

# 게임

# 한국 게임, 다시 성장기



이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

## Overweight

비중확대, 신규

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가		
컴투스	Buy	220,000원		
크래프톤	Buy	400,000원		
엔씨소프트	Buy	790,000원		
넷마블	Buy	130,000원		
펄어비스	Buy	130,000원		
카카오게임즈	Buy	100,000원		
네오위즈	Buy	35,000원		
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-29.6	-26.6	11.7	3.4
상대수익률	-22.3	-19.3	33.5	19.5



산업분석 2022.2.4

한국 게임의 노이즈. 1) MMORPG의 BM과 2) 쉽지 않은 중국 게임 출시

- 전세계 게임 시장의 4위를 차지는 한국 게임의 대내외적인 노이즈
- 국내 게임: MMORPG의 포화. MMORPG의 과도한 과금에 치중한 수익모델에 대한 유저들의 피로감 심화
- 외부 환경: 한국 게임 최대 수출 시장인 중국의 판호 발급 중단. 지속되는 정치 이슈와 중국 게임 산업 규제로 한국 게임사들의 중국 게임 수출은 어려운 상황

MMORPG의 NEW 비즈니스 모델. P2E/NFT의 도입

- 세계적으로 P2E/NFT 게임에 대한 관심 급증. 장르는 육성형 게임, 카드 게임, MMORPG 등 다양하게 진행 중
- P2E/NFT 게임의 필수 요소는 게임 내 경제 시스템과 NFT 가치 유지. 이를 위해 1) 게임의 유저 풀과 2) 긴 라이프사이클이 중요. 참고) NFT 게임 '크립토 키티'의 몰락 사례
- 국내 MMORPG 장르는 대규모 PvP 전투, 공성전 등의 끊임없는 업데이트, 하드코어 유저, 글로벌 팬덤 등의 요소로 1) 게임의 라이프사이클이 길고, 2) 유저 풀이 큰 특징 보유 → MMORPG 장르가 P2E/NFT 도입에 적합
- 위메이드의 NFT 게임 '미르4(MMORPG)'의 글로벌 흥행 지속. 국내 게임사들의 P2E, NFT 게임 출시 행보에 주목

### 중국 외 게임 시장 공략

- 동남아. 자체적인 게임 개발 실력 아직 미흡. 게임 시장 내 외산 게임의 비중이 높음. 중국이 제일 앞서고 있는 가운데, 한국의 위메이드 '미르4'가 선전 중. P2E 게임의 관심도가 가장 높은 지역
- 미국. 콘솔 게임 시장이 모바일 게임 시장보다 큰 지역으로 콘솔 게임 출시 전략 필요. 모바일 게임은 소셜카지노 게임의 인지도가 높은 것이 특징. 카지노는 플레이 목적 자체가 P2E, P2E/NFT 도입에 적합하다고 판단
- 일본. 애니메이션, 소설, 만화책 등 기존의 인기있던 IP의 게임이 장기간 흥행하는 경향. 게임 출시 시, IP 마케팅 중요

### Top-pick: 컴투스(BUY/TP 220,000원)

- 컴투스홀딩스와 함께 2022년 다수의 P2E 게임 출시 계획 공개 및 C2X(가칭) 상장 계획. 컴투스 그룹의 블록체인 생태계가 빠르게 구축될 수 있을 것으로 기대. 또한 MMORPG 장르인 서머너즈 워: 크로니클이 1분기에 글로벌 출시 예정. 미르4에 이어 두 번째로 P2E가 도입된 국내 MMORPG 대작. 이후 3종의 P2E 게임 추가 출시 계획 중



## Contents

Summary & Key Charts	04
I. 한국 게임의 Noise	14
국내 게임: MMORPG의 포화와 고과금의 수익 모델 외부 환경: 쉽지 않은 중국 게임 출시	
II. MMORPG의 새로운 BM: P2E & NFT	21
P2E/NFT는 MMOPRG의 돌파구 P2E/NFT 게임의 리스크 (토론 이코노미, 블록체인 시스템 문제) 국내 주요 게임사들의 P2E/NFT 게임 추진 현황	
III. 중국 외 게임 시장 공략	35
동남아. P2E에 진심인 곳 미국. 소셜카지노 게임과 콘솔 게임의 꾸준한 수요 일본. IP 마케팅이 중요	
Glossary	48
기업분석	51
컴투스, 크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 카카오게임즈, 네오위즈	

## Summary & Key Charts

한국 게임 산업은 전세계에서 4위를 기록할 만큼 오랜 기간 발전한 큰 산업이다. 그동안 성숙기에 머물렀던 한국 게임 산업은 2022년 P2E/NFT를 맞이하며 다시 새로운 성장기 에 들어설 것으로 기대한다.

2021년 상반기 국내 게임 종목들의 주가는 신작의 부재, 기존 작품들의 매출 하향화 등 의 요인으로 횡보하는 모습을 보였다. 더불어 2021년 3분기, 출시 전 국내 최다 사전예 약자 수(746만 이상)를 기록하면서 흥행 기대감이 매우 높았던 블레이드&소울 2(MMORPG)가 흥행에 실패하면서 국내 게임, 특히 MMORPG 장르에 대한 비난이 쏟아졌다. 유저들은 게임성보다는 과금에 치중된 MMOPRG 게임에 대한 불만이 있었 고, 신규 MMORPG 게임에 대한 기대감이 매우 낮아졌다.

여기에서 더불어 국내에서 질타를 받고 있던 한국 게임을 더욱 힘들게 한 것은 중국이었다. 중국은 한국 게임의 최대 수출 지역이다. 2017년 사드 배치를 계기로 수출이 어려워 진 것에 더해 중국은 자국내 게임산업에 강도 높은 규제를 두기 시작했다. 작년 8월 중국 정부가 게임을 아편이라고 표현하면서, 자국 기업인 텐센트는 물론 중국 게임 수출 수혜주였던 펄어비스 등 국내 게임주들도 주가가 하락하는 영향을 받았다.

국내 게임사들에 대한 기대감이 낮아질 무렵, 중소형 게임사인 위메이드가 MMORPG 장르에 P2E/NFT를 도입하여 선보인 ‘미르4’가 글로벌 흥행을 하면서, 위메이드의 주가 가 8월 이후 3개월만에 800%가 뛰었다. MMORPG 장르가 일반적으로 초기 흥행 이후 트래픽 지표가 하향화되는 모습을 보이는 반면 미르4는 MAU, PCU가 지속적으로 우상 향하는 모습을 보였다. P2E/NFT 게임 역시 일반적으로 초기 흥행 시 일찍이 수익을 거둔 유저들이 빠르게 대거 이탈하는 특징을 갖고 있는데, 미르4는 현재까지도 많은 유저 들이 플레이하고 있다. 기본적으로 유저 풀이 많고 게임의 수명이 긴 MMORPG의 특 징이 P2E/NFT 도입에 적합한 장르라고 판단한다. 현재 국내 주요 게임사들이 여러 장 르의 P2E/NFT 게임 출시를 준비하고 있는데, 그 중 MMORPG 장르에 기대가 가장 크다. 컴투스가 1분기에 MMORPG 대작, ‘서머너즈 워: 크로니클’ 을 출시할 예정이다.

수출이 어려워진 중국 시장과 관련해서, 중국이 아닌 다른 해외 시장으로 수출 지역을 확대하는 전략을 기대한다.

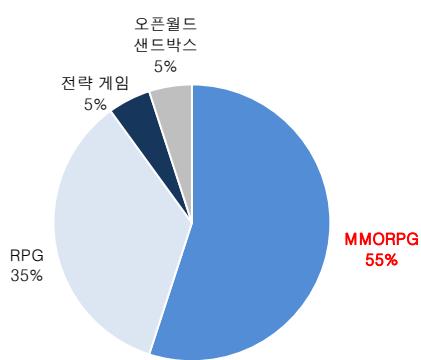
동남아, 미국, 일본에서 국내 게임사들의 활약이 기대된다. 동남아의 경우, 아직 게임 시장이 성장기를 거치고 있고 자체 게임 개발 능력이 아직 미흡하기 때문에 외산 게임의 비중이 높다. 현재 중국이 동남아 게임 시장을 선점하고 있는 가운데, P2E/NFT 게임으로 출시한 위메이드의 미르4가 동남아 지역 모바일 게임 매출 순위 상위권에 위치하고 있는 것으로 확인된다. P2E/NFT 게임 출시 전략으로 동남아 게임 시장 확대를 기대한다. 미국의 경우, 세계 최대 게임 시장으로 콘솔 게임의 시장 규모가 크고, 소셜카지노 장르에 대한 인기가 높은 특징이 있다. 올해 국내 대형 게임사들이 콘솔 게임 출시를 앞두고 있다. 그 중 넥슨의 '카트라이더: 드리프트', 펠어비스의 '붉은사막'에 대한 기대감이 높다. 또한 국내 게임사들은 최근 소셜카지노 장르 라인업 확대에 힘을 쓴고 있는데, 소셜카지노 장르 역시 MMOPRG 장르와 마찬가지로 P2E/NFT 도입에 적합할 것으로 판단한다. 새로운 수익 모델의 소셜카지노 게임 출시가 기대된다. 마지막으로 일본의 게임 시장은 특정 장르에 편향되기보다는, 게임 IP가 더 중요한 흥행 요소인 특징이 있다. 애니메이션, 소설, 만화책 등 기존의 인기있던 IP의 게임이 장기간 흥행하는 경향이 있는데, 따라서 게임 출시 시 IP 마케팅이 중요할 것으로 판단한다.

