

# After COVID-19 Part VIII

게임 - 코로나 영향 무. Keep Calm & Carry On

게임.이진만 / 3773-9957



CORONAVIRUS





Analyst  
이진만  
Kid\_a@sk.com  
02-3773-9957

## After COVID-19 Part VIII: 게임

2020-04

### 코로나 영향 무. Keep Calm & Carry On

코로나19의 글로벌 확산으로 경기가 침체되며 대부분의 산업이 부정적 영향을 받고 있다. 하지만 게임 산업은 코로나19로 인한 본업 영향이 제한적이며 오히려 재택 근무, 자가 격리, 외출 자제 등으로 인한 내부 활동 시간 증가로 수혜가 예상되는 업종 중 하나이다. 다수의 게임주가 첫 국내 코로나19 확진자 발생 이후 지수를 상회하는 주가 흐름을 보이고 있으며, 경기 침체가 장기화됐던 글로벌 금융 위기 시기에도 게임 산업은 성장하였고 경쟁력 있는 게임사들 역시 중장기적으로 주가지수를 상회하는 모습을 보였다. **게임 업종 비중 확대 전략이 유효하다고 판단하며, 독보적 모바일 MMORPG 경쟁력과 해외 진출을 통한 지속 성장이 기대되는 엔씨소프트와 퍼니멘털과 관계 없는 주가 하락으로 밸류에이션 매력이 돋보이는 컴투스를 Top Pick으로 제시한다.**

#### ● 게임 업종, 코로나 영향 제한적이며 오히려 수혜 요소 산재

코로나19가 북미, 유럽 등지에서 무서운 속도로 확산되고 있으나 게임 산업에는 오히려 긍정적인 영향이 더 많은 모습이다. Steam, Twitch 통계 등에서 게임 이용자 수, 게임 방송 시청자 수의 증가가 확인되고 있으며, 유저 수가 많고 커뮤니티 기능도 활발한 상위권 게임이 상대적으로 수혜도 큰 모습을 보이고 있다. 코로나19가 빠르게 확산되고 있는 북미, 유럽 지역 매출 비중이 높은 기업은 오히려 매출 증가와 환율 효과로 인한 수혜가 예상된다.

#### ● 과거 경기 침체기에도 게임 산업은 Outperform, 최근 주가 하락은 매력적 종목 매수 기회

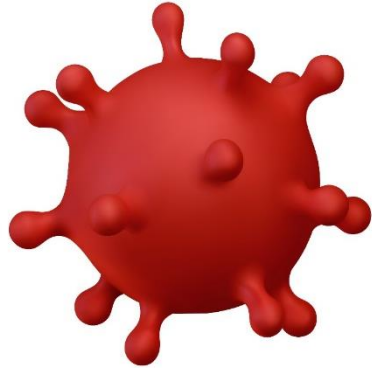
게임 산업은 닷컴버블 붕괴, 글로벌 금융위기 같은 경기 침체기에도 성장을 지속하며 GDP 성장률을 상회하였다. 특히 위기에 돋보이는 안정적인 Cash cow와 뛰어난 인적자원을 보유한 1등주는 불황기에도 중장기적으로 주가지수를 상회하며 격차를 벌려나가는 모습을 보였다. 최근 코로나 사태로 대부분의 게임주 주가가 퍼니멘털과 관계 없이 하락한 점 감안 시 이번 주가 하락은 코로나 수혜 업종이라 할 수 있는 게임 산업에서 경쟁력 있는 종목을 저렴한 가격에 매수할 기회라고 판단한다.

#### ● Top-picks: 엔씨소프트, 컴투스

엔씨소프트는 다수의 경쟁작 출시에도 불구하고 리니지M에 이어 리니지2M을 히트시키며 국내 모바일 MMORPG 게임 시장에서 독보적 입지를 굳혔다. 올해 중으로 리니지2M 해외 출시와 모바일 MMORPG 신작 출시가 예상되며, 다양한 차기 프로젝트를 통해 그 동안 존재감이 상대적으로 작던 서구 시장과 콘솔 시장으로 입지를 넓혀나가며 성장성을 유지할 것으로 전망한다. 투자 의견 매수, 목표주가 820,000원을 제시하며 Top Pick으로 유지한다.

컴투스는 3, 4분기에 글로벌 인기 IP 서머너즈워 기반 신작 서머너즈워:백년전쟁과 서머너즈워:크로니클을 출시하며 실적 레벨업이 예상된다. 기존작 매출 수준, 신작 출시 일정 등 퍼니멘털에 큰 영향 없으나 1/21 국내 코로나 환자 발생 이후 주가는 상대적으로 큰 폭으로 하락하며 밸류에이션 매력이 증가하였다. 목표주가 120,000원을 제시하며 Top Pick으로 제시한다.

업종 투자의견	종목명	투자의견	목표주가	상승 여력	투자 매력도
<b>게임</b> (Overweight)	엔씨소프트 (Top Pick)	매수	820,000원	26.7%	★★★★☆
	컴투스 (Top Pick)	매수	120,000원	29.0%	★★★★☆
	더블유게임즈	매수	63,000원	22.9%	★★★★☆
	네오위즈	Not Rated	Not Rated	-	★★★☆☆
	조이시티	Not Rated	Not Rated	-	★★★☆☆
<b>유통</b> (Neutral)	이마트 (Top Pick)	매수	135,000원	27.4%	★★★★☆
	롯데쇼핑	중립	85,000원	14.7%	★★☆☆☆
<b>인터넷</b> (Overweight)	카카오 (Top Pick)	매수	212,000원	34.6%	★★★★★
	NAVER	매수	220,000원	27.9%	★★★★☆
<b>화장품</b> (Overweight)	LG생활건강 (Top Pick)	매수	1,550,000원	33.2%	★★★★★
	아모레퍼시픽	매수	190,000원	18.0%	★★★★☆
	코스맥스 (Top Pick)	매수	100,000원	23.3%	★★★★☆



COVID-19  
**2019-NCOV**  
NOVEL CORONAVIRUS  
NCP

## Contents

---

Chapter 1	게임 업종 코로나19 및 경기 침체 영향 분석	5
Chapter 2	기업 분석	21
	엔씨소프트 (매수(유지)   T.P 820,000원(유지))	22
	컴투스 (매수(유지)   T.P 120,000원(하향))	28
	더블유게임즈 (매수(유지)   T.P 65,000원(상향))	35
	네오위즈 (Not Rated)	44
	조이시티 (Not Rated)	49

### Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도



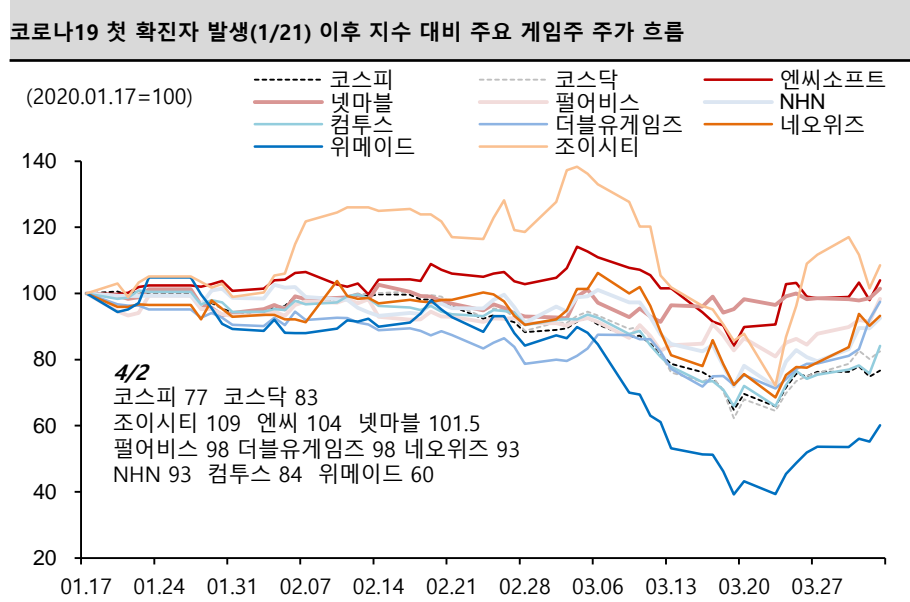
## Chapter 1

### 게임(비중확대)

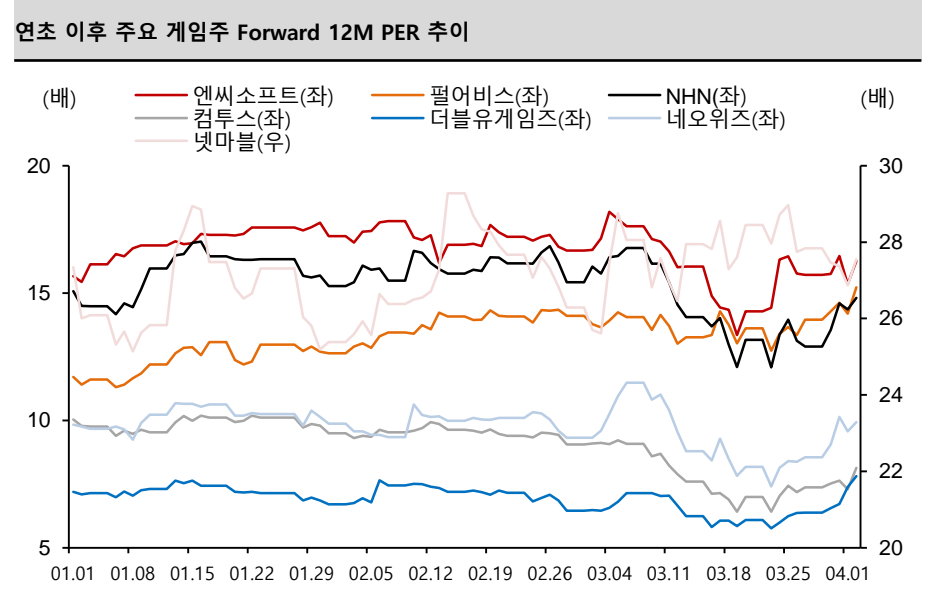
### 게임 업종 코로나19 및 경기 침체 영향 분석

# 게임주 투자 전략: 코로나 영향 무. 최근 주가 하락은 매력적 종목 매수 기회

- 게임은 코로나19 영향 미미한 업종 중 하나로 경기침체 시 변동성도 낮은 편. 주가 흐름 감안한 선별적 비중확대 유효**
  - 1. 코로나19 피해 큰 미국, 유럽, 중국 등에서 1월부터 게임 이용 급증**
    - 해당 지역 매출 비중 높은 게임 업체 수혜 예상. 환율 측면에서도 유리 → **넷마블, 더블유게임즈, 컴투스, 펠어비스**
  - 2. 엔씨(리니지2M), 넷마블(신작 성과) 등 현재 모멘텀 보유한 대형주 외 중소형주는 글로벌 Peer 대비로도 하락폭 컸음**
    - 기존 모멘텀 유효한 종목 중 낙폭 큰 종목 매력 부각 → **컴투스(신작 모멘텀 유효), NHN, 네오위즈(웹보드 규제 완화)**
  - 3. 신작 성과, 기대감 등은 여전한 핵심 주가 Driver**
    - 신작 모멘텀 유지 종목 주가 견조 → **엔씨소프트(리니지2M), 넷마블(일곱개의대죄, A3), 조이시티(블레스, 전쟁 라인업)**
- 엔씨소프트, 더블유게임즈(코로나 수혜), 컴투스(펀더멘털 대비 낙폭과대), 네오위즈(규제완화), 조이시티(신작) 등 주목**



자료: Quantiwise, SK증권



자료: Quantiwise, SK증권

주: 컨센서스 기준

# 코로나19 게임 업종 영향: 게임 서비스 영향은 제한적이나 이외 영향 일부 발생

- 코로나19가 게임 산업에 미치는 부정적 영향은 기본적으로 제한적**
  - 기본적인 서버 유지, 게임 운영 등에 큰 제약 없음
  - 재택, 순환근무 등이 개발 작업에 미치는 영향 크지 않음. 출시 예정이던 국내외 주요 신작 대부분 예정대로 출시
- 다만 신작 홍보의 장인 주요 게임 행사가 다수 취소, 연기. 게임기 생산, 구글스토어 검수 등도 일부 지연**
  - 타이베이게임쇼(2월→6월→취소), GDC(3월/취소), E3(6월/취소) 등
  - 이로 인해 주요 게임사들은 자체 스트리밍, YouTube 등을 통한 온라인 마케팅 늘리는 추세
  - 2월부터 Nintendo Switch을 포함한 생산이 일부 지연되고 있으며 올해 출시 예정인 Xbox, PS 신규 모델 출시 지연 가능성도 존재
  - 코로나19 여파로 인한 구글 플레이스토어 검수 기간 지연으로 히어로즈9 등 게임 출시 시점 소폭 늦춰지는 경우 발생

3월 예정대로 출시된 국내 주요 모바일 신작들(A3, 테라히어로, 뮤이그니션, 블레스모바일 등)



자료: 각 사, 아이뉴스24

3월 출시한 전략적팀전투 모바일의 기자간담회를 Zoom을 사용해 온라인으로 진행한 라이브

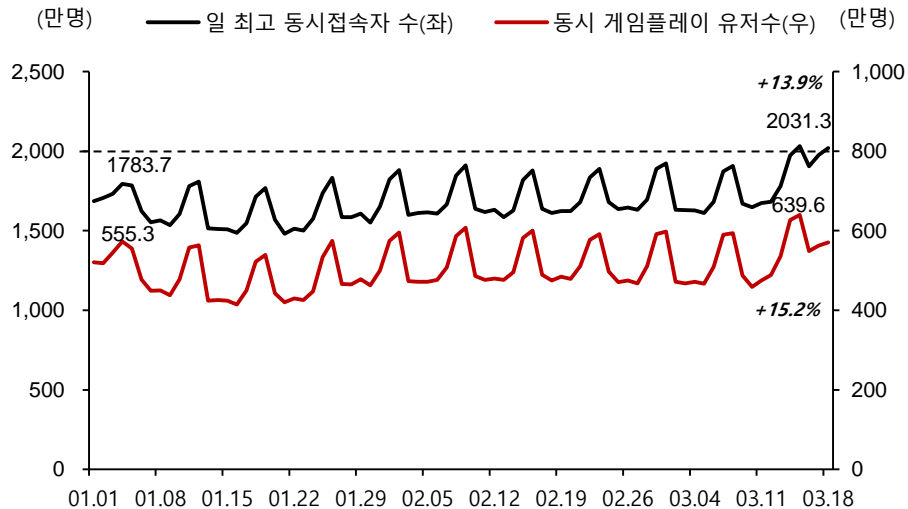


자료: 뉴스1

# 코로나19 게임 업종 영향: 2월부터 PC 게임 이용 증가 추세. 상위 게임 이용 증가폭 ↑

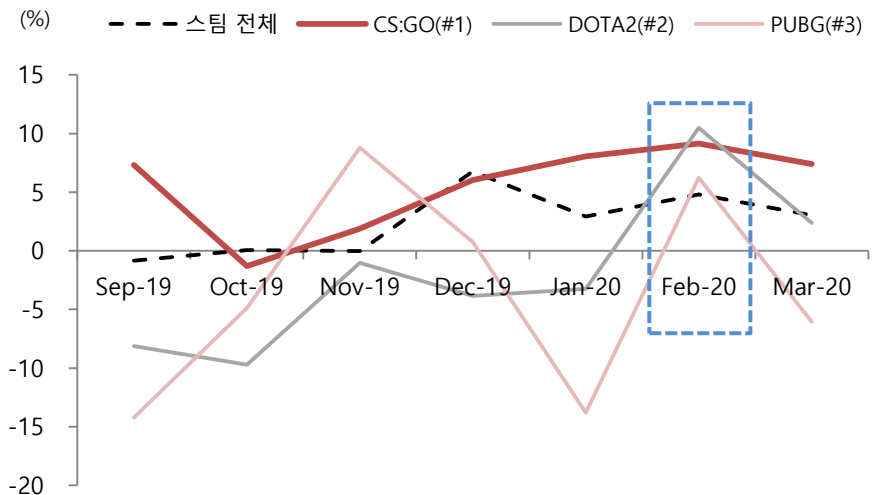
- 오히려 외부 활동 감소로 게임 이용 증가했으며, 상위권 인기 게임이 수혜도 상대적으로 높은 모습
  - **Steam:** PC 게임 플랫폼 3/15(일) 최대 동시접속자 수 최초로 2,000만명 돌파하며 코로나19 이전 주말(1/5일) 대비 약 14% 증가
  - 동시 게임플레이 유저수도 약 640만명 기록하며 연초 이후 증가
  - 코로나19 본격 확산된 2월 유저 지표 증가폭(MoM)은 상위 인기 게임(ex. CS:GO, DOTA2, PUBG)이 전체 평균 상회
  - 재택 근무 등으로 외부 활동 감소한 기간 동안 대형 유저 기반과 커뮤니티 가진 상위 온라인 게임으로의 상대적 쏠림 효과 확인
  - 모바일게임도 상위 인기 게임 매출 증가폭이 상대적으로 더 클 것으로 예상

3/15(일) Steam 주요 유저 수 지표 코로나19 사태 전(1/5(일)) 대비 약 14~15% 증가



자료: SteamDB, SK증권

2월 Steam 주요 게임 월평균 일 최대 동시접속자 수 성장률(MoM)



자료: SteamDB, SK증권



# 코로나19 게임 업종 영향: 중국, 유럽 등 확진자 급증한 지역에서 게임 다운로드 급증

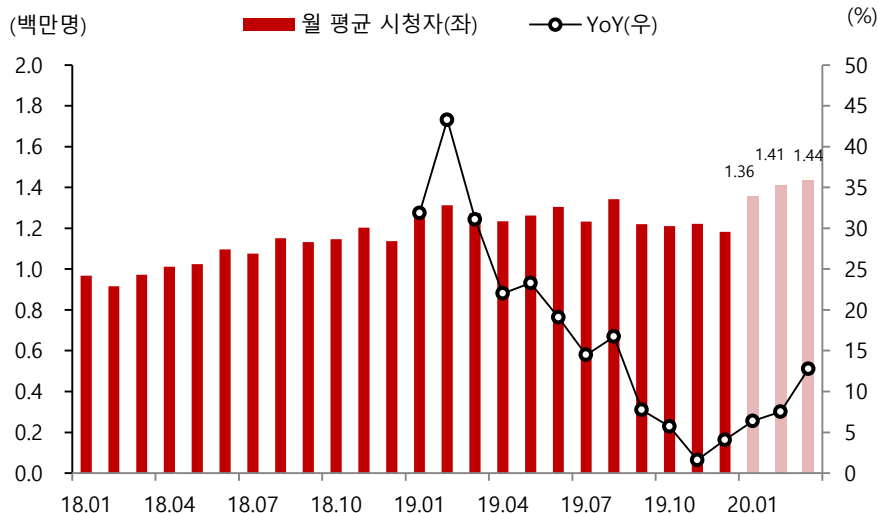
## ■ 게임 스트리밍 시청시간, 모바일게임 다운로드 수 등도 증가

- **Twitch:** 작년 하반기 하향 안정화 추세 보이던 동시시청자 수 올해 1월부터 반등해 지속 증가 중
- **게임 다운로드:** 코로나19 본격 확산된 2월 모바일게임 다운로드 수도 전년 동기 대비 급증

## ■ 코로나19 사태 장기화로 인한 주요국 게임 유저 증가 추세 등 감안 시 1분기 게임 매출 일정 수준 증가 전망

- 외출금지령 내린 이탈리아에서는 Fortnite 등 인기 게임 이용 급증으로 인터넷 트래픽 급증으로 인한 서버 다운 발생
- 작년 게임중독을 질병으로 지정한 세계보건기구(WHO)가 자가 격리 시 게임 권장하기도
- 사태 악화 중인 유럽, 미국 등의 지역에서는 2분기 이후까지도 게임 플레이 시간 및 매출 증가할 가능성 존재
- 다만, 사태가 안정화되고 있는 중국, 한국 등의 국가에서는 게임 사용 증가세 2분기부터 안정화될 가능성 높다고 판단

게임 영상 스트리밍 플랫폼 Twitch 월 동시시청자 수 올해 들어 반등



자료: Twitch Tracker, SK증권

2월 모바일게임 다운로드 수 및 리니지2M 등 국내 주요 모바일게임 매출 증가

### 2020.02

글로벌 모바일게임 다운로드: **+39% YoY (40억건)**

중국 모바일게임 다운로드(애플 앱스토어): **+62% YoY**

한국 모바일게임 다운로드: **+10.9% YoY (5,500만건)**

(Reuters)

화평영요, Fortnite, 리니지2M 등 대표 온라인게임 매출 증가

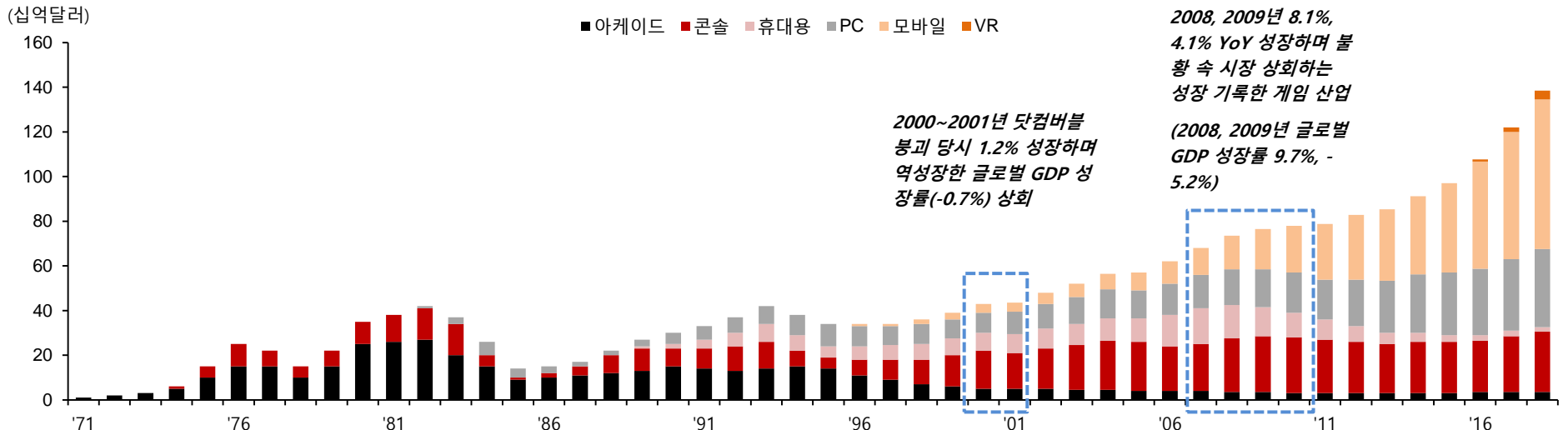
코로나 영향에도 리니지2M 2월 일매출 45억원(1월 41억원)

