

게임빌 (063080)

2018. 12. 3

인터넷/게임

탈리온 글로벌 잠재력 + 18년말 - 1Q18 신작 집중

Analyst **성종화**

02. 3779-8807

jhsung@ebestsec.co.kr

10/18 론칭한 탈리온 일본시장 기여로 4Q18 실적 개선 전망

4Q18 영업실적은 10/18 론칭한 탈리온 일본시장 성과로 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 전망한다. 즉, 탈리온은 퍼블리싱게임이라 개발사(유티플러스) 로열티 지급으로 인해 4Q18 영업손익이 흑자로 전환되기는 어려우나 전분기 대비 적자규모가 대폭 감소할 것으로 예상한다.

탈리온은 10/18 일본시장 론칭 후 바로 애플 앱스토어 매출순위 12 위로 출발했으며 이후 애플 앱스토어 매출순위는 7 위까지 기록하기도 했고, 구글 플레이스토어 매출순위는 9 위까지 기록하기도 했다. 이후 11 월 중순 애플 앱스토어 30 위권, 구글 플레이스토어 40 위로 순위가 하락했으며 11 월말에는 애플 앱스토어 60 위권, 구글 플레이스토어 80 위권까지 떨어졌다. 향후에도 매출순위는 더 하락하겠으나 일본시장에서 이 정도 성과는 제법 의미 있는 수준의 중소박급 성공 정도로는 평가할 수 있다고 판단한다.

탈리온, 동남아/일본 시장 성과를 교두보로 글로벌 론칭 잠재력 보유

탈리온은 동남아, 일본시장 서비스에 그치지 않고 향후 글로벌 론칭을 계획하고 있다. 동남아, 일본시장에서 의미 있는 성공을 거둔 점을 감안하면 북미/유럽 등 핵심시장을 포함한 글로벌 시장에 대한 성공잠재력도 크다고 판단한다.

탈리온 글로벌 잠재력 주목. 18년말 - 1Q19 신작 론칭일정 집중 주목

목표주가 64,000원을 유지하고 투자 의견도 Buy를 유지한다. 동사는 컴투스 지분법이 익으로 인해 PER 측면 밸류에이션은 항상 매력적이었다. 탈리온 동남아/일본 성과로 4Q18부터는 영업이익도 크게 개선될 것으로 전망한다. 향후 탈리온 글로벌 시장 잠재력 및 18년말 - 1Q19에 론칭일정이 집중되어 있는 코스모듀얼, 엘룬, NBA NOW, 게임빌 프로야구 등 신작 잠재력 등으로 2Q19부터는 영업이익 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다.

3Q18 실적발표 이후 탈리온 일본시장 성과가 반영되며 주가가 10% 이상 상승한 상황이라 단기적으로 추가 상승여력은 제한적인 상황이라 판단한다. 엘룬, NBA NOW, 게임빌 프로야구 등 기대신작들이 1Q19 론칭일정이 집중되어 있다는 점은 긍정적인 부분이다. 중기적으로는 탈리온 글로벌 시장 잠재력도 감안해야 할 부분이다.

Buy (maintain)

목표주가 **64,000 원**

현재주가 **56,800 원**

컨센서스 대비 (19E 순이익 기준)

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSDAQ (11/29)	695.48 pt
시가총액	3,746 억원
발행주식	6,595 천주
52 주 최고가/최저가	92,500 / 42,300 원
90 일 일평균거래대금	52.27 억원
외국인 지분율	11.1%
배당익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	39,912 원
KOSPI 대비 상대익률	1개월 0.5%
	6개월 10.2%
	12개월 -25.6%
주주구성	송병준 외 4인 33.6%
	KB 자산운용 9.2%

Stock Price



Financial Data

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,615	43	363	293	4,488	46.1	85	10.9	39.7	1.4	13.1
2017	1,064	-201	65	80	1,214	-72.9	-147	76.0	N/A	2.5	3.4
2018E	1,076	-178	114	88	1,329	9.4	-112	42.8	N/A	1.4	3.5
2019E	1,609	34	442	435	6,599	396.7	107	8.6	39.1	1.2	15.2
2020E	1,859	138	641	614	9,308	41.1	216	6.1	18.7	1.0	18.1

