영혼을 담은 종목추천, 인터넷 애널리스트 이창영입니다.
(02)3770-3537 changyoung.lee@tongyang.co.kr

동양증권

게임빌 (063080)

지속가능한 경쟁력 약화는 아니다

투자의견: BUY (M)
목표주가: 54,000원 (D)

인터넷

Analysts 이창영 ☏ 3770-3537
김 솔 ☏ 3770-3496

주가	40,000원
자본금	33억원
시가총액	2,609억원
주당순자산	28,882원
부채비율	5.16%
총발행주식수	6,522,376주
60일 평균 거래대금	129억원
60일 평균 거래량	223,112주
52주 고	142,700원
52주 저	40,000원
외인지분율	17.14%
주요주주	송병준 외 5인 28.25%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(30.1)	(44.6)	(66.3)
상대	(25.9)	(38.9)	(65.2)
절대(달러환산)	(29.6)	(42.1)	(65.6)

자료: Datastream

Why This Report

기대가 크면 실망도 크다고 했던가요? 전세계 모바일 게임시장 고성장의 대표 수혜기업으로 기대를 한 몸에 받았던 동사는, 국내 모바일 게임시장에서 선두 지위를 내어주고, 시장은 무한 경쟁에 가까우리만치 경쟁이 심화되면서, 실적(영업이익)도 감소하게 되었습니다. 하지만, 시장은 여전히 성장하고 있고, 특히 글로벌 시장 차원에서는 아직 시작에 불과한 단계라는 점, 그리고 동사는 게임 개발, 퍼블리싱 능력면에서 여전히 경쟁력을 보유하고 있고, 컴투스 인수를 통해 오히려 경쟁력이 강화되고 있다는 면이 동사에 대한 기대를 저버릴 수 없는 이유입니다.

Investment Point

3분기 실적 요약 : 성장 정체, 이익률은 하락 지속

▶ 매출액 210억원 YoY +26.4%, 영업이익 19억원 YoY -65.2%, 순이익 18억원 -63.3%. 국내 모바일 게임시장 내 지배력 상실 및 경쟁심화로 국내 매출은 감소/정체 중에 있으나, 해외 매출은 4분기 연속 QoQ 증가 중에 있는 것이 긍정적임

4분기 및 향후 전망 : 시간이 조금 걸릴 듯

▶ 모바일 게임 경쟁 심화, 요구되는 퀄리티 수준 향상으로 동사의 게임 출시 일정이 조금씩 늦어지고 있음. 또한, 동사의 최근 적극적인 투자 진행에 따른 비용증가로 당분간 이익률 개선은 제한적일 것으로 판단됨

▶ 그러나, LINE, Facebook 등 글로벌 모바일 게임 플랫폼을 통한 게임 출시, 중국 등 해외시장에의 적극적인 게임 진출로, 현재 투자에 대한 미래 수익 창출 기대

모바일 게임사의 이익

▶ 동사의 13년 예상 EPS는 2,275원으로 현주가 기준 주가수익비율(PER)은 18.5배로 여전히 높은 상황. 그러나, 모바일 게임사의 이익은 게임 하나의 흥행에 따라 변화의 크기가 크고, 동사의 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 능력은 개선중인 상황이어서, 해외 시장에서의 동사의 인지도를 감안시, 14년 실적회복을 기대해 볼수 있다는 판단임

투자의견 BUY, 목표주가 54,000원 하향 조정

- **고성장중인 전세계 모바일 게임 시장에서 동사의 현재 진행중인 게임 개발력 및 퍼블리싱 능력에 대한 투자가, 수익성 개선으로 이어지기를 기대**

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	428	703	817	1,042	1,284
매출액증가율	39.6	64.3	16.3	27.6	23.2
영업이익	175	241	129	185	250
영업이익률	40.9	34.3	15.8	17.8	19.5
지배주주귀속 순이익	161	224	137	191	265
지배주주 귀속 EPS	2,909	4,041	2,275	2,923	4,028
증가율	8.5	38.9	-43.7	28.5	37.8
PER	15.3	21.8	17.6	13.7	9.9
PBR	3.6	5.3	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.3	17.1	8.1	5.1	3.1
ROA	23.5	25.3	9.3	9.2	11.5
ROE	26.5	28.2	9.9	9.7	12.1

