



2020년 02월 12일 | 키움증권 리서치센터 | 산업분석
인터넷/게임 | Overweight(Maintain)

지금은 중소형게임주를 봐야할 때

느려지던 시장 성장바퀴가 다시 활발히 돌아가기 시작했습니다. 시장성장에 따라 신작 일정이 다시 중요해지고 있습니다. 게임업종 내 양극화가 심해진 가운데 상반기 중소형주들의 신작출시가 다수 예정되어 있어 관심을 기울일 필요가 있습니다. 관심종목으로 네오위즈, 선데이토즈, 조이시티를 추천드립니다.

인터넷/게임 Analyst 김학준 02)3787-5155, dilog10@kiwoom.com

키움증권 

Contents



Summary 3

- > 중소형주들의 도전이 시작 3

I. 업종 내 양극화 심화 4

- > 심한 양극화로 탄력성이 높아져 4

II. 게임 중소형주에 관심을 가져야 할 이유 6

- > 높아지는 신작 기대감 + 각사 라인업 6

III. 중국판호, 코로나로 변화 가능성 낮아 8

- > 반등한 중국시장,
판호발급 수는 다시 감소 추세 8

IV. 게임업종 투자전략 10

- > 상반기 전략 :
중소형주에 모아지는 시선 10

V. 기대작들의 중요 Point 12

- > 관심게임 : 서머너즈워:백년전쟁,
블레스 언리쉬드, 블레스M 애니팡 4 12

기업분석 13

- > 컴투스 (078340) 14
- > 더블유게임즈 (192080) 17
- > 네오위즈 (095660) 20
- > 선데이토즈 (123420) 23
- > 조이시티 (067000) 26
- > 베스파 (299910) 29

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

지금은 중소형게임주를 봐야할 때

>>> 게임 업종 내 양극화 현상 심화

2019년부터 게임업종은 지속적으로 양극화 현상이 심화되고 있다. 이는 신작게임의 성과가 두드러지게 나타나지 않았기 때문이다. 이에 따라 성공가능성이 높은 대형주들은 여전히 기대치가 높게 나타나는 현상이 이루어졌다. 반면에 시장 내 경쟁심화로 게임의 출시가 적어진 중소형주들에 대해서는 기대치가 감소하는 현상이 나타나게 되었다. 리니지2M의 성과와 중국과 관련된 판호개방에 대한 기대치가 연초에 나타나면서 중소형주들의 주가도 저점에서 반등하는 모습을 보여주었다. 하지만 여전히 대형주와 중소형주의 격차는 큰 상황이다.

>>> 게임 중소형주에 관심을 가져야 할 시기

2020년 상반기는 게임업종 중소형주에 대한 관심을 확대시켜야 할 시기이다. 대형신작의 성공은 기타 중소형주에 대한 관심으로 이어지는 현상이 지금까지 이어졌으며 올해 상반기도 그러한 모습이 나타날 것으로 전망된다. 더불어 작년 경쟁상황 심화에 따라 대다수의 게임들이 출시가 연기됨에 따라 중소형주들 대부분이 올해 상반기에 주력게임을 출시할 예정이다. 현재와 같이 양극화가 심해지고 있는 상황에서는 일정수준 이상의 신작 성과가 중소형주에서 나타나게 된다면 게임업종 전체적으로 관심이 확대될 것으로 전망된다.

>>> 모두 기대치가 형성될 Point들이 있다

각 업체들은 신작이 상반기에 집중된 만큼 기대치가 형성될 Point들을 보유하고 있다. 최근 국내에서 IP를 활용한 MMOPRG들이 성과를 내고 있는 만큼 몇 년간 준비된 중소형주들의 MMORPG도 각광을 받을 수 있다. 또한 각 사 대표 IP들을 활용한 게임들이 대거 준비 중이기 때문에 관련된 기대치 확대가 필요한 시점이다. 대부분 2Q시점에 주력게임들이 출시될 예정이기 때문에 지금부터 신작 출시일 정들에 대한 관심이 필요하다.

>>> 관심종목: 네오위즈, 선데이토즈, 조이시티

Summary

>>> 중소형주들의 도전이 시작

신규게임에 대한 성과 확대가 기대되는 시점

게임업종에 대해 기존 투자의견인 비중확대(Overweight)를 유지한다.

국내 게임업종이 둔화되었던 시장성장률을 다시 뛰어 넘어 새로운 도전을 시작하고 있다. 둔화된 시장성장률을 리니지2M의 출시(4Q 일매출 50억원 수준 추정)로 크게 돌려세운 것으로 평가된다. 시장의 성장이 다시 시작되는 가운데 관건은 상위게임에 집중되는지 아니면 낙수효과가 나타날 수 있는지 여부이다.

게임업종 2019년 총평

1. 2019년은 연말 이전까지 대형신작이 부재함에 따라 대형주에 대한 기대치만 반영되었음
2. 다만, 중소형주들의 부진이 지속됨에 따라 인건비 마케팅비용을 줄이는 몸집 줄이기 현상이 나타나
3. 작년 하반기 대형신작(리니지2M, V4)의 출시로 대다수의 게임이 2020년으로 연기됨

예전 리니지M이 출시되었을 때를 살펴보면 초기에는 상위게임에 집중되는 모습을 보이지만 점진적으로 낙수효과가 발생한다. 실제로 초기에 최상위권 매출에 대한 집중현상으로 중상위권 매출이 일시적으로 소폭 감소하는 모습을 보이지만 시일이 지남에 따라 다시 더 늘어났었다. 실제 국내에서 추정하는 구글플레이 기준 10위권 매출은 2017년만 하더라도 1억원 내외로 보고 있었지만 최근에는 1.2억원 수준으로 늘어난 것으로 보고 있다. 최상위게임 매출이 하향안정화되면서 시장규모가 감소하는 것이 아니라 다른 게임으로 변진다는 것으로 판단된다. 이러한 점에서 올해 2Q~3Q에 집중되는 게임들에 대해 관심을 기울일 필요가 있다. 중소형주들이 이 시점에 출시가 활발할 것으로 계획되어 있다는 점에서 관련주들에 대한 일정업데이트가 중요하다.

역대 최고의 양극화 현상, 중소형주 신작라인업을 감안했을 때 현재가 저점

1. 게임업종 내 중소형주 비중이 18~19%수준으로 역대 최저치
2. 상반기 대형주의 신작라인업은 최저 수준
3. 반면 중소형주는 다수의 신작이 2Q~3Q에 배치
4. 국내업체의 중국 판호 발급 가능성은 신종코로나에 대한 우려, 예년보다 적은 판호발급 개수로 낮아진 상황. 여전히 내자판호 발급이 가능한 업체들을 중심으로 살펴볼 필요가 있음

당사에서는 올해 상반기 중소형주 대표 게임을 주목할 필요가 있다고 판단하고 있으며 하반기에는 대형사들의 신작 및 글로벌 출시에 집중해야 한다고 보고 있다.

I. 업종 내 양극화 심화

>>> 심한 양극화로 탄력성이 높아져

대형게임의 성공 뒤에는 시장규모의 확대가 이루어져

2019년 말은 리니지2M의 성과에 대한 관심이 집중되었다. 이에 따라 대표업체인 엔씨소프트의 주가에도 변동성이 크게 나타났다. 이후 리니지2M의 성과가 기대 이상으로 확인되면서 연초 들어 높은 주가상승을 기록하고 있다. 리니지2M의 성공은 그 동안 자리잡던 2가지 우려 사항을 넘어섰다는데 의의가 있다. 1. MMORPG에 대한 피로도가 높아졌고 신규 MMORPG의 성공가능성이 낮아졌다는 중론을 넘어섰고 2. 국내 게임시장에서 10억이상의 매출을 달성하기 위해서는 소수의 초과금유저로 이루어진다는 인식을 넘어섰다. 리니지2M의 매출 구성에서 초과금유저의 비중이 적은 것은 아니나 DAU와 동시접속자 수 확대로 일정 수준 이상의 매출을 일으키면서 1위를 기록하고 있다. 즉, DAU가 크게 높지 않더라도 유저당 매출이 높은 수준에서 유지된다면 높은 매출을 기록할 수 있다는 것이다.

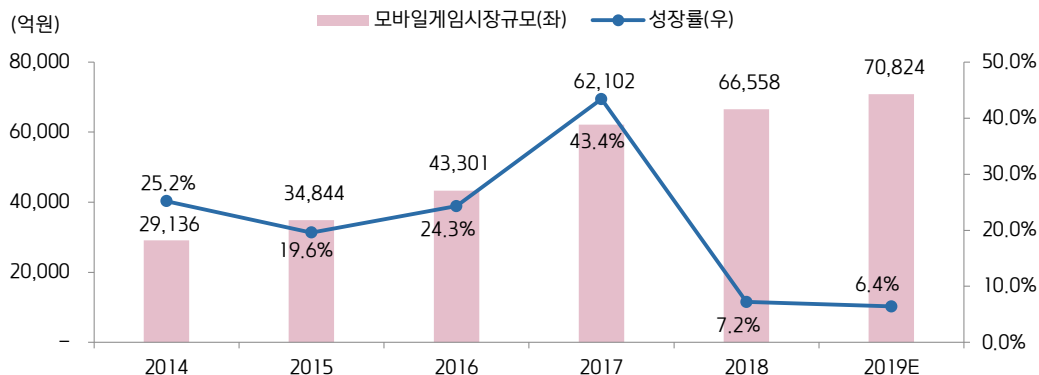
한국콘텐츠진흥원에 따르면 2019년 국내 게임시장 규모는 15조원으로 추정되며 이중 모바일게임시장이 7.1조원으로 전체 시장의 47%를 차지할 것으로 전망된다. PC게임이 정체된 가운데 모바일게임과 콘솔게임이 2017년~2018년에 주도하였다. 특히 국내 모바일게임시장이 MMORPG의 확대로 2017년에 YoY +42.2% 성장하였다는 점에서 올해도 다시 한번 성장할 가능성이 높다고 판단된다. 비록 2020년에 대한 모바일게임시장 성장전망치가 2.5%에 불과하지만 리니지2M의 성과만 일정수준 유지된다면 다시 한번 높은 성장률을 기록할 수 있을 것이다.

시장성장이 지속적으로 이루어지고 있지만 국내 중소형업체들의 양극화는 점차 심해지고 있다. 시가총액 기준으로 2018년 이후 게임업종 전체 시가총액은 27~35조원 내외를 횡보하고 있다. 전체 시가총액은 횡보한 반면 중소형주의 비중은 2018년 상반기를 고점으로 현재 역대 최저치(18~19%)까지 떨어졌다. 이러한 양극화는 하반기 말에 있을 대형주들의 글로벌 진출 성공여부에 따라 더 확대될 여지는 있지만 그 전까지는 양극화가 축소되는 모습을 보일 가능성이 높다. 상반기는 대형주들의 모멘텀이 크지 않은 시점이기 때문이다.

몸집을 줄이는 중소형주들, 턱어라운드 기반을 갖춰

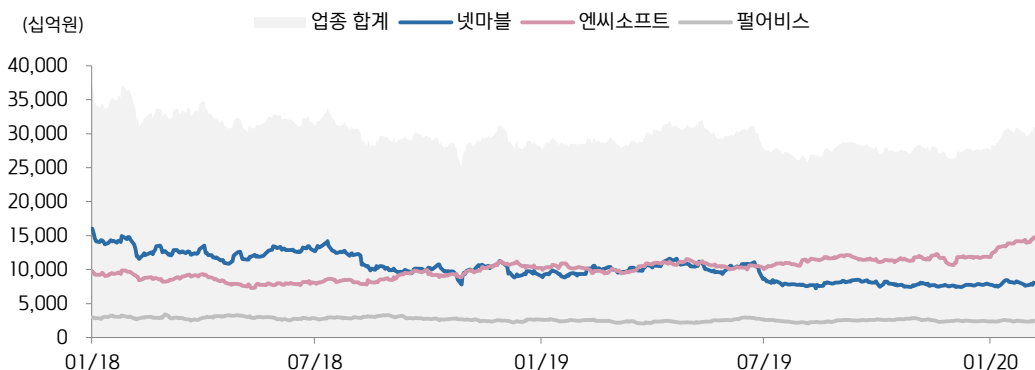
작년 하반기 중소형게임사들의 목표는 신작의 성과보다는 비용효율화에 초점이 맞춰져 있었다. 인원 증가 폭을 최소화하면서 마케팅비용도 줄이는 모습을 보여주었다. 이에 따라 대형신작을 출시한 몇몇 업체들을 제외하고는 마케팅비용이 광고성수기인 4Q임에도 불구하고 예산을 크게 상회하지 않을 것으로 전망된다. 몸집줄이기에 나서면서 점진적으로 적자 폭 감소나 이익의 소폭 확대가 이어질 것으로 기대된다. 이는 신작이 출시되는 상반기에도 해당된다. 대부분의 업체들이 신작출시 시점에 예전만큼의 과도한 마케팅은 지양한다고 밝히고 있으며 광고도 최소화하는 계획을 갖고있다. 실제 국내업체들의 마케팅비용이 확대되는 시점은 국내 게임 출시가 아닌 글로벌에 출시할 때이다. 국내는 마케팅툴이 어느정도 확립되었기 때문이며 유저 타겟팅이 광고가 보다 용이하기 때문이다.

