지
목표주가	1,300,000	1,400,000	하향
Earnings			하향

Stock Information

현재가 (5/28)	852,000원
예상 주가상승률	52.6%
시가총액	187,048억원
비중(KOSPI내)	0.85%
발행주식수	21,954천주
52주 최저가 / 최고가	750,000 – 1,038,000원
3개월 일평균거래대금	854억원
외국인 지분율	52.1%
주요주주지분율(%)	
김택진 (외 9인)	12.0
국민연금공단 (외 1인)	10.0
넷마블 (외 1인)	8.9

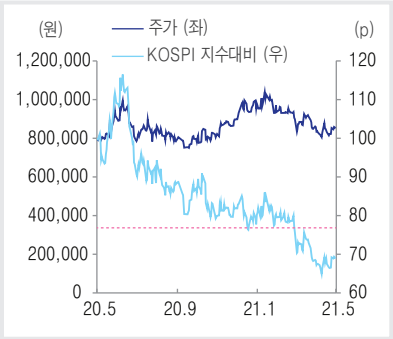
Valuation wide

	2020	2021E	2022E
PER(배)	34.8	25.9	12.3
PBR(배)	6.6	5.4	3.9
EV/EBITDA(배)	21.0	16.3	7.2
배당수익률(%)	0.9	1.2	1.5

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	2.0	3.6	7.6	(8.5)
KOSPI대비 상대수익률	1.8	(17.4)	(49.6)	(19.5)

Price Trend



블소2 성공 가능성이 매우 클 것

Issue
엔씨소프트 투자전략 점검

Pitch
동사 투자의견 적극매수 유지, 목표주가 기존 140만원에서 130만원으로 하향 및 게임업종 Top pick으로 지속 제시, 목표주가는 동사 주력 신작 성과가 온기로 반영될 22E 지배주주지분 1,519십억원에 적정 PER 20배 및 연간 할인율 10% 적용 결과, 블소2 성공 가능성을 매우 크게 판단하기에 현시점은 동사에 대한 적극적 비중확대가 유효한 시점으로 해석

Rationale
- 블소2 경우 PC 기반 강력한 원천 IP를 보유, 액션 구현을 PC 수준으로 가져가면서 퍼플을 통한 크로스플레이 지원으로 유저 피로도를 제어, 그래픽, 액션 및 엔드 콘텐츠 차별화가 복합적으로 작용하면서 20대 유저를 폭넓게 흡수할 것으로 기대, 또한 기존 경쟁 PC MMORPG 유저가 블소2로 이동할 가능성도 존재

- 트릭스터M 20대 유저 중심 RvR 콘텐츠를 안착시킬 수 있는 모바일게임으로 평가, 리니지2M과 유사한 과금 BM을 구사하지만 과금 수준은 상대적으로 낮게 가져가면서 리니지에서 이탈한 유저 및 경쟁사 게임 유저를 흡수할 것으로 판단

- 블소2 및 트릭스터M 경우 리니지식 BM 도입으로 과금력이 낮은 무소과금 중심 20대 유저 이탈 가능성 존재, 이에 매출 지속성 관점에서 기존 대비 보수적인 가정을 적용, 블소2 국내 일평균 매출액을 3Q21E 30억원에서 22E 17억원으로 하향 안정화 적용, 트릭스터M 국내 일평균 매출액 2Q21E 10억원에서 22E 5억원으로 하향 반영, 결론적으로 주요 신작별 국내외 매출 지속성에 대한 보수적 가정을 적용한 결과, 22E 동사 지배주주지분을 기존 대비 6% 하향 조정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,701	2,416	2,984	4,818	4,508	4,300	4,153
영업이익	479	825	934	2,063	1,706	1,429	1,219
EBITDA	531	891	1,033	2,169	1,815	1,539	1,330
순이익	359	587	720	1,519	1,264	1,066	917
순차입금	(1,406)	(1,776)	(1,903)	(3,046)	(4,031)	(4,798)	(5,417)
매출증가율	(0.8)	42.0	23.5	61.4	(6.4)	(4.6)	(3.4)
영업이익률	28.2	34.1	31.3	42.8	37.8	33.2	29.4
순이익률	21.1	24.3	24.1	31.5	28.0	24.8	22.1
EPS증가율	(14.4)	63.9	22.7	110.7	(16.8)	(15.6)	(14.0)
ROE	14.8	20.8	21.7	36.5	23.8	17.1	13.2

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	20A	21E	22E
매출액	731.1	538.6	585.2	561.3	512.5	630.4	966.7	874.3	2,416.2	2,983.9	4,817.5
PC 게임	113.5	103.7	120.7	121.3	129.0	126.8	125.0	130.9	459.2	511.7	708.6
모바일 게임	557.0	360.6	393.1	381.8	328.3	446.8	786.7	683.8	1,692.4	2,245.6	3,835.2
콘솔 게임											58.2
기타	7.8	12.0	12.6	14.1	9.7	10.8	11.3	12.7	46.6	44.6	43.0
로열티	52.8	62.3	58.8	44.1	45.5	46.0	43.7	47.0	218.0	182.1	172.4
영업비용	489.7	329.6	367.5	404.6	455.8	460.1	556.9	576.7	1,591.4	2,049.5	2,754.1
영업이익	241.4	209.0	217.7	156.7	56.7	170.3	409.8	297.6	824.8	934.4	2,063.4
영업이익률(%)	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	27.0%	42.4%	34.0%	34.1%	31.3%	42.8%
영업외손익	14.2	7.4	-5.4	-37.7	36.1	7.5	7.5	-10.0	-21.5	41.1	32.0
법인세차감전순이익	255.6	216.4	212.2	119.1	92.8	177.8	417.3	287.6	803.3	975.5	2,095.4
법인세차감전순이익률(%)	35.0%	40.2%	36.3%	21.2%	18.1%	28.2%	43.2%	32.9%	33.2%	32.7%	43.5%
법인세비용	60.2	58.0	59.7	38.8	12.6	48.9	114.7	79.1	216.6	255.4	576.2
법인세율(%)	23.5%	26.8%	28.1%	32.6%	13.6%	27.5%	27.5%	27.5%	27.0%	26.2%	27.5%
당기순이익	195.4	158.4	152.5	80.3	80.2	128.9	302.5	208.5	586.6	720.1	1,519.2
당기순이익률(%)	26.7%	29.4%	26.1%	14.3%	15.6%	20.5%	31.3%	23.8%	24.3%	24.1%	31.5%
지배주주지분	195.5	158.2	153.2	80.6	80.9	128.9	302.5	208.5	587.4	720.8	1,519.2
비지배주주지분	0.0	0.2	-0.6	-0.3	-0.7	0.0	0.0	0.0	-0.8	-0.7	0.0

Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 02 엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%P)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	3,058.7	5,080.9	4,902.6	2,983.9	4,817.5	4,508.4	(2.4)	(5.2)	(8.0)
영업이익	947.9	2,195.5	1,924.4	934.4	2,063.4	1,706.4	(1.4)	(6.0)	(11.3)
영업이익률(%)	31.0	43.2	39.3	31.3	42.8	37.8	0.3	(0.4)	(1.4)
법인세차감전순이익	988.9	2,227.5	1,961.5	975.5	2,095.4	1,743.5	(1.4)	(5.9)	(11.1)
지배주주지분	730.6	1,614.9	1,422.1	720.8	1,519.2	1,264.0	(1.3)	(5.9)	(11.1)

Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

Figure 03 엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03
매출액	643.2	983.6	919.4	1,184.8	630.4	966.7	874.3	1,167.6	(2.0)	(1.7)	(4.9)	(1.5)
영업이익	167.7	409.2	314.3	477.8	170.3	409.8	297.6	469.5	1.6	0.1	(5.3)	(1.8)
영업이익률(%)	26.1	41.6	34.2	40.3	27.0	42.4	34.0	40.2	1.0	0.8	(0.1)	(0.1)
법인세차감전순이익	175.2	416.7	304.3	489.3	177.8	417.3	287.6	481.0	1.5	0.1	(5.5)	(1.7)
지배주주지분	127.0	302.1	220.6	354.8	128.9	302.5	208.5	348.7	1.5	0.1	(5.5)	(1.7)

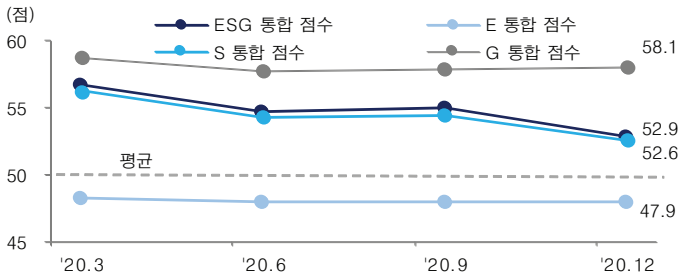
Source: 엔씨소프트, KTB투자증권

ESG 페이지



엔씨소프트 (036570) _ 정보통신기술

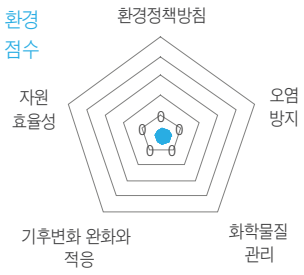
▶ ESG 통합 점수 추이



▶ ESG 성과 분석

Note 1: 세부 점수 0점은 분석 데이터 부족에 따른 결과 Note 2: 해당 섹터는 '화학물질관리' 부문 평가 제외

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.







▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q20	0	3	0	3
3Q20	0	0	1	1
4Q20	0	0	0	0
1Q21	0	10	0	10

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
엔씨소프트	52.86	47.90	52.56	58.06	14/ 54	14/ 54	13/ 54	3/ 54
컴투스	51.65	47.90	47.98	53.41	18/ 54	14/ 54	36/ 54	16/ 54
넷마블	52.55	47.90	50.28	56.03	16/ 54	14/ 54	22/ 54	7/ 54
펄어비스	51.37	47.90	50.56	51.70	19/ 54	14/ 54	20/ 54	20/ 54

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

재무제표 (엔씨소프트)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,855.2	4,166.5	5,093.1
현금성자산	1,772.2	2,119.2	2,423.7	3,567.0	4,552.2
매출채권	257.2	275.3	380.7	547.6	488.7
재고자산	2.1	0.7	1.2	1.8	1.6
비유동자산	1,258.5	1,636.8	1,858.0	1,934.6	2,001.8
투자자산	858.5	1,211.6	1,274.1	1,325.9	1,379.7
유형자산	350.4	368.4	538.9	562.9	575.4
무형자산	49.6	49.7	45.0	45.9	46.7
자산총계	3,346.4	4,081.2	4,713.2	6,101.1	7,094.9
유동부채	449.8	509.3	740.2	809.0	790.1
매입채무	49.7	79.8	148.0	212.9	190.0
유동성이자부채	42.7	42.2	201.0	201.0	201.0
비유동부채	384.4	427.2	468.6	474.6	480.9
비유동이자부채	323.6	301.4	320.0	320.0	320.0
부채총계	834.2	936.5	1,208.8	1,283.6	1,270.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	435.5	433.4	433.4	433.4	433.4
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,227.7	4,540.8	5,547.2
자본조정	(329.4)	(159.6)	(170.3)	(170.3)	(170.3)
자기주식	(430.6)	(430.6)	(430.6)	(430.6)	(430.6)
자본총계	2,512.2	3,144.7	3,504.4	4,817.5	5,823.9
투하자본	520.5	523.7	755.4	890.7	876.2
순차입금	(1,405.9)	(1,775.7)	(1,902.7)	(3,046.0)	(4,031.2)
ROA	11.4	15.8	16.4	28.1	19.2
ROE	14.8	20.8	21.7	36.5	23.8
ROIC	71.4	115.4	107.9	181.8	140.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,983.9	4,817.5	4,508.4
증가율 (Y-Y,%)	(0.8)	42.0	23.5	61.4	(6.4)
영업이익	479.0	824.8	934.4	2,063.4	1,706.4
증가율 (Y-Y,%)	(22.1)	72.2	13.3	120.8	(17.3)
EBITDA	531.5	890.6	1,032.6	2,168.8	1,815.1
영업외손익	17.2	(21.5)	41.1	32.0	37.1
순이자수익	28.8	25.9	38.0	61.6	60.8
외화관련손익	21.8	(14.2)	(10.1)	0.0	0.0
지분법손익	(19.3)	(5.6)	18.1	5.0	7.5
세전계속사업손익	496.2	803.3	975.5	2,095.4	1,743.5
당기순이익	359.2	586.6	720.1	1,519.2	1,264.0
지배기업당기순이익	358.2	587.4	720.8	1,519.2	1,264.0
증가율 (Y-Y,%)	(14.8)	63.3	22.8	111.0	(16.8)
NOPLAT	346.7	602.3	689.8	1,496.0	1,237.1
(+) Dep	52.5	65.8	98.1	105.4	108.7
(-) 운전자본투자	20.5	(50.6)	34.3	99.2	(39.7)
(-) Capex	51.0	64.4	90.1	128.5	120.2
OpFCF	327.7	654.3	663.5	1,373.7	1,265.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	20.0	11.2	20.3	41.5	23.1
영업이익증가율(3Yr)	13.4	12.1	15.0	62.7	27.4
EBITDA증가율(3Yr)	13.7	13.1	17.1	59.8	26.8
순이익증가율(3Yr)	9.8	9.7	19.5	61.7	29.2
영업이익률(%)	28.2	34.1	31.3	42.8	37.8
EBITDA마진(%)	31.2	36.9	34.6	45.0	40.3
순이익률 (%)	21.1	24.3	24.1	31.5	28.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	392.2	707.6	604.8	1,526.4	1,411.2
당기순이익	359.2	586.6	720.1	1,519.2	1,264.0
자산상각비	52.5	65.8	98.1	105.4	108.7
운전자본증감	(70.8)	(45.8)	(144.4)	(99.2)	39.7
매출채권감소(증가)	(106.1)	10.9	(131.1)	(166.9)	59.0
재고자산감소(증가)	(1.1)	0.5	(0.5)	(0.5)	0.2
매입채무증가(감소)	2.8	3.1	54.3	64.9	(22.9)
투자현금	(234.2)	(695.6)	(202.3)	(260.0)	(254.8)
단기투자자산감소	(177.0)	(599.6)	(65.8)	(83.0)	(86.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(24.9)	(29.4)	(28.3)
설비투자	(51.0)	(64.4)	(90.1)	(128.5)	(120.2)
유무형자산감소	(1.9)	1.8	1.0	(1.8)	(1.8)
재무현금	(45.7)	(159.3)	(183.6)	(206.1)	(257.6)
차입금증가	85.6	(40.2)	(7.4)	0.0	0.0
자본증가	(124.6)	(107.6)	(176.2)	(206.1)	(257.6)
배당금지급	124.6	107.6	176.2	206.1	257.6
현금 증감	117.9	(146.2)	221.3	1,060.3	898.8
총현금흐름(Gross CF)	559.6	903.6	798.7	1,625.6	1,371.5
(-) 운전자본증가(감소)	20.5	(50.6)	34.3	99.2	(39.7)
(-) 설비투자	51.0	64.4	90.1	128.5	120.2
(+) 자산매각	(1.9)	1.8	1.0	(1.8)	(1.8)
Free Cash Flow	254.5	162.3	452.0	1,266.4	1,156.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	24.9	29.4	28.3
잉여현금	254.5	162.3	427.2	1,237.0	1,128.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	16,321	26,756	32,834	69,198	57,576
BPS	111,578	140,836	157,454	217,228	263,033
DPS	5,220	8,550	10,000	12,500	12,500
Multiples(x,%)					
PER	33.1	34.8	25.9	12.3	14.8
PBR	4.8	6.6	5.4	3.9	3.2
EV/EBITDA	19.7	21.0	16.3	7.2	8.1
배당수익율	1.0	0.9	1.2	1.5	1.5
PCR	21.2	22.6	23.4	11.5	13.6
PSR	7.0	8.5	6.3	3.9	4.1
재무건전성(%)					
부채비율	33.2	29.8	34.5	26.6	21.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	464.2	479.9	385.7	515.0	644.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	16.5	13.6	17.0	15.4	12.9
현금+투자자산(%)	83.5	86.4	83.0	84.6	87.1
자본구조					
차입금(%)	12.7	9.8	12.9	9.8	8.2
자기자본(%)	87.3	90.2	87.1	90.2	91.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

컴투스
(078340)

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY		유지
목표주가	210,000	250,000	하향
Earnings			하향

Stock Information

현재가 (5/28)	132,400원
예상 주가상승률	58.6%
시가총액	17,035억원
비중(KOSDAQ내)	0.42%
발행주식수	12,866천주
52주 최저가 / 최고가	101,000 – 177,600원
3개월 일평균거래대금	330억원
외국인 지분율	18.6%
주요주주지분율(%)	
게임빌 (외 7인)	29.5
자사주 (외 1인)	6.5
자사주신탁 (외 1인)	1.0

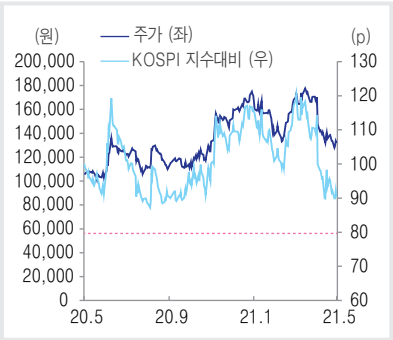
Valuation wide

	2020	2021E	2022E
PER(배)	25.5	12.4	9.1
PBR(배)	2.2	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	11.5	6.3	3.6
배당수익률(%)	0.9	1.3	1.5

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(20.3)	(0.6)	24.4	(16.9)
KOSPI대비 상대수익률	(18.3)	(11.0)	(13.5)	(17.8)

Price Trend



백년전쟁 최적화 문제가 변수로 작용

Issue

컴투스 투자전략 점검

Pitch

동사에 대한 투자의견 적극매수 유지, 목표주가 기존 25만원에서 21만원으로 하향 및 게임 업종 중형 추천주로 지속 제시, 목표주가는 21E 지배주주지분 137십억원에 적정 PER 20배 적용 결과, 백년전쟁 최적화 문제를 감안해도 현재는 과매도 국면으로 판단, 이에 적극적 비중확대가 유효한 시점

Rationale

- 백년전쟁 5/13일 업데이트 이후 최적화 문제 발생, 실시간대전 장르 특성상 최적화 문제는 대전 결과에 중대한 영향을 주는 변수, 동 문제 발생 이후 매출 수준 레벨 다운 발생, 대전 안정성이 떨어진 상태에서 기존 과금 유저 중심으로 추가 과금에 대한 동기 부여가 감소한 결과로 해석, 다만 최적화 문제는 현재 대체로 해결된 상태이며 월단위 주요 업데이트를 통해 신규 몬스터를 추가하여 대전간 조합 다양성을 늘려가면서 과금 유저 수준을 끌어 올릴 것으로 기대

- 백년전쟁 최적화 변수를 감안, 2Q21E 동 게임 일평균 매출액을 기존 7.5억원에서 5억원으로 하향 조정, 이에 따라 동사 21E 지배주주지분을 기존 대비 14% 하향 조정, 단기적으로 백년전쟁 일평균 매출액은 최소 3억원에서 최대 7억원 사이 일간 변동성을 가질 것으로 판단하며, 22E 일평균 매출액은 4억원 수준을 반영

- 크로니클 일평균 매출액 4Q21E 5억원 반영으로 사측 가이던스 기준 8.2억원 대비 보수적 실적 추정치 적용, 동 게임에 대한 글로벌 CBT가 예정된 올해 7월 직전까지는 기대감이 유효하다는 관점에서 기업가치에 긍정적으로 작용할 것으로 기대, CBT 이후 게임성 및 유저 피드백을 종합하여 관련 매출 추정치 재산정 예정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	469	509	666	852	846	842	839
영업이익	126	114	145	216	192	172	157
EBITDA	133	123	153	224	199	179	164
순이익	110	76	138	188	173	160	152
순차입금	(692)	(639)	(741)	(896)	(1,032)	(1,156)	(1,269)
매출증가율	(2.6)	8.5	30.8	27.9	(0.7)	(0.4)	(0.4)
영업이익률	26.8	22.4	21.7	25.4	22.7	20.4	18.7
순이익률	23.4	15.0	20.7	22.1	20.4	19.1	18.1
EPS증가율	(13.7)	(28.1)	70.6	36.7	(8.8)	(7.5)	(5.7)
ROE	12.4	8.1	13.3	16.0	13.0	10.9	9.5

