

이 보고서는 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서

[▶ YouTube 요약 영상 보러가기](#)

넵튠(217270)

소비자서비스

요약

기업현황

시장동향

기술분석

재무분석

주요 변동사항 및 전망



작성기관

(주)NICE디앤비

작성자

이예한 연구원

- 본 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」의 일환으로 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해, 한국거래소와 한국예탁결제원의 후원을 받아 한국IR협의회가 기술신용 평가기관에 발주하여 작성한 것입니다.
- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미게재 상태일 수 있습니다.
- 카카오톡에서 “한국IR협의회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.



한국IR협회

넵툰(217270)

다양한 게임 라인업을 보유한 모바일 게임사, e스포츠 등으로의 신규 사업 확장 진행 중

기업정보(2020/12/21 기준)

대표자	정욱, 유태웅
설립일자	2012년 01월 31일
상장일자	2016년 12월 14일
기업규모	중소기업
업종분류	온라인·모바일 게임 소프트웨어 개발 및 공급업
주요제품	캐주얼 퍼즐 게임, 소셜카지노 게임 등

시세정보(2020/12/22 기준)

현재가	25,650원
액면가	500원
시가총액	6,070억원
발행주식수	23,665,986주
52주 최고가	43,200원
52주 최저가	3,225원
외국인지분율	0.26%
주요주주	
정욱 외 7인	39.6%
카카오게임즈	10.0%
크래프톤 외 1인	6.4%
자사주	0.3%

■ 자체 역량 및 M&A를 통한 다양한 장르의 게임 라인업 확보

(주)넵툰(이하 동사)은 카카오프렌즈 등 캐릭터 IP 기반의 모바일 캐주얼 퍼즐 게임 개발사로 ‘LINE 퍼즐탄탄’, ‘프렌즈사천성’, ‘탄탄사천성’ 등의 타이틀을 보유하고 있다. 그 밖에도 동사는 중소 게임 개발사에 대한 인수합병을 진행하여 다양한 장르의 게임 라인업을 확보하고 있다. 동사는 자회사 (주)에이치엔씨게임즈를 통해 소셜카지노 게임 장르에 진출하였으며, 자회사 (주)넵블뉴런을 통해 ‘miniMAX’, ‘블랙서바이벌’을 서비스하는 등 다양한 장르의 게임 포트폴리오를 보유하고 있다.

■ 저평가된 게임사와 e스포츠 등 게임 관련 사업에 대한 지분투자 진행

최근 게임산업 내에서는 활발한 상장 및 투자와 신사업 융합 등이 진행되고 있다. 동사 또한 게임 사업 경험을 바탕으로, 저평가된 게임사의 개발 실적을 파악하고 전문 개발인력을 보유한 게임 개발사와 블록체인 기술 기반의 게임 기업에 대해 지분투자를 단행하여 투자이익을 실현하고 있다. 또한, 최근 게임산업의 신규 트렌드로 부상하고 있는 e스포츠와 Multi Channel Network(이하, MCN) 사업을 영위하고 있는 업체인 (주)스틸에잇 및 (주)샌드박스네트워크에 지분을 투자하고, 현물출자를 통해 (주)넥스포즈를 설립하는 등 게임 사업과 인접한 새로운 사업영역에 진출하고 있다.

■ PC 플랫폼 등으로의 신규 게임 개발 및 출시 예정

동사는 자회사인 (주)넵블뉴런을 통해 ‘블랙서바이벌’의 IP를 활용한 PC 게임 ‘영원회귀:블랙서바이벌’을 개발하여 베타, 알파 테스트를 마치고 현재 정식 서비스를 앞두고 있다. 해당 게임은 동시 접속자 수 1.9만 명을 달성하고 스트리머 주관의 아마추어 대회가 개최되는 등 호응을 얻고 있다. 이외에도 (주)나부스튜디오와 개발하고 있는 스포츠 승부 예측 게임, LINE 플랫폼을 통해 일본 시장에 서비스할 웹보드 게임 ‘대부호’ 등 다양한 신작을 개발하고 있다.

요약 투자지표 (K-IFRS 연결 기준)

구분 년	매출액 (억 원)	증감 (%)	영업이익 (억 원)	이익률 (%)	순이익 (억 원)	이익률 (%)	ROE (%)	ROA (%)	부채비율 (%)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)
2017	205.3	12.0	-86.2	-42.0	320.9	156.3	54.2	40.6	33.8	1,801	4,480	8.2	3.3
2018	181.7	-11.5	-183.7	-101.1	-369.2	-203.2	-42.7	-30.8	88.4	-1,677	3,401	-	3.0
2019	180.4	-0.8	-101.2	-56.1	-207.9	-115.3	-25.1	-17.0	86.5	-796	2,953	-	2.3

기업경쟁력

인수합병을 통한 게임 라인업 확장

- 자체 개발 역량을 기반으로 모바일 캐주얼 퍼즐 게임 개발 및 서비스 진행 중
- 중소 게임사 인수합병을 통해 다양한 장르의 게임 라인업을 확보하고 신작 게임 개발 및 출시

지분투자를 통한 신규 사업 확장

- 개발 역량에 비해 저평가된 게임사 및 블록체인 기술 기반의 게임사 등에 대한 지분투자로 투자이익 실현
- 최근 게임산업의 주요 트렌드로 부상하고 있는 e스포츠 및 MCN 사업으로 지분투자를 통한 사업 확장

핵심기술 및 적용제품

자체 개발한 게임 서버 및 클라이언트 관련 기술

- 모바일 환경에 최적화된 네트워크 접속 모듈 개발
- 클라이언트 UI의 프레임워크 개발
- 실시간 게임 로그 분석 시스템 개발
- 대용량 데이터 처리 시스템 개발

연구개발 실적 및 지표

- 개발 인력에 대한 인건비에 해당하는 연구개발 투자비율 2017년 64.91%, 2018년 100.75%, 2019년 73.69%로 지속적인 비용구조 개선 추진
- 국내 특허권 2권, 상표권 20건 보유

적용제품

주요 제품군

LINE 퍼즐탄탄



프렌즈사천성



리얼카지노



블랙서바이벌



매출실적

- 2019년 매출유형별 비중 (단위: 억 원, %)

유형	품목	매출액	비중
장르 구분	캐주얼 퍼즐 게임	65.5	36.3
	소셜카지노 게임	74.1	41.1
	기타	40.8	22.6
총 합계		180.4	100.0

시장경쟁력

국내외 모바일 게임 시장 현황

- 게임 플랫폼 중 가장 큰 규모를 차지하고 있는 모바일 게임 시장, 안정적인 성장률로 게임 시장 견인 중

(단위: 억 원)

	2017	2018	2019	2020	2021
국내 모바일 게임 시장규모	62,102	66,558	70,824	72,579	76,757

(단위: 백만 달러)

	2017	2018	2019	2020	2021
세계 모바일 게임 시장규모	58,098	63,884	70,574	76,095	81,204

- 스마트폰 기술 발전 및 COVID-19 등으로 모바일 게임 시장 지속적 성장 전망

최근 게임산업 트렌드 키워드

- 게임 IP의 신규시장 창출, 게임 국제질병분류, 노동조건 변화, MOBA/배틀로얄 장르의 성공, e스포츠, VR/AR, 게임 1인 스트리밍 콘텐츠(MCN)
- 하는 게임에서 보는 게임으로 비즈니스 영역 다양화