국내모바일시장 규모 추이



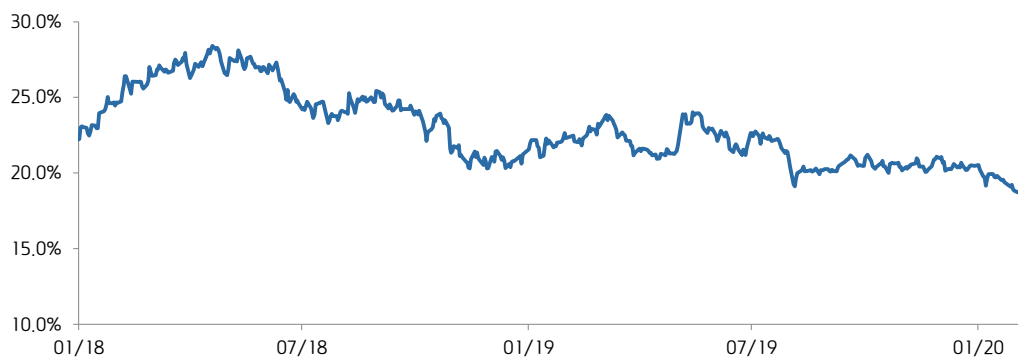
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권 리서치센터

게임업종 전체 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

게임업종 중소형주 시가총액 비중 추이 (중소형주=전체-엔씨소프트-넷마블-펠어비스)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

II. 게임 중소형주에 관심을 가져야 할 이유

>>> 높아진 신작 기대감 + 각사 라인업

Point 1. 높아지는 신작 기대감

기본적으로 국내 게임시장은 대표 게임의 성과가 향후 신작 기대감과 관련하여 큰 영향을 준다. 중소형주의 시가총액이 가장 컸을 때를 살펴보면 리니지M이 출시된 이후 엑스, 검은사막M 등이 연이어 성과를 내면서 기대감이 확대되었을 때인 2018년 5월말이었다. 이후 신작들의 지속적인 부진과 해외에서의 성과 부진 등으로 기대치가 매우 낮아졌었고 2019년 6월에 다시 로한M이 2위를 기록하면서 중소형주들에 대한 기대감이 반짝 발생하였으나 이후 코스닥 부진과 신작성과 부재 등이 겹치면서 시가총액이 급감하였다.

올해에는 리니지2M의 성과와 중국관련 기대감으로 시가총액이 다시 증가하였다 코로나에 대한 우려로 일정수준을 유지하고 있는 상황이다. 결국 관건은 높은 매출을 기록한 게임 이후에 이것을 받쳐줄 게임의 여부이다. 로한M이 출시했을 당시도 에오스레드까지 성과를 나타내다 매출들의 급감과 함께 주가의 하락세가 이어졌다. 이러한 부분에 비추어보면 리니지2M의 성과를 이어줄 중소형주의 신작 성과가 발생한다면 중소형주 전체에 대한 기대감이 발생하면서 주가가 탄력적으로 반등할 수 있을 것이다.

이러한 부분은 중국 관련된 기대감이 사라진 현재 나타나고 있다. 상반기 라인업을 다수 갖추고 있는 업체들을 중심으로 기대치가 확대되고 있다. 실제 연초대비 주가수익률을 살펴보면 신종코로나 확대로 이전에 자리잡았던 중국과 관련된 기대감이 20일에 대부분 사라졌으며 이후에 다시 반등하는 모습을 보이고 있다. 특히 20일 이후 주가수익률 흐름은 중소형주가 대형주보다 더 좋은 모습을 보이고 있다.

중소형주 시가총액 및 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

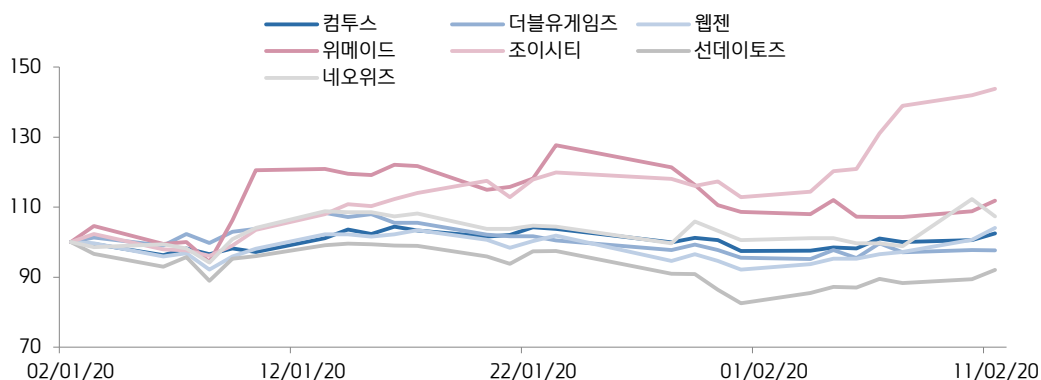
Point 2. 빠르게 출시되는 각사 라인업

2월 초는 게임업종의 실적발표가 있는 시점이다. 대부분 실적에 대한 흐름들이 주가에 반영되는데 올해 4Q는 실적이 몇몇 업체를 제외하고는 큰 서프라이즈는 나타나지 않을 것으로 전망된다. 이는 신작 출시가 거의 없었기 때문이다. 비용효율화에 따른 소폭의 이익반등은 있겠지만 시장기대치에서 크게 벗어나지는 않을 것으로 전망된다. 이에 따라 신작에 대한 기대치가 예년보다 빠르게 반영되고 있는 것으로 추정된다. 이러한 움직임은 실적발표가 마무리되고 더 이어질 것으로 전망되는데 대부분 2~4월의 게임업종 주가수익률은 상승세를 기록하는 경우가 많았다.

올해 게임 출시는 빠르면 2월부터 출시될 예정이다. 네오위즈, 웹젠의 게임 출시가 2~3월에 있을 것으로 추정된다. 이후 4~6월에 기대신작들을 중심으로 각사의 게임들이 출시될 계획이다. 글로벌 출시는 상반기에 크게 없을 것으로 보이며 대부분 국내 선출시 이후 글로벌에 진출하는 케이스가 될 것이다. 즉, 이전 사례가 없기 때문에 기대치 부여가 더 높게 나타날 수 있을 것이다.

중소형주 연초대비 주가수익률

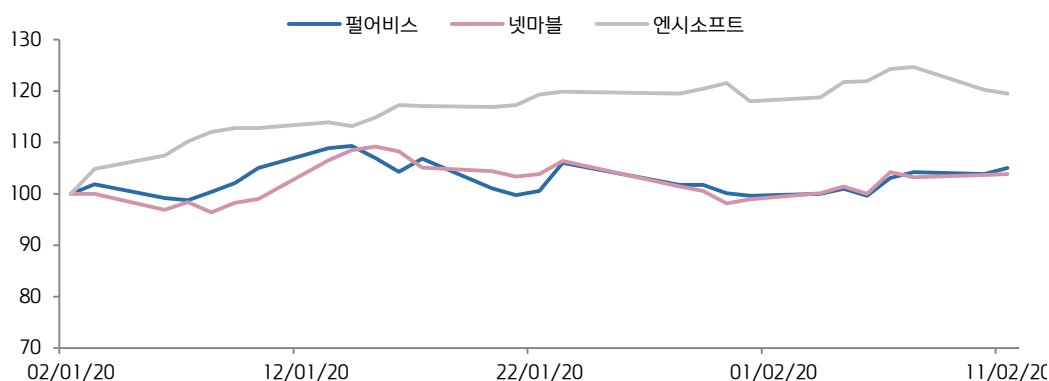
(기준=100, 1/1/20)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대형주 연초대비 주가수익률

(기준=100, 1/1/20)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 중국판호, 코로나로 변화 가능성 낮아

>>> 반등한 중국시장, 판호발급 수는 다시 감소 추세

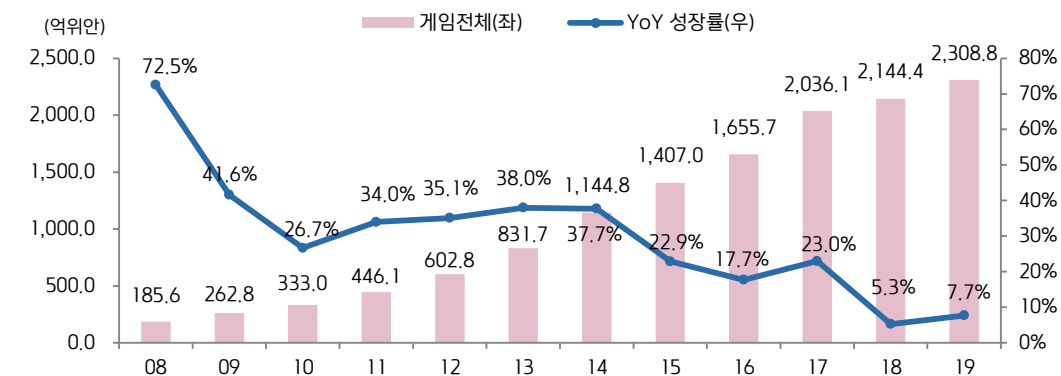
2019년 판호발급 총 1,571개, 2017년 9,384개에 비해 17%수준

중국의 2019년 매출은 2018년대비 반등하는 모습을 나타냈다. 2019년 중국 전체 게임시장은 전년대비 7.7%성장을 하면서 반등은 하였으나 10%성장은 도달하지 못한 모습이었다. 시장규모는 2,308억위안(39.2조원)을 기록하였다. 모바일은 상반기 성장률이 21%에 달했지만 2019년 전체로는 전년대비 18%성장에 그쳤다. 시장규모는 1,581억위안(26.8조원)을 기록하였다. 상반기에 높은 반등 폭을 기록했던 것에 비해 하반기 들어 낮아진 이유는 상반기 대비 하반기 판호발급이 적어졌기 때문으로 보고 있다.

중국 내에서 판호문제가 쉽게 해결될 기미는 보이지 않고 있다. 일단 2019년 판호발급은 총 1,571개로 2017년 9,384개가 발급되었을 때의 17%수준이다. 이중 외자판호로 나온 게임은 168개로 전체 나온 것의 11%수준이다. 그만큼 출시 개수가 적어 집에 따라 중국 게임출시 시점들이 전반적으로 연기되는 모습을 보이고 있다. 이전까지는 판호가 나오고 1개월~3개월 이후 출시되던 패턴들이 바뀐 것이다. 판호 발급 개수가 적어졌기 때문에 퍼블리셔들이 출시에 따른 리스크가 그만큼 커졌기 때문으로 풀이된다. 올해는 예전보다 더 줄어든 가능성도 존재한다. 작년 12월말부터 현재까지 중국 판호가 나온 것은 총 151개에 불과하다. 작년의 같은 기간에 나왔던 판호의 개수가 538개라는 점을 비추어 보면 매우 적은 양이다. 2018년 12월~2019년 2월까지 나온 판호가 연간 전체의 34%라는 것은 올해 약 1,100개~1,300개의 게임이 출시될 가능성이 높다는 것을 의미한다.

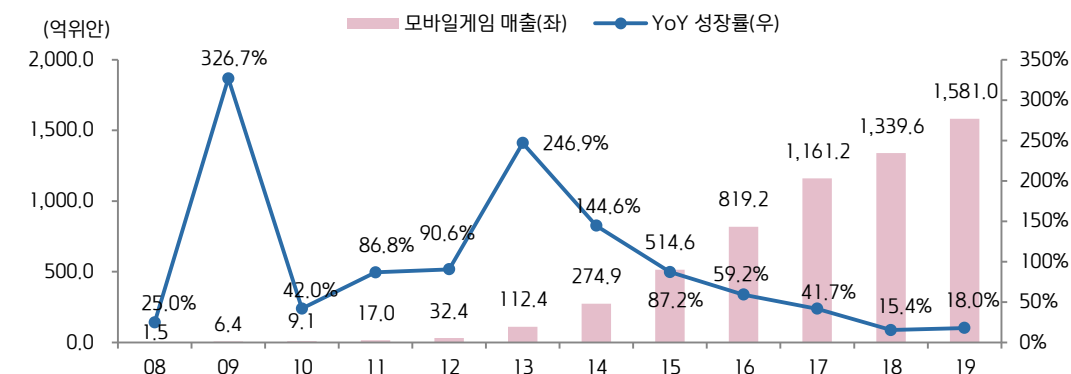
최근에 우한에서 발생한 코로나로 인해 중국과 관련된 기대치가 매우 낮아졌다. 중국 전체적으로 긴급상황이기 때문에 시진핑주석의 방한이 연기될 수 있다는 우려가 생겼기 때문이다. 일단 코로나 발생 이후 2번의 내자판호가 나왔다는 점에서 아직까지 판호와 관련된 업무차질은 크게 발생하지 않을 것으로 전망된다. 결국 국내게임들의 외자판호 합류 여부는 중국의 외자판호 발급추이를 살펴봐야 하겠지만 기대치가 다시 확대되기는 쉽지 않을 것으로 전망된다. 시진핑 주석의 방한날짜가 결정된다면 다시 기대치가 확대되겠지만 신종코로나의 여파가 어디까지 갈지 예측할 수 없기 때문에 현 시점에서는 중국과 관련된 기대감을 내자판호 발급가능업체(IP대여업체)로 집중하는 것이 나을 것으로 판단된다. 중국 내 판호발급 개수가 줄었다는 것은 그만큼 경쟁강도가 약해졌다는 것을 의미하며 중국 모바일게임시장이 2019년 18%성장했다는 점에서 상위 매출의 성장 폭도 커졌을 것이기 때문이다. 즉, 예전에 비해 개별게임 당 먹을 수 있는 파이가 더 커졌다는 것이다.

