

모바일게임

Overweight
(Maintain)

2013. 1. 31

60초 모바일 게임만으로는 미래가 없다

최근 모바일게임 시장은 경쟁이 치열해지고 단순한 60초 게임이 주로 유행하면서 당사가 커버하고 있는 대형 게임 개발사가 시장을 주도하기가 쉽지 않은 상황이 되어버렸다. 다만, 최근 '밀리언아서'와 같은 게임에서 나타나듯이 장르의 다변화가 서서히 진행될 것으로 기대하며, 하반기부터는 대형 개발사들이 유리한 시장이 될 것으로 기대한다.

키움증권 

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



Contents



I. 60초 모바일 게임만으로는

미래가 없다

3

> 경쟁과 규제 우려에 빠지다

3

II. 그래도 시장은 변할 것이다

6

> Heavy, Hardcore, High ARPU, Long Lifecycle 시장으로 변할 것

6

III. 4분기 실적 Preview

8

> 기대치에 소폭 못미치는 실적 예상

8

> 업종 투자이견 'Overweight' 유지하나, 2013년 실적하향을 감안하여 목표주가 하향

/ Top-pick: 게임빌

9

기업분석

11

- 당사는 1월 30일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

60초 모바일 게임만으로는 미래가 없다

>>> 경쟁과 규제의 우려에 빠지다

모바일 게임주들의 주가가 부진한 모습이다. 4분기 실적 부진과 경쟁 과열, 정부 규제 등이 부각되고 있는데, 이러한 우려로 지난해 우리가 모바일 게임 업체들에 기대했던 성장세는 상반기보다는 하반기가 되어야 본격화 될 것으로 전망한다. 그 이유는 다음과 같다.

1) 주류를 이루고 있는 60초 짜리 가벼운 게임

지난해 애니팡으로 시작된 카카오톡 기반의 가볍고 단순한 게임의 유행이 이어지면서 개발 인력이 많고 자금력이 풍부한 대형 개발사와 중소 개발사(1인 기업포함)의 개발력 차이가 크게 나타나지 않고 있다. 그렇다면 당사 커버하고 있는 게임빌, 컴투스, 위메이드가 꼭 유리한 시장은 아니라는 이야기이다.

2) ARPU 상승? 카카오톡 무료게임만 즐겨도 340분이 필요

현재 카카오톡 게임하기에 연동되어 있는 게임수는 무려 68개인데, 이들 게임이 기본으로 제공하는 '하트'는 5개이고 1게임당 60초가 소요됨을 감안하면 무료게임만으로도 5시간 40분을 즐길 수 있다. 이러한 상황에서 ARPU 상승이 크게 나타나기를 기대하기는 쉽지 않다.

3) 과열된 경쟁 - 너도 나도 모바일 게임

지난해 이후 모바일 게임 개발을 주력으로 전환한 회사는 위메이드, 조이맥스, CJ E&M, JCE, 액토즈소프트, 소프트맥스 등 상당수이며, 이외에 비상장 업체들까지 감안하면 그 규모는 어마어마할 것이며 이들이 올해 국내 게임 시장에 내놓을 신작 게임은 수백개를 넘어서는 것으로 예상된다.

4) 정부 규제 - 당장은 실행이 쉽지 않겠지만, 그래도...

치열해진 경쟁 상황에 모바일셋다운제, 게임중독치유기금과 같은 규제 이슈도 당분간 우려로 작용할 전망이다.

>>> 그래도 시장은 변할 것이다/ Top-pick: 게임빌

궁극적으로 국내 모바일게임 시장은 Heavy, Hardcore, Long Lifecycle의 시장으로 변할 것으로 전망하며, 시기는 퍼즐류가 유행한지 1년이 되는 올해 하반기 이후가 될 것으로 예상된다. 최근 매출 1위를 기록하고 있는 '밀리언아서'와 같은 게임에서 나타나듯이, 장르의 다변화가 나타나면서 개발력과 자금력을 보유한 대형 개발사가 유리한 시장으로 변모할 것으로 기대한다. Top-pick으로는 게임빌을 추천한다.

I. 60초 모바일 게임만으로는 미래가 없다

>>> 경쟁과 규제에 우려에 빠지다

상반기보다 하반기에 성장세 두드러질 것

최근 모바일 게임주들의 주가가 부진한 모습이다. 4분기 실적 부진 가능성과 경쟁 과열, 정부 규제 등이 차례로 부각되고 있는데, 이러한 우려로 지난해 우리가 모바일 게임 업체들에 기대했던 성장세는 상반기보다는 하반기가 되어야 본격화 될 것으로 전망한다. 그 이유는 다음과 같다.

1) 주류를 이루고 있는 60초 짜리 가벼운 게임

지난해 애니팡으로 시작된 카카오톡 기반의 가볍고 단순한 게임의 유행이 이어지면서 개발 인력이 많고 자금력이 풍부한 대형 개발사와 중소 개발사(1인 기업포함)의 개발력 차이가 크게 나타나지 않고 있다. 그렇다면 당사 커버하고 있는 게임빌, 컴투스, 위메이드와 같은 대형 개발사들이 꼭 유리한 시장은 아니라는 이야기이다.

2) ARPU 상승? 글썽? 카카오톡 무료게임만 즐겨도 340분이 필요

현재 카카오톡 게임하기에 연동되어 있는 게임수는 무려 68개인데, 이들 게임이 기본으로 제공하는 '하트'는 5개이고 1게임당 60초가 소요됨을 감안하면 무료게임만으로도 5시간 40분을 즐길 수 있다. 이러한 상황에서 ARPU 상승이 크게 나타나기를 기대하기는 쉽지 않다.

3) 과열된 경쟁 - 너도 나도 모바일 게임

지난해 이후 모바일 게임 개발을 주력으로 전환한 회사는 위메이드, 조이맥스, CJ E&M, JCE, 액토즈 소프트, 소프트맥스, 네오위즈인터넷 등 상당수이며, 이외에 비상장 업체들까지 감안하면 그 규모는 어마어마할 것이며 이들이 올해 국내 게임 시장에 내놓을 신작 게임은 수백개를 넘어설 것으로 예상된다.

4) 정부 규제 - 당장은 실행이 쉽지 않겠지만, 그래도...

치열해진 경쟁 상황에 최근 정부 규제(모바일셋다운제, 게임중독치유기금 등)마저 모바일 게임주들의 주가를 발목 잡고 있는 상황이다. 모바일 셋다운제 같은 경우, 실명 확인 방법, 해외 게임 개발사와의 역차별 이슈, 앱스토어(구글과 애플)의 협조 가능성 등을 감안하면 당장 실행은 쉽지 않겠지만, 정부의 스탠스가 게임업계에 우호적이지 않다는 점은 당분간 우려로 작용할 것이다.

그래도 시장은 변할 것이다 / Top-pick: 게임빌

이러한 우려에도 불구하고 국내 모바일게임 시장은 Heavy, Hardcore, Long Lifecycle의 시장으로 변할 것으로 전망하며, 시기는 퍼즐류가 유행한지 1년이 되는 올해 하반기 이후가 될 것으로 예상된다. 최근 매출 1위를 기록하고 있는 '밀리언아서'와 같은 게임에서 나타나듯이, 장르의 다변화가 나타나면서 개발력과 자금력을 보유한 대형 개발사가 유리한 시장으로 변모할 것으로 기대한다.

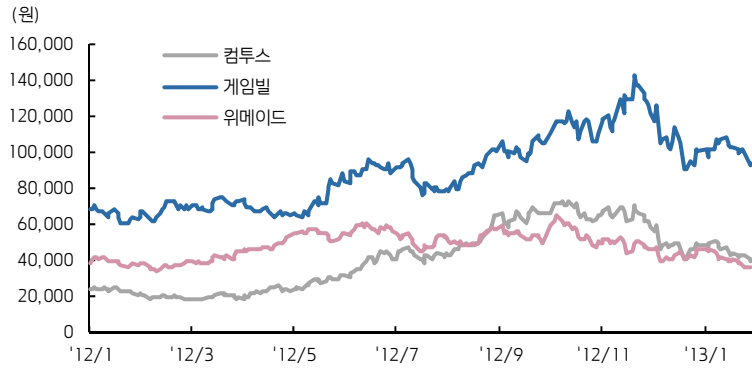
하반기 이후 모바일 게임시장의 변화에 기대하며 업종에 대한 투자의견 'Overweight'를 유지하며, Top-pick으로는 게임빌을 추천한다.