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

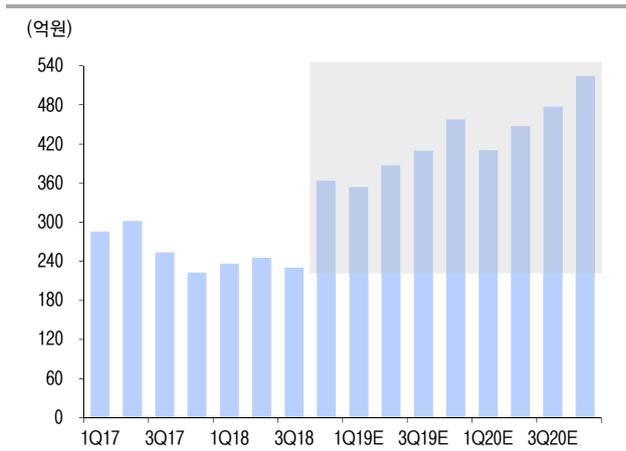
실적 전망

표69 게임빌 신작 최근 론칭 일자 및 향후 론칭 예정 일정

론칭일정	게임	장르	자체개발/ 퍼블리싱	론칭 시장
3Q18	9/16 론칭	① 탈리온	RPG (MMORPG) 퍼블리싱 (개발사 유틸플러스)	동남아 6 개국 (궁극적으로 글로벌)
4Q18	10/18 론칭	① 탈리온	RPG (MMORPG) 퍼블리싱 (개발사 유틸플러스)	일본 (궁극적으로 글로벌)
	18년 12월 론칭 예정	② 코스모듀얼	Casual (대전 퍼즐) 퍼블리싱 (개발사 콩스튜디오)	캐나다/브라질 (궁극적으로 글로벌)
1Q19	19년 01월 론칭 예정	① 엘룬	RPG (전략 RPG) 자체개발	대만/홍콩/마카오 (궁극적으로 글로벌)
	19년 01월 론칭 예정	② NBA NOW	Sports (농구) 퍼블리싱 (NBA 라이선스 보유, 개발은 외주)	호주 (궁극적으로 글로벌)
	1Q19 론칭 예정	③ 게임빌 프로야구	Sports (야구) 자체개발	글로벌

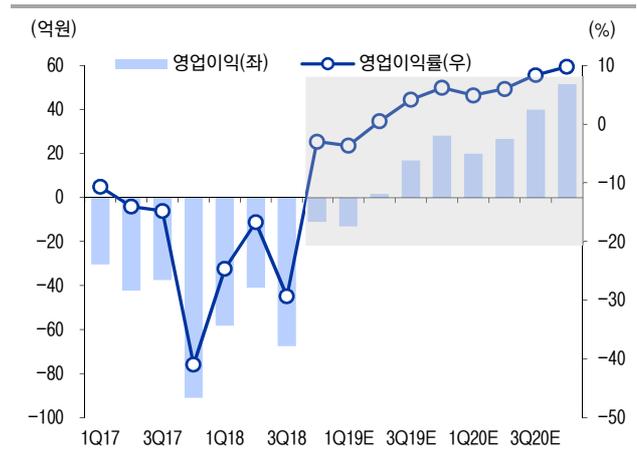
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 게임빌 분기별 매출액 추이



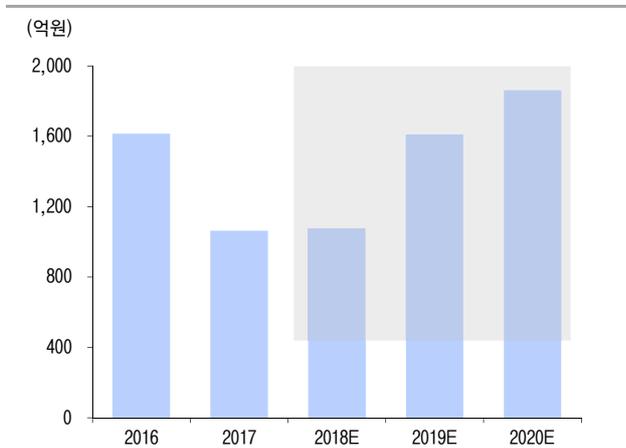
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림140 게임빌 분기별 영업이익 추이



