게임 (비중확대/유지)

2020.7.28

3분기 실적 받고 대박 모멘텀에 베팅할 시점

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

게임 흥행 추이가 분석의 기초

시장조사 기업 데이터를 중심으로 2분기 게임별 흥행 분석

- 글로벌 모바일 데이터 제공 기업 Sensor Tower 자료를 기초로 게임별 매출 추이 분석
- 통계분석 데이터로 과거 시계열과 표본수에 따라 실제 수치와는 괴리 존재
- 절댓값 수준보다는 게임별 흥행 추세 참고를 추천

2분기 코로나 영향으로 고포류/카지노게임 호조세, 캐주얼/RPG는 혼조세

고포류, 카지노게임 5월까지 뚜렷한 강세 현상

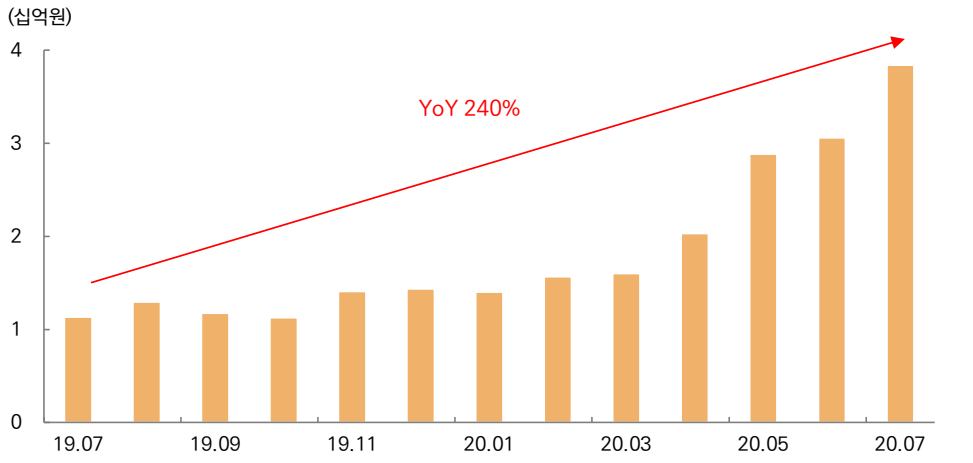
- 엔씨 리니지M 견조한 매출 흐름을 유지한 가운데 리니지2M은 매출 수준 하향
- 넷마블 기존 게임들 매출 소폭 감소한 가운데 칠대죄(글로벌) 매출 급증세 확인
- 웹젠은 신작 뮤 아크엔젤 흥행 성공에 기존 게임 뮤오리진2(글로벌) 견조한 매출 흐름
- 조이시티는 캐리비안의 해적, 건쉽배틀 매출이 급증하는 가운데 신작 히어로볼Z 흥행
- NHN, 네오위즈, 더블유게임즈, 미투젠(상장예정)의 고포류, 카지노게임은 코로나19로 인한 게임 이용 시간 증가로 매출 강세 현상이 2분기에도 이어짐

웹젠(069080), 조이시티(067000) 관심종목 제시

웹젠(Not Rated), 조이시티(Not Rated) 하반기 중소형 게임 기대주

- 엔씨, 양호한 실적과 하반기 신작 모멘텀 기대, '매수' 의견과 목표주가 131만원 제시
- 웹젠, 뮤 아크엔젤 흥행 장기화 속 중국 신작(진홍지인, 전민기적2) 모멘텀 본격화
- 조이시티, 전쟁게임 '크로스파이어:워존', '테라:아르곤의 전쟁' 하반기 글로벌 출시 임박

조이시티, 건쉽배틀(글로벌) 월매출 추이: 7월 매출액 YoY 240% 증가 추정



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

CONTENTS

I. 요약 3
상반기 게임업종 실적 안정, 하반기는 신작 모멘텀 기대 3

II. 게임동향 5
1. 엔씨소프트 5
2. 넷마블 6
3. 펄어비스 9
4. 웹젠 10
5. 조이시티 11
6. NHN 12
7. 네오위즈 13
8. 더블유게임즈 14
9. 미투젠 (상장예정) 15

Company Analysis 16
엔씨소프트 (036570) 17
웹젠 (069080) 21
조이시티 (067000) 24

I. 요약

상반기 게임업종 실적 안정, 하반기는 신작 모멘텀 기대

〈표 1〉 엔씨, 넷마블은 2분기에도 1분기 매출 흐름이 이어진 가운데 웹젠, 조이시티, NHN, 네오위즈, 더블유게임즈, 미투젠의 모바일 게임 2분기 매출액은 1분기보다 증가한 것으로 관찰되었다.

국내 게임 기업의 2분기 매출 증가 흐름은 단순히 코로나로 인한 게임 이용 시간 증가에 기인한 것은 아니다. 2분기에 출시된 넷마블의 일곱개의 대죄(글로벌), 웹젠의 뮤 아크엔젤, 조이시티 블레스 모바일 등 신규 게임의 긍정적인 영향도 돋보이고 있다.

하반기에는 대장주 엔씨소프트의 신작 출시와 리니지2M 해외 진출이 예정되어 있는 등 상반기보다 더 많은 신규 게임들이 출시를 준비하고 있다. 〈표 1〉에 있는 국내 게임 기업들의 신작 출시는 3분기보다 4분기에 집중될 것으로 분석된다.

미투젠에 이어 카카오게임즈, 크래프톤 IPO 기대감이 높아지고 있다. 2020년 가을에는 플레이스테이션, 엑스박스 등의 콘솔게임기도 신규 버전이 8년만에 출시될 예정이다. 5G 보급이 확산되면서 클라우드게임(스트리밍) 시장의 기대감도 점차 높아질 것으로 기대된다.

표 1. 주요 게임 기업 매출 동향

기업명	주요 모바일게임	매출 동향	신작 예정
엔씨소프트	- 리니지M (국내) - 리니지2M (국내)	=	- 하반기 리니지2M (해외) - 하반기 B&S2 (국내) - 하반기 TL(PC, 콘솔 버전) 베타 테스트
넷마블	- 마블 콘테스트 오브 챔피언스 (글로벌) - 일곱개의 대죄 (글로벌) - 리니지2 레볼루션 (글로벌)	=	- 3분기 BTS 유니버스 스토리 (글로벌), A3: 스틸얼라이브 (글로벌) - 4분기 세븐나이츠2 (국내), 세븐나이츠 타임원더러(글로벌), 제2의 나라 (국내/일본) 마블 렐름오브챔피언스 (글로벌), B&S 레볼루션 (글로벌)
펄어비스	- 검은사막 (국내) - 검은사막 (일본) - 검은사막 (글로벌)	-	- 8월 이브 에코스 (글로벌) - 하반기 섀도우 아레나 콘솔 - 2021년 4분기 붉은 사막
웹젠	- 뮤 아크엔젤 (국내) - 뮤 오리진2 (글로벌)	+	- 8월 R2M (국내) - 3분기 뮤IP 기반 진홍지인 (중국) - 하반기 뮤IP 기반 전민기적2 (중국)
조이시티	- 캐리비안의 해적 (글로벌) - 건쉽배틀 (글로벌)	+	- 3분기 크로스파이어: 워존 (글로벌) - 4분기 테라: 아르곤의 전쟁 (글로벌) - 하반기 프로젝트M (글로벌)
NHN	- 한게임 포커 (국내) - 한게임 섯다 (국내)	+	- 3분기 용비불패M (국내) - 하반기 크리티컬 옵스 (글로벌) - 하반기 쯔무쯔무 스타디움 (일본)
네오위즈	- 피망 뉴맞고 (국내) - 피망포커 (국내) - 피망 섯다 (국내)	+	- 하반기 로스트아크 (일본) - 하반기 블레스 이터널 (중국) - 하반기 블레스 언리쉬드 PS4 버전
더블유게임즈	- DoubleDown™– Casino Slots Game (글로벌) - DoubleU Casino: Vegas Slots (글로벌)	+	- 2021년 RPG장르 프로젝트H (글로벌) - 2021년 캐주얼장르 프로젝트N (글로벌)
미투젠(상장예정)	- Slots: Classic Vegas Casino (글로벌) - Double Hit Casino: Vegas Slots (글로벌) - TriPeaks Journey/Farm adventure (글로벌)	+	- 하반기 소셜카지노 1종 (글로벌) - 하반기 카지노게임 2종 (글로벌)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 글로벌 게임 기업 Valuation (십억원, 배, %)

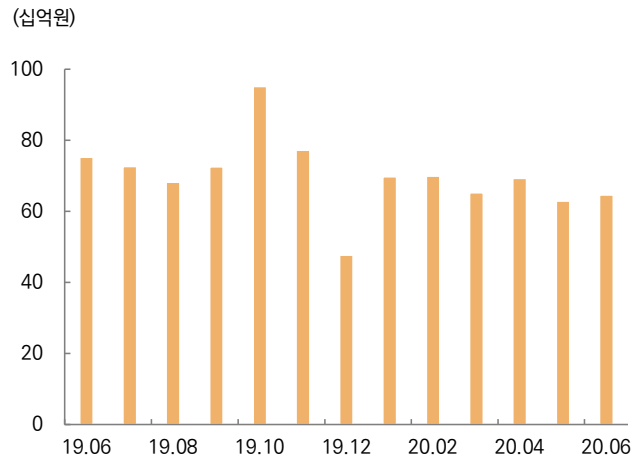
	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
엔씨소프트 (KR)	17,805	2,772	3,407	1,042	1,426	813	1,092	28.8	30.0	21.7	16.2	5.5	4.3	14.7	10.9	37.6	41.8
넷마블	10,768	2,405	2,637	240	314	263	315	5.8	6.5	40.7	33.8	2.2	2.1	27.6	22.9	10.0	11.9
펄어비스	2,479	530	580	169	181	161	164	24.4	19.5	15.1	14.7	3.2	2.7	11.4	10.7	32.0	31.2
NHN엔터테인먼트	1,610	1,665	1,858	128	156	82	104	4.9	5.9	19.7	15.6	0.9	0.9	7.2	6.3	7.7	8.4
컴투스	1,626	511	636	135	182	129	163	13.2	14.7	12.6	9.9	1.5	1.3	6.6	5.0	26.3	28.5
웹젠	1,001	219	241	65	80	53	65	13.7	14.7	18.7	15.4	2.4	2.0	11.8	9.8	29.5	33.1
더블유게임즈	1,345	609	639	186	198	133	142	18.7	16.6	10.0	9.4	1.6	1.4	7.0	6.9	30.4	30.9
위메이드	610	134	179	14	39	18	25	8.1	12.5	33.2	19.9	2.4	2.3	26.9	11.8	10.6	22.1
Activision Blizzard (US)	74,739	8,572	9,109	3,187	3,539	2,598	2,891	16.0	14.6	29.3	26.8	4.4	3.8	20.6	18.6	37.2	38.8
Electronic Arts	47,759	6,689	7,195	2,120	2,390	1,770	2,024	18.4	18.3	27.4	24.1	5.0	4.5	17.8	16.0	31.7	33.2
Take Two Interactive	20,995	3,278	4,069	646	921	527	783	5.7	18.2	39.0	27.7	5.8	4.8	27.4	19.7	19.7	22.6
Zynga	12,590	2,337	2,807	476	441	343	432	12.4	18.6	41.0	31.6	6.1	5.1	23.6	20.5	20.4	15.7
Glumobile	1,933	634	681	25	63	70	91	17.0	22.4	30.2	22.7	5.3	4.4	26.6	19.7	4.0	9.3
Ubisoft (FR)	12,211	3,521	3,650	657	744	466	546	18.7	17.3	23.8	22.3	5.4	4.5	8.9	8.0	18.7	20.4
Nintendo (JP)	70,066	14,867	14,681	4,257	4,500	3,136	3,344	17.5	16.5	20.8	19.6	3.4	3.1	12.8	12.4	28.6	30.6
Nexon	24,341	3,210	3,577	1,381	1,634	1,254	1,389	16.1	15.6	19.5	17.6	3.0	2.5	12.4	10.6	43.0	45.7
Square Enix	8,027	3,520	3,603	503	572	352	407	12.8	13.0	22.7	19.9	2.9	2.6	12.4	11.1	14.3	15.9
DeNA	1,936	1,304	1,366	57	116	60	90	3.0	4.4	30.7	24.7	0.9	0.9	6.6	5.5	4.4	8.5
Gungho Online	2,087	913	866	208	189	130	120	10.9	8.2	11.4	12.4	1.5	1.4	5.8	6.8	22.8	21.8
GREE	1,219	711	704	42	42	44	31	3.9	2.4	25.7	38.1	0.9	0.9	5.7	6.3	5.9	6.0
Tencent (CH)	821,225	81,249	99,554	24,838	29,971	20,777	25,881	22.4	22.3	40.5	32.7	8.7	6.9	27.9	23.2	30.6	30.1
NetEase	76,884	12,118	13,894	2,912	3,384	2,817	3,228	20.4	19.8	25.8	22.4	5.2	4.4	21.1	18.1	24.0	24.4
Kingsoft	8,430	931	1,098	203	293	125	194	4.2	5.7	109.2	60.0	3.1	2.7	18.8	16.3	21.8	26.7