경쟁과 규제 부각

- 경쟁과 규제 이슈가 부각되면서
- 11월 이후 주가 큰 폭의 조정 중

모바일 게임 3사 주가 추이



자료: Gameklip, 키움증권 리서치센터

애플 및 안드로이드 게임 카테고리 최고매출 순위

애플			안드로이드		
게임명	개발사	장르	게임명	개발사	장르
1 밀리언아서	ACTOZ SOFT	카드	다함께 차차차 for Kakao	CJ E&M	아케이드
2 퍼즐앤드래곤	GUNGHO	퍼즐	활 for Kakao	4:33	아케이드
3 카드의 신 삼국지	REDATOMS	카드	밀리언아서	ACTOZ SOFT	카드
4 아이러브커피 for Kakao	PATISTUDIO	SNG	애니팡 for Kakao	SUNDAYTOZ	퍼즐
5 애니팡 for Kakao	SUNDAYTOZ	퍼즐	위스토리 for Kakao	네오위즈인터넷	SNG
6 알드히어로즈	KORAMGAME	RPG	아이러브커피 for Kakao	PATISTUDIO	SNG
7 피쉬아일랜드	NHN	스포츠	피쉬아일랜드	NHN	스포츠
8 컴투스홀런왕 for Kakao	컴투스	스포츠	드래곤플라이트 for Kakao	NEXTFLOOR	아케이드
9 웡패천지	Com.digitalcloud	전략	Rule the Sky	JCE	SNG
10 Rule the Sky	JCE	SNG	터치파이터 for Kakao	위메이드	아케이드
11 Clash of Clans	SUPERCCELL	전략	모두의게임 for Kakao	HOTDOG STUDIO	퍼즐
12 제노니아5	게임빌	RPG	바이킹아일랜드 for Kakao	위메이드	SNG
13 넥슨 프로야구 마스터 2013	NEXON	스포츠	컴투스홀런왕 for Kakao	컴투스	스포츠
14 아야카시음양록	Zynga	카드	말랑말랑 목장 for Kakao	컴투스	SNG
15 마구매니저	CJ E&M	스포츠	타이니팜	컴투스	SNG
16 타이니팜 for Kakao	컴투스	SNG	카오스베인 SE for Kakao	CJ E&M	아케이드
17 한게임 골든글러브	NHN	스포츠	타이니팜 for Kakao	컴투스	SNG
18 드래곤플라이트 for Kakao	NEXTFLOOR	아케이드	Super Penguins	SUPERSOLID	아케이드
19 윈드러너 for Kakao	TJ PARK	아케이드	알드히어로즈	쿤룬코리아	RPG
20 말랑말랑 목장 for Kakao	컴투스	SNG	영생문 for Kakao	비바게임	RPG

주: '13.01.29 기준

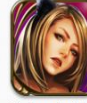
자료: 애플, 구글, 키움증권 리서치센터

국내 구글Play 게임 매출 순위 (1월 30일 기준)

1.  다함께 차차차 for Kakao CJ E&M CORP. ♥1월 24일, 차차차 마음의 업데이 트 소식♥♥트로피로 이제 사랑의 마음을 전하세요♥♥내 점수의 중 설치	2.  할 for Kakao 4.33 *인물은 인증하는 휴대전화의 명 의자가 아니라 본인 이름으로 소유 하신 다른 어떠한 휴대전화의 정보 설치	3.  밀리언아서 ACTOZ SOFT 국내 앱스토어 출시 하루 만에 마 이론, 아이패드 매출 부문 1위, ★ 스케치메닉스의 가장 아름다운 판 설치
4.  애니팡 for Kakao SUNDAYTOZ, INC ★공지사항★ 게임문의 : http://web-m- anipang.sundaytoz.com/customer ※ 설치	5.  위스토리 for kakao NEOWIZ INTERNET ★★ 카카오톡을 통해 새롭게 설 보이는 위스토리와 함께 전쟁의 주 인공이 되어보세요 ★★ 누가해 설치	6.  아이러브커피 for Kakao PATISTUDIO INC. 카카오톡과 아이러브커피의 만남 카카오톡과 아이러브커피가 만났 다 최고의 SNS와 최고의 SNG의 만 설치
7.  드래곤 플라이트 for Kakao NEXTFLOOR 드래곤 플라이트 for Kakao ▶ 부분 유료 결제에 문제가 있을 경우 http://nextfloor.co.kr/FAQ_OF_01.ht... 설치	8.  피쉬아일랜드 - Fish Island NHN CORP. 낚시는 터치와 타이밍이다 피쉬 아일랜드 스마트한 게임이 제공하 는 놀라운 무료게임, 피쉬아일랜드 설치	9.  카카오톡 KakaoTalk KAKAO 전세계 어디서나 무료로 즐기는 그 림채팅 및 1:1채팅 카카오톡은 전 세계 어디서나 안드로이드폰과 마 설치
10.  Rule the Sky JCE 룰더스카이 ★금주의 아이템★ 1)프리스타일 농구장 2)농구공★ 전환중인 이벤트★ 1)스텝 3개 설치	11.  터치파이터 for Kakao WEMADE ENTERTAINMENT CO., LTD ▶ 카툰 최초의 대전액션게임, 터치 파이터 ▶ 간단한 조작, 최고의 타 격감! 승부한다. 이제는 카툰 설치	12.  모두의 게임 for Kakao HOTDOG STUDIO INC. ▶모두의 게임 카카오톡 출시! 모 모, 두두와 함께하는 유쾌한 미니 게임 공장! 동물팡?, 사탕팡? 미친 설치
13.  바이킹마일랜드 for Kakao WEMADE ENTERTAINMENT CO., LTD 최고의 그래픽과 신개념 소셜 기 능을 자랑하는 바이킹 마일랜드에 여러분들 초대 합니다. 바이킹 마 설치	14.  컴투스 홈런왕 for Kakao COM2US 컴투스 홈런왕 for Kakao ☆홈런 왕 이 된다 된다 된다 (이벤트 기간: 2013.01.25-02.03)☆ 지금, 컴투스 설치	15.  말랑말랑 목장 for Kakao COM2US 말랑말랑 목장 for Kakao ★카툰 친구들과 함께하는 말랑말랑 목장! ★ ★수천 마리 말과 교감하는 설치
16.  타이니팜 (Tiny Farm) COM2US 손 안에서 키워가는 살아 움직이는 동물들! ★글로벌 모바일 No.1 컴 투스의 SNG 대작! ★★타이니 설치	17.  암드 히어로즈 (주)쿠팡코리아 2013년 최고의 액션 게임!3D MMORPG! 지금부터 새로운 전설이 시작됩니다! 최강의 액션을 느껴 설치	18.  카오스배인SE for Kakao CJ E&M CORP. ■■■ 대한민국 최고 모바일RPG ■■■ 7스타, U+ 앱마켓, 앱스토어 및 전 스토어 1위 석권! 다운로드 설치

자료: 구글, 키움증권 리서치센터

국내 iOS 게임 매출 순위 (1월 30일 기준)

1.  밀리언아서 게임 무료	2.  월드러너 for Kakao 게임 무료	3.  퓨전랜드드래곤 게임 무료	4.  아이러브커피 for Kakao 게임 무료	5.  카드의 신 삼국지 게임 무료	6.  애니팡 for Kakao 게임 무료	7.  암드 히어로즈 게임 무료	8.  Rule the Sky™ 게임 무료	9.  피쉬아일랜드 - FISH ISLAND 게임 무료	10.  컴투스 홈런왕 for Kakao 게임 무료
11.  FINAL FANTASY 게임 \$3.99	12.  웅크런지 게임 무료	13.  텍슨 프로마구 마스터 2013 게임 무료	14.  FINAL FANTASY II 게임 \$3.99	15.  제노니아5 게임 무료	16.  Clash of Clans 게임 무료	17.  아카시워랑 게임 무료	18.  마구마치 게임 무료	19.  타이니팜 for Kakao 게임 무료	20.  드래곤 플러이트 for Kakao... 게임 무료
21.  한게임 골든글러브... 게임 무료	22.  말랑말랑 목장 for Kakao 게임 무료	23.  존바닥 삼국지 2 게임 무료	24.  타이니팜 (Tiny Farm) 게임 무료	25.  텍슨닉 컴스터 for Kakao 게임 무료	26.  패밀리마스터 for Kakao 게임 무료	27.  몬스터워로드 게임 무료	28.  카드캡치삼국지 게임 무료	29.  Legend of the Cryptids 게임 무료	30.  바하무트 게임 무료