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 컴투스 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	20A	21E	22E
매출액	98.3	147.5	128.2	134.9	116.7	171.1	176.5	201.6	509.0	665.8	851.8
모바일게임	97.1	146.8	126.1	131.6	113.2	164.7	170.7	197.3	501.7	645.9	826.2
기타	1.2	0.7	2.1	3.3	3.5	6.4	5.7	4.3	7.2	20.0	25.6
영업비용	74.7	109.5	101.9	108.9	99.0	134.9	134.8	152.6	394.9	521.3	635.4
영업이익	23.6	38.0	26.4	26.1	17.7	36.2	41.7	49.0	114.1	144.5	216.4
영업이익률(%)	24.1%	25.8%	20.6%	19.3%	15.1%	21.1%	23.6%	24.3%	22.4%	21.7%	25.4%
영업외손익	17.0	3.0	-1.4	-29.2	21.9	9.8	9.8	-3.0	-10.5	38.4	32.5
법인세차감전순이익	40.7	41.1	25.0	-3.1	39.6	45.9	51.5	46.0	103.6	183.0	248.9
법인세차감전순이익률(%)	41.4%	27.8%	19.5%	-2.3%	33.9%	26.8%	29.2%	22.8%	20.4%	27.5%	29.2%
법인세비용	11.3	11.0	6.4	-1.5	10.5	11.2	12.5	11.2	27.2	45.4	60.5
법인세율(%)	27.7%	26.7%	25.8%	49.5%	26.6%	24.4%	24.3%	24.3%	26.2%	24.8%	24.3%
당기순이익	29.4	30.1	18.5	-1.6	29.0	34.7	38.9	34.8	76.4	137.5	188.3
당기순이익률(%)	29.9%	20.4%	14.5%	-1.2%	24.9%	20.3%	22.1%	17.3%	15.0%	20.7%	22.1%
지배주주지분	30.0	31.2	19.2	0.0	28.6	34.7	38.9	34.8	80.4	137.1	187.4
비지배주주지분	-0.6	-1.1	-0.7	-1.5	0.4	0.0	0.0	0.0	-3.9	0.4	0.9

Source: 컴투스, KTB투자증권

Figure 02 컴투스 연간 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%P)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	721.4	923.0	913.4	665.8	851.8	845.7	(7.7)	(7.7)	(7.4)
영업이익	173.7	254.0	227.4	144.5	216.4	191.6	(16.8)	(14.8)	(15.8)
영업이익률(%)	24.1	27.5	24.9	21.7	25.4	22.7	(2.4)	(2.1)	(2.2)
법인세차감전순이익	212.1	286.4	264.0	183.0	248.9	228.1	(13.8)	(13.1)	(13.6)
지배주주지분	159.2	215.7	197.7	137.1	187.4	170.8	(13.9)	(13.1)	(13.6)

Source: 컴투스, KTB투자증권

Figure 03 컴투스 분기 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03
매출액	186.9	197.2	220.7	216.8	171.1	176.5	201.6	199.0	(8.4)	(10.5)	(8.7)	(8.2)
영업이익	44.4	52.6	59.0	63.1	36.2	41.7	49.0	53.7	(18.6)	(20.7)	(17.0)	(14.9)
영업이익률(%)	23.8	26.7	26.7	29.1	21.1	23.6	24.3	27.0	(2.6)	(3.0)	(2.4)	(2.1)
법인세차감전순이익	54.2	62.3	56.0	73.8	45.9	51.5	46.0	64.4	(15.3)	(17.4)	(17.9)	(12.7)
지배주주지분	41.0	47.2	42.4	55.6	34.7	38.9	34.8	48.5	(15.3)	(17.5)	(18.0)	(12.7)

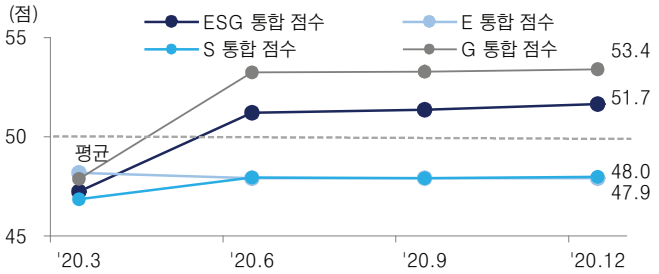
Source: 컴투스, KTB투자증권

ESG 페이지



컴투스 (078340) _ 정보통신기술

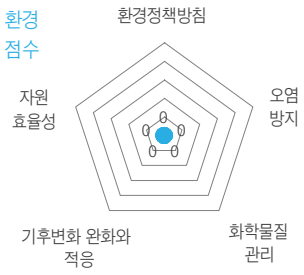
▶ ESG 통합 점수 추이

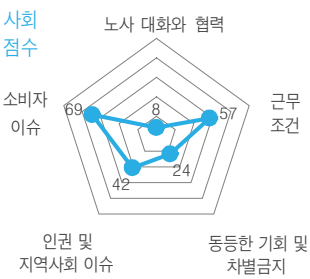


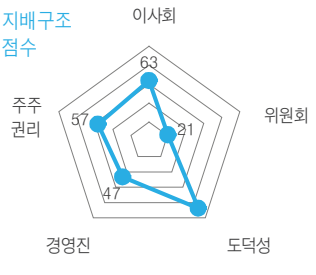
▶ ESG 성과 분석

Note 1: 세부 점수 0점은 분석 데이터 부족에 따른 결과 Note 2: 해당 섹터는 '화학물질관리' 부문 평가 제외

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.







▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q20	0	0	0	0
3Q20	0	0	0	0
4Q20	0	0	0	0
1Q21	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
컴투스	51.65	47.90	47.98	53.41	18/ 54	14/ 54	36/ 54	16/ 54
엔씨소프트	52.86	47.90	52.56	58.06	14/ 54	14/ 54	13/ 54	3/ 54
넷마블	52.55	47.90	50.28	56.03	16/ 54	14/ 54	22/ 54	7/ 54
펄어비스	51.37	47.90	50.56	51.70	19/ 54	14/ 54	20/ 54	20/ 54

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

재무제표 (컴투스)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	765.5	716.1	854.6	1,017.4	1,154.1
현금성자산	700.7	647.1	749.3	903.9	1,040.6
매출채권	49.5	54.4	90.6	98.6	98.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	239.4	333.1	340.3	349.7	360.0
투자자산	205.1	273.6	284.8	296.3	308.3
유형자산	14.5	13.1	10.6	9.6	8.9
무형자산	19.8	46.3	45.0	43.8	42.7
자산총계	1,005.0	1,049.1	1,195.0	1,367.1	1,514.1
유동부채	70.7	65.9	92.6	98.4	98.5
매입채무	31.0	35.8	62.2	67.7	67.6
유동성이자부채	2.6	4.4	4.4	4.4	4.4
비유동부채	8.8	6.1	6.1	6.2	6.2
비유동이자부채	6.2	3.7	3.7	3.7	3.7
부채총계	79.5	72.0	98.8	104.6	104.8
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.1	208.0	208.0	208.0	208.0
이익잉여금	769.7	833.1	952.1	1,118.5	1,265.2
자본조정	(64.6)	(74.3)	(74.3)	(74.3)	(74.3)
자기주식	(63.3)	(77.7)	(77.7)	(77.7)	(77.7)
자본총계	925.4	977.1	1,096.2	1,262.5	1,409.3
투하자본	217.6	311.9	327.8	338.4	347.3
순차입금	(691.8)	(639.0)	(741.2)	(895.8)	(1,032.5)
ROA	11.5	7.4	12.3	14.7	12.0
ROE	12.4	8.1	13.3	16.0	13.0
ROIC	54.7	31.8	34.0	49.2	42.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469.3	509.0	665.8	851.8	845.7
증가율 (Y-Y,%)	(2.6)	8.5	30.8	27.9	(0.7)
영업이익	126.0	114.1	144.5	216.4	191.6
증가율 (Y-Y,%)	(14.1)	(9.4)	26.6	49.7	(11.5)
EBITDA	132.7	122.9	152.7	223.9	198.6
영업외손익	22.0	(10.5)	38.4	32.5	36.6
순이자수익	18.3	17.3	24.8	26.3	27.6
외화관련손익	7.2	(15.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(5.8)	(1.9)	8.3	9.0	10.0
세전계속사업손익	148.0	103.6	183.0	248.9	228.1
당기순이익	109.6	76.4	137.5	188.3	172.5
지배기업당기순이익	111.8	80.4	137.1	187.4	170.8
증가율 (Y-Y,%)	(15.5)	(30.3)	79.9	36.9	(8.4)
NOPLAT	93.3	84.2	108.6	163.8	144.9
(+) Dep	6.7	8.7	8.2	7.5	7.0
(-) 운전자본투자	(17.0)	10.6	9.7	2.4	(0.2)
(-) Capex	3.5	2.3	3.1	3.9	3.9
OpFCF	113.5	80.0	104.1	164.9	148.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(2.9)	0.1	11.4	22.0	18.4
영업이익증가율(3Yr)	(13.1)	(16.3)	(0.5)	19.8	18.8
EBITDA증가율(3Yr)	(12.1)	(14.6)	0.8	19.0	17.4
순이익증가율(3Yr)	(10.3)	(18.7)	2.0	19.8	31.2
영업이익률(%)	26.8	22.4	21.7	25.4	22.7
EBITDA마진(%)	28.3	24.1	22.9	26.3	23.5
순이익률 (%)	23.4	15.0	20.7	22.1	20.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	129.8	102.5	127.4	183.5	168.0
당기순이익	109.6	76.4	137.5	188.3	172.5
자산상각비	6.7	8.7	8.2	7.5	7.0
운전자본증감	1.4	(6.7)	(9.7)	(2.4)	0.2
매출채권감소(증가)	4.7	(4.0)	(36.3)	(8.0)	0.1
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	26.4	5.5	(0.1)
투자현금	(89.3)	(44.6)	(31.2)	(32.7)	(33.2)
단기투자자산감소	(76.8)	(56.4)	(23.9)	(24.9)	(25.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	7.2	7.9	8.8
설비투자	(3.5)	(2.3)	(3.1)	(3.9)	(3.9)
유무형자산감소	(0.4)	(5.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
재무현금	(37.1)	(35.0)	(18.0)	(21.0)	(24.1)
차입금증가	(2.4)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(17.0)	(16.9)	(18.0)	(21.0)	(24.1)
배당금지급	17.3	17.0	18.0	21.0	24.1
현금 증감	2.9	22.3	78.2	129.7	110.8
총현금흐름(Gross CF)	141.5	126.6	137.1	185.9	167.9
(-) 운전자본증가(감소)	(17.0)	10.6	9.7	2.4	(0.2)
(-) 설비투자	3.5	2.3	3.1	3.9	3.9
(+) 자산매각	(0.4)	(5.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
Free Cash Flow	53.6	75.3	96.3	150.8	134.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	(7.2)	(7.9)	(8.8)
잉여현금	53.6	75.3	103.5	158.7	143.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	8,693	6,246	10,657	14,563	13,276
BPS	69,936	72,045	81,399	94,420	105,915
DPS	1,400	1,500	1,750	2,000	2,000
Multiples(x,%)					
PER	12.4	25.5	12.4	9.1	10.0
PBR	1.5	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.2	11.5	6.3	3.6	3.4
배당수익율	1.3	0.9	1.3	1.5	1.5
PCR	9.8	16.2	12.4	9.2	10.1
PSR	2.9	4.0	2.6	2.0	2.0
재무건전성(%)					
부채비율	8.6	7.4	9.0	8.3	7.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,082.3	1,085.9	922.5	1,034.2	1,171.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	19.4	25.3	24.1	22.0	20.5
현금+투자자산(%)	80.6	74.7	75.9	78.0	79.5
자본구조					
차입금(%)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
자기자본(%)	99.1	99.2	99.3	99.4	99.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