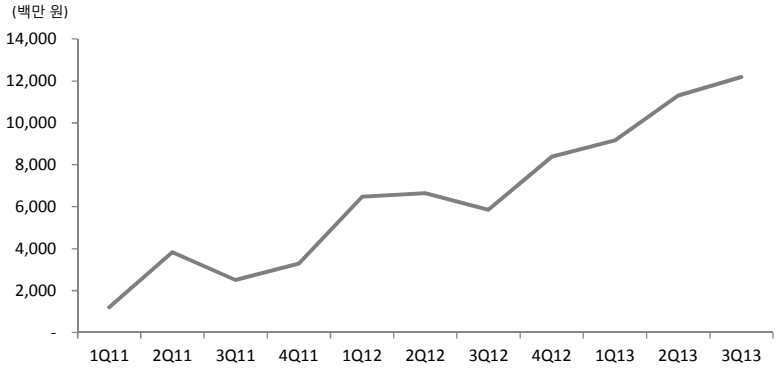
주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

게임빌 3 분기 실적 및 향후 전망 (단위: 백만원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	17,349	20,490	20,967	22,880.27	70,252	81,687	104,234	128,410
국내	8,188	9,195	8,780	9,378	42,874	35,541	42,415	48,768
해외	9,162	11,295	12,187	13,502	27,378	46,146	61,820	79,642
비용합계	12,548	16,957	19,028	20,291	46,126	68,823	85,772	103,385
인건비	2,373	2,885	3,215	3,685	8,220	12,158	16,110	19,743
마케팅비	521	1,405	1,171	1,373	1,455	4,470	5,111	6,661
지급수수료	4,899	5,639	6,274	6,868	19,980	23,680	29,336	35,088
로열티	2,726	4,915	5,727	5,869	10,643	19,237	25,774	31,129
기타	2,028	2,113	2,641	2,496	5,828	9,278	9,441	10,763
영업이익	4,801	3,533	1,939	2,589	24,124	12,862	18,463	25,025
영업이익률	28%	17%	9%	11%	34.3%	15.7%	17.7%	19.5%
당기순이익	5,409	3,974	1,784	2,582	22,413	13,749	19,134	21,110

자료: 게임빌, 동양증권 리서치센터

게임빌 분기별 해외 매출액 추이 (단위 : 백만원)



자료: 게임빌

주요국가 100 위 이내의 게임빌 게임

지역	국가	총매출	순위
아시아	한국	Perfect inning	29
		Dark Avenger	56
		Fishing Superstars	67
		퍼펙트프로야구	69
		Spirit Stones	75
		대장문	85
	싱가폴	Monster Warlord	23
		Fishing Superstars	35
		Spirit Stones	38
		Dark Avenger	59
	태국	Dark Avenger	48
		Monster Warlord	64
		Spirit Stones	67
		Fishing Superstars	79
	대만	Fishing Superstars	10
		Dark Avenger	58
	인도네시아	Monster Warlord	20
		Dark Avenger	49
		Fishing Superstars	56
		Punch Hero	62
		Spirit Stones	73
	말레이시아	Monster Warlord	24
		Dark Avenger	42
		Fishing Superstars	45
	필리핀	Dark Avenger	60
		Zenonia 5	68
		Monster Warlord	81
유럽 및 북미	미국	Monster Warlord	84
	영국	Monster Warlord	87
	스위스	Monster Warlord	68
	스페인	Monster Warlord	35
	러시아	Monster Warlord	47
		Monster Warlord	54
	네덜란드	Fishing Superstars	87
	이탈리아	Dark Avenger	93
	독일	Monster Warlord	26
	프랑스	Monster Warlord	54
		Dark Avenger	81
	캐나다	Monster Warlord	46