(Sensor Tower)

자료: Reuters, Sensor Tower

- 글로벌 금융 위기 당시 2년 연속 성장 지속**
  - 2008년 8.1%, 2009년 4.9% 성장하며 성장 유지(글로벌 GDP 2009년 -5.2% 기록)
  - 경기 침체 장기화 시 소비 둔화로 일시 증가한 게임 매출도 영향 받을 것이라는 우려 있었으나 불황에도 성장하며 우려 불식
- 닷컴 버블 붕괴 시(2000~2001년)에도 성장 유지**
  - 2001년 약 1.1% 성장하며 0.7% 하락한 글로벌 GDP 성장률 상회
  - 다수가 파산한 인터넷 기업의 특징(난해한 사업모델, 빈약한 수익구조)과 달리 수익 모델이 존재하는 게임사들은 선방
- 불황, 전염병 발생 등으로 내부 활동이 증가하며 성장이 둔화되는 기간에 게임 산업 상대적으로 높은 성장 기록**
- 활동 침체기에 간편하고 저렴한 엔터테인먼트인 게임 이용 증가하기 때문인 것으로 판단**

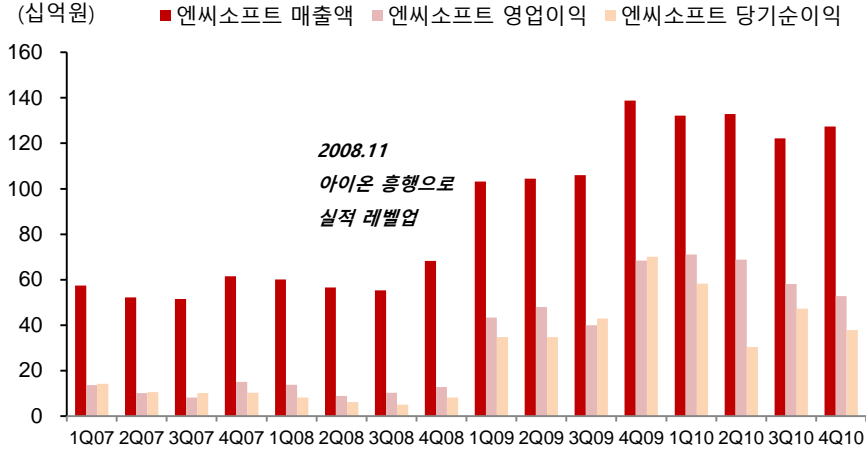
글로벌 게임 산업 규모 추이(1971~2018)



자료: Pelham Smithers, Bloomberg, World Bank, SK증권

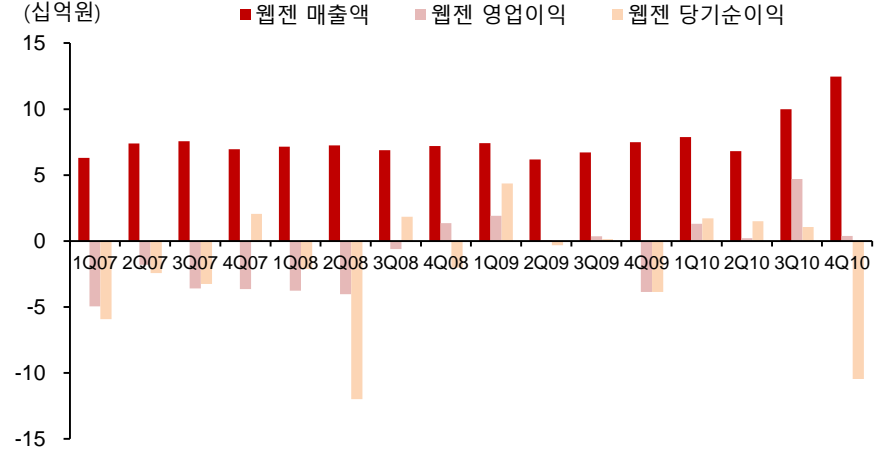
# 금융위기 전후 주요 게임주 실적: 공통적 특징 찾기 힘들며 신작 게임 성과 등에 좌우

## 2007~2010 엔씨소프트 주요 실적



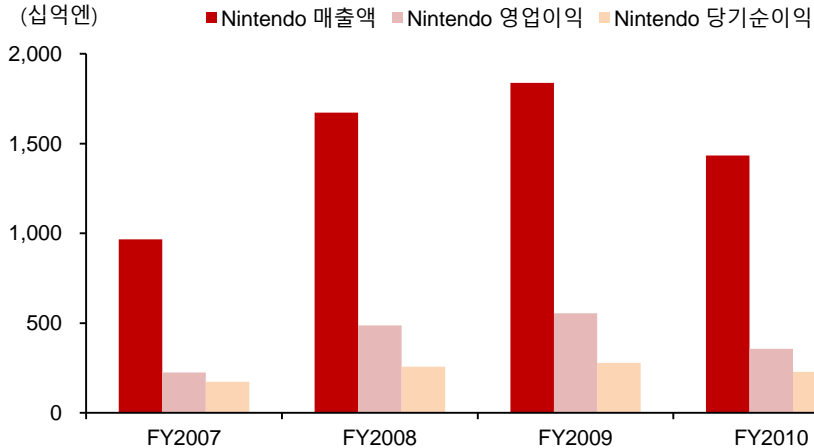
자료: Quantiwise, SK증권

## 2007~2010 웹젠 주요 실적



자료: Quantiwise, SK증권

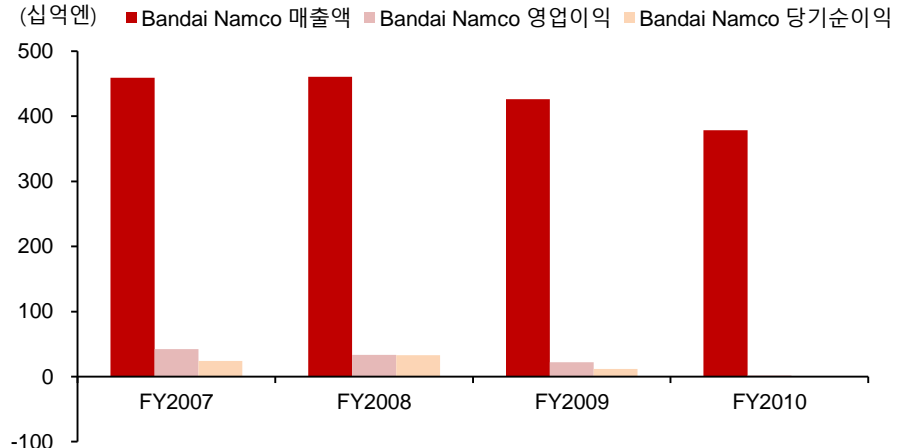
## 2007~2010 Nintendo(일본) 주요 실적



자료: Nintendo, SK증권

주: FY2007 = 2006.04.01~2007.03.31

## 2007~2010 Bandai Namco(일본) 주요 실적

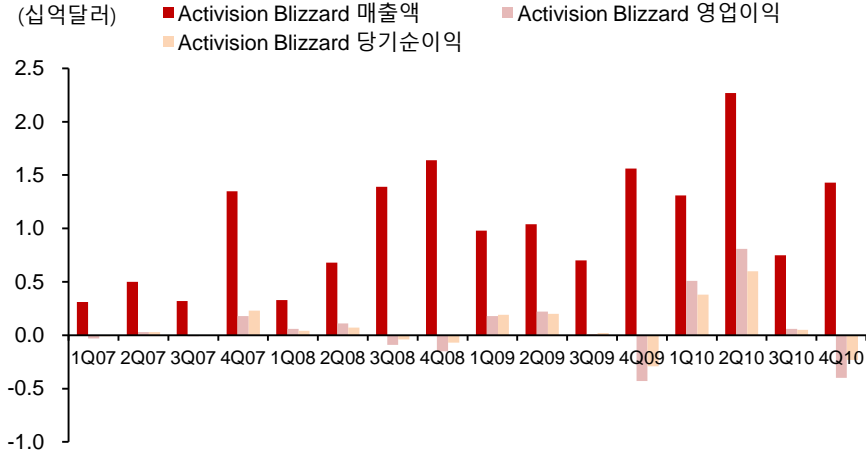


자료: Bandai Namco, SK증권

주: FY2007 = 2006.04.01~2007.03.31

# 금융위기 전후 주요 게임주 실적: 공통적 특징 찾기 힘들며 신작 게임 성과 등에 좌우

2007~2010 Activision Blizzard 실적 추이



## Activision Blizzard

2007~2008

기타히어로 월드투어,

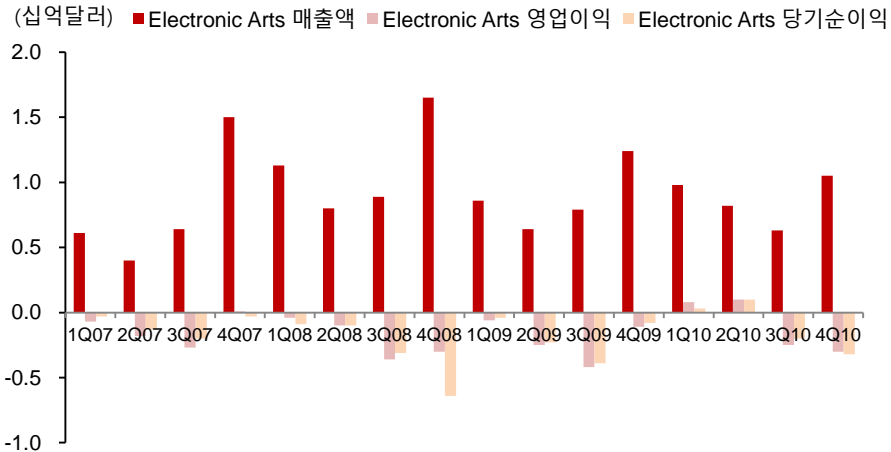
콜 오브 듀티 월드 앳 워

WoW: 리치 왕의 분노

등의 흥행작 지속 출시하며  
실적 우상향

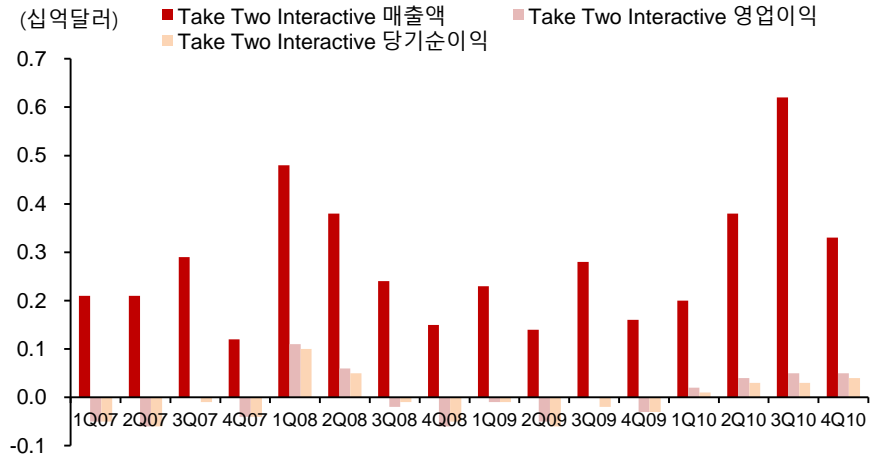
자료: Quantiwise, SK증권

2007~2010 Electronic Arts 실적 추이



자료: Quantiwise, SK증권

2007~2010 Take Two Interactive 실적 추이



자료: Quantiwise, SK증권

# 금융위기 전후 주요 게임주 주가 흐름: 국가별 공통점 = 1위사 Outperform

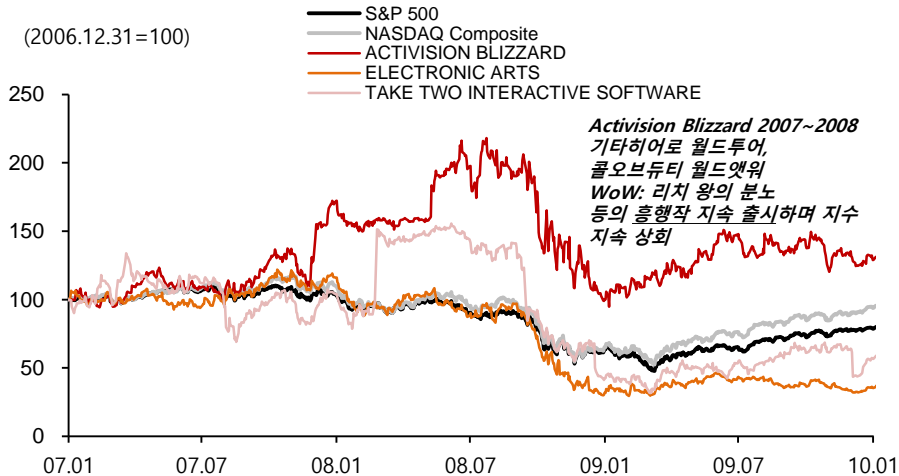
금융위기 전후 국내 주가지수 vs. 엔씨소프트 주가수익률 추이



- 안정적인 Cash cow 게임 보유한 1위사는 안정적 현금흐름, 시장 입지, 우수한 개발 인력, 자본력 등을 앞세워 불황 시에도 큰 재무적 영향과 유동성 염려 없이 지속적인 신작 출시에 매진할 수 있어 상대적으로 유리
- 대형 게임일수록 유저 수가 많아 커뮤니티 기능이 활성화되어 있으며, 즐길 수 있는 콘텐츠 종류와 양도 많아 내부 활동 시간 증가 시 이용 증가 폭 상대적으로 큰 경향 보임

자료: Quantwise, SK증권

금융위기 전후 미국 주가지수 vs. 주요 게임주 주가수익률 추이



자료: Quantwise, SK증권

금융위기 전후 일본 주가지수 vs. 주요 게임주 주가수익률 추이

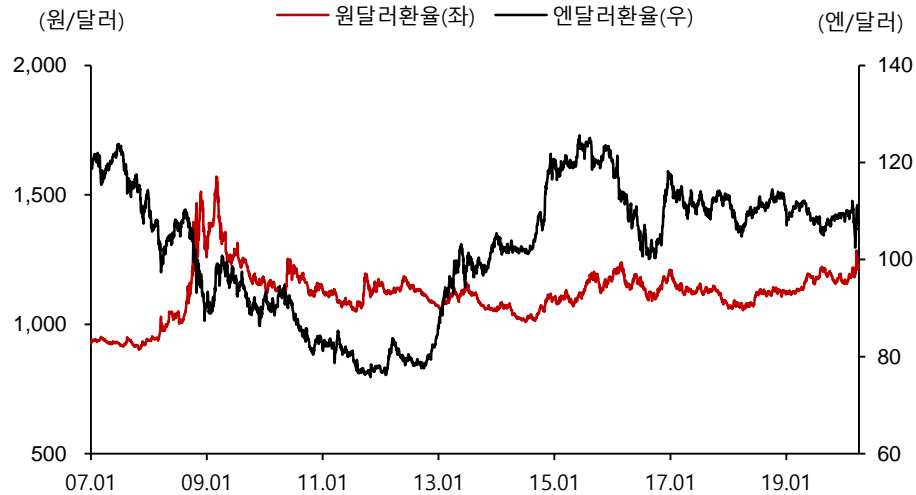


자료: Quantwise, SK증권

# 글로벌 매출 비중 높은 국내 업체 경기 둔화 시 부수적 환율 수혜 기대

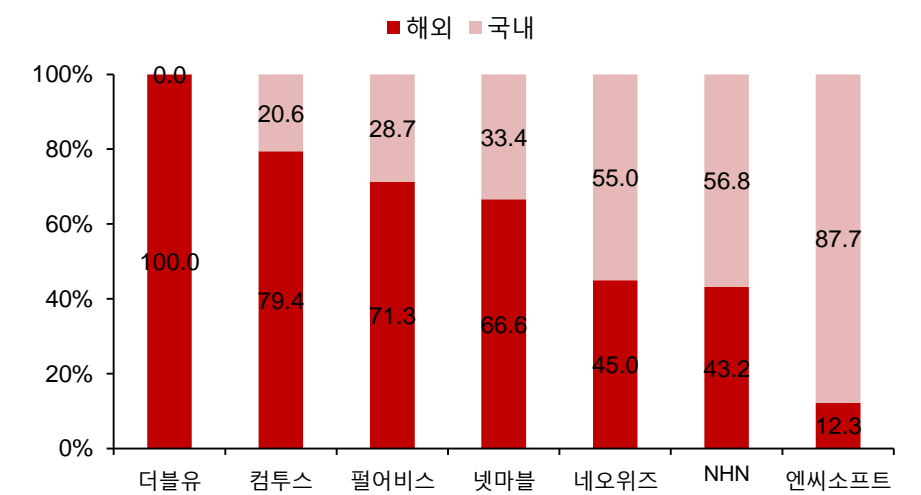
- 미국발 위기 시 안전 자산 취급 받으며 상대적 강세 보이는 엔화와 달리 원화는 약세 됨**
  - 경쟁사인 일본 업체 등에 비해 환율 측면에서 수혜 예상
  - 고환율이 유지되던 2008~2009년 북미 등 서구권에서 흥행한 신작 아이온 출시한 엔씨소프트
  - 부수적으로 환율 수혜까지 누리며 큰 폭의 실적 개선 기록(5pg 참조)
- 기존작 및 신작의 해외 매출 성장 보이고 있는 기업 부수적인 수혜 예상**
  - 현재 중국으로의 게임 수출 막힌 상황에서 대부분의 해외 게임 매출은 달러 결제
  - 국내 게임사 중 해외 북미, 유럽 매출 비중 높은 더블유게임즈, 컴투스, 넷마블 등 수혜

원달러, 엔달러 환율 추이(2007~2020): 글로벌 매출(\$) 높은 게임사 상대적 수혜 기대



자료: Quantiwise, SK증권

국내 주요 게임업체 2019년 해외, 국내 게임 매출 비중



자료: 각 사, DART, SK증권

# 2020년 주요사 신작 게임 출시 일정: 큰 영향 없이 진행될 전망

## 주요 국내 게임사 올해 신작, 해외 출시 일정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020 연내 or 이후
엔씨소프트	- 1/22 리니지2M 상아탑의 현자들 업데이트	- 리니지2M 공성전 업데이트 예상 - 블소S 출시 예상		- 리니지2M 일본 출시 예상 - 아이온2 국내 출시 예상	- 2021년 블소2, 블소M(개발방향 불분명), 리니지2M 글로벌 출시 예상 - 이후 프로젝트TL, 프로젝트LLL 등 PC/콘솔 타이틀
넷마블	- 1/29 매직:마나스트라이크 글로벌 출시 - 3/3 일곱개의 대죄 글로벌 출시 - A3:Still Alive 국내 출시	- 4월 블소 레볼루션 글로벌 출시 - 마블 헬름오브 챔피언 글로벌 출시	- 세나2, 세나 레볼루션, 세븐나이즈 닌텐도 스위치 중 2개 하반기 예상 - 제2의나라 하반기 출시 예상 - BTS 2 하반기 출시 예상 (각각 2Q, 6월 예정된 NTP, 타이베이 게임쇼에서 하반기 추가 라인업 및 스케줄 공개 예상)		
넥슨 (일본 상장)	- 2/4 카운터사이드 국내 출시	- 던파 모바일 중국 출시(사전예약 1600만 돌파)	- 카트라이더 드리프트 출시 예정 - 스웨덴 개발 자회사 Embark Studios 신작		
펄어비스	- 새도우 아레나 2차 글로벌 CBT	- 새도우아레나 글로벌 출시	- 이브에코스(모바일 by 넷이즈) 글로벌 출시 예상	- 붉은사막 출시 가능성 존재('21년 출시 가능성 높음)	- 연내 이브온라인 판호 발급 시 중국 출시 - 연내 이브에코스 판호 발급 시 중국 출시 - 연내 붉은사막, 도깨비 CBT 예정
크래프톤 (비상장)	- 다크크리스탈택틱스:저항의 시대(by 엔매스엔터테인먼트) 글로벌 출시 - 3/5 테라 히어로 국내 출시				- 눈물을 마시는 새 연내 출시 예정 - A:IR 모바일 연내 출시 준비 중(퍼블리셔 카카오게임즈)
그라비티 (미국 상장)		- 라그나로크 택틱스 국내 출시 예상			- 라그나로크 오리진 연내 국내 출시 예상
컴투스	- 1/22 열혈전사 글로벌 출시 - 3/24 드래곤스카이(방치형 RPG) 북미 출시	- 히어로즈워:카운터어택 글로벌 출시 - 스토리픽(스토리게임 플랫폼) 출시 - 킹덤 IP 스토리게임 출시 - 스카이라인더스 개편 후 국내 재출시 - 버디크러시(골프) 동남아 출시	- 서머너즈워: 백년전쟁(RTS 장르) 출시	- 서머너즈워: 크로니클(MMORPG) 출시	- 2021년 초 워킹데드 IP 퓨전 RPG 장르 신작 출시
더블유게임즈			- 자회사 DDI 미국 상장 예정		- 2021년 초 하이퍼슬롯 장르 신작 프로젝트N 출시
NHN		- 크리티컬옵스: Reloaded 아시아 출시 예상 - 용비불패M 국내 출시 - 웹보드 게임 규제 완화	- FPS게임 출시 예정 2H20 - 인기 일본 게임 IP 기반 신작 2~3개 출시 - 글로벌 인기 애니메이션 IP 신작 출시	- 배틀로얄 FPS 신작(가칭 은행강도) 출시 2H20 - 인기 일본 게임 IP 기반 신작 2~3개 출시 - 글로벌 인기 애니메이션 IP 신작 출시	- 애프터라이프 연내 일본 등 아시아 출시 예정
네오위즈	- 1월 워드히어로즈 한국 출시 - 2월 메탈유닛, 스킵 스팀 얼리엑세스 - 3/12 블레스 언리쉬드 Xbox 출시 - 골프챌린지 출시 예정 - 플래비퀘스트: 더 크루세이즈 스팀 출시 예정	- 컴온나이즈 출시 예상 - 웹보드 게임 규제 완화			2020년 - 킹덤오브히어로 대만, 아시아 등 시장 확대 - 일본 자회사 GameOn 로스트아크 일본 퍼블리싱 - GameOn A:IR(크래프톤) 2020~2021년 퍼블리싱