중국 전체 게임시장 규모 추이



자료: IDC, 키움증권 리서치센터

중국 모바일게임시장 규모 추이



자료: IDC, 키움증권 리서치센터

작년과 올해 같은 기간 중국 판호 발급추이 비교

발급일자	판호발급	PC	모바일	웹	콘솔
18/12/19	80	6	67	6	1
18/12/29	84	1	82	1	0
19/01/07	93	1	89	3	0
19/01/13	95	4	86	5	0
19/01/22	95	0	95	0	0
19/02/11	91	1	89	0	1
총	538	13	508	15	2
19/12/30	50	1	49	0	0
20/01/22	48	2	46	0	0
20/02/10	53	6	47	0	0
총	151	9	142	0	0

자료: 국가신문출판광전총국, 키움증권 리서치센터

IV. 게임업종 투자전략

>>> 상반기 전략: 중소형주에 모아지는 시선

중소형주들의 상반기 모멘텀 >> 대형주들의 상반기 모멘텀

2020년 상반기는 대형주들의 게임 출시가 많지 않다. A3:스틸얼라이브, 세븐나이트2 등 일부 게임만 출시될 것으로 전망되기 때문에 대형 신작에 대한 기대치가 높지 않다. 대형주들의 기대신작 출시는 대부분 4Q를 중심으로 계획되어 있다. 이에 대형주들의 상반기는 신작 모멘텀보다는 이익성과에 좀 더 집중될 것으로 전망된다.

반면, 중소형주들의 신작은 대부분 2Q~3Q에 집중적으로 배치되어 있다. 작년 리니지2M의 출시를 피해 일정들이 연기된 측면도 있다. 장르도 MMORPG부터 전략, 퍼즐, RPG 등 다양하게 출시될 것으로 보여 극심한 경쟁을 통한 비용 확대 가능성은 낮다. 특히 최근 발표되는 실적들을 살펴보면 시총 1조원 이상의 업체들은 인센티브를 예년에 비해 더 지급하는 추세로 비용이 높아지고 있다. 반면, 시가총액이 낮은 업체들은 인건비 및 마케팅비용을 최소화 시키고 있어 상반기 중소형주들이 성과를 나타낼 경우 높은 이익률을 달성할 수 있을 것이다.

당사에서는 다양한 신작 중에서도 서머너즈워:백년전쟁, 블레스 언리쉬드, 블레스M, 애니팡4, 미르4, 정령성전, 이모탈즈 등의 각 사의 상반기 대표 게임에 집중할 필요가 있다고 판단하고 있다. 대표게임의 출시 일정에 따라 기대치를 부여할 필요가 있다. 만약 중소형주에서 높은 매출을 기록하는 게임이 나타날 경우 전체 중소형주에 대한 바스켓 매매도 괜찮은 전략이 될 것이다.

현금보유량 많은 중소형주들 반등 탄력성 높을 것으로 전망

또 한 가지 봐야할 것은 각 중소형주들의 현금보유량이다. 양극화가 심화로 시가총액은 예전에 비해 줄었지만 반면 이익이 계속 쌓임에 따라 현금보유량은 늘고 있는 상황이다. 이렇게 쌓여가는 현금 보유량과 시가총액 차이가 근소한 업체들이 여럿 있기 때문에 관련된 업체들은 신작 출시 기대감을 부여할 때 $+ \alpha$ 를 고려해야 한다. 게임업종을 PBR로 보지는 않기 때문에 기대치를 반영 되었을 때는 적절하지 않은 방법이지만 저점에 와있는 게임주들이 반등할 때는 유용한 지표로 참고할 수 있다.

이러한 관점에서 관심종목을 네오위즈, 선데이토즈 등을 추천하며 실적 반등에 성공하고 모멘텀을 보유한 조이시티도 관심종목으로 추천한다.

주요 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
스토리픽	컴투스	2020년 1Q	Mobile/Story Casual	신규
서머너즈워:백년전쟁	컴투스	2020년 3Q	Mobile/Strategy	Mobile, 서머너즈워
히어로즈워: 카운터어택	컴투스	2020년 1Q(동남아)	Mobile/RPG	Mobile, 히어로즈워
서머너즈워 크로니클	컴투스	2020년 4Q(6월 FGT)	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
하이퍼슬롯	더블유게임즈	2021년 1Q	Mobile/Casino	신규
위드히어로즈	블루해머/네오위즈	2020년 1월	Mobile/RPG	신규
스컬	사우스포게임즈/네오위즈	2020년 2월	PC/Action	신규
메탈유닛	젤리스노우/네오위즈	2020년 2월	PC/Action	신규
DJMax Respect V	네오위즈	2020년 1Q	PC/Action	신규
골프챌린지	네오위즈	2020년 1Q	Mobile/Sports	신규
플레비퀘스트:더크루세이즈	네오위즈	2020년 1Q	PC/Simulation	지역확장
블레스언리쉬드(XBOX)	네오위즈/반다이남코	2020년 1Q	Consol/MMORPG	PC, 블레스
컴온나이트	네오위즈	2020년 1H	Mobile/ Simulation	신규
미르4	위메이드	2020년 2Q~	Mobile/MMORPG	PC, 미르차기작
미르W	엔드림/위메이드	2020년 3Q~	Mobile/ Strategy	PC, 미르
미르M	위메이드	2020년	Mobile/ MMORPG	PC, 미르2
진홍지인	천마시공/웹젠	2020년 1Q~2Q	Mobile/MMORPG	PC, MU
R2모바일	웹젠	2020년 2Q~3Q	Mobile/MMORPG	PC, R2
뮤이그니션2	37게임즈/웹젠	2020년 2Q~	Mobile/MMORPG	PC, MU
정령성전	37게임즈/웹젠	2020년 2Q~	Mobile/MMORPG	PC, MU
애니팡4	선데이토즈	2020년 2Q	Mobile/Puzzle	Mobile, 애니팡
애니팡 글로벌버전	선데이토즈	2020년 3Q~4Q	Mobile/Puzzle	해외IP
카툰네트워크	선데이토즈	2020년 3Q	Mobile/Casual	카툰네트워크
블레스모바일	조이시티	2020년 2Q	Mobile/MMORPG	PC, 블레스
크로스파이어:워존	엔드림/조이시티	2020년 2Q	Mobile/ Simulation	PC, 크로스파이어
테라:아르곤의 전쟁(글로벌)	엔드림/조이시티	2020년 3Q	Mobile/ Simulation	PC, 테라
프로젝트M	모히토게임즈/조이시티	2020년 2H	Mobile/RPG	신규
토이드림매치	베스파	2020년 2Q	Mobile/Puzzle	신규
이모탈즈	코쿤게임즈/베스파	2020년 2Q	Mobile/ Simulation	신규
어그레시브레츠고	하이프/베스파	2020년	Mobile/Puzzle, Acade	넷플릭스 재팬
캐토피아리시	수퍼콜로니/베스파	2020년 3Q	Mobile/Casual RPG	신규
파이널아아들	베스파	2020년 3Q	Mobile/방치형RPG	신규
타임디펜더즈	베스파	2020년 4Q	Mobile/Defence	신규

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

V. 기대작들의 중요 Point

>>> 관심게임: 서머너즈워:백년전쟁, 블레스 언리쉬드, 블레스M, 애니팡4

서머너즈워:백년전쟁(모바일, 한국, 2Q~3Q 출시예정, 컴투스)

- 긍정 Point1. 서머너즈워 IP를 활용하였기 때문에 높은 인지도를 보유
- 긍정 Point2. 서머너즈워의 전략요소를 사용한다는 점에서 거부감도 적을 것으로 전망
- 긍정 Point3. 최근에 경쟁강도가 높은 전략게임, MMORPG 등과는 차별적인 장르이기 때문에 시장에 안착한다면 장기흥행이 가능할 것으로 기대
- 부정 Point1. 실패할 경우 서머너즈워IP에 대한 기대치가 낮아질 수 있음

블레스언리쉬드(X-Box, 글로벌, 2Q 추정, 네오위즈)

- 긍정 Point1. 작년 11월 OBT에서 긍정적 평가를 받음
- 긍정 Point2. PC때와 같은 다대다 전투보다는 개인플레이에 집중했기 때문에 콘솔사용자들의 취향에 맞게 변화
- 부정 Point1. 블레스IP가 성공적인 IP는 아니기 때문에 IP효과가 제한

블레스M(모바일, 한국, 2Q, 조이시티)

- 긍정 Point1. 이 시점에 출시되는 MMORPG가 많지 않기 때문에 경쟁강도가 낮음
- 긍정 Point2. 네오위즈에서도 블레스언리쉬드와 관련한 글로벌 출시 계획을 갖고 있어 실제 성공할 경우 해외출시에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대
- 부정 Point1. 블레스이터널도 비슷한 시점에 출시 될 것으로 전망되기 때문에 IP효과가 반감될 수 있음

애니팡4(모바일, 한국, 2Q, 선데이토즈)

- 긍정 Point1. 애니팡시리즈는 지속적으로 출시 이후 성과를 내왔음 있음
- 긍정 Point2. 최근 스토리형 퍼즐게임이 높은 ARPU를 기록하고 있기 때문에 유저 안착이 이루어지면 매출상승으로 이어질 것으로 기대
- 긍정 Point3. 해외IP를 활용하여 바로 글로벌 진출이 가능하기 때문에 해외 출시까지 공백도 크지 않을 것으로 전망
- 부정 Point1. 최근의 젊은 유저들을 공략하는 방식 외에도 기존의 애니팡 유저층을 끌어들이는 방법이 필요



기업분석

컴투스
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 173,000원
또 다른 서머너즈워가 다가온다

더블유게임즈
(192080)

BUY(Maintain)/목표주가 80,000원
성장 우려보다는 이익에 집중

네오위즈
(095660)

Not Rated
블레스IP의 부활 프로젝트

선데이토즈
(123420)

Not Rated
그래도 애니팡은 애니팡이다

조이시티
(067000)

Not Rated
구조적 성과와 신작 기대감

베스파
(299910)

Not Rated
2Q부터 이어지는 모멘텀

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(2/12) 107,600원

목표주가 173,000원

컴투스는 올해 기대치를 확대시킬 필요가 있다. 서머너즈워의 성과가 안정적으로 유지되고 있으면서 이익방어가 가능할 것으로 판단된다. 더불어 대형신작 출시일정이 3Q부터 시작됨에 따라 하반기 실적개선이 이루어질 것으로 전망된다. 목표주가 173,000원, 투자 의견 Buy를 유지한다.

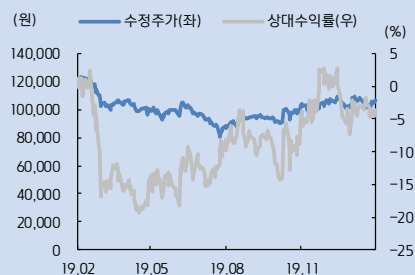
Stock Data

KOSDAQ (2/12)		686.59pt
시가총액		13,844억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	122,900원	80,900원
최고/최저가 대비 등락	-12.4%	33.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	6.0% 3.9%
	6M	21.2% 4.9%
	1Y	-10.9% -4.0%

Company Data

발행주식수	12,866천주
일평균 거래량(3M)	53천주
외국인 지분율	31.3%
배당수익률(19E)	1.3%
BPS (19E)	73,037원
주요 주주	게임빌 외 3인
	28.4%

Price Trend



또 다른 서머너즈워가 다가온다

>>> 4Q리뷰: 기대했던 안정성 시현

컴투스의 4Q실적은 매출액 1,216억원(QoQ, +4.7%), 영업이익 332억원(QoQ, +6.0%)을 기록하면서 시장기대치를 충족하였다. 서머너즈워가 SWC+연말패키지 효과에 힘입어 매출이 증가하였고 야구게임들도 10월 최고 매출을 기록하면서 실적 개선에 기여하였다. 마케팅비용도 성수기 시즌임에도 효율화가 진행되었다. 1Q는 전반적인 비수기 시즌으로 매출 감소가 예상되지만 서머너즈워 연말패키지의 일부 분배와 야구게임의 DAU방어가 지속되고 있어 이익감소 폭이 그리 크지 않을 것으로 전망된다. 1Q실적은 매출액 1,129억원(QoQ, -7.1%), 영업이익 303억원(QoQ, -8.7%)으로 전망된다.