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

II. 게임동향

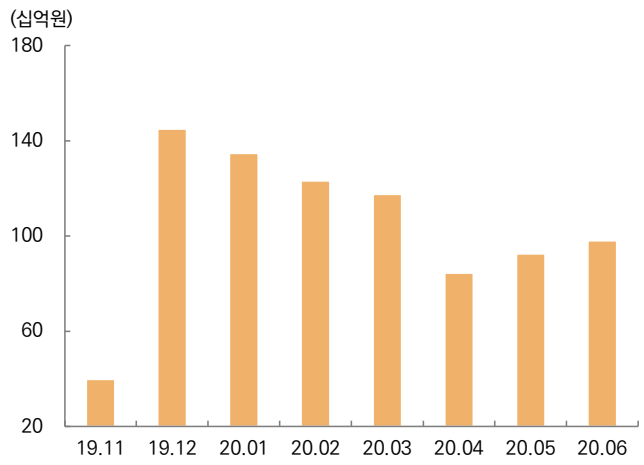
1. 엔씨소프트

그림 1. 리니지M 국내 월매출 추이



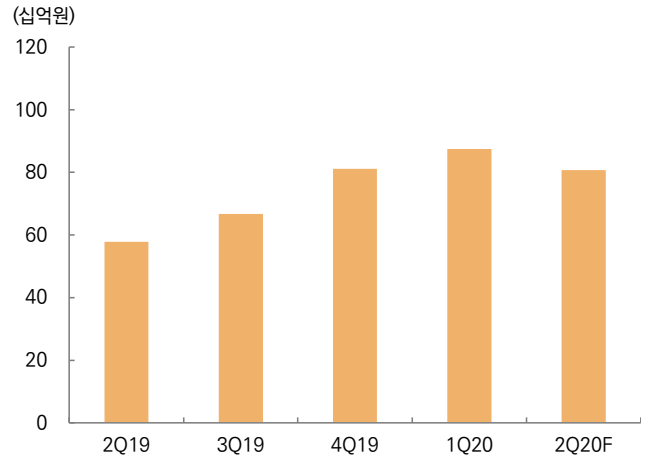
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 2. 리니지2M 월매출 추이



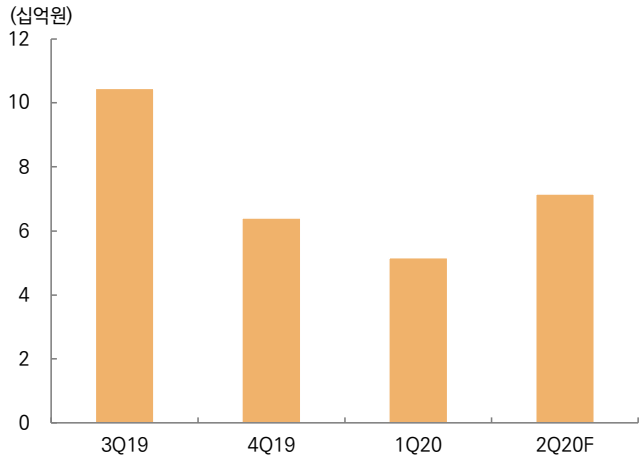
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 3. 리니지M 대만(감마니아) 분기 매출



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

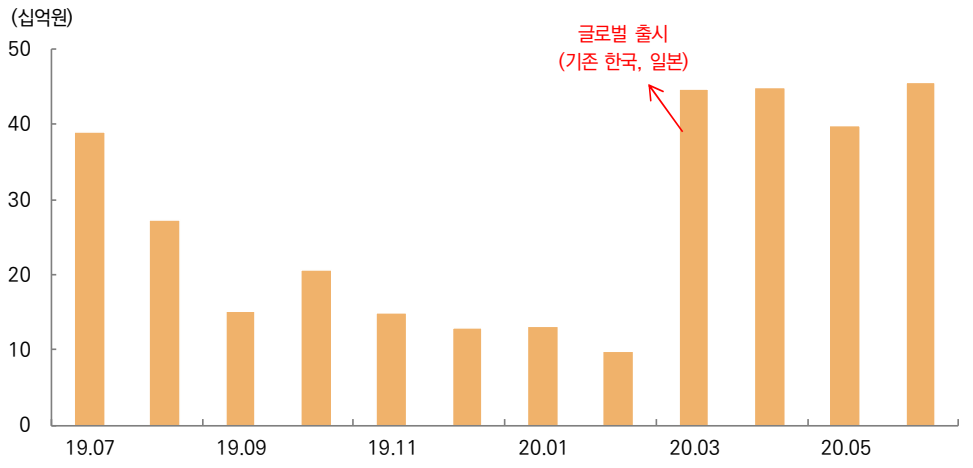
그림 4. 리니지M 일본 분기 매출



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

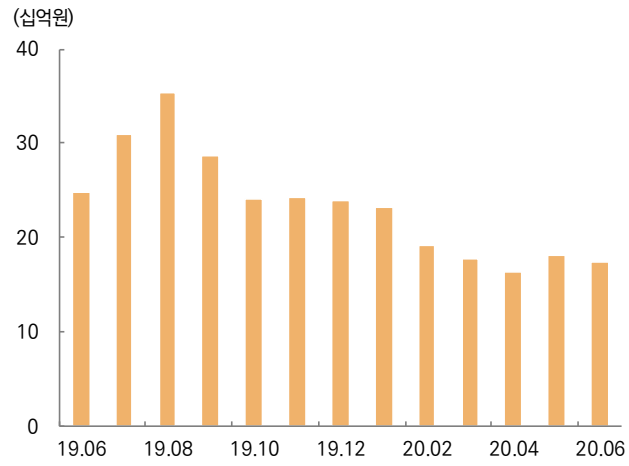
2. 넷마블

그림 5. 일곱개의대죄(글로벌) 월매출 추이



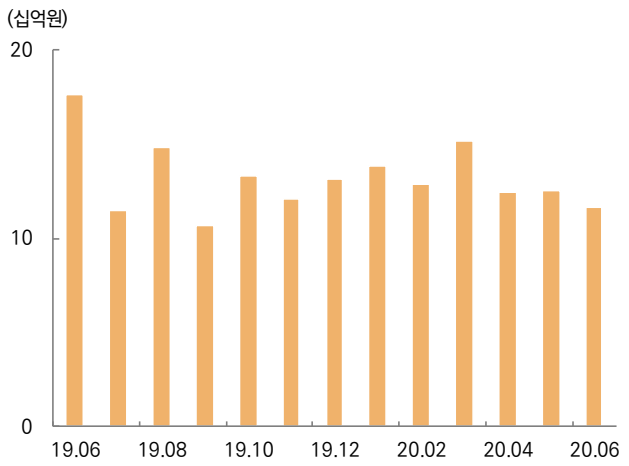
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 6. 리니지2레볼루션(글로벌) 월매출 추이



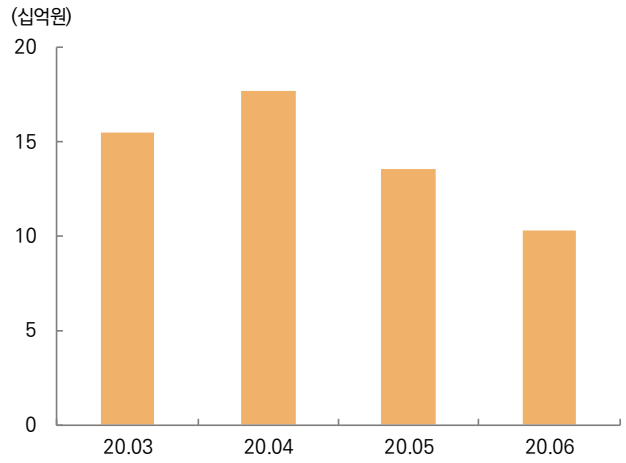
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 7. 블레이드&소울 레볼루션(국내) 월매출 추이



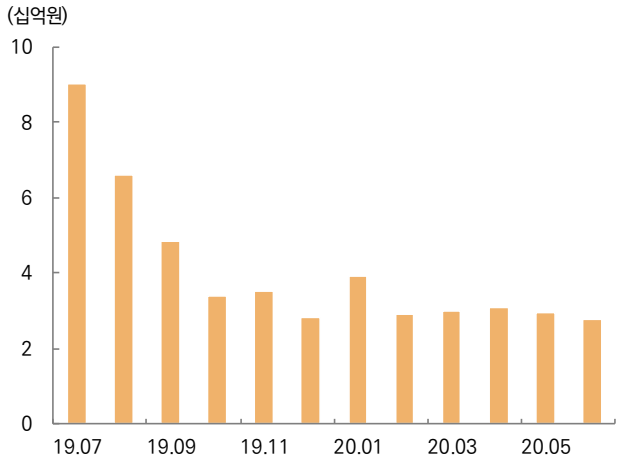
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 8. A3: 스틸얼라이브(국내) 월매출 추이



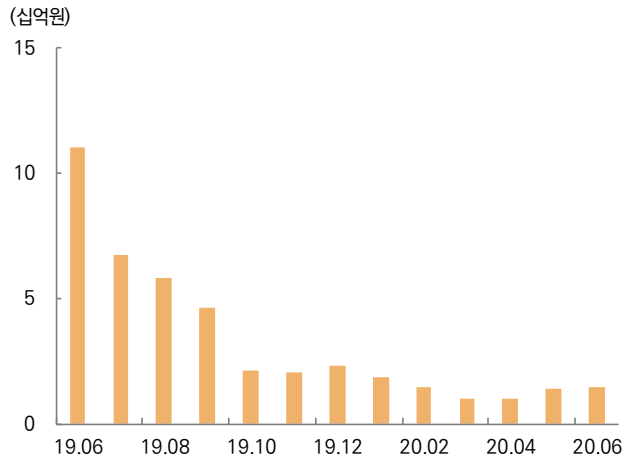
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 9. BTS월드(글로벌) 월매출 추이



