

4Q12 전망: 모멘텀 집중 시기

■ 3Q12 review: 분기 최대 매출액 기록, 시장 예상치 부합

- 3Q12 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 +65.8%, +25.8% 증가한 166억원, 56억원으로 시장 예상치에 부합. 3Q12에 프로야구 및 제노니아와 같은 흥행 시리즈물 출시가 없었음에도 불구하고, 신작 게임 킹덤로열, 몬스터워로드, 피싱마스터 등 SNG의 흥행 성공으로 역사상 최대 매출액을 기록
- 수명주기가 긴 대박 SNG 게임을 보유하고 있지 못하다는 점이 그 동안 게임빌의 단점으로 지적 되어 왔으나, 피싱마스터, 몬스터워로드, 킹덤로열 등 신작 SNG가 월 매출액 10억원 수준을 기록하는 등 게임빌의 SNG 성공 가능성을 확인시켜준 분기 실적으로 평가(도표 7 참조)

■ 4Q12 전망: LINE 게임 + 카카오톡 게임 + 텐센트 게임. 동시 다발적으로 시작

- 4Q12 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 +39.4%, +27.3% 증가한 231억원, 80억원으로 역사상 최대 실적을 기록할 전망. 4Q12 실적 레벨업은 1) 역대 최대 신작 게임 출시('12년 46종 출시 예정작 중 16종 4Q12 출시 예정), 2) 프로야구2013, 제노니아5 등 흥행보증 시리즈물 출시, 3) 피싱마스터, 몬스터워로드 등 SNG 흥행 지속 등을 통해 가능할 전망
- 특히, 4Q12에는 1) 일본 LINE 게임 1종 출시(11월 중으로 예상)와 더불어 2) 국내 카카오톡 게임 1종 출시, 3) 중국 Tencent 플랫폼 게임 1종 출시가 예정되어 있어, 당사 현 예상치를 크게 상회할 가능성도 존재
- 일본 LINE 게임 플랫폼이 일본 시장에서 성공적으로 안착할 경우, LINE 게임 공급사의 1개 게임을 통한 매출액(=영업이익)은 3개월 수명주기를 가정하더라도 250억원 이상 가능한 것으로 추정(도표 6 참조, 자세한 내용은 11월 6일자 리포트 'Mobile, 2차 랠리가 시작된다!' 참조)

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 165,000원 유지

- 모바일 게임의 성장은 산업내 단기 이슈가 아닌 중장기에 걸친 패러다임 변화라는 점에서 퍼블리싱과 자체 개발의 조화를 통해 모바일 시장 변화에 빠르게 대처하고 있는 게임빌에 대해 긍정적인 시각 유지(국내 시장 급성장 수혜 → LINE을 통한 일본 진출 → 중국 시장의 기회)

시장 Consensus 대비

Above	
In-line	0
Below	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	165,000원
현재주가(11/13)	126,000원

Key Data (기준일: 2012. 11. 13)

KOSPI(pt)	1,889.7
KOSDAQ(pt)	513.8
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	699.4
52주 최고/최저(원)	130,900 / 55,000
52주 일간 Beta	0.09
발행주식수(천주)	5,551
평균거래량(3M, 천주)	92
평균거래대금(3M, 백만원)	9,785
배당수익률(12F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	22.3
주요주주 지분율(%)	
송병준외 5인	33.2
일리안츠자산운용(주)	5.8
Henderson Investors Ltd	5.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	44.7	88.1	59.5
KOSPI대비 상대수익률	4.6	46.9	89.5	58.1

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q12P			4Q12E			2011	2012E			2013E	
	실적발표	예상치	차이 (%, %p)	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)
매출액	16.6	16.8	-1.3	23.1	39.2	39.4	42.8	71.5	67.2		122.2	71.0
영업이익	5.6	6.2	-9.4	8.0	43.4	27.3	17.5	26.2	49.7		43.5	66.2
세전이익	5.9	7.3	-18.6	8.8	49.0	26.1	19.8	28.2	42.4		46.5	64.6
지배주주순이익	4.9	5.8	-16.6	7.0	45.3	21.6	16.1	23.0	42.6		37.9	65.0
OP Margin	33.8	36.8	-3.0	34.8	1.0	-3.3	40.9	36.6	-4.3		35.6	-1.0
NP Margin	29.3	34.6	-5.3	30.5	1.3	-4.5	37.7	32.1	-5.5		31.0	-1.1
EPS(원)	3,493	4,188	-16.6	5,077	45.3	21.4	2,909	4,144	42.3		6,825	64.9
BPS(원)	14,561	14,734	-1.2	15,817	8.6	34.9	11,724	15,817	34.9		22,557	42.6
ROE(%)	24.0	28.4	-4.4	32.1	8.1	-3.6	26.5	28.8	2.3		34.3	5.6
PER(X)	36.1	30.1	-	24.8	-	-	23.4	30.4	-		18.5	-
PBR(X)	8.7	8.6	-	8.0	-	-	5.8	8.0	-		5.6	-

