



영향을 받은 종목추천, 인터넷 애널리스트 이창영입니다.

(02)3770-3537

changyoung.lee@tongyang.co.kr



# 게임빌 (063080)

## 경쟁이 심해도 성장은 계속된다

투자 의견: BUY (M)  
 목표주가: 140,000원 (M)

### 인터넷

Analysts 이창영 ☎ 3770-3537  
 김슬 ☎ 3770-3496

주가	87,400원
자본금	28억원
시가총액	4,852억원
주당순자산	16,473원
부채비율	11.82%
총발행주식수	5,550,959주
60일 평균 거래대금	168억원
60일 평균 거래량	159,210주
52주 고	142,700원
52주 저	63,800원
외인지분율	24.49%
주요주주	승병준 외 5인 33.22%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(18.6)	(30.6)	31.4
상대	(1.4)	(1.1)	(4.7)
절대(달러환산)	(21.0)	(30.4)	35.7



자료: Datastream



### Why This Report

카카오톡 게임의 열풍으로 전국민이 모두 모바일 게이머가 되어가고 있지만, 동사에 대한 최근의 투자분위기는 그리 우호적이지 않은 것 같습니다. 퍼블리싱 위주의 동사의 사업전략이 카카오톡과 같은 메신저 플랫폼에 영향력을 빼앗길 것이라 우려 때문입니다. 이러한 상황에도 불구하고 동사는, 해외시장에서의 높은 성장과 우려했던 국내 게임시장에서도 고성장을 이어가며, 4분기 견조한 실적을 보여주었습니다. 현재의 모바일 게임시장 상황이, 동사에 대한 우려감을 지울 수 없는 것은 사실이지만, 결국 이번처럼 실적만이 이러한 우려감의 맞고 그름에 해답을 줄 수 있지 않을까요?

### Investment Point

#### '12년 4분기 실적 Review

▶ 매출액 219억원(YoY +32%, QoQ +32%), 영업이익 67억원(YoY +5%, QoQ +20%). 4분기 국내 매출 135억 YoY +34%, 해외매출 84억 YoY +153%. 영업이익률 감소는, 일회성 인건비 증가 및 퍼블리싱 매출 비중 증가에 따른 로열티 비용 증가에 주로 기인하였음

#### '13년 1분기 및 2013년 전망

▶ 2013년 회사 가이던스, 매출액 1,000억원(YoY +42%, 국내 매출 510억 YoY +19%, 해외매출 490억 +79%), 영업이익 305억원(YoY +26%)으로, 영업이익이 시장 컨센서스 대비 20% 하회한 보수적인 가이던스 제시. 타 업체대비 적은 인원으로, 성장하는 시장에 대응하고 있는 동사는, 향후 퍼블리싱 비중 증가에 따른 마진을 하락이 불가피할 것으로 보이지만, 이로 인해 동사는 모바일 게임 상장사중 가장 높은 1인당 매출액을 시현하고 있음. 참고로 현재주는 가이던스 기준 P/E 18.6배 수준임.

▶ 게임당 짧은 매출수명주기를 보이는 현재의 모바일 게임시장 상황에서는, 동사와 같은 낮은 고정비(인건비) 부담을 가진 회사가, 향후 시장성장-매출증가로 인한 실적개선 수혜가 상대적으로 용이할 것으로 판단됨. 또한, 매출 잠재력이 큰 해외시장에서 더 높은 유저기반(게임 다운로드 비율 68%)을 보유하고 있다는 점, 국내 모바일 게임시장 경쟁 격화에도 2013년 견조한 성장을 유지 할 수 있을 것으로 전망됨

### 투자 의견 BUY, 목표주가 140,000원 유지

- 짧은 매출수명주기를 보이는 현재의 모바일 게임시장상황에서, 고정비 부담이 가장 적은(1인당 매출액이 가장 높은) 동사의 실적 성장 가능성이 가장 높다는 판단임
- 국내 뿐만 아니라 해외시장에서의 고성장에 주목