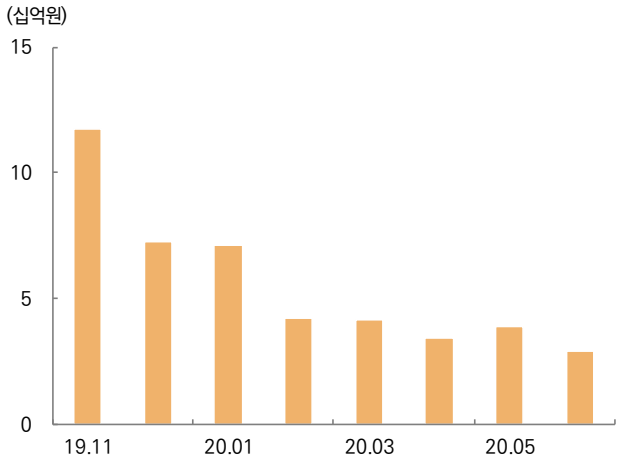
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 10. 킹 오브 파이터 올스타(국내) 월매출 추이



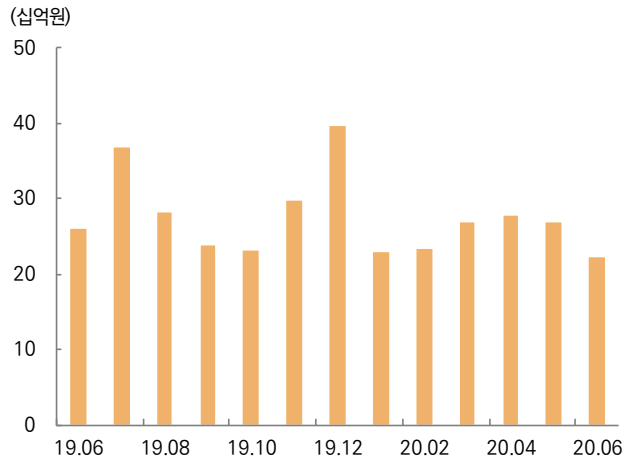
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 11. 킹 오브 파이터 올스타(글로벌) 월매출 추이



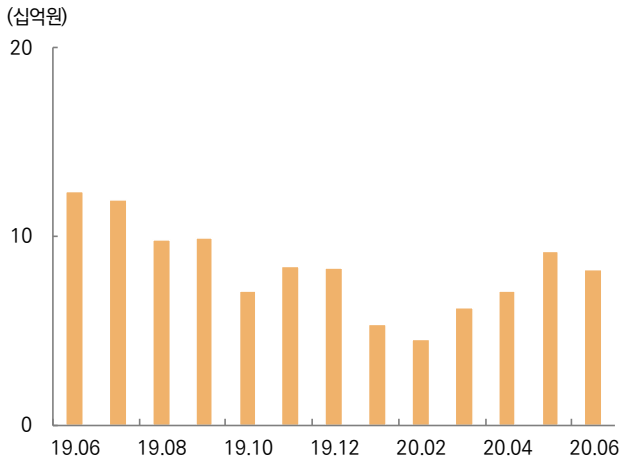
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 12. 마블 콘테스트 오브 챔피언스(글로벌) 월매출 추이



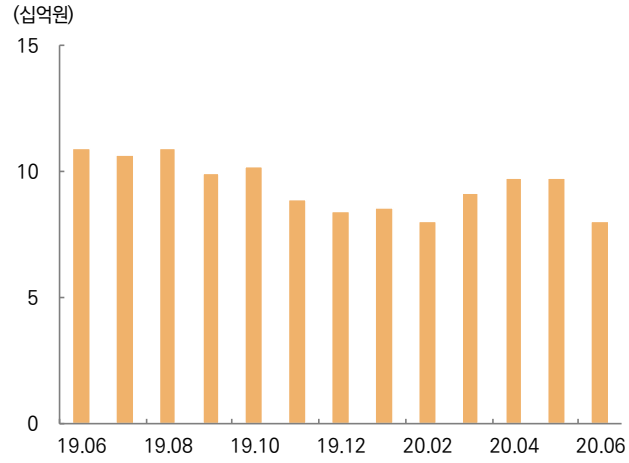
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 13. 마블 퓨쳐파이트(글로벌) 월매출 추이



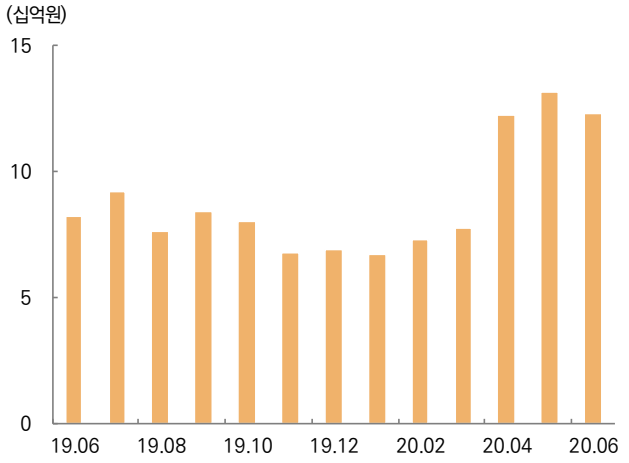
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 14. 쿠키잼(글로벌) 월매출 추이



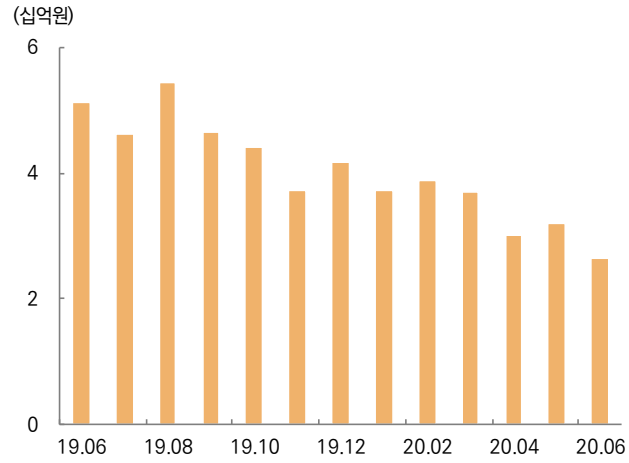
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 15. 해리포터(글로벌) 월매출 추이



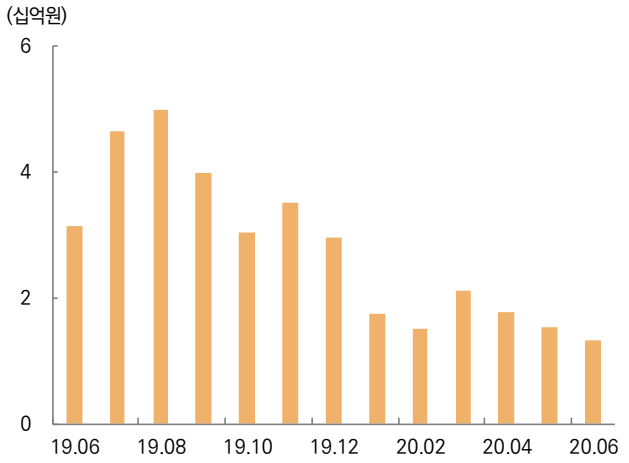
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 16. 모두의마블(글로벌) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

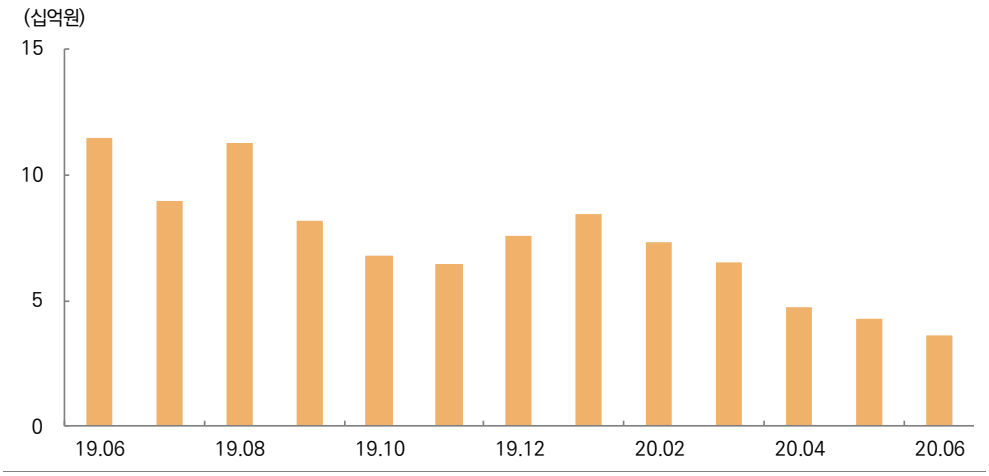
그림 17. 세븐나이츠(글로벌) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

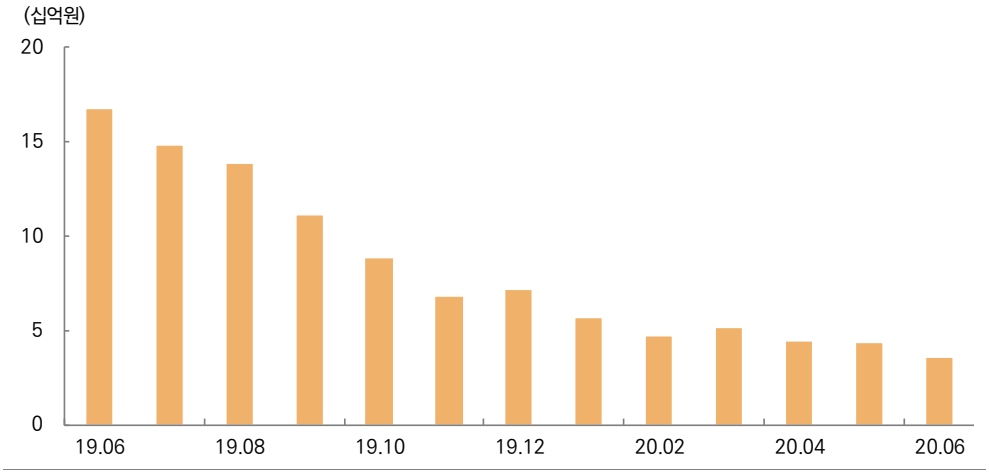
3. 펄어비스

그림 18. 검은사막(국내) 월매출 추이



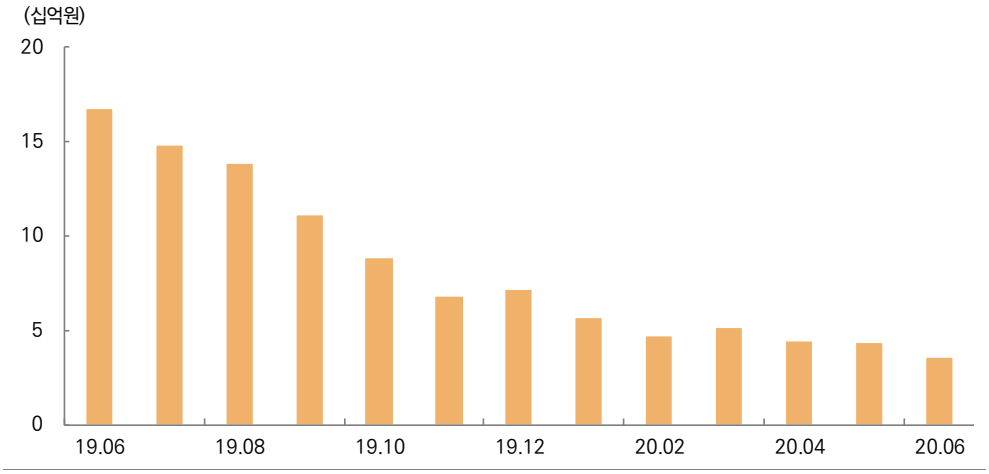
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 19. 검은사막(일본) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