자료: 게임빌, 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준

your best partner

유진투자증권



도표 1 게임빌 3Q12 실적(IFRS 연결 기준): 시장 예상치 부합

(십억원)	3Q11	2Q12	3Q12P	%qoq	%yoy	당사 추정치	Consensus	Consensus 대비 %
매출액	10.0	15.2	16.6	8.9	65.8	16.8	16.4	1.4
영업이익	4.5	6.4	5.6	-12.1	25.8	6.2	6.0	-5.9
세전이익	5.1	6.9	5.9	-14.4	15.8	7.3	6.4	-8.0
당기순이익	4.0	5.9	4.9	-17.2	21.3	5.8	5.4	-9.3

자료: Fnguide, 유진투자증권

주: IFRS 연결 기준

도표 2 게임빌 연간 실적 전망: 실적 전망 조정 미미

		매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	지배주주순이익 (십억원)	EPS (원)
수정 전	2012E	71.7	26.8	29.4	23.9	4,308
	2013E	122.1	43.5	46.7	38.0	6,851
	2014E	189.4	68.9	73.3	59.3	10,689
수정 후	2012E	71.5	26.2	28.2	23.0	4,144
	2013E	122.2	43.5	46.5	37.9	6,825
	2014E	189.6	69.0	73.2	59.3	10,676
변동률	2012E	-0.3%	-2.4%	-4.1%	-3.9%	-3.8%
	2013E	0.1%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
	2014E	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

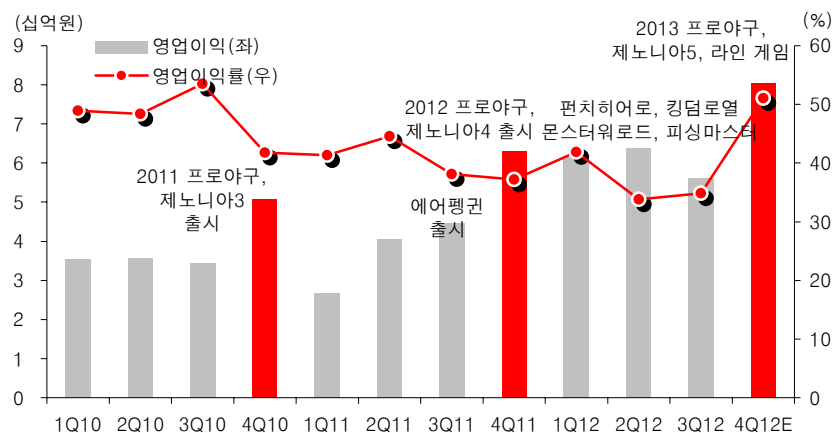
자료: 유진투자증권

도표 3 게임빌 목표주가 165,000원 유지

(단위: 원, 배)	내용
Forward 4Q EPS	6,166
Target PER Multiple(2000년대 인터넷 비즈니스 혁명기의 NHN, 엔씨소프트 PER 평균)	27.0
적정가치	165,649
목표주가	165,000