그림 1. 한국 게임의 노이즈 2 가지 → P2E/NFT 와 시장 확대로 돌파



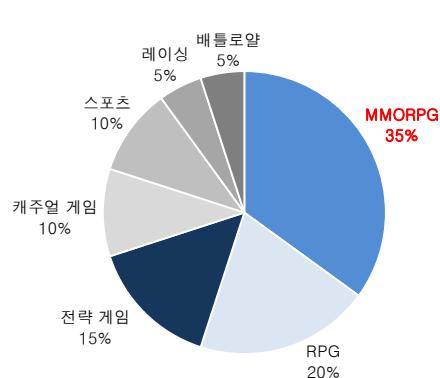
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 매출 상위 모바일 게임 장르 비중(구글플레이)



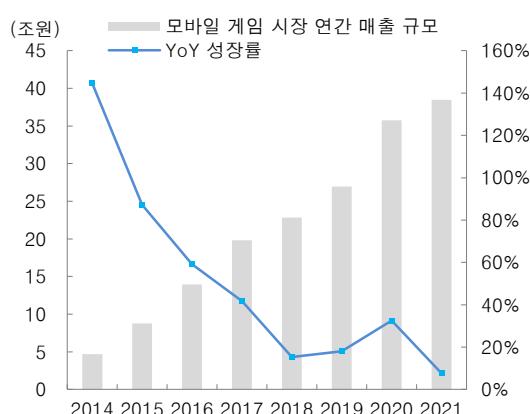
자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center  
주: 2021년 12월 기준

그림 3. 매출 상위 모바일 게임 장르 비중(iOS)



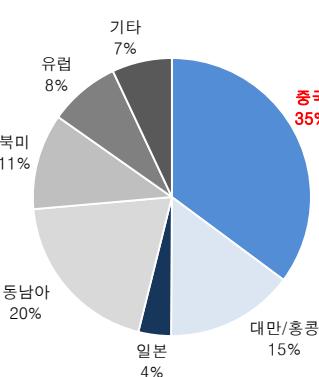
자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center  
주: 2021년 12월 기준

그림 4. 중국 모바일 게임 시장의 규모



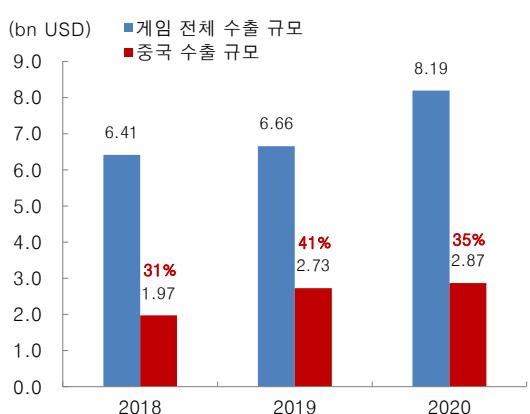
자료: 2021 중국게임산업보고서, 대신증권 Research Center

그림 5. 한국의 2020년 중국 수출 비중 약 35%



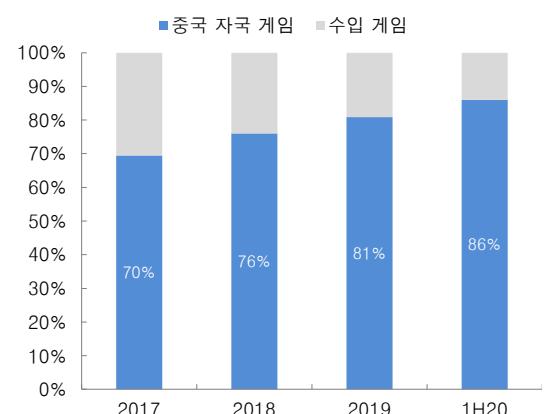
자료: 2021 중국게임산업보고서, 대신증권 Research Center

그림 6. 중국 수출 규모 추이



자료: 대한민국 게임백서, 대신증권 Research Center

그림 7. 중국의 자국 게임 비중 추이



자료: 중국게임산업보고서, 대신증권 Research Center

그림 8. 중국 판호 발급 건 수 추이



자료: 중국신문출판총서, 대신증권 Research Center

그림 9. 2020.12. 서머너즈 워: 천공의 아레나



자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

그림 10. 2021.06. 검은사막 모바일 (1Q22 출시 예정)



