

모바일게임

Overweight
(Initiate)

2012. 10. 4

[1조원의 Value를 찾아서...]

Series 1. 통신서비스(아이폰5의 변곡점에서
통신주 10%의 upside를 찾다)

Series 2. 모바일 게임주 1조원 시대...
얼마남지 않았다

2012년 하반기 통신/인터넷 업종 중
1조원의 Value를 가지고 있는
이슈를 찾기 위한 다단계 Project

통신서비스/SI/인터넷
Analyst 안재민
02) 3787-5155
jmahn@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 모바일 게임주 1조원 시대... 얼마남지 않았다 3

- > 2013년에도 120% 이상의
영업이익 성장 전망 3

II. 모바일 게임, 어디까지 성장할까? 4

- > 글로벌 모바일 게임 시장은 우상향! 4
- > Thanks to Apple and Google...
로벌 모바일 시장은 하나 7
- > 다변화되고 있는
모바일 게임 Monetization 11
- > 국내 모바일 게임 시장,
SNG를 중심으로 헤쳐 모여! 12

III. 커지고 있는 모바일 메신저의 영향력 14

- > 모바일 메신저, 게임플랫폼으로서의
영향력을 발휘하다 14
- > 라인을 통한 일본 모바일 게임
시장 공략, 성공 가능성 높다 15
- > 하지만, 장점이 있으면
단점도 있는 법 16
- > 퍼블리싱 vs 자체개발 17

IV. 모바일 게임 산업 '비중확대' 18

- > 모바일 게임,
기존 PC게임의 잣대로 보지 마라 18
- > Top-picks: 컴투스, 게임빌 19

기업분석 21

- 당사는 10월 2일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주
식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제
공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료
상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유
하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게
반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이
작성되었음을 확인합니다.

모바일 게임주 1조원 시대... 얼마남지 않았다

>>> 모바일 게임 산업, 어디까지 성장할까?

모바일 게임 시장은 1) 스마트폰 보급 확대 및 모바일 device의 개선, 2) 여성과 30대 이상의 구매력 있는 소비자 들의 유입, 3) 오픈마켓의 활성화로 인하여 국내 개발사들의 해외 시장 진출의 용이성, 4) 다변화되고 있는 모바일 게임 Monetization, 5) 모바일 메신저의 영향력 확대에 따른 수 혜 등으로 고성장세를 당분간 이어갈 것으로 전망한다.

>>> 2013년에도 120% 이상의 영업이익 성장 전망

당사가 커버리지를 재개하는 모바일 게임 3사(컴투스, 게임빌, 위메이드)의 2013년 매출액은 74% 영업이익은 123% 성장하는 모습을 보일 것으로 전망한다. 이러한 모바일 게임 산업의 고성장세와 국내 업체들의 글로벌 경쟁력 증가와 실적 성장 등을 감안하면 높은 valuation 을 적용(25배 P/E 적용, 2000년대 초 게임 산업 성장기 valuation)해도 충분히 될 것으로 판단한다.

>>> 커지고 있는 모바일 플랫폼의 영향력

모바일 메신저가 자신들이 보유한 트래픽을 게임으로 유 도하면서, 게임 플랫폼으로서 강력한 영향력을 발휘하기 시작하였다. 내 친구들과 게임을 할 수 있고(Social), 친 구들끼리 순위를 매기면서 경쟁 심리를 자극 (Competition)하며, Push 알람을 통해 노출(Exposure)을 극대화 하고 있기 때문이다.

또한, 최근 일본에서 빠르게 영향력을 넓히고 있는 NHN의 라인을 통해서도 국내 개발사들의 일본 모바일 게임 시장으로의 진출이 용이해질 것으로 보인다.

다만, 개발사 입장에서는 높은 RS 비율로 인한 수익성 악화 와 자사 플랫폼의 영향력이 떨어진다는 단점이 존재한다.

>>> Top picks: 컴투스, 게임빌

우리는 모바일 게임으로의 패러다임 변정이 이미 시작되 었으며, 모바일 게임주에 대한 비중확대가 필요한 시점 이라고 판단한다. 국내 모바일 게임 업체 중 가장 개발 력이 뛰어나고 성과가 좋은 컴투스와 게임빌에 대해 업 종 Top-picks로 제시한다.

I. 모바일 게임주 1조원 시대...얼마남지 않았다

>>> 2013년에도 120% 이상의 영업이익 성장 전망

모바일 게임 시장의 고성장세 지속

모바일 게임 시장은 1) 스마트폰 보급 확대 및 모바일 device의 개선, 2) 여성과 30대 이상의 구매력 있는 소비자들의 유입, 3) 오픈마켓의 활성화로 인하여 국내 개발사들의 해외 시장 진출의 용이성, 4) 다변화되고 있는 모바일 게임 Monetization, 5) 모바일 메신저의 영향력 확대에 따른 수혜 등으로 고성장세를 당분간 이어갈 것으로 전망한다. 우리는 모바일 게임으로의 패러다임 변경이 이미 시작되었으며, 모바일 게임주에 대한 비중확대가 필요한 시점이라고 판단한다.

현재의 상황과 비교하지 말자! 성장성을 감안하면 높은 Valuation도 OK!

당사가 커버리지를 개시하는 모바일 게임 3사(컴투스, 게임빌, 위메이드)의 2013년 매출액은 74% 영업이익은 123% 성장하는 모습을 보일 것으로 전망한다. 이러한 모바일 게임 산업의 고성장세와 국내 업체들의 글로벌 경쟁력 증가와 실적 성장 등을 감안하면 높은 valuation을 적용(25배 P/E 적용, 2000년대 초 게임 산업 성장기 valuation)해도 충분히 될 것으로 판단한다

모바일 게임 산업 '비중확대' / Top-picks: 컴투스, 게임빌

우리는 모바일 게임 산업에 대해 투자 의견을 Overweight로 제시하고, 국내 모바일 게임 업체 중 가장 개발력이 뛰어나고 성과가 좋은 컴투스와 게임빌에 대해 업종 Top-picks로 제시한다. 모바일 게임 시장이 성장하는 초기 국면에서는 종목들 간의 차이보다는 전반적인 성과 측면에서 접근할 필요성이 있으며, 이러한 관점에서 컴투스와 게임빌의 주가는 앞서거나 뒤처지거나 할 것으로 전망한다.

컴투스(078340)는 탄탄한 자체 개발력을 중심으로 타이니팜, 더비데이즈처럼 SNG에 강한 면모를 보여주고 있으며, 높은 자체 개발 비중으로 게임 성공시 이익 레버리지가 극대화 된다는 점에서 긍정적이다.

게임빌(063080)은 주력 타이틀 4종(프로야구, 제노니아, 카툰워즈, 에어팡곤)의 의존도가 상대적으로 높은 편인데, 이들 게임의 출시가 10월을 기점으로 이루어질 것이며, 이로 인해 4분기 이후 실적과 주가의 강세가 예상된다. 또한, SNG 장르의 비중이 낮다는 측면에서 향후 장르 다변화에 따른 수혜를 받을 것으로 전망한다.

위메이드(112040)는 모바일 게임의 온라인 게임화를 추진하며, 가장 공격적인 모바일화 전략을 추진하고 있다. 네트워크 대전이 가능하고 Heavy한 게임 중심의 '위메이드'와 자회사 '조이맥스'를 통해 캐주얼 모바일 게임을 개발하면서 포트폴리오를 다양하게 갖추고 있다. 다만, cash-cow인 PC게임 매출(중국 미르의 전설2)이 감소가 나타나면서 부진하다는 측면이 우려로 존재한다.

종목별 주요 투자포인트

	투자의견 및 목표주가	P/E		OP Growth		투자포인트
		2012E	2013E	2012E	2013E	
컴투스 (078340)	BUY TP 95,000원	26.8	17.6	701.0	76.8	- 탄탄한 자체 개발력을 중심으로 SNG에 강한 면모 - SNG를 중심으로 RPG, 육성, 스포츠 등의 장르로 확대하는 전략 - 높은 자체 개발 비중으로 성공시 높은 이익 레버리지 효과
게임빌 (063080)	BUY TP 155,000원	24.6	16.7	52.4	46.0	4분기 주요 게임 공개 (프로야구, 제노니아, 에어팡곤, 카툰워즈 등) - 주력 타이틀 4종 이외에도 다양한 게임이 실적을 꾸준히 견인 - 다만, 시리즈 누적에 대한 피로감과 경쟁 게임 출시에 따른 흥행지속우려
위메이드 (112040)	BUY TP 75,000원	92.9	17.4	-69.3	703.0	- 모바일 게임의 성과(현재 일평균 5천만원 수준)가 조금씩 나타나고 있어 2013년 이후 모바일 게임 매출 기대 - 다만, cash-cow인 PC게임(미르의 전설2)의 매출 감소는 우려

자료: 키움증권 리서치센터

II. 모바일 게임, 어디까지 성장할까?

>>> 글로벌 모바일 게임 시장은 우상향!

이제 시작이다 - 스마트폰과 LTE 시장 본격 보급

스마트폰의 확산과 동시에 모바일 게임 시장은 빠르게 성장하고 있으며, 스마트폰 유저들의 구매력도 지속적으로 상승하고 있어 글로벌 모바일 게임 시장의 성장세는 향후 몇 년간 우상향하는 모습을 보일 것이다.

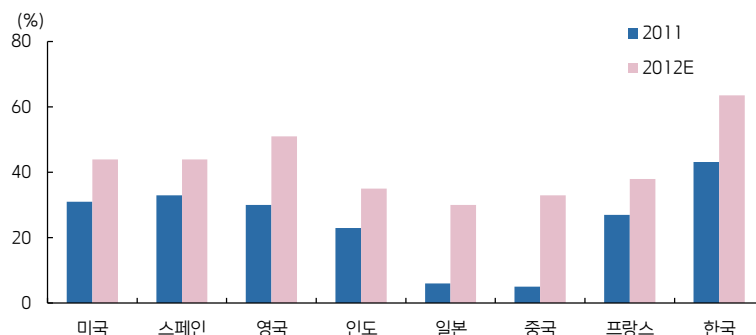
대부분의 전망 자료에 따르면 글로벌 모바일 게임 시장은 향후 2~5년간 15% 이상의 고성장세를 유지할 것으로 예상하고 있는데, 한국을 제외한 다른 나라의 낮은 스마트폰 보급율을 감안할 때 이는 충분히 가능할 것으로 판단한다. 국내 스마트폰 가입자는 현재 3천만명을 넘어섰고 올해 연말이면 보급율이 70%에 육박할 것으로 예상되지만, 국내보다 스마트폰 보급이 빨랐던 미국과 유럽의 경우에도 보급율은 아직 40~50% 수준에 불과하다.

특히 아이폰5와 갤럭시S3 등의 영향으로 LTE 스마트폰의 보급도 빠르게 증가할 것으로 예상되는데, LTE의 특성상 대용량의 게임 다운로드가 용이하게 이루어지고, 높은 사양의 CPU와 고화질, 고메모리 등의 영향으로 스마트폰 게임 환경은 점차 개선되고 있다.

글로벌 스마트폰 보급은 아직 진행 중

- 한국을 제외하면 아직 50% 미만에 불과
- 아이폰5, 갤럭시S3 등으로 LTE스마트폰 보급 본격화 기대

글로벌 스마트폰 보급율 현황



자료: Bloomberg, 키움증권

모바일 게임 환경의 개선

- 고화질, 고사양 단말기의 보급으로 모바일 게임 환경 개선

모바일 게임 환경의 개선



자료: Gameklip, 키움증권 리서치센터

소비자들의 패턴이 변하고 있다 - 여성과 30대 이상의 구매력 있는 소비자의 유입

최근 지하철, 버스 등의 대중교통을 이용해 본적이 있나요?