자료: 애플, 키움증권 리서치센터

II. 그래도 시장은 변할 것이다

>>> Heavy, Hardcore, High ARPU, Long Lifecycle 시장으로 변할 것

다양한 장르에 대한 관심이 높아질 것 - 하반기부터 본격화

경쟁 과열, 정부 규제와 같은 우려에도 불구하고 궁극적으로 국내 모바일게임 시장은 Heavy, Hardcore, Long Lifecycle의 시장으로 변할 것으로 전망하며, 시기는 퍼즐류가 유행한지 1년이 되는 올해 하반기 이후가 될 것으로 예상된다. 최근 매출 1위를 기록하고 있는 '밀리언아서'가 그 대표적인 예인데, 카카오톡에 연동되지 않고 장르도 단순한 퍼즐류가 아닌 새로운 장르(TCG: Trading Card Game)이기 때문이다. 이러한 장르의 다변화로 고ARPU의 Heavy, Hardcore, Lifecycle이 긴 게임이 유행으로 다시 돌아올 것으로 예상된다. 최근 TCG 게임이 빠르게 성장하고 있고, 팜류 중심의 SNG의 인기는 지속될 것이며, 이외에도 RPG 장르, 스포츠 게임 등으로 영역 확장이 나타날 것으로 기대한다.

모바일 게임 선진 시장인 미국과 유사한 trend를 보일 것

- 미국: 2009년 SNG, 2010년 캐주얼게임, 2011년 캐주얼+포커류, 2012년 장르 다변화

과거 미국 모바일 게임 시장의 trend를 보면,

2009년에는 We Rule, Farmville와 같은 팜류의 SNG 장르가,

2010년에는 앵그리버드와 Bejeweled Blitz, TETRIS, Doodle Jump와 같은 캐주얼 게임이,

2011년에는 캐주얼 게임과 Poker by Zynga, Texas Poker와 같은 포커류가 유행하였고,

2012년에는 Kingdoms of Camelot(전략+SNG), Rage of Bahamut(TCG), Clash of Clans(전략+SNG), Minecraft(아케이드)와 같은 SNG+RPG, SNG+전략시뮬레이션, TCG와 같은 Heavy하고 Hardcore한 장르로 다변화하고 있다.

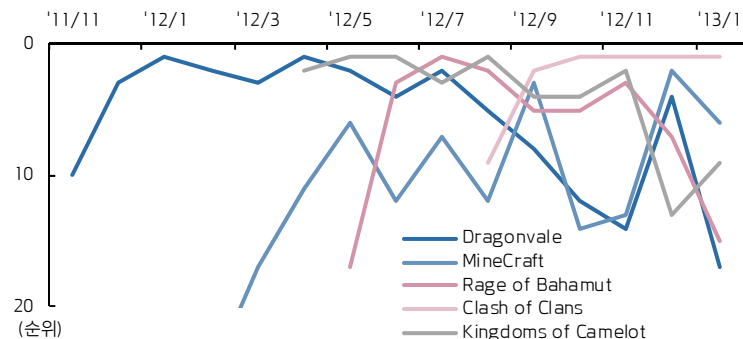
국내 모바일 게임 시장도 선진 시장인 미국과 유사한 trend를 보일 것으로 전망한다. Rule the Sky, 타이니팜을 중심으로 한 SNG 장르의 유행이 한차례 지나갔고, 현재는 애니팡, 드래곤플라이트, 모두의 게임과 같은 캐주얼 장르가 인기를 끌고 있다. 다음 단계는 장르의 다변화가 일어나면서 RPG, TCG, 전략시뮬레이션 등과 같이 Lifecycle이 길고, Heavy하고 Hardcore한 게임이 유행할 것으로 예상된다. 이는 지난 2011년 이후 모바일 게임으로 전환한 온라인 개발사들이 추구하던 기존 PC온라인 게임 IP의 모바일화와 전통적으로 게이머들이 선호하는 장르(RPG, FPS)의 유행과 무관하지 않다.

특히 이러한 장르의 다변화가 본격적으로 이루어질 경우, 소형 개발사보다는 개발력과 자금력이 풍부한 대형 개발사가 유리할 것으로 판단한다.

미국 애플 앱스토어 매출 상위권 게임

- 다양한 장르와
동시에 긴
Lifecycle의
특성 보유

미국 iOS의 대표적 인기 게임 매출 순위



자료: Appannie, 키움증권 리서치센터

미국 iOS 게임 매출 순위 (1월 29일 기준)

									
1. Clash of Clans Games Free	2. Candy Crush Saga Games Free	3. Pandora Radio Music Free	4. TurboTax SnapTax Finance Free	5. Temple Run 2 Games Free	6. Hay Day Games Free	7. What's the Word? - new... Games Free	8. Minecraft - Pocket Edition Games \$6.99	9. Big Fish Casino - Free Slots... Games Free	10. Legend of the Cryptids Games Free
									
11. Kingdoms of Camelot... Games Free	12. Slotomania - Slot Machines Games Free	13. The Hobbit: Kingdoms o... Games Free	14. Ruzzle Games Free	15. CSR Racing Games Free	16. Poker by Zynga Games Free	17. DragonVale Games Free	18. Rage of Bahamut Games Free	19. MARVEL War of Heroes Games Free	20. Bike Race Free by Top Free... Games Free
									
21. Bejeweled Blitz Games Free	22. Zoosk app for iPhone & iP... Social Netw... Free	23. Subway Surfers Games Free	24. The Simpsons™... Games Free	25. Blood Brothers... Games Free	26. Tap Paradise Cove Games Free	27. NHL GameCenter™ Sports Free	28. Campus Life™ Games Free	29. Modern War Games Free	30. Bingo Bash Games Free

자료: 애플, 키움증권 리서치센터

III. 4분기 실적 Preview

>>> 기대치에 소폭 못미치는 실적 예상

모바일 게임 시장은 크게 성장하였으나, 모바일 게임 3사의 실적은 부진

지난 7월 카카오톡의 '게임하기' 오픈 이후, 국내 모바일 게임 시장은 폭발적으로 성장하였다. 2011년 최고 매출 1위를 기록했던 Rule the Sky가 일평균 1~2억 수준이었던 것에 비해, 최근 매출 1위를 기록하는 드래곤플라이트, 애니팡, 밀리언아서 등은 기본적으로 3억에서 10억 이상의 일매출도 기록하고 있다. 그 결과 지난해 7천억원 정도였던 모바일 게임 시장이 2013년에는 1조원 이상 될 것으로 전망하고 있다. 그럼에도 불구하고, 경쟁이 치열해지고 대형 개발사의 게임의 성공 확률이 떨어지면서 당사가 커버하고 있는 모바일 게임 3사의 경우에는 그 수혜가 크지 않았고, 결국 2012년 상반기에 보여주었던 폭발적 실적 성장세가 크게 나타나지 못하고 있는 상황이다.

특히 카카오톡이 게임 플랫폼으로서 강력한 영향력을 발휘하면서 국내 모바일 게임 시장은 카카오톡 없이는 생각하기 힘들 정도의 상황이 되었고, 이는 개발사들의 수수료 인상에 따른 수익성 저하와 유통 채널로서의 역할 감소 등으로 이어졌다.

4분기를 바닥으로 실적 반등은 예상되나...

이러한 상황이 이어지면서 모바일 게임 3사의 4분기 실적은 기대치를 하회할 것으로 전망한다. 게임빌은 제노니아5와 프로야구 시리즈를 앞세운 신작 모멘텀으로 시장의 기대치와 유사한 4분기 실적을 기록할 것으로 예상하지만, 컴투스나 위메이드의 경우에는 기대치를 크게 하회할 것으로 예상된다.

게임빌은 영업이익 69억원으로 예상(vs 컨센서스 71억원)하며, 제노니아5의 양호한 성과와 몬스터워로드, 펀치히어로, 피싱마스터 등이 해외에서 꾸준히 매출이 나타나면서 3분기에 이어 성장하는 모습을 이어갈 것으로 전망한다.

컴투스는 영업이익 38억원(vs 컨센서스 53억원)으로 시장 전망치를 크게 하회할 것으로 예상되는데, 3분기 이후 신작 출시가 거의 없었고, 수수료 증가와 인센티브 등으로 인한 비용이 증가하였기 때문이다.