# 2020년 주요사 신작 게임 출시 일정: 큰 영향 없이 진행될 전망

## 주요 국내 게임사 올해 신작, 해외 출시 일정-2

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020 연내 or 이후
위메이드	- 1/8 자회사 플레로게임즈 신작 모바일 게임 어비스리움 풀 글로벌 출시	- 미르4 국내 출시 예상	- 미르W 국내 출시 예상	미르M 국내 출시 예상	- 미르4, 미르W, 미르M(출시 순) 연내 국내 출시 예정. 출시 기기는 아직 미정이며 국내 출시 후 중국 출시
웹젠	- 3/11 PC 웹게임 뮤 이그니션 2 국내 출시(퍼블리싱) - R2 IP 활용 모바일 MMORPG 국내 출시(자체개발) - 진홍지인(뮤 IP 기반 모바일 MMORPG) 중국 출시(IP 라이선싱)		- 뮤 IP 활용 H5 게임 3개 연내 중국 출시(IP 라이선싱) - 뮤 IP 활용 MMORPG(정령성전) 연내 국내 출시 예상(퍼블리싱)		
SNK	- 전명성격투(KOF IP, 개발사 Shenzhen Douyue Network, 퍼블리셔 Byte Beat)		- SNK 울스타 중국 출시 예정	- KOF 15 2020 연말 출시 목표	- 19기('19.08~'20.07) 론칭 예정 라인업수 19개 vs. 18기 10개
게임빌	- 3/25 MLB 퍼펙트이닝 2020 글로벌 출시	- 게임빌 프로야구 글로벌 출시 - 프로젝트 Cars Go 글로벌 출시		- 게임빌 프로야구 일본 출시	- 제노니아 IP 기반 신작 개발 단계 - 유명 글로벌 IP 기반 신작 퍼블리싱 추진 중
선데이토즈		- 애니팡4 국내 출시			- 크로스파이어 IP 활용 신작 연내 글로벌 출시 예정 - 파워퍼프걸, 핀과 제이크의 어드벤처 타임, 어메이징 월드 오브 검볼 등 글로벌 유명 IP 활용 게임 연내 출시 예정
조이시티	- 프로젝트G(판타지캐주얼 장르) 출시 예정 - 3/31 블레스 모바일 출시	- 크로스파이어: 워존 출시 예정		- 테라: 아르곤의 전쟁 출시 예정 - 프로젝트M(미소녀 서바이벌 장르) 출시 예정	
베스파		- 캐주얼, 전략 장르 신작 출시 예상		- RPG, 디펜스 등 빅스케일, 고ARPU 신작 출시 예상	- 상반기부터 디펜스 RPG, 전략 MMO, 방치형 캐주얼 등 다양한 장르 게임 글로벌 출시 예정 - 핵심 신작은 2Q20~4Q20에 집중
넷게임즈	- 中 요스타와 서브컬처 장르 신작 '프로젝트MX' 일본 퍼블리싱 계약 체결	- V4 대만, 홍콩, 마카오 출시(2/20 사전예약)			



# 국내 게임사 수익률 및 투자지표: 우량 대형사 증가 방어력 우수. 중소형사는 대부분 하락

## 1/21 이후 국내 주요 게임사 수익률 및 밸류에이션 (4/2 기준)

(단위: %, 배) 주가수익률	PER			EV/EBITDA			ROE			OPM			
	(1/21~)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2018	FY2019	FY2020	FY2018	FY2019	FY2020	FY2018	FY2019	FY2020
엔씨소프트	3.8	24.5	32.5	17.4	14.1	23.5	11.4	16.4	17.6	29.0	35.9	30.5	39.7
넷마블	3.2	50.1	40.1	30.5	22.0	19.0	16.3	4.4	4.6	5.8	12.0	9.9	11.8
펄어비스	5.3	18.4	17.9	16.8	14.6	13.8	11.4	42.9	28.8	22.9	41.5	27.1	30.6
NHN	-6.7	12.5	20.2	15.7	3.7	5.5	4.2	5.8	4.2	5.4	5.4	6.4	7.4
컴투스	-14.7	12.8	9.1	8.7	6.1	5.1	2.3	16.2	14.3	13.6	30.4	26.8	27.7
더블유게임즈	1.2	12.4	8.0	8.1	8.0	5.6	5.0	19.0	19.6	16.0	28.1	29.6	29.9
위메이드	-36.8	n/a	119.4*	12.2	n/a	735.6*	13.5	-4.8	1.1	12.1	-28.5	-2.5	9.5
웹젠	-14.7	14.9	10.9	9.0	9.1	5.1	2.6	17.3	12.9	13.8	31.5	28.7	31.7
SNK	-17.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33.0	n/a	n/a	54.6	n/a	n/a
네오위즈	-2.8	8.4	12.2	10.8	3.9	5.2	3.8	11.4	9.8	10.3	10.5	12.5	15.5
게임빌	-35.8	-60.7	7.1	6.7	22.4	n/a	153.5*	-2.5	7.5	7.7	-15.6	-11.4	-3.7
선데이토즈	-16.1	18.0	23.2	8.6	12.4	n/a	3.6	7.5	4.9	12.5	10.0	7.7	15.5
평균	-11.0	11.1	18.1	13.1	11.6	10.4	7.4	13.9	11.4	13.5	18.0	15.0	19.6

자료: Quantwise, SK증권

\*주: 평균 제외

# 글로벌 주요 게임사 수익률 및 밸류에이션: 역시 지역별 우량 대형사 증가 방어력 우수

## 1/21 이후 글로벌 주요 게임사 수익률 및 밸류에이션 (4/2기준)

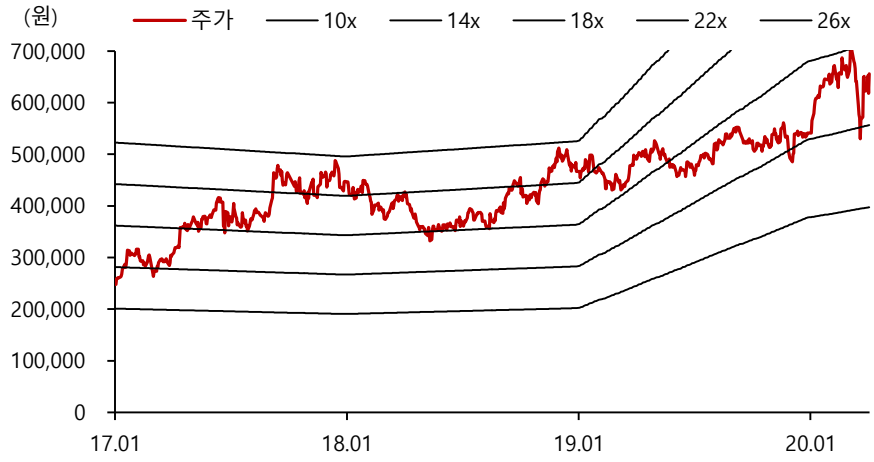
(단위: 배, %) 주가수익률	PER			EV/EBITDA			ROE			OPM			
	(1/21~)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2018	FY2019	FY2020	FY2018	FY2019	FY2020	FY2018	FY2019	FY2020
<b>Activision Blizzard</b>	<b>-1.0</b>	21.4	31.5	24.6	11.4	19.2	17.3	17.7	12.4	11.2	26.5	24.8	35.3
EA	-9.0	36.0	29.6	21.9	20.9	22.6	14.2	24.1	20.5	30.2	27.8	20.1	31.4
Take-two	-8.3	59.1	32.4	25.4	34.7	19.1	17.9	13.9	18.9	21.7	7.6	7.7	21.5
Zynga	0.8	138.6	n/a	25.9	59.5	-29.1	15.6	1.0	2.3	7.2	0.7	-20.6	18.5
SciPlay	-23.4	n/a	8.1	9.2	n/a	13.1	7.2	25.9	33.6	50.0	11.1	22.3	25.7
<b>Tencent</b>	<b>-1.5</b>	33.1	34.1	29.5	21.1	21.2	20.6	27.2	24.7	22.2	29.5	29.5	29.2
NetEase	-2.8	34.5	20.9	19.3	17.8	14.0	13.6	13.5	39.8	21.3	11.8	23.3	23.0
<b>Nintendo</b>	<b>-4.1</b>	40.3	19.5	22.1	24.9	10.3	13.6	10.9	14.2	18.1	16.8	20.8	24.6
Bandai Namco	-22.0	14.2	18.0	18.0	5.9	8.8	8.4	14.7	15.5	13.3	11.1	11.5	11.5
Sony	-20.4	13.3	6.4	13.4	5.3	4.0	5.7	18.0	27.3	14.7	8.5	10.4	10.3
Nexon	10.1	11.7	11.2	16.2	7.6	7.8	8.9	21.1	19.7	13.7	38.8	38.0	40.3
Square Enix	-10.2	22.6	25.0	27.8	10.3	10.9	13.3	13.8	9.3	9.8	15.1	9.2	11.7
SEGA	-19.8	44.2	115.9	15.3	7.7	6.9	5.9	2.9	0.9	6.5	5.5	3.9	7.9
DENA	-36.8	12.1	19.1	n/a	4.7	5.9	n/a	9.3	4.9	-9.1	19.7	10.9	-18.6
GungHo	-32.9	8.6	9.0	7.3	2.6	2.8	2.6	24.6	22.6	12.1	28.9	28.0	26.6
<b>Ubisoft</b>	<b>8.8</b>	54.4	85.3*	195.2*	10.7	12.3	15.0	13.8	11.1	2.1	12.8	8.6	1.9
Aristocrat	-41.1	33.5	27.9	18.1	16.8	14.2	11.6	35.3	36.1	32.3	24.8	25.0	23.5
Projekt CD	3.2	46.6	127.7*	222.2*	35.3	103.4*	175.8*	24.1	11.6	12.9	52.0	31.0	25.0
<b>평균</b>	<b>-11.7</b>	36.7	27.2	19.6	17.5	9.6	12.0	17.3	18.1	16.1	19.4	16.9	19.4

자료: Quantiwise

\*주: 평균 제외

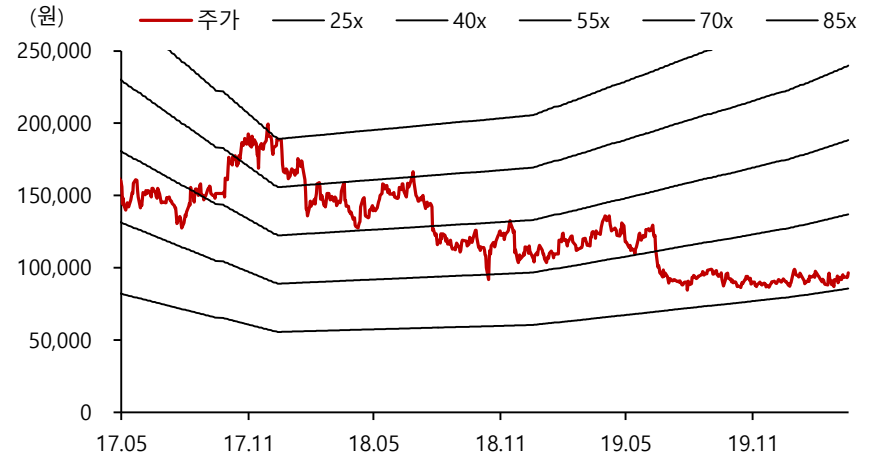
# SK증권 커버리지 게임주 Forward PER 밴드 차트

엔씨소프트 12MF PER 밴드 차트



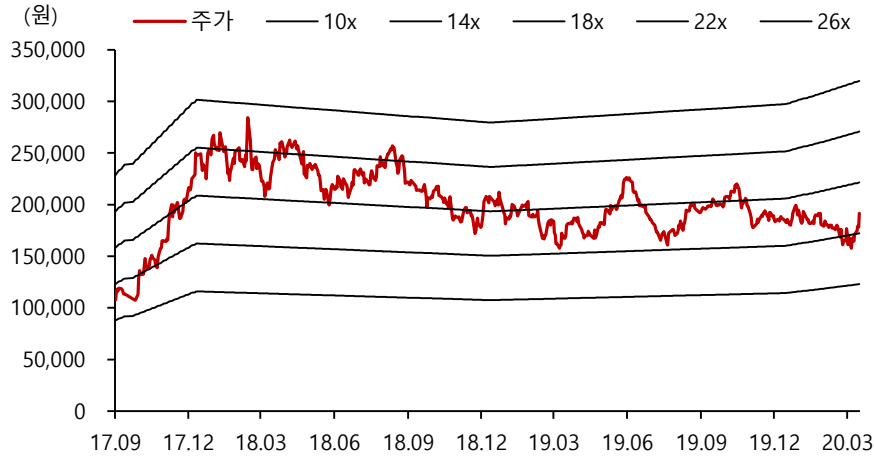
자료: Quantiwise, SK증권

넷마블 12MF PER 밴드 차트



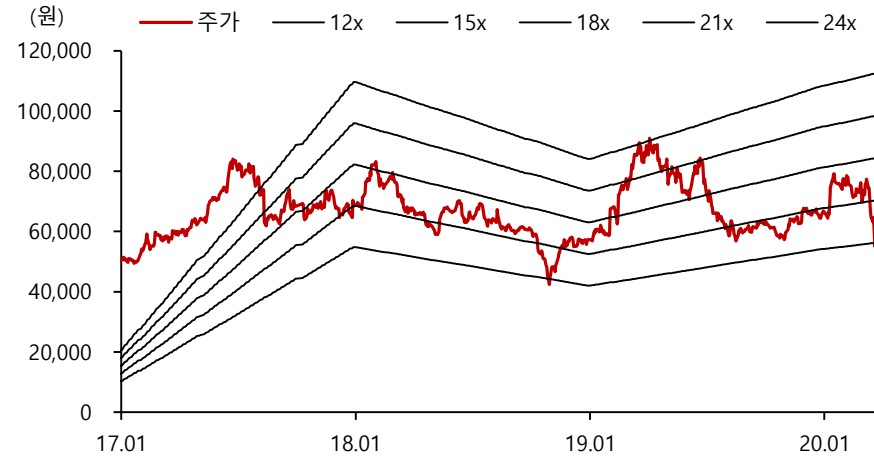
자료: Quantiwise, SK증권

풀어비스 12MF PER 밴드 차트



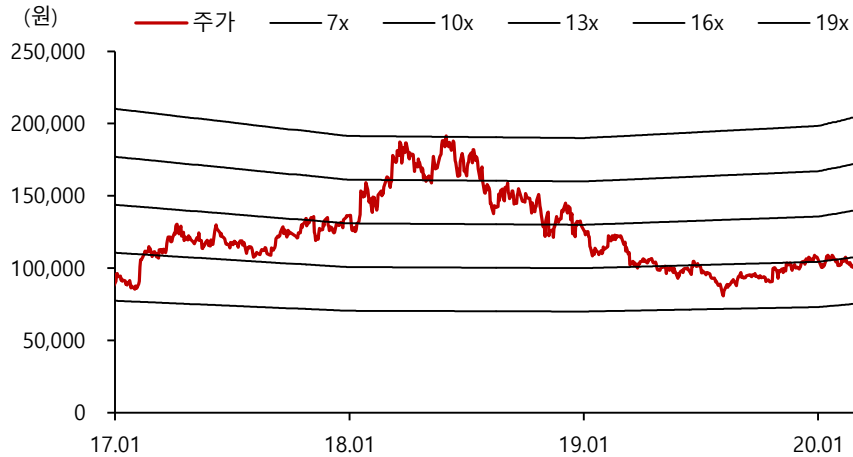
자료: Quantiwise, SK증권

NHN 12MF PER 밴드 차트



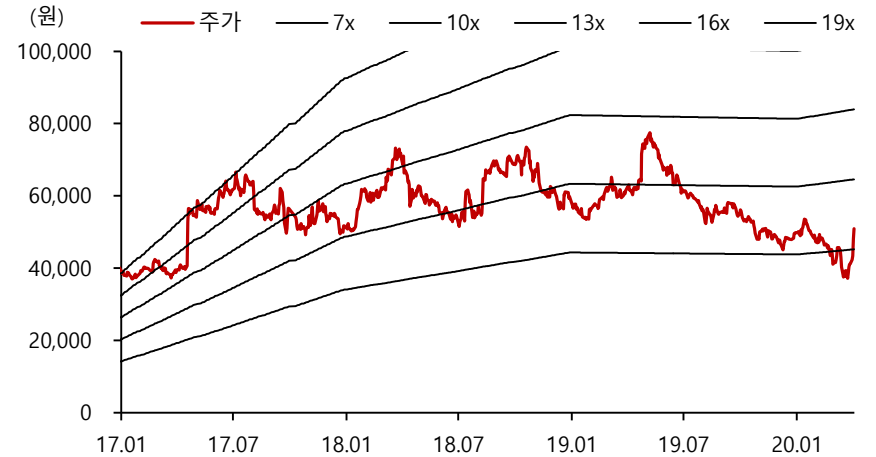
자료: Quantiwise, SK증권

컴투스 12MF PER 밴드 차트



자료: Quantwise, SK증권

더블유게임즈 12MF PER 밴드 차트



자료: Quantwise, SK증권



## Chapter 2

# 기업 분석

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 820,000원(유지))

컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 120,000원(하향))

더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

네오위즈 (095660/KQ | (Not Rated))

조이시티 (067000/KQ | (Not Rated))

## 리니지 듀오는 여전히 독보적. 해외, 콘솔 공략 본격화로 성장 지속

### ● 투자포인트

- ① 완만한 리니지2M의 국내 매출 하향세에 힘입어 연중 리니지2M 해외 출시 및 신작 출시 전까지 안정적 실적 유지 전망. 다양한 MMORPG 신작 출시에도 리니지M, 2M에 위협 될만한 작품 없어 독보적 입지 유지 전망
- ② 올해부터 본격화될 북미 등 해외 공략 및 콘솔, 크로스플랫폼의 플랫폼 확대는 동사에게 리스크보다는 기회라 판단
- ③ 주요 매수 주체이던 외국인의 투매 등으로 12MF PER 16.3배 수준. 리니지M 매출 정점 기록 당시 PER 20배 초중반까지 상승했던 점과 20배 초반의 글로벌 Peer사들의 PER 수준 감안 시 밸류에이션 매력 존재
- ④ 투자의견 매수, 목표주가 82만원 유지하며 업종 Top Pick 유지

### ● 1Q20 실적 전망

- ① 매출액 7,494억원(+108.9% YoY, +40.4% QoQ), 영업이익 3,120억원(+292.4% YoY, +121.1% QoQ) 전망. 1분기 출시 예정이던 블소S의 출시는 2분기 이후로 예상되나 매출 기여도는 크지 않으며, 리니지2M 매출 이연분(약 20%) 반영 등 감안 시 컨센서스 상회 예상
- ② 리니지2M: 1Q20 평균일매출 추정치 37.5억원으로 기존(40억원) 대비 소폭 하향하나 여전히 리니지M 대비 완만한 하향안정화 추세 유지 전망
- ③ 리니지M: 지난 4분기 반등했던 매출 3분기 수준으로 안정화되며 20억원대 초반의 견조한 수준 이어갈 것으로 전망
- ④ 올해 주요 신작 및 업데이트: 1) 리니지2M 해외 출시(4분기 일본 출시 예상), 2) 리니지2M 공성전 업데이트(2분기 예상), 3) 아이온2 or 블소2 출시 (4분기 예상), 4) Fuser(PC/콘솔 음악게임) 하반기 북미/유럽 출시, 5) 블소S 2분기 출시 예상

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	110 억원	주가(20/04/02)	656,000 원		<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>-0.8%</td> <td>13.1%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>28.6%</td> <td>43.7%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>33.5%</td> <td>54.2%</td> </tr> </tbody> </table>	주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-0.8%	13.1%	6개월	28.6%	43.7%	12개월	33.5%	54.2%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	-0.8%	13.1%															
6개월	28.6%	43.7%															
12개월	33.5%	54.2%															
발행주식수	2,195 만주	KOSPI	1724.86 pt														
자사주	135 만주	52주 Beta	0.73														
액면가	500 원	52주 최고가	720,000 원														
시가총액	144,018 억원	52주 최저가	457,000 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	758 억원														
김택진(외8)	12.00%																
국민연금	11.95%																
외국인지분률	50.60%																
배당수익률	0.80%																

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	억원	9,836	17,587	17,151	17,012	26,457	28,202
yoy	%	17.3	78.8	-2.5	-0.8	55.5	6.6
영업이익	억원	3,288	5,850	6,149	4,790	10,529	11,379
yoy	%	38.5	78.0	5.1	-22.1	119.8	8.1
EBITDA	억원	3,612	6,150	6,428	5,315	11,075	11,952
세전이익	억원	3,461	6,102	6,374	4,962	10,957	11,835
순이익(지배주주)	억원	2,723	4,410	4,182	3,582	8,161	8,816
영업이익률%	%	33.4	33.3	35.9	28.2	39.8	40.4
EBITDA%	%	36.7	35.0	37.5	31.2	41.9	42.4
순이익률%	%	27.6	25.3	24.6	21.1	31.1	31.5
EPS(계속사업)	원	12,416	20,104	19,061	16,320	37,175	40,155
PER	배	19.9	22.3	24.5	33.2	17.7	16.3
PBR	배	2.9	3.6	4.3	4.8	4.6	3.8
EV/EBITDA	배	12.8	13.7	14.1	19.8	11.1	9.7
ROE	%	14.9	19.1	16.4	14.7	29.1	25.7
순차입금	억원	-8,346	-13,944	-12,152	-14,059	-21,071	-28,514
부채비율	%	24.6	29.2	23.6	33.2	31.4	30.2