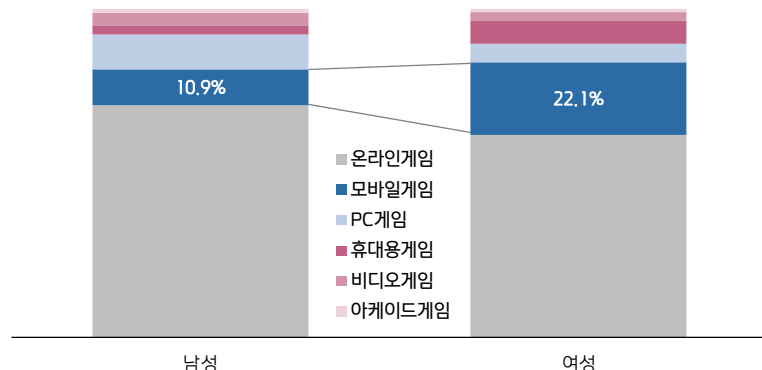
상당히 많은 사람들이 스마트폰을 통해 모바일 웹서핑과 게임을 즐기고 있다는 사실을 쉽게 발견할 수 있을 것이다. 이는 모바일 게임을 즐기는 소비자들이 증가하고 있다는 것인데, 기존에 온라인 게임을 크게 즐기지 않았던 여성층과 30대 이상의 구매력 있는 소비자들이 유입되고 있기 때문이다.

국내 뿐만 아니라, 미국과 일본 같은 전통적인 게임 강국에서도 모바일 게임에 대한 관심은 지속적으로 증가하고 있는 상황이다. 당사는 지난 6월 미국 E3 게임쇼에 참관한 결과 전통적으로 콘솔 게임이 주류를 이루는 미국에서도 모바일 게임에 대한 관심은 상당히 높은 것으로 파악되었으며, 이는 미국 앱스토어에 등록되는 게임 어플리케이션이 여전히 60% y-y의 성장율을 보이고 있다는 점과 더불어 모바일 게임에 대한 인식이 변하고 있다는 긍정적 시그널을 확인하였다.

모바일 게임 시장이 차지하는 비중 지속 성장 - 2008년 7% vs 2013년 15%

소비자들의 패턴변화, Device의 개선, PC 온라인 게임의 Cannibalization 등의 영향에 따라 게임 시장에서 모바일 게임이 차지하는 비중은 빠르게 성장할 것으로 전망한다. 콘텐츠진흥원의 전망에 따르면, 모바일 게임 시장은 2008년 61억달러로 전체 7%에 불과하였는데, 2013년에는 133억달러로 연평균 24% 성장하며, 전체 게임 시장에서의 비중이 15%까지 증가할 것으로 전망된다.

국내 게임 이용자의 성별 사용 행태 차이

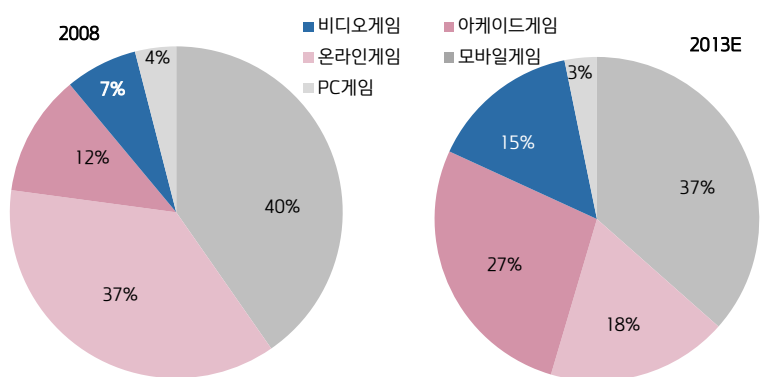


자료: 게임백서2011, 키움증권 리서치센터

높아진 여성 유저들의 비중 (모바일 게임)

- 다른 장르에 비해 여성층이 유입되면서 매출도 빠르게 성장 중

게임 시장에서 모바일이 차지하는 비중 변화 (글로벌 기준)



자료: 게임백서2011, 키움증권 리서치센터

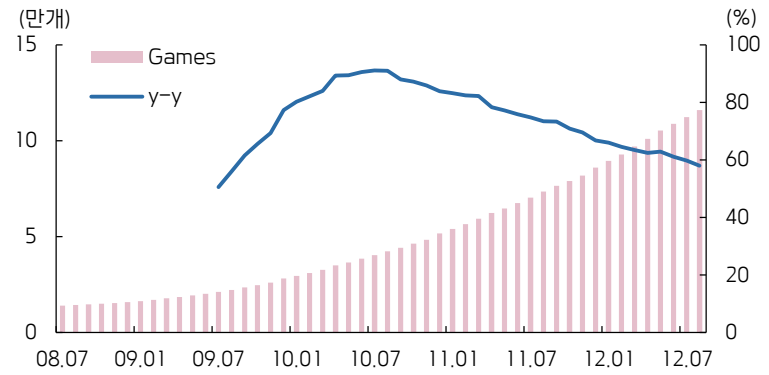
빠르게 증가하고 있는 모바일 게임의 비중

- 2008년 7%수준에 불과하던 글로벌 모바일게임 시장이 2013년 15%까지 성장 전망

게임 어플리케이션은 지속적인 성장 중

- 여전히 60% y-y의 성장세를 보이고 있음
- 전체 앱스토어 내 게임 비중도 16% 수준으로 견고히 유지

미국 애플 앱스토어 어플리케이션(게임) 등록 현황



자료: 148apps, 키움증권 리서치센터

높아진 모바일 게임에 대한 관심 - E3 Show (2012)



자료: 키움증권 리서치센터

테블릿 PC를 통한 Motion 게임 - E3 Show (2012)



자료: 키움증권 리서치센터

>>> Thanks to Apple and Google...글로벌 모바일 시장은 하나

글로벌 모바일 게임 시장 오픈마켓화 - 기회 > 위기

아이폰의 등장 이후 전세계 휴대폰 기종은 단순해지고, 애플의 앱스토어와 구글의 플레이스토어로 인하여 오픈마켓 기반의 어플리케이션 스토어가 활성화되어 전세계 모바일 게임시장은 국가별 진입 장벽이 낮아지고 있다. 기존에 PC기반의 온라인 게임의 경우, 해외 시장의 진출을 위해서는 각 국가마다 개별적인 퍼블리셔와의 계약이 필요하였지만, 애플과 구글 덕분에 글로벌 모바일 시장은 하나가 되었다. 이는 국내 모바일 게임 개발사에게는 새로운 기회이자 위기가 될 것으로 판단하는데, 우리의 입장에서 한정된 국내시장보다는 넓은 해외시장에서의 기회요인이 더욱 많을 것으로 전망한다.

1) 기회: 오픈마켓 활성화로 국내 개발사들의 본격 해외 시장 진출

오픈마켓인 애플의 앱스토어와 구글의 구글플레이 등을 중심으로 모바일 게임 시장이 활성화됨에 따라 국내 모바일 게임 개발사들의 해외 시장 진출이 쉽게 이루어지게 되었다. 과거 피쳐폰 시절에 각각의 국가와 통신사 별로 제각각이었던 기준이 스마트폰의 기종 단순화와 오픈마켓의 앱스토어가 등장하면서 국내 개발사들에게는 기회가 생겼다.

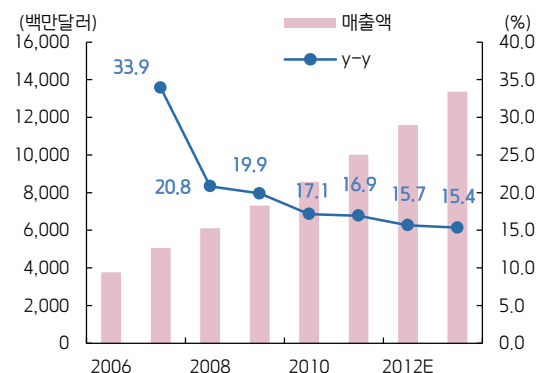
국내 스마트폰이 본격적으로 보급된 2009년 이후, 국내 업체들의 해외 매출 비중은 꾸준히 증가하여 2012년 2분기 현재 게임빌은 44%, 컴투스 34% 수준을 기록하고 있다. 지난해 출시한 게임빌의 '에어핑크'의 경우 미국을 비롯한 20여개 국가 앱스토어에서 1위를 차지하였고 국내 업체들의 해외 시장에서의 성공 가능성을 보여주는 대표적인 예이다.

2) 위기: 치열해진 경쟁과 해외업체들의 본격적 국내 시장 진출

반면 국내에서는 그동안 국내 개발사들이 거의 대부분 장악하고 있던 모바일 게임 시장을 경쟁력 있는 해외 업체들의 진입으로 인하여 이들과 양분할 가능성이 높아졌다. 상대적으로 스마트폰 보급이 빨랐던 해외 업체들의 경쟁력도 무시못하는 수준이다. 스마트폰 보급 대응이 늦었던 2009년 국내 모바일 게임 시장이 역성장 했다는 점이 이를 보여준다.

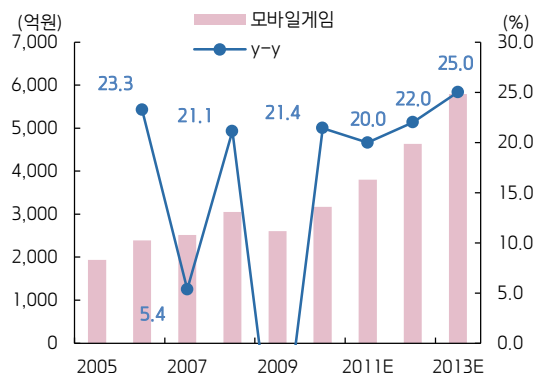
또한, 모바일 게임의 오픈마켓 시장이 열리면서 능력이 있는 중소규모의 개발자 진출도 용이해져 기존 업체들간의 경쟁은 치열해질 것이다. 최근 인기를 끌고 있는 롤더스카이, 애니팡의 경우에도 초기 개발자들은 4~5명 정도로 알려져 있다.

글로벌 모바일 게임 시장 전망



자료: 게임백서2011, 키움증권 리서치센터

국내 모바일 게임 시장 전망



자료: 게임백서2011, 키움증권 리서치센터

미국 - 만만치 않은 글로벌 No.1 / Standard 시장

스마트폰이 가장 먼저 보급된 미국의 경우, 모바일 게임 시장도 단일 국가로서는 가장 큰 규모를 자랑하고 있다. 또한, 미국 앱스토어의 경우에는 다른 지역의 시장보다 더 많은 콘텐츠가 등록되고 있어 단순히 미국 내에 거주하는 사람 뿐만 아니라, 글로벌 스마트폰 유저들이 접속하는 글로벌 통합 시장이라고 평가해도 무방할 것이다.

그만큼 미국 시장은 시장 규모나 입지 면에서 국내 모바일 게임 개발사에게 중요한 시장이다. 다만, 시장의 특성상 다양한 장르의 게임들이 지속적으로 출시되고 치열한 경쟁이 지속된다는 점에서 국내 게임사들이 진출해서 순위권에 이름을 올리기가 여간 만만치 않은 곳이다.

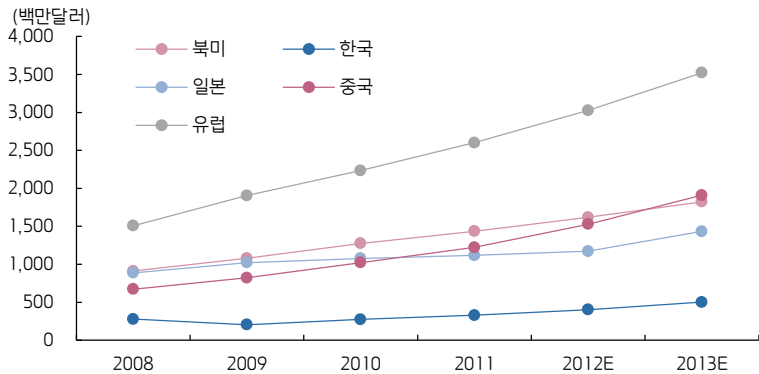
현재까지 미국 앱스토어에서 상위권 순위를 기록한 게임도 게임빌의 '에어핑크', 컴투스의 '홈런배틀', 페이즈캣의 '팔라독' 정도에 불과한 수준이다.

현재로서는 미국 앱스토어 공략을 위해서 게임성에 의존할 수 밖에 없는 상황이지만, 최근 국내 모바일 게임 개발사들의 개발 능력과 마케팅 능력, 재무상황 등이 빠르게 성장하고 있어 미국 시장에서의 좋은 성과를 기대해 볼만하다. 어쩌면 싸이가 미국 음반시장에서 기록한 빌보드 2위처럼 국내 모바일 게임 업체도 충분히 가능해 보인다.