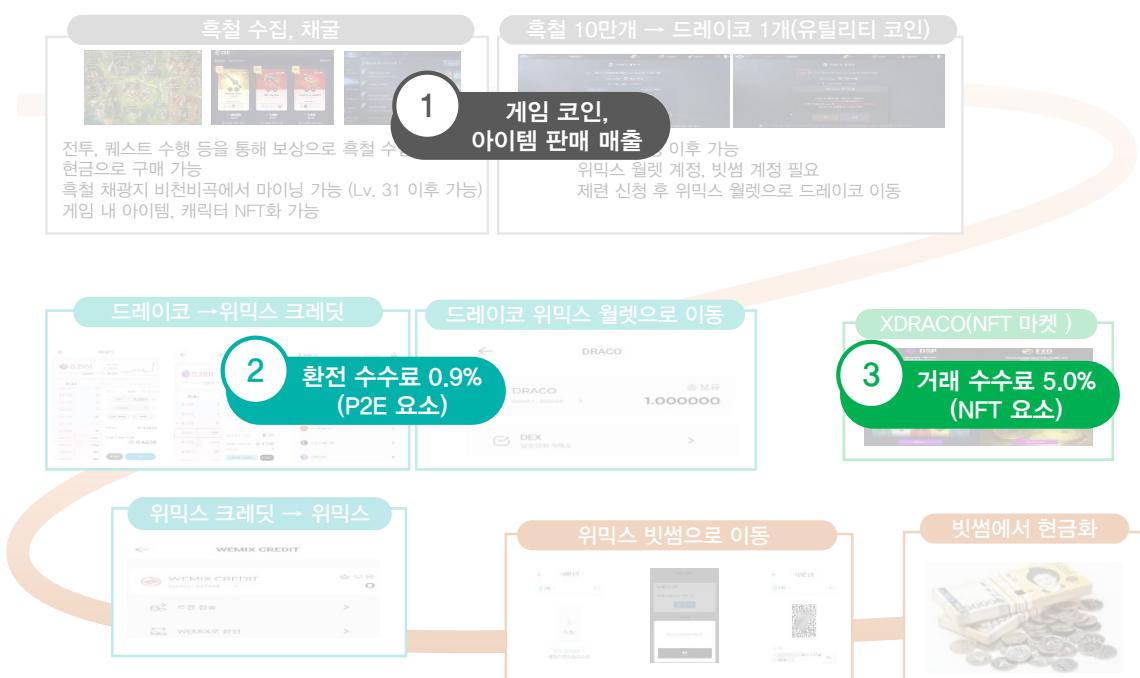
자료: 펄어비스, 대신증권 Research Center

그림 11. 한국 P2E 게임 '미르4'의 수익화 과정\_유저



자료: 위메이드, 대신증권 Research Center

그림 12. 한국 P2E 게임 '미르4'의 수익화 과정\_게임사



자료: 위메이드, 대신증권 Research Center

표 1. 국내 주요 게임사 별 P2E, NFT 게임 추진 현황

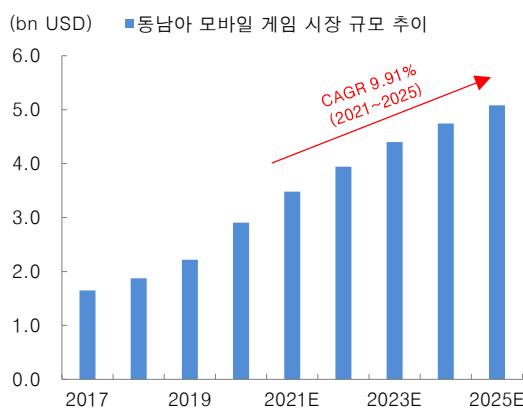
게임사	기축 통화 (상장 여부)	내용
위메이드	위믹스 (O)	'미르4'(MMORPG, P2E/NFT) 출시, 미르4 외 현재 위믹스에 9개의 게임 온보딩
		2022년 위믹스에 타사 게임 100개 온보딩 목표
		1/25 기준 NHN, 액션스퀘어, NT게임즈, 풍투코리아, 조이시티, 라이트컨 등 총 32개의 게임 개발사와 MOU 체결
		1/19 디파이 서비스 Kleva 오픈, 레버리지를 이용한 피밍(이자 농사) 핵심 Kleva 클레이튼 기반 디파이 서비스 출시
컴투스 컴투스홀딩스	C2X (상장 예정)	컴투스: '서머너즈 워: 크로니클', '월드 오브 제노니아', '골프게임', '낚시의 신: 크루' 총 4종 P2E 게임으로 출시 예정
		컴투스홀딩스: '크로마티소울: AFK 레이드', '프로젝트 MR', '게임빌 프로아규' 총 3종 NFT 게임으로 출시 예정
		티라플랫폼, 애니도카브랜드, 캐디 디지털(미국 NFT 전문 기업) 등 다수의 블록체인 개발 업체에 전략적 투자
		1Q22 C2X 코인 상장 및 NFT 거래소 오픈 예정 게임 유통 플랫폼 히이브(HIVE), 블록체인 게임 플랫폼으로 구축 계획
카카오게임즈	보라 (O)	2021.05 자회사 프렌즈게임즈, 블록체인 전문회사 웨이투빗 합병
		2022.02.08 보라코인 리브랜딩 2.0 공개 행사 예정
		블록체인 기술 업체 오지스와 DEX(탈중앙 디지털 자산 거래소) 개발 중
		프렌즈게임즈, 게임, 스포츠, 메타버스에 특화된 NFT 거래소 개발 중 타임슬롯 방식의 NFT 거래소 '투데이이즈' 출시
엔씨소프트	-	2022년 P2E/NFT 게임 공개 예정
		MMORPG 장르에 P2E/NFT 도입 예고
넷마블	-	NFT에서 200종의 신작 리안업 공개. 이 중 70%는 블록체인 연계 게임으로 출시 예정
		블록체인 기술 업체 오지스와 P2E 게임 사업 합수
		A3: 스텔얼리아브 글로벌 버전 → 골븐브로스 → 제2의나라 → 몬스터길들이기: 아레나 → 모두의마블: 메타월드 → 챔피언스 어센션 순으로 블록체인 연계 게임 출시 예정
		네오위즈 출딩스의 자회사 네오플라이가 2017년부터 블록체인 및 암호화폐 분야에 투자와 기술 개발 시작
네오위즈	NPT (상장 예정)	'크립토 골프 암팩트', '브레이브나인', 'AVA' 총 3종 P2E 게임으로 출시 예정
		1Q22 블록체인 오픈플랫폼 네오픈 출시
		네오픈 플랫폼 상에서 P2E, S2E, Defi, NFT 거래소 운영 계획
펄어비스	-	2023년 P2E/NFT 모두 도입한 메타버스 게임 '도깨비' 출시 예정

자료: 각사 IR, 언론, 대신증권 Research Center

주: 기축 통화 상장 여부는 2022.01.25 기준

## 게임

그림 13. 동남아 지역 모바일 게임 CAGR 9.91%



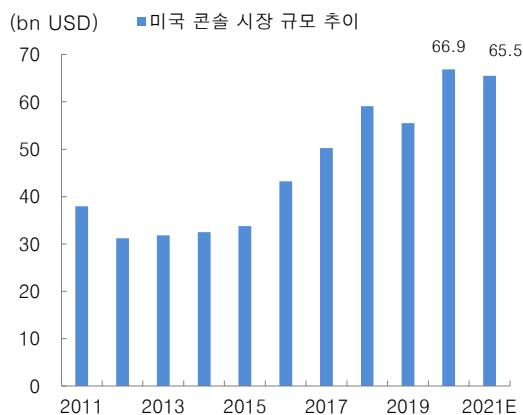
자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 14. 미르4, 동남아 국가 모바일 매출 순위



자료: 앱애니, 대신증권 Research Center

그림 15. 미국 콘솔 시장 규모 추이



자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 16. 2022년 카트라이더: 드리프트 (레이싱)



자료: 네슨, 대신증권 Research Center

그림 17. 2022년 칼리스토 프로토콜 (서바이벌 호러)



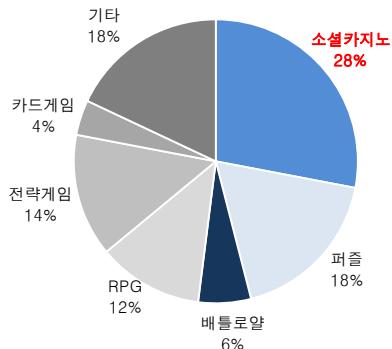
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 18. 2022년 붉은사막 (오픈월드 액션 어드벤처)



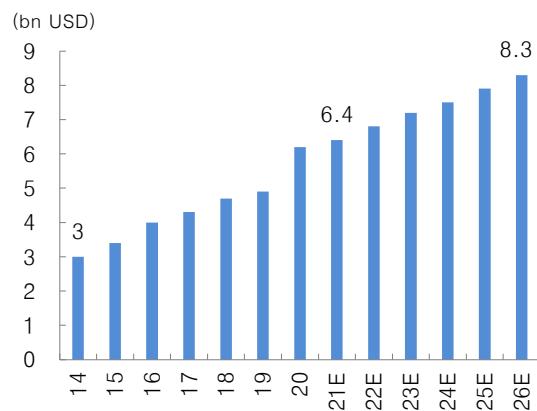
자료: 팔리버스, 대신증권 Research Center

그림 19. 미국 모바일 게임 매출 상위 50 위 장르 비중



자료: 앱애니, 대신증권 Research Center  
주: 2021년 10월 31일 기준

그림 20. 글로벌 소셜카지노 시장 규모 추이



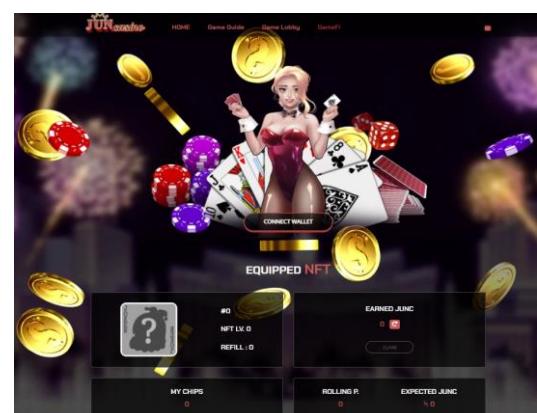
자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 21. 넷마블의 소셜카지노 라인업 확대



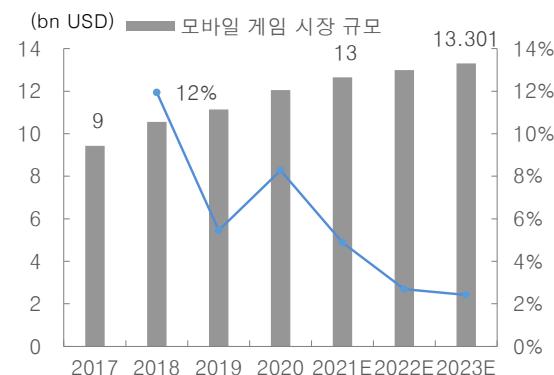
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 22. JUN Casino. 소셜카지노 +P2E/NFT



자료: JUN Casino, 대신증권 Research Center

그림 23. 일본 모바일 게임 시장 성장 추이



자료: 대한민국 게임백서, 대신증권 Research Center

그림 24. 인기 IP를 활용한 한국 모바일 게임



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 2. 게임 커버리지 투자의견 요약

(단위: 원, %, 배)

종목	Top-pick	투자의견	목표주가	현재 주가	상승 여력	PER		PBR	
						2021E	2022E	2021E	2022E
크래프톤		Buy	400,000	275,500	45.2%	18.6	12.5	3.6	2.7
엔씨소프트		Buy	790,000	532,000	48.5%	28.1	15.7	3.6	3.0
넷마블		Buy	130,000	100,000	30.0%	42.3	26.5	1.7	1.7
펄어비스		Buy	130,000	92,500	40.5%	104.3	23.8	8.9	6.4
카카오게임즈		Buy	100,000	66,300	50.8%	44.9	17.6	3.9	3.1
컴투스	O	Buy	220,000	123,700	77.8%	17.5	13.1	1.6	1.4
네오위즈		Buy	35,000	25,300	38.3%	14.1	12.0	1.5	1.3

자료: 대신증권 Research Center

주: 현재 주가는 2022.02.03 종가 기준

표 3. 글로벌 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER(X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)		
		1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

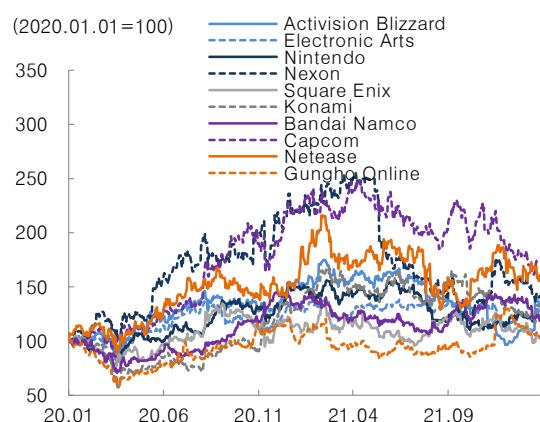
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 25. 한국 게임 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 26. 글로벌 게임 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 4. 2022년 국내 주요 게임 업체 신작 라인업 및 출시 일정 요약