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	306	428	702	988	1,326
매출액증가율	0.0	39.6	64.3	40.7	34.2
영업이익	156	175	241	310	415
영업이익률	51.0	40.9	34.3	31.4	31.3
지배주주귀속 순이익	148	161	225	274	363
지배주주 귀속 EPS	2,682	2,909	4,061	4,933	6,414
증가율	na	8.5	39.6	21.5	30.0
PER	11.5	15.3	21.5	17.7	13.6
PBR	3.2	3.6	5.3	4.1	3.2
EV/EBITDA	7.5	10.3	16.2	12.2	8.7
ROA	50.1	23.5	25.1	23.6	24.3
ROE	55.4	26.5	28.3	26.2	26.6

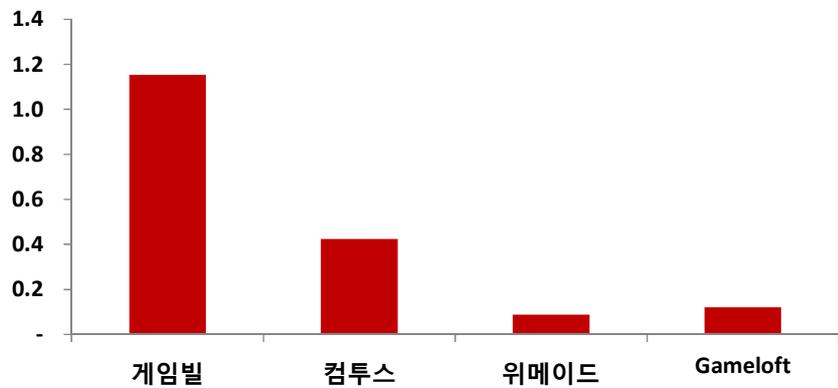
주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

게임빌 '12년 4분기 실적 및 2013년 전망 (단위: 억원)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	QoQ	YoY	2010	2011	2012	2013E	YoY
매출액	166	166	152	166	219	32%	32%	306	428	702	988	41%
국내	133	101	86	107	135	26%	2%	254	319	429	558	30%
해외	33	65	66	59	84	43%	155%	52	108	274	431	57%
비용합계	102	104	95	110	152	38%	49%	150	252	461	675	46%
인건비	24	18	19	20	26	32%	7%	49	68	82	105	28%
마케팅비	2	2	3	3	6	113%	163%	20	13	15	25	70%
지급수수료	45	48	42	47	63	34%	39%	54	107	200	323	62%
로열티	19	26	20	25	36	43%	92%	5	32	106	144	35%
기타	11	10	12	16	21	35%	84%	22	33	58	78	34%
영업이익	63	62	58	56	67	20%	5%	156	175	241	310	30%
영업이익률	38%	37%	38%	34%	30%	-3.1%	-7.7%	51%	41%	34%	31%	-2.6%
당기순이익	58	52	59	49	65	34%	12%	148	161	225	274	22%

자료: 게임빌, 동양증권 리서치센터

모바일 게임사 1인당 모바일 게임 매출액 비교 (단위: 억원)



자료: 각 사 자료, 동양증권 리서치센터. 주: Gameloft 분기 매출액은 2012년 2분기 기준

모바일 게임사 매출액, 모바일 관련 인원수 비교 (단위: 억원, 명)

	게임빌	컴투스	위메이드	Gameloft
1인당 매출액(분기)	1.2	0.4	0.1	0.1
분기 모바일게임 매출액	219	212	97	736
모바일 관련 인원수	190	500	1,100	6,095

자료: 각사 자료, 동양증권 리서치센터

## 게임빌 2012년 4분기 컨퍼런스 콜 내용 요약

### Q. 카드배틀류의 계획

A. 카드배틀류는 주요 장르로서 자리매김 중. 동사는 이미 전략 장르에서 여러종의 게임을 출시, 좋은 성과를 보임. 2013년에는 카드배틀류를 다수 준비 중이며 연내 선보일 수 있을 것. 몬스터 워로드를 출시한지 5개월 지났음에도 월매출 10억원 이상의 실적을 지속 중. 국내 시장 및 전세계 시장에서 실적이 골고루 발생 중. 전세계적으로 구글플레이에서 게임 탑 그로싱 100위 안에 꾸준히 포진 중