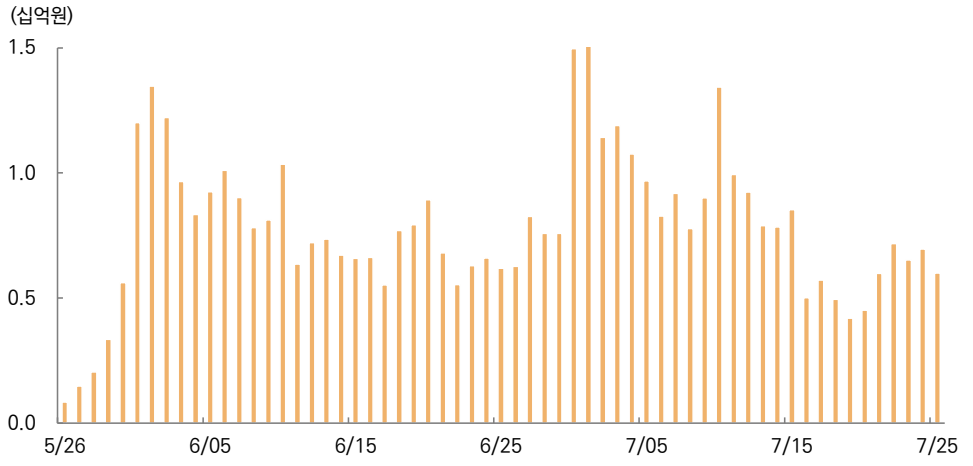
그림 20. 검은사막(글로벌) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

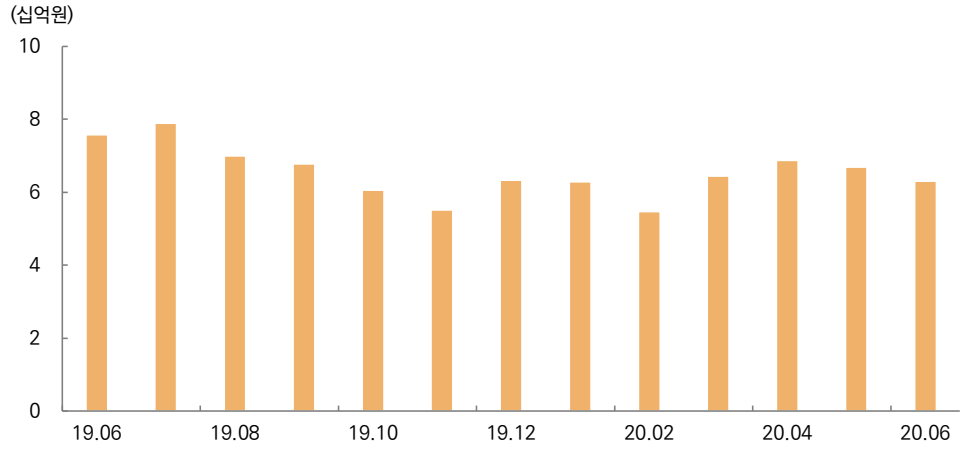
4. 웹젠

그림 21. 뮤 아크엔젤 일매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

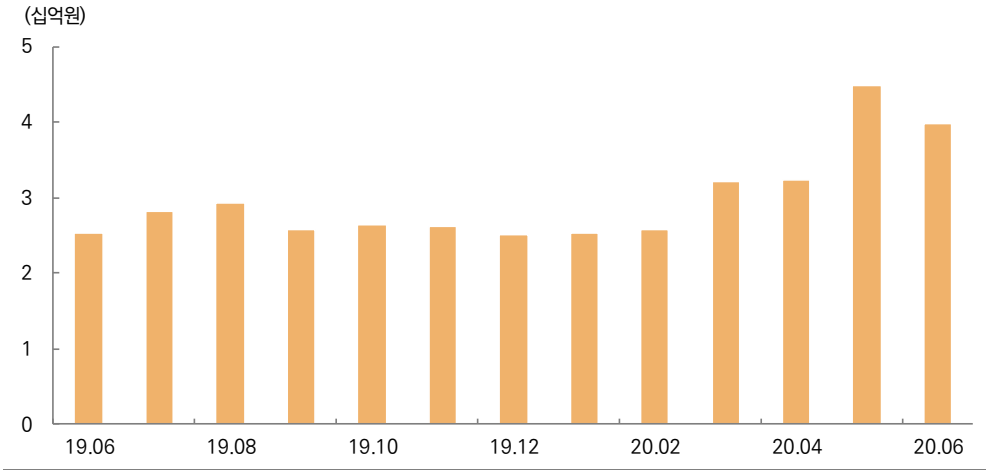
그림 22. 뮤오리진2(글로벌) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

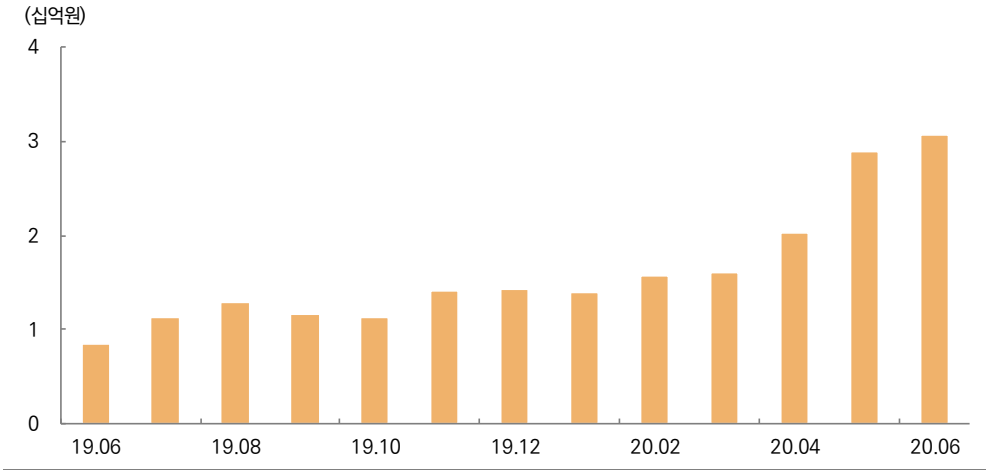
5. 조이시티

그림 23. 캐리비안의 해적(글로벌) 월매출 추이



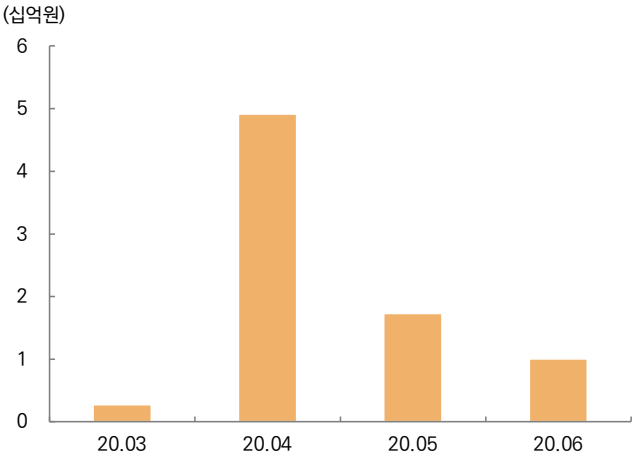
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 24. 건쉽배틀(글로벌) 월매출 추이



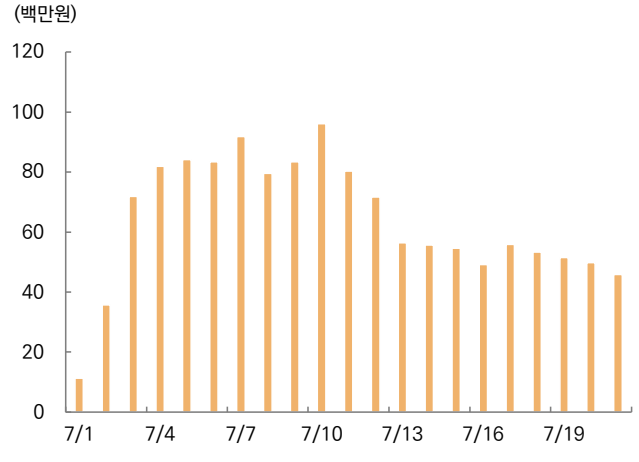
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 25. 블레스 모바일(국내) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

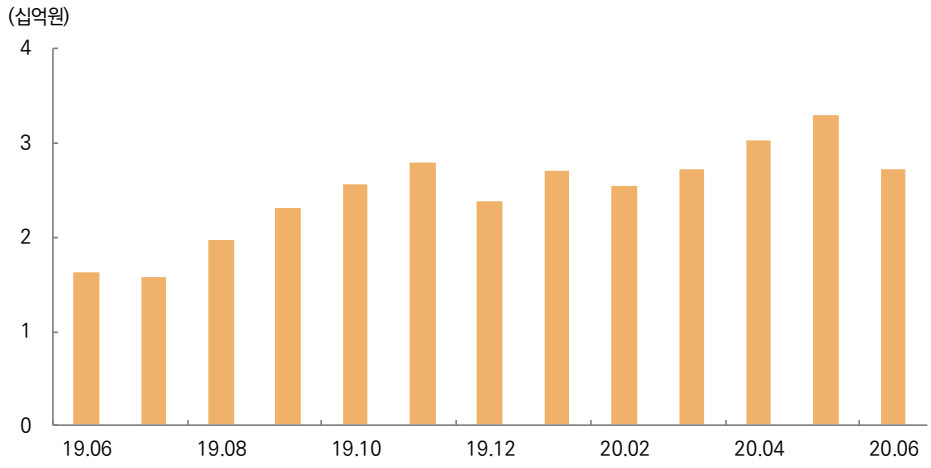
그림 26. 히어로볼Z(글로벌) 일매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

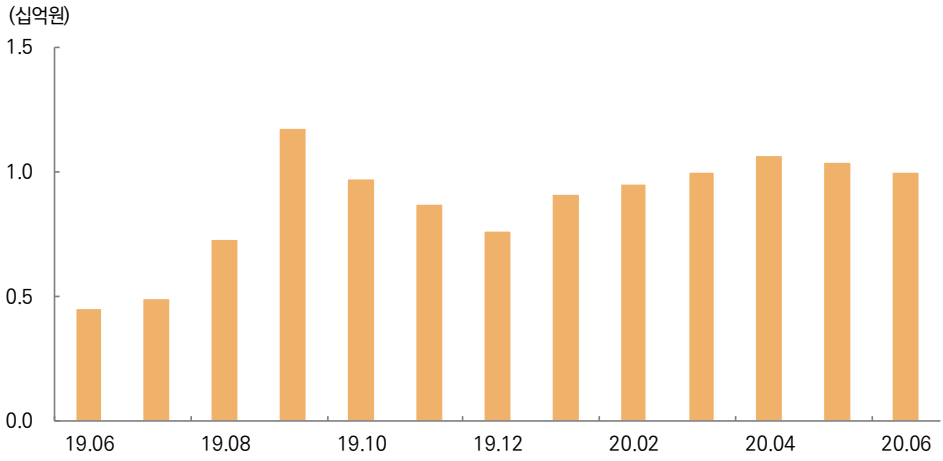
6. NHN

그림 27. 한게임 포커 모바일(국내) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

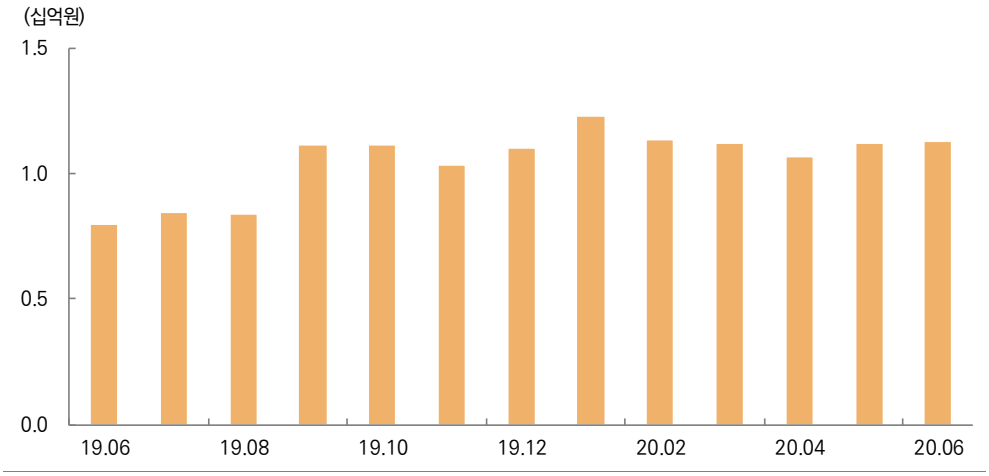
그림 28. 한게임 섯다 모바일(국내) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