최근 변동사항

유태웅 대표이사 신규 선임, 2인 각자대표 체제 구축

- 동사 최고운영책임자였던 유태웅 이사의 대표이사 취임, 정욱 대표이사와 각자대표 체제로 운영

(주)온마인드 인수로 자회사 편입

- 디지털 휴먼 제작사 (주)온마인드를 인수하여 캐릭터 IP, 인공지능 모델, 버추얼 인플루언서 관련 사업 확장

‘영원회귀:블랙서바이벌’ 등 신작 개발

- PC 게임 ‘영원회귀:블랙서바이벌’ 스팀 얼리 액세스 출시, 스포츠 승부 예측 게임, 웹보드 게임 개발 중

I. 기업현황

IP 기반의 캐주얼 퍼즐 게임과 소셜카지노 게임 중심의 모바일 게임사

모바일 게임 개발 및 서비스를 목적으로 설립된 동사는 인수합병을 통한 자회사 편입으로 다양한 게임 라인업을 구축해 나가고 있으며, 지분투자를 통해 최근 게임산업 트렌드인 e스포츠 및 MCN 사업 등으로 사업 분야를 확장하고 있다.

■ 기업 개요

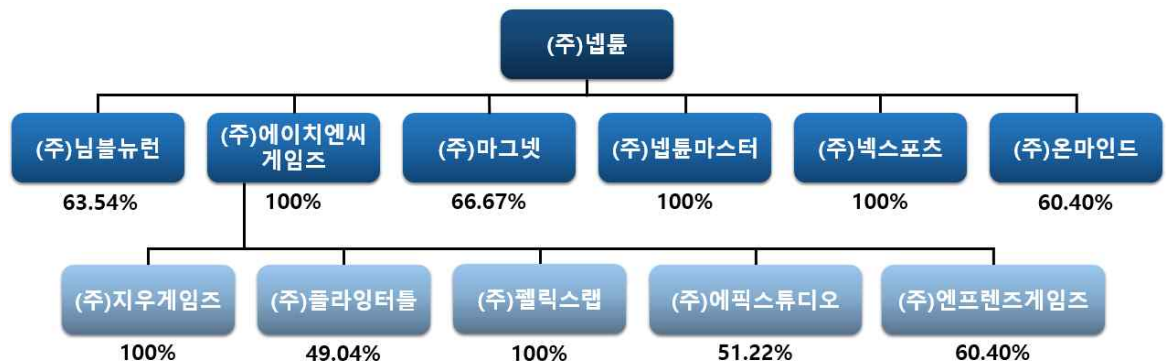
동사는 모바일 게임 전문업체로, 게임 개발 및 서비스를 목적으로 2012년 1월 31일 설립되었으며, 이후 2016년 11월 30일 합병 전의 (주)넵툰이 소멸하고 대신밸런스제1호 기업인수목적(주)가 존속하는 역합병 형태로 대신밸런스제1호기업인수목적(주)와 합병하였다. 합병 후 존속회사는 (주)넵툰으로 사명을 변경하였으며 2016년 12월 14일 동사의 발행 주식이 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 카카오프렌즈 등 캐릭터 IP를 사용, 자체 개발한 캐주얼 퍼즐 게임¹⁾을 서비스하고 있으며, 이외에도 자회사를 통해 소셜카지노 게임, MOBA, 디펜스 등의 다양한 장르의 게임을 개발 및 서비스하고 있다. 또한, 게임 산업의 새로운 트렌드로 자리 잡고있는 e스포츠와 MCN 분야에 투자하면서 연관 사업으로 사업 분야를 확장하고 있다.

■ 주요 주주 및 관계회사

동사의 2020년 분기보고서(2020.09)에 따르면, 동사의 최대주주는 정욱 대표이사로 동사의 지분 10.57%를 보유하고 있다. 최근 코스닥 상장된 (주)카카오게임즈가 지분투자를 통해 동사의 주식을 10.08% 보유하고 있으며, 인기작 ‘플레이어언노운스 배틀그라운드’를 보유하고 있고 최근 IPO를 준비 중인 (주)크래프톤이 동사의 지분을 6.31% 보유하고 있다.

동사는 2020년 9월 폐업한 (주)넵툰레전드를 제외하고 (주)넵블뉴런, (주)에이치엔씨게임즈 등 11개의 연결대상 종속회사를 보유하고 있으며, 최근 종속회사로 편입된 (주)온마인드를 제외한 나머지는 동사와 마찬가지로 게임 소프트웨어 개발 및 공급업을 영위하고 있다.

[그림 1] 동사의 연결대상 종속회사



*출처: 동사 2020년 3분기 IR자료(2020.11), NICE디앤비 재구성

■ 조직 현황 및 대표이사 정보

동사의 분기보고서(2020.09)에 따르면, 동사는 임원 9명, 직원 58명으로 67명의 임직원이 근무하고 있다. 또한, 동사의 조직 구성은 대표이사 산하 경영지원부서, 디자인지원부서, 기술지원부서과 연구개발 조직인 Powerhouse Labs로 구성되어 있다. Powerhouse Labs에는 캐주얼 게임 개발 및 서비스 담당인 캐주얼스튜디오를 포함한 사업개발팀, 사업전략팀 등의 TF(Task Force) 단위로 조직되어 게임 개발 및 서비스를 수행하고 있다.

동사의 창업자인 정욱 대표이사는 서울대학교 졸업 후 프리셀, NHN(주) 한게임을 거쳐, 현재 (주)카카오벤처스 밸류업 파트너, (주)카카오게임즈 고문 활동과 함께 동사의 경영을 총괄하고 있다. 2020년 3월에는 최고운영책임자였던 유태웅 이사가 동사의 대표이사로 신규 선임되었고, 현재 동사는 2인 각자 대표이사 체제로 운영되고 있다. 또한, 창업자이자 기술책임자인 권상훈 이사 역시 동사의 지분을 보유한 주주로서 서울대학교 계산통계학과를 졸업 후 프리셀, NHN(주)을 거쳐 현재까지 동사에서 게임 개발을 총괄하고 있다.

■ 주 사업영역 관련 핵심기술 및 주요 서비스 게임

동사는 설립 이후 모바일 프로야구 시뮬레이션 게임, 모바일 캐주얼 퍼즐 게임을 개발 및 서비스하는 등 모바일 게임 분야에 주력해 왔다. 특히, 모바일 프로야구 시뮬레이션 게임 관련하여 선수 능력치 데이터에 기반한 시뮬레이션 엔진, 게임 클라이언트와 관련하여 모바일 게임 환경에 최적화된 네트워크 접속 모듈을 자체적으로 개발한 이력을 보유하고 있다. 이외에도 동사는 분산 서버 및 대용량 유저 통합 기술, 실시간 게임 로그 분석 기술 등을 적용한 게임을 개발 및 서비스하고 있다.