# 엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 820,000원(유지))

Company Analysis

## 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,752</b>	<b>4,365</b>	<b>4,038</b>	<b>3,997</b>	<b>3,588</b>	<b>4,108</b>	<b>3,978</b>	<b>5,338</b>	<b>7,494</b>	<b>6,419</b>	<b>5,970</b>	<b>6,573</b>	<b>17,151</b>	<b>17,012</b>	<b>26,457</b>
PC게임	1,188	1,216	1,234	1,131	942	1,207	1,247	1,166	1,129	1,106	1,101	1,126	4,768	4,562	4,462
리니지	283	421	403	390	207	501	518	514	498	488	484	494	1,497	1,741	1,964
리니지2	142	133	156	207	216	212	230	278	269	264	262	267	639	936	1,062
아이온	188	156	164	127	123	124	132	81	77	75	80	84	634	460	316
블소	339	306	301	250	233	211	215	180	174	171	169	173	1,196	839	688
길드워2	236	199	210	157	163	159	151	113	110	108	107	109	802	587	433
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모바일게임	2,641	2,099	2,165	2,228	1,988	2,238	2,133	3,629	5,844	4,797	4,369	4,950	9,133	9,988	19,960
리니지M	2,538	2,066	2,116	2,199	1,953	2,224	2,122	2,219	2,073	2,009	1,974	1,950	-	8,518	8,006
리니지2M	0	0	0	0	0	0	0	1,400	3,763	2,645	2,139	1,918	-	1,400	10,464
기타게임	81	126	124	104	84	147	156	101	96	91	86	82	435	487	355
로열티	842	924	516	534	574	516	442	443	425	425	413	416	2,816	1,975	1,680
<b>영업비용</b>	<b>2,713</b>	<b>2,770</b>	<b>2,648</b>	<b>2,871</b>	<b>2,792</b>	<b>2,814</b>	<b>2,689</b>	<b>3,927</b>	<b>4,374</b>	<b>3,753</b>	<b>3,525</b>	<b>4,276</b>	<b>11,002</b>	<b>12,222</b>	<b>15,928</b>
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,258	1,161	1,699	1,647	1,409	1,301	1,614	5,364	5,551	5,971
매출변동비	869	706	726	769	653	772	731	1,162	1,903	1,567	1,430	1,616	3,069	3,319	6,516
결제수수료	57	59	60	60	50	59	58	55	104	89	82	91	235	222	365
유통수수료	795	632	652	671	597	671	644	1,088	1,761	1,445	1,316	1,491	2,749	3,000	6,013
로열티	12	8	10	8	9	13	10	9	17	15	14	15	38	41	61
상품제작비	2	1	2	24	2	5	7	13	11	10	9	10	29	27	39
기타변동비	4	5	3	5	-4	23	12	-2	10	9	8	9	17	29	37
마케팅비	108	150	165	159	190	242	228	413	289	217	206	371	582	1,073	1,082
D&A	65	66	76	69	120	130	127	143	126	136	134	150	277	520	546
기타	421	380	392	518	397	412	441	510	409	424	455	525	1,711	1,760	1,813
<b>영업이익</b>	<b>2,038</b>	<b>1,595</b>	<b>1,390</b>	<b>1,126</b>	<b>795</b>	<b>1,294</b>	<b>1,289</b>	<b>1,412</b>	<b>3,120</b>	<b>2,666</b>	<b>2,445</b>	<b>2,298</b>	<b>6,149</b>	<b>4,790</b>	<b>10,529</b>
영업이익률	42.9%	36.5%	34.4%	28.2%	22.2%	31.5%	32.4%	26.4%	41.6%	41.5%	41.0%	35.0%	35.9%	28.2%	39.8%
<b>EBITDA</b>	<b>2,104</b>	<b>1,661</b>	<b>1,466</b>	<b>1,194</b>	<b>915</b>	<b>1,424</b>	<b>1,417</b>	<b>1,554</b>	<b>3,246</b>	<b>2,802</b>	<b>2,579</b>	<b>2,448</b>	<b>6,426</b>	<b>5,310</b>	<b>11,075</b>
Margin	44.3%	38.1%	36.3%	29.9%	25.5%	34.7%	35.6%	29.1%	43.3%	43.7%	43.2%	37.2%	37.5%	31.2%	41.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,188</b>	<b>1,399</b>	<b>929</b>	<b>666</b>	<b>742</b>	<b>1,164</b>	<b>1,133</b>	<b>544</b>	<b>2,415</b>	<b>2,063</b>	<b>1,893</b>	<b>1,791</b>	<b>4,182</b>	<b>3,583</b>	<b>8,161</b>
Margin	25.0%	32.1%	23.0%	16.7%	20.7%	28.3%	28.5%	10.2%	32.2%	32.1%	31.7%	27.2%	24.4%	21.1%	30.8%

자료: 엔씨소프트, SK증권

# 엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 820,000원(유지))

## 엔씨소프트 실적 추정치 변경

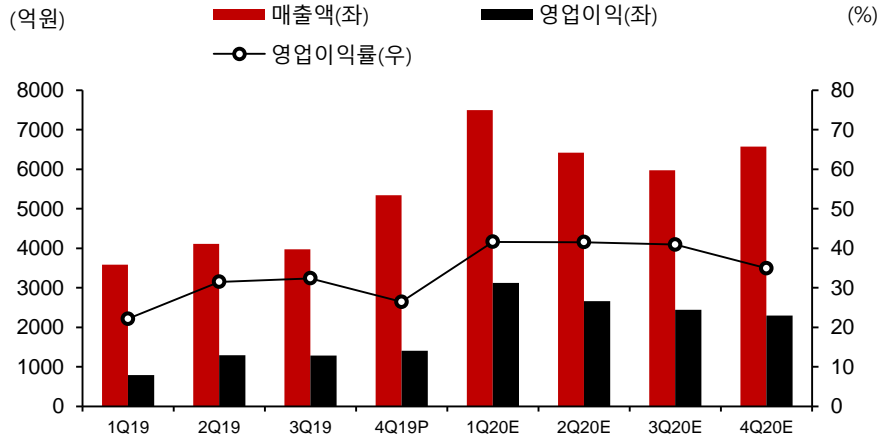
(억원, %, %p)	1Q20E					2020E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
<b>매출액</b>	<b>7,825.2</b>	<b>7,494.3</b>	<b>-4.2</b>	<b>7,034.9</b>	6.5	<b>27,582.4</b>	<b>26,456.9</b>	<b>-4.1</b>	<b>26,859.7</b>	-1.5
PC게임	1,129.4	1,129.4	0.0			4,462.0	4,462.0	0.0		
모바일게임	6,174.8	5,843.9	-5.4			21,085.4	19,959.8	-5.3		
리니지M	2,136.0	2,072.7	-3.0			8,252.1	8,005.8	-3.0		
리니지2M	3,990.0	3,762.5	-5.7			11,086.8	10,464.3	-5.6		
블소S	40.0		-100.0			814.1	557.3			
블소M										
블소2										
아이온2						900.0	900.0			
기타	8.7	8.7	0.0			32.4	32.4	0.0		
기타게임	95.6	95.6	0.0			354.7	354.7	0.0		
로열티	425.4	425.4	0.0			1,680.4	1,680.4	0.0		
<b>영업비용</b>	<b>4,479.8</b>	<b>4,373.8</b>	<b>-2.4</b>	<b>4,182.6</b>	4.6	<b>16,288.3</b>	<b>15,927.8</b>	<b>-2.2</b>	<b>16,159.1</b>	-1.4
인건비	1,646.7	1,646.7	0.0			5,970.9	5,970.9	0.0		
매출변동비	2,008.9	1,902.9	-5.3			6,876.1	6,515.7	-5.2		
마케팅비	289.0	289.0	0.0			1,082.4	1,082.4	0.0		
D&A	125.8	125.8	0.0			545.7	545.7	0.0		
기타	409.3	409.3	0.0			1,813.1	1,813.1	0.0		
<b>영업이익</b>	<b>3,345.4</b>	<b>3,120.5</b>	<b>-6.7</b>	<b>2,852.3</b>	9.4	<b>11,294.2</b>	<b>10,529.1</b>	<b>-6.8</b>	<b>10,700.7</b>	-1.6
영업이익률	42.8%	41.6%	-1.1%	40.5%	1.1%	40.9%	39.8%	-1.1%	39.8%	0.0%
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,586.1</b>	<b>2,414.6</b>	<b>-6.6</b>	<b>2,242.4</b>	7.7	<b>8,744.8</b>	<b>8,161.4</b>	<b>-6.7</b>	<b>8,273.5</b>	-1.4
지배주주순이익률	33.0%	32.2%	-0.8%	31.9%	0.3%	31.7%	30.8%	-0.9%	30.8%	0.0%

자료: 엔씨소프트, Quantwise, SK증권



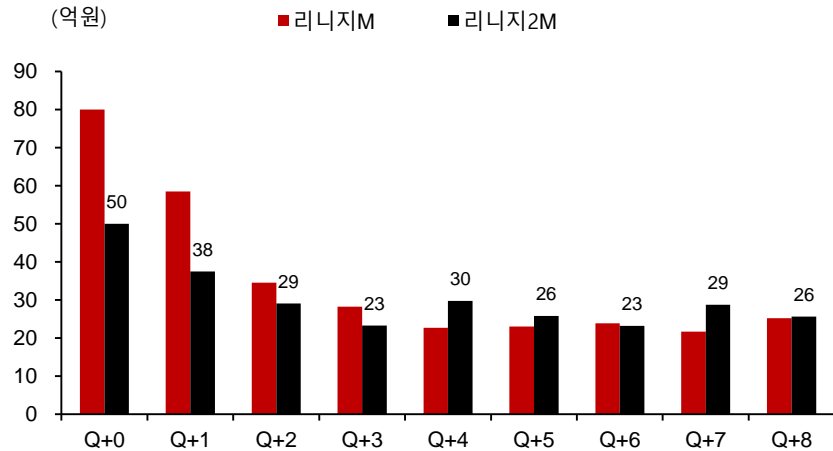
# 엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 820,000원(유지))

엔씨소프트 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



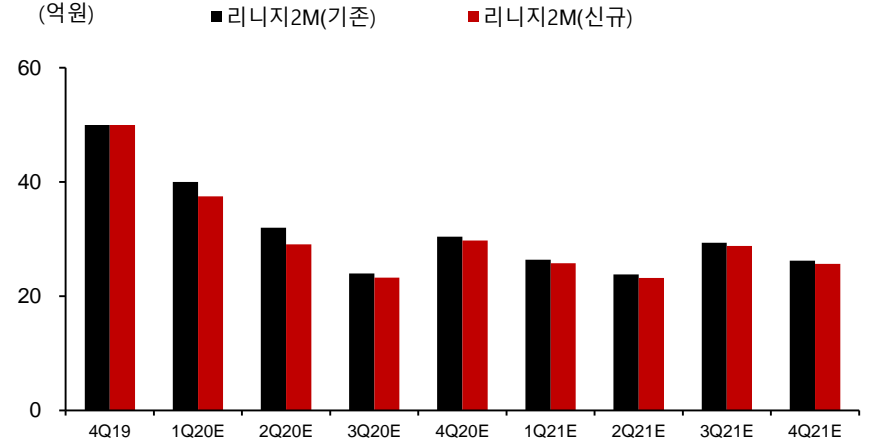
자료: 엔씨소프트, SK증권

리니지M, 리니지2M 출시 이후 분기 평균 일매출 추이 및 전망



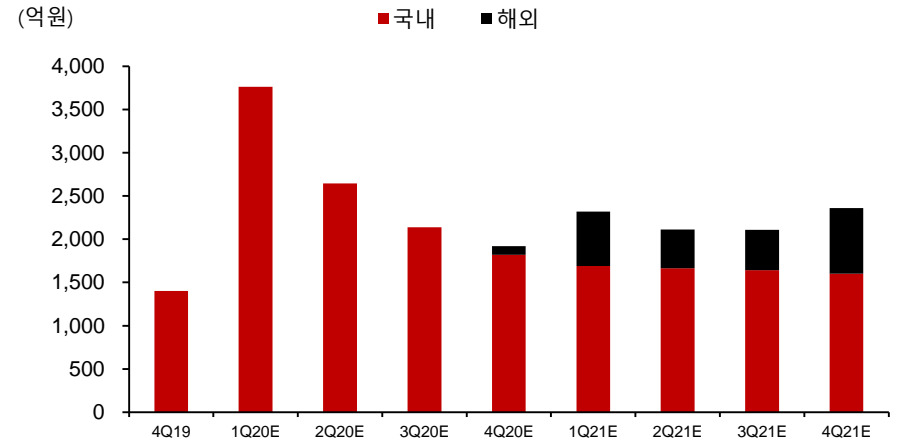
자료: 엔씨소프트, SK증권

리니지2M 일매출 추정치 소폭 하향 조정하나 여전히 안정적인 하향 안정화 추세



자료: 엔씨소프트, SK증권

연말부터 리니지2M 해외 출시, 신작 출시 등으로 해외 매출 본격 증가 예상



자료: 엔씨소프트, SK증권

# 엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 820,000원(유지))

Company Analysis

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	17,727	15,764	20,879	28,621	36,797
현금및현금성자산	1,873	1,856	3,034	10,047	17,489
매출채권및기타채권	1,976	1,522	2,572	3,167	3,765
재고자산	5	10	21	26	30
비유동자산	17,538	13,649	12,585	12,520	12,428
장기금융자산	13,138	8,993	7,036	7,036	7,036
유형자산	2,291	2,339	3,504	3,473	3,416
무형자산	524	544	496	511	525
자산총계	35,266	29,413	33,464	41,141	49,225
유동부채	4,558	4,731	4,498	5,439	6,385
단기금융부채	0	1,551	427	427	427
매입채무 및 기타채무	426	268	497	612	728
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,415	892	3,844	4,385	5,037
장기금융부채	1,498	0	3,236	3,236	3,236
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	76	95	104	123	143
부채총계	7,973	5,623	8,342	9,825	11,422
지배주주지분	27,212	23,677	24,992	31,123	37,542
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,326	4,326	4,355	4,355	4,355
기타자본구성요소	-1,536	-4,282	-4,378	-4,378	-4,378
자기주식	-1,559	-4,306	-4,306	-4,306	-4,306
이익잉여금	19,059	21,638	23,821	30,907	38,280
비지배주주지분	80	113	130	194	262
자본총계	27,292	23,790	25,122	31,317	37,803
부채와자본총계	35,266	29,413	33,464	41,141	49,225

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	17,587	17,151	17,012	26,457	28,202
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,587	17,151	17,012	26,457	28,202
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	11,737	11,002	12,222	15,928	16,823
영업이익	5,850	6,149	4,790	10,529	11,379
영업이익률 (%)	33.3	35.9	28.2	39.8	40.4
비영업손익	252	224	172	428	456
순금융비용	-158	-260	-252	-357	-496
외환관련손익	-174	159	218	221	223
관계기업투자등 관련손익	-34	-24	-193	-33	-33
세전계속사업이익	6,102	6,374	4,962	10,957	11,835
세전계속사업이익률 (%)	34.7	37.2	29.2	41.4	42.0
계속사업법인세	1,662	2,159	1,370	2,739	2,959
계속사업이익	4,440	4,215	3,592	8,218	8,876
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,440	4,215	3,592	8,218	8,876
순이익률 (%)	25.3	24.6	21.1	31.1	31.5
지배주주	4,410	4,182	3,582	8,161	8,816
지배주주귀속 순이익률(%)	25.07	24.38	21.05	30.85	31.26
비지배주주	31	33	10	56	61
총포괄이익	9,190	801	2,645	7,271	7,929
지배주주	9,164	768	2,627	7,207	7,861
비지배주주	26	32	17	64	68
EBITDA	6,150	6,428	5,315	11,075	11,952

자료: 엔씨소프트, SK증권 추정

# 엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 820,000원(유지))

## 현금흐름표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	5,772	3,177	3,584	8,247	8,906
당기순이익(손실)	4,440	4,215	3,592	8,218	8,876
비현금성항목등	1,853	2,326	2,004	2,857	3,076
유형자산감가상각비	269	255	512	533	559
무형자산상각비	31	24	12	13	14
기타	-28	360	261	117	230
운전자본감소(증가)	108	-555	-708	321	322
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-416	453	-1,061	-595	-598
재고자산감소(증가)	1	-5	-11	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-41	-6	28	115	116
기타	563	-997	336	805	808
법인세납부	-628	-2,808	-1,304	-3,148	-3,368
투자활동현금흐름	-4,376	1,081	-1,932	-62	77
금융자산감소(증가)	-6,455	1,248	-1,815	0	0
유형자산감소(증가)	-282	-257	-502	-502	-502
무형자산감소(증가)	-37	-41	-28	-28	-28
기타	2,399	130	413	468	607
재무활동현금흐름	-839	-4,290	-529	-1,173	-1,540
단기금융부채증가(감소)	0	50	60	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	992	0	0
자본의증가(감소)	14	-2,746	21	0	0
배당금의 지급	-811	-1,547	-1,246	-1,076	-1,443
기타	-41	-46	-356	-98	-98
현금의 증가(감소)	424	-17	1,179	7,012	7,443
기초현금	1,448	1,873	1,856	3,034	10,047
기말현금	1,873	1,856	3,034	10,047	17,489
FCF	5,698	2,981	3,382	8,150	8,816

자료: 엔씨소프트, SK증권 추정

## 주요투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
월 결산(억원)					
성장성 (%)					
매출액	78.8	-2.5	-0.8	55.5	6.6
영업이익	78.0	5.1	-22.1	119.8	8.1
세전계속사업이익	76.3	4.4	-22.2	120.8	8.0
EBITDA	70.3	4.5	-17.3	108.4	7.9
EPS(계속사업)	61.9	-5.2	-14.4	127.8	8.0
수익성 (%)					
ROE	19.1	16.4	14.7	29.1	25.7
ROA	15.1	13.0	11.4	22.0	19.7
EBITDA마진	35.0	37.5	31.2	41.9	42.4
안정성 (%)					
유동비율	388.9	333.2	464.2	526.2	576.3
부채비율	29.2	23.6	33.2	31.4	30.2
순차입금/자기자본	-51.1	-51.1	-56.0	-67.3	-75.4
EBITDA/이자비용(배)	188.8	193.0	63.1	113.3	122.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,104	19,061	16,320	37,175	40,155
BPS	124,037	107,923	113,836	141,764	171,001
CFPS	21,472	20,333	18,711	39,660	42,765
주당 현금배당금	7,280	6,050	5,220	7,000	7,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	26.9	34.4	19.4	17.9
PER(최저)	12.3	17.4	26.4	14.3	13.2
PBR(최고)	3.9	4.7	4.9	5.1	4.2
PBR(최저)	2.0	3.1	3.8	3.7	3.1
PCR	20.8	22.9	28.9	16.5	15.3
EV/EBITDA(최고)	15.2	15.6	20.6	12.4	10.9
EV/EBITDA(최저)	6.6	9.5	15.2	8.6	7.4

## 신작 모멘텀 유효 + 주가 급락 = 밸류에이션 매력 확대

### ● 투자포인트

- 올해 서머너즈워 백년전쟁(3Q20), 크로니클(4Q20) 출시 등으로 실적 레벨업 전망. 반면 주가는 코로나 첫 확진자 발생(1/21) 이후 22% 가량 하락하며 12MF PER 8.1배까지 하락. 커버리지 기업 중 주가 하락폭 가장 크나 펀더멘털 및 신작 출시 일정에 이상 없어 밸류에이션 매력 확대
- 서머너즈워 인기 높은 유럽, 북미 지역 코로나 확산으로 게임 이용 증가 수혜 일부 기대. 검은사막, 일곱개의대죄 등의 최근 서구권 흥행 등 감안 시 서머너즈워 신작 성과에 대한 기대감 가질 만함
- 보유 순현금(7,000여억원)은 시총 대비 60% 수준으로 하방 제한하며 향후 투자 재원과 주주환원 등에 쓰일 것. 올해 배당정책 수립 또한 기대
- 매수 투자 의견 유지. 비교 기업의 밸류에이션 하락 반영해 적용 멀티플 (2020년 예상 PER) 기존 12.4배에서 10.6배로 하향 조정하며 6개월 목표 주가는 12만원으로 하향하며 Top Pick으로 제시

### ● 1Q20 실적 전망

- 매출액 1,176억원(+9.2% YoY, -3.0% QoQ), 영업이익 334억원 (+10.6% YoY, +3.7% QoQ) 기록 전망. 북미, 유럽 코로나19 확산으로 해당 지역 서머너즈워 매출 기준 추정치 소폭 상회 예상
- 서머너즈워 대형 신작 2종 연중 출시되나 인건비, 마케팅비용 등 관련 주요변동비의 큰 증가는 없을 것으로 전망
- 야구 라인업은 한, 미 시즌 개막 연기로 인한 영향 일부
- 올해 주요 신작: 1) 서머너즈워 백년전쟁(전략/3분기), 2) 서머너즈워 크로니클(MMORPG/4분기), 3) 스토리픽(스토리게임 플랫폼) 및 킹덤 IP 스토리게임(2분기), 4) 히어로즈워:카운터어택(RPG/2분기 동남아 출시)

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	64 억원	주가(20/04/02)	90,800 원			
발행주식수	1,287 만주	KOSDAQ	567.7 pt			
자사주	0 만주	52주 Beta	0.77			
액면가	500 원	52주 최고가	109,000 원			
시가총액	11,683 억원	52주 최저가	71,100 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	73 억원			
게임빌(외3)	27.62%					
KB자산운용	11.52%					
외국인지분률	33.10%					
배당수익률	1.50%					
				주가상승률	절대주가	상대주가
				1개월	-8.5%	1.2%
				6개월	-4.2%	5.4%
				12개월	-14.3%	11.6%

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	억원	5,131	5,080	4,818	4,693	5,805	7,303
yoy	%	18.3	-1.0	-5.2	-2.6	23.7	25.8
영업이익	억원	1,920	1,946	1,466	1,260	1,561	2,110
yoy	%	15.7	1.4	-24.7	-14.1	23.9	35.2
EBITDA	억원	1,952	1,974	1,493	1,327	1,629	2,186
세전이익	억원	1,989	1,932	1,709	1,480	1,830	2,448
순이익(지배주주)	억원	1,518	1,424	1,296	1,118	1,444	1,932
영업이익률%	%	37.4	38.3	30.4	26.8	26.9	28.9
EBITDA%	%	38.0	38.9	31.0	28.3	28.1	29.9
순이익률%	%	29.6	28.0	26.9	23.4	23.6	25.2
EPS(계속사업)	원	11,796	11,066	10,075	8,693	11,222	15,016
PER	배	7.4	12.3	12.8	12.4	8.1	6.1
PBR	배	1.8	2.3	2.0	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	2.8	5.5	6.5	5.3	2.3	0.9
ROE	%	26.5	20.4	16.2	12.7	14.7	17.0
순차입금	억원	-5,707	-6,701	-6,970	-6,919	-8,000	-9,554
부채비율	%	12.1	10.2	7.7	8.6	11.0	9.0