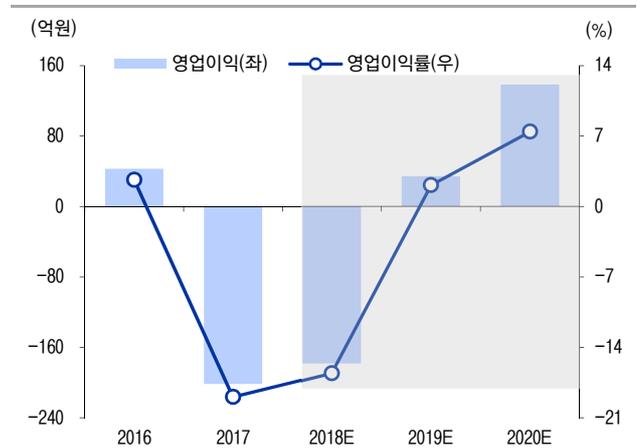
자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림141 게임빌 연도별 매출액 추이



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림142 게임빌 연도별 영업이익 추이



자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표70 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	286	302	254	222	236	245	230	364	354	387	410	457
Sports	29	43	44	36	22	31	31	28	46	57	58	53
RPG	211	212	163	142	172	175	161	294	258	277	301	351
Others	46	47	48	44	42	40	38	41	51	54	51	53
영업비용	316	344	291	313	294	286	298	375	367	385	393	429
인건비	82	83	79	88	87	102	97	101	100	107	102	106
마케팅비	19	41	12	43	46	12	30	35	42	31	31	43
지급수수료	101	98	84	73	64	61	63	106	92	101	109	121
로열티	62	69	63	58	45	49	49	75	75	78	88	96
감가상각비	7	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9
무형자산상각비	7	6	4	7	5	9	9	9	7	10	9	10
기타	38	40	41	37	37	46	42	41	41	49	45	44
영업이익	-30	-42	-38	-91	-58	-41	-68	-11	-13	2	17	28
영업이익률(%)	-10.7	-14.0	-14.8	-40.9	-24.6	-16.7	-29.3	-3.0	-3.6	0.5	4.1	6.1
순이익	32	56	25	-34	37	14	-8	45	97	89	122	128
순이익률(%)	11.4	18.6	9.9	-15.1	15.6	5.6	-3.5	12.3	27.3	23.0	29.7	27.9
순이익(지배주주)	33	56	23	-33	36	11	-8	44	94	87	120	126
순이익 대비 비중(%)	101.9	100.5	92.5	98.1	97.5	76.8	105.1	97.5	97.8	98.0	98.2	98.5
qoq(%)												
매출액	-25.7	5.6	-15.8	-12.4	6.2	4.0	-6.2	58.0	-2.7	9.4	5.9	11.5
영업이익	적지	흑전	809.4	65.2								
순이익	15.7	72.6	-55.2	적전	흑전	-62.7	적전	흑전	114.8	-7.7	36.9	4.7
순이익(지배주주)	13.8	70.3	-58.8	적전	흑전	-70.6	적전	흑전	115.5	-7.5	37.1	5.0
yoy(%)												
매출액	-30.0	-30.2	-34.9	-42.2	-17.4	-18.7	-9.3	63.7	49.9	57.8	78.1	25.7
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전
순이익	-72.1	-39.0	-55.3	적전	13.7	-75.5	적전	흑전	161.5	547.5	흑전	184.0
순이익(지배주주)	-71.6	-38.7	-59.2	적전	8.8	-81.2	적전	흑전	162.2	726.0	흑전	186.9

주: 동사는 1Q18부터 장르별 매출 Breakdown 정보 제공 안 함. 1Q18 이후 장르별 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치
 자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표71 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,615	1,064	1,076	1,609	1,859
Sports	199	152	112	213	220
RPG	1,267	728	803	1,187	1,427
Others	150	184	161	209	211
영업비용	1,572	1,265	1,253	1,575	1,721
인건비	266	332	387	416	435
마케팅비	127	114	123	148	135
지급수수료	605	356	294	423	492
로열티	381	252	217	336	390
감가상각비	22	30	34	37	40
무형자산상각비	20	24	32	36	38
기타	151	157	166	179	190
영업이익	43	-201	-178	34	138
영업이익률(%)	2.6	-18.9	-16.5	2.1	7.4
순이익	293	80	88	435	614
순이익률(%)	18.1	7.5	8.1	27.1	33.0
순이익(지배주주)	295	80	82	427	602
순이익 대비 비중(%)	100.6	99.6	93.6	98.2	98.1
EPS	4,488	1,214	1,329	6,599	9,308
EPS(지배주주)	4,516	1,209	1,243	6,477	9,135
yoy(%)					
매출액	6.0	-34.1	1.1	49.5	15.5
영업이익	32.1	적전	적지	흑전	305.6
순이익	46.1	-72.6	9.4	396.7	41.1
순이익(지배주주)	46.8	-72.9	2.8	421.0	41.0