자료: 유진투자증권

도표 4 게임빌 영업이익(영업이익률) 추이 및 전망: 4분기 실적 모멘텀에 주목



자료: 게임빌, 유진투자증권

도표 5 게임빌 분기 실적 전망 및 주요 Assumptions (IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12E	2011	2012E	2013E
영업수익	6.4	9.8	10.0	16.6	16.6	15.2	16.6	23.1	42.8	71.5	122.2
국내	5.2	6.0	7.5	13.3	10.1	8.6	10.7	15.8	31.9	45.2	56.1
해외	1.2	3.8	2.5	3.3	6.5	6.6	5.9	7.3	10.8	26.3	66.1
영업비용	3.7	5.8	5.5	10.3	10.4	8.9	11.0	15.1	25.3	45.3	78.7
인건비	1.4	1.5	1.5	2.4	1.8	1.9	2.0	3.1	6.8	8.7	11.7
로열티	0.0	0.8	0.5	1.9	2.6	2.0	2.5	3.3	3.2	10.4	22.0
지급수수료	1.3	2.2	2.6	4.5	4.8	4.2	4.7	6.4	10.7	20.1	34.2
마케팅비	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	1.3	1.3	2.1	4.9
영업이익	2.7	4.1	4.5	6.3	6.2	6.4	5.6	8.0	17.5	26.2	43.5
영업이익률(%)	41.8%	41.3%	44.6%	38.1%	37.2%	41.9%	33.8%	34.8%	40.9%	36.6%	35.6%
법인세차감전 이익	3.2	4.6	5.1	7.0	6.6	6.9	5.9	8.8	19.8	28.2	46.5
세전이익률(%)	49.4%	46.6%	51.2%	42.1%	39.9%	45.5%	35.7%	38.1%	46.4%	39.5%	38.0%
당기순이익	2.5	3.8	4.0	5.8	5.2	5.9	4.9	7.0	16.1	23.0	37.9
당기순이익률(%)	39.9%	38.4%	40.1%	34.9%	31.5%	38.6%	29.3%	30.5%	37.7%	32.1%	31.0%
지배주주 순이익	2.5	3.8	4.0	5.8	5.2	5.9	4.9	7.0	16.1	23.0	37.9

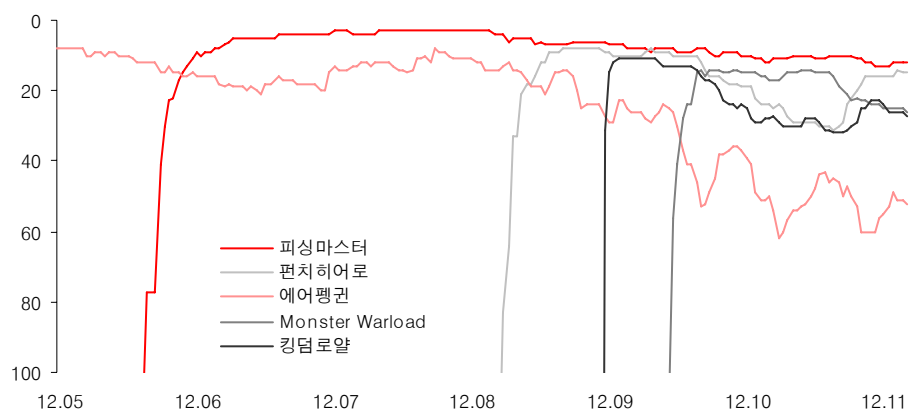
자료: 게임빌, 유진투자증권

도표 6 일본 LINE 게임 공급 개발사 매출액(=영업이익) 시나리오:
1개 게임이 LINE을 통해 흥행에 성공할 경우 3개월 수명주기를 가정하더라도
게임빌의 연간 영업이익 이상의 이익 발생

(단위: 천건, 백만원, 원)	비율 1,000만 중용 (라인 가입자 21%)	라인 가입자의 30% 이용	라인 가입자의 40% 이용	라인 가입자의 50% 이용	라인 가입자의 70% 이용
다운로드수	10,000	14,364	19,152	23,940	33,515
일본 모바일 게임 ARPU(원) (GREE, DeNA 평균)	3,789	3,789	3,789	3,789	3,789
LINE 게임 월 매출액	37,892	54,427	72,570	90,712	126,997
개발사 월 매출액(35% RS)	13,262	19,050	25,399	31,479	44,449
수명주기 3개월(평균 2개월 효과)	2	2	2	2	2
LINE 게임 매출액	75,785	108,855	145,140	181,424	253,994
개발사 매출액	26,525	38,099	50,799	63,499	88,898