# 컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 120,000원(하향))

## 컴투스 실적 추정

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,140</b>	<b>1,241</b>	<b>1,198</b>	<b>1,238</b>	<b>1,077</b>	<b>1,242</b>	<b>1,162</b>	<b>1,216</b>	<b>1,176</b>	<b>1,343</b>	<b>1,466</b>	<b>1,820</b>	<b>4,818</b>	<b>4,697</b>	<b>5,805</b>	<b>7,303</b>
<b>RPG/전략</b>	<b>935</b>	<b>999</b>	<b>959</b>	<b>1,005</b>	<b>883</b>	<b>1,004</b>	<b>939</b>	<b>983</b>	<b>960</b>	<b>1,115</b>	<b>1,230</b>	<b>1,575</b>	<b>3,898</b>	<b>3,810</b>	<b>4,879</b>	<b>6,340</b>
서머너즈 워	935	999	959	997	829	919	836	872	838	891	794	850	3,889	3,456	3,374	2,797
스카이랜더스	0	0	0	9	36	40	28	26	24	23	22	21	9	130	89	73
히어로즈 워: 카운터어택	0	0	0	0	0	0	0	0	0	91	64	45	0	0	200	107
서머너즈 워: 백년전쟁	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	225	368	0	0	593	924
서머너즈 워: 크로니클	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	150	0	0	150	1,684
기타	0	0	0	0	18	46	75	86	97	110	125	140	0	224	472	755
<b>스포츠</b>	<b>137</b>	<b>174</b>	<b>168</b>	<b>161</b>	<b>151</b>	<b>161</b>	<b>168</b>	<b>177</b>	<b>160</b>	<b>171</b>	<b>179</b>	<b>188</b>	<b>639</b>	<b>658</b>	<b>697</b>	<b>725</b>
야구 라인업(프로야구+MLB)	134	170	164	158	148	158	165	173	155	166	173	182	626	645	676	703
기타	3	3	3	3	3	3	3	4	5	5	5	6	13	13	21	22
<b>기타게임</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>280</b>	<b>229</b>	<b>228</b>	<b>238</b>
<b>영업비용</b>	<b>746</b>	<b>877</b>	<b>818</b>	<b>910</b>	<b>775</b>	<b>919</b>	<b>849</b>	<b>884</b>	<b>842</b>	<b>964</b>	<b>1,093</b>	<b>1,345</b>	<b>3,351</b>	<b>3,427</b>	<b>4,244</b>	<b>5,193</b>
마케팅비	133	187	179	217	146	164	160	146	153	175	249	328	716	616	904	1,146
인건비	113	143	124	163	140	168	161	176	151	181	189	211	543	645	732	792
지급수수료	413	449	429	440	390	456	426	440	426	486	531	659	1,731	1,712	2,101	2,643
로열티	26	35	30	28	33	53	27	24	34	33	25	25	119	137	116	120
기타	61	63	55	63	66	78	76	98	79	91	99	123	242	318	391	492
<b>영업이익</b>	<b>394</b>	<b>364</b>	<b>380</b>	<b>328</b>	<b>302</b>	<b>323</b>	<b>313</b>	<b>332</b>	<b>334</b>	<b>378</b>	<b>374</b>	<b>475</b>	<b>1,466</b>	<b>1,270</b>	<b>1,561</b>	<b>2,110</b>
<i>영업이익률</i>	<i>34.6%</i>	<i>29.4%</i>	<i>31.7%</i>	<i>26.5%</i>	<i>28.0%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.9%</i>	<i>27.3%</i>	<i>28.4%</i>	<i>28.2%</i>	<i>25.5%</i>	<i>26.1%</i>	<i>30.4%</i>	<i>27.0%</i>	<i>26.9%</i>	<i>28.9%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>401</b>	<b>371</b>	<b>387</b>	<b>334</b>	<b>312</b>	<b>336</b>	<b>326</b>	<b>348</b>	<b>350</b>	<b>395</b>	<b>391</b>	<b>493</b>	<b>1,493</b>	<b>1,322</b>	<b>1,629</b>	<b>2,186</b>
<i>EBITDA 마진</i>	<i>35.1%</i>	<i>29.9%</i>	<i>32.3%</i>	<i>27.0%</i>	<i>29.0%</i>	<i>27.1%</i>	<i>28.1%</i>	<i>28.6%</i>	<i>29.8%</i>	<i>29.4%</i>	<i>26.7%</i>	<i>27.1%</i>	<i>31.0%</i>	<i>28.2%</i>	<i>28.1%</i>	<i>29.9%</i>
<b>지배주주순이익</b>	<b>365</b>	<b>352</b>	<b>297</b>	<b>282</b>	<b>304</b>	<b>388</b>	<b>327</b>	<b>112</b>	<b>306</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>441</b>	<b>1,296</b>	<b>1,132</b>	<b>1,444</b>	<b>1,932</b>
<i>지배주주순이익률</i>	<i>32.0%</i>	<i>28.3%</i>	<i>24.8%</i>	<i>22.8%</i>	<i>28.3%</i>	<i>31.2%</i>	<i>28.2%</i>	<i>9.2%</i>	<i>26.1%</i>	<i>25.9%</i>	<i>23.8%</i>	<i>24.3%</i>	<i>26.9%</i>	<i>24.1%</i>	<i>24.9%</i>	<i>26.5%</i>

자료: 컴투스, SK증권

# 컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 120,000원(하향))

## 컴투스 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	1Q20E					2020E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
<b>매출액</b>	<b>1,131.9</b>	<b>1,176.0</b>	3.9	<b>1,155.3</b>	1.8	<b>5,734.4</b>	<b>5,805.0</b>	1.2	<b>5,344.5</b>	8.6
<b>RPG/전략</b>	915.9	959.9	4.8			4,808.8	4,879.4	1.5		
서머너즈워(SW)	796.5	838.5	5.3			3,314.0	3,374.3	1.8		
SW: 백년전쟁						593.0	593.0	0.0		
SW: 크로니클						150.0	150.0	0.0		
기타 RPG	95.4	97.5	2.2			461.9	472.2	2.2		
<b>스포츠</b>	159.8	159.8	0.0			697.2	697.2	0.0		
<b>기타(액션, 퍼즐 등)</b>	56.2	56.2	0.0			228.4	228.4	0.0		
<b>영업비용</b>	<b>817.6</b>	<b>842.2</b>	3.0	<b>837.9</b>	0.5	<b>4,274.8</b>	<b>4,244.2</b>	-0.7	<b>3,861.5</b>	9.9
마케팅비	147.1	152.9	3.9			965.2	904.3	-6.3		
인건비	150.5	150.5	0.0			731.5	731.5	0.0		
지급수수료	409.6	425.6	3.9			2,075.3	2,100.9	1.2		
로열티	34.0	34.0	0.0			116.2	116.2	0.0		
기타	76.3	79.3	3.9			386.6	391.3	1.2		
<b>영업이익</b>	<b>314.3</b>	<b>333.7</b>	6.2	<b>317.5</b>	5.1	<b>1,459.6</b>	<b>1,560.8</b>	6.9	<b>1,483.0</b>	5.2
영업이익률	27.8%	28.4%	0.6%	27.5%	0.9%	25.5%	26.9%	1.4%	27.7%	-0.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>289.4</b>	<b>306.3</b>	5.8	<b>300.2</b>	2.1	<b>1,361.5</b>	<b>1,443.9</b>	6.1	<b>1,355.0</b>	6.6
지배주주순이익률	25.6%	26.1%	0.5%	26.0%	0.1%	23.7%	24.9%	1.1%	25.4%	-0.5%

자료: 컴투스, Quantwise, SK증권

## 컴투스 목표주가 산정

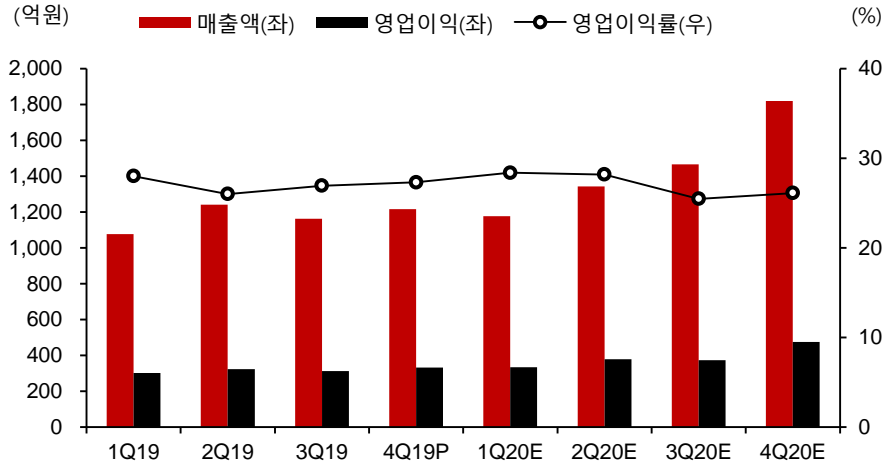
항목	수치	단위	비고
2020년 예상 지배주주순이익	1,444	억원	(a): 1Q20~4Q20 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	1,287	만주	(b):
2020년 예상 EPS	11,222	원	(c): (a)/(b)*10,000
목표 PER	10.6	배	(d): 3개 Peer 게임사* 2020년 PER 평균 대비 15% 할인
적정 주가	119,453	원	(e): (c)*(d)
<b>목표 주가</b>	<b>120,000</b>	<b>원</b>	
현재 주가(2020.04.03)	93,000	원	
<b>상승 여력</b>	<b>29.0</b>	<b>%</b>	

자료: Quantwise, SK증권

\*주: 펠어비스(15.0배), 네오위즈(9.1배), NHN(13.5배) – 검은사막, 웹보드게임, 브라운더스트 등 Cash cow 역할 하는 일부 게임 IP의 수익 비중 높은 국내 기업 선정

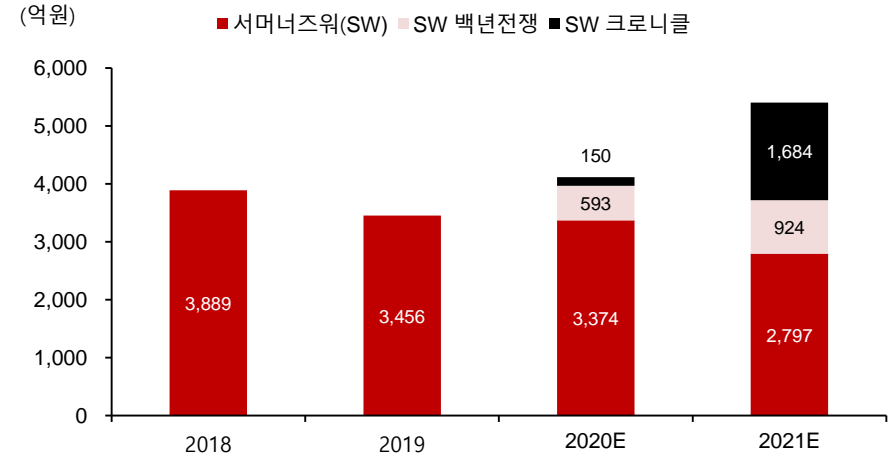
# 컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 120,000원(하향))

컴투스 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



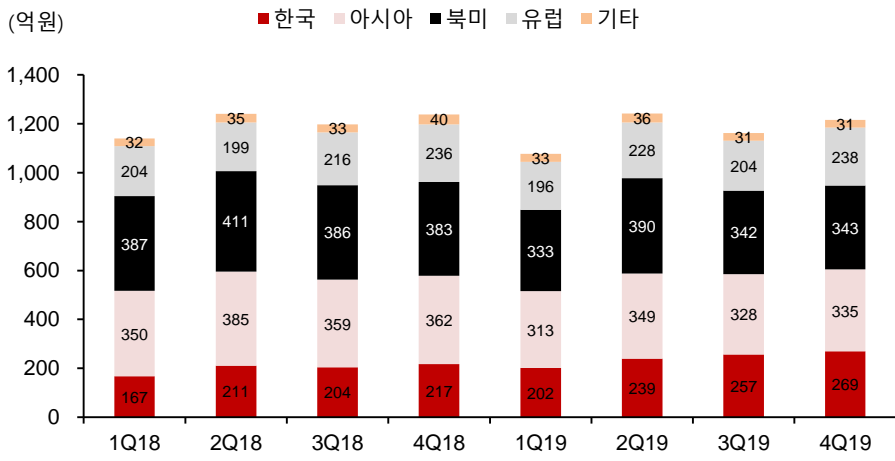
자료: 컴투스, SK증권

컴투스 서머너즈워 IP 타이틀 매출 추이 및 전망



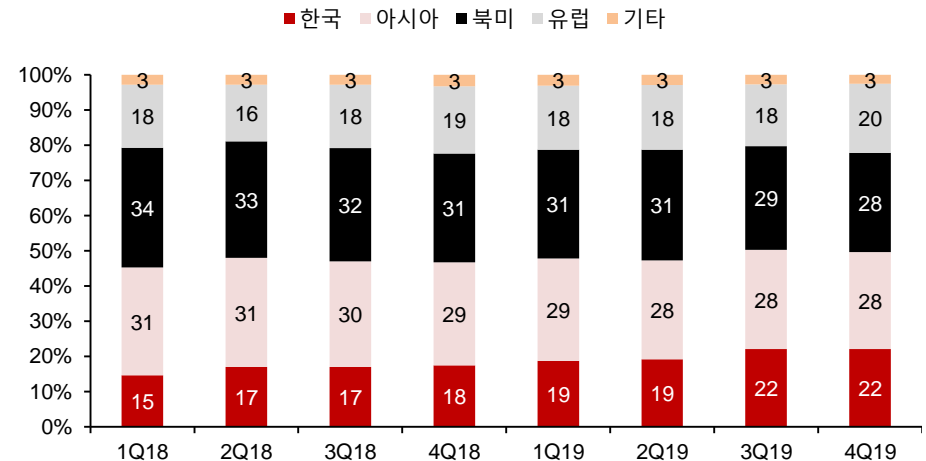
자료: 컴투스, SK증권

컴투스 지역별 매출 추이



자료: 컴투스, SK증권

컴투스 지역별 매출 비중 추이



자료: 컴투스, SK증권



# 컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 120,000원(하향))

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	7,680	7,740	7,655	9,062	10,554	매출액	5,080	4,818	4,693	5,805	7,303
현금및현금성자산	258	328	357	1,439	2,992	매출원가	513	588	689	689	689
매출채권및기타채권	754	544	495	743	696	매출총이익	4,567	4,229	4,004	5,116	6,614
재고자산	0	0	0	0	0	매출총이익률 (%)	89.9	87.8	85.3	88.1	90.6
비유동자산	703	1,353	2,394	2,530	2,639	판매비와관리비	2,620	2,763	2,745	3,555	4,504
장기금융자산	298	863	1,596	1,596	1,596	영업이익	1,946	1,466	1,260	1,561	2,110
유형자산	29	29	145	127	99	영업이익률 (%)	38.3	30.4	26.8	26.9	28.9
무형자산	27	21	198	189	181	비영업손익	-14	243	220	269	338
자산총계	8,383	9,093	10,050	11,592	13,193	순금융비용	-101	-150	-183	-136	-169
유동부채	765	632	707	1,047	980	외환관련손익	-62	56	72	86	86
단기금융부채	0	0	26	26	26	관계기업투자등 관련손익	7	77	-58	-31	-31
매입채무 및 기타채무	0	342	310	465	435	세전계속사업이익	1,932	1,709	1,480	1,830	2,448
단기충당부채	2	2	0	-2	-4	세전계속사업이익률 (%)	38.0	35.5	31.5	31.5	33.5
비유동부채	9	16	88	98	109	계속사업법인세	509	412	384	457	612
장기금융부채	0	0	62	62	62	계속사업이익	1,424	1,297	1,096	1,372	1,836
장기매입채무 및 기타채무	0	15	15	15	16	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	6	13	19	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	774	648	795	1,145	1,088	당기순이익	1,424	1,297	1,096	1,372	1,836
지배주주지분	7,609	8,440	9,197	10,461	12,214	순이익률 (%)	28.0	26.9	23.4	23.6	25.2
자본금	64	64	64	64	64	지배주주	1,424	1,296	1,118	1,444	1,932
자본잉여금	2,085	2,087	2,081	2,081	2,081	지배주주귀속 순이익률(%)	28.03	26.91	23.83	24.87	26.46
기타자본구성요소	-196	-455	-628	-628	-628	비지배주주	0	1	-22	-72	-96
자기주식	-204	-461	-633	-633	-633	총포괄이익	1,415	1,263	1,087	1,363	1,827
이익잉여금	5,597	6,752	7,697	8,971	10,733	지배주주	1,415	1,262	1,109	1,435	1,923
비지배주주지분	0	5	58	-14	-109	비지배주주	0	1	-22	-71	-95
자본총계	7,609	8,445	9,254	10,447	12,105	EBITDA	1,974	1,493	1,327	1,629	2,186
부채와자본총계	8,383	9,093	10,050	11,592	13,193						

자료: 컴투스, SK증권 추정

# 컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 120,000원(하향))

현금흐름표						주요투자지표					
	2017	2018	2019	2020E	2021E		2017	2018	2019	2020E	2021E
월 결산(억원)						월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	1,261	1,158	1,107	1,149	1,588	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	1,424	1,297	1,096	1,372	1,836	매출액	-1.0	-5.2	-2.6	23.7	25.8
비현금성항목등	501	179	319	256	350	영업이익	1.4	-24.7	-14.1	23.9	35.2
유형자산감가상각비	17	18	50	53	63	세전계속사업이익	-2.9	-11.6	-13.4	23.7	33.8
무형자산상각비	11	8	17	15	13	EBITDA	1.2	-24.4	-11.1	22.7	34.3
기타	33	14	-21	-78	-115	EPS(계속사업)	-6.2	-9.0	-13.7	29.1	33.8
운전자본감소(증가)	-111	139	14	-26	10	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-132	110	47	-248	47	ROE	20.4	16.2	12.7	14.7	17.0
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0	ROA	18.4	14.8	11.5	12.7	14.8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	155	-30	EBITDA마진	38.9	31.0	28.3	28.1	29.9
기타	21	29	-33	67	-7	안정성 (%)					
법인세납부	-553	-457	-322	-454	-609	유동비율	1,003.8	1,224.2	1,082.3	865.8	1,077.3
투자활동현금흐름	-1,736	-647	-703	156	189	부채비율	10.2	7.7	8.6	11.0	9.0
금융자산감소(증가)	-1,794	-776	-732	0	0	순차입금/자기자본	-88.1	-82.5	-74.8	-76.6	-78.9
유형자산감소(증가)	-10	-15	-35	-35	-35	EBITDA/이자비용(배)	8,539.7	6,235.6	462.8	30.5	41.0
무형자산감소(증가)	-7	-2	-5	-5	-5	주당지표 (원)					
기타	75	146	69	196	228	EPS(계속사업)	11,066	10,075	8,693	11,222	15,016
재무활동현금흐름	-159	-441	-371	-223	-223	BPS	59,141	65,600	71,478	81,305	94,927
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0	CFPS	11,281	10,279	9,216	11,750	15,610
장기금융부채증가(감소)	0	0	-24	0	0	주당 현금배당금	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
자본의증가(감소)	16	-264	-177	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-174	-175	-173	-170	-170	PER(최고)	12.3	19.0	14.4	9.7	7.3
기타	0	-2	3	-53	-53	PER(최저)	7.7	12.0	9.3	6.3	4.7
현금의 증가(감소)	-642	70	29	1,082	1,554	PBR(최고)	2.3	2.9	1.8	1.3	1.2
기초현금	900	258	328	357	1,439	PBR(최저)	1.5	1.9	1.1	0.9	0.8
기말현금	258	328	357	1,439	2,992	PCR	12.1	12.6	11.7	7.7	5.8
FCF	1,309	1,191	1,047	1,168	1,625	EV/EBITDA(최고)	5.5	11.9	7.0	3.7	2.0
						EV/EBITDA(최저)	-3.4	5.8	2.7	0.7	-0.2

자료: 컴투스, SK증권 추정

# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

## 미국 코로나 확산으로 소셜 카지노 반사 이익 기대

### ● 투자포인트

- ① 미국 코로나19 급속 확산으로 3/17 이후 미국 내 30여개 이상의 카지노 폐쇄. 코로나 사태 장기화로 폐쇄 카지노 수 증가 시 게임링 수요 온라인 카지노, 소셜 카지노 등으로 유입 예상. 기존 핵심 유저 결제액 증가 및 신규 유저 유입으로 동사의 주력 슬롯인 더블다운카지노 1분기 미국 게임매출 순위 상승 보이며 견고한 시장점유율 유지 중
- ② 더블다운인터랙티브 미국 상장은 큰 외부 변수 없는 한 예정대로 진행 예정으로 3분기 상장 예상. 성공적 상장 시 현재 Peer 대비 낮은 밸류에이션 재평가 기대되며, 상장으로 확보한 투자재원 통해 소셜카지노 시장 입지 강화 위한 M&A 나설 것으로 예상
- ③ 내년 1분기에는 미국 시장 등에서 인기 증가하고 있는 하이퍼슬롯 장르 (캐주얼 게임에 슬롯 요소 가미) 신작 출시 예정. 신규 장르 진출 통해 둔화되고 있는 슬롯 성장성 보완해줄 성장 모멘텀 확보 가능 전망
- ④ 투자의견 매수로 유지하며 목표주가는 이익 전망치 및 적용 멀티플 상향 분 반영해 65,000원으로 8.3% 상향 조정

### ● 1Q20 실적 전망

- ① 북미 지역 코로나19 수해, 우호적 원달러환율 영향 등으로 매출액 1,360억원(+8.2% YoY, +6.1% QoQ), 영업이익 408억원(+8.5% YoY, +4.5% QoQ) 기록하며 컨센서스 상회 예상
- ② 1Q20 평균 원달러환율은 1,194원으로 전 분기 대비 약 1.6% 상승해 원화매출액 증가에 기여 전망
- ③ 1분기 매출액 대비 마케팅비용 비중은 4Q19와 유사한 15% 이하 수준으로 유지 예상되며 인건비 역시 안정적으로 유지 전망

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	91 억원	주가(20/04/02)	50,900 원		<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>21.9%</td> <td>41.6%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>-8.8%</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>-18.4%</td> <td>3.0%</td> </tr> </tbody> </table>	주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	21.9%	41.6%	6개월	-8.8%	7.5%	12개월	-18.4%	3.0%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	21.9%	41.6%															
6개월	-8.8%	7.5%															
12개월	-18.4%	3.0%															
발행주식수	1,827 만주	KOSPI	1724.86 pt														
자사주	0 만주	52주 Beta	0.56														
액면가	500 원	52주 최고가	77,500 원														
시가총액	9,297 억원	52주 최저가	37,200 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	62 억원														
게임빌(외3)	43.51%																
KB자산운용	7.66%																
외국인지분률	12.30%																
배당수익률	0.70%																