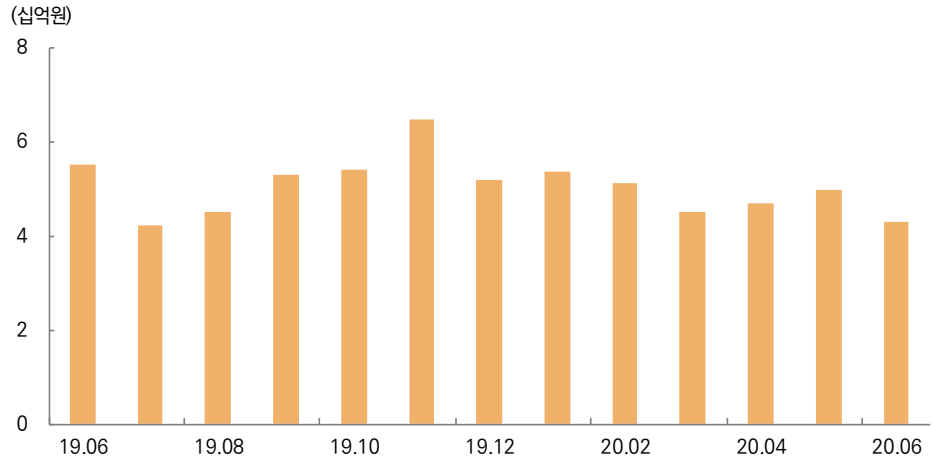
7. 네오위즈

그림 29. 피망 뉴맞고 모바일(국내) 월매출 추이



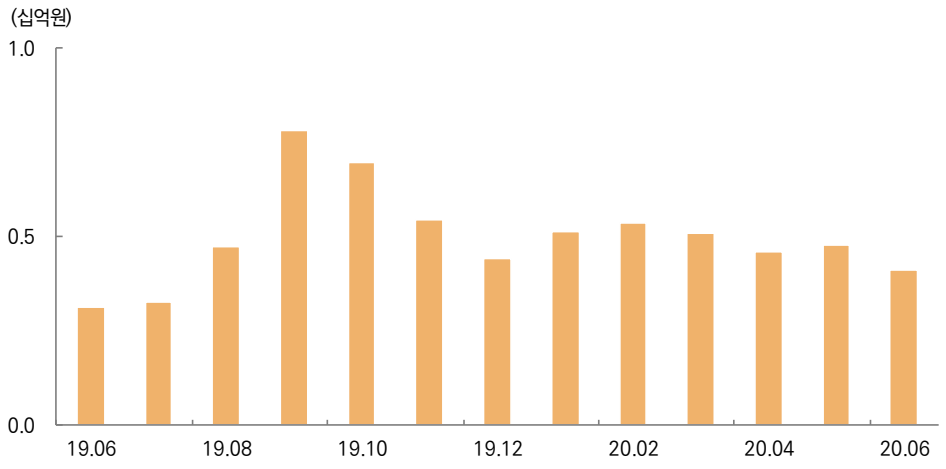
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 30. 피망 포커 모바일(국내) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

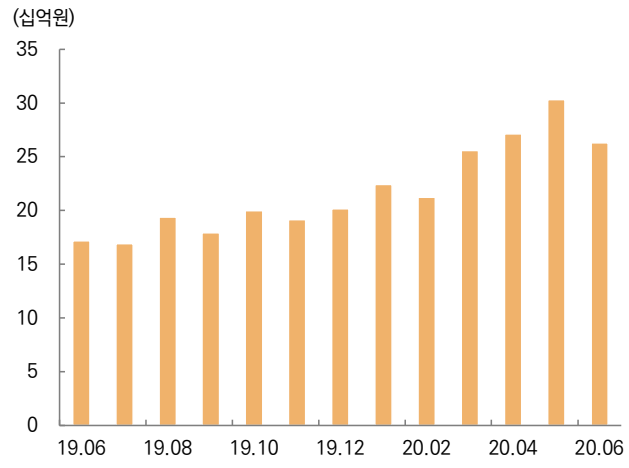
그림 31. 피망 섯다 모바일(국내) 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

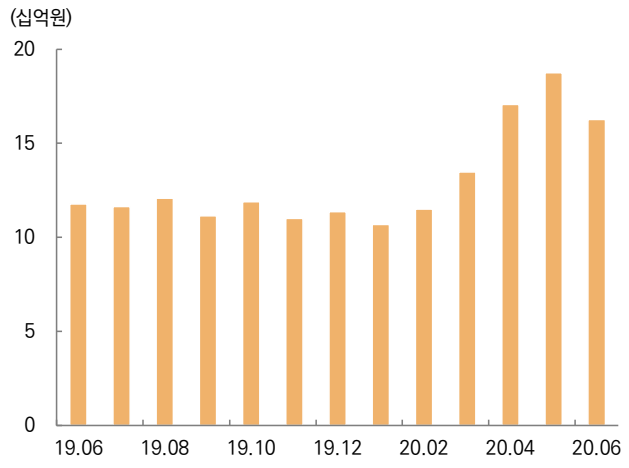
8. 더블유게임즈

그림 32. DoubleDown™– Casino Slots Game 월매출 추이



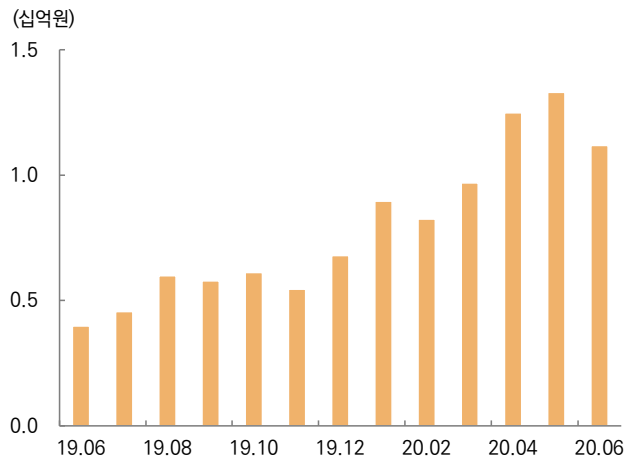
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 33. DoubleU Casino: Vegas Slots 월매출 추이



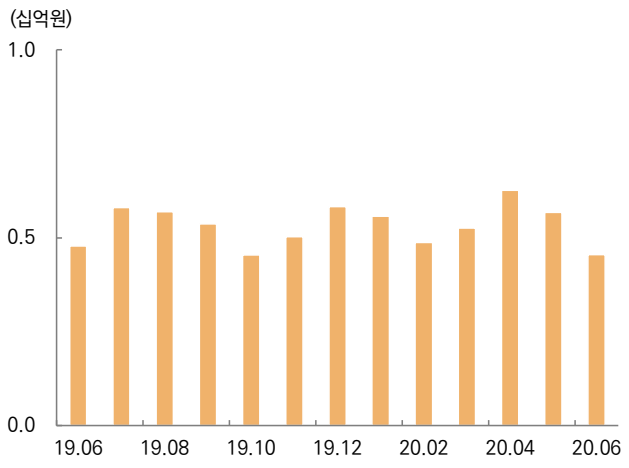
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 34. Slots DoubleDown Fort Knox 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

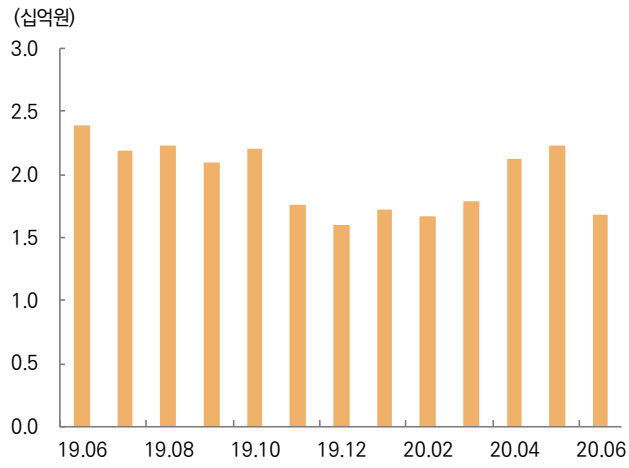
그림 35. Take5 Free Slots – Real Vegas Casino 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

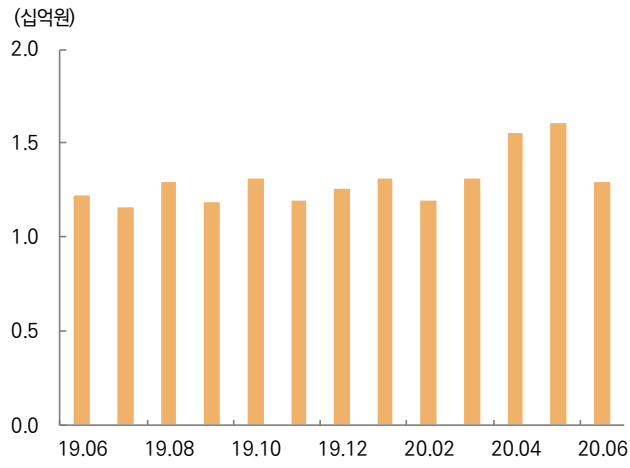
9. 미투젠 (상장예정)

그림 36. Slots – Classic Vegas Casino 월매출 추이



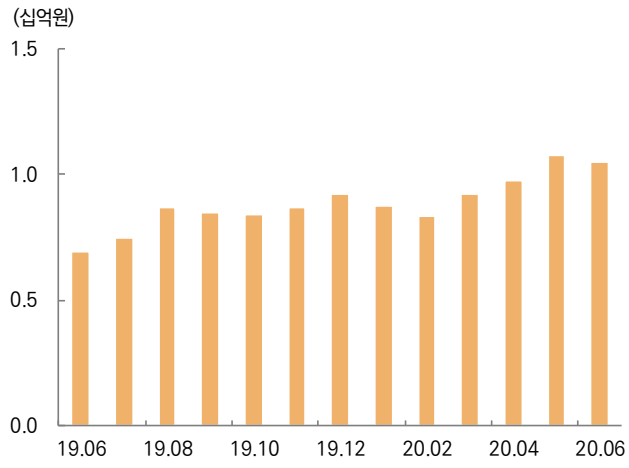
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 37. Double Hit Casino: Vegas Slots 월매출 추이