미국 시장을 위협하는 중국 모바일 게임 시장

- 현재 글로벌 No.1은 미국 시장
- 하지만, 빠르게 성장하는 중국 시장

지역별 모바일 게임 시장 규모 전망

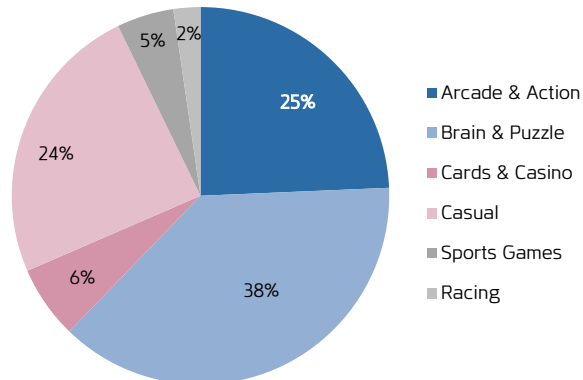


자료: 게임백서2011, 키움증권 리서치센터

모바일 게임 카테고리의 다변화

- 게임 시장 성장에 따라 장르의 다변화와 동시에 경쟁도 치열해짐

안드로이드 게임 어플리케이션 내 장르 비중 (미국)



자료: appbrain, 키움증권 리서치센터

일본 - 일본 스타일 공략에는 라인이 도와줄게

일본은 i-mode로 대변되는 무선인터넷 시장이 수년 전부터 보편화되어 있어 모바일로 즐기는 게임, 만화, 음악 등의 콘텐츠 산업이 빠르게 발달되어 왔다. 소비자들이 콘텐츠에 사용하는 ARPU도 국내보다 훨씬 높은 수준이고, 모바일 게임 시장의 규모도 국내보다는 최소한 5~10배 이상 큰 2~4조원 내외의 시장으로 전망되고 있다.

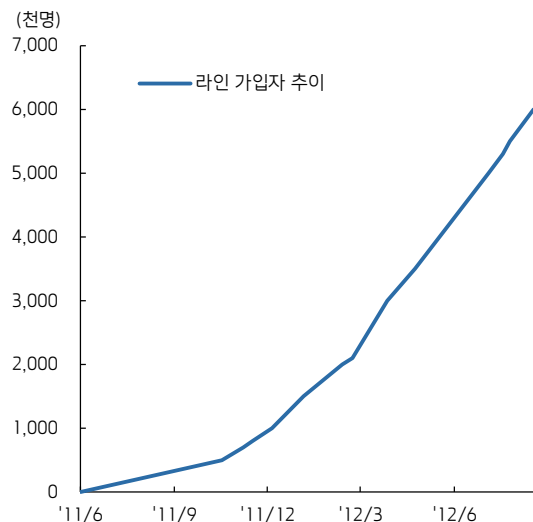
다만, 일본 시장도 미국과 마찬가지로 공략하기는 만만치 않은 시장임은 분명하다. 특히 일본만의 독특한 스타일로 인하여 어쩌면 글로벌 표준에 가까운 미국 시장보다 더욱 까다로울 수 있다.

스마트폰도 글로벌 표준과는 달리 일본만의 스타일이 인기를 끌었고, 게임 역시도 마찬가지다. 소프트뱅크의 아이폰 도입 이후 삼성전자, HTC 등의 글로벌 스타일의 스마트폰이 조금씩 보급되고 있지만, 여전히 일본만의 독특한 스타일이 많이 지배하고 있다. 심지어 지난해까지 일본 통신 서비스의 문자 서비스(SMS)는 같은 통신사 내에서만 가능했었고, 이메일 정액제 요금제보다 SMS가 비싸다는 사실을 보면 놀라지 않을 수가 없다.

이러한 일본 스타일은 일본인들이 선호하는 게임 장르에 있어서도 여실히 드러난다. 현재 일본에서는 TCG(Trading Card Game)가 상당히 많은 인기를 얻고 있는데, 국내에는 조금 생소한 편이지만 몇 년 전 한국 초등학생들을 중심으로 인기있었던 '유희왕 카드'와 같은 것이 모바일 게임으로 구현되었다고 보면 될 것이다. 지난주에 열렸던 동경 게임쇼에서도 상당수의 모바일 게임이 TCG로 출시되었고, 우리가 흔히 알고 있는 피파, 메탈기어솔리드 등의 PC게임도 TCG로 나와 있는 상황이다.

이러한 일본 스타일에도 불구하고 우리가 일본 시장에 대한 공략에 대한 기대를 하는 이유는 NHN의 라인 때문이다. 라인은 현재 글로벌 가입자가 6천만명을 돌파하였으며, 이 중 50% 정도가 일본 가입자이다. 국내 카카오톡의 게임하기에서 보았듯이 모바일 메신저가 게임 플랫폼으로서의 역할을 상당히 잘하고 있기 때문에 일본 시장에서도 이러한 가능성에 대해 주목할 필요가 있다.

라인 가입자 추이



자료: NHN, 키움증권 리서치센터

국내에 출시한 TCG 게임 - 바하무트



자료: 다음-모바일, 키움증권 리서치센터

중국 - 높은 잠재력 보유. 다만, 아직은...

중국의 모바일 게임 시장은 전체 인구 수, 휴대폰 보급율 등을 감안할 때 상당히 높은 잠재력을 보유한 지역이다. 현재 중국의 스마트폰 보급율(2012년말 33% 추정)은 높지 않은 편이지만, iOS를 기준으로 전세계 애플리케이션 다운로드 규모는 2위를 차지하고 있다.

그럼에도 불구하고 중국 모바일 게임 시장이 본격적으로 활성화되기 위해서는 1~2년 정도의 시간이 더 필요할 것으로 전망한다.

중국은 블랙마켓이 상당히 발달되어 있어 모바일 게임 개발사들의 매출이 제대로 발생되고 있지 않으며, 구글의 플레이스토어는 오픈되어 있지 않아 안드로이드 계열의 휴대폰들은 통신사와 인터넷 포털들이 제공하는 앱스토어를 사용해야 한다.

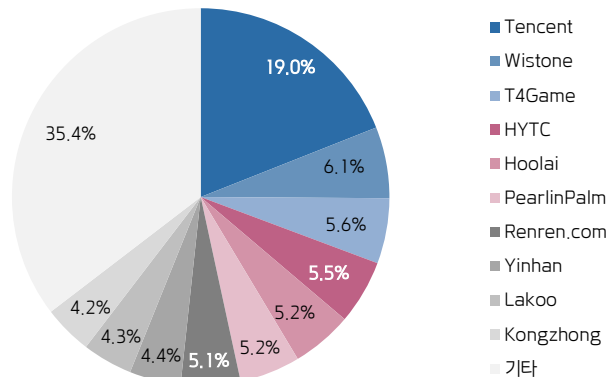
또한, 중국은 높은 애플리케이션 다운로드 숫자를 기록하고 있으나, 실제 구매력에서 보면 미국 시장의 1/10 수준에 불과한 것으로 알려져 있다. 현재 미국 앱스토어의 다운로드 1회당 발생 수익이 0.28달러인데 비해, 중국은 0.03달러에 불과한 수준이다. 올해 상반기 컴투스 '이스케이프 더 에이프'와 '타워디펜스'로 인하여 중국 앱스토어 1위와 2위를 기록하였으나, 실제로 발생된 매출은 상당히 미미한 수준으로 아직까지 중국 모바일 게임 시장의 매출 발생 규모는 그리 크지 않음을 확인하였다.

이러한 제약으로 인해 글로벌 게임 개발사들의 중국 진출은 상당히 제한되어 있는 상황이며, 이 부분이 개선되기 위해서는 추가적인 시간이 필요할 것으로 판단한다. 최근 차이나모바일의 앱스토어 오픈, 텐센트의 모바일 사업 강화 등으로 인하여 여건은 조금씩 개선되고 있으나, 국내 모바일 게임 개발사들이 중국으로부터의 의미 있는 매출이 발생하는 시기는 2013년 하반기 이후가 될 것으로 전망한다.

수많은 안드로이드 기반의 앱스토어

- 구글 플레이스토어가 오픈되지 않아 다양한 앱스토어 존재

중국 모바일 게임 앱스토어 점유율 (1Q12)



자료: 148apps, 키움증권 리서치센터

>>> 다변화되고 있는 모바일 게임 Monetization

F2P(Free To Play) 모델의 활성화 - 게임의 매출 규모 성장과 lifecycle도 증가

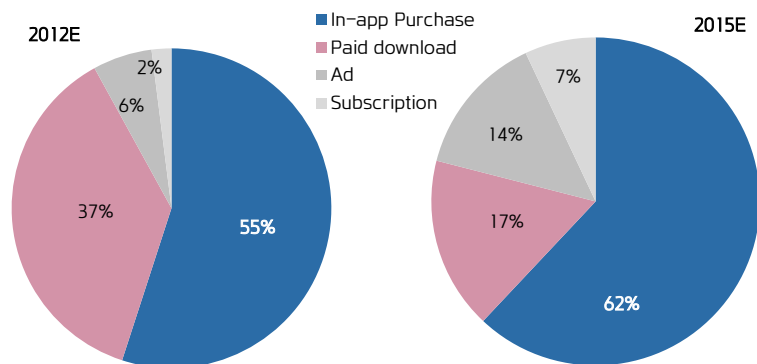
모바일 게임 시장이 성장하고 있는 또 다른 이유 중의 하나는 모바일 게임의 Monetization 방법도 다양해지고 있기 때문이다. 초기 모바일 게임 시장은 유료 어플리케이션 download 매출에 의존하여 매출의 연속성과 수명도 짧았으나, F2P(Free to Play) 모델이 정착하면서 매출의 규모도 더욱 커졌고, 전체 게임 lifecycle도 늘어나는 모습을 보이고 있다. 시장 조사기관인 Superdata의 자료에 따르면, Download 매출은 2012년 37%에서 2015년 17%로 줄어들고, 오히려 In-app Purchase 매출은 55%에서 62%로 증가할 것으로 전망되고 있다.

게임빌의 경우에도 2010년 3분기 31%에 불과하던 In-app Purchase 매출 비중이 2012년 2분기에는 91% 수준으로 증가하며 대부분의 매출을 부분유료화 모델에서 발생시키고 있음을 보여준다.

F2P 모델의 대표적 예 - 애니팡, Rule the Sky, 타이니팜

현재 우리나라에서 가장 인기를 끌고 있는 '애니팡'의 경우에는 일평균 3억원 정도의 아이템 판매 매출을 기록하고 있으며, 국내 대표적 Social Network Game인 'Rule the Sky'와 '타이니팜'의 경우에도 여전히 일평균 1~2억원 내외의 매출을 기록하고 있는데, 이들 모두 In-app Purchase 방식의 매출 구조를 가지고 있다. 특히 국내에서 인기가 많은 Farm류의 SNG는 이러한 In-app Purchase 방식의 보편화에 따른 대표적 수혜 장르이다.

점차 증가할 것으로 예상되는 In-App Purchase 방식

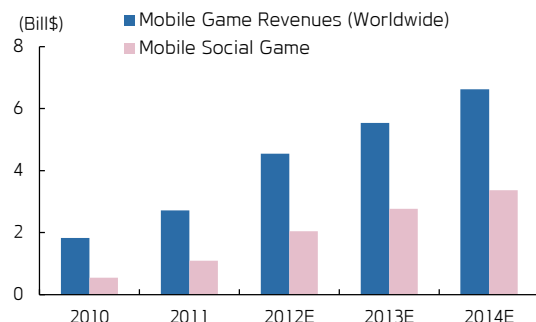


자료: Superdata, 키움증권 리서치센터

In-app Purchase 비중 확대

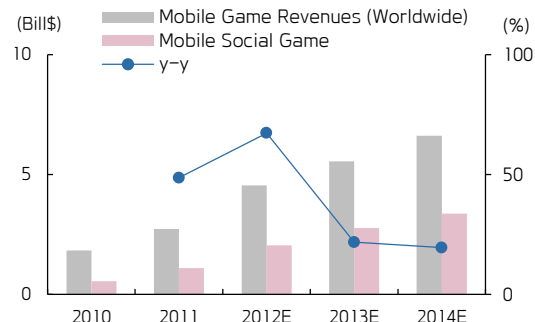
- F2P(Free to Play 모델 정착)
- 다변화된 모바일 게임의 Monetization

미국 Social 게임 ARPPU



주: ARPPU = Average Revenue Per Paying User
자료: Superdata, 키움증권 리서치센터

전세계 모바일 게임 및 Social 게임 시장 전망



자료: Superdata, 키움증권 리서치센터

>>> 국내 모바일 게임 시장, SNG를 중심으로 해쳐 모여!