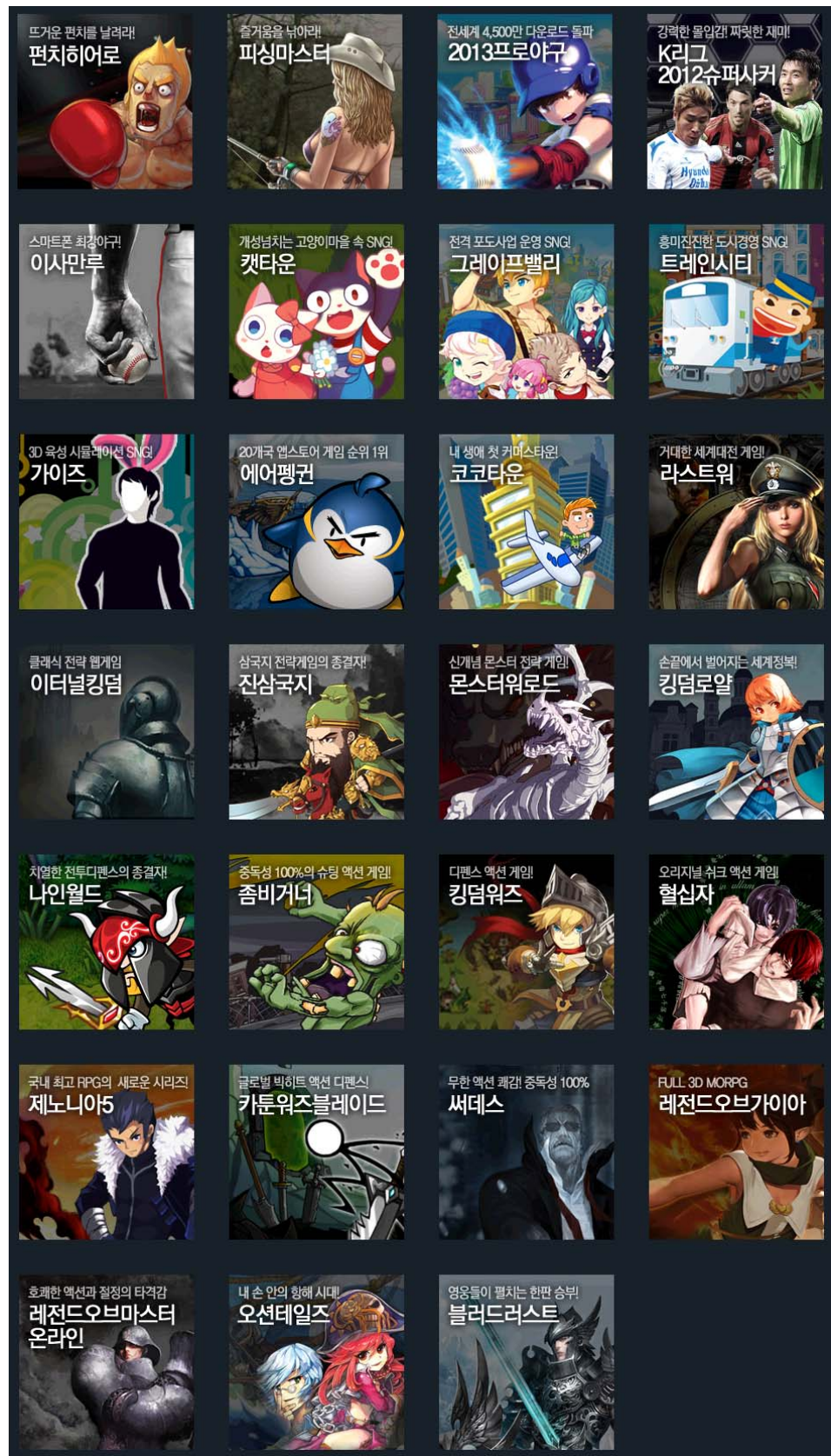
자료: 유진투자증권

도표 7 게임빌 모바일 게임 순위 (구글 플레이 기준): 신작 게임들의 연이은 흥행 성공



자료: App Annie, 유진투자증권

도표 8 게임빌 G-Star 출시 게임 라인업



자료: 게임빌, 유진투자증권



주요 Q&A Summary

Q) 주요 게임별 실적 관련

A)

- 피싱마스터의 경우 3월말 출시됐는데, 3Q12 들어서면서 월 매출액 10억원 돌파
- 몬스터워로드, 3Q12 중에 출시된 SNG로 월 매출액 10억원 수준으로 상승
- 펀치히어로, 3Q12 전체 매출의 10% 차지. 게임의 매출액 비중은 국내 45%, 해외 55%

Q) 매출 비중 관련

A)

- 3Q12 매출액 중에서 퍼블리싱 게임의 비중은 45%
- 몬스터워로드, 펀치히어로의 경우 퍼블리싱 게임이고, 피싱마스터, 킹덤로얄은 자체 개발한 게임
- 향후 모바일 플랫폼을 통해서 출시할 게임들의 비중은 자체 개발과 퍼블리싱 5:5로 조절할 계획

Q) 자체 퍼블리싱 사업과 카카오톡 등 플랫폼

A)