2019년 연결재무제표 기준 동사의 매출 비중은 캐주얼 퍼즐 게임이 36.3%, 소셜카지노 게임이 41.1%를 차지하고 있으며, 그 외 22.6%는 자회사에서 개발한 전략 PvP²⁾, MOBA³⁾ 등 다양한 장르의 게임이 차지하고 있다. 캐주얼 퍼즐 게임에는 ‘LINE 퍼즐탄탄’, ‘탄탄사천성’, ‘프렌즈사천성’, ‘프렌즈타워’가 서비스되고 있으며, 소셜카지노 게임에는 ‘Real Casino Free Slots & Poker’, ‘Vegas Tower’, ‘Casino Frenzy’가 서비스되고 있다.

[그림 2] 동사의 주요 모바일 게임

캐주얼 퍼즐 게임 ‘LINE 퍼즐탄탄’	캐주얼 퍼즐 게임 ‘프렌즈사천성’	소셜카지노 게임 ‘리얼카지노’	모바일 MOBA 게임 ‘블랙서바이벌’
			

*출처: 동사 홈페이지

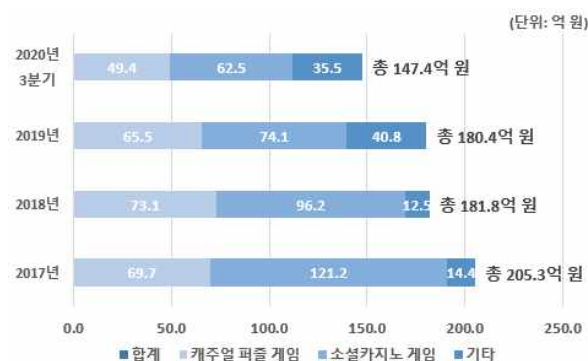
■ 매출실적 현황

동사는 게임 서비스를 위한 플랫폼으로 라인, 카카오, 구글플레이, 애플 앱스토어, 페이스북 등을 주로 이용하고 있다. 또한, 패키지 형식으로 구성된 유료 애플리케이션을 판매하는 것보다는 게임 이용자가 해당 플랫폼을 통해 게임을 무료로 설치한 뒤, 게임 내에서 아이템을 구매하는 방식(인앱결제)으로 주요 매출을 발생시키고 있다.

동사의 사업보고서(2019.12)에 따르면, 동사는 국내 시장에서 15.2%(27.5억 원), 해외 시장에서 84.8%(152.9억 원)로 2019년 연결재무제표 기준 총 180.4억 원의 매출을 시현하였다. 2018년 매출액은 181.7억 원으로, 2018년 대비 주력사업인 캐주얼 퍼즐 게임과 소셜카지노 게임의 매출은 다소 감소하였으나, 자회사를 통한 전략 PvP 게임, MOBA 게임 등의 매출이 28.4억 원 정도 증가하여 비슷한 규모의 매출 실적을 유지하고 있다.

동사는 자체 개발 및 서비스 중인 게임과 자회사를 통해 개발 및 서비스 중인 게임이 주요 수익원이나, 그 외에도 우수한 게임 개발력 대비 저평가된 게임사에 대한 재무적 투자를 통해 영업활동 외 투자이익을 시현하고 있다.

[그림 3] 2017년-2019년 장르별 매출액 추이



*출처: 동사 사업보고서(2019.12), NICE디앤비 재구성

[표 1] 2019년 동사 장르별 매출액 및 비중

유형	품목	매출액 (억 원)	비중 (%)
장르 구분	캐주얼 퍼즐 게임	65.5	36.3
	소셜카지노 게임	74.1	41.1
	기타 ⁴⁾	40.8	22.6
합계		180.4	100.00

*출처: 동사 사업보고서(2019.12), NICE디앤비 재구성

- 1) 캐주얼 게임은 유저가 자투리 시간을 이용해 간편하게 즐길 수 있는 게임으로, 타 장르 게임 대비 시간이나 편의성, 비용 측면에서 부담 없이 즐길 수 있는 특징이 있음. 퍼즐 게임은 주어진 규칙에 맞춰 문제를 풀거나 해결책을 찾아내는 방식의 게임으로, 게임 입문자가 처음 경험하는 대표적 장르에 속함.
- 2) PvP는 'Player versus Player'의 약자로, 플레이어가 조작하는 캐릭터가 다른 플레이어가 조작하는 캐릭터와 대적하는 행동을 담은 콘텐츠를 의미하며, 양쪽의 플레이어가 사전에 합의된 게임 규칙 속에서 싸운다는 특징이 있음.
- 3) MOBA는 'Multiplayer Online Battle Arena'의 약자로, 대중적으로는 AOS(Aeon of Strife) 장르라고도 불리며, 대전 액션과 공성전이 결합된 실시간 전략 게임의 부속 장르임, 적의 본진을 점령하는 것을 목표로 상대편 플레이어와 전투를 벌이는 게임유형임.
- 4) 전략 PvP, MOBA 게임 등

II. 시장동향

모바일 게임 시장과 e스포츠 등 중계, 스트리밍 콘텐츠 산업 성장 전망

스마트폰 기술의 발전과 COVID-19 등 환경적 요인으로 모바일 게임 시장의 성장이 게임 시장을 견인하고 있으며, e스포츠 및 스트리밍 콘텐츠 등의 ‘보는 게임’이 각광받으면서 시장 트렌드가 다변화되고 있다.

■ 고위험-고수익의 특성을 가지며 인적자원 의존도가 높은 게임산업

동사가 속한 게임산업은 게임물 또는 게임 상품의 기획 및 제작, 유통과 이에 관한 서비스와 관련된 산업으로 정의되며, 업종으로 분류할 경우 ‘게임 기획 및 제작, 배급업’과 ‘게임 유통업’으로 크게 나뉜다. 적용 플랫폼은 크게 ‘PC’, ‘모바일’, ‘콘솔’, ‘아케이드’의 4가지로 구분할 수 있고, 게임의 장르에 따라 액션 게임, 어드벤처 게임, RPG(Role Playing Game), 슈팅 게임, 시뮬레이션 게임, 퍼즐 게임 등으로 구분된다.

게임산업은 캐릭터, 세계관 등의 구성을 포함해 디자인, 오락성 등이 가치를 결정하는 무형자산 기반의 종합예술산업이며, 타 산업과의 연계성이 높은 콘텐츠 산업의 특성이 있다. 또한, 지식집약적인 산업으로 전문 개발 인력에 대한 의존도가 높은 특성이 있다. 게임산업의 유통구조는 일반적으로 기획 및 개발, 배급, 유통 서비스, 소비 단계로 구분된다. 최근에는 운영 효율성의 제고를 위해 퍼블리셔(배급사)가 게임의 개발 및 플랫폼 사업자의 역할까지 직접 담당하거나, 개발사가 퍼블리싱까지 직접 수행하는 형태로 발전하고 있다.