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	억원	1,556	3,193	4,830	5,138	5,503	5,830
yoy	%	27.1	105.2	51.3	6.4	7.1	5.9
영업이익	억원	449	810	1,358	1,546	1,615	1,887
yoy	%	40.6	80.6	67.6	13.9	4.5	16.8
EBITDA	억원	452	1,007	1,696	2,007	2,085	2,194
세전이익	억원	534	383	1,174	1,380	1,507	1,778
순이익(지배주주)	억원	488	354	878	1,103	1,191	1,387
영업이익률%	%	28.8	25.4	28.1	30.1	29.4	32.4
EBITDA%	%	29.0	31.5	35.1	39.1	37.9	37.6
순이익률%	%	31.3	11.2	18.2	21.5	21.6	23.8
EPS(계속사업)	원	2,847	2,027	4,869	6,040	6,520	7,598
PER	배	14.0	25.5	12.3	8.3	7.8	6.7
PBR	배	1.8	2.3	2.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	9.4	13.9	8.5	5.7	4.9	4.0
ROE	%	13.1	9.0	19.0	18.9	16.6	16.1
순차입금	억원	-2,606	4,889	3,483	2,396	970	-506
부채비율	%	15.5	146.5	92.3	66.1	55.3	46.8

# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

## 더블유게임즈 실적 추정

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,139</b>	<b>1,187</b>	<b>1,234</b>	<b>1,270</b>	<b>1,257</b>	<b>1,299</b>	<b>1,301</b>	<b>1,281</b>	<b>1,360</b>	<b>1,395</b>	<b>1,384</b>	<b>1,365</b>	<b>4,830</b>	<b>5,139</b>	<b>5,503</b>
더블다운 인터랙티브	696	717	747	775	769	795	810	815	845	865	874	878	2,935	3,189	3,462
더블다운 카지노	676	695	726	747	742	765	779	785	805	826	837	843	2,844	3,071	3,312
더블다운 클래식	5	5	6	8	8	8	8	6	8	8	8	7	24	30	32
엘런 슬롯	15	17	14	16	13	11	8	7	14	12	8	7	62	39	41
더블다운 포트 녹스	0	0	1	4	6	11	15	17	18	19	19	21	5	49	77
<b>더블유게임즈</b>	<b>443</b>	<b>470</b>	<b>487</b>	<b>495</b>	<b>488</b>	<b>504</b>	<b>491</b>	<b>467</b>	<b>515</b>	<b>530</b>	<b>510</b>	<b>486</b>	<b>1,895</b>	<b>1,950</b>	<b>2,041</b>
더블유 카지노	403	430	447	453	447	461	449	427	469	484	467	444	1,733	1,784	1,864
테이크5	32	32	30	36	34	35	32	32	36	37	34	34	130	133	140
더블유 빙고	8	8	7	5	5	4	4	3	5	4	4	3	28	16	17
기타 게임	0	0	3	1	2	4	6	4	5	5	5	5	4	17	20
<b>영업비용</b>	<b>879</b>	<b>842</b>	<b>841</b>	<b>910</b>	<b>881</b>	<b>896</b>	<b>925</b>	<b>891</b>	<b>952</b>	<b>989</b>	<b>985</b>	<b>962</b>	<b>3,473</b>	<b>3,592</b>	<b>3,888</b>
플랫폼	342	354	367	379	377	378	387	382	406	416	413	407	1,441	1,524	1,642
마케팅	200	153	133	180	139	162	190	186	198	205	208	205	665	677	815
인건비	135	131	155	145	164	156	151	140	152	164	158	147	567	611	621
로열티	51	49	45	48	38	38	34	21	34	35	35	34	193	131	138
기타운영비용	69	73	54	71	54	46	44	45	50	51	51	50	267	189	202
주식보상비용	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
유무형상각비	81	82	87	88	110	116	118	116	112	118	121	119	338	461	470
<b>영업이익</b>	<b>260</b>	<b>345</b>	<b>393</b>	<b>360</b>	<b>376</b>	<b>403</b>	<b>376</b>	<b>391</b>	<b>408</b>	<b>405</b>	<b>399</b>	<b>403</b>	<b>1,357</b>	<b>1,546</b>	<b>1,615</b>
영업이익률	22.8%	29.1%	31.8%	28.3%	29.9%	31.0%	28.9%	30.5%	30.0%	29.1%	28.8%	29.5%	28.1%	30.1%	29.4%
<b>EBITDA</b>	<b>341</b>	<b>427</b>	<b>480</b>	<b>448</b>	<b>486</b>	<b>519</b>	<b>495</b>	<b>507</b>	<b>520</b>	<b>524</b>	<b>519</b>	<b>522</b>	<b>1,695</b>	<b>2,007</b>	<b>2,085</b>
EBITDA 마진	29.9%	36.0%	38.9%	35.3%	38.6%	40.0%	38.0%	39.6%	38.2%	37.6%	37.5%	38.2%	35.1%	39.1%	37.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>137</b>	<b>330</b>	<b>237</b>	<b>173</b>	<b>271</b>	<b>298</b>	<b>305</b>	<b>209</b>	<b>296</b>	<b>299</b>	<b>322</b>	<b>274</b>	<b>877</b>	<b>1,084</b>	<b>1,191</b>
지배주주순이익률	12.1%	27.8%	19.2%	13.6%	21.5%	23.0%	23.5%	16.3%	21.8%	21.4%	23.3%	20.0%	18.2%	21.1%	21.6%

자료: 더블유게임즈, SK증권

# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

## 더블유게임즈 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	1Q20E					2020E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
<b>매출액</b>	<b>1,353.2</b>	<b>1,359.9</b>	0.5	<b>1,306.1</b>	4.1	<b>5,503.2</b>	<b>5,503.2</b>	0.0	<b>5,382.9</b>	2.2
더블다운(DDI)	833.9	845.0	1.3			3,435.5	3,462.1	0.8		
더블유게임즈	519.4	514.9	-0.9			2,067.7	2,041.1	-1.3		
<b>영업비용</b>	<b>963.1</b>	<b>951.9</b>	-1.2	<b>915.8</b>	3.9	<b>3,898.3</b>	<b>3,887.9</b>	-0.3	<b>3,774.6</b>	3.0
플랫폼	403.7	405.7	0.5			1,641.7	1,641.7	0.0		
마케팅	189.5	198.1	4.6			798.0	815.4	2.2		
인건비	172.6	152.0	-11.9			641.3	620.7	-3.2		
로열티	35.6	34.0	-4.5			144.9	137.7	-5.0		
기타운영비용	49.7	50.0	0.5			202.3	202.3	0.0		
주식보상비용	0.0	0.0	n/a			0.0	0.0	n/a		
유무형상각비	112.0	112.0	0.0			470.1	470.1	0.0		
<b>영업이익</b>	<b>390.1</b>	<b>408.0</b>	4.6	<b>390.2</b>	4.6	<b>1,604.9</b>	<b>1,615.3</b>	0.6	<b>1,608.4</b>	0.4
영업이익률	28.8%	30.0%	1.2%	29.9%	0.1%	29.2%	29.4%	0.2%	29.9%	-0.5%
<b>지배주주순이익</b>	<b>283.3</b>	<b>296.4</b>	4.6	<b>275.8</b>	7.4	<b>1,186.9</b>	<b>1,190.6</b>	0.3	<b>1,142.7</b>	4.2
지배주주순이익률	20.9%	21.8%	0.9%	21.1%	0.7%	21.6%	21.6%	0.1%	21.2%	0.4%

자료: 더블유게임즈, Quantwise, SK증권

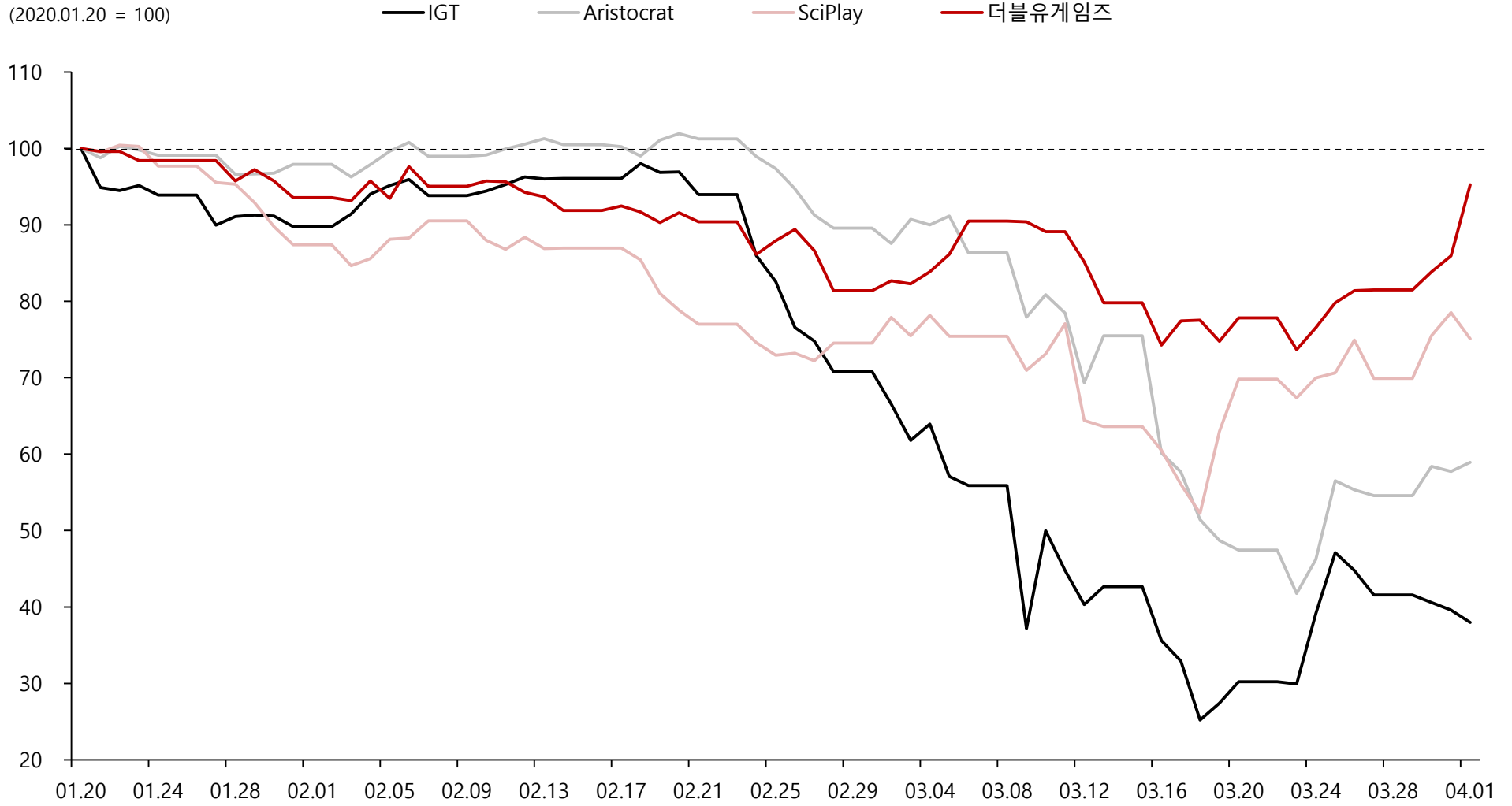
## 더블유게임즈 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
12개월 Forward 지배주주순이익	1,191	억원	(a): 1Q20~4Q20 예상 지배주주순이익 합
발행주식수	1,826	만주	(b):
2020년 예상 EPS	6,520	원	(c)=(a)/(b)*10,000
목표 PER	9.9	배	(d): 상장 이후 평균 12MF PER
적정 주가	64,752	원	(e): (c)*(d)
<b>목표 주가</b>	<b>65,000</b>	<b>원</b>	
현재 주가(2020.04.03)	52,900	원	
<b>상승 여력</b>	<b>22.9</b>	<b>%</b>	

자료: Quantwise, Bloomberg, SK증권

# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

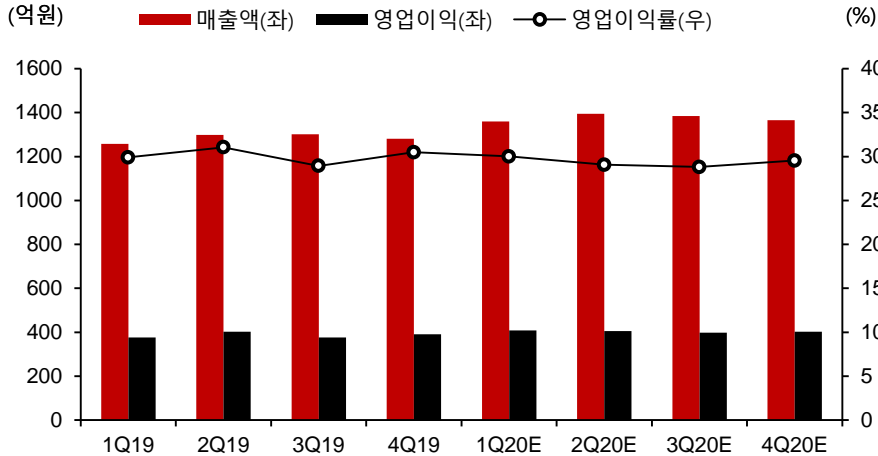
한, 미 코로나19 최초 확진자 발생(1/20) 이후 소셜 카지노주(더블유게임즈, SciPlay)와 카지노주(IGT, Aristocrat)의 차별화된 주가 흐름



자료: Bloomberg, SK증권

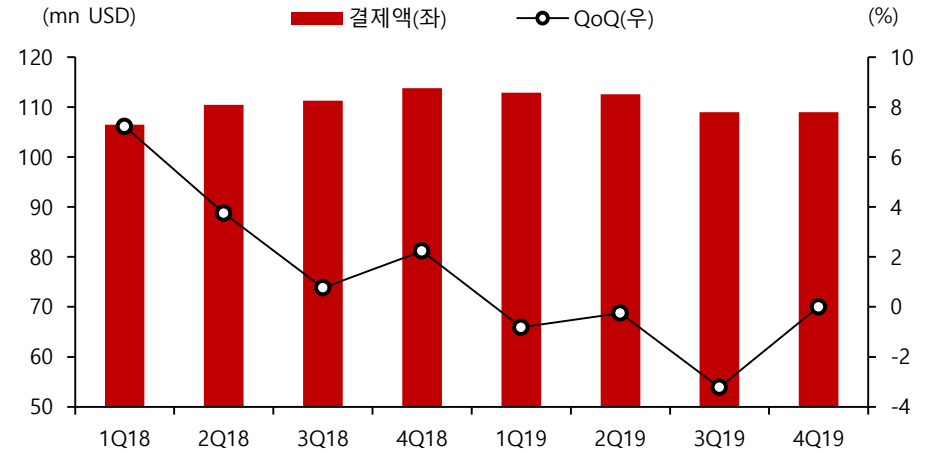
# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

더블유게임즈 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유게임즈 달러결제액 추이



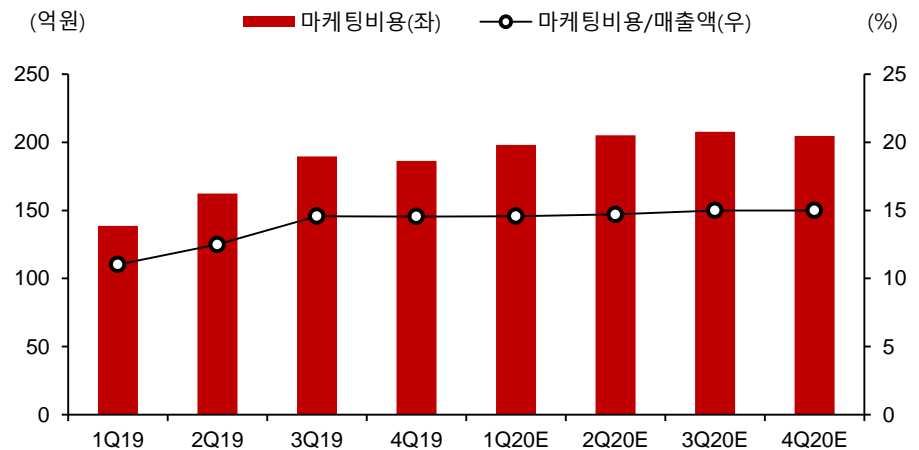
자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유게임즈 원화매출액, 원달러환율 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유게임즈 마케팅비용 추이 및 전망

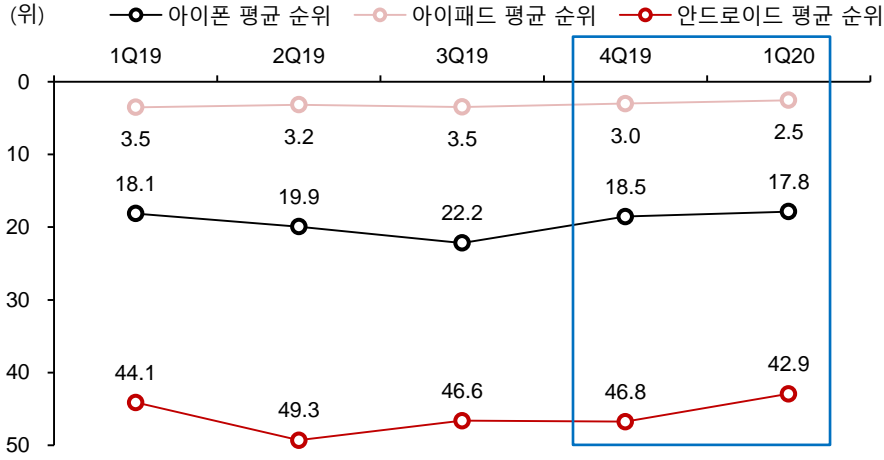


자료: 더블유게임즈, SK증권



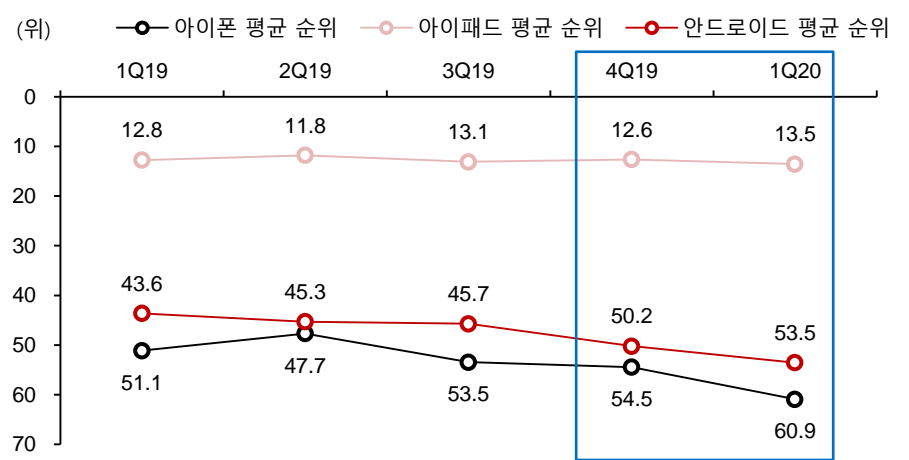
# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

더블다운카지노 미국 게임 매출 순위 추이(매주 금요일 미국 매출 순위 평균)



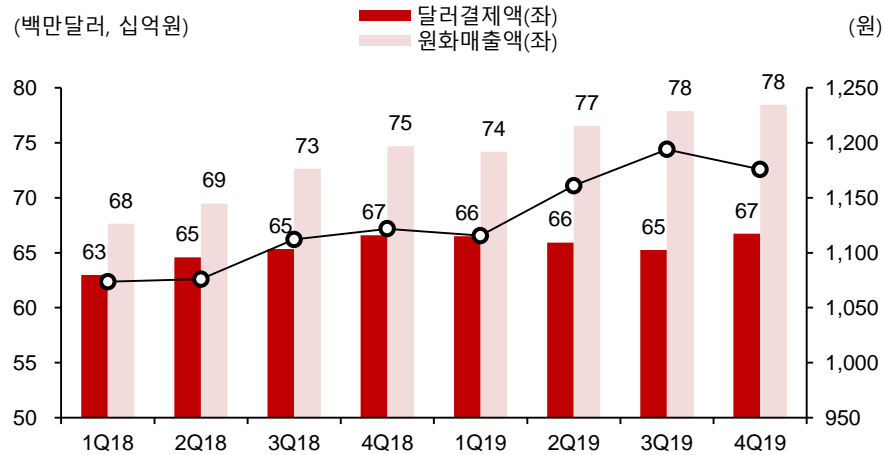
자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유카지노 미국 게임 매출 순위 추이(매주 금요일 미국 매출 순위 평균)



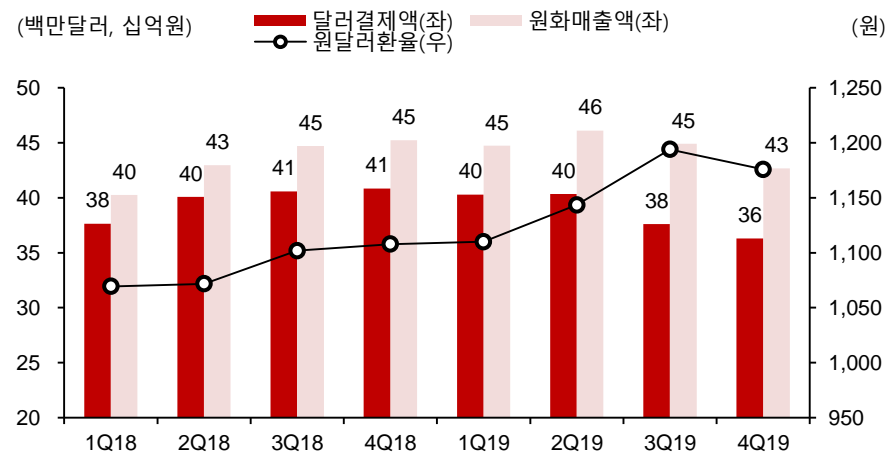
자료: 더블유게임즈, SK증권

더블다운카지노 달러결제액, 원화매출액, 분기 평균 원달러환율 추이



자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유카지노 달러결제액, 원화매출액, 분기 평균 원달러환율 추이