- 현재 모바일 메신저 플랫폼의 구조 특성상 게임빌의 퍼블리싱 사업은 충돌보다는 시너지를 낼 수 있는 협력 구도가 가능하다고 판단. 특히 MIM 플랫폼의 경우는 전화부상에 있는 지인들과 같이 즐길 수 있는 캐주얼 게임들이 효과적이라고 판단

Q) 일본 진출 관련

A)

- 일본의 경우 앱스토어, 구글 플레이를 통해 게임 서비스 진행 중. NHN 라인의 경우 수종의 게임을 공급하기로 계약 체결. 올해 안에 1종의 게임을 서비스할 계획
- GREE, DeNA는 피쳐폰 영역에선 웹브라우저와 카드배틀류로 상당한 지배력을 보유하고 있으나 현재 당사는 액션성과 화려한 그래픽을 갖춘 고품질의 게임으로 시장을 공략한다는 전략. 이에 따라 일본 진출과 관련하여 GREE와 DeNA가 아닌 LINE을 일본 파트너로 삼은 것. 하지만 사업부에서는 이미 GREE, DeNA와 교류를 하고 있고 향후 잠재적인 파트너일 수 있음
- 라인에 출시할 게임 선정 기준은 자체개발 게임인지 퍼블리싱 게임인지 여부보다는 플랫폼에서 얼마나 성과를 발휘할 수 있는지가 중요. 현재까지 라인에 공급 계약 체결된 게임은 자체개발 게임과 퍼블리싱 게임 비율이 50:50
- 물론, 퍼블리싱 게임으로 해외 진출할 경우 수익률은 떨어지겠지만 시장이 급성장하고 있는 상황에서 수익률 틀에 갇혀있기 보다는 보다 많은 유저를 확보하고 절대 이익 규모의 증대가 중요



Q) 중국 진출 관련

A)

- 그 어느 시장보다 파트너와의 협력이 중요한 중국 시장인만큼 텐센트, 차이나모바일, 아이드림스카이 등과 제휴, 현지화를 위한 언어의 번역, 간체와 번체에 대한 공동 대응
- 텐센트를 통해 연내 1종의 모바일 게임 출시 전망
- 한편, 중국 게임 시장의 수익성 향상이 이루어지기 위해서는 콘텐츠 소비 문화, 성향 등의 개선이 필요
현재 고급 단말기 보급률, 망 속도도 한국이나 미국에 비해 더딘 것으로 판단되며 과금에 대해 명확한 인프라가 잡혀 있지 않은 상황

Q) 카카오톡 관련

A)

- 수종의 게임을 공급하기로 계약 체결했으며 현재 출시하기 위한 준비 작업 진행 중. 연내 1종의 게임 출시할 예정

Q) 인력 운영 관련

A)

- R&D 인력을 중심으로 꾸준히 인원을 보강하면서 개발력을 강화시키는 중이며 사업 성장에 따라 인력을 지속적으로 충원해 나갈 계획

Q) 게임빌 서클 관련

A)

- 누적 다운로드 수 1억 8,000만 건 돌파, 가입자수는 1억 7,000만명에 육박

Q) 게임 출시현황 및 계획

A)

- 3Q12 국내 플랫폼 기준으로 10종을 출시했으며 구글 플레이 15종, 앱스토어 6종 출시
- 4Q12에는 '2013프로야구', '제노니아5' 등 기존 유명작의 후속편 출시와 더불어 국내 플랫폼 15종, 앱스토어 7종, 구글 플레이 16종을 출시할 예정
- '라인', '카카오톡' 등 모바일 메신저 플랫폼을 통한 게임출시도 4Q12부터 시작할 계획

게임빌(063080.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	59.1	77.9	102.9	146.6	212.9
유동자산	53.8	66.6	70.4	108.0	152.8
현금성자산	47.2	56.8	55.7	84.6	118.7
매출채권	5.6	8.1	11.4	18.1	26.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	5.2	11.3	32.4	38.5	60.1
투자자산	1.4	2.8	4.3	8.1	27.6
유형자산	3.2	5.3	24.5	26.3	28.0
기타	0.6	3.3	3.6	4.1	4.5
부채총계	5.7	9.6	11.5	17.3	24.4
유동부채	4.0	8.0	9.8	15.6	22.6
매입채무	1.0	3.3	4.7	7.5	10.9
유동성이자부채	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	2.6	4.4	5.1	8.0	11.7
비유동부채	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8
비유동이자부채	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
기타	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
자본총계	53.4	68.3	91.4	129.3	188.5
지배지분	53.4	68.3	91.4	129.3	188.5
자본금	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
자본잉여금	14.7	14.7	14.8	14.8	14.8
이익잉여금	36.0	52.1	75.0	112.9	172.2
기타	(0.0)	(1.3)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총차입금	1.5	1.1	0.8	0.8	0.8
순차입금(순현금)	(45.8)	(55.6)	(54.9)	(83.8)	(117.9)