[그림 4] 게임산업의 Value Chain



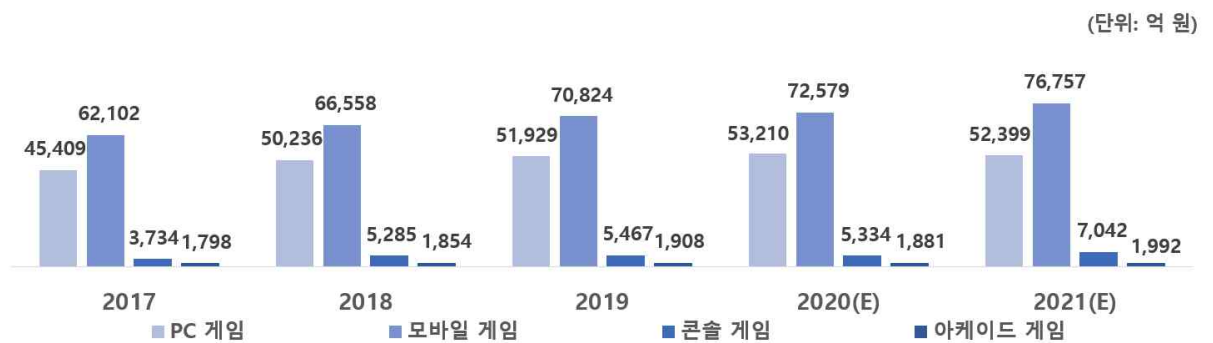
*출처: KOSME 산업분석Report ‘콘텐츠:게임’, 중소벤처기업진흥공단(KOSME) 기업심사센터(2019.09)

한편, 게임 산업은 고위험-고수익 산업으로 투자여력이 있고 시장의 불확실성을 감수할 수 있는 대형 게임사를 중심으로 시장이 재편되고 있으며, 대형 게임사와 중소형 게임사 간의 양극화가 심화되고 있다. 또한, 게임 산업은 대표적인 규제 산업으로 규제 당국의 법·제도에 따라 직접적인 영향을 받고 있다. 하지만 게임 산업은 대표적인 수출 주도형 산업으로 전통적인 제조업과 달리 경기변동에 민감하지 않으며, 음악, 영화, 방송 등 타 문화산업 대비 언어나 문화적 장벽이 낮아 해외 시장에서 쉽게 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 여겨진다.

■ 모바일 플랫폼이 게임 시장 견인, e스포츠 등으로 확장되는 게임산업 트렌드

한국콘텐츠진흥원에서 발간한 ‘2019 대한민국 게임백서’에 따르면, 국내 게임산업 시장은 2018년 총 14조 2,902억 원으로 집계되었다. 이중 게임 유통업에 해당하는 컴퓨터 게임방 운영업(PC방)과 전자 게임장 운영업(아케이드 게임장)을 제외한 게임 개발 및 배급업의 시장규모는 12조 3,933억 원으로, 전체의 86.7%를 차지한다.

[그림 5] 국내 연도별, 플랫폼별 게임 시장규모



*출처: 2019 대한민국 게임백서, 한국콘텐츠진흥원(2019.12), NICE디앤비 재구성

게임 개발 및 배급업 시장은 플랫폼별로 크게 4개 시장으로 구분되며, 국내의 경우 PC 플랫폼이 가장 큰 시장규모를 차지하고 있었으나 2010년 스마트폰의 본격적인 보급 이후 모바일 게임의 발전으로 현재 가장 큰 시장을 차지하게 되었다. 동사가 주력으로 참여하고 있는 모바일 게임 시장을 살펴보면, 2018년에는 전년대비 7.2% 성장한 6조 6,558억 원 규모로 집계되었으며, 이후 약 5% 정도로 성장하여 2021년에는 7조 6,757억 원의 시장규모를 형성할 것으로 전망된다.

2018년 세계 게임산업 시장은 전년 대비 7.1% 증가한 1,783억 6,800만 달러 규모로 집계되었으며, 이후 5%대의 성장률을 유지하며 2020년 2,084억 6,400만 달러의 시장규모를 형성할 것으로 전망된다. 세계 게임산업 시장은 국내 대비 콘솔 및 아케이드 게임이 매우 큰 비중을 차지하는 것이 특징이며, PC 게임의 경우 규모가 가장 큰 아시아의 PC 게임 시장 안정화에 따라 증가세는 점차 하락하나 e스포츠를 통해 성장세는 유지될 전망이다. 동사가 주로 참여하는 세계 모바일 게임 시장은 연평균 성장률 8.3%로 지속적인 성장이 전망된다.

[그림 6] 세계 연도별, 플랫폼별 게임 시장규모



*출처: 2019 대한민국 게임백서, 한국콘텐츠진흥원(2019.12), NICE디앤비 재구성

국내외 게임 시장의 흐름은 모바일 게임 시장으로 점차 이동하고 있다. ‘2019 대한민국 게임백서’의 최근 7년간 국내 게임 시장의 플랫폼별 비중 추이에 따르면, 2012년 10.1%에 불과했던 모바일 게임이 2018년 53.7%를 차지하며 가장 많은 시장규모를 차지하게 되었다. 이는 2010년 이후 출시된 스마트폰의 고성능화로 인해 고성능 게임 개발이 가능해지고, 게임 이용자도 별도의 게임기를 구비하지 않고도 상시 휴대하며 플레이하기 용이한 플랫폼을 선호하고 있으며, 다양한 게임들을 애플리케이션 다운로드만으로 쉽게 접할 수 있는 점이 주요 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

최근 게임산업의 트렌드 키워드는 게임 IP의 신규 시장 창출, 세계보건기구의 국제질병분류, 주 52시간 노동 적용 이후 강도 높은 게임업체의 노동조건 변화, MOBA/배틀로얄 장르의 성공, e스포츠, VR/AR, 게임 1인 스트리밍 콘텐츠(MCN) 등이다.

특히, 게임 전문 시장조사 업체인 뉴주(Newzoo)에 따르면 글로벌 e스포츠 시장규모는 2018년 9억 600만 달러(약 1조 원)에서 2021년에는 16억 5,000만 달러 규모로 가파르게 성장할 것으로 전망된다. 2018년 글로벌 e스포츠 시청자 수는 2억 2,000여만 명으로 추정되고 있으며 2021년에는 3억 1,600만 명까지로 늘어날 것으로 예상되고 있다. e스포츠가 하나의 문화산업으로 자리 잡게 된 가장 큰 배경으로는 e스포츠에 등장하는 게임이 다양해졌다는 점이다. 2000년 초반 ‘스타크래프트’를 필두로 인기를 끌었던 게임 중계방송은 현재 ‘리그 오브 레전드’, ‘배틀그라운드’, ‘오버워치’ 등으로 선택의 폭이 넓어졌다. 특히, 최근에는 여러 플레이어가 모여 상대편 성이나 요새를 점령하는 MOBA 장르와 1인칭 슈팅 게임이 인기를 누리고 있다. 이러한 장르의 게임은 팀원이 포지션을 나눠 역할을 수행하고, 전략을 통해 공동의 목표를 성취한다는 스포츠의 특성을 가지고 있으며, 게임을 많이 보지 않는 시청자라도 쉽게 이해하고 즐길 수 있어 e스포츠의 확산에 기여했다고 볼 수 있다.