회사	게임명	출시일	플랫폼	장르	개발사/파블리셔	P2E	NFT
크래프톤	Unknown Worlds 신규 IP 게임	1H22	PC (스팀)	미정	언노운월즈/크래프톤		
	더 컬리스토 프로토콜	2022	PC, 콘솔	서바이벌 호러	SDS/크래프톤		
엔씨소프트	리니지W (북미, 유럽 등)	2Q22	PC, 콘솔, 모바일	MMORPG	엔씨소프트		
	프로젝트 TL	4Q22	PC, 콘솔, 모바일	MMORPG	엔씨소프트		
넷마블	오버프라임	1H22	PC, 콘솔	TPS MOBA	넷마블에프엔씨/넷마블		
	세븐나이츠 레볼루션	1H22	모바일	MMORPG	넷마블넥서스/넷마블		
	챔피언스 어센션	2022	모바일	배틀, 수집형 RPG	챔시티/넷마블	O	O
	BTS 드림: 타이니탄 하우스	1H22	모바일	리듬, 꾸미기	넷마블네오/넷마블		
	머지 쿵야 아일랜드	1H22	모바일	머지	넷마블엔터/넷마블		
	골든 브로스	2022	모바일	캐주얼 슈팅	넷마블펀/넷마블	O	O
	몬스터길들이기: 아레나	2022	모바일	액션 RPG	넷마블몬스터/넷마블	O	O
	모두의 마블: 메타월드	2022	PC, 모바일	부동산투자게임, 메타버스	넷마블엔터/넷마블	O	O
	제2의 나라 (중국 제외 글로벌)	1H22	모바일	MMORPG	넷마블네오/넷마블	O	O
펄어비스	검은사막 모바일 (중국)	1Q22	모바일	MMORPG	펄어비스/텐센트		
	블랙클로버 IP 사용한 게임	3Q22	모바일	미정	빅게임스튜디오/펄어비스		
	붉은 사막	4Q22	PC, 콘솔	오픈 월드 액션 어드벤처	펄어비스		
카카오게임즈	오딘: 빌헬름 라이징 (대만)	1H22	모바일, PC	MMORPG	라이온하트/카카오게임즈		
	디스테라	1H22	PC (스팀)	서바이벌 FPS	리얼리티매직/카카오게임즈		
	카카오페이지 플레이	1H22	모바일	스토리	카카오게임즈		
	프렌즈샷: 누구나골프	1H22	모바일	캐주얼	카카오게임즈		
	우마무스메 프리티다비	1H22	모바일	육성 시뮬레이션	사이게임즈/카카오게임즈		
	프렌즈게임즈 신작	1H22	모바일	퍼즐	카카오게임즈		
	프로젝트아레스	2H22	모바일	액션 RPG	세컨드라이브/카카오게임즈		
	에버소울	2H22	모바일	수집형 RPG	나인아크/카카오게임즈		
	가디스오더	2H22	모바일	액션 RPG	로드컴플릿/카카오게임즈		
	엑스엘게임즈 신작	2H22	모바일	MMORPG	카카오게임즈		
컴투스	서머너즈 워: 크로니클	1Q22	모바일	MMORPG	컴투스	O	
	The Walking Dead: Identities	1H22	모바일	훈련장 RPG	컴투스		
	월드 오브 제노니아	2H22	모바일	MMORPG	컴투스	O	
	골프게임	2022	모바일	스포츠	컴투스	O	
	낚시의 신: 크루	2022	모바일	스포츠	컴투스	O	
컴투스홀딩스	크로마티스울: AFK 레이드	1Q22	모바일	RPG	컴투스홀딩스	O	O
	Project MR	2Q22	모바일	캐주얼	컴투스홀딩스	O	O
	게임빌 프로야구	3Q22	모바일	스포츠	컴투스홀딩스	O	O
네오위즈	블레이드 어썰트	2022.01.18	PC (스팀), 콘솔	2D 플랫포머 로그라이트 게임	TeamSunset/네오위즈		
	언소울드	1Q22	PC (스팀)	액션 RPG	Megusta Game/네오위즈		
	산너비	1Q22	PC (스팀)	액션	원더포션/네오위즈		
	원시전쟁	1Q22	모바일	캐주얼	네오위즈		
	크립토 골프 임팩트	1Q22	모바일	스포츠	네오위즈	O	
	Project SS	1H22	모바일	수집형 전략 RPG	네오위즈		
	브레이브나인	2Q22	모바일	수집형 전략 RPG	네오위즈	O	
	A.V.A	3Q22	모바일	FPS	네오위즈	O	
	브리운더스트 클래식	3Q22	모바일	판타지 RPG	네오위즈		
	Project BP	3Q22	모바일	퍼즐 RPG	네오위즈		
	P의 거짓	4Q22	PC, 콘솔	소울라이크 RPG	네오위즈		

자료: 각사, 언론자료, 대신증권 Research Center

주: P2E/NFT 도입 여부는 해당 자료 발간일 기준, 회사에서 확정된 시행만을 반영

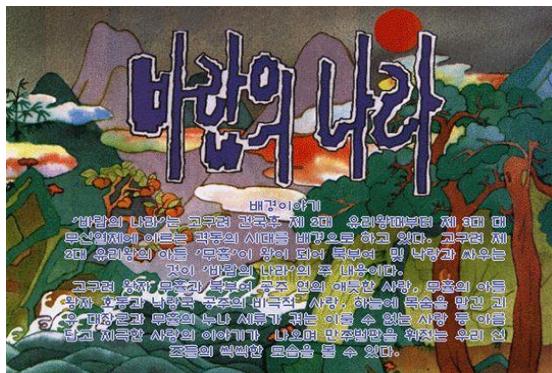
# I. 한국 게임의 Noise

## 1) 모바일 게임: MMORPG의 포화

전세계 게임 시장 점유율 4위를 차지하고 있는 한국 게임 산업은 또 다른 게임 강국인 일본, 미국과는 그 시작이 다르다. 미국과 일본의 경우 게임 기기, 즉 하드웨어의 발전 단계에 따라 게임 산업이 성장했지만, 한국 게임 산업은 온라인 게임 산업이 발전하면서 본격적으로 시장이 성장하기 시작했다. 특히 각 게임사들의 오랫동안 흥행한 대작들의 장르, 비즈니스 모델 등을 살펴봄으로써, 한국 게임 산업의 성장 흐름을 볼 수 있다.

한국 PC 게임의 시작이자, 2000년대 PC 게임의 전성기의 포문을 연 것은 1990년대에 출시한 넥슨의 ‘바람의 나라’와 엔씨소프트의 ‘리니지’다. 두 게임의 장르는 모두 MMORPG다. 한국 게임 시장은 MMORPG 장르의 인기가 압도적으로 높은 시장이며, 모바일 게임 시장의 규모가 PC 게임 시장의 규모를 넘어선 지금까지도 여전히 MMOPRG 장르가 주류다. 2018년부터 2022년 현재까지도 국내 매출 상위 20개 모바일 게임에는 MMORPG 비중이 높다. 모바일인덱스에 공개된, 2021년 12월 기준 모바일 양대 마켓 매출 상위 3개에 포진해 있는 카카오게임즈의 ‘오딘: 발할라 라이징’, 엔씨소프트의 ‘리니지W’과 ‘리니지M’은 모두 MMORPG 장르다.

그림 27. 넥슨의 ‘바람의 나라’ (1996)



자료: 넥슨, 대신증권 Research Center

그림 28. 엔씨소프트의 ‘리니지’ (1998)



자료: 게임메카, 대신증권 Research Center

표 5. 2018년~2020년 국내 매출 상위 모바일 게임 순위 및 장르

순위	2018		2019		2020	
	게임명	장르	게임명	장르	게임명	장르
1	검은사막 모바일	MMORPG	리니지M	MMORPG	리니지2M	MMORPG
2	리니지2 레볼루션	MMORPG	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	리니지M	MMORPG
3	리니지M	MMORPG	리니지2 레볼루션	MMORPG	기적의 검	
4	모두의 미블	보드 게임	검은사막 모바일	MMORPG	라이즈 오브 킹덤즈	전략게임
5	왕이되는자	RPG	브롤스타즈	대전 슈팅 게임	V4	MMORPG
6	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	리니지2M	MMORPG	바람의 나라: 연	MMORPG
7	세븐나이츠	RPG	랑그로사	전략 RPG	AFK 아레나	RPG
8	라그나로크M	MMORPG	라이즈 오브 킹덤즈	전략게임	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG
9	삼국지M	전략 게임	로한M	MMORPG	뮤 이브엔젤	MMORPG
10	FIFA Online 4M	스포츠	피망 포커	카지노 게임	리니지2 레볼루션	MMORPG