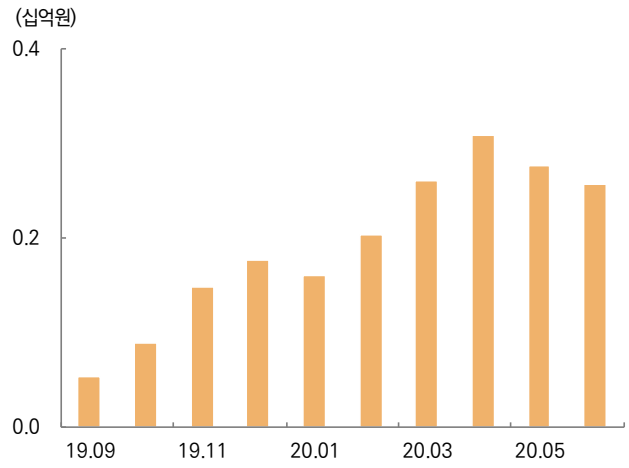
주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 38. Solitaire TriPeaks Journey 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 39. Solitaire Tripeaks: Farm Adventure 월매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하여 실제와 차이가 있으며 광고매출은 미포함됨
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

Company Analysis

엔씨소프트 (036570/매수) 이젠 하반기 신작에 주목할 시점

웹젠 (069080/Not Rated) 뮤 아크엔젤 흥행 장기화

조이시티 (067000/Not Rated) 상반기보다 더욱 기대되는 하반기

COMPANY ANALYSIS

엔씨소프트 (036570)

2020.7.28

이젠 하반기 신작에 주목할 시점

매수
(유지)

목표가: 1,310,000원
상승여력: 66.9%

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com **임희석** heeseok.lim@miraeasset.com

예상보다 양호한 린M, 예상보다 부진한 린2M

리니지2M 공성전 업데이트는 8월 12일

- 7월 린2M이 린M 3주년 업데이트에 이어 경쟁작 바람의 나라 출시로 매출 순위 하락
- 린2M은 8월 12일 공성전 업데이트 예정으로 3분기에도 2분기 수준 매출 기대
- 린2M 일매출액은 4분기 42억원에서 1분기 38억원 그리고 2분기는 28억원으로 예상
- 〈그림 40〉과 같이 린M은 7/8일 업데이트 이후 올해 들어 최고치 일매출 수준 유지 중
- 린M 일매출액은 4분기 23억에 이어 1분기 23억원 그리고 2분기는 21억원으로 예상

2분기 매출액과 영업이익은 각각 45%, 64% 증가 전망

3분기 실적도 2분기보다 개선될 전망

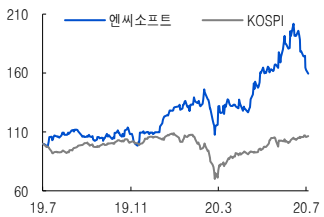
- 2분기 매출, 영업이익은 전년비 각각 45%, 64% 증가한 5,970억원과 2,130억원 예상
- 2분기 매출, 영업이익 컨센서스는 각각 6,285억원과 2,395억원
- 3분기 매출액과 영업이익 전년대비 51%, 76% 증가한 6,040억원과 2,280억원 전망
- 7월 리니지2M 순위 하락은 일시적인 이슈로 판단

하반기 신작 기대감 주가 반영 전망

게임 출시와 해외 진출 등 하반기 일정 변동 없는 상황

- 리니지2M 일본, 대만 등 해외 진출, 모바일 MMORPG B&S2 국내 출시
- PC & 콘솔 버전으로 출시될 TL 베타테스트는 하반기 진행될 전망
- 최근 1) 주가 급등에 따른 차익실현 매물 출회, 2) 2분기 실적 예상치 하회 우려, 3) 리니지2M 순위 하락으로 인한 매출 둔화 우려 등으로 주가 하락
- 2분기에 이어 3분기에도 양호한 실적 흐름이 기대되는 가운데 신작 일정 구체화 예상
- '매수' 투자의견과 목표주가 131만원 유지

Key data



현재주가(20/7/27,원)	785,000	시가총액(십억원)	17,234
영업이익(20F,십억원)	1,065	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(20F,십억원)	1,043	유동주식비율(%)	81.9
EPS 성장률(20F,%)	138.2	외국인 보유비중(%)	50.4
P/E(20F,x)	20.2	베타(12M) 일간수익률	0.54
MKT P/E(20F,x)	15.2	52주 최저가(원)	481,500
KOSPI	2,217.86	52주 최고가(원)	995,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	21.5	59.6
상대주가	-16.9	23.1	48.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	1,759	1,715	1,701	2,826	2,994	3,234
영업이익 (십억원)	585	615	479	1,065	1,309	1,502
영업이익률 (%)	33.3	35.9	28.2	37.7	43.7	46.4
순이익 (십억원)	441	418	358	853	948	1,159
EPS (원)	20,104	19,061	16,320	38,875	43,183	52,788
ROE (%)	19.1	16.4	14.7	29.7	25.9	25.1
P/E (배)	22.3	24.5	33.1	20.2	18.2	14.9
P/B (배)	3.4	3.7	4.1	4.7	3.8	3.1
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7

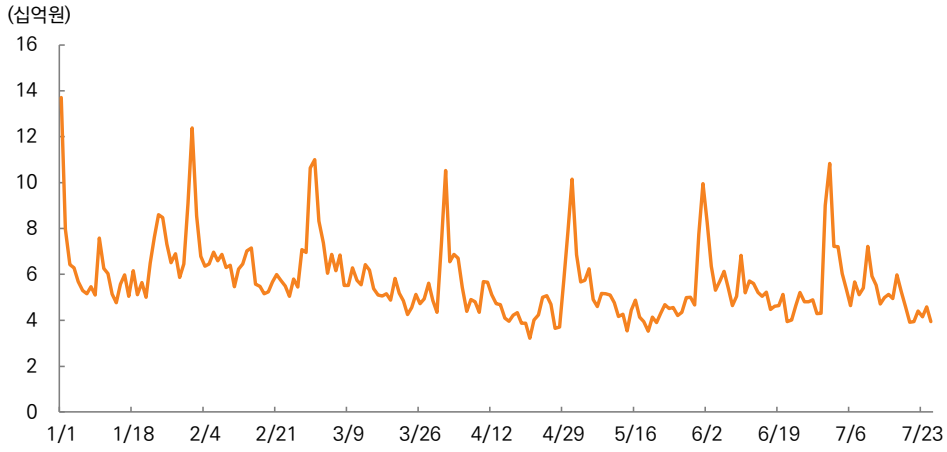
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

그림 40. 리니지M 일매출 추이

주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 41. 리니지M, 2M 합산 일매출 추이



주: 위 매출액은 SensorTower 추정치를 참고하였으며 실제와는 차이가 있음
자료: SensorTower, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 3. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
매출액	359	411	398	534	731	597	604	894	1,759	1,715	1,701	2,826
리니지	21	50	52	51	45	43	39	54	154	150	174	181
리니지 II	22	21	23	28	26	21	20	20	66	64	94	87
아이온	12	12	13	8	10	9	10	11	47	63	46	40
블레이드앤소울	23	21	21	18	20	17	17	19	161	120	84	73
길드워2	16	16	15	11	13	12	12	15	83	80	59	51
모바일게임	199	224	213	363	553	435	444	713	995	913	999	2,146
기타	8	15	16	10	12	11	11	14	50	44	49	48
로열티	57	52	44	44	53	49	51	47	203	282	198	200
영업이익	80	129	129	141	241	213	228	382	585	615	479	1,065
영업이익률	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	35.7	37.8	42.8	33.3	35.9	28.2	37.7
순이익	75	117	114	54	195	167	183	310	444	422	359	856
순이익률	20.8	28.4	28.6	10.1	26.7	28.0	30.3	34.7	25.2	24.6	21.1	30.3
YoY 성장률												
매출액	-24.5	-5.9	-1.5	33.4	103.8	45.3	51.8	67.5	78.8	-2.5	-0.8	66.1
리니지	-26.7	19.1	28.6	31.7	116.0	-14.0	-24.9	4.9	-58.9	-3.0	16.3	3.8
리니지 II	51.5	59.0	47.3	34.4	22.7	-0.5	-14.1	-28.4	-14.7	-2.9	46.5	-6.8
아이온	-34.3	-20.7	-19.2	-36.3	-17.7	-26.5	-27.2	34.3	-34.6	35.2	-27.5	-13.7
블레이드앤소울	-31.3	-31.1	-28.6	-28.0	-15.7	-20.4	-19.9	7.2	-11.6	-25.8	-29.9	-13.0
길드워2	-30.9	-20.0	-27.8	-27.8	-23.3	-24.9	-19.2	30.3	8.1	-3.2	-26.8	-12.3
모바일게임	-24.7	6.6	-1.5	62.9	178.3	94.5	108.1	96.6	4935.0	-8.2	9.4	114.9
기타	4.6	16.9	25.2	-8.4	39.2	-26.2	-27.7	43.7	-15.1	-11.3	10.7	-1.0
로열티	-31.8	-44.2	-14.2	-17.0	-8.0	-5.8	14.6	7.1	66.0	38.9	-29.9	1.0
영업이익	-61.0	-18.9	-7.3	24.7	203.6	64.9	76.9	170.9	77.8	5.1	-22.1	122.4
순이익	-37.3	-16.7	20.3	-19.9	161.6	43.0	60.8	473.0	63.6	-5.0	-14.8	138.1

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터 추정

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,701**	**2,826**	**2,994**	**3,234**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**1,701**	**2,826**	**2,994**	**3,234**
판매비와관리비	**1,222**	**1,760**	**1,685**	**1,732**
조정영업이익	**479**	**1,065**	**1,309**	**1,502**
영업이익	**479**	**1,065**	**1,309**	**1,502**
비영업손익	**17**	**54**	**17**	**79**
금융손익	25	35	54	75
관계기업등 투자손익	-19	0	0	0
세전계속사업손익	496	1,119	1,326	1,581
계속사업법인세비용	137	263	376	419
계속사업이익	359	856	951	1,162
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**359**	**856**	**951**	**1,162**
지배주주	358	853	948	1,159
비지배주주	1	2	3	3
총포괄이익	**264**	**856**	**951**	**1,162**
지배주주	263	850	944	1,154
비지배주주	2	6	6	8
EBITDA	531	1,110	1,348	1,536
FCF	341	1,001	1,005	1,217
EBITDA 마진율 (%)	31.2	39.3	45.0	47.5
영업이익률 (%)	28.2	37.7	43.7	46.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.0	30.2	31.7	35.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,088**	**3,178**	**4,104**	**5,255**
현금 및 현금성자산	303	736	1,564	2,576
매출채권 및 기타채권	257	428	453	490
재고자산	2	3	4	4
기타유동자산	1,526	2,011	2,083	2,185
비유동자산	**1,259**	**1,247**	**1,213**	**1,187**
관계기업투자등	44	72	77	83
유형자산	350	306	269	236
무형자산	50	48	47	46
자산총계	**3,346**	**4,425**	**5,317**	**6,442**
유동부채	**450**	**740**	**783**	**845**
매입채무 및 기타채무	50	83	87	95
단기금융부채	43	63	67	71
기타유동부채	357	594	629	679
비유동부채	**384**	**425**	**431**	**439**
장기금융부채	324	324	324	324
기타비유동부채	60	101	107	115
부채총계	**834**	**1,164**	**1,214**	**1,284**
지배주주지분	**2,499**	**3,245**	**4,085**	**5,137**
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	436	436	436	436
이익잉여금	2,382	3,128	3,968	5,020
비지배주주지분	**13**	**15**	**18**	**21**
자본총계	**2,512**	**3,260**	**4,103**	**5,158**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	**392**	**1,001**	**1,005**	**1,217**
당기순이익	359	856	951	1,162
비현금수익비용가감	200	269	357	373
유형자산감가상각비	51	44	38	32
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	148	224	318	340
영업활동으로인한자산및부채의변동	-71	100	15	21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-106	-168	-25	-36
재고자산 감소(증가)	-1	-1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	3	0	1
법인세납부	-130	-263	-376	-419
투자활동으로 인한 현금흐름	**-234**	**-452**	**-68**	**-97**
유형자산처분(취득)	-50	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-446	-452	-68	-97
기타투자활동	265	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-46**	**-87**	**-104**	**-103**
장단기금융부채의 증가(감소)	211	21	3	4
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-125	-108	-108	-108
기타재무활동	-135	0	1	1
현금의 증가	**118**	**433**	**828**	**1,011**
기초현금	186	303	736	1,564
기말현금	303	736	1,564	2,576