주: 당사는 1Q18부터 장르별 매출 Breakdown 정보 제공 안 함. 1Q18 이후 장르별 매출 Breakdown은 당사 추산치 및 전망치

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

표72 Global Peer 펀드멘탈 비교

(단위: %)

업체	2019E				2020E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
EA	8.0	34.1	36.2	25.4	5.3	35.9	38.6	24.0
Nexon	8.0	41.8	44.3	15.6	4.9	42.8	44.2	13.9
Tencent	30.1	28.6	34.2	24.3	26.5	29.1	34.0	24.7
Dena	4.1	14.9	24.6	5.8	3.2	16.4	23.9	5.8
Gree	4.8	12.8	13.3	6.4	0.5	12.1	15.0	5.7
Scientific Games	3.6	16.5	39.8	-2.5	3.8	17.2	40.0	-3.5
Aristocrat	19.8	31.2	37.0	80.8	7.9	32.0	37.1	49.5
Churchill Downs	23.1	20.9	31.1	22.7	5.8	21.3	31.1	20.5
엔씨소프트	24.8	37.9	39.3	22.3	30.9	38.5	39.6	24.9
넷마블	39.1	21.4	24.2	10.5	11.9	24.2	26.9	12.1
컴투스	34.3	35.2	35.5	19.4	16.9	36.5	36.8	19.8
펄어비스	57.5	42.0	43.1	40.6	-2.2	37.7	38.9	32.6
더블유게임즈	13.5	41.2	41.6	19.5	7.8	41.3	41.6	17.1
NHN 엔터테인먼트	18.2	6.4	9.4	3.7	9.4	6.9	9.7	4.1
웹젠	3.8	28.4	31.6	14.6	15.0	32.7	35.7	16.5
Everage	19.5	27.6	32.4	20.6	9.9	28.3	32.9	17.8
게임빌	49.5	2.1	6.7	15.2	15.5	7.4	11.6	18.1

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표73 상대평가 Valuation Table

(단위: 각국통화, 배)

업체	현재가	목표가	2019E			2020E		
			지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	지배주주 EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
EA	85.90	125.23	5.19	16.5	24.1	5.76	14.9	21.8
Nexon	1,225.00	1,686.67	110.18	11.1	15.3	108.96	11.2	15.5
Tencent	314.80	385.94	9.97	31.6	38.7	12.89	24.4	30.0
Dena	2,114.00	2,324.62	106.11	19.9	21.9	114.23	18.5	20.3
Gree	475.00	636.25	31.47	15.1	20.2	29.64	16.0	21.5
Scientific Games	20.28	33.89	0.56	36.3	60.7	1.03	19.7	33.0
Aristocrat	26.11	34.16	1.40	18.7	24.5	1.55	16.8	22.0
Churchill Downs	277.22	282.00	13.24	20.9	21.3	14.35	19.3	19.7
엔씨소프트	508,000	680,000	21,144	24.0	32.2	28,816	17.6	23.6
넷마블	132,500	165,000	5,293	25.0	31.2	6,688	19.8	24.7
컴투스	139,100	185,000	14,453	9.6	12.8	17,639	7.9	10.5
펄어비스	197,000	245,000	19,009	10.4	12.9	16,659	11.8	14.7
더블유게임즈	61,700	76,000	6,112	10.1	12.4	6,367	9.7	11.9
NHN 엔터테인먼트	56,700	72,000	3,328	17.0	21.6	3,834	14.8	18.8
웹젠	18,400	23,000	1,435	12.8	16.0	1,888	9.7	12.2
Everage				18.6	24.4		15.5	20.0
게임빌	56,800	64,000	6,477	8.8	9.9	9,135	6.2	7.0

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

게임빌 (063080)