>>> 관전 Point

- 서머너즈워:백년전쟁의 성과
- 확대되는 보유 현금 활용방안
- 서머너즈워 크로니클의 출시일정 변동 여부

>>> 서머너즈워IP게임 하반기 출시

서머너즈워:백년전쟁은 당초 6월~8월 출시로 전망되었다. 이번 실적발표에서는 3Q출시로 소폭 연기됨에 따라 모멘텀에 따른 기대치가 소폭 낮아졌다. 다만 아직까지 서머너즈워 크로니클에 대한 출시 일정은 4Q를 유지하고 있어 일정이 지켜질 경우 하반기 시점에 실적개선세는 이어질 것으로 기대된다. 더불어 서머너즈워 휴면유저 복귀를 위한 작업이 2Q에도 이어질 것으로 전망됨에 따라 신작으로의 자연스러운 유저 유입도 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	5,080	4,818	4,696	5,261
영업이익(억원)	1,946	1,466	1,270	1,447
EBITDA(억원)	1,974	1,493	1,294	1,590
세전이익(억원)	1,932	1,709	1,509	1,700
순이익(억원)	1,424	1,297	1,162	1,309
지배주주지분순이익(억원)	1,424	1,296	1,161	1,308
EPS(원)	11,066	10,075	9,027	10,170
증감률(% YoY)	-6.2	-9.0	-10.4	12.7
PER(배)	12.3	12.8	11.9	10.5
PBR(배)	2.30	1.97	1.47	1.31
EV/EBITDA(배)	5.5	6.5	5.2	3.6
영업이익률(%)	38.3	30.4	27.0	27.5
ROE(%)	20.4	16.2	13.0	13.2
순차입금비용(%)	-88.1	-82.5	-75.4	-77.0

자료: 키움증권 리서치센터

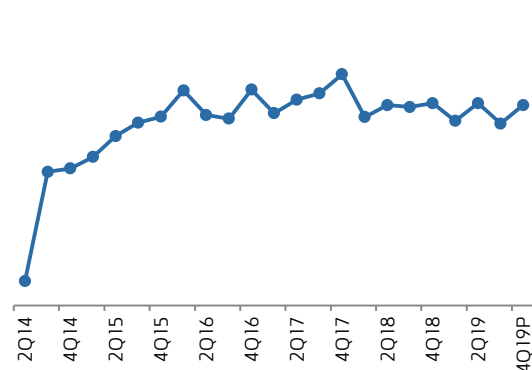
컴투스 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	1,077	1,242	1,162	1,216	1,129	1,283	1,407	1,442	4,818	4,696	5,261
해외모바일	875	1,003	905	948	897	1,017	1,106	1,119	4,018	3,730	4,138
국내모바일	202	239	257	269	232	267	302	323	800	966	1,123
영업비용	775	919	849	884	826	963	1,019	1,007	3,352	3,427	3,814
인건비	140	168	161	176	161	174	174	187	543	645	696
로열티	33	53	26	24	25	33	21	31	125	136	109
지급수수료	390	456	426	440	424	485	529	474	1,731	1,712	1,912
마케팅비	146	164	160	146	146	182	210	201	716	616	739
기타	66	78	75	98	71	88	85	114	237	317	358
영업이익	302	323	313	332	303	321	388	435	1,466	1,270	1,447
영업이익률	28.0%	26.0%	26.9%	27.3%	26.8%	25.0%	27.6%	30.2%	30.4%	27.0%	27.5%
YOY											
매출액	-6%	0%	-3%	-2%	5%	3%	21%	19%	-5%	-3%	12%
영업비용	4%	5%	4%	-3%	7%	5%	20%	14%	7%	2%	11%
영업이익	-23%	-11%	-18%	2%	0%	-1%	24%	31%	-25%	-13%	14%

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

서머너즈워 매출추이



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터 추정

다양한 IP를 활용하는 스토리게임 1Q출시



자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,080	4,818	4,696	5,261	7,067
매출원가	513	588	666	746	1,003
매출총이익	4,567	4,229	4,030	4,515	6,065
판매비	2,620	2,763	2,761	3,068	3,680
영업이익	1,946	1,466	1,270	1,447	2,385
EBITDA	1,974	1,493	1,294	1,590	2,455
영업외손익	-14	243	239	253	295
이자수익	102	151	163	202	244
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	18	72	55	30	30
외환관련손실	81	16	14	15	15
중속 및 관계기업손익	6	47	47	47	47
기타	-59	-11	-12	-11	-11
법인세차감 전이익	1,932	1,709	1,509	1,700	2,680
법인세비용	509	412	347	391	616
계속사업순이익	1,424	1,297	1,162	1,309	2,063
당기순이익	1,424	1,297	1,162	1,309	2,063
지배주주순이익	1,424	1,296	1,161	1,308	2,062
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.0	-5.2	-2.5	12.0	34.3
영업이익 증감율	1.4	-24.7	-13.4	13.9	64.8
EBITDA 증감율	1.1	-24.4	-13.3	22.9	54.4
지배주주순이익의 증감율	-6.2	-9.0	-10.4	12.7	57.6
EPS 증감율	-6.2	-9.0	-10.4	12.7	57.6
매출총이익율(%)	89.9	87.8	85.8	85.8	85.8
영업이익률(%)	38.3	30.4	27.0	27.5	33.7
EBITDA Margin(%)	38.9	31.0	27.6	30.2	34.7
지배주주순이익률(%)	28.0	26.9	24.7	24.9	29.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,680	7,740	7,651	8,879	10,788
현금 및 현금성자산	258	328	512	861	1,804
단기금융자산	6,443	6,642	6,576	7,234	7,957
매출채권 및 기타채권	880	694	488	710	954
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	99	76	75	74	73
비유동자산	703	1,353	2,405	2,285	2,238
투자자산	345	1,007	1,789	1,812	1,836
유형자산	29	29	144	53	19
무형자산	27	21	176	124	87
기타비유동자산	302	296	296	296	296
자산총계	8,383	9,093	10,056	11,164	13,027
유동부채	765	632	638	641	646
매입채무 및 기타채무	15	18	21	24	29
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	750	614	617	617	617
비유동부채	9	16	16	16	16
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	16	16	16	16
부채총계	774	648	654	657	661
지배지분	7,609	8,440	9,397	10,501	12,359
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	2,085	2,087	2,087	2,087	2,087
기타자본	-196	-455	-455	-455	-455
기타포괄손익누계액	59	-8	-43	-77	-111
이익잉여금	5,597	6,752	7,743	8,881	10,773
비지배지분	0	5	5	6	7
자본총계	7,609	8,445	9,402	10,507	12,365

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,345	1,286	1,067	900	1,560
당기순이익	1,424	1,297	1,162	1,309	2,063
비현금항목의 가감	501	179	-125	-2	108
유형자산감가상각비	16	18	19	91	33
무형자산감가상각비	11	8	6	52	37
지분법평가손익	-11	-83	-47	-47	-47
기타	485	236	-103	-98	85
영업활동자산부채증감	-111	139	214	-218	-239
매출채권및기타채권의감소	-132	110	206	-222	-244
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	3	4	4
기타	21	29	5	0	1
기타현금흐름	-469	-329	-184	-189	-372
투자활동 현금흐름	-1,820	-776	-963	-634	-700
유형자산의 취득	-11	-16	-133	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-7	-2	-161	0	0
투자자산의감소(증가)	-117	-614	-735	24	24
단기금융자산의감소(증가)	-1,635	-200	66	-658	-723
기타	-50	56	0	0	-1
재무활동 현금흐름	-159	-441	-174	-172	-172
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	16	-264	0	0	0
배당금지급	-174	-175	-173	-170	-170
기타	-1	-2	-1	-2	-2
기타현금흐름	-9	1	255	255	254.68
현금 및 현금성자산의 순증가	-642	70	184	349	943
기초현금 및 현금성자산	900	258	328	512	861
기말현금 및 현금성자산	258	328	512	861	1,804

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	11,066	10,075	9,027	10,170	16,029
BPS	59,141	65,600	73,037	81,617	96,056
CFPS	14,961	11,470	8,056	10,156	16,877
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	12.3	12.8	11.9	10.5	6.7
PER(최고)	12.9	19.0	14.3		
PER(최저)	7.6	11.7	8.7		
PBR	2.30	1.97	1.47	1.31	1.11
PBR(최고)	2.42	2.92	1.77		
PBR(최저)	1.43	1.79	1.07		
PSR	3.45	3.45	2.95	2.62	1.95
PCFR	9.1	11.2	13.3	10.5	6.3
EV/EBITDA	5.5	6.5	5.2	3.6	1.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.3	13.3	14.7	13.0	8.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
ROA	18.4	14.8	12.1	12.3	17.1
ROE	20.4	16.2	13.0	13.2	18.0
ROIC	674.5	469.8	436.2	384.2	446.0
매출채권회전율	6.3	6.1	7.9	8.8	8.5
재고자산회전율					
부채비율	10.2	7.7	7.0	6.3	5.3
순차입금비율	-88.1	-82.5	-75.4	-77.0	-78.9
이자보상배율	8,420.1	6,125.8	5,303.7	6,044.8	9,962.4
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-6,701	-6,970	-7,088	-8,095	-9,761
NOPLAT	1,974	1,493	1,294	1,590	2,455
FCF	1,323	1,259	923	1,040	1,667

더블유게임즈 (192080)



BUY(Maintain)

주가(2/12) 47,600원

목표주가 80,000원

더블유게임즈는 소셜카지노사업의 성장률둔화에 대한 우려가 존재한다. 실제로 연간성장률이 10%를 하회할 가능성이 높다. 다만, 사업안정성이 높기 때문에 안정적 이익창출이 가능하며 자회사의 상장모멘텀, 내년 신작출시 등이 예정되어 있어 하반기로 갈수록 매력도가 높아질 것으로 판단된다. 투자 의견 BUY와 목표주가 80,000원을 유지한다.

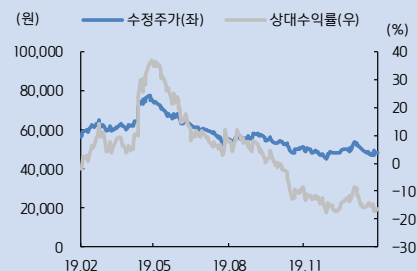
Stock Data

KOSPI (2/12)	2,238.38pt	
시가총액	8,692억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	77,500원	45,100원
최고/최저가 대비 등락	-38.6%	5.5%
주가수익률	절대	상대
1M	-7.2%	-8.5%
6M	-13.3%	-24.8%
1Y	-17.9%	-18.4%

Company Data

발행주식수	18,261천주
일평균 거래량(3M)	63천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	35,389원
주요 주주	김가람 외 5인 43.5%

Price Trend



성장 우려보다는 이익에 집중

>>> 4Q리뷰: 비용컨트롤로 이익방어

더블유게임즈의 4Q실적은 매출액 1,281억원(QoQ -1.5%), 영업이익 391억원(QoQ +3.8%)으로 안정적인 이익성장을 달성했다. 아쉬운 점은 매출액이다 성수기시즌임에도 불구하고 전분기대비 소폭 감소하였는데 이는 환율 하락과 PC매출감소, DUC의 부진에 기인한다. 그럼에도 불구하고 비용부문의 효율화로 이익이 유지되었다. DDC내 IP미사용 게임증가로 로열티비용이 감소하였고 마케팅도 통상적인 성수기시즌에 비해 적게 썼기 때문이다.