자료: Appannie 13.11.11 기준, 동양증권 리서치센터

게임빌 2013년 3분기 실적발표 Q&A

Q. 올해 연간 가이던스 조정 계획은? 4분기 기대치는?

A. 3분기까지 실적 기준 목표 대비 20% 정도 차이 있음. 4분기 기대치 및 전망을 구체적으로 말하기는 어려움. 제품출시나 투자 등 변수가 있기 때문

Q. 3분기 이익률 부진. 이익 회복 시기를 언제로 보나?

A. 최근 몇 분기 동안은 적극적인 투자 모드. 시장이 성장하고 있다고 확신, 적극적인 투자 때문에 단기적으로 이익 하락 추세. 하지만 투자의 효과들이 멀지 않은 미래에 나타날 것

Q. 균형있게 성장. 퍼블리싱하고 자체개발하고 어떻게 성장?

A. 자체 게임 출시가 많이 없었음. 당초계획보다 지연된 것이 사실. 전체적인 매출에 대한 목표가 미치지 못함. 올해 안에 제노니아 온라인 출시 예정. 그 외에 3d mmorpg로 내년 1분기중 출시 예정

Q. 언제 OPM이 turnaround할건지에 대한 확신있는지?

A. 현재는 상당히 많은 투자 진행 중. 큰 폭의 이익 개선 당장 기대하기는 힘들 것. 이익이 개선되는 것은 자체 게임 좋은 성과 보이는 케이스와 퍼블리싱 성공이 있을 경우가 될 것

Q. 페이스북 Train city 성과 좋지 않아 보이는데 그 이유는? 페북 플랫폼 전망

A. 페이스북이 직접 게임 사업 시작한 파일럿 프로그램. 전세계 다 들어가는 것이 아니라 일부 지역 만 출시. 별 성과 못 낸 건 사실. 페북은 향후 글로벌 타깃으로 추진하고 레버리지할 플랫폼

Q. 컴투스와의 시너지. 구체적으로 어떻게? 컴투스 인력 이탈에 대한 대응책?

A. 인수 후에 대한 후속작업 적극적으로 진행 중. 고객간 크로스 프로모션 가능. 해외 지역에서 다양한 기반. 서로 다른 지역에서 강세를 보이기에, 효과적으로 통합가능. 컴투스 인력이탈에 대한 대응은 아직 커뮤니케이션 중

Q. 자체 인력이 많이 늘었다고 하는데 현황 및 계획

A. 본사 포함해서 총 290명. 1년전에는 약 170여명. 1년사이에 100명 이상 증가. 지난 분기말 대비해서도 50여명 증가. 올해 들어서 급격한 인원 증가. 3분기말까지 인원 증가로 어느 정도 안정화된 형태. 새로운 환경변화에 따라서 인원 증가할 수 있지만 단기적으로는 인원증가세 완만

Q. 290명 규모로 작다는 생각하는지?

A. 게임빌과 컴투스 인력을 같이 본다면 적지 않은 규모. 자체 개발과 외부 퍼블리싱 균형적으로 가져가야 할 것

Q. 중국 현황. 360과 다크어벤저 성과? 위챗 등 다른 플랫폼과 제휴 여부

A. 지난 분기 말 다크어벤저 출시. 출시 이후 성과는 매우 의미 있다고 생각. 220만 이상 누적다운로드 달성. ARPU도 높음. 국산 게임 중에 가장 좋은 성과가 아닌가 생각. 기타 플랫폼과 제휴 위해 계속 노력 중

Q. 컴투스 시너지 계획. 언제쯤 정해져서 발표?

A. 대외적으로 발표할 수 있는 것 들은 연말 정도로 예상

Q. 컴투스 인수 이후 현금 규모 및 투자 계획

A. 유증 및 투자 단행 이후 현재 400억 정도의 순 현금 보유. 컴투스 투자 이후에도. 적극적인 투자 진행 계획

게임빌 (063080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**428**	**703**	**817**	**1,042**	**1,284**
매출원가	94	194	263	354	449
매출총이익	333	509	554	688	835
판관비	158	267	425	503	584
영업이익	175	241	129	185	250
EBITDA	186	256	146	205	273
영업외손익	**23**	**29**	**39**	**48**	**73**
외환관련손익	**0**	**-3**	**-2**	**-2**	**-2**
이자손익	22	18	35	43	55
관계기업관련손익	2	6	0	0	13
기타	**0**	**8**	**6**	**7**	**7**
법인세비용차감전순손익	198	270	168	233	324
법인세비용	37	46	30	42	58
계속사업순손익	161	224	137	191	265
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**161**	**224**	**137**	**191**	**265**
지배지분순이익	161	224	137	191	265
포괄순이익	161	223	136	189	264
지배지분포괄이익	161	223	136	189	264

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

재무상태표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	**666**	**654**	**1,583**	**1,743**	**1,983**
현금및현금성자산	170	122	956	993	1,086
매출채권 및 기타채권	91	92	98	125	154
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	**113**	**340**	**384**	**425**	**464**
유형자산	53	162	178	192	206
관계기업등 지분관련자산	19	40	62	83	105
기타투자자산	**7**	**25**	**25**	**25**	**25**
자산총계	779	994	1,967	2,169	2,447
유동부채	80	65	73	83	95
매입채무 및 기타채무	56	49	57	67	79
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	3	3	3	3	3
비유동부채	16	22	24	26	28
장기차입금	8	5	5	5	5
사채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	96	86	96	109	123
지배지분	**683**	**908**	**1,870**	**2,060**	**2,324**
자본금	28	28	33	33	33
자본잉여금	147	148	970	970	970
이익잉여금	521	745	882	1,073	1,338
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	683	908	1,870	2,060	2,324
순차입금	-556	-511	-1,425	-1,556	-1,765
총차입금	11	8	8	8	8