향후 2~3년간의 고성장 지속

한국콘텐츠진흥원의 전망에 따르면 국내 모바일 게임 시장은 2012년 기준으로 4,600억원 정도(22% y-y)를 형성하고 있는데, 2013년에도 25% y-y 성장한 5,800억원 수준을 기록할 것으로 예상하고 있다. 전세계에서 가장 빠른 모바일 device의 보급을 확대(스마트폰 3천만명, LTE 1천만명 돌파)로 국내 모바일 게임 시장은 빠르게 성장하고 있다.

이는 앞서 언급한대로 기존의 게임 유저층이 아닌 여성과 30대 이상의 구매력 있는 소비자들이 진입하고 있고, 다양한 Monetization 모델을 통해 모바일 게임 시장의 size가 계속적으로 증가하기 때문이다. 그 대표적인 예로 지난 2분기 앱스토어 순위에서 1~2위를 기록하던 JCE의 'Rule the sky'와 컴투스의 '타이니팜'이 최근에는 순위가 3~5위 정도로 몇계단 하락하였음에도 불구하고 평균 매출에는 큰 변화가 없다. 또한, 그 당시 1위였던 'Rule the sky'의 일평균 매출이 1억원 이상을 기록하였는데, 현재 1위인 '애니팡'의 경우에는 일평균 3억원 이상의 매출을 올리고 있는 점에서 모바일 게임 시장의 의미있는 성장을 보여주고 있다고 판단한다.

SNG를 기반으로 장르의 다변화 시도

현재 국내 모바일 게임 시장은 전통적인 팜류를 기반으로 하는 SNG에서 주로 매출이 나타나고 있는데, 향후 추가적인 성장을 위해서는 장르의 다변화가 필요한 시점이라고 판단한다. 우리보다 앞선 미국 시장의 경우에는 과거 2~3년 전에 팜류 기반의 SNG가 있었으나 현재는 또 다른 다양한 장르로 이미 변화된 모습을 보이고 있다.

다만, Social Network라는 Connection을 통해 모바일 게임의 lifecycle이 길어질 수 있는 모습이 나타나면서 국내 모바일 게임은 SNG를 기반으로 장르의 다변화를 시도할 것으로 보인다. 특히 올해 예정되어 있는 게임 라인업의 상당수가 SNG와 기존 장르와의 Hybrid 상품이 될 것으로 보인다.

컴투스의 경우에는 탄탄한 개발력을 바탕으로 SNG 중심으로 개발을 해나가는데, SNG와 스포츠, 육성, RPG 장르가 결합된 게임을 위주로 준비 중에 있다. 게임빌의 경우에는 대표 히트작 4종(프로야구, 제노니아, 에어팡킨, 카툰워즈)의 매출의 집중도가 높는데, 오히려 이들 게임을 SNG화 하는 작업을 진행 중이다.

회사별 신작 Line-Up

컴투스	게임빌	위메이드
포켓 히어로즈 (MORPG + SNG)	2013 프로야구 (스포츠)	팻 아일랜드 (3D SNG)
히어로즈 워 (RPG + SNG)	제노니아 5 (RPG)	히어로 스쿼어 (SNRPG)
Project W. (RPG + SNG)	에어팡킨2 (액션)	실크로드 워 (전략/시뮬레이션)
골프 스타 스마트 (스포츠)	에어포트 시티 (SNG)	카페 스토리아 (SNG)
피싱 프로젝트 (스포츠)	트레인 시티 (SNG)	Braves (RPG)
마이 나이트 (육성어드벤처 + SNG)	그레이트 벨리 (SNG)	프렌드 파이터 (액션)
Brave & Quest (RPG + SNG)	카툰워즈 블레이드 (RPG)	고블린 모바일 (액션 + RPG)
히어로즈 월드 (육성 RPG + SNG)		에브리팜 2 (SNG)
The Rich (SNG)		스타 시티 모바일 (SNG)
슈퍼 액션 히어로 리턴즈 (액션)		에픽 아일랜드 (RPG)
원더랜드 스토리		Heavenly Dragon SNG (SNG)
		NED SNG (SNG)
		Project L (AOS)
		아크 스피어 (MMORPG)

자료: 각사자료, 키움증권 리서치센터

Global 모바일 게임사 주가 추이

회사명	컴투스	게임빌	위메이드	GAME LOFT	ZYNGA	GLU MOBILE	DeNA	GREE	EA	Nexon	Blizzard
주가(10월 1일, \$)	59.4	97.0	53.7	6.6	2.8	4.5	33.1	18.0	12.4	14.4	11.1
시가총액(mn\$)	598.8	538.4	902.2	527.0	2,089.0	294.5	4,989.5	4,137.0	3,932.2	6,309.7	12,344.2
상대 수익률 (%)											
1 W	0.1	-1.7	10.0	0.6	-5.7	-3.8	-2.6	-7.2	-6.4	13.0	-7.1
1 M	-2.3	2.7	0.0	8.2	-4.4	-12.8	17.3	5.5	-9.8	0.0	-8.0
3 M	51.6	8.8	-0.2	-2.2	-53.4	-25.1	18.8	-11.3	-5.2	-23.6	-12.3
6 M	258.2	47.5	34.5	11.9	-79.2	-13.4	26.2	-22.2	-27.9	-8.1	-15.5
1 Y	114.0	35.8	80.8	20.6	-	67.8	-18.7	-39.9	-52.7	-	-26.9
절대 수익률 (%)											
1 W	-4.8	-1.1	-3.7	-1.5	-12.4	-7.9	-3.8	-11.2	-4.2	-0.1	-6.7
1 M	0.9	4.7	-8.6	9.5	1.3	-8.1	19.9	8.1	-4.8	-8.1	-4.1
3 M	60.5	17.8	-7.0	5.5	-47.9	-16.4	25.3	-10.9	2.8	-33.1	-6.0
6 M	243.6	43.8	15.3	10.9	-78.4	-4.3	14.0	-31.3	-23.0	-28.1	-12.1
1 Y	138.0	49.1	78.7	39.7	-	119.9	-18.8	-39.7	-37.9	-	-3.9

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Global 모바일 게임사 Valuation

회사명	컴투스	게임빌	위메이드	GAME LOFT	ZYNGA	GLU MOBILE	DeNA	GREE	EA	Nexon	Blizzard
PER (배)											
'11	50.9	23.2	22.3	23.5	44.4	-	9.7	7.6	27.5	13.4	11.0
'12E	31.4	26.4	23.9	16.7	24.6	25.0	8.8	6.9	11.3	11.3	10.1
'13E	22.6	19.7	13.2	15.6	18.1	12.2	8.0	6.3	9.7	9.7	9.1
PBR (배)											
'11	3.0	5.5	2.2	3.4	1.2	8.1	3.5	4.4	2.1	2.3	1.2
'12E	7.3	6.7	2.7	2.8	1.1	8.4	2.9	2.5	1.6	1.9	1.1
'13E	5.6	5.0	2.2	2.3	1.0	-	2.2	1.9	1.5	1.6	1.1
EV/EBITDA (배)											
'11	38.3	17.2	19.1	11.0	2.4	144.4	4.0	3.7	14.3	6.7	5.5
'12E	30.4	19.4	17.4	8.4	2.2	14.4	4.5	3.4	4.6	5.8	5.1
'13E	19.1	14.3	8.8	7.2	1.5	7.1	4.2	3.1	4.1	5.0	4.7
ROE (%)											
'11	-	-	10.1	15.7	2.6	-	39.6	79.1	3.0	19.1	10.6
'12E	26.9	28.5	13.0	19.0	2.7	-	37.3	43.7	9.0	19.6	11.6
'13E	27.3	28.5	20.7	16.9	3.8	-	31.0	33.8	10.4	19.1	12.0
Div. Yield (%)											
'11	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	1.6	1.9	0.0	0.0	1.3
'12E	0.0	0.1	0.7	0.0	0.0	-	1.6	1.9	0.0	0.0	0.9
'13E	0.0	0.2	0.7	0.0	0.0	-	1.7	2.2	0.0	0.0	0.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

III. 커지고 있는 모바일 메신저의 영향력

>>> 모바일 메신저, 게임플랫폼으로서의 영향력을 발휘하다

카카오톡 - Social, Competition, Exposure 등을 제대로 활용

모바일 메신저인 카카오톡의 '게임하기' 탭이 추가된 것은 불과 2개월여 전에 불과하다. 카카오톡은 자신들이 보유한 6천만명의 고객 트래픽을 게임으로 유도하겠다는 전략을 중심으로 게임사업을 시작하였고, 이제는 게임 플랫폼으로서의 강력한 영향력을 발휘하기 시작했다.

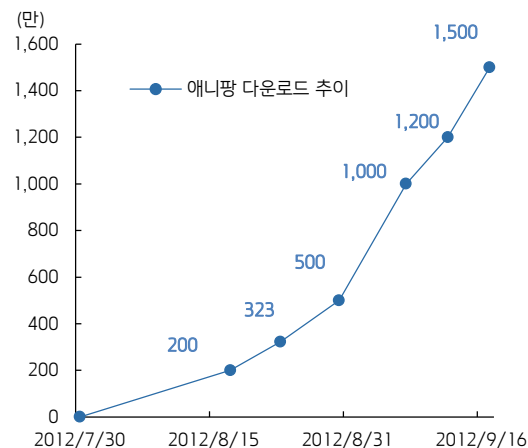
무엇보다 카카오톡이 열풍에 가까운 성과를 내고 있는 이유는 Social, 경쟁, Push 알람을 통한 노출과 같은 현재 모바일 시장에서 이슈가 되는 부분을 적극 활용하였기 때문이다. 일일이 친구를 추가해야 하는 기존 게임 플랫폼 및 게임 센터와는 달리 1) 내 카카오톡에 등록되어 있는 친구와 손쉽게 게임을 할 수 있다는 점(Social), 2) 게임 플레이어들 간의 순위를 매기면서 경쟁 심리를 자극(Competition)한다는 점, 3) 시도 때도 없이 올리는 Push 알람으로 인해 유저들이 관심을 가질 수 밖에 없는 구조(Exposure)로 발전하였다.

소비자의 지갑을 열었다 - 최고매출 1위 애니팡, 2위 아이러브커피, 4위 바이킹아일랜드

우리가 특히 이 모바일 메신저의 영향력에 주목하는 이유는 매출이 수반되는, 즉 이를 통해 소비자들의 지갑을 열게 하였다는 것이다. 실제로 9월 27일 현재 구글 플레이의 최고 매출 순위를 보면 애니팡 1위, 아이러브커피 2위, 바이킹아일랜드 4위를 기록하고 있고, 애플 앱스토어도 역시 애니팡 1위, 아이러브커피 2위를 기록하고 있다.

특히 애니팡의 경우 현재 일평균 매출이 3억원 내외를 기록하며 기존의 Rule the Sky나 타이니팜 보다도 높은 수준을 보이고 있으며, 위메이드의 캔디팡은 출시 1주일 만에 600만 다운로드와 350만 DAU를 기록하는 등 모바일 메신저의 플랫폼화는 기대이상의 성공을 거두었다고 판단한다.

애니팡 다운로드 추이



자료: 선데이토즈, 언론보도 재인용, 키움증권 리서치센터

카카오톡의 강력한 Push 기능



자료: 키움증권 리서치센터

>>> 라인을 통한 일본 모바일 게임 시장 공략, 성공 가능성 높다

한국에 카카오톡이 있다면, 일본에는 라인이 있다.