펄어비스
(263750)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	STRONG BUY	하향
목표주가	86,000	90,000	하향
Earnings			

Stock Information

현재가 (5/28)	58,200원
예상 주가상승률	47.8%
시가총액	38,541억원
비중(KOSDAQ내)	0.96%
발행주식수	66,222천주
52주 최저가 / 최고가	36,100 – 80,400원
3개월 일평균거래대금	128억원
외국인 지분율	22.9%
주요주주지분율(%)	
김대일 (외 11인)	50.2
자사주 (외 1인)	6.6
자사주신탁 (외 1인)	1.3

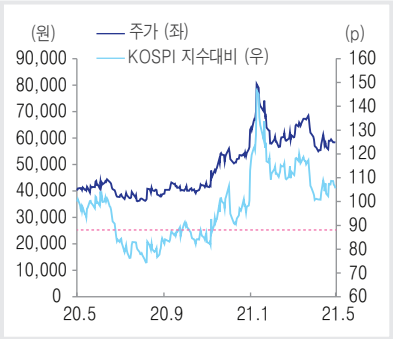
Valuation wide

	2020	2021E	2022E
PER(배)	33.7	16.9	14.0
PBR(배)	9.3	6.4	4.4
EV/EBITDA(배)	17.3	11.9	8.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	2.1	39.7	44.8	11.8
KOSPI대비 상대수익률	4.2	29.3	6.9	10.9

Price Trend



계단식 기업가치 레벨업 전망

Issue

펄어비스 투자전략 점검

Pitch

동사 투자의견 기존 적극매수에서 매수로 하향, 목표주가 기존 9만원에서 8.6만원으로 하향, 목표주가는 21E 지배주주지분 227십억원에 적정 PER 25배 부여, 붉은사막 및 도깨비 인게임 영상 공개 시점별 계단식 기업가치 레벨업 전망

Rationale

- 검은사막 온라인 북미/유럽 경우 2분기부터 자체 서비스 전환 관련 온기 반영 효과 및 매출 이연에 따른 효과가 중첩되면서 분기별 매출 증가를 이어갈 것으로 예상, 이에 따라 관련 매출액은 1분기 14십억원에서 2분기 27십억원으로 2배 가까이 증가하고, 3분기도 28십억원으로 안정적인 성장을 이어갈 것으로 전망, 다만 북미/유럽을 제외한 기존 검은사막 온라인 및 콘솔 매출 분기별 성장성이 20년 2분기 이후 둔화되고 있는 추이를 감안할 때 붉은사막 신작 출시 전인 올해 2분기와 3분기 영업이익은 25십억원 전후로 추산

- 붉은사막 추가 인게임 영상은 올해 여름 공개를 목표, 메타버스 게임으로 개발 중인 도깨비 인게임 영상 공개시기는 붉은사막 영상 공개 이후로 예상하며 구체적으로 올해 3분기 이후가 가능성이 클 것으로 판단, 우선적으로 붉은사막 인게임 영상 추가 공개로 게임 퀄리티 업그레이드가 확인된다면 동사 기업가치가 가시적으로 레벨업 될 것으로 판단, 붉은사막 4Q21E 패키지 판매는 4.5백만장으로 추정치에 반영 중이며 이는 콘솔 3백만장과 PC 1.5백만장으로 구분

- 게임 이외 동사 차세대 자체 엔진 기술 등을 활용한 메타버스 플랫폼 사업 가능성도 긍정적으로 조망, 하반기로 갈수록 동사 투자매력도 높아질 것으로 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	536	489	715	839	930	1,001	999
영업이익	151	157	271	338	390	430	399
EBITDA	168	179	296	369	424	468	440
순이익	158	101	227	274	313	342	320
순차입금	(221)	(297)	(316)	(624)	(907)	(1,231)	(1,532)
매출증가율	32.4	(8.8)	46.3	17.3	10.8	7.7	(0.2)
영업이익률	28.1	32.2	37.9	40.3	42.0	42.9	39.9
순이익률	29.4	20.6	31.7	32.7	33.7	34.2	32.0
EPS증가율	4.2	(36.3)	122.8	20.5	14.0	9.3	(6.4)
ROE	31.6	16.5	30.0	27.1	24.0	21.0	16.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 03 펄어비스 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	20A	21E	22E
매출액	133.2	131.7	118.3	105.6	100.9	114.0	116.9	383.5	488.8	715.3	839.0
게임부문	132.9	130.4	117.5	103.5	100.5	112.6	116.0	381.2	484.3	710.4	833.6
PC	46.1	57.8	54.1	50.7	53.3	67.5	68.5	179.6	208.7	368.9	430.0
콘솔	14.4	16.1	11.8	11.4	11.1	11.3	11.2	166.5	53.7	199.9	264.4
모바일	72.3	56.5	51.7	41.4	36.2	33.8	36.4	35.2	221.9	141.5	139.3
기타부문	0.3	1.2	0.8	2.1	0.4	1.4	0.9	2.3	4.5	4.9	5.3
영업비용	87.0	81.1	77.8	85.6	87.8	89.5	91.8	175.3	331.5	444.4	500.6
영업이익	46.2	50.6	40.5	20.0	13.1	24.4	25.1	208.3	157.3	270.9	338.4
영업이익률(%)	34.7%	38.4%	34.3%	18.9%	13.0%	21.4%	21.5%	54.3%	32.2%	37.9%	40.3%
영업외손익	12.2	-1.0	-5.9	-20.7	11.5	4.6	4.6	4.6	-15.3	25.3	26.5
법인세차감전순이익	58.4	49.6	34.7	-0.7	24.6	29.0	29.7	212.9	142.0	296.1	364.9
법인세차감전순이익률(%)	43.9%	37.7%	29.3%	-0.7%	24.3%	25.5%	25.4%	55.5%	29.0%	41.4%	43.5%
법인세비용	10.1	26.0	6.9	-1.8	3.9	7.0	7.2	51.4	41.1	69.5	90.4
법인세율(%)	17.3%	52.4%	19.9%	263.7%	15.9%	24.2%	24.2%	24.2%	29.0%	23.5%	24.8%
당기순이익	48.3	23.6	27.8	1.1	20.7	22.0	22.5	161.4	100.9	226.6	274.4
당기순이익률(%)	36.3%	17.9%	23.5%	1.1%	20.5%	19.3%	19.3%	42.1%	20.6%	31.7%	32.7%
지배주주지분	48.3	23.6	27.8	1.1	20.7	22.0	22.5	161.4	100.9	226.6	274.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

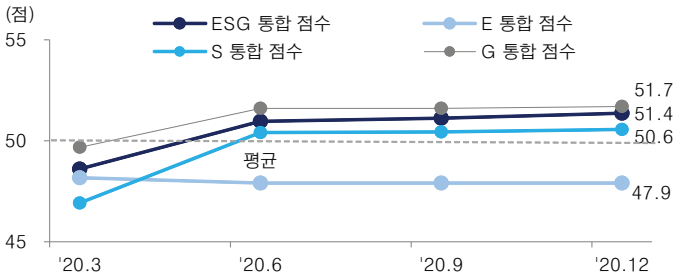
Source: 펄어비스, KTB투자증권

ESG 페이지



펄어비스(263750) _ 정보통신기술

▶ ESG 통합 점수 추이

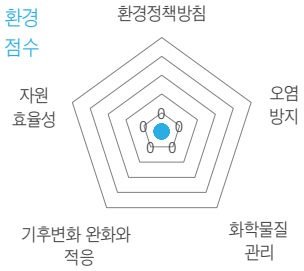


▶ ESG 성과 분석

Note 1: 세부 점수 0점은 분석 데이터 부족에 따른 결과 Note 2: 해당 섹터는 '화학물질관리' 부문 평가 제외

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

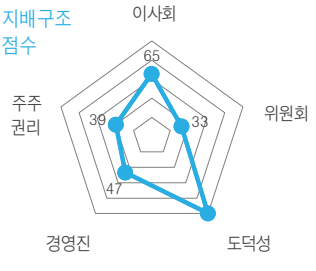
환경 점수



사회 점수



지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q20	0	1	0	1
3Q20	0	0	0	0
4Q20	0	0	0	0
1Q21	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
펄어비스	51.37	47.90	50.56	51.70	19/ 54	14/ 54	20/ 54	20/ 54
엔씨소프트	52.86	47.90	52.56	58.06	14/ 54	14/ 54	13/ 54	3/ 54
컴투스	51.65	47.90	47.98	53.41	18/ 54	14/ 54	36/ 54	16/ 54
넷마블	52.55	47.90	50.28	56.03	16/ 54	14/ 54	22/ 54	7/ 54