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	33.1	20.2	18.2	14.9
P/CF (x)	21.2	15.3	13.2	11.2
P/B (x)	4.1	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA (x)	21.2	13.5	10.5	8.5
EPS (원)	16,320	38,875	43,183	52,788
CFPS (원)	25,497	51,243	59,570	69,938
BPS (원)	133,449	167,424	205,707	253,595
DPS (원)	5,220	5,220	5,220	5,220
배당성향 (%)	30.0	12.6	11.3	9.3
배당수익률 (%)	1.0	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	-0.8	66.1	5.9	8.0
EBITDA증가율 (%)	-17.4	109.0	21.4	13.9
조정영업이익증가율 (%)	-22.1	122.3	22.9	14.7
EPS증가율 (%)	-14.4	138.2	11.1	22.2
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.3	6.9	6.9
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	11.4	22.0	19.5	19.8
ROE (%)	14.7	29.7	25.9	25.1
ROIC (%)	131.5	302.6	477.4	739.0
부채비율 (%)	33.2	35.7	29.6	24.9
유동비율 (%)	464.2	429.6	524.2	622.0
순차입금/자기자본 (%)	-24.4	-69.5	-76.9	-82.6
조정영업이익/금융비용 (x)	56.9	87.6	104.3	118.5

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

COMPANY ANALYSIS

웹젠 (069080)

2020.7.28

뮤 아크엔젤 흥행 장기화

Not Rated

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

기대치 이상의 돌풍

방치형 RPG '뮤 아크엔젤' 흥행 지속

- 5월 출시 이후 7월 중순까지 리니지M, 2M에 이은 국내 매출 순위 3위를 기록
- 출시 초기 10억원 초반, 현재 6억원 이상의 견조한 매출을 기록 중인 것으로 추정
- 바람의 나라, 라그나로크 등의 신작 출시에도 매출 순위 4위 유지(7월 27일 기준)
- 올해 2월 출시한 대만에서는 현재까지도 매출 순위 5위를 유지
- 방치형 게임이 인기를 얻어가고 있는 국내 게임 시장에서 흥행 장기화 가능성 충분

하반기가 더욱 기대되는 실적

2분기 및 하반기 실적 호조 전망

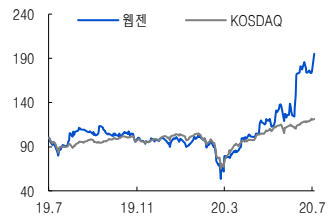
- 2Q20 매출액 600억원(YoY 38%), 영업이익 140억원(YoY 54%) 전망
- 5월 27일 출시한 뮤 아크엔젤의 국내 흥행 성공이 매출 성장을 견인
- 하반기 뮤 아크엔젤 매출이 온기 반영되고 R2M이 출시되며 외형 성장 지속 예상
- R2 연매출이 100억원 수준임을 고려 시 R2M 역시도 흥행 가능성 충분
- 2020년 매출액 2,810억원(YoY 60%), 영업이익 830억원(YoY 61%) 전망
- 중국 로열티 매출액이 본격화되는 2021년에는 영업이익률 추가 개선 기대

충분한 신작 모멘텀

국내 및 해외 신작 모멘텀 기대

- 현재 2020F 기준 P/E 18.7배, 과거 중국 신작 출시 이전 30~40배 수준에서 거래
- 전민기적2 판호 발급, R2M 3분기 출시 기대감이 최근 주가에 반영
- 하반기 뮤 IP를 활용한 진홍지인, 전민기적2 등의 중국 출시 임박
- 중국 신작들의 매출액 지표가 향후 모멘텀으로 작용할 전망

Key data



현재주가(20/7/27,원)	31,900	시가총액(십억원)	1,126
영업이익(20F,십억원)	83	발행주식수(백만주)	35
Consensus 영업이익(20F,십억원)	65	유동주식비율(%)	59.5
EPS 성장률(20F,%)	41.2	외국인 보유비중(%)	26.5
P/E(20F,x)	18.7	베타(12M) 일간수익률	1.05
MKT P/E(20F,x)	15.2	52주 최저가(원)	8,800
KOSDAQ	801.23	52주 최고가(원)	31,900

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	55.6	96.9	103.2
상대주가	45.8	68.5	63.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	166	219	176	281	316	354
영업이익 (십억원)	44	69	52	83	114	131
영업이익률 (%)	26.5	31.5	29.5	29.5	36.1	37.0
순이익 (십억원)	30	50	43	60	82	94
EPS (원)	857	1,426	1,207	1,703	2,316	2,671
ROE (%)	11.9	17.3	12.7	15.6	17.9	17.3
P/E (배)	45.6	14.9	13.5	18.7	13.8	11.9
P/B (배)	4.4	2.1	1.4	2.4	2.1	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 웹젠, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

표 4. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	**41**	**43**	**47**	**44**	**34**	**60**	**94**	**93**	**176**	**281**	**316**
뮤	31	32	38	33	25	51	86	76	134	239	264
R2	2	3	2	3	2	2	2	10	10	15	29
샷온라인	2	1	1	1	1	1	1	1	6	4	2
메틴2	2	2	2	2	2	3	3	3	8	10	10
Webzen.com	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4
기타	4	5	3	3	3	2	2	2	14	9	6
영업이익	**9**	**9**	**19**	**15**	**10**	**14**	**28**	**31**	**52**	**83**	**114**
영업이익률	22.1	21.5	39.2	33.6	27.8	24.0	30.2	33.3	29.4	29.6	36.0
순이익	**10**	**8**	**15**	**9**	**7**	**11**	**20**	**22**	**42**	**60**	**82**
순이익률	24.1	17.5	32.5	21.0	20.0	18.0	21.5	24.0	24.0	21.4	25.9
YoY 성장률											
매출액	-24.1	-11.3	-25.9	-14.6	-17.2	37.5	99.2	111.1	-19.6	59.5	12.5
뮤	-28.4	-17.8	-30.3	-19.5	-18.3	59.3	127.4	129.9	-24.6	78.0	10.7
R2	28.3	47.9	3.7	53.2	-21.7	-37.2	-13.5	224.1	34.5	56.1	89.9
샷온라인	-9.3	-13.7	-3.9	-18.8	-30.4	-22.1	-37.8	-42.1	-11.6	-33.3	-34.4
메틴2	-18.2	-7.4	4.3	-1.1	52.0	37.9	16.0	13.3	-5.3	27.7	4.1
Webzen.com	-2.7	14.4	20.6	13.6	-4.8	-1.0	-1.0	-1.0	10.6	-1.9	-1.0
기타	-17.0	23.1	8.1	-16.5	-35.0	-48.7	-32.1	-32.1	-1.9	-38.1	-34.4
영업이익	-62.0	-27.6	-7.0	23.8	4.1	53.6	53.5	109.5	-24.8	60.7	36.6
당기순이익	-40.3	-39.1	-0.1	66.8	-31.5	42.0	32.2	141.2	-15.9	42.6	36.0

자료: 웹젠, 미래에셋대우 리서치센터 추정

웹젠 (069080)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**176**	**281**	**316**	**354**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**176**	**281**	**316**	**354**
판매비와관리비	**124**	**198**	**202**	**223**
조정영업이익	**52**	**83**	**114**	**131**
영업이익	**52**	**83**	**114**	**131**
비영업손익	**5**	**4**	**3**	**4**
금융손익	8	8	11	15
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	57	87	117	135
계속사업법인세비용	15	27	35	40
계속사업이익	42	60	82	94
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**42**	**60**	**82**	**94**
지배주주	43	60	82	94
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**42**	**60**	**82**	**94**
지배주주	42	61	83	95
비지배주주	0	-1	-1	-1
EBITDA	59	89	118	135
FCF	17	76	89	101
EBITDA 마진율 (%)	33.5	31.7	37.3	38.1
영업이익률 (%)	29.5	29.5	36.1	37.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.4	21.4	25.9	26.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**238**	**337**	**434**	**544**
현금 및 현금성자산	48	118	206	305
매출채권 및 기타채권	35	55	62	69
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	155	164	166	170
비유동자산	**176**	**170**	**166**	**162**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	37	32	28	25
무형자산	31	29	29	29
자산총계	**414**	**507**	**600**	**706**
유동부채	**42**	**67**	**76**	**85**
매입채무 및 기타채무	9	14	16	18
단기금융부채	1	2	3	3
기타유동부채	32	51	57	64
비유동부채	**16**	**24**	**26**	**29**
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	13	21	23	26
부채총계	**58**	**91**	**102**	**114**
지배주주지분	**356**	**416**	**498**	**592**
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150
이익잉여금	237	297	379	473
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**356**	**416**	**498**	**592**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	**20**	**76**	**89**	**101**
당기순이익	42	60	82	94
비현금수익비용가감	7	24	28	29
유형자산감가상각비	6	5	4	3
무형자산상각비	2	1	1	0
기타	-1	18	23	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	-34	10	3	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-20	-7	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-18	-27	-35	-40
투자활동으로 인한 현금흐름	**-29**	**-7**	**-2**	**-3**
유형자산처분(취득)	-3	0	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	125	-7	-2	-3
기타투자활동	-149	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-7**	**1**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	4	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-11	0	0	0
현금의 증가	**-17**	**70**	**87**	**99**
기초현금	65	48	118	206
기말현금	48	118	206	305

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	13.5	18.7	13.8	11.9
P/CF (x)	11.7	13.4	10.3	9.1
P/B (x)	1.4	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	8.8	9.6	6.5	4.9
EPS (원)	1,207	1,703	2,316	2,671
CFPS (원)	1,388	2,379	3,110	3,492
BPS (원)	11,443	13,147	15,463	18,134
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-19.6	59.7	12.5	12.0
EBITDA증가율 (%)	-22.4	50.8	32.6	14.4
조정영업이익증가율 (%)	-24.6	59.6	37.3	14.9
EPS증가율 (%)	-15.4	41.1	36.0	15.3
매출채권 회전율 (회)	5.5	6.4	5.5	5.5
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	10.4	13.1	14.8	14.4
ROE (%)	12.7	15.6	17.9	17.3
ROIC (%)	67.9	86.0	131.6	164.8
부채비율 (%)	16.4	21.9	20.5	19.3
유동비율 (%)	563.5	499.4	571.9	639.6
순차입금/자기자본 (%)	-15.6	-65.4	-72.7	-78.2
조정영업이익/금융비용 (x)	324.6	269.9	331.2	363.5

자료: 웹젠, 미래에셋대우 리서치센터

COMPANY ANALYSIS

조이시티 (067000)

2020.7.28

상반기보다 더욱 기대되는 하반기

Not Rated

김창권 changkwean.kim@miraeasset.com 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