위메이드는 영업이익 -28억원(vs 컨센서스 11억원)으로 적자를 이어갈 것으로 예상된다. 모바일 게임 매출이 본격적으로 발생하기 시작하였지만, 아직 92억원 수준에 불과하여 전체 이익을 개선하기에는 역부족이고, 지스타 게임쇼와 관련된 비용이 25억원 정도 발생하였기 때문이다.

모바일 게임주 4분기 실적 요약 및 전망 (단위: 억원, %)

업체명	구분	2012			4Q12E		1Q13E		2011	2012E	2013E
		1Q	2Q	3Q	예상치	컨센서스	예상치	컨센서스			
게임빌	매출액	166	152	166	205	213	222	238	428	689	999
	영업이익	62	64	56	69	71	79	91	175	250	334
	영업이익률	37.2	41.9	33.8	33.6	33.4	35.6	38.4	41.0	36.3	33.4
	순이익	52	59	49	62	62	70	78	161	221	300
컴투스	매출액	112	220	224	229	231	240	253	362	786	1,068
	영업이익	5	68	51	38	53	56	69	30	162	254
	영업이익률	4.6	30.7	22.8	16.7	22.9	23.3	27.3	8.2	20.6	23.8
	순이익	39	60	75	33	53	49	66	41	207	221
위메이드	매출액	308	262	282	362	389	411	472	1,158	1,214	1,844
	영업이익	68	-17	-33	-28	11	58	88	194	-9	335
	영업이익률	22.2	-6.4	-11.6	-7.6	11.9	14.2	18.7	16.8	-0.7	18.2
	순이익	62	13	-71	-19	10	63	75	261	-15	357

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

>>> 업종 투자의견 'Overweight' 유지하나, 2013년 실적하향을 감안하여 목표주가 하향 / Top-pick: 게임빌

하반기 이후 시장 변화에 기대하며, 업종 투자의견 'Overweight'는 유지

최근 모바일게임 시장은 경쟁이 치열해지면서 당사가 커버하고 있는 대형 게임 개발사가 시장을 주도하기가 쉽지 않은 상황이 되었다. 60초 이내에 게임이 끝나는 가벼운 게임이 주류를 이루면서 1) 대형개발사와 중소 개발사의 개발력 차이가 크게 나타나지 않고 있으며, 다양한 무료게임으로 2) ARPU 상승이 제한적이고, 기존 PC온라인 개발사들도 모바일 게임 개발에 주력하면서 3) 경쟁이 상당히 과열되어 있기 때문이다. 게다가 최근 모바일 섀도우게임과 같은 4) 정부의 게임 규제 이슈까지 부각되고 있다.

이러한 우려에도 불구하고 하반기에는 장르의 다변화가 본격화 될 것으로 기대하며, 모바일 게임 업종에 대한 투자의견 'Overweight'를 유지한다.

국내 모바일게임 시장은 궁극적으로 Heavy, Hardcore, Long Lifecycle의 시장으로 변할 것으로 전망하며, 시기는 퍼즐류가 유행한지 1년이 되는 올해 하반기 이후가 될 것으로 예상한다. 최근 매출 1위를 기록하고 있는 '밀리언아서'와 같은 게임에서 나타나듯이, 장르의 다변화가 나타나면서 개발력과 자금력을 보유한 대형 개발사가 유리한 시장으로 변모할 것으로 기대한다.

현재 장르 다변화가 가장 잘 되어 있고, 해외 시장에서 매출이 안정적으로 발생하는 게임빌을 Top-pick으로 추천한다.

다만, 2013년 실적 조정을 감안하여 목표주가 하향

기대보다 부진한 4분기 실적과 경쟁 과열, 카카오톡의 의존도 증가에 따른 지급수수료율 인상 등을 반영하여 2013년 실적을 하향하며 그에 따라 목표주가도 하향 조정한다. 참고로 모바일 게임 3사의 목표주가는 2013년 P/E 25배를 적용하였다.

게임빌의 2013년 실적은 매출액 999억원(45.0% y-y), 영업이익 334억원(33.4% y-y), 당기순이익 300억원(38.6% y-y)으로 전망하며, 목표주가를 기존 155,000원에서 135,000원으로 하향한다.

컴투스의 2013년 실적은 매출액 1,068억원(35.9% y-y), 영업이익 254억원(56.4% y-y), 당기순이익 221억원(24.2% y-y)으로 전망하며, 목표주가를 기존 95,000원에서 55,000원으로 하향한다.

위메이드의 2013년 실적은 매출액 1,844억원(51.9% y-y), 영업이익 335억원(흑전 y-y), 당기순이익 357억원(흑전 y-y)으로 전망하며, 목표주가를 기존 75,000원에서 50,000원으로 하향한다.

종목별 주요 투자포인트

	투자의견 및 목표주가	P/E		영업이익 (십억원)		투자포인트
		2012E	2013E	2012E	2013E	
게임빌 (063080)	BUY TP 135,000원	25.3	17.7	250	334	- 기대치를 충족하는 4분기 실적 전망 - 제노니아5와 해외 매출 증가 - 다양한 장르로 2013년에도 안정적인 성장 전망
컴투스 (078340)	BUY TP 55,000원	23.6	17.7	162	254	- 기대에 못미치는 4분기 실적 전망 - 신작 부재와 인건비, 수수료 증가 - 신작의 성과가 필요한 상황- 2월 게임출시 기대(리틀레전드, 골프스타...)
위메이드 (112040)	BUY TP 50,000원	-	19.1	-9	335	- 부진한 4분기 실적 전망 - 인건비 증가와 지스타 게임쇼 비용 반영 - 다양한 개발 자회사들로 인해 장르 다변화에 유리

자료: 키움증권 리서치센터

Global 모바일 게임사 주가 추이

회사명	컴투스	게임빌	위메이드	GAME LOFT	ZYNGA	GLU MOBILE	DeNA	GREE	EA	Nexon	Blizzard
주가(1월 29일, \$)	36.3	86.7	32.8	7.0	2.8	2.7	31.3	15.1	15.0	10.5	11.4
시가총액(mn\$)	365.7	481.2	551.0	570.5	2,226.5	174.7	4,715.1	3,537.7	4,788.6	4,582.4	12,684.8
상대 수익률 (%)											
1 W	-2.9	-3.6	-5.1	-1.9	14.8	11.7	-11.8	-5.0	3.0	4.1	-0.6
1 M	-17.2	-4.7	-20.8	-4.7	13.9	7.2	-7.0	-4.7	1.0	2.4	0.9
3 M	-39.5	-14.2	-27.6	-11.6	15.7	-23.3	-8.9	-20.0	18.9	-22.2	-0.6
6 M	-15.6	11.8	-37.8	-1.6	-15.0	-50.2	26.7	-11.2	21.8	-54.1	-12.1
1 Y	82.6	49.1	-6.1	-13.4	-75.2	-25.2	22.4	-46.9	-27.3	-29.6	-17.7
절대 수익률 (%)											
1 W	-5.5	-9.3	-8.3	2.2	15.9	12.8	-9.0	-5.5	4.0	4.0	0.4
1 M	-17.2	-8.4	-20.7	-0.2	21.9	14.7	-0.1	2.6	8.0	8.8	8.0
3 M	-34.7	-13.0	-24.6	-2.6	22.9	-18.5	10.2	-3.0	26.3	-2.4	5.7
6 M	-7.9	17.3	-32.0	13.7	-7.9	-46.1	61.2	13.1	31.8	-42.3	-4.8
1 Y	85.5	45.6	-4.5	-1.1	-71.7	-14.8	51.1	-34.2	-17.1	-15.6	-4.8

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	20.2	-	-	9.7	21.9	27.5	13.4	11.0
'12E	17.0	23.3	96.5	24.3	94.7	-	9.0	7.6	14.8	13.0	10.2
'13E	12.7	15.6	15.7	16.9	315.6	-	8.0	7.6	12.6	10.7	11.6
PBR (배)											
'11	3.0	5.5	2.2	3.6	3.9	4.1	3.5	10.7	2.1	2.7	1.3
'12E	4.2	5.8	2.3	3.5	1.2	4.3	3.1	4.4	2.1	2.0	1.1
'13E	3.1	4.2	2.1	2.9	1.2	5.4	2.3	2.7	1.9	1.7	1.1
EV/EBITDA (배)											
'11	38.3	17.2	18.1	8.3	2.4	-	4.0	12.1	14.3	7.8	5.8
'12E	17.2	17.4	35.5	11.1	2.2	-	4.7	3.7	6.4	5.6	5.4
'13E	9.9	11.2	9.3	8.8	1.5	35.3	4.4	4.2	5.9	4.8	5.9
ROE (%)											
'11	-	-	8.8	20.2	2.6	-66.9	39.6	79.1	3.0	21.7	10.5
'12E	28.0	28.0	2.0	15.1	2.7	-15.5	40.5	43.7	8.8	17.3	11.4
'13E	28.1	30.9	12.1	19.1	3.8	-7.7	33.0	39.3	10.7	17.5	8.9
Div. Yield (%)											
'11	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0	1.6	1.9	0.0	0.0	1.3
'12E	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0	1.4	1.9	0.0	0.1	1.5
'13E	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0	1.6	2.0	0.0	0.1	1.7