>>> 관전 Point

- 안정적 이익 유지
- 상반기 인수금융 상환 이후 내년 주주환원정책 변경
- 자회사 더블다운인터랙티브의 나스닥상장 진행상황
- 내년 신작 하이퍼-슬롯장르의 성과여부

>>> 이익수준 유지력은 타의 추종을 불허

북미지역의 소셜카지노 성장률이 둔화됨에 따라 동사의 성장성도 낮아질 수 밖에 없다. 이에 대한 대책으로 최근 각광을 받고 있는 하이퍼-슬롯 장르(캐주얼+소셜카지노)에 대한 준비가 진행되고 있다. 다만, 신작출시 시점이 내년 초로 예정되어있기 때문에 신작에 기대를 확대시키기 보다는 안정적인 이익을 바탕으로 자회사의 상장 준비로 인한 가치 확대에 집중할 필요가 있다. 성장성이 낮아지긴 하겠지만 현재와 같은 효율화된 비용구조에서는 안정적인 이익창출이 유지될 수 있다는 점에서 지켜볼 필요가 있다. 모멘텀이 발생할 경우 빠르게 반등할 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	3,193	4,830	5,138	5,477
영업이익(억원)	810	1,358	1,546	1,611
EBITDA(억원)	1,007	1,696	1,889	1,947
세전이익(억원)	383	1,173	1,354	1,597
순이익(억원)	356	878	1,063	1,253
지배주주지분순이익(억원)	354	878	1,063	1,253
EPS(원)	2,027	4,869	5,823	6,864
증감률(% YoY)	-28.8	140.2	19.6	17.9
PER(배)	25.5	12.3	8.6	7.0
PBR(배)	2.25	2.11	1.41	1.11
EV/EBITDA(배)	13.9	8.5	5.8	4.6
영업이익률(%)	25.4	28.1	30.1	29.4
ROE(%)	9.0	19.0	18.3	17.4
순차입금비용(%)	120.8	67.2	28.9	1.1

자료: 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table

(연결기준, 단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	1,257	1,299	1,301	1,281	1,289	1,337	1,399	1,451	4,830	5,138	5,477
DUC+DDC	1,178	1,213	1,216	1,199	1,204	1,247	1,305	1,352	4,607	4,806	5,107
더블유카지노	444	461	445	423	418	438	451	472	1,752	1,772	1,779
더블다운카지노	733	753	771	777	785	809	854	880	2,855	3,034	3,328
더블유빙고	5	5	4	3	3	3	3	3	30	18	13
TAKES	35	35	30	31	30	32	33	37	136	131	131
기타	39	46	51	48	52	55	59	60	57	184	226
영업비용	881	896	925	891	895	958	978	1,035	3,473	3,592	3,866
지급수수료	377	378	387	382	387	401	420	435	1,441	1,524	1,643
광고선전비	139	162	190	186	162	196	191	216	665	677	764
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
로열티	38	38	34	21	23	24	25	26	193	131	97
감가상각비	110	116	118	116	119	123	121	127	338	461	491
인건비 및 기타	218	202	195	184	204	215	222	231	833	799	871
영업이익	376	403	376	391	394	379	421	416	1,358	1,546	1,610
영업이익률	30%	31%	29%	30%	31%	28%	30%	29%	28%	30%	29%
QoQ											
매출액	-1%	3%	0%	-2%	1%	4%	5%	4%	51%	6%	7%
영업비용	-3%	2%	3%	-4%	0%	7%	2%	6%	46%	3%	8%
영업이익	4%	7%	-7%	4%	1%	-4%	11%	-1%	67%	14%	4%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

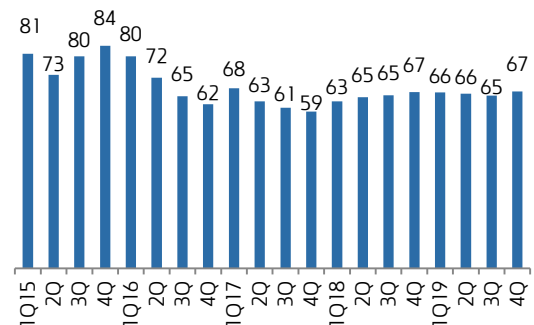
내년 출시 예정인 하이퍼-슬롯 장르



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

DDC 매출액 추이

(단위: 백만달러)



자료: 더블유게임즈, IGT, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,193	4,830	5,138	5,477	5,813
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,193	4,830	5,138	5,477	5,813
판매비	2,383	3,473	3,592	3,866	4,110
영업이익	810	1,358	1,546	1,611	1,703
EBITDA	1,007	1,696	1,889	1,947	2,048
영업외손익	-427	-184	-192	-14	84
이자수익	30	7	23	54	86
이자비용	204	306	310	162	97
외환관련이익	18	132	113	113	113
외환관련손실	207	14	17	17	17
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-64	-3	-1	-2	-1
법인세차감전이익	383	1,173	1,354	1,597	1,787
법인세비용	27	296	291	343	384
계속사업순손익	356	878	1,063	1,253	1,403
당기순이익	356	878	1,063	1,253	1,403
지배주주순이익	354	878	1,063	1,253	1,403
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	105.2	51.3	6.4	6.6	6.1
영업이익 증감률	80.6	67.7	13.8	4.2	5.7
EBITDA 증감률	122.9	68.4	11.4	3.1	5.2
지배주주순이익 증감률	-27.5	148.0	21.1	17.9	12.0
EPS 증감률	-28.8	140.2	19.6	17.9	11.9
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	25.4	28.1	30.1	29.4	29.3
EBITDA Margin(%)	31.5	35.1	36.8	35.5	35.2
지배주주순이익률(%)	11.1	18.2	20.7	22.9	24.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,051	1,146	1,770	3,579	5,546
현금 및 현금성자산	248	418	1,028	2,806	4,741
단기금융자산	355	337	340	344	347
매출채권 및 기타채권	406	352	360	383	407
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	42	39	42	46	51
비유동자산	8,921	8,822	8,479	8,143	7,798
투자자산	106	57	57	57	57
유형자산	19	18	10	6	3
무형자산	8,654	8,726	8,391	8,059	7,717
기타비유동자산	142	21	21	21	21
자산총계	9,972	9,968	10,250	11,722	13,344
유동부채	3,074	1,764	767	769	772
매입채무 및 기타채무	255	257	259	262	264
단기금융부채	2,772	1,380	380	380	380
기타유동부채	47	127	128	127	128
비유동부채	2,852	3,021	3,021	3,021	3,021
장기금융부채	2,720	2,858	2,858	2,858	2,858
기타비유동부채	132	163	163	163	163
부채총계	5,926	4,785	3,788	3,790	3,793
자본지분	4,046	5,183	6,462	7,932	9,551
자본금	88	91	91	91	91
자본잉여금	3,087	3,227	3,227	3,227	3,227
기타자본	-314	-416	-416	-416	-416
기타포괄손익누계액	-296	-21	254	530	805
이익잉여금	1,481	2,302	3,306	4,500	5,844
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,046	5,183	6,462	7,932	9,551

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	824	1,563	1,396	1,563	1,720
당기순이익	356	878	1,063	1,253	1,403
비현금항목의 가감	576	868	919	787	738
유형자산감가상각비	8	8	8	4	2
무형자산감가상각비	189	330	335	332	342
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	379	532	576	451	394
영업활동자산부채증감	65	16	-9	-25	-26
매출채권및기타채권의감소	-4	55	-7	-24	-24
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	2	-56	2	2	3
기타	67	17	-4	-3	-5
기타현금흐름	-173	-199	-577	-452	-395
투자활동 현금흐름	-5,968	34	6	6	6
유형자산의 취득	-6	-7	0	0	0
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-55	-35	0	0	0
투자자산의감소(증가)	963	49	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	2,533	18	-3	-3	-3
기타	-9,403	8	9	9	9
재무활동 현금흐름	5,246	-1,431	-1,041	-41	-41
차입금의 증가(감소)	5,337	-1,392	-1,000	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-103	-57	-59	-59	-59
기타	12	18	18	18	18
기타현금흐름	-7	4	250	250	250.09
현금 및 현금성자산의 순증가	95	170	610	1,778	1,935
기초현금 및 현금성자산	153	248	418	1,028	2,806
기말현금 및 현금성자산	248	418	1,028	2,806	4,741

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,027	4,869	5,823	6,864	7,682
BPS	22,996	28,402	35,389	43,438	52,305
CFPS	5,345	9,685	10,853	11,173	11,722
DPS	350	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	25.5	12.3	8.6	7.0	6.3
PER(최고)	33.2	15.8	13.4		
PER(최저)	17.9	10.2	7.7		
PBR	2.25	2.11	1.41	1.11	0.92
PBR(최고)	2.93	2.70	2.21		
PBR(최저)	1.58	1.75	1.27		
PSR	2.82	2.23	1.77	1.61	1.52
PCFR	9.7	6.2	4.6	4.3	4.1
EV/EBITDA	13.9	8.5	5.8	4.6	3.4
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	15.9	6.7	5.6	4.7	4.2
배당수익률(%),보통주,현금	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
ROA	5.0	8.8	10.5	11.4	11.2
ROE	9.0	19.0	18.3	17.4	16.0
ROIC	17.6	13.3	14.1	15.3	16.8
매출채권회전율	10.9	12.7	14.4	14.7	14.7
재고자산회전율					
부채비율	146.4	92.3	58.6	47.8	39.7
순차입금비율	120.8	67.2	28.9	1.1	-19.4
이자보상배율	4.0	4.4	5.0	9.9	17.5
총차입금	5,492	4,238	3,238	3,238	3,238
순차입금	4,889	3,483	1,870	88	-1,849
NOPLAT	1,007	1,696	1,889	1,947	2,048
FCF	983	1,480	1,548	1,576	1,656

네오위즈 (095660)



Not Rated

주가(2/12) 18,150원

네오위즈는 올해 상반기 국내에서 가장 많은 게임을 출시할 예정이다. 이미 웹보드에서의 매출과 브라운더스트를 통한 매출로 안정적인 이익을 창출하고 있는 동사는 올해 블레스IP를 활용한 3종 게임과 스포츠, RPG 등 다양한 게임들을 상반기에 출시할 예정이다. 일정 수준 이익이 나오고 있는 현 상황에서 충분히 관심을 가질 필요가 있다.

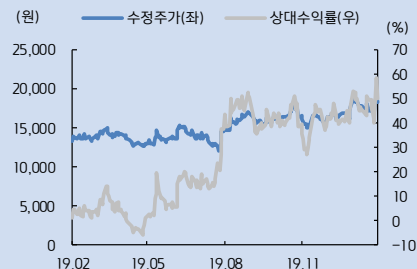
Stock Data

KOSDAQ (2/12)		686.59pt
시가총액		3,978억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	19,150원	12,100원
최고/최저가 대비 등락	-5.2%	50.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.3% 0.2%
	6M	24.3% 7.6%
	1Y	39.1% 48.0%

Company Data

발행주식수	21,915천주
일평균 거래량(3M)	164천주
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	11,984원
주요 주주	나성균 외 12인 37.5%

Price Trend



블레스IP의 부활 프로젝트

>>> 서비스 종료된 블레스PC, 모바일-Consol로 부활 준비

2020년은 블레스IP의 부활이 기대되는 시점이다. 지난 2016년에 출시되고 서비스 종료된 블레스는 올해 콘솔과 모바일로 재탄생된다. 총 3종의 게임이 3개사에서 준비 중 이다. 네오위즈가 개발한 블레스 언리쉬드(Consol), IP계약으로 타사에서 개발하는 블레스 모바일(모바일), 블레스이터널(모바일)이 있다. 3종의 게임 모두 올해 2Q내외에 출시될 것으로 전망된다. 특히 중요한 것은 블레스 언리쉬드이다.

>>> 관전 Point

- 규제 완화 이후 웹보드 매출의 성과
- 블레스IP를 활용한 게임들의 성과
- 기타 게임들의 성과여부(스포츠게임 2종, 킹덤히어로즈 해외, 시뮬레이션 등 PC게임, 로스트아크 일본퍼블리싱)

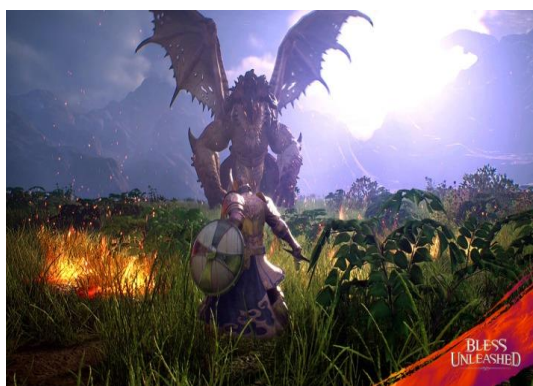
>>> 규제 완화되면 웹보드도 기대

문화체육관광부에서 3월 15일에 하루 손실액 한도 폐지와 관련하여 적정성 여부에 대한 결과를 발표할 예정이다. 현재 1일 손실한도가 10만원으로 규제가 완화된다면 4월쯤에는 적용이 가능하기 때문에 유저 트래픽 확대에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다. 월결제한도 상향조정 때와 같이 매출에 대한 영향은 점진적으로 나타날 가능성이 높다. 이에 따라 매해 10%~20%수준의 성장을 보여준 웹보드 매출은 올해 비슷한 수준의 성장 폭을 보여줄 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E
매출액(억원)	1,910	1,740	2,155	2,549
영업이익(억원)	235	109	226	326
EBITDA(억원)	287	156	256	471
세전이익(억원)	188	6	366	337
순이익(억원)	99	-21	335	280
지배주주지분순이익(억원)	103	-15	320	268
EPS(원)	471	-70	1,462	1,223
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	-16.4
PER(배)	24.1	-175.1	8.4	13.9
PBR(배)	0.92	1.02	0.90	1.13
EV/EBITDA(배)	5.4	11.6	5.8	3.8
영업이익률(%)	12.3	6.3	10.5	0.0
ROE(%)	3.8	-0.6	11.4	8.6
순차입금비율(%)	-34.0	-32.9	-40.0	-58.7