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

재무제표 (펄어비스)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	450.1	481.8	672.4	894.9	1,192.1
현금성자산	371.0	419.6	443.7	751.6	1,034.5
매출채권	66.3	51.4	217.9	132.3	146.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	417.3	415.4	471.8	493.0	515.6
투자자산	45.7	48.5	75.0	78.0	81.2
유형자산	78.1	96.8	122.2	146.6	172.1
무형자산	293.4	270.1	274.6	268.4	262.3
자산총계	867.4	897.2	1,144.2	1,387.9	1,707.7
유동부채	123.3	181.7	206.2	174.2	179.9
매입채무	28.5	19.8	82.1	49.9	55.2
유동성이자부채	33.9	89.8	92.4	92.4	92.4
비유동부채	155.1	78.6	63.3	64.4	65.6
비유동이자부채	116.2	33.2	35.3	35.3	35.3
부채총계	278.4	260.3	269.4	238.6	245.5
자본금	6.5	6.5	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	200.0	202.3	206.1	206.1	206.1
이익잉여금	389.2	490.1	716.7	991.2	1,304.1
자본조정	(6.8)	(62.0)	(54.6)	(54.6)	(54.6)
자기주식	(22.7)	(64.1)	(64.1)	(64.1)	(64.1)
자본총계	589.0	636.9	874.8	1,149.2	1,462.2
투하자본	367.2	336.3	549.7	515.9	545.6
순차입금	(220.8)	(296.6)	(315.9)	(623.8)	(906.7)
ROA	20.0	11.4	22.2	21.7	20.2
ROE	31.6	16.5	30.0	27.1	24.0
ROIC	37.8	31.8	46.8	47.8	55.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	535.9	488.8	715.3	839.0	929.9
증가율 (Y-Y,%)	32.4	(8.8)	46.3	17.3	10.8
영업이익	150.6	157.3	270.9	338.4	390.5
증가율 (Y-Y,%)	(10.4)	4.4	72.2	24.9	15.4
EBITDA	168.0	179.2	296.3	368.6	424.4
영업외손익	30.7	(15.3)	25.3	26.5	27.6
순이자수익	(0.4)	1.4	0.3	0.0	0.0
외화관련손익	2.2	(24.6)	8.7	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
세전계속사업손익	181.3	142.0	296.1	364.9	418.1
당기순이익	157.7	100.9	226.6	274.4	313.0
지배기업당기순이익	157.7	100.9	226.6	274.4	313.0
증가율 (Y-Y,%)	7.7	(36.0)	124.7	21.1	14.0
NOPLAT	131.0	111.7	207.3	254.5	292.3
(+) Dep	17.4	21.9	25.4	30.3	34.0
(-) 운전자본투자	(3.6)	(19.5)	144.6	(53.5)	8.7
(-) Capex	37.0	26.7	37.6	45.8	50.7
OpFCF	115.0	126.4	50.5	292.5	266.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	151.5	49.9	20.9	16.1	23.9
영업이익증가율(3Yr)	75.0	24.6	17.2	31.0	35.4
EBITDA증가율(3Yr)	80.6	29.1	19.7	30.0	33.3
순이익증가율(3Yr)	86.2	15.4	15.7	20.3	45.9
영업이익률(%)	28.1	32.2	37.9	40.3	42.0
EBITDA마진(%)	31.3	36.7	41.4	43.9	45.6
순이익률 (%)	29.4	20.6	31.7	32.7	33.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	168.4	157.4	80.6	359.2	339.3
당기순이익	157.7	100.9	226.6	274.4	313.0
자산상각비	17.4	21.9	25.4	30.3	34.0
운전자본증감	24.5	22.5	(90.6)	53.5	(8.7)
매출채권감소(증가)	(19.6)	17.7	(164.3)	85.6	(14.3)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	58.7	(32.3)	5.4
투자현금	(180.1)	(70.4)	(104.4)	(62.0)	(67.5)
단기투자자산감소	(139.6)	(43.5)	(57.3)	(10.7)	(11.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)
설비투자	(37.0)	(26.7)	(37.6)	(45.8)	(50.7)
유무형자산감소	(5.6)	(1.8)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
재무현금	(41.8)	(55.7)	(0.5)	0.0	0.0
차입금증가	(42.5)	(14.6)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(52.6)	25.8	(21.9)	297.2	271.8
총현금흐름(Gross CF)	187.2	178.6	178.0	305.7	348.0
(-) 운전자본증가(감소)	(3.6)	(19.5)	144.6	(53.5)	8.7
(-) 설비투자	37.0	26.7	37.6	45.8	50.7
(+) 자산매각	(5.6)	(1.8)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
Free Cash Flow	31.7	130.7	(16.9)	297.2	271.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	0.2	0.2
잉여현금	31.7	130.7	(16.9)	297.0	271.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	2,425	1,544	3,439	4,144	4,727
BPS	4,540	5,609	9,064	13,302	18,120
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	15.3	33.7	16.9	14.0	12.3
PBR	8.2	9.3	6.4	4.4	3.2
EV/EBITDA	13.0	17.3	11.9	8.8	6.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	12.9	19.0	21.5	12.6	11.1
PSR	4.5	7.0	5.4	4.6	4.1
재무건전성(%)					
부채비율	47.3	40.9	30.8	20.8	16.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	365.1	265.2	326.2	513.6	662.6
이자보상배율	346.9	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.2	0.7	0.1	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	46.8	41.8	51.5	38.3	32.8
현금+투자자산(%)	53.2	58.2	48.5	61.7	67.2
자본구조					
차입금(%)	20.3	16.2	12.7	10.0	8.0
자기자본(%)	79.7	83.8	87.3	90.0	92.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

데브시스터즈
(194480)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	150,000		유지
Earnings			

Stock Information

현재가 (5/28)	117,000원
예상 주가상승률	28.2%
시가총액	13,364억원
비중(KOSDAQ내)	0.33%
발행주식수	11,422천주
52주 최저가 / 최고가	7,900 – 142,300원
3개월 일평균거래대금	401억원
외국인 지분율	2.0%
주요주주지분율(%)	
이지훈 (외 12인)	25.4
컴투스 (외 1인)	14.6
자사주 (외 1인)	10.8

Valuation wide

	2020	2021E	2022E
PER(배)	n/a	11.4	8.8
PBR(배)	1.6	6.2	3.6
EV/EBITDA(배)	n/a	7.4	5.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(1.3)	1,125.1	1,229.5	709.7
KOSPI대비 상대수익률	0.8	1,114.8	1,191.6	708.8

Price Trend



편안한 기업가치 구간

Issue
데브시스터즈 투자전략 점검

Pitch
동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 15만원 유지, 목표주가는 21E 지배주주지분 117십억원에 적정 PER 15배 적용 결과, 쿠키런 킹덤 매출 지속성을 감안할 때 현재 기업가치는 편안한 구간으로 판단

Rationale
- 쿠키런 킹덤 경우 올해 2분기와 3분기에 거쳐서 신규 전투 모드, 길드 콘텐츠 확장, 데코시스템 고도화 등 대규모 콘텐츠 업데이트가 진행될 예정, 또한 현지 성우 버전을 포함해 일본/미주권 중심의 대응 강화를 추진할 예정, 이를 감안시 쿠키런 킹덤 매출은 올해 연말까지 분기별 증가세를 이어갈 가능성이 상존, 다만 당사는 중립적인 차원에서 1분기 쿠키런 킹덤 일평균 매출액 12억원이 연말까지 유지된다는 가정으로 실적 추정, 동 게임의 매출 지속성은 강력한 IP 파워에 기반한 상위 등급 신규 캐릭터 추가를 통해 구현 가능할 것으로 판단
- 동사 주력 차기작인 오븐스매쉬는 21E 연내 Steam 선 출시 후 22E 연초 모바일 버전으로 출시를 가정, 당사는 모바일 버전 기준 오븐스매쉬 1Q22E 일평균 매출액을 5억원으로 추정치에 반영, 쿠키런 킹덤 중심의 주요 업데이트와 해외 대응 강화를 통한 매출 지속성 확보가 주요 관전 포인트가 되는 가운데, 신작 기대감은 올해 하반기부터 순차적으로 반영될 것으로 기대
- 쿠키런 킹덤이 20대 이하 여성 유저 중심의 MZ세대를 잘 타겟하고 있다는 점이 주요한 포인트, 이에 따라 사측이 오븐스매쉬 이외 쿠키런 IP를 활용한 다수 신작을 추가로 준비할 수 있다는 점이 중장기 투자포인트로 작용할 것으로 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	38	71	499	602	563	541	524
영업이익	(22)	(6)	154	203	175	158	143
EBITDA	(18)	(2)	162	213	186	169	154
순이익	(14)	(6)	117	152	132	119	109
순차입금	(66)	(44)	(131)	(277)	(407)	(525)	(632)
매출증가율	5.3	87.5	608.1	20.6	(6.6)	(3.8)	(3.3)
영업이익률	(59.0)	(8.7)	30.9	33.7	31.2	29.2	27.4
순이익률	(37.0)	(8.4)	23.4	25.3	23.5	22.1	20.8
EPS증가율	적지	적지	흑전	29.5	(13.3)	(9.5)	(8.9)
ROE	(12.6)	(5.7)	72.7	51.5	30.2	21.2	16.1

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 데브시스터즈 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	20A	21E	22E
매출액	18.3	17.1	17.7	17.4	105.4	129.2	132.4	132.3	70.5	499.3	602.3
국내 게임	11.6	9.3	10.3	10.9	75.5	93.6	95.7	95.6	42.1	360.4	446.1
해외 게임	6.6	7.5	7.2	6.3	29.3	35.1	36.1	36.1	27.6	136.6	153.3
기타	0.2	0.3	0.2	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.9	2.2	2.8
영업비용	17.8	18.3	18.0	22.5	81.8	84.1	90.1	88.9	76.6	345.0	399.5
영업이익	0.5	-1.2	-0.3	-5.2	23.5	45.1	42.2	43.4	-6.1	154.3	202.7
영업이익률(%)	2.8%	-7.0%	-1.6%	-29.8%	22.3%	34.9%	31.9%	32.8%	-8.7%	30.9%	33.7%
영업외손익	0.5	0.7	0.6	-4.8	0.2	0.2	0.2	-3.8	-3.1	-3.1	-1.8
법인세차감전순이익	1.0	-0.5	0.3	-10.0	23.8	45.3	42.4	39.6	-9.2	151.2	200.9
법인세차감전순이익률(%)	5.7%	-3.1%	1.6%	-57.6%	22.6%	35.1%	32.1%	29.9%	-13.0%	30.3%	33.4%
법인세비용	0.0	0.0	0.0	-3.3	3.3	11.0	10.3	9.6	-3.3	34.1	48.6
법인세율(%)	0.0%	0.0%	9.1%	33.2%	13.8%	24.2%	24.2%	24.2%	35.8%	22.6%	24.2%
당기순이익	1.0	-0.5	0.3	-6.7	20.5	34.4	32.2	30.0	-5.9	117.1	152.3
당기순이익률(%)	5.7%	-3.1%	1.5%	-38.4%	19.5%	26.6%	24.3%	22.7%	-8.4%	23.4%	25.3%
지배주주지분	1.2	-0.4	0.3	-6.9	20.5	34.4	32.2	30.0	-5.9	117.1	152.3
비지배주주지분	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: 데브시스터즈, KTB투자증권