### Q. 가이드스에서 OPEX 세부 내역

A. 글로벌 퍼블리셔로서, 2013년에는 자체 게임 45%, 퍼블리싱 55% 가짐.

### Q. 모바일 메신저 등의 플랫폼에서의 목표 매출 비중

A. 모바일 메신저 플랫폼에 대한 회계적 매출은, gross와 net이 혼합된 형태. 메신저 탑재 게임 출시는, 단독으로 정할 수 있는 사항은 아님. 따라서 가이드스에서 차지하는 비중은 매우 낮은 상황

### Q. 중국 매출 비중

A. 2013년 매출 가이드스에서는, 글로벌 시장에서 각 플랫폼 별로 성장하는 추세를 반영한 것. 따로 중국 매출 비중을 상정하지는 않음

### Q. 스포츠 장르에서 기여한 게임

A. 스포츠 장르의 매출이 증가한 것은 야구 게임 및 낚시, 그리고 복싱 게임 등이 가세하였기 때문. 전세계 시장에서 꾸준한 성과를 내고 있음. 야구 시리즈는 출시가 지연되며 올해 반영된 부분은 상대적으로 적은 편이나, 여전히 야구가 꾸준히 실적에 기여하고 있음

### Q. 2013년도 인원 충원 계획

A. 급속하게 게임의 타이틀 수를 늘리는 계획보다는, 깊이 있는 게임을 만들기 위해 노력. 2011년에서 2012년 사이 약 20% 정도의 인원 증가가 있었음. 2013년도 까지도 유사한 수준이 유지될 것으로 전망

### Q. 게임 개발사와 모바일 메신저사이의 역할 관계. 모바일 메신저 플랫폼 회사 대비 퍼블리싱 회사로서의 경쟁 우위

A. "모바일 메신저 플랫폼을 통해서 수익을 올리는 것도 매우 중요한 시점. 하지만 이는 기존의 시장을 잠식하는 것이 아닌, 더욱 큰 시장을 창출하는 의미로 해석. 모바일 메신저 플랫폼이 창출하는 밸류는, 산업에 부의 효과보다는 정의 효과가 더욱 큰 것으로 판단. 또한 국내 시장보다는 글로벌 시장 대응이 더욱 중요. 핵심은, 구조 변화속에서, 지속 가능한 차별적 경쟁력을 쌓아가는 것이 중요. 모바일 게임의 성공을 위해서는 모바일 게임에 대한 이해도와, 글로벌 시장에서의 성공 교두보 확보도 중요. 게임빌은, 10년 이상 이와 같은 노하우를 축적. 기존 게임 유저 기반으로, 신규 게임을 성공궤도에 올리기 위해서는 매우 중요. 유저 기반의

60% 이상이 해외 기반임. 따라서 모바일 메신저의 플랫폼과 게임 퍼블리싱 회사로서의 역할은 본질적으로 다름. 단순히 채널의 역할을 하며 distribution을 극대화하는데 그치지 않고, 게임 개발에서부터 마케팅까지 지원하기에 본질적으로 다름. 이러한 이유로 국내 모바일 게임사들이 게임빌과 협력 관계 지속"

**Q. 카카오톡의 등장으로 국내 시장 규모 급성장. 국내 시장 대응 전략**

A. "국내시장에서 메신저 플랫폼과 적극적으로 협력 통해 성장하는 것이 중요. 수종의 게임들을 카카오톡 플랫폼을 통해서 출시할 수 있도록 노력 중. 큰성과를 기대할수 있는 기회가 존재하기에 적극적으로 대응하는 것이 중요. 하지만 모든 게임이 모바일 플랫폼 기반으로 출시될 수 있는 것이 아니기에, 질적으로 얼마나 잘 대응하느냐가 중요하다고 판단.