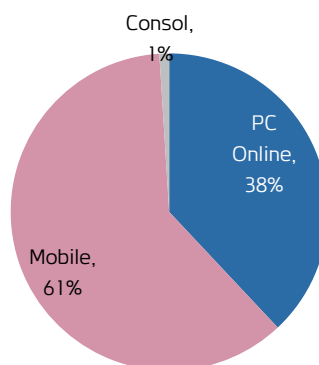
자료: 키움증권 리서치센터

기대작 블레스 언리쉬드 트레일러 영상



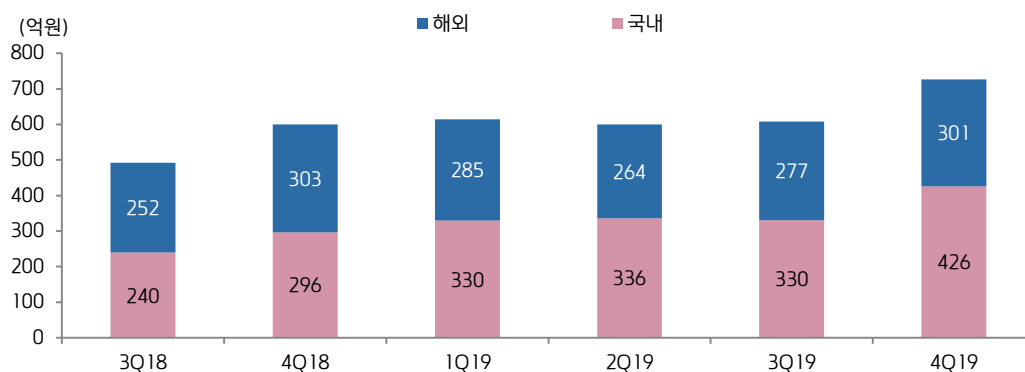
자료: 네오위즈, 키움증권 리서치센터

네오위즈 플랫폼별 매출구분(3Q19기준)



자료: 네오위즈, 키움증권 리서치센터

분기별 네오위즈 지역매출 추이



자료: 네오위즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	1,901	1,910	1,740	2,155	2,549
매출원가	890	857	919	1,043	1,126
매출총이익	1,011	1,053	821	1,112	1,423
판매비	854	819	712	886	1,098
영업이익	157	235	109	226	326
EBITDA	239	287	156	256	471
영업외손익	-301	-47	-102	141	11
이자수익	48	21	18	19	31
이자비용	38	8	1	0	0
외환관련이익	21	19	4	14	7
외환관련손실	9	15	13	7	5
종속 및 관계기업손익	-120	-92	-86	-2	43
기타	-203	28	-24	117	-65
법인세차감전이익	-144	188	6	366	337
법인세비용	77	87	28	31	56
계속사업손익	-221	100	-21	335	280
당기순이익	-219	99	-21	335	280
지배주주순이익	-206	103	-15	320	268
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-2.5	0.5	-8.9	23.9	18.3
영업이익 증감률	-47.8	49.7	-53.6	107.3	44.2
EBITDA 증감률	-41.0	20.1	-45.6	64.1	84.0
지배주주순이익의 증감률	흑전	-150.0	-114.6	-2,233.3	-16.3
EPS 증감률	적지	흑전	적전	흑전	-16.4
매출총이익률(%)	53.2	55.1	47.2	51.6	55.8
영업이익률(%)	8.3	12.3	6.3	10.5	12.8
EBITDA Margin(%)	12.6	15.0	9.0	11.9	18.5
지배주주순이익률(%)	-10.8	5.4	-0.9	14.8	10.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	2,674	1,966	1,888	1,550	2,381
현금 및 현금성자산	628	665	636	895	1,556
단기금융자산	929	262	225	299	374
매출채권 및 기타채권	1,079	971	977	257	304
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	38	68	50	99	147
비유동자산	1,070	1,208	1,156	2,118	1,688
투자자산	577	712	560	323	39
유형자산	35	49	62	512	373
무형자산	75	77	162	146	140
기타비유동자산	383	370	372	1,137	1,136
자산총계	3,744	3,174	3,044	3,667	4,069
유동부채	1,032	412	327	509	610
매입채무 및 기타채무	241	230	206	302	403
단기금융부채	601	3	1	0	0
기타유동부채	190	179	120	207	207
비유동부채	69	52	100	170	170
장기금융부채	4	1	0	0	0
기타비유동부채	65	51	100	170	170
부채총계	1,101	464	428	679	780
지배지분	2,650	2,717	2,626	2,985	3,273
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	1,324	1,262	1,262	1,262	1,262
기타자본	-521	-524	-551	-533	-533
기타포괄손익누계액	-166	-137	-179	-149	-129
이익잉여금	1,903	2,006	1,985	2,294	2,562
비지배지분	-8	-6	-11	4	16
자본총계	2,643	2,711	2,616	2,988	3,289

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	156	304	91	386	494
당기순이익	-219	99	-21	335	280
비현금항목의 가감	550	311	274	39	233
유형자산감가상각비	31	16	17	21	139
무형자산감가상각비	51	36	30	10	7
지분법평가손익	-165	-111	-112	-132	0
기타	633	370	339	140	87
영업활동자산부채증감	-126	-46	-126	23	5
매출채권및기타채권의감소	2	113	29	12	-47
재고자산의감소	1	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	13	-5	-25	5	101
기타	-142	-154	-130	6	-49
기타현금흐름	-49	-60	-36	-11	-24
투자활동 현금흐름	249	382	-80	-165	232
유형자산의 취득	-11	-28	-30	-351	0
유형자산의 처분	1	1	1	1	0
무형자산의 순취득	-30	-30	-6	-1	-1
투자자산의감소(증가)	175	-135	152	237	284
단기금융자산의감소(증가)	217	667	37	-74	-75
기타	-103	-93	-234	23	24
재무활동 현금흐름	-213	-681	-2	7	7
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-80	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-213	-601	-2	7	7
기타현금흐름	20	32	-38	31	-72
현금 및 현금성자산의 순증가	212	38	-29	259	661
기초현금 및 현금성자산	416	628	665	636	895
기말현금 및 현금성자산	628	665	636	895	1,556

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
주당지표(원)					
EPS	-940	471	-70	1,462	1,223
BPS	12,094	12,397	11,984	13,619	14,935
CFPS	1,514	1,867	1,150	1,708	2,343
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-17.2	24.1	-175.1	8.4	13.9
PER(최고)	-27.5	41.5	-215.8		
PER(최저)	-15.2	21.5	-147.2		
PBR	1.34	0.92	1.02	0.90	1.13
PBR(최고)	2.14	1.58	1.26		
PBR(최저)	1.18	0.82	0.86		
PSR	1.86	1.30	1.54	1.25	1.46
PCFR	10.7	6.1	10.6	7.2	7.2
EV/EBITDA	10.8	5.4	11.6	5.8	3.8
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-5.5	2.8	-0.7	10.0	7.2
ROE	-7.5	3.8	-0.6	11.4	8.6
ROIC	16.7	19.7	-40.6	22.9	57.2
매출채권회전율	2.6	1.9	1.8	3.5	9.1
재고자산회전율	1,450.2	28,603.5	22,241.6	17,228.6	16,115.3
부채비율	41.7	17.1	16.4	22.7	23.7
순차입금비율	-36.0	-34.0	-32.9	-40.0	-58.7
이자보상배율	4.1	31.1	81.8	590.8	37,881.4
총차입금	604	4	1	0	0
순차입금	-952	-923	-860	-1,194	-1,929
NOPLAT	239	287	156	256	471
FCF	75	112	-479	-123	422

선데이토즈 (123420)



Not Rated

주가(2/12) 20,100원

선데이토즈는 현금성자산이 1,600억원으로 시가총액을 감안했을 때 매우 저평가되어있다. 신작의 부진으로 이익이 감소하고 있어 주가가 부진하고 있지만 디즈니팝의 일정성과와 더불어 올해 상반기에는 애니팡4가 출시될 예정이기 때문에 실적 반등이 기대되는 상황이다. 저평가 매력과 더불어 실적 반등에 대한 기대감을 감안하면 현 시점에서 관심을 가질 필요가 있다.

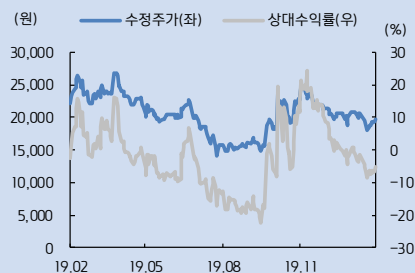
Stock Data

KOSDAQ (2/12)		686.59pt
시가총액		12,287억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	26,700원	14,000원
최고/최저가 대비 등락	-24.7%	43.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	-0.5%
	6M	27.6%
	1Y	-15.5%
		-9.1%

Company Data

발행주식수	9,570천주	
일평균 거래량(3M)	124천주	
외국인 지분율	5.8%	
배당수익률(19E)	0.0%	
BPS (19E)	13,307원	
주요 주주	스마일게이트외2인	35.6%

Price Trend



그래도 애니팡은 애니팡이다

>>> 퍼즐명가의 아쉬운 해외성적

선데이토즈는 그 동안 국내에서 퍼즐명가로 자리매김하였지만 해외에서는 번번히 성과가 좋지 못했다. 2018년부터 2019년까지 위버어베어스와 디즈니팝으로 해외를 공략하였지만 디즈니팝만 일정성과를 기록했을 뿐 국내에서의 애니팡 시리즈 성과수준은 기록하지 못하였다. 이에 따라 매출이 지속적으로 감소추세에 있으며 이익도 부진한 모습을 이어가고 있다. 다행히 올해 상반기는 작년 4Q에 일정 성과를 낸 디즈니팝이 온기 반영됨에 따라 매출이 반등할 것으로 예상된다.

>>> 관전 Point

- 애니팡4를 통한 국내 성적
- 디즈니팝(해외)의 안정적인 매출유지
- 신규 유명IP를 활용한 해외 공략

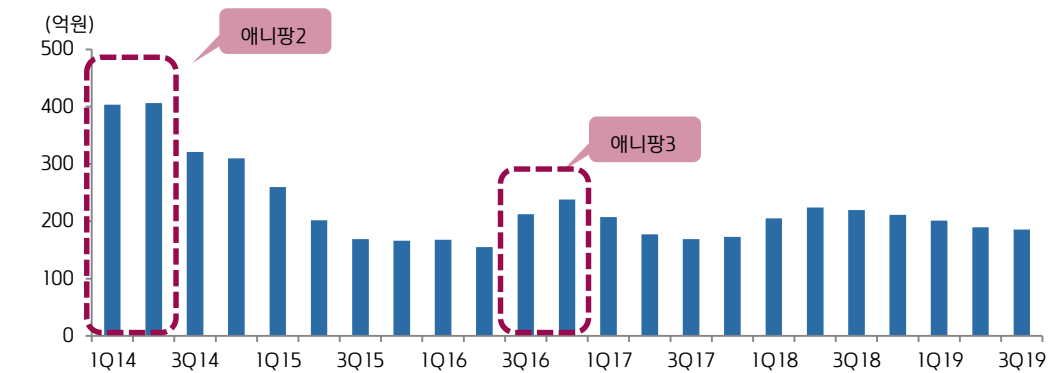
>>> 그래도 애니팡은 애니팡이다.

디즈니팝의 온기실적뿐만 아니라 상반기 기대되는 것은 애니팡4가 출시된다는 것이다. 기존에 2012년부터 2년 주기로 출시되던 애니팡시리즈가 해외에 대한 리소스 투자로 애니팡3 이후 4년만에 출시된다. 애니팡시리즈가 점차 시간이 지남에 따라 시장경쟁 과열 등으로 예전만큼 이슈 물이가 되진 못하지만 여전히 캐주얼 게임에서는 국내에서 독보적인 위치에 있다. 더불어 해당 출시시점의 성과는 항상 좋았던 점을 감안하면 올해 2~3Q도 충분히 실적상승을 기대해 볼만 하다. 이외에도 하반기 해외 공략도 이루어질 것으로 예상됨에 따라 실적 개선이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E
매출액(억원)	773	727	860	805
영업이익(억원)	174	125	86	29
EBITDA(억원)	178	130	92	37
세전이익(억원)	191	148	121	66
순이익(억원)	156	141	99	55
지배주주지분순이익(억원)	150	137	99	55
EPS(원)	1,570	1,432	1,037	570
증감률(% YoY)	-26.3	-8.8	-27.6	-45.0
PER(배)	13.1	18.7	18.0	36.1
PBR(배)	1.65	2.02	1.30	1.39
EV/EBITDA(배)	4.9	12.6	12.7	35.5
영업이익률(%)	22.5	17.2	10.0	0.0
ROE(%)	13.4	11.1	7.5	3.9
순차입금비율(%)	-91.2	-73.2	-45.0	-46.2