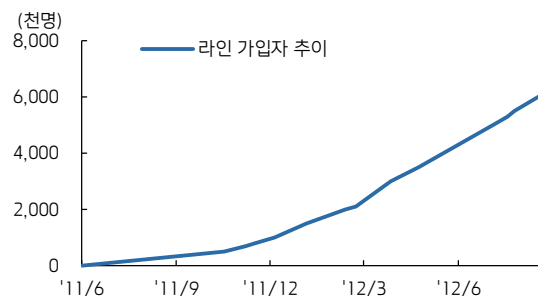
한국에 카카오톡이 있다면, 일본에는 라인이 있다. 일본에서 라인의 위치는 한국의 카카오톡과 유사하게 No.1 모바일 메신저로서 영향력을 보이고 있다. 일본 라인의 가입자는 8월말 기준으로 2,740만명 정도를 기록하고 있으며 일본 스마트폰 가입자가 3~4천만명 수준임을 감안할 때, 상당히 많은 스마트폰 유저들이 라인을 가입하고 있다. 국내에도 카카오톡 이외에 마이피플, 틱톡과 같은 유사한 서비스가 많이 존재하지만, 결국 유저들이 가장 많이 사용하여 시장을 선점한 메신저만 주로 사용한다는 점에서 일본 시장을 선점한 라인은 당분간 현재의 지위를 이어갈 수 있을 것으로 전망한다.

연말까지 10개 정도의 게임 타이틀 준비 - 성과에 따라 라인의 가치도 크게 달라질 것

이미 지난 7월 라인은 '버즐'이라는 모바일 게임을 일본에서 출시하면서 라인이 게임 플랫폼으로서 영향을 얼마나 미칠 수 있는지에 대한 가능성을 확인하였다. 출시 하루 만에 200만 다운로드를 기록하였고, 두 달 동안 950만 다운로드 수를 기록하며, 라인은 모바일 플랫폼으로서의 성과 측정에서 합격점을 받았다.

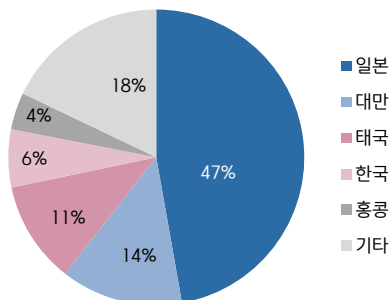
이처럼 라인의 많은 가입자와 게임 플랫폼으로서의 영향력으로 인하여 일본의 독특한 게임 시장 스타일에도 불구하고, 국내 모바일 게임 업체들은 라인을 통해 일본 시장에 연착륙할 것으로 전망한다. NHN은 Rovio, Konami, Square Enix, 페이즈켓, 게임빌, 위메이드 등과 계약을 체결하였으며, 10월 중순 이후를 기점으로 연말까지 10개 정도의 타이틀을 출시할 것으로 예상한다.

라인 가입자 추이



자료: NHN, 키움증권 리서치센터

지역별 라인 가입자 비중



자료: NHN, 키움증권 리서치센터

내가 보는 순위와 니가 보는 순위는 다르다



자료: 키움증권 리서치센터

카카오톡, 개인별로 전부 다른 Ranking을 보유

- 개인마다 다른 순위가 더욱 경쟁심을 유발
- 6,000만 가입자가 모두 다른 Ranking 보유

>>> 하지만, 장점이 있으면 단점도 있는 법

높은 RS 비율, 개발사의 플랫폼화 실패

모바일 메신저가 플랫폼으로서 영향력이 커지면서 국내외 모바일 게임 업체들의 여건은 상당히 좋아졌다. 다만, 이러한 장점에도 불구하고 개발사 입장에서 우려가 되는 부분은 존재한다.

첫째로, Revenue Share 비율이 높아 개발사의 영업이익률은 떨어질 가능성이 존재한다.

모바일 메신저와 게임 개발사간의 수익 구조 배분을 살펴보면, 전체 발생하는 매출 중 30%를 앱스토어에 제공한 후 나머지 70%의 수익을 3:7(카카오톡) 혹은 5:5(라인)로 나누게 된다.

카카오톡은 채널링 측면(개발사가 서버 관리, 마케팅 등 모든 비용 부담, 채널만 제공)에서 수익 배분율이 30% 수준으로 낮은 반면, 라인은 글로벌 시장에서의 높은 인지도와 동시에 퍼블리싱 측면(라인이 마케팅, 서버관리 비용, Localization 비용 등을 부담)에서 수익 배분율이 50% 정도로 높다.

이러한 수수료 지급이 전체 매출 대비 최소 51%에서 65% 정도가 발생하면서 개발사의 수익성에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

둘째로, 개발사가 주도했던 플랫폼화 전략은 영향력이 크게 떨어질 수 있다.

개발사들은 게임 플랫폼을 통해 자사 게임간의 cross promotion이 가능하고, database를 통해 유저들의 성향을 파악할 수 있으며, 게임간의 lock-in 효과를 강화할 수 있는데, 이러한 플랫폼 역할을 모바일 메신저가 대행하게 됨으로써 영향력은 많이 줄어들 것으로 예상된다.

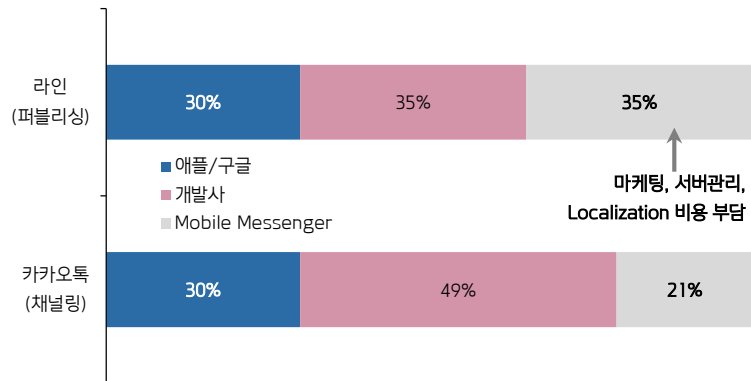
대표적인 예로 최근 카카오톡 게임에서 오픈한 컴투스의 '더비데이즈'의 경우에는 기존 앱스토어 가입자들은 '컴투스 허브'로 가입되고 카카오톡 게임하기를 통한 가입자들은 '카카오톡'으로 게임에 참여하게 되는 이중 구조의 문제가 발생하기도 하였다.

참고로 컴투스의 '허브', 게임빌의 '라이브'는 양사의 대표적 플랫폼이다. 컴투스는 지난 7월 허브의 가입자가 3천만명을 돌파하였고, MAU(Monthly Active User)가 1천만명, DAU(Daily Active User)가 220만명을 넘어섰다고 발표하였고, 글로벌 소셜 플랫폼으로 육성하겠다는 전략을 밝힌 바 있다.

카카오톡과 라인의 수익 구조 배분

- 카카오톡은 채널링, 라인은 퍼블리싱 개념
- 라인은 마케팅과 서버 관리 등을 전담

카카오톡과 라인의 수익 구조 배분



자료: 키움증권 리서치센터

>>> 퍼블리싱 vs 자체개발

모바일 메신저의 등장으로 퍼블리싱 역할 축소

모바일 메신저가 플랫폼으로서의 영향력을 넓혀가면서 당초 모바일 게임 개발자들이 꿈꾸던 퍼블리셔로서 중소 개발업체의 게임을 흡수하겠다는 전략보다는 자체 개발능력을 키우는 방향으로 전환할 필요가 있다고 판단한다. 당초 우리는 모바일 게임의 특성상 진입장벽이 낮고, 유행의 변화가 빠르기 때문에 퍼블리싱을 적절히 활용하는 전략이 필요하다고 판단하였지만, 이러한 역할을 카카오톡이나 라인이 하게 될 경우, 개발사의 플랫폼 전략은 인기가 시들해 질 수 밖에 없기 때문이다.

참고로, 자체개발과 퍼블리싱의 장단점을 따져보면 다음과 같다.

1) 자체개발

- ◎ 장점: 게임 성공시 영업 레버리지 효과 극대화 (높은 영업이익률), 게임에 대한 전체 판권 소유
- ◎ 단점: 많은 인력 필요 (인건비 증가 요인)

2) 퍼블리싱

- ◎ 장점: 기존 PC온라인 게임에 비해 상대적으로 개발이 용이하여 다양한 개발자 존재, 다양한 게임 포트폴리오 확충 가능, 유행에 빨리 대응할 수 있음
- ◎ 단점: 개발사와의 수익배분으로 낮은 영업이익률, 콘텐츠를 보유한 개발사가 유리한 구조

모바일 게임: 퍼블리싱 vs 자체개발

퍼블리싱		자체개발
개발자와 배분	매출인식	개발사 100% 인식
낮음	영업이익률	높음
자체개발 인력 필요없음	인력	많은 인력 필요
유행에 빨리 대응 다양한 게임 포트폴리오 확충 가능 수많은 개발자 활용 가능	장점	게임 성공시 높은 레버리지 효과 게임과 관련된 판권 확보

자료: 키움증권 리서치센터

IV. 모바일 게임 산업 ‘비중확대’

>>> 모바일 게임, 기존 PC게임의 잣대로 보지 마라

모바일 게임의 패러다임 변경. 지금부터 본격적 성장세 시작

모바일 게임 시장은 1) 스마트폰 보급 확대 및 모바일 device의 개선, 2) 여성과 30대 이상의 구매력 있는 소비자들의 유입, 3) 오픈마켓의 활성화로 인하여 국내 개발사들의 해외 시장 진출의 용이성, 4) 다변화되고 있는 모바일 게임 Monetization, 5) 모바일 메신저의 영향력 확대에 따른 수혜 등으로 고성장세를 당분간 이어갈 것으로 전망한다. 우리는 모바일 게임으로의 패러다임 변경이 이미 시작되었으며, 모바일 게임주에 대한 비중확대가 필요한 시점이라고 판단한다.

현재의 상황과 비교하지 말자! 성장성을 감안하면 높은 Valuation도 OK!

당사가 커버리지를 개시하는 모바일 게임 3사(컴투스, 게임빌, 위메이드)의 2013년 매출액은 74% 영업이익은 123% 성장하는 모습을 보일 것으로 전망한다. 이러한 모바일 게임 산업의 고성장세와 국내 업체들의 글로벌 경쟁력 증가와 실적 성장 등을 감안하면 높은 valuation을 적용(25배 P/E 적용, 2000년대 초 게임 산업 성장기 valuation)해도 충분히 될 것으로 판단한다

>>> Top-picks: 컴투스, 게임빌

앞서거나 뒤서거나...

우리는 모바일 게임 산업에 대해 투자 의견을 Overweight로 제시하고, 국내 모바일 게임 업체 중 가장 개발력이 뛰어나고 성과가 좋은 컴투스와 게임빌에 대해 업종 Top-picks로 제시한다. 모바일 게임 시장이 성장하는 초기 국면에서는 종목들 간의 차이보다는 전반적인 성과 측면에서 접근할 필요성이 있으며, 이러한 측면에서 컴투스와 게임빌의 주가는 앞서거나 뒤서거나 할 것으로 전망한다.

컴투스(078340)는 탄탄한 자체 개발력을 중심으로 타이니팜, 더비테이즈처럼 SNG에 강한 면모를 보여주고 있으며, 높은 자체 개발 비중으로 게임 성공시 이익 레버리지가 극대화 된다는 점에서 긍정적이다.

게임빌(063080)은 주력 타이틀 4종(프로야구, 제노니아, 카툰워즈, 에어펍)의 의존도가 상대적으로 높은 편인데, 이들 게임의 출시가 10월을 기점으로 이루어질 것이며, 이로 인해 4분기 이후 실적과 주가의 강세가 예상된다. 또한, SNG 장르의 비중이 낮다는 측면에서 향후 장르 다변화에 따른 수혜를 받을 것으로 전망한다.

위메이드(112040)는 모바일 게임의 온라인 게임화를 추진하며, 가장 공격적인 모바일화 전략을 추진하고 있다. 네트워크 대전이 가능하고 Heavy한 게임 중심의 '위메이드'와 자회사 '조이맥스'를 통해 캐주얼 모바일 게임을 개발하면서 포트폴리오를 다양하게 갖추고 있다. 다만, cash-cow인 PC게임 매출(중국 미르의 전설2)이 감소가 나타나면서 부진하다는 측면이 우려로 존재한다.