재무제표 (데브시스터즈)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	86.8	77.7	202.6	352.2	481.5
현금성자산	81.3	68.8	156.1	302.4	431.9
매출채권	3.6	5.6	42.1	45.2	45.0
재고자산	0.2	0.3	1.7	1.8	1.8
비유동자산	36.6	54.5	59.5	63.5	66.3
투자자산	30.9	48.8	50.8	52.8	55.0
유형자산	3.3	3.1	5.2	6.6	6.7
무형자산	2.5	2.7	3.5	4.1	4.6
자산총계	123.4	132.2	262.1	415.7	547.8
유동부채	7.6	9.4	22.1	23.3	23.3
매입채무	1.5	3.1	16.2	17.4	17.3
유동성이자부채	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
비유동부채	14.4	23.1	23.1	23.2	23.2
비유동이자부채	12.9	22.4	22.4	22.4	22.4
부채총계	22.0	32.5	45.2	46.5	46.4
자본금	5.6	5.6	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	143.3	143.2	143.2	143.2	143.2
이익잉여금	(6.4)	(7.8)	109.3	261.6	393.6
자본조정	(38.0)	(38.5)	(38.5)	(38.5)	(38.5)
자기주식	(39.1)	(39.1)	(39.1)	(39.1)	(39.1)
자본총계	101.4	99.7	216.9	369.2	501.3
투하자본	29.2	50.9	80.6	86.4	88.7
순차입금	(65.9)	(43.8)	(131.1)	(277.4)	(406.9)
ROA	(10.7)	(4.6)	59.4	44.9	27.4
ROE	(12.6)	(5.7)	72.7	51.5	30.2
ROIC	(47.3)	(11.1)	181.8	184.1	151.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	37.6	70.5	499.3	602.3	562.6
증가율 (Y-Y,%)	5.3	87.5	608.1	20.6	(6.6)
영업이익	(22.2)	(6.1)	154.3	202.7	175.3
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	31.4	(13.5)
EBITDA	(18.1)	(2.1)	161.8	213.1	186.4
영업외손익	9.4	(3.1)	(3.1)	(1.8)	(1.1)
순이자수익	1.8	1.4	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(1.5)	0.2	0.3	0.4
세전계속사업손익	(12.8)	(9.2)	151.2	200.9	174.2
당기순이익	(13.9)	(5.9)	117.1	152.3	132.1
지배기업당기순이익	(13.2)	(5.9)	117.1	152.3	132.1
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	30.1	(13.3)
NOPLAT	(16.1)	(4.4)	119.5	153.7	132.9
(+) Dep	4.1	4.0	7.5	10.4	11.0
(-) 운전자본투자	(1.9)	1.8	24.9	2.0	(0.2)
(-) Capex	0.6	1.3	9.0	10.9	10.1
OpFCF	(10.6)	(3.5)	93.1	151.2	134.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	35.2	60.2	140.9	152.1	99.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(59.0)	(8.7)	30.9	33.7	31.2
EBITDA마진(%)	(48.2)	(3.0)	32.4	35.4	33.1
순이익률 (%)	(37.0)	(8.4)	23.4	25.3	23.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	(2.7)	(4.0)	99.5	160.4	142.9
당기순이익	(13.9)	(5.9)	117.1	152.3	132.1
자산상각비	4.1	4.0	7.5	10.4	11.0
운전자본증감	13.2	(5.3)	(24.7)	(2.0)	0.2
매출채권감소(증가)	(0.2)	(2.0)	(36.4)	(3.1)	0.2
재고자산감소(증가)	(0.0)	(0.1)	(1.4)	(0.1)	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	13.1	1.2	(0.1)
투자현금	14.0	(1.7)	(14.8)	(16.7)	(16.1)
단기투자자산감소	30.9	0.6	(2.5)	(2.6)	(2.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
설비투자	(0.6)	(1.3)	(9.0)	(10.9)	(10.1)
유무형자산감소	(0.7)	(0.7)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
재무현금	(9.9)	5.6	0.1	0.0	0.0
차입금증가	(2.5)	5.6	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	1.6	(0.3)	84.8	143.7	126.8
총현금흐름(Gross CF)	(15.5)	1.0	124.3	162.5	142.7
(-) 운전자본증가(감소)	(1.9)	1.8	24.9	2.0	(0.2)
(-) 설비투자	0.6	1.3	9.0	10.9	10.1
(+) 자산매각	(0.7)	(0.7)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Free Cash Flow	11.7	(6.0)	84.7	143.7	126.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)
잉여현금	11.7	(6.0)	84.7	143.8	127.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	(1,181)	(526)	10,295	13,334	11,563
BPS	9,100	8,909	18,931	32,208	43,727
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	11.4	8.8	10.1
PBR	0.8	1.6	6.2	3.6	2.7
EV/EBITDA	n/a	n/a	7.4	5.0	5.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	157.6	10.7	8.2	9.4
PSR	2.2	2.3	2.7	2.2	2.4
재무건전성(%)					
부채비율	21.7	32.6	20.8	12.6	9.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,135.7	828.2	917.7	1,510.4	2,070.2
이자보상배율	12.7	4.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.0	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	20.7	30.2	28.0	19.6	15.4
현금+투자자산(%)	79.3	69.8	72.0	80.4	84.6
자본구조					
차입금(%)	13.1	20.1	10.3	6.3	4.8
자기자본(%)	86.9	79.9	89.7	93.7	95.2

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

넷마블
(251270)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	160,000		유지
Earnings			

Stock Information

현재가 (5/28)	137,000원
예상 주가상승률	16.8%
시가총액	117,756억원
비중(KOSPI내)	0.53%
발행주식수	85,954천주
52주 최저가 / 최고가	92,300 – 197,500원
3개월 일평균거래대금	369억원
외국인 지분율	23.6%
주요주주지분율(%)	
방준혁 (외 15인)	64.2
엔씨소프트 (외 1인)	6.8
국민연금공단 (외 1인)	5.0

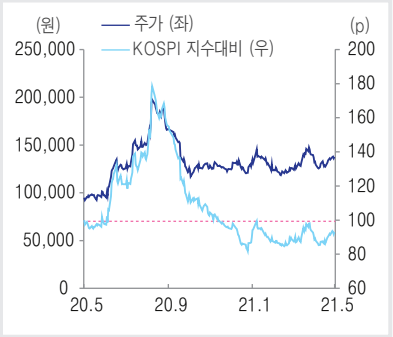
Valuation wide

	2020	2021E	2022E
PER(배)	36.1	26.9	16.5
PBR(배)	2.7	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	29.6	19.1	11.3
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.9

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	3.8	6.6	44.5	4.2
KOSPI대비 상대수익률	3.6	(14.5)	(12.7)	(6.8)

Price Trend



제2의나라 성과가 중요

Issue
넷마블 투자전략 점검

Pitch
동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 16만원 유지, 목표주가는 21E 지배주주지분 437십억원에 적정 PER 30배를 적용한 것으로 밸류에이션 최대치 적용

Rationale
- 현재 동사 기업가치 관점에서 제2의나라 성과가 가장 중요한 이벤트로 작용할 것, 제2의나라 경우 지브리 감성을 선호하는 10~20대 유저층이 큰 관심을 가질 것으로 판단, 카툰 렌더링과 동화적 분위기 기반으로 외관적 이미지는 원신과 유사할 수 있음, 다만 과금 BM은 원신 대비 높게 설정됨, 이는 무기 변경 시스템과 함께 서버 정책을 포함한 막대한 권한을 수도에 부여함으로써 킹덤간에 수도 지위를 확보하기 위한 경쟁 증가를 통해 발현 가능, 이는 타겟 유저군과 게임 시스템간 적합성이 낮아질 수 있는 리스크로 작용 가능
- 당사는 제2의나라 초기 분기 일평균 매출액 15억원을 추정치에 반영 중, 출시 이후 해당 게임 성과가 당사 추정치를 상회하면서 매출 지속성을 확보한다면 동사 적정가치 상향 요인으로 작용할 것으로 판단, 중소과금 유저를 확보하기 위한 탄력적 운영정책 활용 여부도 추가 관전포인트로 작용할 것
- 동사 올해 추가 신작인 세븐나이츠 레볼루션과 마블 퓨처 레볼루션 경우 제2의나라 수준을 준용해 초기 분기 일평균 매출액 15억원을 4Q21E 추정치로 각각 반영, 향후 양 신작의 게임성과 운영 정책 등이 구체적으로 공개되는 시점 이후 적정 매출 수준을 재산정하여 반영 예정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,179	2,485	3,116	3,997	3,871	3,752	3,670
영업이익	203	272	498	854	775	701	648
EBITDA	321	384	615	1,001	947	894	859
순이익	170	338	474	775	748	721	701
순차입금	(1,543)	87	(6)	(454)	(887)	(1,326)	(1,769)
매출증가율	7.8	14.0	25.4	28.3	(3.2)	(3.1)	(2.2)
영업이익률	9.3	10.9	16.0	21.4	20.0	18.7	17.7
순이익률	7.8	13.6	15.2	19.4	19.3	19.2	19.1
EPS증가율	(18.1)	100.0	39.6	63.3	(3.8)	(3.8)	(3.1)
ROE	3.8	6.9	8.5	12.8	11.2	10.0	9.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	20A	21E	22E
매출액	532.9	685.7	642.3	623.8	570.4	638.5	826.2	1,081.2	2,484.8	3,116.3	3,997.4
모바일 게임	492.6	636.7	593.3	578.4	530.5	589.5	775.1	1,028.3	2,301.0	2,923.5	3,792.0
온라인 게임	14.6	13.2	5.1	10.0	9.3	9.5	9.5	9.5	42.8	37.8	35.0
기타	25.8	35.9	43.8	35.5	30.5	39.5	41.6	43.4	140.9	155.0	170.4
영업비용	512.5	604.0	554.9	541.3	516.2	588.8	692.4	820.8	2,212.7	2,618.1	3,143.0
영업이익	20.4	81.7	87.3	82.5	54.2	49.7	133.9	260.4	272.0	498.2	854.4
영업이익률(%)	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	9.5%	7.8%	16.2%	24.1%	10.9%	16.0%	21.4%
영업외손익	33.7	2.9	28.6	137.5	40.4	32.9	42.6	48.5	202.6	164.4	214.4
법인세차감전순이익	54.1	84.6	116.0	220.0	94.6	82.6	176.4	309.0	474.6	662.6	1,068.8
법인세차감전순이익률(%)	10.2%	12.3%	18.1%	35.3%	16.6%	12.9%	21.4%	28.6%	19.1%	21.3%	26.7%
법인세비용	-3.4	-0.6	23.5	117.1	32.7	22.7	48.5	85.0	136.6	188.9	293.9
법인세율(%)	-6.2%	-0.8%	20.3%	53.2%	34.5%	27.5%	27.5%	27.5%	28.8%	28.5%	27.5%
당기순이익	57.5	85.3	92.5	102.8	61.9	59.9	127.9	224.0	338.0	473.7	774.9
당기순이익률(%)	10.8%	12.4%	14.4%	16.5%	10.9%	9.4%	15.5%	20.7%	13.6%	15.2%	19.4%
지배주주지분	53.9	75.3	83.7	100.0	56.4	55.4	118.3	207.2	313.0	437.3	714.8
비지배주주지분	3.6	9.9	8.8	2.8	5.5	4.5	9.6	16.8	25.1	36.4	60.1