해외에서는 acquisition cost는 매우 높은 편이기에 수익성을 높이기 쉽지 않은 만큼, 국내 시장 해외시장 가리지 않고 매우 중요하게 보고있음"

**Q. 2013년도 매출 가이드스 - 지역별 break down. 일본 사업 성과**

A. 북미가 주된 비중을 유지할 것이나, 북미/아시아 태평양이 거의 대등한 수준으로, 전체 매출의 80% 수준을 차지할 것으로 전망. 일본 법인은 2011년도 연말에 설립. 그 이후, 일본 시장에 대한 깊이 있는 로컬라이제이션 추진해왔으며, 이러한 결과로, 2012년 1분기에는 해외매출 중에서 10%였으나 4분기에는 26% 수준까지 성장. 2013년에도 지속 성장 가능할 것

**Q. 1분기 실적 전망**

A. 현재 활동 유저수가 지속되는 만큼 실적은 계속 유지될 것

**Q. 일본의 라인 통해서 출시할 게임 수**

A. 이미 1종 출시. 향후 수종의 게임을 출시할 계획, 이에 근거하여 현재 협의 중

**Q. 올해 50개 정도의 게임 론칭. 이 중 자체 개발 비중**

A. 현재 내부에 약 10여개의 내부 개발팀이 운영 중. 전년과 유사한 10개 정도의 자체 게임이 개발/출시될 것

**Q. 게임별로 breakdown**

A. 피싱마스터, 펀치 히어로, 몬스터워로드 등 6종의 게임이 4분기 매출의 70% 상회하는 매출 비중. 이 6종의 게임은 각각 10~20% 수준의 매출 비중 차지. 연간으로보아도 상위 6종의 게임이 각각 10% 이상의 매출 비중을 차지

**Q. 소셜 게임등의 라이프 사이클**

A. 피싱마스터의 경우, 2012년 3월 출시 이후 현재까지 주요 대표 게임으로 유지. 패키지 때와 달리 분명 게임 수명이 늘었음

**Q. 퍼블리싱 사업 하면서 지분 투자 IP사업 투자**

A. 많은 개발사들과 long-term하고 안정적인 관계 맺기 위해 개발사 니즈에 따라 일부 지분투자 및 IP에 대한 공동 투자. 연간 100억원 정도의 예산 집행

게임빌 (063080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	306	428	702	988	1,326
매출원가	47	94	184	277	385
매출총이익	259	333	518	712	942
판매비	103	158	277	401	527
영업이익	156	175	241	310	415
EBITDA	165	186	271	343	449
영업외손익	18	23	48	41	50
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	18	22	28	34	42
관계기업관련손익	0	2	5	7	8
기타	0	0	15	0	0
법인세비용차감전순손익	174	198	289	351	465
법인세비용	26	37	64	77	102
계속사업순손익	148	161	225	274	363
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	148	161	225	274	363
지배지분순이익	148	161	225	274	363
포괄순이익	148	161	225	274	363
지배지분포괄이익	148	161	225	274	363

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	539	666	624	885	1,239
현금및현금성자산	21	170	141	279	486
매출채권 및 기타채권	61	91	133	187	250
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	52	113	392	418	443
유형자산	32	53	303	303	303
관계기업등 지분관련자산	0	19	37	56	75
기타투자자산	5	7	7	7	7
자산총계	591	779	1,016	1,304	1,682
유동부채	40	80	89	100	112
매입채무 및 기타채무	21	56	63	71	80
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	3	3	3	3	3
비유동부채	17	16	18	21	23
장기차입금	11	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
부채총계	57	96	107	121	136
지배지분	534	683	909	1,183	1,546
자본금	28	28	28	28	29
자본잉여금	147	147	147	147	147
이익잉여금	360	521	746	1,020	1,382
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	534	683	909	1,183	1,546
순차입금	-463	-556	-461	-666	-952
총차입금	15	11	11	11	11

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	124	178	210	256	336
당기순이익	148	161	225	274	363
감가상각비	2	2	20	20	20
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	-2	-5	-7	-8
자산부채의 증감	-28	2	-42	-44	-54
기타현금흐름	2	14	12	14	15
투자활동 현금흐름	-132	-13	-241	-123	-136
투자자산	-5	-19	-17	-17	-17
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-22	-270	-20	-20
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-126	28	46	-86	-100
재무활동 현금흐름	-1	-16	1	1	1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-2	-3	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-13	1	1	1
연결범위변동 등 기타	0	0	1	4	7
현금의 증감	-10	149	-29	138	207
기초 현금	30	21	170	141	279
기말 현금	21	170	141	279	486
NOPLAT	156	175	241	310	415
FCF	112	133	-94	210	284