자료: 키움증권 리서치센터

선데이토즈 매출추이 및 애니팡시리즈 출시시기



자료: 선데이토즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	797	773	727	860	805
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	797	773	727	860	805
판매비	541	599	601	774	776
영업이익	255	174	125	86	29
EBITDA	258	178	130	92	37
영업외손익	20	17	23	35	37
이자수익	14	9	14	33	35
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	1	1	1
종속 및 관계기업손익	-2	-6	-6	-5	-5
기타	8	14	16	8	8
법인세차감전이익	275	191	148	121	66
법인세비용	69	35	6	21	12
계속사업손손익	206	156	141	99	55
당기순이익	206	156	141	99	55
지배주주순이익	204	150	137	99	55
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-44.7	-3.0	-6.0	18.3	-6.4
영업이익 증감률	-58.2	-31.8	-28.2	-31.2	-66.3
EBITDA 증감률	-57.9	-31.0	-27.0	-29.2	-59.8
지배주주순이익 증감률	-57.8	-26.5	-8.7	-27.7	-44.4
EPS 증감률	-57.8	-26.3	-8.8	-27.6	-45.0
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	32.0	22.5	17.2	10.0	3.6
EBITDA Margin(%)	32.4	23.0	17.9	10.7	4.6
지배주주순이익률(%)	25.6	19.4	18.8	11.5	6.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	103	166	99	97	82
당기순이익	206	156	141	99	55
비현금항목의 가감	57	30	-1	23	16
유형자산감가상각비	2	3	4	5	7
무형자산감가상각비	0	1	1	1	1
지분법평가손익	-2	-6	-6	-5	0
기타	57	32	0	22	8
영업활동자산부채증감	4	4	-19	-44	-12
매출채권및기타채권의감소	36	-16	15	-19	5
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-17	18	-22	9	26
기타	-15	2	-12	-34	-43
기타현금흐름	-164	-24	-22	19	23
투자활동 현금흐름	-87	-152	46	-96	171
유형자산의 취득	-8	-5	-12	-7	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-2	-1	-3	-1	-1
투자자산의감소(증가)	-46	-86	-190	-137	-9
단기금융자산의감소(증가)	-36	-69	308	314	180
기타	5	9	-57	-265	1
재무활동 현금흐름	-10	-2	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-11	-2	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-34
현금 및 현금성자산의 순증가	6	12	145	0	218
기초현금 및 현금성자산	34	40	52	197	197
기말현금 및 현금성자산	40	52	197	197	415

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	1,066	1,163	999	975	1,050
현금 및 현금성자산	40	52	197	197	415
단기금융자산	973	1,042	734	420	240
매출채권 및 기타채권	50	66	52	76	71
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	3	16	282	324
비유동자산	87	177	377	550	551
투자자산	65	151	341	478	487
유형자산	9	11	17	22	15
무형자산	2	3	4	4	3
기타비유동자산	11	12	15	46	46
자산총계	1,153	1,340	1,376	1,525	1,602
유동부채	90	118	77	138	164
매입채무 및 기타채무	63	87	74	94	120
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	27	31	3	44	44
비유동부채	14	21	26	17	17
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	21	26	17	17
부채총계	104	139	103	155	181
지배지분	1,047	1,192	1,273	1,370	1,421
자본금	32	48	48	48	48
자본잉여금	178	162	162	162	162
기타자본	-39	-41	-97	-79	-79
기타포괄손익누계액	0	1	0	0	-4
이익잉여금	875	1,022	1,160	1,239	1,293
비지배지분	3	9	0	0	0
자본총계	1,050	1,201	1,273	1,370	1,421

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,131	1,570	1,432	1,037	570
BPS	10,937	12,455	13,307	14,313	14,846
CFPS	2,749	1,945	1,472	1,276	734
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	19.6	13.1	18.7	18.0	36.1
PER(최고)	31.2	28.9	20.4		
PER(최저)	16.9	11.9	11.8		
PBR	3.82	1.65	2.02	1.30	1.39
PBR(최고)	6.07	3.64	2.20		
PBR(최저)	3.30	1.50	1.27		
PSR	5.02	2.54	3.54	2.08	2.45
PCFR	15.2	10.5	18.2	14.6	28.1
EV/EBITDA	11.6	4.9	12.6	12.7	35.5
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	18.3	12.5	10.4	6.8	3.5
ROE	21.5	13.4	11.1	7.5	3.9
ROIC	-237.6	-452.8	-976.4	46.4	8.7
매출채권회전율	11.4	13.3	12.4	13.4	10.9
재고자산회전율					
부채비율	9.9	11.6	8.1	11.3	12.7
순차입금비율	-96.5	-91.2	-73.2	-45.0	-46.2
이자보상배율					
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-1,013	-1,095	-932	-617	-656
NOPLAT	258	178	130	92	37
FCF	188	141	89	22	20

조이시티 (067000)



Not Rated

주가(2/12) 11,850원

조이시티는 구조적 변화(인력감축, 비용 효율화)를 통해 안정적 이익확보의 기틀을 다졌다. 꾸준한 이익이 발생할 수 있는 구조로 변모함에 따라 상반기 2개의 대형신작에 대한 기대치가 더욱 확대될 수 있는 기반을 마련했다. 2Q시점에 출시될 것으로 예상됨에 따라 현 시점에 가장 주목해야 될 중소형 업체로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ (2/12)	686.59pt	
시가총액	1,396억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	13,450원	6,090원
최고/최저가 대비 등락	-11.9%	94.6%
주가수익률	절대	상대
1M	38.9%	36.2%
6M	77.9%	54.0%
1Y	-8.8%	-1.9%

Company Data

발행주식수	11,783천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	1.0%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	2,877원
주요 주주	엔드림 외 3인 27.7%

Price Trend



구조적 성과와 신작 기대감

>>> 이익창출 업체로 구조적 변화

조이시티는 작년 상반기까지 적자가 지속되는 모습을 나타냈었다. 매출은 지속적으로 상승하였지만 이익은 적자가 지속되었는데 이는 3가지 요인에서 기인한다. 1. 개발인력이 지속 확대되었지만 정작 매출은 퍼블리싱 매출에서 발생 2. 수수료가 높은 IP를 활용 3. 경쟁사 대비 높은 마케팅 비용이 이익을 훼손시켰다. 이 중 인력의 축소와 마케팅비용의 효율화가 작년부터 진행되면서 하반기에는 영업흑자로 전환되었고 이러한 기조는 4Q(영업이익 33억원)에도 이어졌다. 주요 매출원인 프리스타일과 캐리비언해적의 매출이 급감하지 않는 이상 이익구조는 지속될 것으로 전망된다.

>>> 관전 Point

- 블레스M의 성과
- 크로스파이어:Warzone(전략게임), 테라:아르곤의 성과

>>> 모처럼의 대형신작이 기대감을 확대

안정적인 이익구조를 바탕으로 올해 상반기는 2개의 대형신작이 준비 중에 있다. MMORPG인 블레스M과 크로스파이어:Warzone(퍼블리싱, 전략)으로 국내에서 가장 인기있는 두 개의 장르가 동시에 출시된다. 2Q시점에 출시될 것으로 보이며 크로스파이어는 약 4개국에서 소프트런칭이 되어있다. 특히 블레스M은 자체게임이며 IP수수료가 높지 않은 것(10%미만)으로 알려져 있어 성과를 보일 경우 바로 영업이익 확대로 연결될 수 있다. 더불어 크로스파이어의 경우 퍼블리싱게임에 IP수수료가 블레스M보다 높지만 동사가 전략게임에서 성과가 높다는 점을 감안하면 이익 개선에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E
매출액(억원)	725	922	872	1,033
영업이익(억원)	31	-27	-54	86
EBITDA(억원)	60	9	-25	101
세전이익(억원)	-17	-28	-43	27
순이익(억원)	-53	-115	-79	-16
지배주주지분순이익(억원)	-53	-115	-78	-16
EPS(원)	-453	-975	-660	-136
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	적지
PER(배)	-45.3	-14.1	-15.6	-59.4
PBR(배)	5.33	4.76	4.56	3.84
EV/EBITDA(배)	37.1	153.3	-45.3	8.9
영업이익률(%)	4.3	-2.9	-6.2	8.3
ROE(%)	-9.4	-29.0	-25.7	-6.2
순차입금비용(%)	-40.4	-55.8	-23.4	-18.3

자료: 키움증권 리서치센터

2Q출시가 예상되는 블레스M



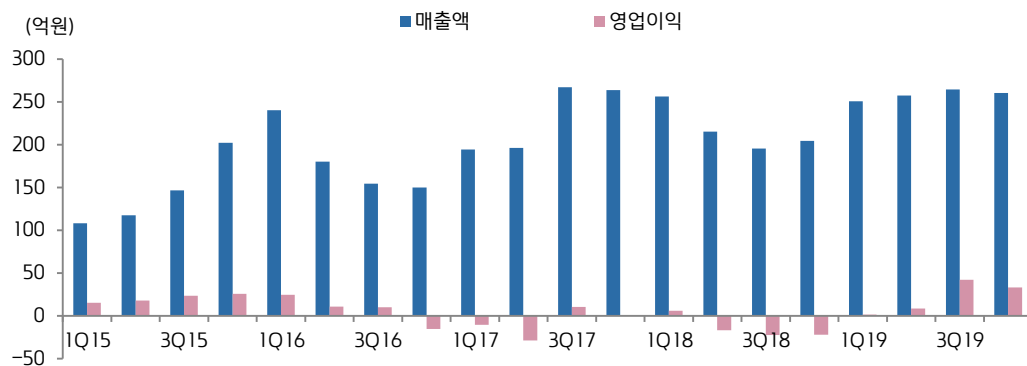
자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

크로스파이어:Warzone의 스크린 샷



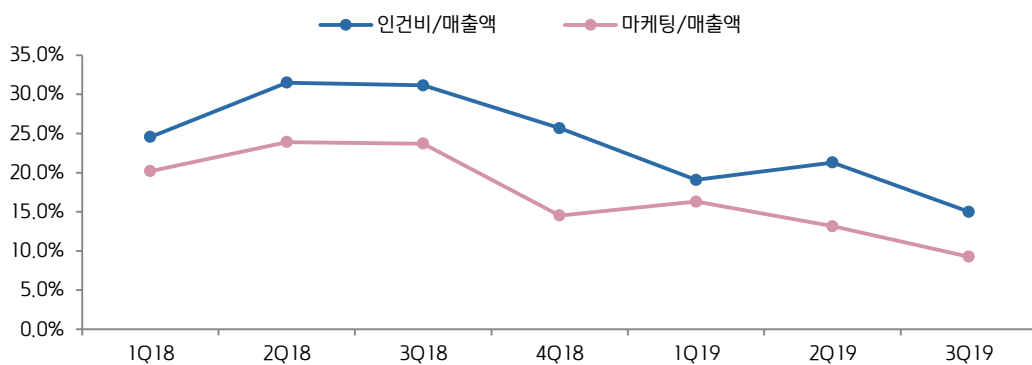
자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터 추정

조이시티의 매출액 및 영업이익 추이



자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

조이시티의 비용효율화 작업



자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	575	725	922	872	1,033
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	575	725	922	872	1,033
판매비	492	694	949	927	948
영업이익	83	31	-27	-54	86
EBITDA	111	60	9	-25	101
영업외손익	-39	-48	-1	11	-58
이자수익	7	4	1	3	2
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	12	16	8	7	7
외환관련손실	3	11	24	3	3
종속 및 관계기업손익	-12	-5	1	1	1
기타	-43	-52	13	3	-65
법인세차감전이익	43	-17	-28	-43	27
법인세비용	33	36	87	36	44
계속사업손익	11	-53	-115	-79	-16
당기순이익	11	-53	-115	-79	-16
지배주주순이익	11	-53	-115	-78	-16
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	23.6	26.1	27.2	-5.4	18.5
영업이익 증감률	49.2	-62.7	-187.1	100.0	-259.3
EBITDA 증감률	44.9	-45.9	-85.0	-377.8	-504.0
지배주주순이익 증감률	-67.9	-581.8	117.0	-32.2	-79.5
EPS 증감률	-68.6	적전	적지	적지	적지
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	14.4	4.3	-2.9	-6.2	8.3
EBITDA Margin(%)	19.3	8.3	1.0	-2.9	9.8
지배주주순이익률(%)	1.9	-7.3	-12.5	-8.9	-1.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	598	411	350	387	386
현금 및 현금성자산	220	122	187	189	169
단기금융자산	163	61	3	33	35
매출채권 및 기타채권	145	168	106	77	83
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	70	60	54	88	99
비유동자산	169	177	157	165	144
투자자산	49	62	73	116	111
유형자산	13	12	11	10	8
무형자산	66	62	70	35	21
기타비유동자산	41	41	3	4	4
자산총계	767	588	506	552	530
유동부채	81	115	161	286	283
매입채무 및 기타채무	28	32	84	58	55
단기금융부채	0	0	1	160	160
기타유동부채	53	83	76	68	68
비유동부채	5	21	6	1	1
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	21	6	1	1
부채총계	85	135	167	287	284
지배지분	682	453	339	266	247
자본금	59	59	59	59	59
자본잉여금	325	330	330	334	334
기타자본	-21	-193	-187	-183	-183
기타포괄손익누계액	5	5	2	4	1
이익잉여금	313	252	134	52	36
비지배지분	0	0	0	-1	-1
자본총계	682	453	339	265	246

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	5	60	63	-101	-24
당기순이익	11	-53	-115	-79	-16
비현금항목의 가감	136	140	133	95	52
유형자산감가상각비	4	3	3	2	2
무형자산감가상각비	24	26	34	27	14
지분법평가손익	-27	-17	-12	-5	-1
기타	135	128	108	71	37
영업활동자산부채증감	-108	7	90	-85	-19
매출채권및기타채권의감소	15	-21	56	17	-5
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	12	1	55	-37	-3
기타	-135	27	-21	-65	-11
기타현금흐름	-34	-34	-45	-32	-41
투자활동 현금흐름	-209	20	1	-57	22
유형자산의 취득	0	-3	-2	-1	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-9	0	0	-1	-1
투자자산의감소(증가)	-2	-18	-10	-43	5
단기금융자산의감소(증가)	-132	101	58	-31	-2
기타	-66	-60	-45	19	20
재무활동 현금흐름	90	-177	-1	159	0
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	160	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	90	-181	0	-1	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	4	0	0	0
기타현금흐름	-1	-1	2	1	-17.39
현금 및 현금성자산의 순증가	-114	-98	66	2	-20
기초현금 및 현금성자산	334	220	122	187	189
기말현금 및 현금성자산	220	122	187	189	169