자료: 더블유게임즈, SK증권

# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,051	1,146	1,743	3,198	4,704	매출액	3,193	4,830	5,138	5,503	5,830
현금및현금성자산	248	418	458	1,884	3,360	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권및기타채권	405	352	414	441	468	매출총이익	3,193	4,830	5,138	5,503	5,830
재고자산	0	0	0	0	0	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
비유동자산	8,921	8,822	9,004	8,994	9,130	판매비와관리비	2,383	3,473	3,592	3,888	3,943
장기금융자산	77	12	12	12	12	영업이익	810	1,358	1,546	1,615	1,887
유형자산	19	18	18	48	56	영업이익률 (%)	25.4	28.1	30.1	29.4	32.4
무형자산	8,654	8,726	8,647	8,207	7,953	비영업손익	-427	-184	-166	-109	-109
자산총계	9,972	9,968	10,747	12,192	13,834	순금융비용	174	298	262	237	221
유동부채	3,074	1,764	851	876	902	외환관련손익	-190	118	93	58	58
단기금융부채	2,772	1,380	467	467	467	관계기업투자등 관련손익	0	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무	64	9	17	18	19	세전계속사업이익	383	1,174	1,380	1,507	1,778
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	12.0	24.3	26.9	27.4	30.5
비유동부채	2,852	3,021	3,424	3,465	3,505	계속사업법인세	27	296	277	316	391
장기금융부채	2,720	2,858	3,222	3,222	3,222	계속사업이익	356	878	1,103	1,191	1,387
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	5,926	4,785	4,276	4,341	4,407	당기순이익	356	878	1,103	1,191	1,387
지배주주지분	4,046	5,183	6,472	7,851	9,427	순이익률 (%)	11.2	18.2	21.5	21.6	23.8
자본금	88	91	91	91	91	지배주주	354	878	1,103	1,191	1,387
자본잉여금	3,087	3,227	3,230	3,230	3,230	지배주주귀속 순이익률(%)	11.07	18.17	21.46	21.63	23.8
기타자본구성요소	-314	-416	-422	-422	-422	비지배주주	3	0	0	0	0
자기주식	-500	-500	-500	-500	-500	총포괄이익	61	1,153	1,351	1,438	1,635
이익잉여금	1,481	2,302	3,345	4,477	5,805	지배주주	58	1,153	1,351	1,438	1,635
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	3	0	0	0	0
자본총계	4,046	5,183	6,472	7,851	9,427	EBITDA	1,007	1,696	2,007	2,085	2,194
부채와자본총계	9,972	9,968	10,747	12,192	13,834						

자료: 더블유게임즈, SK증권 추정

# 더블유게임즈 (192080/KS | 매수(유지) | T.P 65,000원(상향))

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동현금흐름	890	1,728	1,752	1,783	1,816	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	356	878	1,103	1,191	1,387	매출액	105.2	51.3	6.4	7.1	5.9
비현금성항목등	576	868	990	895	806	영업이익	80.6	67.6	13.9	4.5	16.8
유형자산감가상각비	8	8	74	30	52	세전계속사업이익	-28.2	206.2	17.6	9.1	18.0
무형자산상각비	189	330	387	440	255	EBITDA	122.9	68.4	18.4	3.9	5.2
기타	49	13	24	-70	-53	EPS(계속사업)	-28.8	140.2	24.1	7.9	16.5
운전자본감소(증가)	65	16	-132	-18	-18	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	55	-38	-27	-27	ROE	9.0	19.0	18.9	16.6	16.1
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0	ROA	5.0	8.8	10.7	10.4	10.7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-56	-32	1	1	EBITDA마진	31.5	35.1	39.1	37.9	37.6
기타	68	16	-62	8	8	안정성 (%)					
법인세납부	-108	-34	-209	-285	-360	유동비율	34.2	64.9	204.7	364.9	521.5
투자활동현금흐름	-5,925	41	-496	-29	-12	부채비율	146.5	92.3	66.1	55.3	46.8
금융자산감소(증가)	3,498	-5	-497	0	0	순차입금/자기자본	120.8	67.2	37.0	12.4	-5.4
유형자산감소(증가)	-6	-7	-11	-60	-60	EBITDA/이자비용(배)	4.9	5.5	7.3	7.8	8.2
무형자산감소(증가)	-55	-35	-1	-1	-1	주당지표 (원)					
기타	-9,361	88	12	32	49	EPS(계속사업)	2,027	4,869	6,040	6,520	7,598
재무활동현금흐름	5,138	-1,603	-1,216	-328	-328	BPS	22,996	28,402	35,440	42,981	51,609
단기금융부채증가(감소)	2,337	-1,392	-980	0	0	CFPS	3,155	6,744	8,564	9,094	9,278
장기금융부채증가(감소)	3,000	0	-63	0	0	주당 현금배당금	350	350	350	350	350
자본의증가(감소)	12	18	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-103	-57	-59	-59	-59	PER(최고)	32.9	15.1	12.8	8.2	7.1
기타	-108	-172	-114	-269	-269	PER(최저)	18.3	10.3	7.5	5.7	4.9
현금의 증가(감소)	95	170	40	1,426	1,476	PBR(최고)	2.9	2.6	2.2	1.3	1.0
기초현금	153	248	418	458	1,884	PBR(최저)	1.6	1.8	1.3	0.9	0.7
기말현금	248	418	458	1,884	3,360	PCR	16.4	8.9	5.8	5.6	5.5
FCF	788	1,436	1,368	1,662	1,694	EV/EBITDA(최고)	16.4	9.9	8.3	5.2	4.3
						EV/EBITDA(최저)	4.9	7.3	5.3	3.7	2.9

자료: 더블유게임즈, SK증권 추정

## 웹보드게임 손실한도 폐지 최대 수혜주

### ● 투자포인트

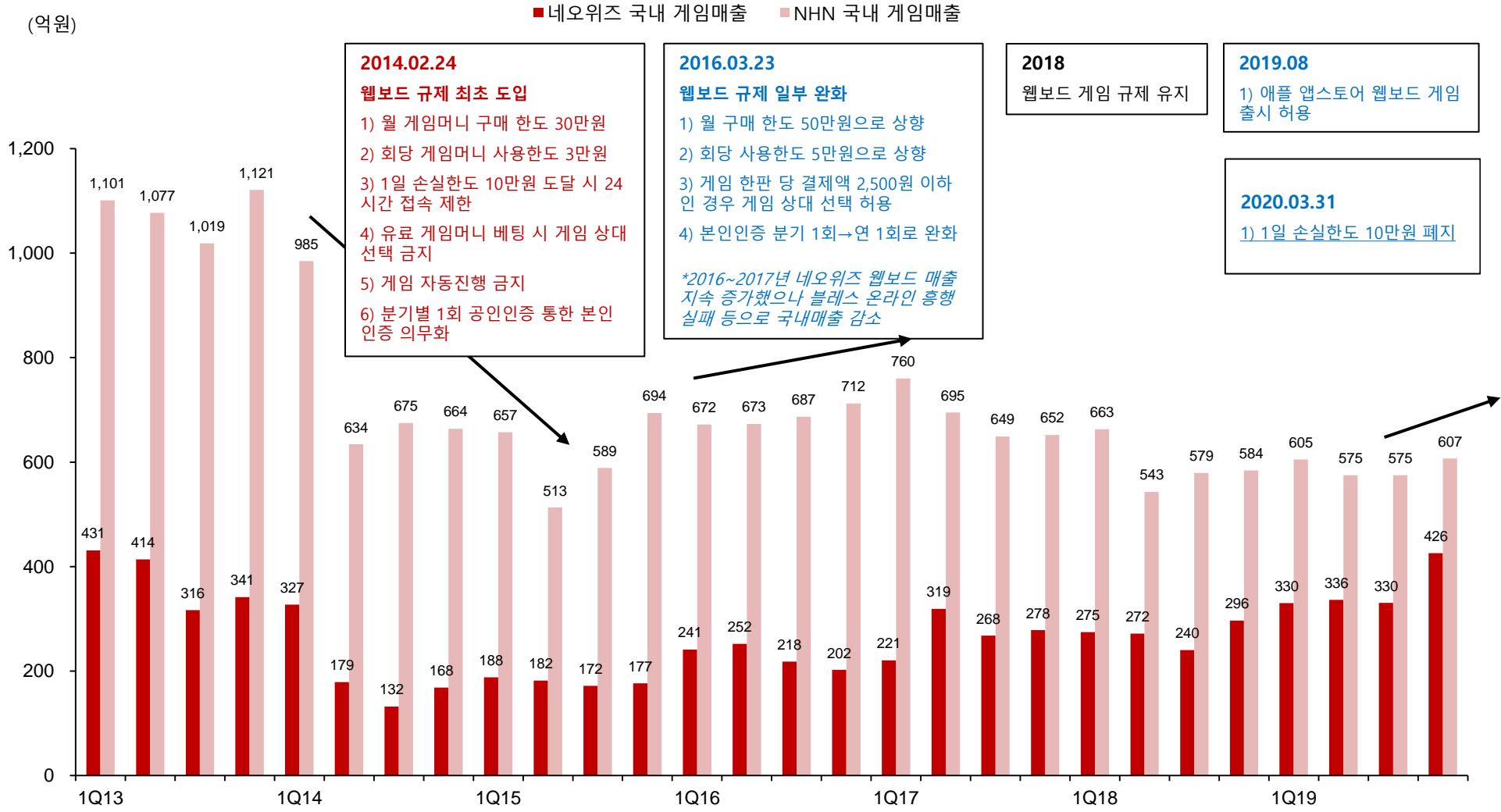
- ① 3/31 '게임산업진흥에 관한 법률 시행령' 개정안 국무회의 통과. 이로 하루 웹보드 게임머니 손실액이 10만원에 도달할 경우 24시간 동안 게임 사용을 금지하던 손실한도 규제가 폐지되며 2분기부터 유저당 결제액 증가 기대. 수혜주인 NHN, 네오위즈 중 피망 웹보드 게임 1위 라인업 보유하고 있으며 웹보드 매출 비중과 웹보드 매출 중 모바일 비중이 높은 네오위즈가 수혜도 상대적으로 높을 것으로 전망
- ② 3월 블레스 모바일(조이시티), 블레스 언리쉬드(자회사 라운드8스튜디오 개발, Bandai Namco America 북미 퍼블리싱) 출시 및 현재 사전예약 중인 중국 룽투게임의 블레스 이터널 연중 출시로 블레스 IP를 보유한 동사의 로열티 수입 증가 기대
- ③ 일본 퍼블리싱 자회사 게임온 연중 로스트아크 퍼블리싱 예상. 주력 퍼블리싱 게임이던 검은사막 온라인의 서비스가 4월 24일부로 펠어비스에 이관되는 점은 부정적이나 연중 로스트아크(스마일게이트), 이후 알리온(기존명 A:IR/크래프톤) 퍼블리싱 등이 예정돼 있어 실적 회복 전망
- ④ 인디게임 발굴 및 스팀 퍼블리싱(1Q20 스킵, 메탈유닛 등 스팀 얼리엑세스 출시), 콘솔 게임 최초 출시(3/12 북미 퍼블리셔 Bandai Namco America 통해 3/12 MMORPG 블레스 언리쉬드) 등 장르, 플랫폼 확장 통한 매출 다변화 노력 긍정적이라 판단. 특히 스킵은 스팀 얼리 액세스 버전 출시 이후 글로벌 유저들로부터 상당히 긍정적인 반응 얻으며 인디게임 퍼블리싱 사업 가능성 제시

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률												
자본금	110 억원	주가(20/04/02)	17,200 원													
발행주식수	2,192 만주	KOSDAQ	567.7 pt													
자사주	0 만주	52주 Beta	0.96													
액면가	500 원	52주 최고가	19,600 원													
시가총액	3,769 억원	52주 최저가	12,100 원													
주요주주		60일 평균 거래대금	59 억원													
나성균(외13)	37.54%															
외국인지분률	11.00%															
배당수익률	0.00%															
						<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>1.2%</td> <td>11.9%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>5.9%</td> <td>16.4%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>24.6%</td> <td>62.4%</td> </tr> </tbody> </table>	주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	1.2%	11.9%	6개월	5.9%	16.4%	12개월
주가상승률	절대주가	상대주가														
1개월	1.2%	11.9%														
6개월	5.9%	16.4%														
12개월	24.6%	62.4%														

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	1,901	1,910	1,740	2,155	2,545
yoy	%	-2.5	0.5	-8.9	23.8	18.1
영업이익	억원	157	235	109	226	326
yoy	%	-47.9	49.7	-53.7	107.5	44.4
EBITDA	억원	239	287	156	256	411
세전이익	억원	-144	188	6	366	324
순이익(지배주주)	억원	-206	103	-15	320	242
영업이익률%	%	8.3	12.3	6.3	10.5	12.8
EBITDA%	%	12.6	15.0	9.0	11.9	16.2
순이익률	%	-11.5	5.2	-1.2	15.6	10.9
EPS(계속사업)	원	-952	479	-70	1,462	1,104
PER	배	N/A	23.7	N/A	8.4	15.4
PBR	배	1.3	0.9	1.0	0.9	1.1
EV/EBITDA	배	10.8	5.4	11.6	5.8	5.4
ROE	%	-7.5	3.9	-0.6	11.4	7.8
순차입금	억원	-952	-934	-861	-1,194	-1,538
부채비율	%	41.7	17.1	16.4	22.7	21.0

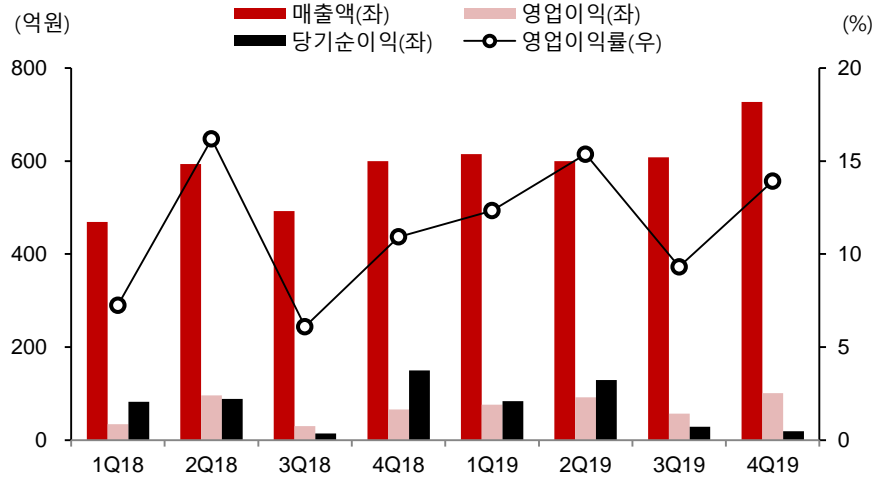
국내 웹보드게임 규제 타임라인 및 네오위즈, NHN 국내 게임매출 추이



자료: 네오위즈, NHN, 언론 보도 종합, SK증권

# 네오위즈 (095660/KQ | (Not Rated))

## 네오위즈 주요 실적 추이



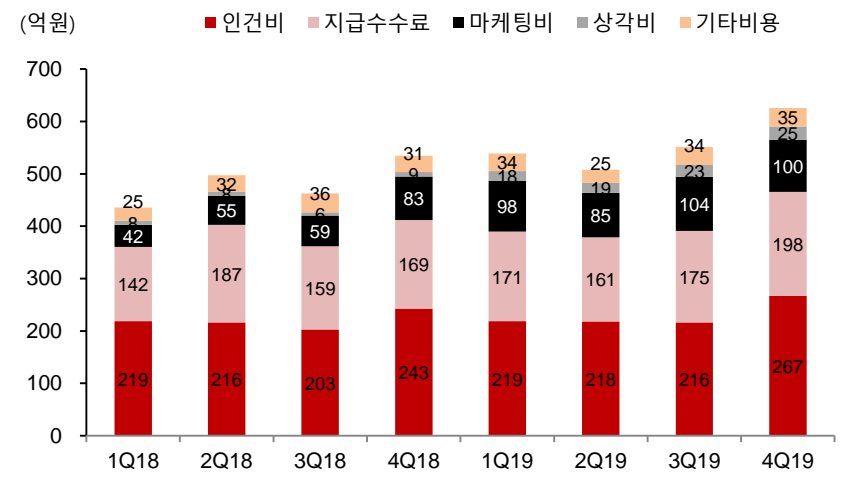
자료: 컴투스, SK증권

## 네오위즈 주력 웹보드 게임 구글 플레이스토어 매출 순위 (3/31)

23		Pmang Poker : Casino Royal NEOWIZ GAMES
65		피망 뉴맞고 : 고스름으로 ... NEOWIZ GAMES
153		피망 섯다 NEOWIZ GAMES

자료: AppAnnie, SK증권

## 네오위즈 주요 영업비용 추이



자료: 컴투스, SK증권

## 네오위즈 주력 웹보드 게임 iPhone 앱스토어 매출 순위 (3/31)

67		피망 포커 NEOWIZ GAMES
97		피망 뉴맞고 : 고스름으로 대... NEOWIZ GAMES
139		피망 섯다 NEOWIZ GAMES

자료: AppAnnie, SK증권

# 네오위즈 (095660/KQ | (Not Rated))

재무상태표						포괄손익계산서					
	2015	2016	2017	2018	2019		2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)						월 결산(억원)					
유동자산	2,674	1,966	1,888	1,550	1,914	매출액	1,901	1,910	1,740	2,155	2,545
현금및현금성자산	628	665	636	895	859	매출원가	890	857	919	1,043	1,143
매출채권및기타채권	1,059	235	977	257	272	매출총이익	1,011	1,053	821	1,112	1,402
재고자산	0	0	0	0	0	매출총이익률 (%)	53.2	55.1	47.2	51.6	55.1
비유동자산	1,070	1,208	1,156	2,118	2,066	판매비와관리비	854	819	712	886	1,076
장기금융자산	60	217	177	126	70	영업이익	157	235	109	226	326
유형자산	35	49	62	512	766	영업이익률 (%)	8.3	12.3	6.3	10.5	12.8
무형자산	75	77	162	146	159	비영업손익	-301	-47	-102	141	-2
자산총계	3,744	3,174	3,044	3,667	3,980	순금융비용	-10	-13	-17	-19	-6
유동부채	1,032	412	327	509	449	외환관련손익	12	4	-8	7	10
단기금융부채	601	3	1	0	26	관계기업투자등 관련손익	-141	-72	-112	99	25
매입채무 및 기타채무	137	122	101	127	111	세전계속사업이익	-144	188	6	366	324
단기충당부채	40	27	19	46	61	세전계속사업이익률 (%)	-7.6	9.8	0.4	17.0	12.7
비유동부채	69	52	100	170	242	계속사업법인세	77	87	28	31	48
장기금융부채	4	1			23	계속사업이익	-221	100	-21	335	276
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	3	-2			
장기충당부채	4	4	4	4	8	*법인세효과	0				
부채총계	1,101	464	428	679	691	당기순이익	-219	99	-21	335	276
지배주주지분	2,650	2,717	2,626	2,985	3,230	순이익률 (%)	-11.5	5.2	-1.2	15.6	10.9
자본금	110	110	110	110	110	지배주주	-206	103	-15	320	242
자본잉여금	1,324	1,262	1,262	1,262	1,262	지배주주귀속 순이익률(%)	-10.84	5.41	-0.88	14.87	9.5
기타자본구성요소	-521	-524	-551	-533	-541	비지배주주	-12	-5	-6	15	34
자기주식	-126	-206	-204	-176	-152	총포괄이익	-191	127	-74	356	287
이익잉여금	1,903	2,006	1,985	2,294	2,517	지배주주	-179	132	-67	341	254
비지배주주지분	-8	-6	-11	4	58	비지배주주	-12	-5	-7	15	33
자본총계	2,643	2,711	2,616	2,988	3,289	EBITDA	239	287	156	256	411
부채와자본총계	3,744	3,174	3,044	3,667	3,980						

자료: 네오위즈

# 네오위즈 (095660/KQ | (Not Rated))

## 현금흐름표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	156	304	91	386	370
당기순이익(손실)	-219	99	-21	335	276
비현금성항목등	550	311	274	39	248
유형자산감가상각비	31	16	17	21	69
무형자산상각비	51	36	30	10	17
기타	468	259	226	8	162
운전자본감소(증가)	-126	-46	-126	23	-99
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	113	29	12	64
재고자산감소(증가)	1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	-5	-25	5	-36
기타	-138	72	-72	29	1
법인세납부	-65	-69	-39	-20	-60
투자활동현금흐름	249	382	-80	-165	-409
금융자산감소(증가)	400	485	72	-98	-398
유형자산감소(증가)	-10	-27	-29	-350	-8
무형자산감소(증가)	-30	-30	-6	-1	-24
기타					
재무활동현금흐름	-213	-681	-2	7	-26
단기금융부채증가(감소)	-14	-611	-3	-1	
장기금융부채증가(감소)					-25
자본의증가(감소)			1	8	9
배당금의 지급					
기타	223	10	1	0	
현금의 증가(감소)	212	38	-29	259	-36
기초현금	416	628	665	636	895
기말현금	628	665	636	895	859
FCF	459	149	-488	699	-71

자료: 네오위즈

## 주요투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)					
성장성 (%)					
매출액	-2.5	0.5	-8.9	23.8	18.1
영업이익	-47.9	49.7	-53.7	107.5	44.4
세전계속사업이익	적전	흑전	-96.6	5,563.3	-11.5
EBITDA	-40.9	19.7	-45.5	64.2	60.5
EPS(계속사업)	적지	흑전	적전	흑전	-24.5
수익성 (%)					
ROE	-7.5	3.9	-0.6	11.4	7.8
ROA	-5.5	2.9	-0.7	10.0	7.2
EBITDA마진	12.6	15.0	9.0	11.9	16.2
안정성 (%)					
유동비율	259.2	477.3	576.7	304.5	425.9
부채비율	41.7	17.1	16.4	22.7	21.0
순차입금/자기자본	-36.0	-34.4	-32.9	-40.0	-46.8
EBITDA/이자비용(배)	6.3	37.9	117.4	671.1	374.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-952	479	-70	1,462	1,104
BPS	12,671	13,338	12,913	14,423	15,432
CFPS	-563	708	146	1,602	1,494
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	40.0	N/A	16.4	16.3
PER(최저)	N/A	21.5	N/A	7.5	10.9
PBR(최고)	2.0	1.4	1.2	1.7	1.2
PBR(최저)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	-28.7	16.0	83.8	7.7	11.3
EV/EBITDA(최고)	19.1	11.5	15.6	16.1	6.2
EV/EBITDA(최저)	9.3	4.8	9.3	4.9	3.0