자료: 대한민국 게임백서, 대신증권 Research Center

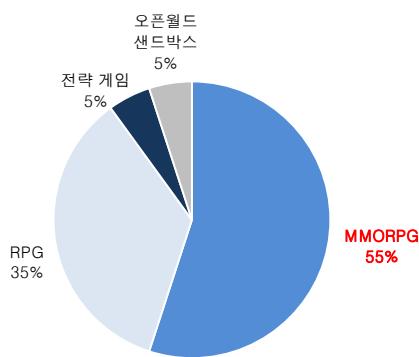
주: 구글플레이 기준

표 6. 2021년 12월 기준 국내 앙데마켓 매출 상위 모바일 게임

순위	구글플레이		iOS	
	게임명	장르	게임명	장르
1	리니지W	MMORPG	오딘: 밸하라 라이징	MMORPG
2	오딘: 밸하라 라이징	MMORPG	리니지W	MMORPG
3	리니지M	MMORPG	리니지M	MMORPG
4	리니지2M	MMORPG	FIFA Online 4M	스포츠
5	블레이드&소울2	MMORPG	쿠키런: 킹덤	RPG
6	기전의 검	RPG	카트라이더 라이브러스	레이싱
7	하이로즈 태일즈	MMORPG	제2의 나라	MMORPG
8	Roblox	오픈월드 샌드박스	원신	RPG
9	라이즈 오브 킹덤즈	전략 게임	리니지2M	MMORPG
10	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	라이즈 오브 킹덤즈	전략 게임
11	제2의 나라	MMORPG	메이플스토리M	MMORPG
12	원신	RPG	바람의 나라: 연	MMORPG
13	쿠키런: 킹덤	RPG	심포니 오프 에픽	RPG
14	리니지2 레볼루션	MMORPG	삼국지 전략판	전략 게임
15	V4	MMORPG	피파모바일	스포츠
16	블루 아카이브	RPG	잉상블스타즈!!	캐주얼 게임
17	에피세븐	RPG	블루 아카이브	RPG
18	퍼즐 오브 Z	RPG	전략적 팀 전투:LOL	전략 게임
19	뮤 이크엔젤2	MMORPG	배틀그리운드	배틀로얄
20	심포니 오프 에픽	RPG	꿈의 집	캐주얼 게임

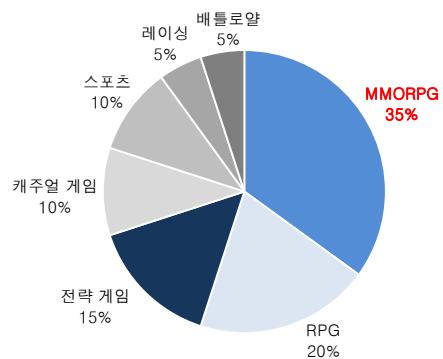
자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center

그림 29. 매출 상위 모바일 게임 장르 비중(구글플레이)



자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center

그림 30. 매출 상위 모바일 게임 장르 비중(iOS)



자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center

## 과금에 치중한 수익모델, 부분유료화 + 확률형 아이템

MMORPG로 한국 게임 시장은 크게 성장했지만, 오늘날에는 MMORPG를 향후 국내 게임 산업의 성장을 저해하는 걸림돌로 보는 인식이 많다. 그러나 정작 문제가 되는 것은 MMORPG 장르 자체의 문제라기 보다는 이 장르에 도입된 ‘과금에 치중한 수익 모델’이라고 판단한다.

한국 MMORPG 게임들의 초기 비즈니스 모델은 월정액 이용권 서비스로 시작했다. 하지만 이후 다수의 게임사들이 MMORPG 게임들을 출시하고 경쟁이 심화되면서, 출시 초기에 빠르게 이용자들을 선점하기 위해서 게임사들은 부분유료화 방식을 도입했다. 부분유료화는 게임의 다운로드는 무료지만, 게임을 이용하면서 부분적으로 요금을 내게 되는 방식이다. 뿐만 아니라, 이 많은 MMORPG 게임들이 PC 온라인 게임에서 모바일 게임으로 플랫폼이 이동하면서, 확률형 아이템이라는 수익 모델까지 도입되었다.

확률형 아이템이란, 일종의 뽑기처럼 지불한 금액과 상관없이 특정 확률에 따라 무작위로 획득하게 되는 아이템을 뜻한다. 그 때문에 이용자들은 원하는 아이템이 나올 때까지 반복적으로 아이템을 구매하게 된다. 이 비즈니스 모델은 게임사 입장에서는 캐시카우 와 다툼이 없기 때문에, 게임사들은 수익을 창출하기 위해 확률형 아이템 설계에 집중하게 된다. 게임사들이 게임 개발이 아닌 수익 모델 설계에만 치우쳐있다는 비판을 받는 이유다. 뿐만 아니라, 확률형 아이템은 희귀 아이템이 나올 확률을 낮춰 이용자들의 과금을 과도하게 유도함으로써 사실상 도박이나 다를 바 없다는 비판까지 받고 있다. MMOPRG 장르 특성 상, 오랫동안 플레이하는 유저들은 하나의 MMORPG 게임에서 이미 많은 과금을 통해 캐릭터의 높은 레벨을 유지하고 있는 하드코어 유저들이기 때문에, 거의 비슷한 형식의 또 다른 신작 MMORPG로 처음부터 새로 게임을 시작할 유인이 부족하다. 최근 엔씨소프트의 기대작이었던 ‘블레이드&소울2’가 크게 외면을 받았던 것이 이를 잘 보여주는 사례다.

그림 31. 리니지의 비즈니스 모델 변천사



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

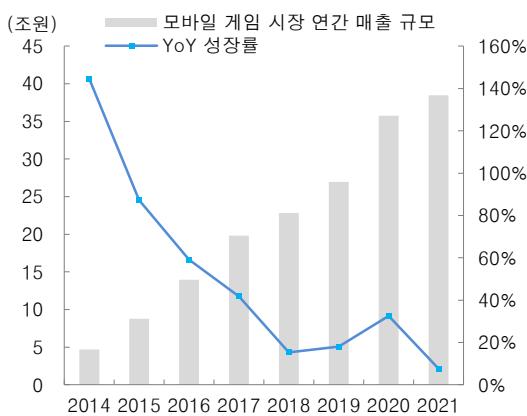
## 2) 외부 환경: 쉽지 않은 중국 게임 출시

국내 게임사들의 대외 수출 규모 중 중국 비중은 압도적으로 높다. 2021년 기준 중국의 모바일 게임 시장 규모는 약 272억 달러(한화 약 32조 6,412억원) 수준으로 전세계 모바일 게임 시장의 약 27%를 차지한다. 중국 게임 시장의 특징은 한국과 같이 MMORPG 장르의 인기가 높기 때문에 국내 대형 게임사들은 일찍이 중국 게임 시장에 진출했다. 그 때문에 중국은 오래전부터 국내 게임의 주요 수출 국가다. ‘2021년 대한민국 게임백서’에 따르면 국내 게임의 중국 수출 비중은 2020년 기준 약 35%다. 한편 2020년 기준 중국의 게임 내수 점유율은 86% 수준이다.

하지만 중국 게임 시장에서 순탄히 사업을 하기에는 늘 정치적 이슈, 중국 내 게임 산업 규제 등의 제약이 따랐다. 한국 게임사들이 크게 영향을 받기 시작했던 것은 한국 내 사드 배치를 문제 삼으면서 자국 내에서 한국의 신작 게임 유통을 제한하면서부터다. 중국은 자국에 출시되는 게임에 발급하는 일종의 서비스 인허가권인 ‘판호’를 발급하는데, 국내 게임은 2017년 3월 이후 중국 정부로부터 약 3년 9개월 동안 판호를 발급받지 못했다. 이후 2020년 12월 컴투스의 ‘서머너즈 워: 천공의 아레나’를 시작으로 2021년 2월 핸드메이드 게임의 ‘룸즈: 풀리지 않는 퍼즐’, 2021년 6월 펠어비스의 ‘검은사막 모바일’이 외자 판호를 발급 받음으로써 2017년부터 현재까지 발급된 외자판호 총 931건 중 단 3건의 한국 게임이 중국 판호를 받았다.

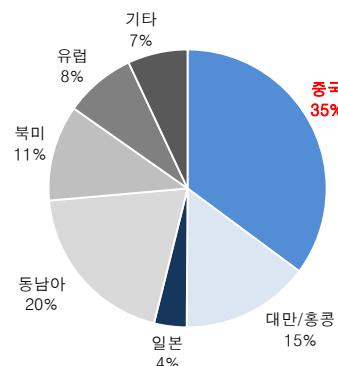
컴투스의 ‘서머너즈 워: 천공의 아레나’가 오랜만에 중국으로부터 외자 판호를 재발급 받으면서, 당시 국내 게임사들의 중국 진출에 대한 기대감이 다시 커졌다. 현재 중국 판호 발급을 기다리고 있는 게임은, 넷마블의 ‘리니지2 레볼루션’, 엔씨소프트의 ‘리니지 레드나이츠’, 위메이드의 ‘미르4’, ‘미르M’ 등이 있다.

그림 32. 중국 모바일 게임 시장의 규모



자료: 2021 중국게임산업보고서 대신증권 Research Center

그림 33. 2020년 중국 수출 비중 약 35%



자료: 2021 대한민국 게임백서, 대신증권 Research Center

그림 34. 중국 판호 발급 건 수 추이



자료: 중국신문출판총서, 대신증권 Research Center

그림 35. 2020.12. 서머너즈 워: 천공의 아래나



자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

그림 36. 2021.06. 검은사막 모바일



자료: 퍼어에이스, 대신증권 Research Center

국내 게임사들의 중국 서비스를 어렵게 만드는 또 다른 요인은 중국의 게임을 포함한 엔터테인먼트 산업에 대한 규제다. 중국의 게임 산업 규제는 새롭게 등장한 이슈는 아니다. 오래전부터 중국 정부는 게임의 영향력을 영화나 TV프로그램의 영향력과 같다고 보고, 폭력성, 선정성, 중독성이 심한 게임은 규제 대상이 되었다.