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



기업분석

게임빌
(063080)

BUY(Maintain)/목표주가 135,000원
2013년에도 꾸준한 성장 전망

컴투스
(078340)

BUY(Maintain)/목표주가 55,000원
신작의 성과가 필요한 상황

위메이드
(112040)

BUY(Maintain)/목표주가 50,000원
모바일 게임 장르 다변화의 수혜

게임빌 (063080)



BUY(Maintain)

주가(1/30) 95,500원

목표주가 135,000원 (하향)

게임빌은 앱스토어 상위권에 게임이 많은 편이 아니다. 다양한 장르의 중위권 게임이 꾸준히 실적을 나타내고 있고, 국내 뿐만 아니라 해외 시장에서 성과가 지속되고 있다는 측면에서 모바일 게임주 중 가장 안정적이다. 또한, 의존도가 높았던 주력 타이틀이 지속적으로 실적을 내고 있으며, 동시에 다른 게임 매출 성장으로 의존도는 낮아지고 있어 향후 전망은 더욱 밝다. 2013년에도 안정적인 성장이 기대되는 게임빌에 대해 모바일 게임주 Top-pick을 유지한다.

Stock Data

KOSDAQ (1/30)		502.80pt	
시가총액		5,301억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		142,700원	61,500원
최고/최저가 대비 등락		-33.08%	55.28%
주가수익률		절대	상대
	1M	-5.3%	-6.5%
	6M	22.4%	13.3%
	1Y	52.6%	54.8%

Company Data

발행주식수	5,551천주
일평균 거래량(3M)	157천주
외국인 지분율	23.15%
배당수익률(12.E)	0.00%
BPS (12.E)	16,313원
주요 주주	송병준 31.0%

Price Trend



2013년에도 꾸준한 성장 전망

>>> 무난한 4분기 실적 예상

게임빌의 4분기 실적은 매출액 205억원(23.9% y-y, 23.7% q-q), 영업이익 69억원(9.4% y-y, 23.1% q-q)으로 시장 컨센서스(71억원)에 부합할 것으로 예상되며, 전 분기에 이어 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 지난 11월에 출시한 프로야구와 제노니아5와 같은 주력 시리즈 타이틀이 양호한 성과를 보였으며, 특히 제노니아5는 시리즈 최고 DAU를 경신하며 4분기 실적 성장에 상당히 큰 영향을 미칠 것으로 보인다. 뿐만 아니라, 몬스터워드, 펀치히어로, 피싱마스터와 중위권 순위의 게임들이 국내 뿐만 아니라 해외에서 꾸준히 매출이 이어지고 있어 4분기 뿐만 아니라 2013년 실적에도 긍정적이다.

>>> 다양한 장르로 2013년에도 안정적인 성장 전망

1분기 게임빌의 실적은 제노니아5의 영향이 지속되어 4분기에 비해 한 단계 더 성장하는 모습을 보일 것으로 전망한다. 또한, 2013년에도 50개 정도의 신규 라인업으로 2012년에 보여준 안정적인 성장세가 유지될 것으로 보인다. 특히 게임빌은 RPG, 스포츠 장르를 중심으로 한 자체 개발력과 다양한 투자와 퍼블리싱을 통한 게임 소싱이 적절히 조화를 이루고 있어 장르 다변화에 대응하기에 적절하다는 측면에서 긍정적으로 평가한다.

>>> 투자 의견 BUY 및 Top-pick 유지

장르 다변화에 유리하고, 해외 시장에서 매출이 안정적으로 발생하는 게임빌을 투자 의견 BUY와 업종 Top-pick으로 유지한다. 다만, 2013년 실적 하향 조정을 감안하여 목표주가를 135,000원으로 수정한다.

투자지표(IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	285	428	689	999	1,212
보고영업이익(억원)	155	175	250	334	423
핵심영업이익(억원)	155	175	244	334	423
EBITDA(억원)	163	186	244	336	425
세전이익(억원)	177	198	270	364	466
순이익(억원)	148	161	221	300	384
지배주주지분순이익(억원)	148	161	221	300	384
EPS(원)	2,675	2,909	3,986	5,403	6,911
증감율(%YoY)	13.4	8.5	37.0	35.6	27.9
PER(배)	10.2	23.4	25.3	17.7	13.8
PBR(배)	2.8	5.5	6.2	4.4	3.3
EV/EBITDA(배)	6.5	17.3	21.1	13.5	9.8
보고영업이익률(%)	54.2	40.9	36.3	33.4	34.9
핵심영업이익률(%)	54.2	40.9	35.4	33.4	34.9
ROE(%)	32.1	26.5	27.8	28.4	27.5
순부채비율(%)	-85.7	-81.5	-49.8	-63.2	-71.7

게임빌 4분기 실적 Preview (단위: 억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E				컨센서스
					현재 추정치	기존 예상치	QoQ	YoY	
매출액	166	166	152	166	205	230	23.7	23.9	213
영업이익	63	62	64	56	69	90	23.1	9.4	71
영업이익률	38.1	37.2	41.9	33.8	33.6	39.2	-	-	33.4
법인세차감전순이익	70	66	69	59	75	97	26.6	7.5	78
당기순이익	58	52	59	49	62	79	26.7	6.5	62
순이익률	34.9	31.5	38.6	29.3	30.0	34.4	-	-	29.3

자료: 게임빌, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정 (단위: 억원, %)

	2012				2013E				2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	166	152	166	205	222	240	259	279	428	689	999
국내매출	101	86	107	124	133	141	150	159	319	418	582
해외매출	65	66	59	81	89	99	109	120	108	271	417
영업이익	62	64	56	69	79	81	90	83	175	250	334
영업이익률	37.2	41.9	33.8	33.6	35.6	33.9	34.9	29.9	41.0	36.3	33.4
법인세차감전순이익	66	69	59	75	86	89	98	92	198	270	364
당기순이익	52	59	49	62	70	74	80	76	161	221	300
순이익률	31.5	38.6	29.3	30.0	31.6	30.8	31.0	27.1	37.7	32.1	30.0

자료: 게임빌, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	285	428	689	999	1,212
매출원가	46	94	202	366	431
매출총이익	239	333	487	633	782
판매비및일반관리비	84	158	243	299	358
영업이익(보고)	155	175	250	334	423
영업이익(핵심)	155	175	244	334	423
영업외손익	23	23	26	30	43
이자수익	18	22	19	25	37
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	1	0	0
이자비용	1	1	0	0	0
외환손실	0	1	2	2	2
관계기업지분법손익	5	2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	8	8
법인세차감전이익	177	198	270	364	466
법인세비용	30	37	48	64	82
유효법인세율 (%)	16.7%	18.8%	18.0%	17.7%	17.7%
당기순이익	148	161	221	300	384
지배주주지분 당기순이익	148	161	221	300	384
EBITDA	163	186	244	336	425
현금순이익(Cash Earnings)	156	172	221	301	385
수정당기순이익	147	161	216	300	384
증감율(% YoY)					
매출액	16.9	39.6	61.2	45.0	21.3
영업이익(보고)	13.6	11.9	43.2	33.4	26.7
영업이익(핵심)	13.6	12.1	39.3	37.0	26.7
EBITDA	13.5	12.7	31.5	37.4	26.7
지배주주지분 당기순이익	24.7	8.8	37.3	35.7	27.9
EPS	13.4	8.5	37.0	35.6	27.9
수정순이익	24.8	8.9	34.4	38.6	27.9