Source: 넷마블, KTB투자증권

Figure 02 넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%P)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	3,161.6	4,024.3	3,927.5	3,116.3	3,997.4	3,871.0	(1.4)	(0.7)	(1.4)
영업이익	493.1	800.3	757.0	498.2	854.4	774.6	1.0	6.8	2.3
영업이익률(%)	15.6	19.9	19.3	16.0	21.4	20.0	0.4	1.5	0.7
법인세차감전순이익	654.5	996.0	993.0	662.6	1,068.8	1,031.0	1.2	7.3	3.8
지배주주지분	438.9	666.1	662.3	437.3	714.8	687.7	(0.4)	7.3	3.8

Source: 넷마블, KTB투자증권

Figure 03 넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03
매출액	638.2	828.2	1,066.9	992.4	638.5	826.2	1,081.2	977.6	0.0	(0.2)	1.3	(1.5)
영업이익	50.9	121.7	232.9	202.2	49.7	133.9	260.4	219.7	(2.3)	10.0	11.8	8.6
영업이익률(%)	8.0	14.7	21.8	20.4	7.8	16.2	24.1	22.5	(0.2)	1.5	2.3	2.1
법인세차감전순이익	91.8	165.8	274.3	252.0	82.6	176.4	309.0	274.1	(10.1)	6.4	12.6	8.8
지배주주지분	61.6	111.2	183.9	168.5	55.4	118.3	207.2	183.3	(10.1)	6.4	12.6	8.8

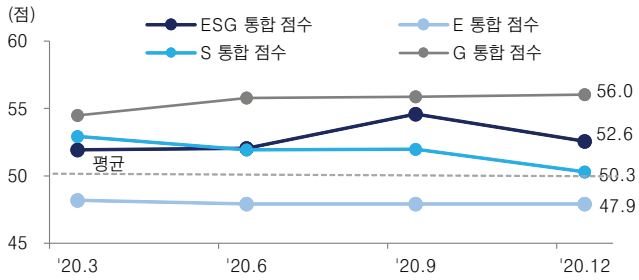
Source: 넷마블, KTB투자증권

ESG 페이지



넷마블 (251270) _ 정보통신기술

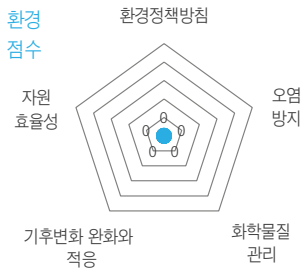
▶ ESG 통합 점수 추이



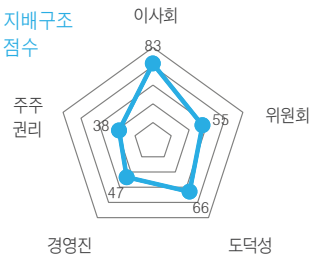
▶ ESG 성과 분석

Note 1: 세부 점수 0점은 분석 데이터 부족에 따른 결과 Note 2: 해당 섹터는 '화학물질관리' 부문 평가 제외

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.







▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q20	0	0	0	1
3Q20	0	0	0	0
4Q20	0	0	1	1
1Q21	0	12	0	12

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
넷마블	52.55	47.90	50.28	56.03	16/ 54	14/ 54	22/ 54	7/ 54
엔씨소프트	52.86	47.90	52.56	58.06	14/ 54	14/ 54	13/ 54	3/ 54
컴투스	51.65	47.90	47.98	53.41	18/ 54	14/ 54	36/ 54	16/ 54
펄어비스	51.37	47.90	50.56	51.70	19/ 54	14/ 54	20/ 54	20/ 54

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

재무제표 (넷마블)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,560.1	1,820.7	2,142.1	2,461.1	2,622.1
현금성자산	2,150.0	1,508.3	1,606.5	1,954.2	2,127.9
매출채권	153.6	209.6	427.8	398.6	385.1
재고자산	5.1	4.6	8.8	8.2	7.9
비유동자산	3,246.0	6,402.7	6,546.2	6,760.0	6,938.3
투자자산	1,626.5	4,687.8	4,810.1	4,826.8	4,844.2
유형자산	235.6	423.1	454.6	717.3	940.0
무형자산	1,383.8	1,291.8	1,281.4	1,215.9	1,154.1
자산총계	5,806.1	8,223.4	8,688.3	9,221.1	9,560.4
유동부채	664.6	1,633.5	1,594.0	1,632.5	1,364.0
매입채무	100.0	114.5	359.0	334.5	323.2
유동성이자부채	338.9	1,234.0	947.2	1,007.2	747.2
비유동부채	493.2	939.3	1,193.3	1,054.8	1,077.2
비유동이자부채	267.8	361.4	653.3	493.3	493.3
부채총계	1,157.7	2,572.8	2,787.3	2,687.3	2,441.2
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,880.6	3,886.7	3,894.3	3,894.3	3,894.3
이익잉여금	914.5	1,226.2	1,599.9	2,232.8	2,818.1
자본조정	(351.8)	285.5	239.1	239.1	239.1
자기주식	(405.4)	(405.4)	(405.4)	(405.4)	(405.4)
자본총계	4,648.3	5,650.6	5,901.0	6,533.9	7,119.2
투하자본	1,675.3	1,252.6	1,497.1	1,682.3	1,833.8
순차입금	(1,543.3)	87.0	(6.0)	(453.7)	(887.5)
ROA	3.0	4.8	5.6	8.7	8.0
ROE	3.8	6.9	8.5	12.8	11.2
ROIC	10.3	13.2	25.9	39.0	31.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,178.7	2,484.8	3,116.3	3,997.4	3,871.0
증가율 (Y-Y,%)	7.8	14.0	25.4	28.3	(3.2)
영업이익	202.7	272.0	498.2	854.4	774.6
증가율 (Y-Y,%)	(16.1)	34.2	83.1	71.5	(9.3)
EBITDA	320.8	383.8	615.1	1,001.0	946.7
영업외손익	15.7	202.6	164.4	214.4	256.5
순이자수익	47.3	3.1	19.7	20.7	20.9
외화관련손익	13.3	12.5	2.8	0.0	0.0
지분법손익	12.9	195.8	137.9	183.0	220.3
세전계속사업손익	218.4	474.6	662.6	1,068.8	1,031.0
당기순이익	169.8	338.0	473.7	774.9	747.5
지배기업당기순이익	156.0	313.0	437.3	714.8	687.7
증가율 (Y-Y,%)	(21.0)	99.1	40.1	63.6	(3.5)
NOPLAT	157.5	193.8	356.2	619.4	561.6
(+) Dep	118.2	111.7	116.8	146.6	172.1
(-) 운전자본투자	110.7	(171.5)	(24.1)	(7.2)	(4.4)
(-) Capex	79.7	210.4	260.5	338.6	327.8
OpFCF	85.2	266.5	236.7	434.7	410.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.2	0.8	15.5	22.4	15.9
영업이익증가율(3Yr)	(11.7)	(18.9)	27.3	61.5	41.7
EBITDA증가율(3Yr)	(0.5)	(12.6)	24.1	46.1	35.1
순이익증가율(3Yr)	(6.7)	(2.2)	30.1	65.9	30.3
영업이익률(%)	9.3	10.9	16.0	21.4	20.0
EBITDA마진(%)	14.7	15.4	19.7	25.0	24.5
순이익률 (%)	7.8	13.6	15.2	19.4	19.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	381.3	372.3	283.5	547.1	666.3
당기순이익	169.8	338.0	473.7	774.9	747.5
자산상각비	118.2	111.7	116.8	146.6	172.1
운전자본증감	44.9	(27.1)	(152.7)	7.2	4.4
매출채권감소(증가)	34.6	(110.0)	(192.0)	29.1	13.5
재고자산감소(증가)	(2.5)	(0.2)	(4.2)	0.6	0.3
매입채무증가(감소)	(31.4)	21.2	88.7	(24.5)	(11.4)
투자현금	(247.3)	(1,529.1)	(115.4)	(186.3)	(139.3)
단기투자자산감소	(3.8)	291.7	30.6	(8.8)	(9.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	115.7	183.0	220.3
설비투자	(79.7)	(210.4)	(260.5)	(338.6)	(327.8)
유무형자산감소	(24.7)	(26.8)	(3.2)	(5.2)	(5.2)
재무현금	(106.9)	866.7	(33.5)	(21.9)	(362.4)
차입금증가	103.9	915.8	(40.7)	60.0	(260.0)
자본증가	(0.1)	0.0	(61.9)	(81.9)	(102.4)
배당금지급	0.1	0.0	62.8	81.9	102.4
현금 증감	26.2	(317.3)	131.9	338.9	164.6
총현금흐름(Gross CF)	333.6	422.8	461.9	540.0	661.9
(-) 운전자본증가(감소)	110.7	(171.5)	(24.1)	(7.2)	(4.4)
(-) 설비투자	79.7	210.4	260.5	338.6	327.8
(+) 자산매각	(24.7)	(26.8)	(3.2)	(5.2)	(5.2)
Free Cash Flow	131.2	(1,133.3)	193.8	360.9	527.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	(115.7)	(183.0)	(220.3)
잉여현금	131.2	(1,133.3)	309.4	543.9	747.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	1,824	3,648	5,092	8,317	8,001
BPS	35,781	47,939	51,894	60,019	67,548
DPS	0	767	1,000	1,250	1,250
Multiples(x,%)					
PER	50.7	36.1	26.9	16.5	17.1
PBR	2.6	2.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.9	29.6	19.1	11.3	11.5
배당수익율	0.0	0.6	0.7	0.9	0.9
PCR	23.7	26.7	25.5	21.8	17.8
PSR	3.6	4.5	3.8	2.9	3.0
재무건전성(%)					
부채비율	24.9	45.5	47.2	41.1	34.3
Net debt/Equity	n/a	1.5	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	22.7	n/a	n/a	n/a
유동비율	385.2	111.5	134.4	150.8	192.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.9	0.8	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	30.7	16.8	18.9	19.9	20.8
현금+투자자산(%)	69.3	83.2	81.1	80.1	79.2
자본구조					
차입금(%)	11.5	22.0	21.3	18.7	14.8
자기자본(%)	88.5	78.0	78.7	81.3	85.2