국내/해외 모바일게임 업체 실적 (단위: mn\$, USD)

	Gameloft		Zynga		Glu		DeNA		GREE		컴투스		게임빌		위메이드	
시가총액(mn\$)	527		2,089		295		4,989		4,206		599		538		902	
	'12E	'13E	'12E	'13E	'12E	'13E	'12E	'13E	'12E	'13E	'12E	'13E	'12E	'13E	'12E	'13E
매출액	309	336	1,308	1,462	129	164	2,453	2,729	2,346	2,654	741	1,160	627	945	1,135	1,763
y-y (%)	15.5	8.4	6.6	11.8	34.9	26.7	32.8	11.2	16.5	13.1	17.2	56.5	68.9	50.8	12.9	55.2
영업이익	41	45	-12	35	9	27	955	1,042	1,012	1,120	208	380	231	323	52	430
OPM (%)	13.1	13.5	-0.9	2.4	7.2	16.4	38.9	38.2	43.1	42.2	28.0	32.7	36.9	34.1	4.6	24.4
순이익	35	34	-184	-107	-8	6	534	585	595	661	215	338	205	291	90	434
y-y(%)	60.0	-1.2	-31.0	-41.6	-64.1	-185	22.3	9.4	-2.5	10.9	0.1	57.6	46.8	41.8	-59.5	383.8

주: 10월 2일 종가

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

컴투스
(078340)

BUY(Initiate)/목표주가 95,000원
탄탄한 개발력과 실적 레버리지 효과 기대

게임빌
(063080)

BUY(Initiate)/목표주가 155,000원
시리즈가 돌아온다

위메이드
(112040)

BUY(Initiate)/목표주가 75,000원
2013년 이후의 모습을 보자

컴투스 (078340)



BUY(Initiate)

주가(10/2) 66,500원

목표주가 95,000원

경쟁사에 비해 2~3배 많은 개발 인력을 보유하여 수익성에 대한 우려가 지속적으로 제기되었던 컴투스는 올해 들어 본격적으로 신작 게임을 출시하기 시작하였고, 이들 개발력의 진가가 나타나고 있다.

특히 SNG를 중심 축으로 다양한 장르로의 확장을 계획하고 있어 향후 동사의 개발 노하우가 누적될 수 있을 것으로 판단하며, 모바일 게임주 Top-pick으로 추천한다.

Stock Data

KOSDAQ (10/2)		527.56pt
시가총액		6,688억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	69,100원	18,200원
최고/최저가 대비 등락	-3.76%	265.38%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.6%
	6M	245.5%
	1Y	162.3%
		3.7%
		240.2%
		115.9%

Company Data

발행주식수	10,087천주
일평균 거래량(3M)	494천주
외국인 지분율	17.92%
배당수익률(12.E)	0.00%
BPS (12.E)	9,458원
주요 주주	이영일 12.9%

Price Trend



탄탄한 개발력과 실적 레버리지 효과 기대

>>> SNG 장르에서 돋보이는 확실한 개발력

컴투스는 탄탄한 자체 개발력을 중심으로 타이니팜과 더 비데이즈와 같은 SNG에 강한 면모를 보여주고 있으며, 높은 자체 개발 비중으로 게임 성공 시 이익 레버리지가 극대화 된다는 점에서 상당히 긍정적으로 판단한다.

특히, SNG의 경우 콘텐츠 업데이트 시기, 서버 관리 능력 등의 노하우가 축적된다는 점에서 향후 SNG 장르에서 우위를 계속적으로 점할 것으로 기대한다. 또한, 동사는 SNG를 중심으로 RPG, 육성, 스포츠 등의 장르로 확대하는 전략을 펼치고 있어 lifecycle이 길고, monetization 능력이 강한 SNG의 특성이 적극 반영될 것으로 보인다.

>>> 3분기 실적 성장세는 주춤.

4분기 이후 다시 한번 큰 폭의 성장 기대

컴투스의 3분기 실적은 매출액 247억원(170.4% y-y, 12.1% q-q), 영업이익 77억원(675.4% y-y, 13.1% q-q)을 기록할 것으로 예상된다. 2분기에 보여주었던 폭발적인 성장세는 조금 둔화되었으나, 여전히 주력 게임들의 매출이 유지되고 있으며 4분기에 본격적으로 투입될 신작들의 영향으로 4분기 이후에는 다시 한번 큰 폭의 성장세가 기대된다.

>>> 투자의견 BUY 및

목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

우리는 컴투스에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 95,000원을 신규 제시하며, 모바일 게임 업종 Top-pick으로 추천한다.

투자지표(IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	280	362	854	1,292	1,627
보고영업이익(억원)	34	30	239	423	557
핵심영업이익(억원)	34	31	235	423	557
EBITDA(억원)	43	45	255	444	588
세전이익(억원)	42	45	285	435	581
순이익(억원)	40	41	247	377	504
지배주주지분순이익(억원)	40	41	247	377	504
EPS(원)	398	411	2,452	3,736	4,996
증감율(%YoY)	-31.8	0.1	496.4	52.4	33.7
PER(배)	33.4	53.5	26.8	17.6	13.2
PBR(배)	2.2	3.2	7.0	5.0	3.6
EV/EBITDA(배)	22.0	40.5	24.7	13.5	9.4
보고영업이익률(%)	12.1	8.2	28.0	32.7	34.3
핵심영업이익률(%)	12.0	8.6	27.5	32.7	34.3
ROE(%)	6.7	6.3	29.9	33.0	31.8
순부채비율(%)	-62.4	-54.9	-34.9	-47.5	-59.1

>>> 2013년 매출액 136%, 영업이익 77% 성장 전망

우리는 컴투스의 2013년 매출액을 1,292억원(135.7% y-y), 영업이익을 423억원(76.8% y-y)으로 전망하며, 2012년 2분기부터 보여주었던 동사의 본격적인 실적 성장 흐름이 2013년에도 이어질 것으로 판단한다.

또한, 4분기 이후 ‘포켓히어로즈(전투형 RPG+SNG)’, ‘히어로즈 War (MORPG+SNG)’, ‘Golf Star Smart(스포츠)’, 낚시게임 등의 SNG를 중심으로 한 본격적인 신작 라인업이 예정되어 있어, 기존 타이니팜과 더비테이즈, 9 inning baseball 등의 안정적인 매출에 추가적인 실적 확보가 전망된다.

>>> 모바일 게임주 Top-pick

목표주가 95,000원, 2013년 P/E 25배 적용

컴투스에 대해 모바일 게임주 Top-pick으로 제시하며 목표주가를 95,000원으로 제시한다. 참고로 동사의 목표주가는 2013년 P/E 25배를 적용하였으며, 동사가 2013년에도 보여줄 고성장세를 감안하면 높은 Valuation도 충분히 용인할 수 있다고 판단한다.

컴투스 3분기 실적 Preview (단위: 억원, %)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E			
					예상치	QoQ증감율	YoY증감율	컨센서스
매출액	91	112	112	220	247	12.1	170.4	226
영업이익	10	11	5	68	77	13.1	675.4	65
영업이익률	10.8	9.4	4.6	30.7	31.0	-	-	29.0
법인세차감전순이익	14	15	45	70	79	12.7	469.2	68
당기순이익	13	12	39	60	69	14.3	436.5	59
순이익률	35.8	11.0	34.6	27.5	28.0	-	-	26.2

자료: 컴투스, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정 (단위: 억원, %)

	2012				2013E				2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	112	220	247	275	294	313	333	352	362	854	1,292
국내매출	57	145	164	182	199	216	234	251	186	548	901
해외매출	55	75	83	93	95	97	99	101	176	306	392
영업이익	5	68	77	90	83	110	110	119	30	239	423
영업이익률	4.6	30.7	31.0	32.7	28.3	35.1	33.1	33.9	8.2	28.0	32.7
법인세차감전순이익	45	70	79	91	87	111	114	124	45	285	435
당기순이익	39	60	69	79	75	96	99	107	41	247	377
순이익률	34.6	27.5	28.0	28.7	25.5	30.7	29.6	30.3	11.4	29.0	29.2

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	280	362	854	1,292	1,627
매출원가	115	148	245	324	411
매출총이익	166	215	609	968	1,216
판매비및일반관리비	132	183	374	545	659
영업이익(보고)	34	30	239	423	557
영업이익(핵심)	34	31	235	423	557
영업외손익	8	14	51	12	24
이자수익	15	15	8	15	28
배당금수익	0	0	37	0	0
외환이익	2	4	1	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	1	2	2	2	2
관계기업지분법손익	-9	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	4	1	2	0	0
기타	-4	-4	6	-1	-1
법인세차감전이익	42	45	285	435	581
법인세비용	2	4	38	58	77
유효법인세율 (%)	4.5%	8.3%	13.3%	13.3%	13.3%
당기순이익	40	41	247	377	504
지배주주지분 당기순이익	40	41	247	377	504
EBITDA	43	45	255	444	588
현금순이익(Cash Earnings)	50	56	268	398	534
수정당기순이익	35	40	245	377	504
증감율(% YoY)					
매출액	-11.7	17.2	135.7	51.3	25.9
영업이익(보고)	-35.8	14.3	701.0	76.8	31.7
영업이익(핵심)	-36.3	34.1	650.6	80.3	31.7
EBITDA	-31.3	34.2	463.0	74.1	32.3
지배주주지분 당기순이익	-31.8	0.1	496.4	52.4	33.7
EPS	-31.8	0.1	496.4	52.4	33.7
수정순이익	-37.8	0.7	509.8	53.5	33.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	26	21	281	311	449
당기순이익	40	41	247	377	504
감가상각비	5	7	11	9	13
무형자산상각비	5	7	10	12	17
외환손익	0	0	2	2	2
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	9	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-34	-26	12	-68	-56
기타	1	-8	0	-21	-32
투자활동현금흐름	-40	-32	-199	11	7
투자자산의 처분	-34	-12	-126	30	25
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-7	-7	-21	0	0
무형자산의 처분	-7	-15	0	0	0
기타	8	2	-51	-19	-18
재무활동현금흐름	4	3	5	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	4	3	5	0	0
현금및현금성자산의순증가	-10	-7	86	323	456
기초현금및현금성자산	27	40	33	120	442
기말현금및현금성자산	17	33	120	442	898
Gross Cash Flow	60	47	269	379	504
Op Free Cash Flow	-7	-5	188	274	397

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	467	503	458	825	1,319
현금및현금성자산	17	33	120	442	898
유동금융자산	371	351	213	191	188
매출채권및유동채권	76	117	123	189	230
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	2	2	2	3	4
비유동자산	187	249	650	684	707
장기매출채권및기타비유동채권	13	5	84	108	135
투자자산	138	182	447	438	417
유형자산	20	25	34	34	34
무형자산	16	30	28	27	27
기타비유동자산	0	7	58	77	95
자산총계	654	753	1,108	1,509	2,027
유동부채	31	51	148	170	183
매입채무및기타유동채무	31	26	39	50	62
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	25	109	120	121
비유동부채	1	1	6	6	7
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	6	6	7
부채총계	32	52	154	177	190
자본금	50	50	50	50	50
주식발행초과금	264	264	267	267	267
이익잉여금	333	380	627	1,003	1,507
기타자본	-25	6	10	12	13
지배주주지분자본총계	622	700	954	1,333	1,837
비지배지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	622	700	954	1,333	1,837
순차입금	-388	-384	-333	-633	-1,086
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	398	411	2,452	3,736	4,996
BPS	6,171	6,940	9,458	13,212	18,211
주당EBITDA	430	449	2,529	4,404	5,825
CFPS	495	550	2,655	3,947	5,297
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.4	53.5	26.8	17.6	13.2
PBR	2.2	3.2	7.0	5.0	3.6
EV/EBITDA	22.0	40.5	24.7	13.5	9.4
PCFR	26.9	40.0	24.8	16.7	12.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.1	8.2	28.0	32.7	34.3
영업이익률(핵심)	12.0	8.6	27.5	32.7	34.3
EBITDA margin	15.5	12.5	29.9	34.4	36.1
순이익률	14.3	11.4	29.0	29.2	31.0
자기자본이익률(ROE)	6.7	6.3	29.9	33.0	31.8
투자자본이익률(ROIC)	43.2	25.7	142.1	205.3	194.0
안정성(%)					
부채비율	5.1	7.5	16.2	13.2	10.3
순차입금비율	-62.4	-54.9	-34.9	-47.5	-59.1
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
활동성(배)					
매출채권회전율	4.7	3.7	7.1	8.3	7.8
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	9.8	19.3	26.2	29.0	28.9



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

게임빌 (063080)



BUY(Initiate)

주가(10/2) 111,000원

목표주가 155,000원

게임빌은 주력 타이틀에 대한 의존도가 높다는 점이 장점이자 단점으로 작용하고 있는 가운데, 올해 4분기가 기존 시리즈 물의 연속 성공 가능성과 누적에 따른 피로도의 사이에서 결과가 판가름 나는 중요한 시기가 될 것으로 보인다. 다만, 주력 타이틀 이외에도 다양한 게임이 실적을 견인하고 있으며, 10월 중에는 라인과의 제휴에 따른 일본 시장 공략에 따른 수혜가 전망되어 컴투스와의 함께 모바일 게임주 Top-pick으로 제시한다.