현금흐름표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**178**	**194**	**118**	**161**	**222**
당기순이익	161	224	137	191	265
감가상각비	2	3	4	5	6
외환손익	0	1	2	2	2
종속,관계기업관련손익	-2	-6	0	0	-13
자산부채의 증감	2	-28	-42	-55	-57
기타현금흐름	14	0	16	18	19
투자활동 현금흐름	**-13**	**-237**	**-145**	**-161**	**-180**
투자자산	-19	-32	-15	-15	-15
유형자산 증가 (CAPEX)	-22	-141	-20	-20	-20
유형자산 감소	0	35	0	0	0
기타현금흐름	28	-99	-110	-126	-145
재무활동 현금흐름	-16	-3	827	1	1
단기차입금	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
사채 및 장기차입금	-3	-3	0	0	0
자본	0	0	827	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-13	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	32	36	51
현금의 증감	149	-45	832	37	94
기초 현금	21	170	124	956	993
기말 현금	170	124	956	993	1,086
NOPLAT	175	241	129	185	250
FCF	133	47	61	96	151

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,909	4,041	2,275	2,923	4,028
BPS	12,564	16,591	28,882	31,472	35,131
EBITDAPS	3,355	4,619	2,418	3,139	4,139
SPS	7,725	12,666	13,532	15,982	19,494
DPS	0	0	0	0	0
PER	15.3	21.8	17.6	13.7	9.9
PBR	3.6	5.3	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.3	17.1	8.1	5.1	3.1
PSR	5.8	7.0	3.0	2.5	2.1

재무비율

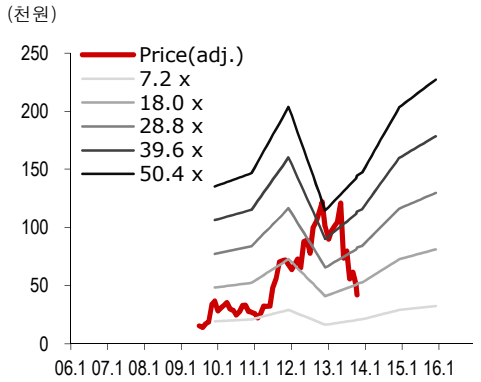
(단위: 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	39.6	64.3	16.3	27.6	23.2
영업이익 증가율 (%)	12.1	37.8	-46.7	43.5	35.5
지배순이익 증가율 (%)	8.8	39.2	-38.7	38.8	39.2
매출총이익률 (%)	78.0	72.4	67.8	66.0	65.0
영업이익률 (%)	40.9	34.3	15.7	17.7	19.5
지배순이익률 (%)	37.7	31.9	16.8	18.3	20.7
EBITDA 마진 (%)	43.4	36.5	17.9	19.6	21.2
ROIC	162.8	106.5	37.3	47.7	57.8
ROA	23.5	25.3	9.3	9.2	11.5
ROE	26.5	28.2	9.9	9.7	12.1
부채비율 (%)	14.1	9.5	5.2	5.3	5.3
순차입금/자기자본 (%)	-81.5	-56.3	-76.2	-75.6	-75.9
영업이익/금융비용 (배)	344.4	675.7	360.2	517.1	700.9

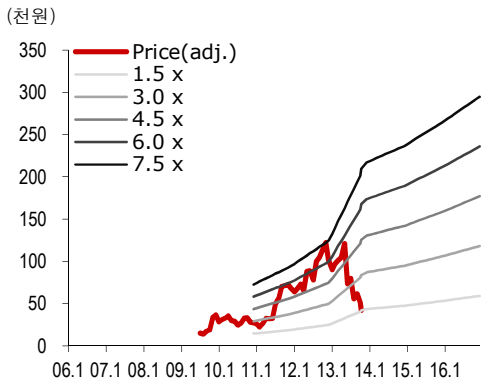
자료: 동양증권

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

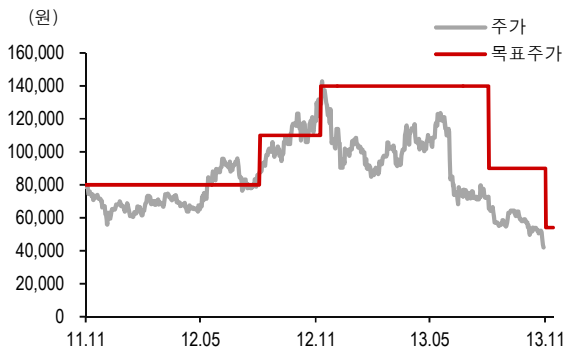
PER Band chart



PBR Band chart



게임빌 (063080) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-12	BUY	54,000
2013-08-13	BUY	90,000
2013-05-14	BUY	140,000
2013-03-04	BUY	140,000
2013-02-25	BUY	140,000
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

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: -10이상(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 투자의사결정은 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.