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

투자의견 비율

BUY : 88.2%　　HOLD : 11.1%　　SELL : 0.7%

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- **BUY** : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- **HOLD** : 추천기준일 종가대비 -5% ~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 종가대비 -5% 미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
투자의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.
동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

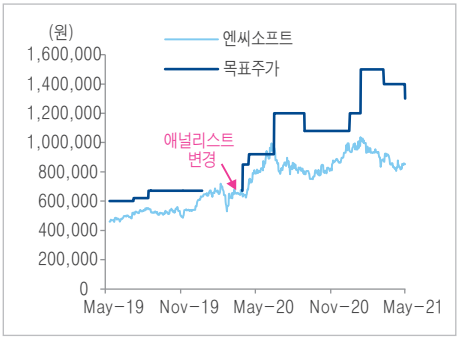
- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당 사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

엔씨소프트 (036570)



일자	2019.3.25	2019.8.5	2019.9.10		2020.04.28	2020.05.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	애널리스트	BUY	BUY
목표가	600,000원	620,000원	670,000원	변경	850,000원	920,000원
일자	2020.07.14	2020.09.28	2021.01.14	2021.02.10	2021.02.24	2021.04.07
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	STRONG BUY	STRONG BUY
목표가	1,200,000원	1,080,000원	1,200,000	1,500,000	1,500,000	1,400,000
일자	2021.05.31					
투자의견	STRONG BUY					
목표가	1,300,000					

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2019.03.25	600,000	488,679	526,000	-18.55	-12.33
	2019.08.05	620,000	532,760	552,000	-14.07	-10.97
	2019.09.10	670,000	585,819	720,000	-12.56	7.46
	2020.04.28	850,000	665,875	747,000	-21.66	-12.12
	2020.05.13	920,000	846,250	995,000	-8.02	8.15
	2020.07.14	1,200,000	833,472	946,000	-30.54	-21.17
	2020.09.28	1,080,000	839,157	995,000	-22.3	-7.87
	2021.01.14	1,200,000	970,056	1,038,00	-19.16	-13.5
	2021.02.10	1,500,000	935,816	1,027,000	-37.61	-31.53
	2021.04.07	1,400,000	858,829	925,000	-38.66	-33.93
	2021.05.31	1,300,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

컴투스 (078340)



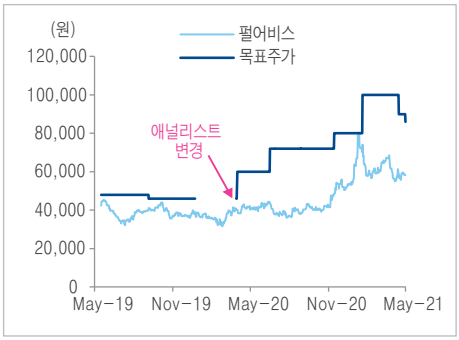
일자	2019.3.13		2020.9.2	2020.11.12	2020.12.3	2021.4.7
투자의견	HOLD	애널리스트	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	BUY
목표가	110,000원	변경	180,000원	200,000원	250,000원	250,000원
일자	2021.5.3	2021.5.31				
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY				
목표가	250,000원	210,000원				

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2019.03.13	110,000	98,998	109,000	-10	-0.91
	2020.09.02	180,000	118,304	129,800	-34.28	-27.89
	2020.11.12	200,000	126,480	142,100	-36.76	-28.95
	2020.12.03	250,000	155,483	177,600	-37.81	-28.96
	2021.05.31	210,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

펄어비스 (263750)

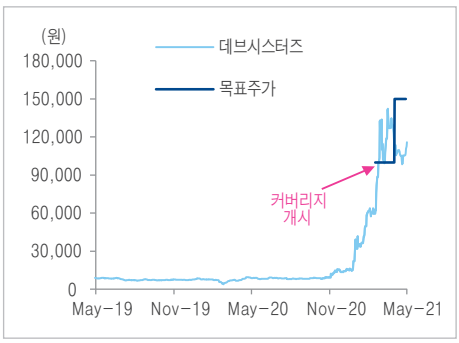


일자	2019.03.11	2019.06.04	2019.10.02		2020.04.28	2020.07.14
투자의견	BUY	BUY	BUY	애널리스트	BUY	STRONG BUY
목표주가	40,000원	48,000원	46,000원	변경	60,000원	72,000원
일자	2020.12.14	2021.02.17	2021.04.07	2021.05.13	2021.05.31	
투자의견	STRONG BUY	BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	BUY	
목표주가	80,000원	100,000원	100,000원	90,000원	86,000원	

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2019.03.11	40,000	35,806	39,880	-10.49	-0.3
	2019.06.04	48,000	38,466	45,260	-19.86	-5.71
	2019.10.02	46,000	37,828	44,000	-17.77	-4.35
	2020.04.28	60,000	41,587	44,400	-30.69	-26
	2020.07.14	72,000	40,279	48,680	-44.06	-32.39
	2020.12.14	80,000	58,347	80,400	-27.07	0.5
	2021.02.17	100,000	61,309	68,500	-38.69	-31.5
	2021.05.13	90,000	58,150	59,500	-35.39	-33.89
	2021.05.31	86,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

데브시스터즈 (194480)

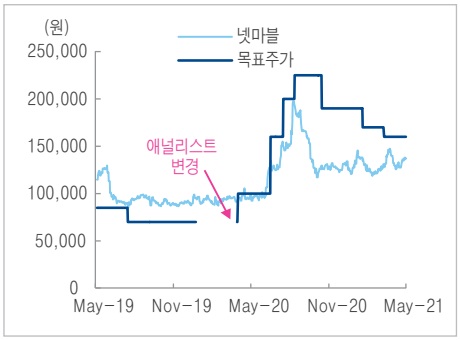


일자	커버리지	2021.03.17	2021.04.30			
투자의견	개시	STRONG BUY	BUY			
목표주가		100,000원	150,000원			

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2021.03.17	100,000원	116,134원	142,300원	16.13	42.3
	2021.04.30	150,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

넷마블 (251270)



일자	2019.5.14	2019.8.13		2020.04.28	2020.07.14	2020.08.13
투자의견	REDUCE	REDUCE	애널리스트	HOLD	BUY	BUY
목표주가	85,000원	70,000원	변경	100,000원	160,000원	200,000원
일자	2020.09.09	2020.11.12	2021.02.15	2021.04.07		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
목표주가	225,000원	190,000원	170,000원	160,000원		

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
	2019.05.14	85,000	106,913	129,500	25.78	52.35
	2019.08.13	70,000	92,210	99,000	31.73	41.43
	2020.04.28	100,000	100,521	133,500	0.52	33.5
	2020.07.14	160,000	132,955	155,000	-16.9	-3.13
	2020.08.13	200,000	162,778	197,500	-18.61	-1.25
	2020.09.09	225,000	150,690	189,000	-33.03	-16
	2020.11.12	190,000	128,863	145,500	-32.18	-23.42
	2021.02.15	170,000	125,528	136,000	-26.16	-20
	2021.04.07	160,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가


MEMO


MEMO

Research Center Profile

ktb 투자증권

리서치센터장

- ESG | 유틸리티
  신지윤
  jyshin@ktb.co.kr

기업분석

- 제약 • 바이오
  이혜린
  hrin@ktb.co.kr

인터넷 • 게임 • 이커머스
김진구
jingu.kim@ktb.co.kr

Tech
김양재
yj.kim@ktb.co.kr

운송 | 자동차
이한준
hanlee@ktb.co.kr

스몰캡
김재윤
jy.kim@ktb.co.kr

은행 | 지주
김한이
haneykim@ktb.co.kr

스몰캡
김영준
jykim311@ktb.co.kr

제약 • 바이오
이지수
jislee@ktb.co.kr

화장품 • 의류 • 면세
배송이
songi0703@ktb.co.kr

미디어 • 통신 • 엔터
남효지
hjnam@ktb.co.kr

유통 | 이커머스
김진우
jinwoo.kim@ktb.co.kr

정유 • 화학
박일선
onelinep@ktb.co.kr

매크로

- 투자전략
  박석현
  shyun.park@ktb.co.kr

자산전략
김한진
hjkim@ktb.co.kr

계량분석
김경훈
aimhigh2027@ktb.co.kr

경제분석
임혜윤
hylim@ktb.co.kr

채권분석
허정인
jeongin@ktb.co.kr

대체투자분석

- 건설 • 대체투자
  라진성
  jsra@ktb.co.kr

ETF | ESG
김종현
jonghyun@ktb.co.kr.kr

그린인프라
전혜영
yhhy95@ktb.co.kr

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2021.03.03	이혜린 · 박종현	끝나지 않은 COVID19 백신 이야기
2021.03.08	김한진	Market & Beyond : 2021년 자산시장 네 가지 키워드
2021.03.09	김영준 · 김재윤	Mid/Small Cap : 드론(UAV) 가이드 북
2021.03.22	김진우	이커머스 : 온&오프 시리즈 1: 쿠팡은 비싼걸까?
2021.03.22	라진성 · 박일선	석유산업 : 탄소중립에 맞선 오일 플레이어의 현재와 미래
2021.03.22	김경훈	Quantitative Solutions : 작년이 "언텍"이었다면, 올해는 "소비"
2021.03.23	배송이	의류OEM : 회복의 초입
2021.04.06	김양재	Tech : 2분기 어떤 일들이 벌어질까?
2021.04.06	이지수	제약/바이오 : CMO 기업의 헤게모니 변화 읽기
2021.04.07	박석현	Equity Strategy : 같은 듯 다른 Taper Tantrum: 2013년 vs. 2021년
2021.04.12	전혜영 · 신지윤	그린인프라 : 미래 전력 시장의 새로운 키워드 : 분산
2021.05.03	박석현 外 2	Macro & Strategy : 착한 인플레와 장기 호황: 5년 강세장을 전망하는 이유
2021.05.17	라진성 · 박일선	DL그룹 : 새로운 시작
2021.05.20	김재윤	Mid/Small Cap : 암호화폐, 이상에서 현실로
2021.05.21	남효지	광고 : 광고업에 대한 인식 변화가 필요한 시점
2021.05.24	이한준	ktb 성장산업 인덱스 시리즈 #1 모빌리티
2021.05.27	김진우 · 라진성	온&오프 시리즈 2: 도심지 물류, 오프라인의 역습을 이끌다

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워 27층

www.ktb.co.kr

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.