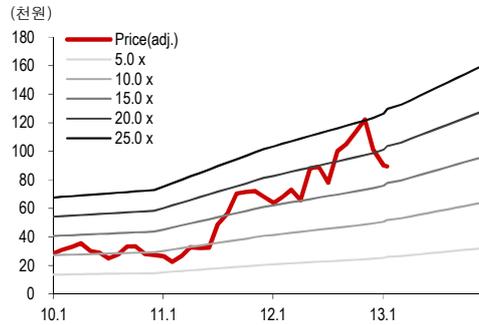
자료: 동양증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

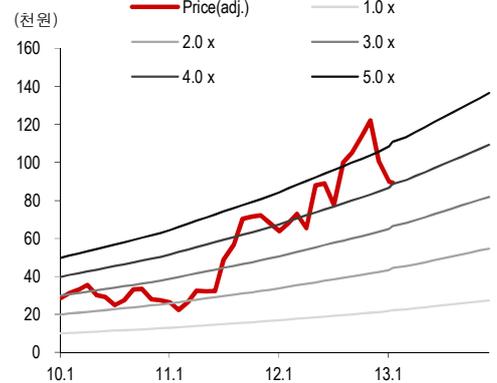
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,682	2,909	4,061	4,933	6,414
BPS	9,676	12,564	16,473	21,163	27,314
EBITDAPS	2,987	3,355	4,894	6,171	7,940
SPS	5,550	7,725	12,664	17,806	23,465
DPS	0	0	0	0	0
PER	11.5	15.3	21.5	17.7	13.6
PBR	3.2	3.6	5.3	4.1	3.2
EV/EBITDA	7.5	10.3	16.2	12.2	8.7
PSR	5.6	5.8	6.9	4.9	3.7

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	0.0	39.6	64.3	40.7	34.2
영업이익 증가율 (%)	0.0	12.1	37.7	28.7	33.8
지배순이익 증가율 (%)	0.0	8.8	39.9	21.6	32.4
매출총이익률 (%)	84.6	78.0	73.8	72.0	71.0
영업이익률 (%)	51.0	40.9	34.3	31.4	31.3
지배순이익률 (%)	48.3	37.7	32.1	27.7	27.3
EBITDA 마진 (%)	53.8	43.4	38.6	34.7	33.8
ROIC	392.4	162.8	72.5	55.2	65.4
ROA	50.1	23.5	25.1	23.6	24.3
ROE	55.4	26.5	28.3	26.2	26.6
부채비율 (%)	10.6	14.1	11.8	10.2	8.8
순차입금/자기자본 (%)	-86.8	-81.5	-50.8	-56.3	-61.6
영업이익/금융비용 (배)	234.5	344.4	474.2	610.3	816.5

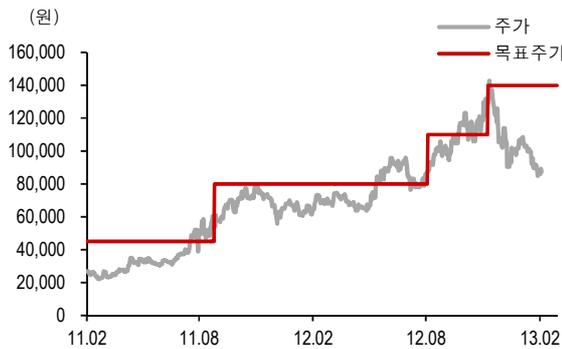
PER Band chart



PBR Band chart



게임빌 (063080) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-02-14	BUY	140,000
2013-01-30	BUY	140,000
2013-01-23	BUY	140,000
2013-01-16	BUY	140,000
2012-11-19	BUY	140,000
2012-08-14	BUY	110,000
2011-10-12	BUY	80,000
2011-10-10	BUY	80,000
2011-09-05	BUY	80,000
2011-06-30	BUY	45,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.