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	538	666	556	895	1,290
현금및현금성자산	15	170	93	405	783
유동금융자산	457	398	366	363	363
매출채권및유동채권	66	98	97	127	145
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	52	113	427	384	378
장기매출채권및기타비유동채권	1	0	0	0	0
투자자산	10	26	34	38	39
유형자산	32	53	241	240	240
무형자산	9	33	32	32	32
기타비유동자산	0	2	119	72	66
자산총계	591	779	983	1,278	1,668
유동부채	42	80	64	65	70
매입채무및기타유동채무	36	60	66	90	101
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	3	3	3	3	3
기타유동부채	2	17	-5	-28	-35
비유동부채	15	16	13	8	9
장기매입채무및비유동채무	0	0	7	10	11
사채및장기차입금	11	8	5	2	3
기타비유동부채	4	8	1	-5	-5
부채총계	57	96	78	73	79
자본금	28	28	28	28	28
주식발행초과금	147	147	148	148	148
이익잉여금	360	521	742	1,042	1,425
기타자본	0	-13	-12	-12	-12
지배주주지분자본총계	534	683	906	1,205	1,589
비지배지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	534	683	906	1,205	1,589
순차입금	-458	-556	-451	-762	-1,139
총차입금	15	11	8	5	6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	123	178	236	271	373
당기순이익	148	161	221	300	384
감가상각비	2	2	0	1	1
무형자산상각비	7	9	0	0	1
외환손익	0	0	1	2	2
자산처분손익	0	0	-6	0	0
지분법손익	-5	-2	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-29	2	-7	-27	-12
기타	0	6	27	-6	-3
투자활동현금흐름	-132	-13	-305	46	5
투자자산의 처분	-127	40	24	-1	-1
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-1	-22	-218	0	0
무형자산의 처분	-4	-31	0	0	0
기타	0	0	-112	47	6
재무활동현금흐름	-1	-16	-7	-5	-1
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	-7	-5	-1
현금및현금성자산의순증가	-10	149	-76	312	378
기초현금및현금성자산	26	21	170	93	405
기말현금및현금성자산	15	170	93	405	783
Gross Cash Flow	151	175	243	298	385
Op Free Cash Flow	104	102	-40	228	311

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	2,675	2,909	3,986	5,403	6,911
BPS	9,673	12,323	16,313	21,715	28,626
주당EBITDA	2,953	3,355	4,402	6,045	7,658
CFPS	2,824	3,101	3,992	5,430	6,941
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.2	23.4	25.3	17.7	13.8
PBR	2.8	5.5	6.2	4.4	3.3
EV/EBITDA	6.5	17.3	21.1	13.5	9.8
PCFR	9.7	22.0	25.3	17.6	13.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	54.2	40.9	36.3	33.4	34.9
영업이익률(핵심)	54.2	40.9	35.4	33.4	34.9
EBITDA margin	57.1	43.4	35.4	33.6	35.1
순이익률	51.7	37.7	32.1	30.0	31.6
자기자본이익률(ROE)	32.1	26.5	27.8	28.4	27.5
투자자본이익률(ROIC)	223.1	162.8	90.4	80.4	96.2
안정성(%)					
부채비율	10.6	14.1	8.6	6.1	5.0
순차입금비율	-85.7	-81.5	-49.8	-63.2	-71.7
이자보상배율(배)	232.1	344.4	637.0	882.0	1,118.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.4	5.4	7.1	8.9	8.9
재고자산회전율	-	-	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	7.9	10.6	10.9	12.8	12.7



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

컴투스 (078340)



BUY(Maintain)

주가(1/30) 38,650원

목표주가 55,000원 (하향)

컴투스의 개발 인력은 양날의 검이다. 2012년 상반기와 같이 출시된 게임의 성과가 양호할 경우에는 개발력에 대한 프리미엄이 부여받지만, 지금과 같이 성과가 나타나지 않을 경우 비용 부담으로 작용하기 때문이다. 특히 지난해 기대했던 게임들 출시가 계속 지연되고 있어 신작의 성과가 절실히 필요한 상황이라고 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (1/30)		502.80pt	
시가총액		3,899억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	73,000원	18,200원	
최고/최저가 대비 등락	-47.05%	112.36%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-20.3%	-21.3%
	6M	-8.6%	-15.4%
	1Y	86.7%	89.5%

Company Data

발행주식수	10,087천주
일평균 거래량(3M)	498천주
외국인 지분율	14.96%
배당수익률(12.E)	0.00%
BPS(12.E)	9.133원
주요 주주	이영일 12.9%

Price Trend



신작의 성과가 필요한 상황

>>> 기대에 못미치는 4분기 실적 예상

컴투스의 4분기 실적은 매출액 229억원(104.4% y-y, 2.0% q-q), 영업이익 38억원(264.1% y-y, -25.2% q-q)으로 기대에 못미치는 부진한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 3분기 이후 신작 출시가 거의 없었고, 수수료 증가와 인센티브 등으로 인한 비용이 증가하였기 때문이다.

>>> 신작의 출시가 필요한 상황

컴투스의 실적 부진은 계획했던 신작 라인업 출시가 지연됨에 따라 나타나고 있는데, 이들에 대한 성과가 필요한 상황이다. 지난해 컴투스가 계획했던 라인업 40개 중 20여개 밖에 출시가 되지 않았고, 지난 지스타 게임쇼에 출품한 게임 대다수가 출시되지 않았기 때문이다. 다만, 2월에는 리틀레전드, 히어로즈워, 골프스타 등의 출시가 예정되어 있어 이들 신규 게임이 성과가 나타날 경우 최근 실적 부진과 주가 부진을 한번에 만회할 수 있을 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 BUY는 유지하나, 목표주가 55,000원으로 하향 조정

컴투스에 대해 투자의견 BUY를 유지하지만, 2013년 실적 하향치를 감안하여 목표주가 55,000원으로 하향 조정한다. 참고로, 동사의 2013년 매출액은 1,068억원(35.9% y-y), 영업이익 254억원(56.4% y-y), 당기순이익 221억원(24.2% y-y)으로 전망한다.

투자지표(IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	280	362	786	1,068	1,217
보고영업이익(억원)	34	30	162	254	289
핵심영업이익(억원)	34	31	162	254	289
EBITDA(억원)	43	45	185	279	320
세전이익(억원)	42	45	241	257	299
순이익(억원)	40	41	207	221	256
지배주주지분순이익(억원)	40	41	207	221	256
EPS(원)	398	411	2,056	2,188	2,543
증감율(%YoY)	-31.8	0.1	400.2	6.4	16.2
PER(배)	33.4	53.5	23.6	17.7	15.2
PBR(배)	2.2	3.2	5.3	3.4	2.8
EV/EBITDA(배)	22.0	40.5	24.8	12.3	10.0
보고영업이익률(%)	12.1	8.2	20.6	23.8	23.7
핵심영업이익률(%)	12.0	8.6	20.6	23.8	23.7
ROE(%)	6.7	6.3	25.6	21.4	20.1
순부채비율(%)	-62.4	-54.9	-33.0	-42.5	-51.0

컴투스 4분기 실적 Preview (단위: 억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E				컨센서스
					현재 추정치	기존 예상치	QoQ	YoY	
매출액	112	112	220	224	229	242	2.0	104.4	231
영업이익	11	5	68	51	38	80	-25.2	264.1	53
영업이익률	9.4	4.6	30.7	22.8	16.7	32.9	-	-	22.9
법인세차감전순이익	15	45	70	88	38	81	-56.2	164.1	62
당기순이익	12	39	60	75	33	69	-56.0	167.5	53
순이익률	11.0	34.6	27.5	33.4	14.4	28.6	-	-	22.8

자료: 컴투스, FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정 (단위: 억원, %)

	2012				2013E				2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	112	220	224	229	240	258	276	294	362	786	1,068
국내매출	57	145	143	141	151	167	182	198	186	487	698
해외매출	55	75	81	87	89	91	94	96	176	299	370
영업이익	5	68	51	38	56	67	68	63	30	162	254
영업이익률	4.6	30.7	22.8	16.7	23.3	25.8	24.7	21.4	8.2	20.6	23.8
법인세차감전순이익	45	70	88	38	57	68	68	64	45	241	257
당기순이익	39	60	75	33	49	59	58	55	41	207	221
순이익률	34.6	27.5	33.4	14.4	20.4	22.7	21.1	18.7	11.4	26.4	20.7