■ COVID-19 영향으로 가장 규모가 큰 중국 모바일 게임 시장 수혜

최근 COVID-19 사태 이후 언택트 문화가 확산되고, 게임 이용자 또한 집에 머무르는 시간이 늘어나면서 게임산업은 대체적으로 수혜를 입었다. 특히, 게임 분야 시장조사업체인 센서타워 조사 결과 COVID-19가 먼저 확산된 중국의 경우 2020년 2월 앱스토어 게임 다운로드 건수가 전년 동기 대비 62% 폭증한 것으로 집계되었으며, 모바일 데이터 분석업체인 앱애니에 따르면 2020년 2월 동안 중국의 모바일 게임 다운로드 2019년 연간 평균치 대비 80%가 증가한 것으로 조사되었다. 따라서 중국을 포함한 국내외 모바일 게임 시장은 대체적으로 게임 이용 시간 증가, 인앱결제 매출 확대와 같은 수혜가 예상되나, 현재 가장 큰 시장을 형성하고 있는 중국과의 사드 갈등 등의 요인으로 인해 판호가 개방되지 않은 상황으로 중국 시장 진출에 대한 장벽이 존재하여 직접 게임을 개발해 출시하는 직접적인 진출보다는 IP 수출 등의 간접적인 진출만 가능한 상황임을 고려해야 한다.

[그림 7] 세계 모바일 게임 시장 점유율

순위	국가	시장 규모	비중
1	중국	16,927	26.5
2	일본	10,562	16.5
3	미국	9,534	14.9
4	한국	6,049	9.5
5	독일	2,782	4.4
6	영국	1,877	2.9
7	프랑스	1,305	2.0
8	이탈리아	1,071	1.7
9	캐나다	1,061	1.7
10	스페인	847	1.3
이하	기타	11,869	18.6

*출처: 2019 대한민국 게임백서, 한국콘텐츠진흥원(2019.12)

Ⅲ. 기술분석

M&A를 통해 다양한 게임 라인업을 보유, 지분투자를 통해 사업 다각화 추진

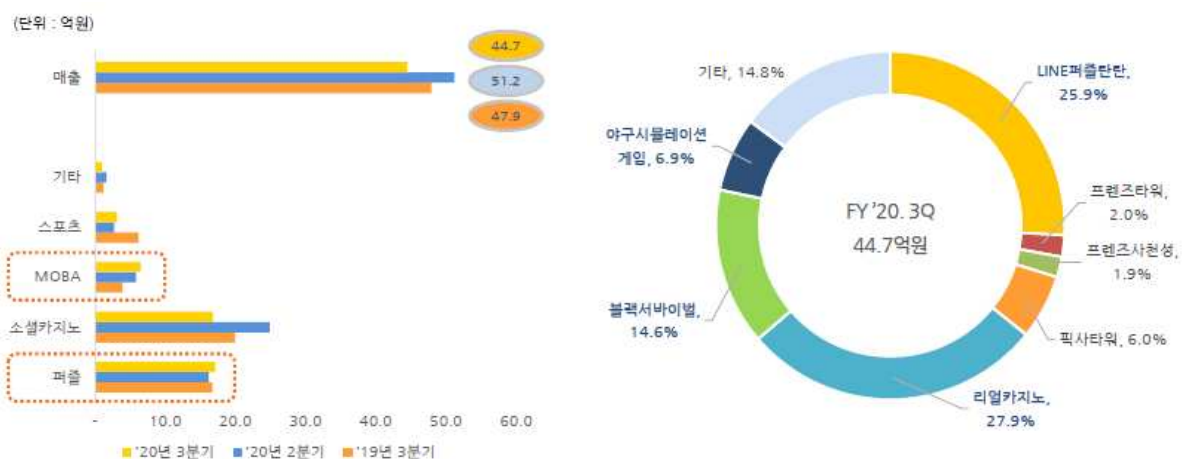
자체 개발한 기술을 적용한 스포츠 게임, 캐주얼 퍼즐 게임 외에도 자회사를 통해 소셜카지노, 전략 PvP, MOBA 게임 등 다양한 게임 라인업을 보유하고 있으며, 개발 역량에 비해 저평가된 게임사와 블록체인 기술 등을 보유한 게임사에 지분투자를 진행하고 있다.

■ 캐주얼 퍼즐 게임 등 다양한 장르의 게임 라인업 보유

동사는 자체 개발한 캐주얼 퍼즐 게임 ‘LINE 퍼즐탄탄’을 비롯해 자회사에서 개발한 소셜카지노 게임 ‘리얼카지노’와 MOBA 게임 ‘블랙서바이벌’ 등 다양한 장르의 게임 포트폴리오를 확보하고 있다. 2020년 2분기까지 일본, 대만, 북미 지역 등에서 서비스하고 있는 소셜카지노 게임이 매출액의 가장 큰 비중을 차지하였으나, 최근 주력 게임인 ‘LINE 퍼즐탄탄’의 매출 증가, 소셜카지노 게임의 매출 감소로 캐주얼 퍼즐 게임 장르가 가장 높은 실적을 거두고 있다. 특히, 최근 자회사 (주)넵블뉴런에서 개발한 모바일 MOBA 게임인 ‘블랙서바이벌’의 매출은 전년 동기 대비 62.8% 증가하였으며, 매출 비중은 2019년 3분기 8.1%에서 2020년 3분기 14.6%로 증가하였다. 또한, 동일 IP를 활용한 PC 플랫폼 게임 ‘영원회귀:블랙서바이벌’의 출시로 비주력 게임 장르와 플랫폼의 포트폴리오도 안정적으로 구축되고 있다.

[그림 8] 동사의 장르별, 주요 게임별 매출비중

(단위: 억 원, %)



*출처: 동사 2020년 3분기 IR자료(2020.11)

■ 지속적인 인수합병 및 투자를 통한 게임 라인업과 사업 다각화 추진

게임산업은 기술의 발전과 낮은 진입장벽 등의 환경적 요인으로 업체 간 경쟁이 격화되고 있고, 인적자원에 대한 투자비용이 높은 고위험-고수익 산업에 속하는 특징을 갖는다. 따라서 게임사는 게임 개발 기술 및 인적자원을 확보할 막대한 자본금을 필요로 하기에 중소형 게임사는 대형 게임사에 비해 사업의 지속 및 성장에 어려움을 겪는 경우가 많다.

자체 개발을 통해 출시한 단일 게임의 성공으로 자금을 확보한 중소형 게임사는 이후 게임 포트폴리오 확장, 시장성이 높은 해외 시장으로 진출하여 시장지배력 강화, 게임 개발에 사용할 신기술과 다수의 유저를 보유한 플랫폼 확보, 사업 다각화를 통한 안정성 제고 등의 목적을 가지고 다른 게임사와의 인수합병을 진행하여 성장을 도모한다.