전쟁 게임 매출 호조

주력 전쟁 게임의 견조한 매출 성장

- 전쟁 게임 캐리비안의 해적이 출시 3년이 지났음에도 사상 최고치 매출액 경신 중
- 지난해 30억원 수준에 불과했던 캐리비안의 해적 월매출은 50억원을 돌파
- 2018년 또 다른 주력 전쟁 게임 건쉽배틀 매출은 더욱 가파른 성장세
- 건쉽배틀 월매출액은 30억원 돌파, 2분기 매출액은 전분기대비 75% 증가 추정

하반기 외형 성장 지속 전망

3분기와 4분기 이어질 실적 서프라이즈

- 2분기 잠정실적 매출액 430억원(YoY 67%), 영업이익 45억원(YoY 427%) 발표
- 마케팅비 증가에 따른 비용 증대 영향으로 영업이익률은 10%로 다소 하락
- 하반기 히어로볼Z(7월 3일 출시) 외 2종 신작 게임 매출 추가될 예정
- 방치형 RPG 게임 히어로볼Z는 일매출 3~4천만원 수준의 기대 이상의 매출 기록 중
- 3분기 매출액 450억원(YoY 70%), 영업이익 50억원(YoY 14%) 예상
- 2020년 매출액 1630억원(YoY 58%), 영업이익 200억원(YoY 134%) 전망

신작 3종 모멘텀

이제 시작될 3종의 신작 모멘텀

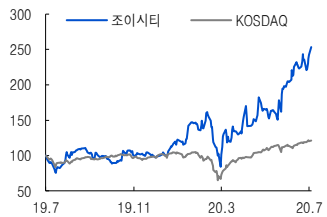
- 현재 2020F EPS 기준 P/E 17.7배, 신작 기대감에 따른 추가 상승 여력 존재
- 하반기 연이어 출시되는 신작 3종 성과가 주가 모멘텀으로 작용할 것

1) 글로벌 인기 IP를 활용한 '크로스파이어: 워존' 3분기 출시(7/13일 사전예약 시작)

2) 테라 IP를 활용한 '테라: 아르곤의 전쟁' 연내 글로벌 출시 예정

3) 캐릭터 수집형 RPG '프로젝트M(가칭)' 4Q20 or 1H21 출시 전망

Key data



현재주가(20/7/27,원)	20,400	시가총액(십억원)	289
영업이익(20F,십억원)	20	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(20F,십억원)	24	유동주식비율(%)	60.1
EPS 성장률(20F,%)	-	외국인 보유비중(%)	3.5
P/E(20F,x)	17.7	베타(12M) 일간수익률	1.13
MKT P/E(20F,x)	15.2	52주 최저가(원)	6,090
KOSDAQ	801.23	52주 최고가(원)	20,400

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.0	106.5	168.4
상대주가	16.2	76.7	115.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	92	87	103	163	212	243
영업이익 (십억원)	-3	-5	9	20	27	32
영업이익률 (%)	-3.3	-5.7	8.7	12.3	12.7	13.2
순이익 (십억원)	-11	-8	-1	16	21	24
EPS (원)	-975	-660	-109	1,155	1,505	1,682
ROE (%)	-29.0	-25.7	-4.9	47.5	40.7	31.8
P/E (배)	-	-	-	17.7	13.6	12.1
P/B (배)	2.8	2.4	1.9	4.3	3.3	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 조이시티, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

표 5. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출	**25**	**26**	**26**	**26**	**29**	**43**	**45**	**46**	**103**	**163**	**212**
온라인	8	8	8	7	10	8	8	8	31	35	35
프리스타일	5	5	5	4	6	5	5	5	19	21	21
프리스타일2	2	2	2	2	3	2	2	2	8	9	7
프리스타일풋볼	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
기타 (3on3, 능력자 포함)	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4	6
모바일	17	18	18	18	19	35	37	37	71	128	177
전쟁시뮬레이션	14	14	16	16	16	24	28	30	59	99	122
캐주얼	2	2	2	2	2	2	2	2	7	6	6
슈팅 액션	0	0	0	1	0	0	0	0	2	2	1
RPG	1	1	0	0	0	8	6	5	3	20	46
기타(외주용역 & 자회사 매출)	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
영업이익	**0**	**1**	**4**	**3**	**5**	**4**	**5**	**6**	**9**	**20**	**27**
영업이익률	0.6	3.3	15.9	12.9	17.2	10.4	10.6	12.3	8.3	12.2	12.8
순이익	**0**	**-7**	**4**	**1**	**6**	**4**	**3**	**3**	**-2**	**16**	**21**
순이익률	-1.1	-26.2	13.8	5.7	19.5	10.3	6.0	6.9	-1.8	9.8	10.1
YoY 성장률											
매출	-2.2	19.5	35.2	26.2	16.8	67.1	70.3	77.3	18.2	58.2	30.2
온라인	27.6	28.4	42.8	28.0	22.1	0.6	1.4	16.7	31.5	10.0	1.7
프리스타일	23.5	51.3	78.1	35.6	32.1	0.2	-8.5	11.8	45.7	8.1	1.5
프리스타일2	11.8	-2.3	14.1	46.7	25.2	2.1	3.4	6.3	14.5	9.5	-16.1
프리스타일풋볼	187.6	117.2	-	-13.2	-61.8	-57.0	-	-7.2	9.0	-23.9	-16.1
기타 (3on3, 능력자 포함)	47.7	-3.7	57.6	-22.1	21.0	32.2	11.3	90.6	15.1	34.4	43.3
모바일	-8.8	18.6	34.2	33.7	13.2	98.7	101.9	101.9	17.2	80.1	38.2
전쟁시뮬레이션	-7.5	16.3	42.5	38.8	21.5	74.3	82.6	90.6	20.3	68.7	23.8
캐주얼	-38.3	-22.2	-12.5	13.3	-10.5	8.1	7.1	-8.6	-18.8	-1.4	-8.1
슈팅 액션	-23.0	-17.8	-11.8	-3.2	-6.1	8.4	-10.3	-18.5	-14.3	-7.3	-16.8
RPG	-	-	-	249.2	-46.3	510.6	1523.2	1348.6	2656.9	602.3	131.9
기타(외주용역 & 자회사 매출)	-84.5	-67.0	-54.1	-83.9	167.2	-37.7	-35.2	-39.8	-77.2	4.6	-36.8
영업이익	-75.4	흑전	흑전	흑전	3260.0	427.3	13.5	69.8	흑전	133.5	36.1
당기순이익	-	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-26.1	117.3	적지	흑전	33.3

자료: 조이시티, 미래에셋대우 리서치센터 추정

조이시티 (067000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**103**	**163**	**212**	**243**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**103**	**163**	**212**	**243**
판매비와관리비	**95**	**143**	**185**	**210**
조정영업이익	**9**	**20**	**27**	**32**
영업이익	**9**	**20**	**27**	**32**
비영업손익	**-9**	**-2**	**-3**	**-4**
금융손익	0	0	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	18	24	28
계속사업법인세비용	2	2	3	4
계속사업이익	-2	16	21	24
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-2**	**16**	**21**	**24**
지배주주	-1	16	21	24
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	**-2**	**16**	**21**	**24**
지배주주	-1	11	14	16
비지배주주	-1	5	7	8
EBITDA	12	22	28	33
FCF	3	19	22	24
EBITDA 마진율 (%)	11.7	13.5	13.2	13.6
영업이익률 (%)	8.7	12.3	12.7	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.0	9.8	9.9	9.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**39**	**65**	**93**	**121**
현금 및 현금성자산	10	21	37	57
매출채권 및 기타채권	14	20	27	30
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	15	24	29	34
비유동자산	**26**	**28**	**30**	**32**
관계기업투자등	3	4	6	6
유형자산	1	0	0	0
무형자산	2	1	0	0
자산총계	**65**	**92**	**123**	**153**
유동부채	**35**	**46**	**55**	**61**
매입채무 및 기타채무	9	15	19	22
단기금융부채	17	18	18	19
기타유동부채	9	13	18	20
비유동부채	**5**	**5**	**6**	**6**
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	1	1	2	2
부채총계	**40**	**51**	**61**	**66**
지배주주지분	**26**	**42**	**63**	**87**
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	33	33	33	33
이익잉여금	4	20	41	65
비지배주주지분	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
자본총계	**25**	**41**	**62**	**86**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3**	**19**	**22**	**24**
당기순이익	-2	16	21	24
비현금수익비용가감	16	3	3	4
유형자산감가상각비	2	1	0	0
무형자산상각비	2	1	0	0
기타	12	1	3	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	1	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-6	-5	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	0	0	0
법인세납부	-4	-2	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	**-10**	**-7**	**-5**	**-3**
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-7	-5	-3
기타투자활동	-7	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1**	**0**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	5	1	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-6	-1	-1	0
현금의 증가	**-9**	**11**	**16**	**20**
기초현금	19	10	21	37
기말현금	10	21	37	57

예상 주당가치 및 valuation (요약)

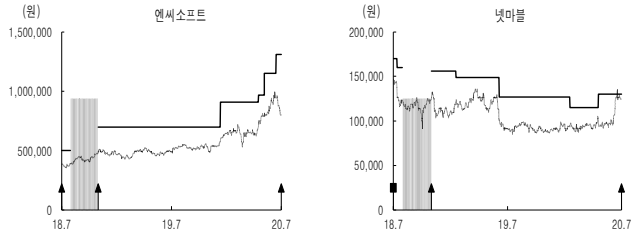
	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	17.7	13.6	12.1
P/CF (x)	6.5	14.5	11.8	10.6
P/B (x)	1.9	4.3	3.3	2.6
EV/EBITDA (x)	7.9	12.8	9.3	7.2
EPS (원)	-109	1,155	1,505	1,682
CFPS (원)	1,239	1,403	1,723	1,929
BPS (원)	4,297	4,697	6,202	7,885
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	18.4	58.3	30.1	14.6
EBITDA증가율 (%)	-	83.3	27.3	17.9
조정영업이익증가율 (%)	-	122.2	35.0	18.5
EPS증가율 (%)	-	-	30.3	11.8
매출채권 회전율 (회)	11.6	11.5	10.6	10.0
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.2	20.4	19.8	17.3
ROE (%)	-4.9	47.5	40.7	31.8
ROIC (%)	-391.7	123.7	180.0	208.0
부채비율 (%)	159.5	125.1	97.3	77.0
유동비율 (%)	111.8	139.9	168.3	199.1
순차입금/자기자본 (%)	14.4	-29.3	-49.1	-61.1
조정영업이익/금융비용 (x)	50.3	101.1	134.0	156.5

자료: 조이시티, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	평균주가대비
엔씨소프트 (036570)					넷마블 (251270)				
2020.07.10	매수	1,310,000	-	-	2020.05.14	매수	130,000	-	-
2020.06.01	매수	1,150,000	-23.86	-13.48	2020.02.13	매수	115,000	-18.40	-8.26
2020.05.12	매수	970,000	-20.76	-16.29	2019.07.02	매수	127,000	-27.60	-21.26
2020.01.07	매수	910,000	-29.06	-20.88	2019.02.13	매수	149,000	-18.56	-8.72
2019.11.26	1년 경과 이후	700,000	-24.29	-17.29	2018.11.26	매수	156,000	-27.88	-15.06
2018.11.26	매수	700,000	-29.31	-19.86	2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-	2018.08.09	Trading Buy	160,000	-24.09	-20.63
2018.05.10	매수	500,000	-26.32	-21.00	2018.04.04	Trading Buy	170,000	-13.81	-2.06

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트, 넷마블을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 웹젠의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.