자료: 컴투스, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	280	362	786	1,068	1,217
매출원가	115	148	218	243	278
매출총이익	166	215	568	825	940
판매비및일반관리비	132	183	406	571	651
영업이익(보고)	34	30	162	254	289
영업이익(핵심)	34	31	162	254	289
영업외손익	8	14	80	3	10
이자수익	15	15	6	16	24
배당금수익	0	0	37	0	0
외환이익	2	4	1	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	1	2	2	1	1
관계기업자본법손익	-9	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	4	1	39	0	0
기타	-4	-4	-1	-11	-12
법인세차감전이익	42	45	241	257	299
법인세비용	2	4	34	37	43
유효법인세율 (%)	4.5%	8.3%	14.1%	14.2%	14.2%
당기순이익	40	41	207	221	256
지배주주지분 당기순이익	40	41	207	221	256
EBITDA	43	45	185	279	320
현금순이익(Cash Earnings)	50	56	230	245	287
수정당기순이익	35	40	178	221	256
증감율(% YoY)					
매출액	-11.7	17.2	116.9	35.9	14.0
영업이익(보고)	-35.8	14.3	443.4	56.4	13.7
영업이익(핵심)	-36.3	34.1	417.9	56.8	13.7
EBITDA	-31.3	34.2	307.9	50.7	14.8
지배주주지분 당기순이익	-31.8	0.1	400.2	6.4	16.2
EPS	-31.8	0.1	400.2	6.4	16.2
수정순이익	-37.8	0.7	341.3	24.2	16.2

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	467	503	429	654	912
현금및현금성자산	17	33	71	266	496
유동금융자산	371	351	233	220	220
매출채권및유동채권	76	117	124	165	193
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	2	2	2	3	3
비유동자산	187	249	611	621	622
장기매출채권및기타비유동채권	13	5	70	90	95
투자자산	138	182	417	393	384
유형자산	20	25	38	38	38
무형자산	16	30	26	25	25
기타비유동자산	0	7	61	76	81
자산총계	654	753	1,041	1,275	1,534
유동부채	31	51	111	120	122
매입채무및기타유동채무	31	26	74	95	101
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	25	37	25	21
비유동부채	1	1	9	9	9
장기매입채무및비유동채무	0	0	10	13	13
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	-1	-4	-4
부채총계	32	52	120	129	131
자본금	50	50	50	50	50
주식발행초과금	264	264	268	268	268
이익잉여금	333	380	587	807	1,064
기타자본	-25	6	16	19	20
지배주주지분자본총계	622	700	921	1,145	1,403
비지배지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	622	700	921	1,145	1,403
순차입금	-388	-384	-304	-487	-715
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	26	21	239	176	225
당기순이익	40	41	207	221	256
감가상각비	5	7	15	18	23
무형자산상각비	5	7	8	6	8
외환손익	0	0	1	1	1
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	9	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-34	-26	-2	-49	-32
기타	1	-8	9	-22	-31
투자활동현금흐름	-40	-32	-199	22	5
투자자산의 처분	-34	-12	-117	37	10
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-7	-7	-28	0	0
무형자산의 처분	-7	-15	0	0	0
기타	8	2	-54	-15	-6
재무활동현금흐름	4	3	-3	-2	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	-3	-2	0
현금및현금성자산의순증가	-10	-7	37	196	230
기초현금및현금성자산	27	40	33	71	266
기말현금및현금성자산	17	33	71	266	496
Gross Cash Flow	60	47	241	225	258
Op Free Cash Flow	-7	-5	115	168	218

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	398	411	2,056	2,188	2,543
BPS	6,171	6,940	9,133	11,354	13,905
주당EBITDA	430	449	1,832	2,761	3,169
CFPS	495	550	2,284	2,433	2,850
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.4	53.5	23.6	17.7	15.2
PBR	2.2	3.2	5.3	3.4	2.8
EV/EBITDA	22.0	40.5	24.8	12.3	10.0
PCFR	26.9	40.0	21.2	15.9	13.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.1	8.2	20.6	23.8	23.7
영업이익률(핵심)	12.0	8.6	20.6	23.8	23.7
EBITDA margin	15.5	12.5	23.5	26.1	26.3
순이익률	14.3	11.4	26.4	20.7	21.1
자기자본이익률(ROE)	6.7	6.3	25.6	21.4	20.1
투자자본이익률(ROIC)	43.2	25.7	92.2	118.3	108.0
안정성(%)					
부채비율	5.1	7.5	13.0	11.3	9.3
순차입금비율	-62.4	-54.9	-33.0	-42.5	-51.0
이자보상배율(배)	-	-	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.7	3.7	6.5	7.4	6.8
재고자산회전율	-	-	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	9.8	19.3	15.7	12.6	12.4



이 페이지는 편집상 공백입니다

위메이드 (112040)



BUY(Maintain)

주가(1/31) 37,550원

목표주가 50,000원 (하향)

위메이드는 업계 최대의 모바일 게임 개발 인력을 확보하여 Heavy한 모바일 게임의 개발과 동시에 자회사 조이맥스와 링크투모로우, 피버스튜디오, 리니웍스 등을 통한 다양한 모바일 게임 개발을 주도하고 있다. 이는 당사의 예상처럼 하반기 이후, 모바일 게임 장르 다변화에 상당히 유리한 고지를 차지할 것으로 전망한다.

Stock Data

KOSPI (1/30)		502.80pt
시가총액		6,308억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	64,500원	34,350원
최고/최저가 대비 등락	-41.78%	9.32%
주가수익률	절대	상대
	1M	-18.2%
	6M	-29.8%
	1Y	0.9%
		-19.2%
		-35.0%
		2.5%

Company Data

발행주식수	16,800천주
일평균 거래량(3M)	196천주
외국인 지분율	1.52%
배당수익률(12.E)	1.35%
BPS (12.E)	16,855원
주요 주주	박관호 54.3%

Price Trend



모바일 게임 장르 다변화의 수혜

>>> 부진한 4분기 실적 예상

위메이드의 4분기 실적은 매출액 362억원(13.8% y-y, 28.1% q-q), 영업이익 -28억원(적전 y-y)으로 시장 기대치(OP 컨센서스 11억원)에 미달할 것으로 예상된다.

모바일 게임 매출이 본격적으로 발생하기 시작하였지만, 아직 92억원 수준에 불과하여 전체 이익을 개선하기에는 역부족이고, 모바일 게임 인력 충원이 지속적으로 이루어져 인건비 증가와 지스타 게임쇼와 관련된 비용이 25억원 정도 발생하였기 때문이다.

>>> 다양한 개발 자회사들로 인해 장르 다변화에 유리

위메이드도 모바일 게임 시장 장르 다변화에 유리할 것으로 예상된다. 위메이드와 위메이드크리에이티브, 4시33분을 포함하여, 조이맥스와 링크투모로우, 피버스튜디오, 리니웍스 등의 자회사들이 각기 다른 스타일의 모바일 게임 개발을 주도하고 있으며 공격적으로 개발인력을 확충한 결과로 인하여 2013년에는 성과가 조금씩 나타날 것으로 기대한다.

다만, 모바일게임 출시 지연이 제법 나타나고 있고, 인력확충에 따른 인건비 증가, 여전히 매출 비중이 큰 중국 '미르의 전설' 매출 하향세가 나타나고 있다는 점이 우려이다.

>>> 투자 의견 BUY는 유지하나, 목표주가 50,000원으로 하향 조정

위메이드에 대한 투자 의견 BUY를 유지하나, 2013년 실적 하향 조정을 감안하여 목표주가를 50,000원으로 하향한다. 참고로 동사의 2013년 실적은 매출액 1,844억원(51.9% y-y), 영업이익 335억원(흑전 y-y)을 전망한다.