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
주당지표(원)					
EPS	91	-453	-975	-660	-136
BPS	5,794	3,844	2,877	2,257	2,100
CFPS	1,246	738	150	129	306
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	320.9	-45.3	-14.1	-15.6	-59.4
PER(최고)	412.9	-74.4	-30.0		
PER(최저)	219.1	-39.5	-12.6		
PBR	5.06	5.33	4.76	4.56	3.84
PBR(최고)	6.51	8.77	10.17		
PBR(최저)	3.45	4.66	4.28		
PSR	5.99	3.33	1.75	1.39	0.92
PCFR	23.5	27.8	91.0	79.9	26.4
EV/EBITDA	27.5	37.1	153.3	-45.3	8.9
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.4	-7.9	-21.0	-15.0	-3.0
ROE	1.7	-9.4	-29.0	-25.7	-6.2
ROIC	7.4	15.2	10.8	-66.3	-57.7
매출채권회전율	3.8	4.6	6.7	9.5	12.9
재고자산회전율					
부채비율	12.5	29.8	49.4	108.2	115.4
순차입금비율	-56.2	-40.4	-55.8	-23.4	-18.3
이자보상배율	436.551.7	642.9	-249.2	-615.5	968.2
총차입금	0	0	1	160	160
순차입금	-383	-183	-189	-62	-45
NOPLAT	111	60	9	-25	101
FCF	-76	65	139	-115	-55

베스파 (299910)



Not Rated

주가(2/12) 12,350원

베스파에게 단기적인 모멘텀은 부재하다. 하지만 1Q를 저점으로 패치 업데이트와 신작출시 등으로 2Q부터는 반등할 것으로 예상되며 신작출시 효과가 이어지는 3~4Q에는 본격적인 가치 제고에 들어갈 것으로 전망된다. MMORPG와 같은 대형장르는 없지만 안정적 수익창출이 가능한 라인업으로 이루어져 있다.

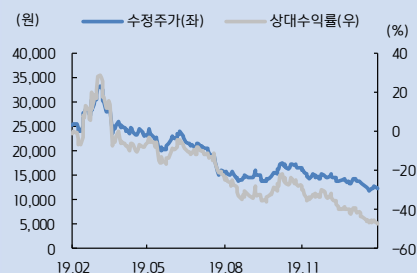
Stock Data

KOSDAQ (2/12)		686.59pt
시가총액		990억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	33,350원	11,750원
최고/최저가 대비 등락	-63.0%	5.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	-7.8%
	6M	-22.1%
	1Y	-51.4%
		-9.7%
		-32.6%
		-47.7%

Company Data

발행주식수	8,017천주
일평균 거래량(3M)	24천주
외국인 지분율	0.2%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS (19E)	10,818원
주요 주주	김진수 외 1인 41.2%

Price Trend



2Q부터 이어지는 모멘텀

>>> 킹스레이드는 안정적 성과

베스파의 주요 매출원은 킹스레이드이다. 킹스레이드의 일 본성과에 따라 이익변동이 나타나지만 현재 매출수준이 유지된다면 전체 BEP내외의 성과는 유지될 것으로 전망 된다. 올해 2월에도 챗터 업데이트가 있을 예정이며 2Q~3Q에도 업데이트가 있을 것으로 전망된다. 더불어 신 규유저 유입에 도움이 될 수 있는 애니메이션방영이 10월 에 있을 예정이다. 이에 유저의 급격한 감소가 있지 않는 이상 별도 기준으로는 안정적 이익을 창출할 수 있을 것이 다. 올해 연결대상에 포함되는 자회사들의 게임이 출시될 예정이기 때문에 연결기준으로도 점진적 개선이 기대된다.

>>> 관전 Point

- 킹스레이드의 업데이트에 따른 안정적 성과
- 2Q 이모탈즈, 3Q 캐토피아러시, 4Q 파이널아들레 등 고ARPU게임들의 성과
- 해외IP를 활용한 어그레시브레츠고의 성과

>>> 모멘텀 시점에 보유현금이 빛이 날 것

동사의 보유현금은 750억원이다. 대부분의 게임사들과 같 이 현금가치 보유에 비해 영업가치가 크게 반영되고 있지 못하다. 이러한 영업가치 확대가 있기 위해서는 신작 모멘 텀이 필요한데 올해 신작게임은 2Q~4Q에 집중되어 있다. 상반기는 캐주얼 및 전략게임이 출시될 것으로 예상되며 3~4Q에는 RPG 및 디펜스 등 ARPU가 높은 게임이 출시 될 것으로 예상됨에 따라 관심을 기울일 필요가 있다.

투자지표, IFRS 별도	2016	2017	2018	2019E
매출액(억원)	1	311	1,245	961
영업이익(억원)	-17	68	296	-33
EBITDA(억원)	-17	68	298	-28
세전이익(억원)	-41	56	-1,043	-40
순이익(억원)	-36	57	-1,051	-40
지배주주지분순이익(억원)	-36	57	-1,051	-40
EPS(원)	-932	1,466	-19,492	-500
증감률(% YoY)	NA	흑전	적전	적지
PER(배)	0.0	0.0	-1.2	-27.9
PBR(배)	0.00	0.00	1.98	1.29
EV/EBITDA(배)			3.4	-15.3
영업이익률(%)	-1700.0	21.9	23.8	0.0
ROE(%)	79.0	-334.6	-225.8	-4.5
순차입금비율(%)	-28.9	-209.1	-89.5	-79.7

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액		1	311	1,245	961
매출원가		0	0	0	0
매출총이익		1	311	1,245	961
판매비		18	244	949	994
영업이익		-17	68	296	-33
EBITDA		-17	68	298	-28
영업외손익		-24	-12	-1,339	-7
이자수익		0	0	0	0
이자비용		2	3	2	0
외환관련이익		0	0	6	4
외환관련손실		0	1	4	3
종속 및 관계기업손익		0	0	0	0
기타		-22	-8	-1,339	-8
법인세차감전이익		-41	56	-1,043	-40
법인세비용		-5	-2	8	0
계속사업손손익		-36	57	-1,051	-40
당기순이익		-36	57	-1,051	-40
지배주주순이익		-36	57	-1,051	-40
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률		NA	31,000.0	300.3	-22.8
영업이익 증감률		NA	-500.0	335.3	-111.1
EBITDA 증감률		NA	-500.0	338.2	-109.4
지배주주순이익 증감률		NA	-258.3	-1,943.9	-96.2
EPS 증감률		NA	흑전	적전	적지
매출총이익률(%)		100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)		-1,700.0	21.9	23.8	-3.4
EBITDA Margin(%)		-1,700.0	21.9	23.9	-2.9
지배주주순이익률(%)		-3,600.0	18.3	-84.4	-4.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름		-14	66	301	-52
당기순이익		-36	57	-1,051	-40
비현금항목의 가감		20	14	1,366	4
유형자산감가상각비		0	1	2	5
무형자산감가상각비		0	0	0	0
지분법평가손익		0	0	0	0
기타		20	13	1,364	-1
영업활동자산부채증감		1	-6	9	-15
매출채권및기타채권의감소		0	-36	-81	27
재고자산의감소		0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가		0	9	3	14
기타		1	21	87	-56
기타현금흐름		1	1	-23	-1
투자활동 현금흐름		-6	-41	-88	-367
유형자산의 취득		-1	-3	-10	0
유형자산의 처분		0	0	0	0
무형자산의 순취득		0	0	-3	-3
투자자산의감소(증가)		-2	-21	-62	-69
단기금융자산의감소(증가)		-4	-14	-3	-287
기타		1	-3	-10	-8
재무활동 현금흐름		23	-1	558	0
차입금의 증가(감소)		0	-1	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감		0	0	558	0
자기주식처분(취득)		0	0	0	0
배당금지급		0	0	0	0
기타		23	0	0	0
기타현금흐름		0	0	2	-0.46
현금 및 현금성자산의 순증가		2	24	773	-419
기초현금 및 현금성자산		4	6	29	802
기말현금 및 현금성자산		6	29	802	383

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산		10	85	987	830
현금 및 현금성자산		6	29	802	383
단기금융자산		4	18	21	308
매출채권 및 기타채권		0	36	118	91
재고자산		0	0	0	0
기타유동자산		0	2	46	48
비유동자산		11	39	143	208
투자자산		2	23	85	154
유형자산		2	5	13	9
무형자산		0	0	1	0
기타비유동자산		7	11	44	45
자산총계		21	124	1,130	1,037
유동부채		42	90	175	136
매입채무 및 기타채무		3	18	51	66
단기금융부채		1	9	0	0
기타유동부채		38	63	124	70
비유동부채		24	23	34	34
장기금융부채		22	16	0	0
기타비유동부채		2	7	34	34
부채총계		66	113	210	170
지배지분		-45	11	920	867
자본금		3	3	40	40
자본잉여금		0	0	1,927	1,927
기타자본		0	0	7	7
기타포괄손익누계액		0	-1	0	-13
이익잉여금		-49	8	-1,053	-1,093
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		-45	11	920	867

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017	2018	2019E
주당지표(원)					
EPS		-932	1,466	-19,492	-500
BPS		-1,156	279	11,521	10,818
CFPS		-405	1,834	5,841	-453
DPS		0	0	0	0
주가배수(배)					
PER		0.0	0.0	-1.2	-27.9
PER(최고)		0.0	0.0		
PER(최저)		0.0	0.0		
PBR		0.00	0.00	1.98	1.29
PBR(최고)		0.00	0.00		
PBR(최저)		0.00	0.00		
PSR		0.00	0.00	0.99	1.16
PCFR		0.0	0.0	3.9	-30.8
EV/EBITDA				3.4	-15.3
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%), 보통주, 현금)				0.0	0.0
ROA		-169.2	79.1	-167.6	-3.7
ROE		79.0	-334.6	-225.8	-4.5
ROIC		57.6	-166.1	-1,807.1	-236.5
매출채권회전율		4.7	17.0	16.2	9.2
재고자산회전율					
부채비율		-146.7	1,033.9	22.8	19.6
순차입금비율		-28.9	-209.1	-89.5	-79.7
이자보상배율		-6.9	20.9	172.2	
총차입금		23	25	0	0
순차입금		13	-23	-823	-691
NOPLAT		-17	68	298	-28
FCF		-22	56	267	-43

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

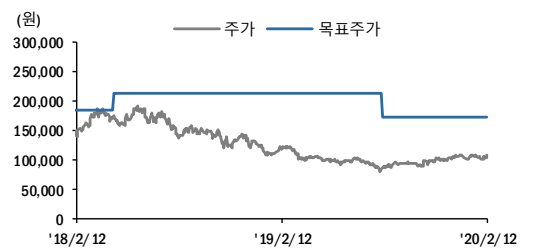
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
컴투스 (078340)	2018/02/22	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-6.46	1.24	더블유 게임즈 (192080)	2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-20.57	-11.81
	2018/04/18	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-22.66	-18.37		2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-22.63	-11.81
	2018/05/11	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-21.57	-17.49		2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-23.32	-11.81
	2018/05/23	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-18.85	-10.93		2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-26.99	-11.81
	2018/06/29	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-20.03	-10.93		2018/07/16	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-27.72	-11.81
	2018/08/09	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-22.18	-10.93		2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-27.24	-11.81
	2018/09/05	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-24.26	-10.93		2018/09/05	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-17.12	-11.45
	2018/10/17	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-36.05	-29.77		2018/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-22.24	-11.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-40.66	-29.77		2019/01/07	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-24.70	-11.45
	2019/02/11	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-41.17	-29.77		2019/02/13	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-24.99	-11.45
	2019/03/06	BUY(Maintain)	215,000원	6개월	-43.40	-29.77		2019/04/25	BUY(Maintain)	96,000원	6개월	-30.19	-19.27
	2019/08/12	BUY(Maintain)	173,000원	6개월	-46.51	-43.93		2019/07/25	BUY(Maintain)	96,000원	6개월	-36.32	-19.27
	2019/09/23	BUY(Maintain)	173,000원	6개월	-45.66	-42.08		2020/01/22	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-39.35	-37.13
2019/11/11	BUY(Maintain)	173,000원	6개월	-43.58	-36.99	2020/02/12	BUY(Maintain)	80,000원	6개월				
2020/01/03	BUY(Maintain)	173,000원	6개월	-42.66	-36.99								
2020/02/12	BUY(Maintain)	173,000원	6개월										

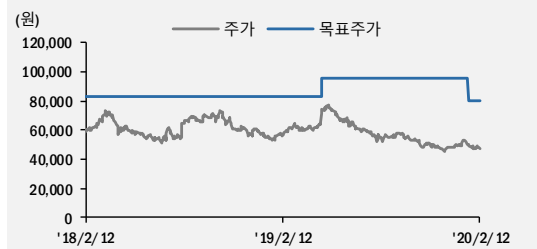
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

컴투스 (078340)



더블유게임즈 (192080)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%