동사는 또한 마찬가지로 (주)에이치앤씨게임즈, (주)지우게임즈, (주)님블뉴런 등의 인수를 통해 게임 제작 스튜디오부터 배급/유통 업체까지의 수직계열화를 통해 비용구조를 개선하였고, 동시에 중소형 게임 스튜디오에서 보유하고 있는 게임 개발 역량을 바탕으로 게임 라인업을 확대하는 전략을 추진하고 있다. 또한, 동사는 인수한 기업들이 개별적으로 지닌 차별성을 유지할 수 있도록 경영 간섭을 최소화하고 이들을 독립적인 개별 스튜디오로 운영하고 있다.

[그림 9] 게임사의 M&A 목적과 기대효과

M&A 목적	기대효과	사례
① 게임 IP 확보	다양한 게임 IP 확보로 사업 리스크 분산, 라인업 다변화, 성장동력 창출	넥슨의 네오홀 인수 등 대다수 게임 기업 인수에서 기본적인 효과로 나타남
② 글로벌 진출	북미, 유럽 등 서양권 시장 공략을 위해 현지 게임사 인수	넷마블의 카밤 게임즈, 뮌헨비스의 CCP 게임즈, 텐센트의 사크를 인수
③ 시장 지배력 강화	동종 업계 경쟁사 인수를 통해 시장 점유율과 시장 지배력 향상	더블유게임즈의 더블다운 인터랙티브 인수
④ 신기술 확보	클라우드, 인공지능(AI), 스트리밍 등 신기술 확보	소니의 가이카이 인수
⑤ 플랫폼 확보	방대한 유저 풀을 보유한 플랫폼 확보	아마존의 트위치 인수, 마이크로소프트의 모장 인수
⑥ 사업 다각화	타 업종 기업 인수 통해 게임 이외 이종 분야로 사업 다각화	넥슨의 스토크 인수, 넷마블의 웅진코웨이 인수 본업철 참여

*출처: 게임 산업의 글로벌 M&A 트렌드, 삼성KPMG 경제연구원(2019.12)

동사의 영업활동 이익은 모두 게임 개발 및 서비스로 구성되어 있으나, 동사의 대표이사는 게임업계에서 축적된 다년간의 경험을 바탕으로 게임 개발 역량에 비해 저평가된 게임사들의 게임 출시 사이클과 작품의 완성도, 선호도 등을 파악하여 그중에서도 우수 개발 인력을 보유한 게임 개발사 및 블록체인 기술 기반 게임 기업에 대한 분산 투자를 단행하여 영업활동 외 투자이익을 실현하고 있다. 이를 위해 동사는 (주)어썬피그, (주)망고스틴, (주)스카이플러스의 채무증권을 보유하고 있으며, (주)나부스튜디오, (주)샌드박스네트워크, 한국콘텐츠공제조합, (주)핀콘, (주)노드브릭, (주)롱투코리아, (주)크래프톤 등의 지분증권을 확보하여 기술력을 보유한 게임사에 대한 지분투자, 신규 사업 진출을 위한 전략적 협업 등을 추진하고 있다.

■ 게임 클라이언트 및 서버 관련 기술력 보유, 지속적인 연구개발 수행

동사는 자체 연구개발을 통해 게임 클라이언트 및 서버에 대한 기술력을 확보하고 있다. 특히 2015년에는 게임 클라이언트와 관련하여 모바일 환경에 최적화된 네트워크 접속 모듈, 클라이언트 UI의 프레임워크를 개발하여 2016년 상용화하였으며, 2016년에는 게임 서버와 관련하여 야구 시뮬레이션 엔진, 실시간 게임 로그 분석 시스템, 대용량 데이터 처리 시스템을 개발 완료하여 동사의 게임에 적용하고 있다. 해당 기술을 기반으로 대용량 유저 대응, 로그 모니터링을 통한 피드백 개선, 안정성 향상 등을 위한 개선 작업을 지속적으로 수행하고 있다.

동사는 별도의 연구개발 조직으로 게임 개발 및 서비스를 위한 ‘Powerhouse Labs’를 운영하고 있으며, 동사의 경우 게임 개발을 위한 연구개발 인력 비중이 전체 직원의 63.6%로, 대부분의 대형 게임사의 개발자 비율이 약 50% 정도인 점을 감안하면 높은 수준을 유지하고 있다.

게임사의 연구개발비용은 사업 특성상 게임 개발 인력에 대한 인건비가 대부분을 차지한다. 동사의 연구개발비는 연결재무제표 기준으로 2017년 133억 원에서 2018년 183억 원으로 37.6% 상승하였으나, 2019년은 비용구조 개선을 위해 구조조정을 단행, 인건비가 감소하여 133억 원 규모로 다시 감소하였다. 현재까지 인건비 개선을 진행하고 있어 2020년 3분기 연구개발비용은 94억 정도로 매출액 대비 비중은 63.7%로 감소하였다.

또한, 동사는 ‘인증변수를 이용한 사용자 인증 시스템 및 그 방법’, ‘인증변수를 이용한 블록체인 기반의 사용자 인증 시스템 및 그 방법’에 대한 특허권을 보유하고 있으며, 개발 및 서비스하고 있는 게임에 대한 국내 상표권을 20건 보유하고 있다.

[표 2] 동사의 연구역량 지표

연구개발투자비율	2017년	2018년	2019년
매출액(억 원)	205.3	181.7	180.4
연구개발비(억 원)	133.3	183.1	132.9
연구개발투자비율(%)	64.91	100.75	73.69
지식재산권 현황	특허권	디자인권	상표권
실적(건 수)	2	0	20

*출처: 동사 사업보고서(2019.12) 및 분기보고서(2020.09), KIPRIS 홈페이지, NICE디앤비 재구성

■ 게임 산업 유망 트렌드에 대한 사업 다각화를 지속적으로 추진하고 있으나, 비용 구조 개선 및 신규 IP 포트폴리오 구축 필요

[그림 10] SWOT 분석



IV. 재무분석

해외 모바일 게임 서비스로 주요 매출 발생, 사업 부문 확장을 위한 투자활동 지속

최근 3개년간 총 매출의 80% 가량이 일본 등 해외 국가를 대상으로 모바일 게임 운영을 진행하여 매출이 발생하고 있으나, 과중한 영업비용 부담으로 100억원 내외의 영업손실을 지속하고 있다. 한편, (주)샌드박스네트워크, (주)스틸에잇 등의 지분확보를 통해 신규사업 부문 진출을 지속하고 있으며, 2020년 12월 18일 (주)카카오게임즈 투자에 따른 유상증자를 실시하며 전략적 사업제휴, 신규 게임의 개발 연관 산업의 투자에 긍정적인 영향이 발생할 가능성을 보이고 있다.

■ 주요 사업인 모바일 게임 산업 개발을 바탕으로 블록체인, e스포츠, MCN 등의 신규 사업 확장을 위한 관계사 투자

동사는 모바일 게임 산업을 주요 사업으로 영위하고 있으며, 소셜카지노 게임, MOBA, RPG, 퍼즐, 디펜스 장르 등의 개발 및 서비스를 진행하고 있다. 주요 게임으로는 'Real Casino Free Slots & Poker', '7 Luck Vegas', 'Vegas Tower' 등의 소셜카지노 게임과 'LINE 퍼즐탄탄', '프렌즈사천성 for Kakao', '탄탄사천성 for Kakao', '프렌즈타워 for Kakao' 등의 캐주얼 게임(퍼즐)이 있으며, 2019년 기준 게임별 매출 비중은 소셜카지노 게임 41.1%, 캐주얼 게임(퍼즐) 36.3%를 나타내고 있다. 이외에도 MOBA 장르 게임인 '블랙서바이벌'과 전략 장르 게임인 'miniMax' 등의 게임 런칭 및 서비스를 통해 22.6% 가량의 매출이 발생하고 있으며, 2019년 기준 국내외 매출현황은 해외[일본 등] 84.8%, 국내 15.2%로 높은 해외매출 비중을 나타냈다.