투자지표(IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	876	1,158	1,214	1,844	2,207
보고영업이익(억원)	291	194	-9	335	506
핵심영업이익(억원)	291	204	-9	335	506
EBITDA(억원)	325	272	65	434	649
세전이익(억원)	268	265	3	419	607
순이익(억원)	190	261	-15	357	518
지배주주지분순이익(억원)	190	233	4	330	477
EPS(원)	1,154	1,388	26	1,962	2,837
증감율(%YoY)	-71.1	11.9	-98.2	7,592.7	44.6
PER(배)	14.8	27.1	1,800.0	19.1	13.2
PBR(배)	1.1	2.3	2.7	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	5.0	19.5	-452.3	12.0	7.1
보고영업이익률(%)	33.2	16.8	-0.7	18.2	22.9
핵심영업이익률(%)	33.2	17.6	-0.7	18.2	22.9
ROE(%)	7.4	8.0	-0.5	9.8	12.7
순부채비율(%)	-47.4	-53.4	-43.8	-42.9	-51.1

위메이드 4분기 실적 Preview (단위: 억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E				
					현재 추정치	기존 예상치	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	318	308	262	282	362	414	28.1	13.8	389
영업이익	55	68	-17	-33	-28	21	적지	적전	11
영업이익률	17.2	22.2	-6.4	-11.6	-7.6	5.0	-	-	2.9
법인세차감전순이익	67	79	-1	-58	-17	29	적지	적전	32
당기순이익	69	62	13	-71	-19	24	적지	적전	17
순이익률	21.7	20.1	5.0	-25.2	-5.4	5.8	-	-	4.4

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	282	362	411	431	474	528	1,158	1,214	1,844
위메이드	224	187	205	283	324	345	382	428	818	899	1,479
미르2	159	120	120	118	127	111	112	113	639	517	463
미르3	27	23	26	29	30	31	32	33	45	105	126
창천	10	10	9	9	10	10	11	11	64	38	41
모바일	0	0	25	92	127	162	197	232	0	117	717
기타	28	34	26	35	31	32	30	38	70	122	131
조이맥스	69	65	66	66	71	76	82	87	266	266	314
기타	15	10	11	13	16	10	11	14	74	49	51
영업이익	68	-17	-33	-28	58	72	89	115	194	-9	335
영업이익률	22.2	-6.4	-11.6	-7.6	14.2	16.7	18.8	21.9	16.8	-0.7	18.2
법인세차감전순이익	79	-1	-58	-17	74	91	110	144	265	3	419
당기순이익	62	13	-71	-19	63	77	94	122	261	-15	357
순이익률	20.1	5.0	-25.2	-5.4	15.4	18.0	19.8	23.2	22.5	-1.3	19.4

자료: 위메이드, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	876	1,158	1,214	1,844	2,207
매출원가	42	152	161	250	300
매출총이익	834	1,006	1,053	1,594	1,907
판매비및일반관리비	543	802	1,062	1,259	1,401
영업이익(보고)	291	194	-9	335	506
영업이익(핵심)	291	204	-9	335	506
영업외손익	-23	61	12	84	101
이자수익	62	67	58	67	77
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	17	29	7	0	0
이자비용	0	1	1	1	1
외환손실	24	16	24	24	24
관계기업차분법손익	-80	-9	-5	0	0
투자및기타자산처분손익	0	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	0	22	0	0
기타	0	-12	-45	42	49
법인세차감전이익	268	265	3	419	607
법인세비용	78	-39	16	62	90
유효법인세율 (%)	29.2%	-14.5%	458.7%	14.7%	14.7%
당기순이익	190	261	-15	357	518
지배주주지분 당기순이익	190	233	4	330	477
EBITDA	325	272	65	434	649
현금순이익(Cash Earnings)	224	328	58	456	660
수정당기순이익	188	258	-32	357	518
증감율(% YoY)					
매출액	-17.6	6.4	4.8	51.9	19.7
영업이익(보고)	-50.9	-30.4	N/A	N/A	51.0
영업이익(핵심)	-50.9	-26.2	N/A	N/A	51.0
EBITDA	-47.6	-17.0	-76.1	567.7	49.5
지배주주지분 당기순이익	-58.8	14.4	-98.2	7,592.7	44.6
EPS	-71.1	11.9	-98.2	7,592.7	44.6
수정순이익	-55.4	17.0	N/A	N/A	45.0

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,592	2,158	2,077	2,433	3,076
현금및현금성자산	202	448	828	1,066	1,661
유동금융자산	1,026	1,318	696	583	564
매출채권및유동채권	335	392	416	584	636
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동비금융자산	28	0	137	201	216
비유동자산	1,307	1,434	1,687	1,696	1,575
장기매출채권및기타비유동채권	73	60	85	123	133
투자자산	1,051	178	298	339	339
유형자산	103	300	237	237	237
무형자산	57	841	853	801	669
기타비유동자산	22	55	214	196	196
자산총계	2,899	3,592	3,764	4,129	4,651
유동부채	210	228	218	221	221
매입채무및기타유동채무	210	209	131	191	206
단기차입금	0	3	2	2	2
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	16	85	29	14
비유동부채	97	58	69	74	78
장기매입채무및비유동채무	2	54	12	18	19
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	95	5	57	56	59
부채총계	307	287	287	295	299
자본금	45	45	87	87	87
주식발행초과금	1,541	1,541	1,611	1,611	1,611
이익잉여금	1,015	1,162	1,089	1,419	1,895
기타자본	-9	-50	44	44	44
지배주주지분자본총계	2,592	2,698	2,832	3,161	3,638
비지배지분자본총계	0	607	645	673	714
자본총계	2,592	3,305	3,477	3,834	4,352
순차입금	-1,228	-1,764	-1,522	-1,646	-2,223
총차입금	0	3	2	2	2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	239	282	174	251	678
당기순이익	190	261	-15	357	518
감가상각비	14	32	30	30	43
무형자산상각비	20	35	44	69	100
외환손익	2	-7	17	24	24
자산처분손익	3	2	0	0	0
지분법손익	80	9	5	0	0
영업활동자산부채 증감	-148	-24	-237	-261	-75
기타	78	-25	330	33	68
투자활동현금흐름	-12	-58	287	90	18
투자자산의 처분	34	158	494	73	19
유형자산의 처분	0	6	0	0	0
무형자산의 취득	-11	-83	-50	0	0
유형자산의 처분	-22	-45	0	0	0
기타	-13	-94	-156	18	0
재무활동현금흐름	-173	-190	-82	-104	-101
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	52	-1	2
현금및현금성자산의순증가	53	35	380	238	595
기초현금및현금성자산	148	414	448	828	1,066
기말현금및현금성자산	202	448	828	1,066	1,661
Gross Cash Flow	387	307	411	513	753
Op Free Cash Flow	58	149	-220	92	451

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	1,154	1,388	26	1,962	2,837
BPS	15,428	16,059	16,855	18,818	21,655
주당EBITDA	1,976	1,616	387	2,583	3,861
CFPS	1,360	1,952	348	2,713	3,931
DPS	371	991	620	620	620
주가배수(배)					
PER	14.8	27.1	1,800.0	19.1	13.2
PBR	1.1	2.3	2.7	2.0	1.7
EV/EBITDA	5.0	19.5	-452.3	12.0	7.1
PCFR	12.5	19.3	132.1	13.8	9.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	16.8	-0.7	18.2	22.9
영업이익률(핵심)	33.2	17.6	-0.7	18.2	22.9
EBITDA margin	37.0	23.4	5.4	23.5	29.4
순이익률	21.6	22.5	-1.3	19.4	23.5
자기자본이익률(ROE)	7.4	8.0	-0.5	9.8	12.7
투자자본이익률(ROIC)	59.9	38.3	-0.8	23.4	30.4
안정성(%)					
부채비율	11.8	8.7	8.3	7.7	6.9
순차입금비율	-47.4	-53.4	-43.8	-42.9	-51.1
이자보상배율(배)	N/A	367.4	N/A	529.2	808.6
활동성(배)					
매출채권회전율	2.7	3.0	3.0	3.7	3.6
재고자산회전율	2,500.5	3,841.6	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	3.9	5.5	7.1	11.5	11.1

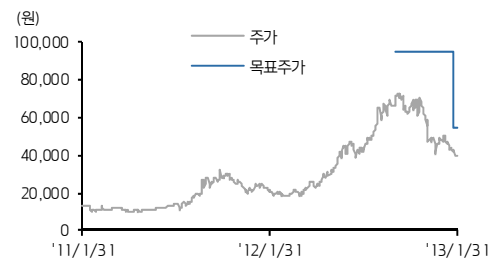
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
컴투스(078340)	2012/10/04	BUY(Initiate)	95,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	95,000원
	2012/11/07	BUY(Maintain)	95,000원
	2013/01/31	BUY(Maintain)	55,000원
위메이드(112040)	2012/10/04	BUY(Initiate)	75,000원
	2013/01/31	BUY(Maintain)	50,000원

종목명	일자	투자 의견	목표주가
게임빌(063080)	2012/10/04	BUY(Initiate)	155,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	155,000원
	2013/01/31	BUY(Maintain)	135,000원

목표주가 추이 (2개년)

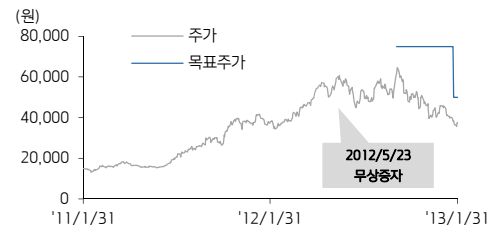
컴투스 (078340)



게임빌 (063080)



위메이드 (112040)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(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		