Stock Data

KOSDAQ (10/2)		527.56pt
시가총액		6,112억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	109,300원	55,900원
최고/최저가 대비 등락	1.56%	98.57%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.4% 3.5%
	6M	55.9% 53.5%
	1Y	61.1% 32.6%

Company Data

발행주식수	5,551천주
일평균 거래량(3M)	98천주
외국인 자본율	22.73%
배당수익률(12.E)	0.00%
BPS (12.E)	16,578원
주요 주주	송병준 31.0%

Price Trend



시리즈가 돌아온다

>>> 10월을 기점으로 시리즈물 본격 출시

게임빌은 매출의 70% 정도를 차지하고 있는 주력 시리즈 물 4종(프로야구, 제노니아, 카툰워즈, 에어팡곤)이 주로 10월을 기점으로 신규 버전이 출시된다. 이로 인해 4분기 이후 양호한 실적과 주가의 강세가 이어질 것으로 전망한다.

>>> 주력 타이틀 4종 이외에도 다양한 게임이 실적을 꾸준히 견인

게임빌은 현재 앱스토어 상위권에 게임이 없다. 그럼에도 불구하고 꾸준한 실적이 발생하는 이유는 중위권 순위 에 드는 게임의 개수가 다양하며, 해외에서의 매출이 꾸준히 성장하고 있기 때문이다.

또한, 미국 모바일 게임 시장에서 보여줬듯이 장르 선호도는 계속적으로 변화하는데, 게임빌은 현재 주력 게임에서 SNG 장르가 거의 없다는 점이 향후 장르 다변화에 따른 수혜를 받을 것으로 전망한다.

>>> 라인과의 제휴로 일본시장 공략 본격화

게임빌은 라인과의 제휴를 통해 10월 중 게임이 출시될 것으로 예상되며, 동사의 장점인 다양한 장르의 게임을 통해 일본을 비롯한 해외 시장에서의 인지도 상승과 매출성장이 기대된다.

>>> 투자 의견 BUY 및 목표주가 155,000원으로 커버리지 개시

우리는 게임빌에 대한 투자 의견 BUY 및 목표주가 155,000원을 신규 제시하며, 모바일 게임 업종 Top-pick으로 추천한다.

투자지표(IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	285	428	722	1,118	1,392
보고영업이익(억원)	155	175	267	389	477
핵심영업이익(억원)	155	175	260	389	477
EBITDA(억원)	163	186	268	391	479
세전이익(억원)	177	198	289	425	527
순이익(억원)	148	161	236	349	432
지배주주지분순이익(억원)	148	161	236	349	432
EPS(원)	2,675	2,909	4,260	6,279	7,791
증감율(%YoY)	13.4	8.5	46.4	47.4	24.1
PER(배)	10.2	23.4	24.6	16.7	13.5
PBR(배)	2.8	5.5	6.3	4.6	3.4
EV/EBITDA(배)	6.5	17.3	20.1	13.0	9.7
보고영업이익률(%)	54.2	40.9	36.9	34.8	34.3
핵심영업이익률(%)	54.2	40.9	36.1	34.8	34.3
ROE(%)	32.1	26.5	29.5	31.8	29.1
순부채비율(%)	-85.7	-81.5	-46.4	-59.4	-68.3

>>> 3분기 실적보다는 4분기 실적에 주목

게임빌의 3분기 실적은 매출액 174억원(74.1% y-y, 14.3% q-q), 영업이익 61억원(36.3% y-y, -4.1% q-q)을 기록할 것으로 예상된다. 지난해 하반기 이후 보여주었던 실적 추세가 이어질 것으로 예상하고 있으며, 9월 28일 출시한 '카툰위즈 블레이드'를 중심으로 4분기 주력 타이틀들의 출시가 예정되어 있어 4분기 이후 실적은 크게 성장하는 모습을 보일 것으로 전망한다.

참고로 동사의 2013년 실적은 매출액 1,118억원(54.8% y-y), 영업이익 389억원(46.0% y-y)로 전망한다.

>>> 모바일 게임주 Top-pick

목표주가 155,000원, 2013년 P/E 25배 적용

게임빌에 대해 모바일 게임주 Top-pick으로 제시하며 목표주가를 155,000원으로 제시한다. 참고로 동사의 목표주가는 2013년 P/E 25배를 적용하였으며, 동사가 2013년에도 보여줄 고성장세를 감안하면 높은 Valuation도 충분히 용인할 수 있다고 판단한다.

게임빌 3분기 실적 Preview (단위: 억원, %)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E			
					예상치	QoQ증감율	YoY증감율	컨센서스
매출액	100	166	166	152	174	14.3	74.1	156
영업이익	45	63	62	64	61	-4.1	36.3	61
영업이익률	44.9	38.1	37.2	41.9	41.9	-	-	39.1
법인세차감전순이익	51	70	66	69	67	-2.7	31.6	67
당기순이익	40	58	52	59	55	-6.9	36.5	54
순이익률	35.8	34.9	31.5	38.6	38.6	-	-	34.8

자료: 게임빌, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정 (단위: 억원, %)

	2012				2013E				2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	166	152	174	230	249	269	289	311	428	722	1,118
국내매출	101	86	100	149	159	170	180	191	319	436	700
해외매출	65	66	74	82	90	99	109	120	108	287	419
영업이익	62	64	61	80	105	79	100	105	175	267	389
영업이익률	37.2	41.9	35.1	34.8	42.3	29.5	34.4	33.7	41.0	36.9	34.8
법인세차감전순이익	66	69	67	86	113	89	109	115	198	289	425
당기순이익	52	59	55	71	93	73	89	94	161	236	349
순이익률	31.5	38.6	31.4	30.8	37.2	27.2	30.7	30.2	37.7	32.7	31.2

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	285	428	722	1,118	1,392
매출원가	46	94	213	371	459
매출총이익	239	333	509	747	933
판매비및일반관리비	84	158	249	358	456
영업이익(보고)	155	175	267	389	477
영업이익(핵심)	155	175	260	389	477
영업외손익	23	23	29	36	50
이자수익	18	22	18	25	39
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	1	0	0
이자비용	1	1	0	0	0
외환손실	0	1	1	1	1
관계기업지분법손익	5	2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	12	12
법인세차감전이익	177	198	289	425	527
법인세비용	30	37	53	77	95
유효법인세율 (%)	16.7%	18.8%	18.2%	18.0%	18.0%
당기순이익	148	161	236	349	432
지배주주지분 당기순이익	148	161	236	349	432
EBITDA	163	186	268	391	479
현금순이익(Cash Earnings)	156	172	244	350	434
수정당기순이익	147	161	232	349	432
증감율(% YoY)					
매출액	16.9	39.6	68.9	54.8	24.5
영업이익(보고)	13.6	11.9	52.4	46.0	22.6
영업이익(핵심)	13.6	12.1	48.7	49.5	22.6
EBITDA	13.5	12.7	44.4	45.8	22.5
지배주주지분 당기순이익	24.7	8.8	46.8	47.5	24.1
EPS	13.4	8.5	46.4	47.4	24.1
수정순이익	24.8	8.9	43.9	50.5	24.1

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	538	666	530	891	1,326
현금및현금성자산	15	170	90	426	838
유동금융자산	457	398	345	333	330
매출채권및유동채권	66	98	95	132	158
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	52	113	465	448	453
장기매출채권및기타비유동채권	1	0	0	0	0
투자자산	10	26	30	31	31
유형자산	32	53	233	233	233
무형자산	9	33	32	31	31
기타비유동자산	0	2	170	153	157
자산총계	591	779	996	1,339	1,779
유동부채	42	80	65	66	73
매입채무및기타유동채무	36	60	67	90	108
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	3	3	3	3	3
기타유동부채	2	17	-5	-27	-38
비유동부채	15	16	10	4	5
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	11	8	5	2	3
기타비유동부채	4	8	5	2	2
부채총계	57	96	75	70	78
자본금	28	28	28	28	28
주식발행초과금	147	147	148	148	148
이익잉여금	360	521	757	1,105	1,538
기타자본	0	-13	-12	-12	-12
지배주주지분자본총계	534	683	920	1,269	1,701
비지배지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	534	683	920	1,269	1,701
순차입금	-458	-556	-427	-753	-1,161
총차입금	15	11	8	5	7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	123	178	245	310	414
당기순이익	148	161	236	349	432
감가상각비	2	2	2	1	1
무형자산상각비	7	9	6	0	1
외환손익	0	0	0	1	1
자산처분손익	0	0	-6	0	0
지분법손익	-5	-2	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-29	2	-12	-36	-19
기타	0	6	20	-5	-2
투자활동현금흐름	-132	-13	-321	29	-2
투자자산의 처분	-127	40	50	11	2
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-1	-22	-208	0	0
무형자산의 처분	-4	-31	0	0	0
기타	0	0	-163	18	-5
재무활동현금흐름	-1	-16	-3	-3	0
단기차입금의 증가	-2	-3	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1	-13	-3	-3	0
현금및현금성자산의순증가	-10	149	-79	335	412
기초현금및현금성자산	26	21	170	90	426
기말현금및현금성자산	15	170	90	426	838
Gross Cash Flow	151	175	257	346	434
Op Free Cash Flow	104	102	-15	260	344

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	2,675	2,909	4,260	6,279	7,791
BPS	9,673	12,323	16,578	22,858	30,648
주당EBITDA	2,953	3,355	4,835	7,042	8,628
CFPS	2,824	3,101	4,401	6,310	7,826
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.2	23.4	24.6	16.7	13.5
PBR	2.8	5.5	6.3	4.6	3.4
EV/EBITDA	6.5	17.3	20.1	13.0	9.7
PCFR	9.7	22.0	23.8	16.6	13.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	54.2	40.9	36.9	34.8	34.3
영업이익률(핵심)	54.2	40.9	36.1	34.8	34.3
EBITDA margin	57.1	43.4	37.1	35.0	34.4
순이익률	51.7	37.7	32.7	31.2	31.1
자기자본이익률(ROE)	32.1	26.5	29.5	31.8	29.1
투자자본이익률(ROIC)	223.1	162.8	97.4	93.4	105.3
안정성(%)					
부채비율	10.6	14.1	8.2	5.5	4.6
순차입금비율	-85.7	-81.5	-46.4	-59.4	-68.3
이자보상배율(배)	232.1	344.4	637.6	948.0	1,159.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.4	5.4	7.5	9.8	9.6
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	7.9	10.6	11.4	14.2	14.1

위메이드 (112040)



BUY(Initiate)

주가(10/2) 59,800원

목표주가 75,000원

위메이드는 모바일 게임의 온라인화를 표방하며 기존 PC온라인 게임 중심의 개발 인력을 대부분 모바일로 전환하며 가장 공격적인 행보를 보이고 있다.

업계 최대의 모바일 게임 개발 인력을 확보하여 Heavy한 모바일 게임의 개발과 동시에, 자회사 조이맥스를 통해 캐주얼 모바일 게임을 개발하면서 포트폴리오를 다양하게 갖춰나가고 있다는 측면에서 2013년 이후 성과를 기대해볼 만 하다.