#### 모바일 게임 서비스에 관한 주요 규제

- 2016년 5월. 모바일 게임의 판호 발급이 권고사항에서 의무사항으로 변경
- 2016년 12월. 확률형 아이템 서비스에 대한 규제 강화와 함께, 게임 머니와 아이템에 대한 현금화 서비스 금지
- 2017년. 만 18세 미만의 미성년자에 한해 매일 자정부터 오전 8시까지 온라인 게임 이용 제한. 인터넷 접속 자체 차단 법안 준비
- 2018년. 청소년 시력 향상을 위한 명분으로 온라인 게임 총량제 도입. 중국 내 12세 이하 사용자들은 모바일 게임의 사용 시간이 연속으로 15분, 일 최대 1 시간으로 제한. 19세 이하 이용자는 2시간으로 제한
- 2019년 4월. 판호 발급에 대한 새로운 규정 발표  
전투, 격투, 총격 등의 게임에서 어떤 색깔의 액체도 표현 금지. 유혈 장면 묘사 금지. 시체는 최대한 빨리 사라져야 하며, 미성년 이용자는 게임 내에서 결혼 금지. 게임명에서 영어 사용 금지. 3차례의 수정 의견 후에도 문제가 있는 게임은 판호 재신청 금지
- 2020년. 해외 서버 연동 금지
- 2021년. 미성년자의 온라인 게임 중독 방지에 관한 통지. 18세 미만 청소년들의 온라인 게임 허용 시간을 주말과 공휴일 밤 8~9시로 제한

신작에 대한 판호 발급 뿐만 아니라 중국의 자국 게임을 포함한 게임 산업 자체에 대한 규제가 심하다 보니, 국내 게임사들의 중국 출시와 서비스는 어려울 것으로 판단한다.

그림 37. '동물의 숲' 판매 금지 커뮤니티 기능을 통한 정치 선동 우려 및 과도한 확산력이 금지 사유



자료: 닌텐도 동물의 숲 대신증권 Research Center

표 7. 2021년 9월 징동닷컴 게임 판매 금지 리스트 87개

게임	장르	금지 사유
Call of Duty Series 13편	FPS	폭력성, 전쟁 묘사
Tom Clancy Series 6편	FPS	폭력성, 전쟁 묘사. 미군 특수부대의 군사작전 묘사로 인한 국가 안보 위협
Sniper: Ghost Warrior	FPS	폭력성
Sniper: Ghost Warrior 2	FPS	폭력성
Operation Flashpoint 2: Dragon Rising	FPS	폭력성, 전쟁 묘사
Operation Flashpoint 3: Red River	FPS	폭력성, 전쟁 묘사
Battle Field Series 3편	FPS	중국과의 전쟁 및 중국 본토 침략 표현으로 인한 국가 안보 위협
KANE & LYNCH Series 2편	액션	폭력성
용과 갈이 시리즈 전편	액션	범죄 국가 안보 위협성 대사 다수 등장 정부 관련 대형 묘사
Sleeping Dogs	액션	홍콩 등장 국가 통일을 위해 금지
Shell Shock Series 2편	FPS	폭력성, 전쟁 묘사
GTA Series 14편	액션	폭력성, 범죄
Mafia: The City of Lost Heaven	TPS	폭력성, 범죄
Mafia 2	TPS	폭력성, 범죄
Saints Row	액션	폭력성, 범죄
Saints Row 2	액션	폭력성, 범죄
True Crime: Street of LA	액션	폭력성, 범죄
True Crime: NewYork City	액션	폭력성, 범죄
Mercenaries: Playground of Destruction	액션	폭력성, 범죄
Mercenaries 2	액션	폭력성, 범죄
50 Cent Bulle Proof	액션	폭력성, 범죄
50 Cent Blood on the Sand	액션	폭력성, 범죄
대부	액션	폭력성, 범죄
대부2	액션	폭력성, 범죄
Siren Series 2편	공포	의식 주술 묘사로 인한 불건전한 미신 전파 우려
Siren: Blood Curse	공포	의식 주술 묘사로 인한 불건전한 미신 전파 우려
Command and Conquer	전략	중국 내 쿠데타 표현, 천안문 광장 폭탄 테러, 홍콩 칸벤션센터 폭파 등
Medal of Honor Warfighter	FPS	탈리반 묘사 세력 등장으로 인한 국가 이익 및 안보 위협
Arma 2	FPS	폭력성, 전쟁 묘사
Homefront	FPS	제작 과정 중 중국을 악으로, 미국을 선으로 표현
Heavy Fire: Afghanistan	FPS	인접국가 전쟁 묘사로 인한 국가 이익 및 안보 위협
Wargame: Red Dragon	RTT	홍콩 전쟁 표현
Enemy Front	FPS	폭력성, 전쟁 묘사
H1Z1	배틀로얄	폭력
Dead by Daylight	서바이벌	폭력, 해골 묘사 등
Friday the 13th, The Game	서바이벌	폭력, 전혹
Hearts of Iron	시뮬레이션	티베트, 신장 등의 독립 표현 국가 통일 위협 일본의 대만 점령 묘사
IGI-2: 코비트 스트리아크	FPS	중국군에 대해 부정적으로 묘사
Command and Conquer 3	전략	사이비 종교 표현으로 인한 민족 풍습 침해 우려
탈의 미작	보드	선진성, 시한성
Biohazard	서바이벌	폭력성, 전혹성
Quake 3 Arena	FPS	폭력성
Total overdoes	액션	폭력성
Scar Face	액션	폭력성
Crack Down	액션	폭력성
Red Dead Redemption2	액션	단일 범는 집단 묘사, 공권력에 대한 저항 묘사
PES 2019	스포츠	시행성
FIFA 시리즈 2편	스포츠	시행성
모여봐요 동물의 숲	커뮤니케이션	커뮤니티 기능을 통한 정치 선동 우려 및 과도한 확산력
Super Mario Maker 2	샌드박스	커스터마이징 기능을 통한 정치 선동 우려
The Last of Us	액션	동성애 묘사

자료: 징동닷컴 대신증권 Research Center

## II. MMORPG의 새로운 BM: P2E, NFT

### ‘P2E, NFT’ 는 MMORPG 의 돌파구

현재 게임 업계의 제일 큰 화두는 ‘P2E와 NFT게임’이다. P2E 게임이란, 유저가 게임을 하면서 획득한 재화를 암호화 화폐로 교환할 수 있는 게임이다. P2E와 NFT 게임을 혼동할 수 있는데, NFT 게임은 P2E 게임과는 별개로 게임 내 NFT 요소가 도입된 게임을 의미한다.

NFT 도입의 핵심은, 게임의 캐릭터나 아이템, 재화 등을 디지털 자산화해서 고유의 가치와 소유권을 생성시키고 이들을 특정 NFT 거래소에서 거래하면서 생긴 가상의 수익을 현실의 수익으로까지 이어지도록 하는 것이다. NFT(캐릭터, 아이템, 재화 등)를 소유한 유저는 다른 유저와 소유권 거래가 가능한 데, 거래가 이루어지면 그 고유 가치, 소유권, 거래 기록 등의 정보가 전부 그 게임이 기반하고 있는 블록체인에 기록된다.

이러한 NFT는 우리가 흔히 알고 있는 이더리움이나 게임사가 자체적으로 개발한 토큰 혹은 코인과 같은 FT(대체가능한 토큰)로 교환이 가능하고, 이 FT는 다시 가상 화폐 거래소에서 현금화가 가능하다.

그렇다면 P2E, NFT게임은 어떤 장르의 게임에 적합할까. MMOPRG가 독식하고 있는 한국 게임 시장에도 이들의 적용이 적합한 지에 관한 의문에, 이미 위메이드의 MMOPPG 게임 ‘미르4’가 이를 증명했다.

그림 38. 미르4 유저의 수익화 과정



자료:위메이드, 빗썸 대신증권 Research Center

P2E, NFT 게임 시장 조사업체인 Playtoearn.net은 자체적으로 거래 규모와 유저 수 등을 통해 개발한 게임 인지도 점수를 통해서, 매일의 P2E, NFT 게임들의 순위를 발표한다. Playtoearn.net이 발표하는 게임 순위를 보면, 사실 상위 10위 안에 MMORPG 장르는 없다. 펫 육성형 게임이나 샌드박스 형 게임이 주류다. 다만, 특이한 점은 상위에 위치한 게임들을 보면, 유명 게임인 'Axie Infinity' 정도를 제외하고는 계속 새로운 게임들이 보인다는 점이다. 이는 P2E, NFT 게임의 비즈니스 모델을 보면 이유를 알 수 있다.