현금흐름표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	12.3	17.8	20.5	36.5	57.6
당기순이익	14.8	16.1	23.0	37.9	59.3
자산상각비	0.8	1.1	1.0	1.6	2.0
기타비현금성손익	(0.5)	(0.2)	0.9	(0.1)	(0.1)
운전자본의변동	(2.9)	0.2	(2.7)	(2.9)	(3.6)
매출채권감소(증가)	(2.3)	(3.0)	(3.4)	(6.7)	(8.2)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	(0.2)	2.3	1.5	2.8	3.4
기타	(0.3)	1.0	(0.8)	1.0	1.2
투자활동현금흐름	(13.2)	(1.3)	(20.3)	(26.4)	(45.2)
단기투자자산처분(취득)	(12.2)	5.9	1.0	(18.9)	(21.8)
장기투자증권처분(취득)	(0.5)	(0.2)	(0.6)	(3.6)	(16.0)
설비투자	(0.1)	(2.2)	(22.0)	(2.2)	(2.2)
유형자산처분	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0
무형자산처분	(0.4)	(3.1)	(1.2)	(1.7)	(1.9)
재무활동현금흐름	(0.1)	(1.6)	(0.3)	0.0	0.0
차입금증가(감소)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(1.0)	14.9	(0.1)	10.0	12.4
기초현금	2.6	2.1	17.0	16.9	26.9
기말현금	1.5	17.0	16.9	26.9	39.3
Gross cash flow	15.1	18.6	24.9	39.4	61.2
Gross investment	3.8	7.0	24.0	10.5	27.1
Free cash flow	11.3	11.7	0.9	28.9	34.1

자료: 게임빌, 유진투자증권

주: IFRS 연결 기준 / 2009, 2010년은 K- GAAP 연결 기준

손익계산서

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	28.5	42.8	71.5	122.2	189.6
증가율 (%)	16.9	49.8	67.2	71.0	55.1
매출원가	4.6	9.4	16.8	26.9	41.8
매출총이익	23.9	33.3	54.7	95.3	147.8
판매비와관리비	8.4	15.8	29.1	51.7	78.8
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.6	0.0	0.0
영업이익	15.5	17.5	26.2	43.5	69.0
증가율 (%)	13.6	13.1	49.7	66.2	58.4
EBITDA	16.3	18.6	27.2	45.1	71.0
증가율 (%)	13.5	13.9	46.5	66.1	57.3
영업외손익	2.3	2.3	2.1	3.0	4.2
이자수익	1.8	2.2	2.1	2.9	4.1
이자비용	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
지분법손익	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(0.0)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
세전계속사업손익	17.7	19.8	28.2	46.5	73.2
증가율 (%)	23.6	11.9	42.4	64.6	57.4
법인세비용	3.0	3.7	5.3	8.6	13.9
당기순이익	14.8	16.1	23.0	37.9	59.3
증가율 (%)	24.7	9.1	42.6	65.0	56.4
지배주주순이익	14.8	16.1	23.0	37.9	59.3
증가율(%)	적지	8.8	42.6	65.0	56.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	2,682	2,909	4,144	6,825	10,676
증가율 (%)	적지	8.5	42.3	64.9	56.4
수정EPS	2,682	2,909	4,144	6,825	10,676
증가율 (%)	적지	8.5	42.3	64.9	56.4

주요투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,682	2,909	4,144	6,825	10,676
BPS	9,503	11,724	15,817	22,557	33,153
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	10.2	23.4	30.4	18.5	11.8
PBR	2.9	5.8	8.0	5.6	3.8
EV/ EBITDA	6.5	17.3	23.7	13.6	8.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	10.0	20.2	28.1	17.8	11.4
수익성 (%)					
영업이익률	54.2	40.9	36.6	35.6	36.4
EBITDA이익률	57.1	43.4	38.0	36.9	37.5
순이익률	51.7	37.7	32.1	31.0	31.3
ROE	32.1	26.5	28.8	34.3	37.3
ROIC	230.4	166.8	98.6	99.1	130.2
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,358.0	833.2	719.7	694.4	675.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1
매출채권회전율	6.4	6.2	7.3	8.3	8.5
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	25.6	20.0	17.9	20.0	20.6



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