Stock Data

KOSPI (10/2)	527.56pt	
시가총액	10,046억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	60,600원	26,400원
최고/최저가 대비 등락	-1.32%	126.52%
주가수익률	절대	상대
1M	5.1%	1.3%
6M	33.6%	32.2%
1Y	104.4%	74.3%

Company Data

발행주식수	16,800천주
일평균 거래량(3M)	230천주
외국인 지분율	2.44%
배당수익률(12.E)	1.19%
BPS (12.E)	17,849원
주요 주주	박관호 54.3%

Price Trend



2013년 이후의 모습을 보자

>>> 조금씩 성과를 내고 있다

위메이드는 모바일 게임의 온라인화를 표방하며, 기존 PC 온라인 게임 개발자들을 모바일로 전환시켜 모바일 게임 시장의 패러다임 변경에 가장 공격적인 전략을 취하고 있다. 특히 카카오톡, 라인과 같은 모바일 메신저와의 플랫폼 공유에서 가장 적극적으로 접근하고 있으며, 자회사 조이맥스를 통한 캐주얼 모바일 게임 개발이 동시에 이루어져 전략적으로 가장 좋은 positioning을 하고 있다.

다만, 아직까지 모바일 게임의 성과가 동사의 기업가치에 비해 미진한 모습이나 2013년 이후 성과에 대해 기대를 하고 있다.

>>> 다만, cash-cow인 PC게임의 매출 감소는 우려

위메이드의 전략이 대부분 모바일에 집중되고 있으나, 현재 동사의 실적은 cash-cow인 PC게임의 매출(대부분 중국)에서 발생하고 있다. 특히 오랜기간 동사의 실적을 견인하고 있는 중국의 '미르의 전설2'가 최근에 매출이 조금씩 감소되고 있는 모습을 보이고 있으며, 차기작인 '미르의 전설3'도 아직까지 이렇다 할 성과를 보이지 못하고 있다는 점이 우려가 된다.

>>> 투자의견 BUY 및 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

우리는 위메이드에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 75,000원을 신규 제시한다. 참고로 동사의 목표주가는 다른 모바일 게임업체와 같이 2013년 P/E 25배를 적용하였다.

투자지표(IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	876	1,158	1,308	1,963	2,343
보고영업이익(억원)	291	194	60	479	676
핵심영업이익(억원)	291	204	63	482	677
EBITDA(억원)	325	272	126	577	810
세전이익(억원)	268	265	106	563	778
순이익(억원)	190	261	98	480	664
지배주주지분순이익(억원)	190	233	94	501	692
EPS(원)	1,154	1,388	559	2,982	4,120
증감율(%YoY)	-71.1	11.9	-59.7	432.9	38.2
PER(배)	14.8	27.1	92.9	17.4	12.6
PBR(배)	1.1	2.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	5.0	19.5	58.3	11.0	7.0
보고영업이익률(%)	33.2	16.8	4.6	24.4	28.9
핵심영업이익률(%)	33.2	17.6	4.9	24.6	28.9
ROE(%)	7.4	8.0	2.8	12.3	14.8
순부채비율(%)	-47.4	-53.4	-47.9	-49.0	-55.7

>>> 3분기 실적은 적자 지속

위메이드의 3분기 실적은 2분기에 이어 부진한 모습을 보일 것으로 전망한다.

3분기 매출액은 325억원 (14.3% y-y, 24.1% q-q), 영업이익은 -15억원(적지)으로 2분기에 이어 영업 적자를 이어갈 것으로 보인다. 2분기에 이어 미르의 전설2 매출이 크게 반등하지 못할 것으로 예상되며, 모바일 게임 매출이 서서히 상승하고 있으나 아직 전체 실적을 견인하기에는 부족하기 때문이다. 또한, 모바일 개발 인력 확보에 따른 인건비 증가와 9월에 있었던 동경게임쇼 출시로 인한 일회성 비용이 집행되면서 전체적인 비용도 증가하였다.

다만, 최근 상승세를 보이고 있는 모바일 게임 매출은 현재 일 평균 5천만원 수준을 기록하고 있는 것으로 보이며, 추석 시즌 인기 물이를 시작한 캔디팡의 경우에도 다운로드 600만건과 DAU 350만명을 넘어서면서 양호한 모습을 보여 4분기 및 2013년 매출이 기대된다.

참고로 동사의 2013년 실적은 매출액 1,963억원(50.1% y-y), 영업이익 479억원(703.0% y-y)로 전망한다.

위메이드 3분기 실적 Preview (단위: 억원, %)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E			
					예상치	QoQ증감율	YoY증감율	컨센서스
매출액	284	318	308	262	325	24.1	14.3	324
영업이익	48	55	69	-15	-15	적지	적전	28
영업이익률	17.0	17.2	22.5	-5.9	-4.7	-	-	8.5
법인세차감전순이익	94	67	79	-1	-1	적지	적지	28
당기순이익	80	69	62	13	-1	적전	적전	33
순이익률	35.8	21.7	20.1	5.0	-0.3	-	-	10.1

자료: 위메이드, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정 (단위: 억원, %)

	2012				2013E				2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	308	262	325	414	455	449	501	559	1,158	1,308	1,963
위메이드	224	187	220	305	337	329	366	415	818	936	1,447
미르2	159	120	127	142	151	115	122	139	639	548	528
미르3	27	23	25	25	26	27	29	30	45	100	112
창천	10	10	11	11	11	12	12	13	64	42	49
모바일	0	0	24	88	113	139	164	190	0	112	607
기타	28	34	34	38	35	36	38	43	70	134	152
조이맥스	69	65	89	94	102	110	119	129	266	317	459
영업이익	69	-15	-15	21	109	89	115	166	194	60	479
영업이익률	22.5	-5.9	-4.7	5.0	23.9	19.9	23.0	29.8	16.8	4.6	24.4
법인세차감전순이익	79	-1	-1	29	125	111	138	189	265	106	563
당기순이익	62	13	-1	24	106	95	118	161	261	98	480
순이익률	20.1	5.0	-0.3	5.8	23.4	21.2	23.6	28.9	22.5	7.5	24.5

자료: 위메이드, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	876	1,158	1,308	1,963	2,343
매출원가	42	152	163	245	293
매출총이익	834	1,006	1,145	1,718	2,050
판매비및일반관리비	543	802	1,082	1,235	1,372
영업이익(보고)	291	194	60	479	676
영업이익(핵심)	291	204	63	482	677
영업외손익	-23	61	49	84	102
이자수익	62	67	62	79	94
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	17	29	7	0	0
이자비용	0	1	1	1	1
외환손실	24	16	10	7	7
관계기업차분법손익	-80	-9	-4	0	0
투자및기타자산처분손익	0	2	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	0	0	0	0
기타	0	-12	-4	13	15
법인세차감전이익	268	265	106	563	778
법인세비용	78	-39	8	83	114
유효법인세율 (%)	29.2%	-14.5%	7.2%	14.7%	14.7%
당기순이익	190	261	98	480	664
지배주주지분 당기순이익	190	233	94	501	692
EBITDA	325	272	126	577	810
현금순이익(Cash Earnings)	224	328	161	575	796
수정당기순이익	188	258	99	480	664
증감율(% YoY)					
매출액	-17.6	6.4	12.9	50.1	19.3
영업이익(보고)	-50.9	-30.4	-69.3	703.0	41.0
영업이익(핵심)	-50.9	-26.2	-68.9	660.3	40.4
EBITDA	-47.6	-17.0	-53.5	356.6	40.4
지배주주지분 당기순이익	-58.8	14.4	-59.7	432.9	38.2
EPS	-71.1	11.9	-59.7	432.9	38.2
수정순이익	-55.4	17.0	-61.5	383.7	38.1

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,592	2,158	2,400	2,916	3,669
현금및현금성자산	202	448	952	1,291	1,945
유동금융자산	1,026	1,318	806	742	736
매출채권및유동채권	335	392	424	591	663
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동비금융자산	28	0	217	294	324
비유동자산	1,307	1,434	1,568	1,542	1,467
장기매출채권및기타비유동채권	73	60	0	0	0
투자자산	1,051	178	343	388	395
유형자산	103	300	237	237	237
무형자산	57	841	737	667	578
기타비유동자산	22	55	250	249	257
자산총계	2,899	3,592	3,967	4,459	5,136
유동부채	210	228	219	226	234
매입채무및기타유동채무	210	209	160	216	238
단기차입금	0	3	2	2	2
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	16	57	8	-5
비유동부채	97	58	84	88	93
장기매입채무및비유동채무	2	54	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	95	5	84	88	93
부채총계	307	287	303	314	328
자본금	45	45	87	87	87
주식발행초과금	1,541	1,541	1,611	1,611	1,611
이익잉여금	1,015	1,162	1,179	1,680	2,372
기타자본	-9	-50	122	122	122
지배주주지분자본총계	2,592	2,698	2,999	3,500	4,192
비지배지분자본총계	0	607	666	645	617
자본총계	2,592	3,305	3,664	4,145	4,808
순차입금	-1,228	-1,764	-1,756	-2,031	-2,680
총차입금	0	3	2	2	2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	239	282	451	418	762
당기순이익	190	261	98	480	664
감가상각비	14	32	25	31	44
무형자산상각비	20	35	38	63	89
외환손익	2	-7	3	7	7
자산처분손익	3	2	2	0	0
지분법손익	80	9	4	0	0
영업활동자산부채 증감	-148	-24	-252	-236	-95
기타	78	-25	534	71	54
투자활동현금흐름	-12	-58	107	21	-10
투자자산의 처분	34	158	340	20	-1
유형자산의 처분	0	6	0	0	0
무형자산의 취득	-11	-83	-39	0	0
유형자산의 처분	-22	-45	0	0	0
기타	-13	-94	-194	1	-8
재무활동현금흐름	-173	-190	-55	-100	-98
단기차입금의 증가	0	0	-1	0	0
장기차입금의 증가	0	15	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-30	-80	-133	-103	-103
기타	-143	-125	79	4	5
현금및현금성자산의순증가	53	35	504	339	654
기초현금및현금성자산	148	414	448	952	1,291
기말현금및현금성자산	202	448	952	1,291	1,945
Gross Cash Flow	387	307	703	653	857
Op Free Cash Flow	58	149	-180	224	551

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	1,154	1,388	559	2,982	4,120
BPS	15,428	16,059	17,849	20,831	24,952
주당EBITDA	1,976	1,616	752	3,434	4,820
CFPS	1,360	1,952	958	3,422	4,738
DPS	371	991	620	620	620
주가배수(배)					
PER	14.8	27.1	92.9	17.4	12.6
PBR	1.1	2.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	5.0	19.5	58.3	11.0	7.0
PCFR	12.5	19.3	54.3	15.2	11.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	16.8	4.6	24.4	28.9
영업이익률(핵심)	33.2	17.6	4.9	24.6	28.9
EBITDA margin	37.0	23.4	9.7	29.4	34.6
순이익률	21.6	22.5	7.5	24.5	28.3
자기자본이익률(ROE)	7.4	8.0	2.8	12.3	14.8
투자자본이익률(ROIC)	59.9	38.3	5.8	34.4	41.7
안정성(%)					
부채비율	11.8	8.7	8.3	7.6	6.8
순차입금비율	-47.4	-53.4	-47.9	-49.0	-55.7
이자보상배율(배)	N/A	367.4	91.3	747.3	1,061.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.7	3.0	3.2	3.9	3.7
재고자산회전율	2,500.5	3,841.6	-	-	-
매입채무회전율	3.9	5.5	7.1	10.5	10.3

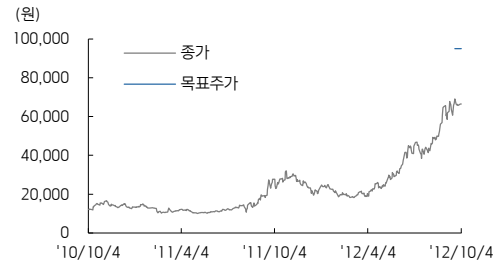
투자이전 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이전	목표주가
컴투스(078340)	2012/10/04	BUY(Initiate)	95,000원
위메이드(112040)	2012/10/04	BUY(Initiate)	75,000원

종목명	일자	투자이전	목표주가
게임빌(063080)	2012/10/04	BUY(Initiate)	155,000원

목표주가 추이 (2개년)

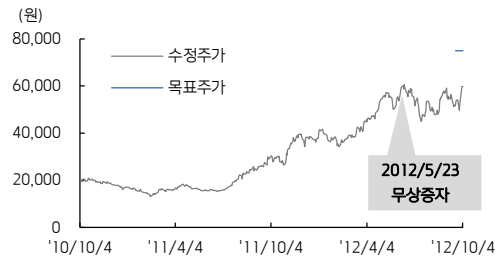
컴투스 (078340)



게임빌 (063080)



위메이드 (112040)



투자이전 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		