동사는 PC게임 'ER:BS(영원회귀: 블랙서바이벌);의 신규 런칭을 진행 중이며, 글로벌 프로 스포츠 리그를 소재로 한 스포츠 승부 예측 서비스를 연내 개발 완료 후, 2021년 1분기 정식 런칭할 계획으로 파악된다. 또한, 주요 사업을 제외하고 신규 사업인 블록체인, e-스포츠, MCN(Multi Channel Networks)사업의 사업 목적 추가를 제3기 정기주주총회에 승인받았으며, 이를 위해 (주)샌드박스네트워크, (주)스틸에잇 {現 (주)라우드커뮤니케이션즈}, (주)나부스튜디오, (주)메모리, (주)망코스팀 등 다양한 회사에 투자하고 있다.

한편, 동사는 2020년 12월 18일 (주)카카오게임즈를 통한 유상증자 1,935.2억원[보통주 23,665,986주]을 진행하였으며, 이는 주요 사업에 대한 전략적 사업 제휴, 신규 게임의 개발 및 연관 산업의 투자, 재무구조 개선 등 회사의 경영상 목적 달성을 위한 운영자금 조달이 가능한 움직임으로 판단된다.

■ 2019년 전년 수준의 매출 규모 지속 및 과중한 영업비용 부담으로 약 100억 원의 영업손실, 약 200억 원의 순손실 시현

2019년 신작 게임 (스포츠, 전략 부문) 출시 효과에도 불구하고 기존에 가장 높은 매출 비중을 차지하던 퍼즐 게임 및 소셜카지노 부문 매출이 각각 전년대비 10.4%, 23.0% 감소하면서 연간 매출은 전년대비 0.8% 감소한 180.4억 원의 매출액을 시현하는데 그쳤다.

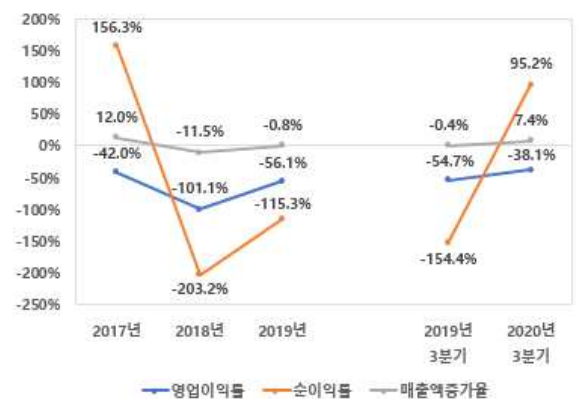
2019년 성과 부진 게임에 대한 선제적 구조조정 및 효율적 마케팅 등을 바탕으로 영업비용 부담이 전년 대비 23.0% 감소하였으나, 여전히 과중한 수준을 지속하며 영업손실 101.2억 원을 기록하였다. 또한, 공정가치금융자산 평가손실 등의 발생에 따른 영업외수지 적자로 영업손실 대비 확대된 207.9억 원의 순손실을 기록하였다.

[그림 11] 동사 연간 및 3분기(누적) 요약 포괄손익계산서 분석

(단위: 억 원, K-IFRS 연결기준)



매출액/영업이익/당기순이익 추이

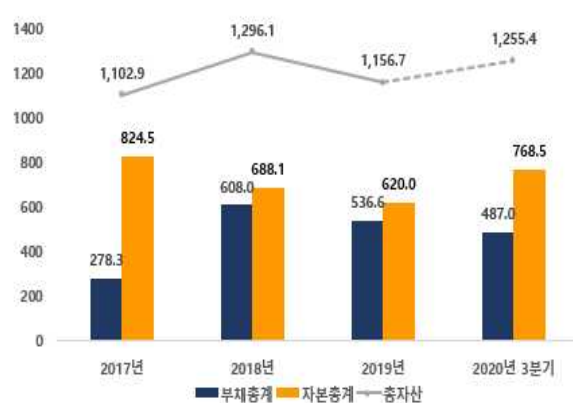


증가율/이익률 추이

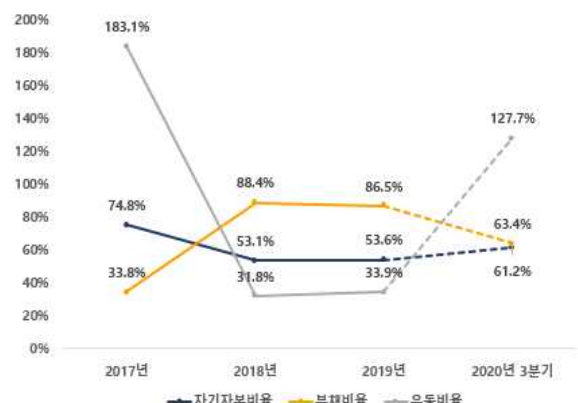
*출처: 동사 사업보고서(2019.12), 동사 분기보고서(2020.09), NICE디앤비 재구성

[그림 12] 동사 연간 및 3분기(누적) 요약 재무상태표 분석

(단위: 억 원, K-IFRS 연결기준)