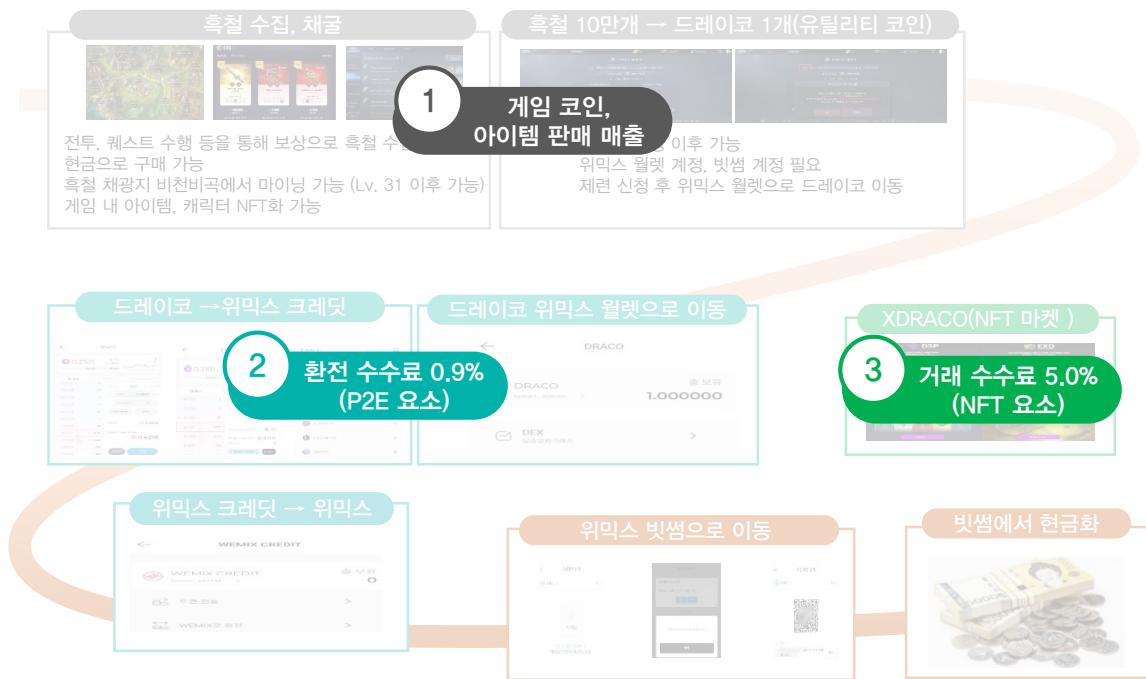
게임사들은 게임 유저들이 1) 게임 재화를 암호화 화폐로 전환 시, 그리고 2) NFT를 거래할 때마다 수수료를 받는다. 예를 들어, Axie Infinity의 경우, Axie라는 NFT화된 펫이 거래될 때마다, 개발사 Sky Mavis는 거래 규모의 4.25%에 해당하는 수수료를 받는다. 위메이드의 미르4의 경우, P2E와 NFT 요소가 모두 도입된 게임으로 두 가지의 수수료 매출이 발생한다. 게임의 유저리티 코인인 드레이코를 암호화 화폐 위믹스로 전환할 때 발생하는 거래금액의 환전 수수료 0.9%와 NFT 아이템 거래 시 거래대금의 수수료 5%를 수취한다. 즉, 해당 게임을 즐기는 유저 수와 거래 규모가 많을수록 그 게임사는 수익을 얻게 되는 구조다.

그림 39. 매일 새롭게 등장하고 사라지는 P2E 게임 순위

#	Name	Genre	BREEDING	CARD	BREEDING	CARD	BREEDING	CARD	BREEDING	CARD	BREEDING	CARD
1	Axie Infinity Battle and collect fantasy creatures called Axie	OPEN WORLD COLLECTIBLE	1	Axie Infinity Battle and collect fantasy creatures called Axie	1	Axie Infinity Battle and collect fantasy creatures called Axie	1	Axie Infinity Battle and collect fantasy creatures called Axie	1	Axie Infinity Battle and collect fantasy creatures called Axie	1	Axie Infinity Battle and collect fantasy creatures called Axie
2	Ghost Block NFT Glow your ghosts and go Haunting to earn rewards	OPEN WORLD COLLECTIBLE	2	NBA Top Shot Collectible NBA moments on the Blockchain	2	NBA Top Shot Collectible NBA moments on the Blockchain	2	Wizardium Glowing NFT Metaverse where Magic comes True	2	Ghost Block NFT Glow your ghosts and go Haunting to earn rewards	2	Ghost Block NFT Glow your ghosts and go Haunting to earn rewards
3	FarmPoly Happy Harvest P2E	VIRTUAL WORLD	3	SoChicks Play to Earn Fantasy Battle Game on Solana	3	Chumbi Valley Explore a relaxing forest valley while earning	3	NBA Top Shot Collectible NBA moments on the Blockchain	3	NBA Top Shot Collectible NBA moments on the Blockchain	3	NBA Top Shot Collectible NBA moments on the Blockchain
4	NBA Top Shot Collectible NBA moments on the Blockchain	CARD COLLECTIBLE	4	Kingdom Karamage Animated combat trading card game on Eris	4	Shoot Block NFT Glow your ghosts and go Haunting to earn rewards	4	The Fabled Playfighting - The Darkouts of NFTs	4	Dino Land A mostly lonely Metaverse and Play to earn Game	4	Dino Land A mostly lonely Metaverse and Play to earn Game
5	Blupetpet Dino Land Farming NFT Game	OPEN WORLD COLLECTIBLE	5	Farm Planet Farm Planet is a 3D Metaverse play-to-earn game	5	Dino Land Explore a relaxing forest valley while earning	5	SoChicks Play to Earn Fantasy Battle Game on Solana	5	Chumbi Valley Explore a relaxing forest valley while earning	5	Chumbi Valley Explore a relaxing forest valley while earning
6	Rune Rune is an addictive dark fantasy RPG	OPEN WORLD ADVENTURE	6	Chumbi Valley Explore a relaxing forest valley while earning	6	Fantasy Arena Play with Fantasy Cards, join in our metaverse!	6	Kingdom Karamage Animated combat trading card game on Eris	6	Dragonball Super Dragonball Super 2 Zone Fee Pay to earn NFT Game	6	Dragonball Super Dragonball Super 2 Zone Fee Pay to earn NFT Game
7	Soldiers Land The first real utility NFT game	ACTION OPEN WORLD	7	Ghost Block NFT Glow your ghosts and go Haunting to earn rewards	7	Farm Planet Farm Planet is a 3D Metaverse play-to-earn game	7	SoChicks Join the SoChicks revolution!	7	Cukies World First NFT Based Play-to-Earn Game in Eris Network!	7	SoChicks Join the SoChicks revolution!
8	PlaytoMon Evoive - Battle - Farm	COLLECTIBLE	8	Fantasy Arena Play with Fantasy Cards, join in our metaverse!	8	Fantasy Arena Play with Fantasy Cards, join in our metaverse!	8	Soldiers Land The first real utility NFT game	8	Arts of War Lever up your NFT to win your opponent's NFT	8	FarmPoly Happy Harvest P2E
9	HEROCATGAMERFI HERO CAT is a NFT-208 mining game	OPEN WORLD COLLECTIBLE	9	Dino Land Explore a mostly lonely Metaverse and Play to earn Game	9	Kingdom Karamage Animated combat trading card game on Eris	9	Arts of War Lever up your NFT to win your opponent's NFT	9	Farmers World Farmers World is a farm simulation game	9	Farmers World Farmers World is a farm simulation game
10	Cryptobeasts Congratulation! You have hatched upon a rare egg	OPEN WORLD ADVENTURE	10	Ninja Fantasy/ Ninja Fantasy is a 3D Metaverse game inspired by Naruto	10	Smashlife Smash your arms into large scale war	10	Farmers World Farmers World is a farm simulation game	10	Arme Legends Collect the most powerful Arme in the universe	10	Arme Legends Collect the most powerful Arme in the universe
11	SoChicks Join the SoChicks revolution!	COLLECTIBLE	11	RetroCode Classic Retro Play to Earn Games	11	Dragonball Super Dragonball Super 2 Zone Fee Pay to earn NFT Game	11	Meme Killer Ready to go battin' against meme tokens?	11	Levi63 The player guides PAC-MAN through an enclosed maze	11	Levi63 The player guides PAC-MAN through an enclosed maze
12	Arme Legends Arme is the most powerful Arme in the universe	OPEN WORLD ADVENTURE	12	Dragonball Super Dragonball Super 2 Zone Fee Pay to earn NFT Game	12	Blood Runne Open world 3D Metaverse play-to-earn game	12	The Sandbox User generated Blockchain Gaming Metaverse	12	Papillon Evoive - Battle - Farm	12	Papillon Evoive - Battle - Farm
13	Califano4GATED New platform for racing on Cardano	RACING OPEN WORLD	13	Monster Battle ICO Gamefi running on BSC	13	PaytoMon ICO Gamefi running on BSC	13	Farm Planet Farm Planet is a 3D Metaverse play-to-earn game	13	Untamed Isles Monster hunting and farming, farm based MMORPG	13	Untamed Isles Monster hunting and farming, farm based MMORPG
14	Meme Lordz Meme Lordz is a top down RPG	PVP OPEN WORLD	14	HEROCATGAMERFI HERO CAT is a NFT-208 mining game	14	Untamed Isles Monster hunting and farming, farm based MMORPG	14	Age of Tanks The WORLD'S FIRST SELF-ASSEMBLY 3D TANKS NFT GAME	14	100Blocks Space Create unique NFTs and yield BNB in the process	14	100Blocks Space Create unique NFTs and yield BNB in the process
15	KAINICORE The Lords Of Light Enter the Kaiinicore	CARD OPEN WORLD	15	Street Runner NFT NFT Game Racing Play to Earn	15	Meme Lordz Meme Lordz is a top down RPG	15	Meme Lordz Meme Lordz is a top down RPG	15	Metallands Play for Fun, Battle for ROI	15	Metallands Play for Fun, Battle for ROI

자료: playtoearn.net, 대신증권 Research Center

그림 40. 위메이드의 미르4 매출 = 게임 수익(게임 머니, 아이템 판매) + 드레이코의 교환, NFT 거래 등을 통한 수수료



자료:위메이드, 빗썸 대신증권 Research Center

P2E, NFT 게임은 많은 수의 유저가 필요하다 보니, 게임이 복잡하거나 높은 수준의 게임성과 퀄리티를 요구하지 않는다. 많은 유저가 쉽게 즐기면서 수익을 빼고 쉽게 창출 할 수 있을 정도의 게임이면 된다. 이는 P2E 게임보다 NFT 게임에서 더욱 두드러지는 특징인데, 개발사들 입장에서는 어렵지 않게 이러한 수준의 비슷한 게임들을 한 번에 여러 개를 출시한다. 유저 수가 몰릴 때, 개발사는 반짝 수익을 얻게 되고, 이후에 유저 수가 줄어들고 게임 안의 재화나 NFT 가치가 떨어지게 되면서 그 게임은 수명을 다한다. 현재 인기 순위에 있는 게임들이 이런 시나리오의 반복이다.