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	595	364	354	452	490
현금 및 현금성자산	315	104	112	143	153
유동금융자산	40	15	2	3	3
매출채권 및 기타채권	123	91	93	121	132
기타	116	155	146	186	202
비유동자산	2,660	2,995	3,338	3,778	4,327
유형자산	310	302	285	272	263
무형자산	89	74	195	153	125
투자자산	2,169	2,465	2,752	3,227	3,805
기타	92	154	106	126	134
자산총계	3,255	3,360	3,692	4,231	4,816
유동부채	435	564	626	601	500
단기이자지급성부채	232	373	482	385	250
기타	203	192	144	216	250
비유동부채	473	368	433	549	603
장기이자지급성부채	330	167	200	200	200
기타	143	201	233	349	403
부채총계	909	932	1,060	1,150	1,102
지배주주지분	2,339	2,415	2,552	2,987	3,601
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금 및 기타	694	690	740	740	740
이익잉여금	1,612	1,692	1,780	2,215	2,829
비지배주주지분	7	13	80	94	113
자본총계	2,347	2,428	2,632	3,081	3,714

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	40	-206	-33	189	233
영업에서 창출된 현금	79	-173	7	215	280
당기순이익	293	80	88	435	614
조정사항	-207	-235	-45	-225	-341
유무형자산상각비	42	54	66	73	78
법인세비용	70	-15	26	7	27
이자손익	9	13	18	21	26
기타	-328	-288	-155	-327	-472
자산,부채 증감	-7	-18	-36	5	7
법인세,이자,배당금 등	-39	-33	-39	-26	-47
투자활동 현금	-106	33	-103	-61	-88
유무형자산 증감	-67	-28	-202	-55	-82
유동금융자산/투자자산	-34	63	65	-6	-7
기타	-6	-2	34	0	0
재무활동 현금	-440	-21	144	-97	-135
유상증자/Stock Option	3	1	1	0	0
차입금 증감	-410	-23	143	-97	-135
기타	-33	0	0	0	0
총현금흐름	-506	-195	9	31	10
기초 현금 및 현금성자산	819	315	104	112	143
외화 현금 환율변동 효과	3	-17	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	315	104	112	143	153
기말 기타현금성자산	40	15	2	3	3
기말 총현금유동성	355	119	115	146	156

자료: 게임빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,615	1,064	1,076	1,609	1,859
스포츠	199	152	112	213	220
RPG	1,267	728	803	1,187	1,427
기타	150	184	161	209	211
영업비용	1,572	1,265	1,253	1,575	1,721
영업이익	43	-201	-178	34	138
EBITDA	85	-147	-112	107	216
영업외손익	320	267	291	408	503
금융손익	-9	-13	-18	-21	-26
관계기업투자손익	392	328	340	469	572
기타손익	-63	-48	-31	-39	-43
세전이익	363	65	114	442	641
법인세비용	70	-15	26	7	27
당기순이익	293	80	88	435	614
지배주주순이익	295	80	82	427	602
총포괄이익	241	72	79	394	556
Profitability(%)					
영업이익률	2.6	-18.9	-16.5	2.1	7.4
세전이익률	22.4	6.2	10.6	27.5	34.5
EBITDA Margin	5.3	-13.8	-10.4	6.7	11.6
당기순이익률	18.1	7.5	8.1	27.1	33.0
ROA	8.9	2.4	2.5	11.0	13.6
ROE	13.1	3.4	3.5	15.2	18.1
ROIC	2.7	-9.6	-3.1	3.9	4.7

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	10.9	76.0	42.8	8.6	6.1
P/B	1.4	2.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	39.7	N/A	N/A	39.1	18.7
P/CF	67.8	N/A	1,188.5	20.4	16.6
Per Share Data (원)					
EPS	4,488	1,214	1,329	6,599	9,308
BPS	35,977	36,808	39,912	46,718	56,319
CPS	718	-2,854	48	2,790	3,423
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	6.0	-34.1	1.1	49.5	15.5
영업이익	32.1	적전	적지	흑전	305.6
EPS	46.1	-72.9	9.4	396.7	41.1
총자산	-1.9	3.2	9.9	14.6	13.8
자기자본	10.5	3.5	8.4	17.1	20.6
Stability (% 배, 억원)					
부채비율	38.7	38.4	40.3	37.3	29.7
유동비율	136.8	64.6	56.5	75.3	98.0
자기자본비율	72.1	72.3	71.3	72.8	77.1
영업이익/금융비용(x)	3.3	-12.4	-9.1	1.4	4.7
이자보상배율(x)	28.9	5.0	6.9	19.3	23.0
총차입금	550	527	613	585	450
순차입금	195	409	499	439	294