## 궤도 오른 전쟁시뮬레이션 라인업과 블레스모바일 출시 효과

### ● 투자포인트

- ① 캐리비안의해적, 건설배틀 등 북미 시장 공략한 전쟁시뮬레이션(SLG) 장르 게임 투자는 2017, 2018년까지는 적자의 주요 원인이었으나, 운영 및 마케팅 노하우 축적으로 작년 하반기부터 프리스타일과 함께 안정적인 신규 수익원으로 자리잡으며 관련 인건비, 마케팅비용 등도 안정화. SLG 장르는 개발 인프라 구축 시 신작 개발이 상대적으로 용이해 안정적인 비용 집행 기초 및 이익률 지속 가능 전망
- ② 인지도 높은 IP(스마일게이트 크로스파이어, 크래프톤 테라) 기반 SLG 신작 2, 3분기에 한 개씩 출시 예정되어 있어 SLG 장르 비중 확대 통한 연중 신작 모멘텀 유지 가능 전망
- ③ 북미 모바일 게임 시장 최대 인기 장르인 전략 장르는 1) 유저 결제액이 RPG 다음으로 높고 꾸준하며, 2) 출시 이후 1~2년간 매출이 정점까지 꾸준히 증가한 이후 안정적으로 유지되는 경향 보여 타 장르 대비 라이프사이클이 긴 매력적 시장으로 경쟁력 확보한 동사의 존재감 확대 기대
- ④ 사전예약자 200만명 돌파한 블레스 모바일 3/31 국내 정식 출시. 출시 첫날과 둘째날 iPhone 앱스토어 매출 순위 각각 14위, 24위를 기록하며 양호한 스타트 끊음. 개발사 씽크편이 직접 운영하며 이용자 피드백과 콘텐츠 업데이트 등을 빠르게 반영할 수 있어 초반 성과 개선 여지 지체 불 필요 있으며 일매출 1억원 내외 수준으로 안정화되며 2020년 실적 개선에 기여할 전망

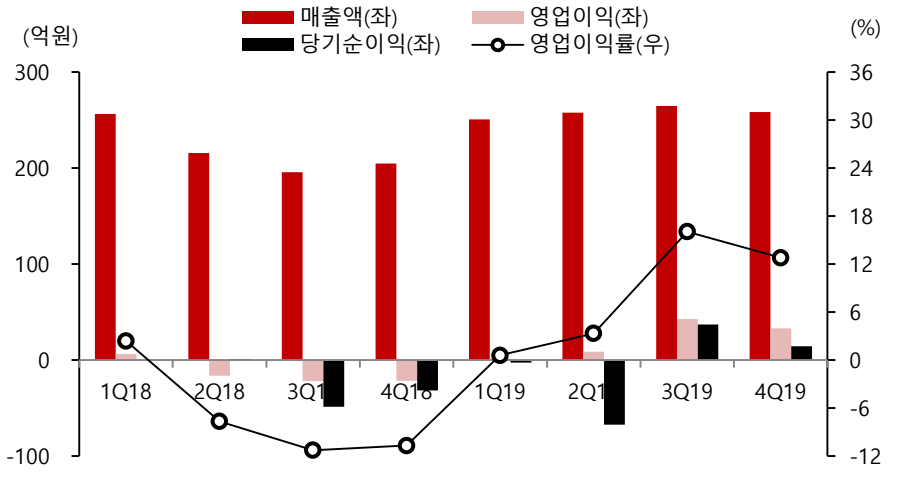
Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	59 억원	주가(20/04/02)	10,200 원			
발행주식수	1,397 만주	KOSDAQ	567.7 pt			
자사주	0 만주	52주 Beta	1.08			
액면가	500 원	52주 최고가	13,000 원			
시가총액	1,419 억원	52주 최저가	6,090 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	19 억원			
엔드림(외4)	36.98%			주가상승률	절대주가	상대주가
디자인통	9.93%			1개월	-15.0%	-6.0%
외국인지분률	1.30%			6개월	22.2%	34.4%
배당수익률	0.00%			12개월	3.0%	34.2%

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	575	725	922	872	1,031
yoy	%	23.7	26.0	27.1	-5.4	18.2
영업이익	억원	83	31	-27	-54	85
yoy	%	49.1	-63.0	적전	적지	흑전
EBITDA	억원	111	60	9	-25	125
세전이익	억원	44	-17	-28	-43	3
순이익(지배주주)	억원	11	-53	-115	-78	-13
영업이익률%	%	14.4	4.2	-3.0	-6.2	8.3
EBITDA%	%	19.4	8.3	1.0	-2.9	12.1
순이익률	%	1.9	-7.4	-12.5	-9.1	-1.8
EPS(계속사업)	원	91	-453	-975	-660	-109
PER	배	320.9	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	4.6	3.5	2.8	2.4	1.9
EV/EBITDA	배	27.5	37.3	153.3	N/A	7.8
ROE	%	1.7	-9.4	-29.0	-25.7	-4.9
순차입금	억원	-382	-170	-189	-62	26
부채비율	%	12.5	29.9	49.4	108.2	159.5

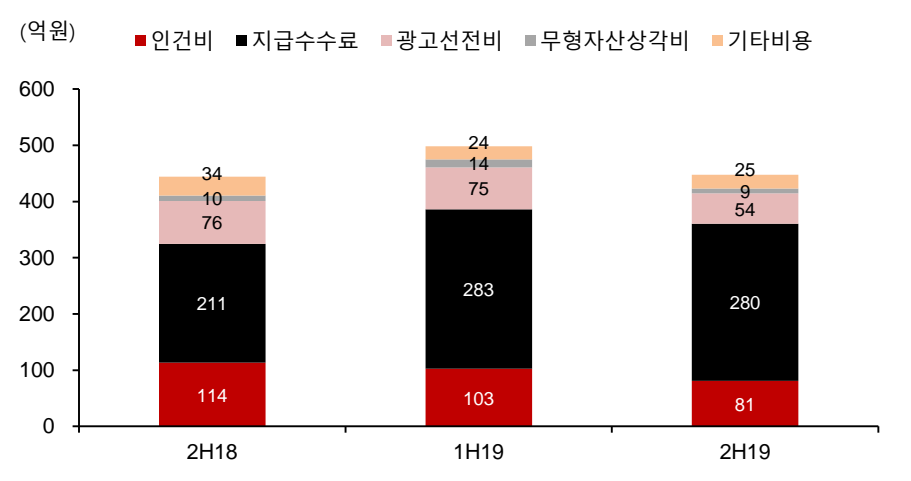
# 조이시티 (067000/KQ | (Not Rated))

조이시티 주요 실적 추이: 작년 2분기부터 흑자 전환



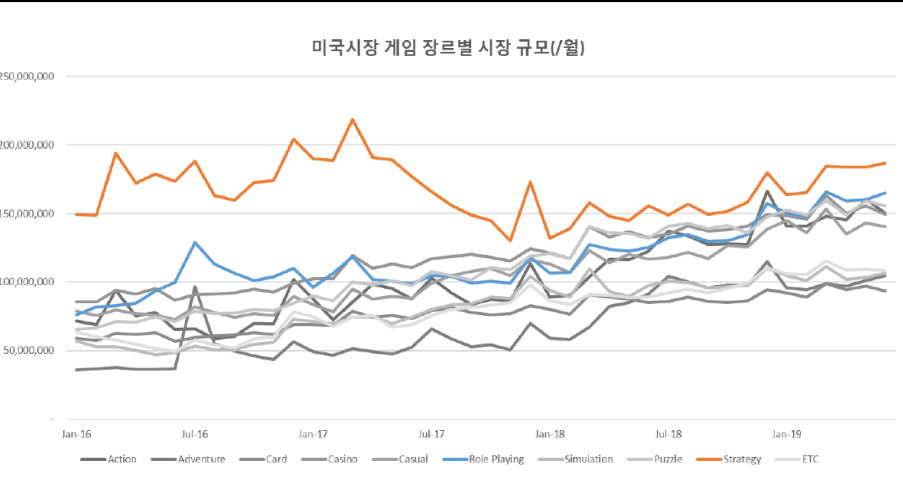
자료: 조이시티, SK증권

조이시티 주요 영업비용 추이: 주요 프로젝트 완료, 마케팅 효율 개선 등으로 개선 추세



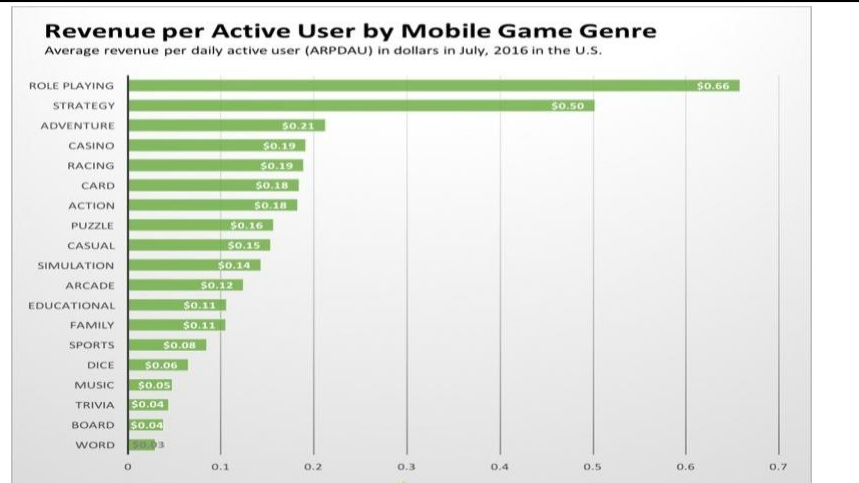
자료: 조이시티, SK증권

MMORPG가 특세하는 국내와 달리 미국 게임 시장에서 가장 큰 비중 차지하는 전략 장르



자료: 조이시티

미국 모바일 게임 시장에서 RPG 장르 다음으로 유저당 매출이 높은 전략 게임 장르



자료: 조이시티

# 조이스티 (067000/KQ | (Not Rated))

Disney IP 활용해 북미 시장 개척한 SLG 장르 게임 캐리비안의 해적: 전장의 물결



자료: 조이스티

2분기 출시 예정인 SLG 장르 신작 크로스파이어:워존



자료: 조이스티

두 번째 SLG 흥행작 '건설배틀: 토탈워페어'



자료: 조이스티

하반기 출시 예정인 SLG 장르 신작 테라:아르곤의 전쟁



자료: 조이스티

# 조이시티 (067000/KQ | (Not Rated))

3/31 국내 정식 출시한 모바일 MMORPG 블레스 모바일 플레이 화면



자료: SK증권

블레스 모바일: 출시 첫 날 iPhone 앱스토어 매출 17위 기록

#	App	#	App
1	라이프 오브 링겔즈 Lilith	11	메이플스토리M NEXON
2	AFK 아레나 Lilith	12	리니지2 레볼루션 Netmarble
3	리니지2M NCSOFT	13	황제라 칭하라 Dianchu
4	플레이드&소울 레볼루션 Netmarble	14	Clash of Clans Supercell
5	리니지M NCSOFT	15	PUBG MOBILE PUBG Corporation
6	A3: 스틸얼라이브 Netmarble	16	라플라스M Zilong
7	V4 NEXON	17	<b>블레스 모바일</b> Joycity
8	FIFA ONLINE 4 M by EA SP... NEXON	18	Cookie Run: OvenBreak Devisters
9	Random Dice : PvP Defense 111%	19	황이외는자 - 서민에서 왕가... Chuang Cool
10	기적의 검 4399	20	일곱 개의 대죄: GRAND CR... Netmarble

자료: AppAnnie, SK증권

주요 모바일 MMORPG 게임 출시 초기 주요 정보

모바일게임명	기업명	국내출시일	사전예약자 수	출시 첫날 매출
리니지2 레볼루션	넷마블	2016-12-14	340만명	79억원
리니지M	엔씨소프트	2017-06-21	550만명	107억원
검은사막 모바일	펄어비스	2018-02-28	500만명	25억원
달빛조각사	카카오게임즈	2019-10-10	300만명	20억원
V4	넥슨	2019-11-07	n/a	40억원
리니지2M	엔씨소프트	2019-11-27	738만명	71억원
<b>블레스 모바일</b>	<b>조이시티</b>	<b>2020-03-31</b>	<b>200만명</b>	<b>?</b>

자료: 언론 보도 종합, SK증권

# 조이시티 (067000/KQ | (Not Rated))

재무상태표						포괄손익계산서					
	2015	2016	2017	2018	2019		2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)						월 결산(억원)					
유동자산	598	411	350	387	392	매출액	575	725	922	872	1,031
현금및현금성자산	220	122	187	189	103	매출원가					
매출채권및기타채권	144	167	106	77	140	매출총이익	575	725	922	872	1,031
재고자산						매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
비유동자산	169	177	157	165	258	판매비와관리비	492	694	949	927	946
장기금융자산	19	61	58	94	92	영업이익	83	31	-27	-54	85
유형자산	13	12	11	10	10	영업이익률 (%)	14.4	4.2	-3.0	-6.2	8.3
무형자산	66	62	70	35	19	비영업손익	-39	-48	-1	11	-82
자산총계	767	588	506	552	649	순금융비용	-7	-4	-1	-3	-1
유동부채	81	115	161	286	350	외환관련손익	9	5	-16	4	4
단기금융부채	0		1	160	171	관계기업투자등 관련손익	-27	-17	12	1	
매입채무 및 기타채무	24	26	80	44	93	세전계속사업이익	44	-17	-28	-43	3
단기충당부채	5	4	5	6	5	세전계속사업이익률 (%)	7.6	-2.4	-3.0	-5.0	0.3
비유동부채	5	21	6	1	49	계속사업법인세	33	36	87	36	22
장기금융부채					43	계속사업이익	11	-53	-115	-79	-19
장기매입채무 및 기타채무						중단사업이익					
장기충당부채					3	*법인세효과					
부채총계	85	135	167	287	399	당기순이익	11	-53	-115	-79	-19
지배주주지분	682	453	339	266	258	순이익률 (%)	1.9	-7.4	-12.5	-9.1	-1.8
자본금	59	59	59	59	59	지배주주	11	-53	-115	-78	-13
자본잉여금	325	330	330	334	334	지배주주귀속 순이익률(%)	1.87	-7.35	-12.46	-8.91	-1.25
기타자본구성요소	-21	-193	-187	-183	-179	비지배주주				-2	-6
자기주식	-67	-248	-248	-249	-249	총포괄이익	10	-62	-120	-82	-19
이익잉여금	313	252	134	52	39	지배주주	10	-62	-120	-80	-13
비지배주주지분				-1	-7	비지배주주				-2	-6
자본총계	682	453	339	265	250	EBITDA	111	60	9	-25	125
부채와자본총계	767	588	506	552	649						

자료: 조이시티

# 조이시티 (067000/KQ | (Not Rated))

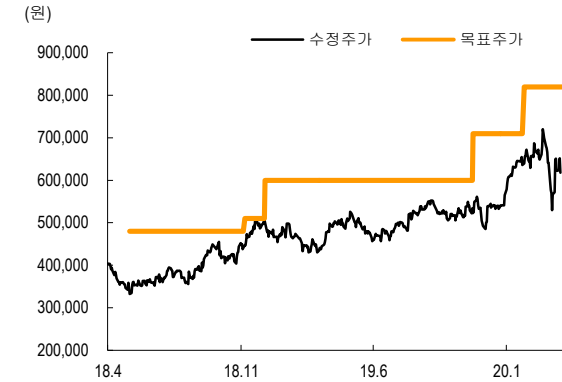
현금흐름표						주요투자지표					
	2015	2016	2017	2018	2019		2015	2016	2017	2018	2019
월 결산(억원)						월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	5	60	63	-89	28	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	11	-53	-115	-79	-19	매출액	23.7	26.0	27.1	-5.4	18.2
비현금성항목등	136	140	133	95	165	영업이익	49.1	-63.0	적전	적지	흑전
유형자산감가상각비	4	3	3	2	17	세전계속사업이익	-32.2	적전	적지	적지	흑전
무형자산상각비	24	26	34	27	22	EBITDA	45.4	-45.9	-84.6	적전	흑전
기타	107	111	96	66	126	EPS(계속사업)	-68.7	적전	적지	적지	적지
운전자본감소(증가)	-108	7	90	-73	-83	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	15	-21	56	17	-48	ROE	1.7	-9.4	-29.0	-25.7	-4.9
재고자산감소(증가)						ROA	1.4	-7.9	-21.0	-15.0	-3.2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	1	55	-37	49	EBITDA마진	19.4	8.3	1.0	-2.9	12.1
기타	-105	-16	91	-19	-180	안정성 (%)					
법인세납부	-41	-38	-45	-34	-37	유동비율	741.3	358.4	217.2	135.3	111.8
투자활동현금흐름	-209	20	1	-69	-98	부채비율	12.5	29.9	49.4	108.2	159.5
금융자산감소(증가)	-147	53	33	-69	-56	순차입금/자기자본	-56.1	-37.5	-55.8	-23.4	10.5
유형자산감소(증가)	0	-3	-2	-1	-3	EBITDA/이자비용(배)	586,272.1	1,260.8	84.4	-287.2	73.4
무형자산감소(증가)	-9	0	0	-1	0	주당지표 (원)					
기타	40	36	33	45	27	EPS(계속사업)	91	-453	-975	-660	-109
재무활동현금흐름	90	-177	-1	159	-15	BPS	6,364	5,947	4,980	4,368	4,297
단기금융부채증가(감소)			-1			CFPS	333	-202	-663	-413	223
장기금융부채증가(감소)				160	-13	주당 현금배당금					
자본의증가(감소)	161	3				Valuation지표 (배)					
배당금의 지급						PER(최고)	402.5	N/A	N/A	N/A	N/A
기타					1	PER(최저)	222.9	N/A	N/A	N/A	N/A
현금의 증가(감소)	-114	-98	66	2	-86	PBR(최고)	5.8	5.6	5.4	4.2	3.1
기초현금	334	220	122	187	189	PBR(최저)	3.2	3.0	2.5	2.3	1.4
기말현금	220	122	187	189	103	PCR	88.0	-101.6	-20.7	-24.9	36.3
FCF	-75	120	7	-177	-509	EV/EBITDA(최고)	35.4	61.9	321.6	-82.2	12.9
						EV/EBITDA(최저)	18.1	32.5	138.5	-44.4	6.0

자료: 조이시티

# Compliance Notice

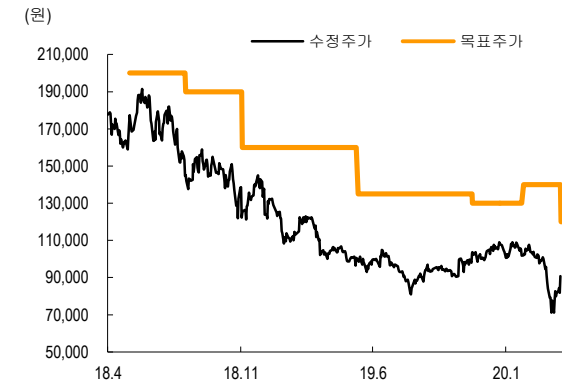
## 엔씨소프트(036570/KS)

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.04.06	매수	820,000원	6개월		
2020.02.13	매수	820,000원	6개월	-21.07%	-12.20%
2020.02.03	매수	820,000원	6개월	-20.17%	-18.05%
2019.11.15	매수	710,000원	6개월	-20.72%	-7.75%
2019.11.13	매수	710,000원	6개월	-26.13%	-25.92%
2019.05.13	매수	600,000원	6개월	-17.90%	-8.00%
2018.12.14	매수	600,000원	6개월	-20.90%	-12.33%
2018.11.12	매수	510,000원	6개월	-4.95%	0.39%
2018.08.16	매수	480,000원	6개월	-18.63%	-5.21%
2018.05.11	매수	480,000원	6개월	-23.42%	-17.71%



## 컴투스(078340/KQ)

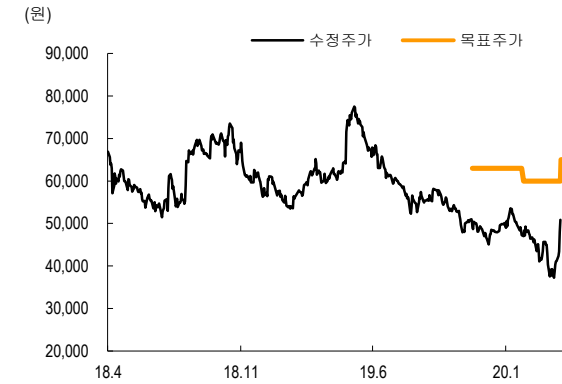
일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.04.06	매수	120,000원	6개월		
2020.02.13	매수	140,000원	6개월	-32.66%	-23.14%
2020.02.03	매수	140,000원	6개월	-25.29%	-23.14%
2019.11.13	매수	130,000원	6개월	-19.94%	-16.15%
2019.05.13	매수	135,000원	6개월	-29.55%	-22.37%
2019.02.11	매수	160,000원	6개월	-26.95%	-9.38%
2018.11.08	매수	160,000원	6개월	-21.51%	-9.38%
2018.08.09	매수	190,000원	6개월	-23.73%	-16.32%
2018.05.11	매수	200,000원	6개월	-13.76%	-4.25%



# Compliance Notice

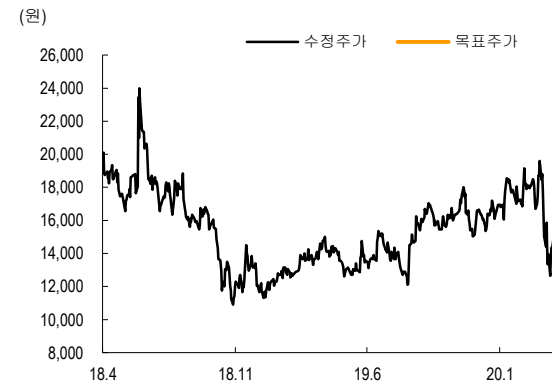
## 더블유게임즈(192080/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.04.06	매수	65,000원	6개월		
2020.02.06	매수	60,000원	6개월	-26.93%	-17.83%
2020.02.03	매수	60,000원	6개월	-20.78%	-19.42%
2019.11.13	매수	63,000원	6개월	-22.07%	-14.92%



## 네오위즈(095660/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.04.06	Not Rated				





# Compliance Notice

조이시티(067000/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.04.06	Not Rated				