자산/부채/자본 비교



자본구조의 안정성

*출처: 동사 사업보고서(2019.12), 동사 분기보고서(2020.09), NICE디앤비 재구성

■ 2020년 3분기까지 미국향 수출 물량 확대에도 불구하고 국내 매출 규모의 확대로 전년 동기 대비 저하된 영업실적 기록

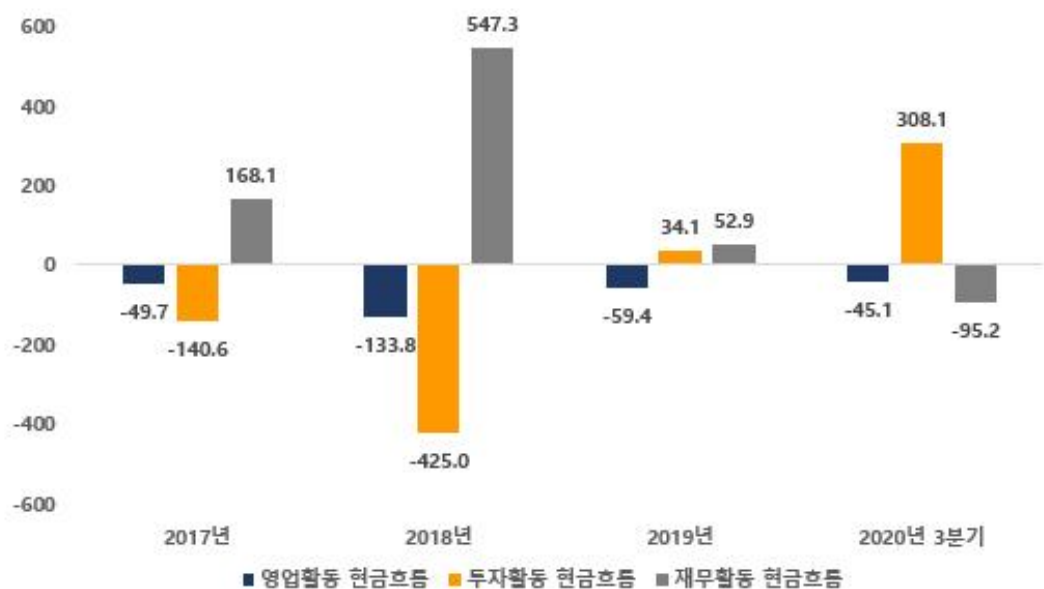
2020년 3분기까지 국내외 소셜카지노 부문과 신작 게임의 매출이 점진적으로 확대되어 3분기 누적 매출액은 전년 동기 대비 7.4% 증가한 147.3억 원의 매출액을 기록하였으나, 여전히 과중한 영업비용 부담으로 전년에 이어 영업손실(56.1억 원)을 지속하였다. 반면, 동사는 3분기 내에 신규 사업 부문 확대 목적으로 보유하고 있던 (주)크래프톤, (주)롱투코리아의 지분 일부를 매각하였으며, 이를 통해 140.2억 원의 순이익을 실현하는 등 개선된 순이익률을 기록하였다.

■ 영업활동 현금유출을 지속하였으나 유상증자 등의 재무활동 현금유입, 단기금융상품 감소 등의 투자활동 현금유입 발생

2019년 순손실 발생 등을 통해 영업활동상 음(-)의 현금흐름을 나타냈으나, 단기금융상품 매각 등에 따른 투자활동상 현금유입과 유상증자, 전환사채 발행 등을 통한 재무활동 현금유입을 통해 상기 영업활동 현금유출을 충당하는 현금흐름을 보였다. 한편, 동사의 현금 기초 55.2억 원에서 82.4억 원으로 증가하였다.

[그림 13] 동사 현금흐름의 변화

(단위: 억 원)



*출처: 동사 사업보고서(2019.12), 동사 분기보고서(2020.09), NICE디앤비 재구성

V. 주요 변동사항 및 향후 전망

지분투자를 통한 사업 다각화 추진 및 출시 예정 신작 개발 진행 중

동사는 지속적인 지분투자 및 인수합병을 통해 e스포츠, MCN 사업 등으로 다각화를 추진하고 있으며, ‘영원회귀:블랙서바이벌’ 등의 신작 개발 및 출시를 진행하고 있다. 이를 바탕으로 향후 게임 라인업 확보 및 사업 다각화의 시너지를 통한 실적 개선 여부에 귀추가 주목된다.

■ 지속적인 지분투자를 통한 e스포츠 및 MCN 사업으로의 확장 전략 추진

동사는 작년에 이어 e스포츠 및 MCN 사업 등 비주력 사업에 대한 지분투자를 통해 사업영역 확대를 지속하고 있다. 동사가 e스포츠 산업 투자를 위해 지분을 확보했던 (주)스테이잇은 e스포츠 콘텐츠 전문기업 (주)라우드커뮤니케이션즈에 합병되어 리브랜딩 효과 및 자체 IP를 통한 e스포테인먼트 콘텐츠 제작 능력이 증대될 것으로 기대된다. 마찬가지로 동사가 지분을 투자했던 크리에이터 육성 및 지원, 관리를 수행하는 MCN 전문업체인 (주)샌드박스네트워크는 2020년 3분기 평균 월간 조회수 26.6억 회를 달성하였고 중소벤처기업부 ‘예비 유니콘(기업가치 1조 이상 유망 스타트업) 기업’으로 선정된 바 있다. 동사는 점진적으로 확대되는 게임 관련 e스포테인먼트 산업의 성장성에 주력하여 관련 업체에 투자하였으며, 2020년 8월 디지털 휴먼 제작사 (주)온마인드를 인수하여 캐릭터 IP, 인공지능 모델, 버추얼 인플루언서 관련 투자 또한 진행하는 등 사업 다각화 전략을 추진하고 있다.

■ 자체 개발 역량 및 협력사, 자회사를 통한 신작 개발 및 출시 예정

동사는 2020년 연내 자회사 (주)넵블뉴런을 통해 전략 디펜스 게임 ‘miniMAX’를 출시한 바 있으며, 자사 개발로 실시간 전략 RPG 게임 ‘쉐도우 세븐’을 출시하였다. 또한, 2020년 10월 (주)넵블뉴런에서 개발한 ‘블랙서바이벌’의 IP를 활용한 ‘영원회귀:블랙서바이벌’을 PC 플랫폼인 스팀에 얼리 액세스⁵⁾로 출시하였으며, 기존 블랙서바이벌 유저층 유입 및 게임 전문 스트리머의 아마추어 대회 중개 등으로 접속자 수가 점차 증가하고 있다. 이외에도 2021년 1분기 (주)나부스튜디오와 함께 개발하고 있는 스포츠 승부 예측 게임, LINE 플랫폼을 통해 일본 시장에 서비스할 웹보드 게임 ‘대부호’ 등 신작 출시를 앞두고 있다.

[그림 14] 동사의 자회사 (주)온마인드의 디지털 휴먼 ‘수아’와 동사의 신작 ‘영원회귀:블랙서바이벌’



*출처: 동사 2020년 3분기 IR자료(2020.11)



■ 신작 출시에 따른 매출 외형 확대와 더불어 e스포츠 등의 신규 사업 확장을 통한 시너지를 바탕으로 실적 개선 필요

동사의 주요 사업부문인 퍼즐 게임 및 소셜카지노 부문의 매출 규모는 일정 수준을 유지하고 있으며, 신규 게임 서비스 런칭을 통해 매출 반등을 보일 가능성을 보이고 있다. 한편, 2019년의 경우 비용구조 개선을 통해 영업비용 부담이 축소되었으나, 여전히 약 100억 원의 영업손실, 약 200억 원의 순손실을 기록하는 등 제한적인 수익성을 나타내고 있다. 2020년 3분기까지 일부 관계사 지분 매각을 통해 일정 수준의 유동성을 확보하였으나, 지속적으로 영업활동 현금유출을 보이는 등 현금흐름도 제한적인 수준에 머무르고 있는바, 주요 사업인 신규 게임 런칭을 통한 실적 향상으로 재무구조 개선이 필요한 수준으로 판단된다.

■ 증권사 투자의견

최근 1년 내 증권사 투자의견 없음

5) PC 게임 플랫폼 '스팀'의 정책으로 앞서 해보기라는 뜻이며, 게임 개발사는 얼리 액세스 정책을 통해 현재 개발 단계인 게임을 미리 출시하여 개발자금을 확보하고, 이용자 피드백을 받을 수 있음.