앞서 2017년에 출시됐던 이더리움 블록체인에 기반한 NFT 게임인 ‘크립토키티’를 떠올려보면 쉽게 이해할 수 있다. 2017년 11월 출시 이후 한 달만에 크립토키티의 거래 규모는 약 112억원에 달했고, DAU는 13,000명 이었다. 그러나 유저들은 빠르게 흥미를 잃었고, 바로 다음 달인 2018년 1월 DAU는 100명으로 감소했으며, 한 때 30만 달러를 호가했던 크립토키티 한 마리당 가격은 2018년 6월 기준 60달러 수준으로 떨어졌다. 남아있는 유저들은 손실을 봤다. NFT가 계속 그 가치를 유지하려면 희소성의 스토리가 오래 지속되어야 한다.

그림 41. 크립토키티의 몰락



자료: 씨미리웹 대신증권 Research Center

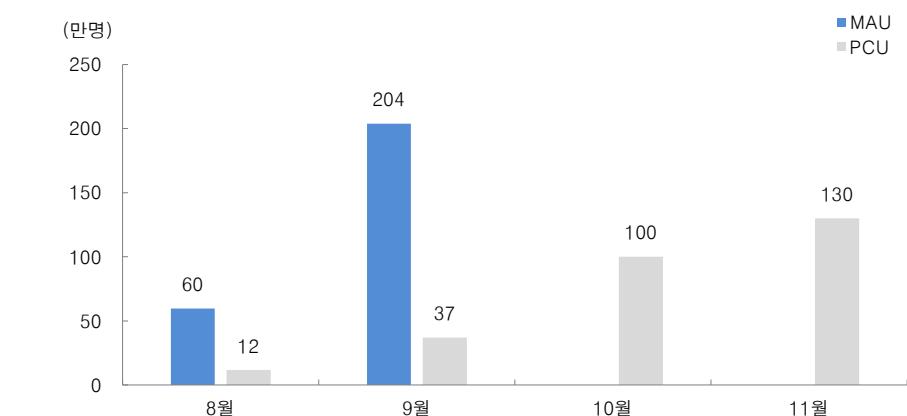
다시 MMORPG로 돌아오면, 한국의 MMORPG는 국내에서 양산형 게임이란 질타를 받고 있기는 하지만, 쉽게 개발되는 P2E, NFT 게임에 비하면 하이퀄리티 게임으로 게임성이 우수하다. 이들 게임 전체에서 '미르4'의 게임 순위가 높은 상황은 아니다. 하지만 8월 출시 이후 지금까지 꾸준히 플레이되고 있고, MAU(월간 활성 이용자 수), PCU(최고 동시 접속자 수) 등의 지표는 꾸준히 우상향하고 있다.

여러 장르의 P2E, NFT 게임이 플레이되고 있는 것으로 보아 P2E와 NFT를 도입하기 위해서 꼭 무슨 장르여야만 하는 것은 없다. 다만, MMORPG 장르의 두 가지 특징(긴 게임 수명, 넓은 유저 풀)으로 인해 이 두 요소를 도입했을 때, 게임의 라이프사이클이 길어질 수 있도록 하고, 결국엔 게임 내 재화의 가치를 오랫동안 지킬 수 있다.

MMORPG는 장르 특성 상, 세계관에 기반한 스토리, 끊임없는 업데이트, 하드코어 유저 등의 요소로 인해 1) 게임의 수명이 길다. MMORPG 장르 특성 상 게임 출시 초반에 대규모로 몰린 유저들의 빠른 이탈이 있긴 하지만, 상당 수의 하드코어 유저들이 장기간 게임을 플레이한다. 그렇기 때문에, P2E와 NFT 도입 시 게임 유저의 지속적인 이탈로 게임 내 재화의 가치가 하락하는 일은 없을 것으로 판단한다.

또 다른 MMORPG의 특징으로 공성전이 있다. 공성전은 MMORPG 게임의 대규모 PvP 컨텐츠다. 공성전에서는 최소 수십명에서 수백명의 유저들이 길드 혹은 협맹을 맺고 참가한다. 당연히 2) 유저 풀이 많은 게임에서 공성전이 가능하다. 특히, 최근 엔씨소프트가 글로벌 출시한 '리니지W'는 여러 지역의 유저가 같이 즐기는 글로벌 원빌드 게임으로, 자연스럽게 국가별로 공성전이 형성되도록 설계되었다. 즉, 다시 말해 한 게임에 참여하는 유저들이 많다.

그림 42. 위메이드 '미르4'의 MAU, PCU 우상향



자료: 위메이드, 대신증권 Research Center

그림 43. 위메이드 '미르4'의 대규모 공성전



자료: 위메이드, 대신증권 Research Center

그림 44. 엔씨소프트 '리니지W'의 대규모 공성전



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

## P2E, NFT 게임의 리스크

게임 수익 모델의 혁신을 불러일으킬 P2E, NFT 게임에도 리스크는 역시 있다. 과학 저널 프론티어스가 분석한 NFT 게임 ‘크립토키티’의 실패 원인 2가지로 게임 내 경제 시스템 문제와 블록체인 시스템의 한계를 꼽는다.

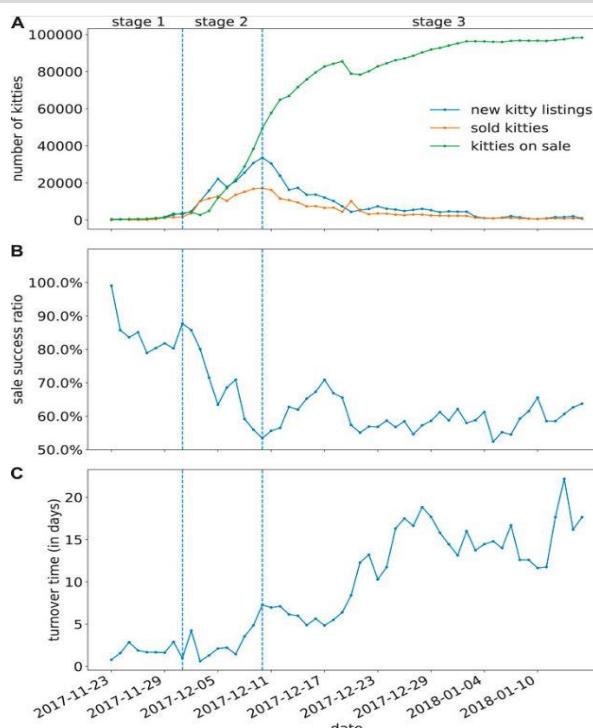
P2E 게임 역시, 게임 코인과 암호화 화폐가 구성하는 톤 경제 시스템 안에서 이들의 변동 및 시세 차이가 결국 게임 내 재화의 가치 하락으로 이어진다는 점에서 경제 시스템 문제가 발생할 수 있다. 또한 P2E 게임 역시 암호화 화폐가 블록체인 기반이기 때문에 블록체인 시스템의 한계를 갖는다.

### 1. 게임 내 경제 시스템 붕괴

NFT 게임의 경우, 게임 특성 상 출시 시점 초기에 인지도가 급격히 증가한다. 한 NFT 게임이 미디어 상에서 이목을 끌게 되면, 유저들이 게임에 몰리게 되고 NFT의 발행 및 거래량은 폭증한다. 크립토키티의 경우에도, 게임 출시 초기에 유저들은 돈을 벌기 위해 게임에 몰려들었고, 누구나 할 것 없이 크립토키티를 생성했다. 결국 하루에 생성되는 크립토키티의 양이 매일 구매하고자 하는 크립토키티의 양보다 많아지면서 과잉 공급이라는 불균형이 발생했다.

자유 시장 경제 체제에서 과잉 공급이 균형 가격의 하락을 가져오듯, 크립토키티의 가치는 빠르게 하락했다. 수익 창출이 게임 참여의 주 이유였던 참여자들은 더 이상 크리토 키티의 거래로부터 수익을 창출할 수 없게 되었다.

그림 45. 크립토키티의 수급 불균형



자료: 프론티어스, 대신증권 Research Center

NFT만 도입한 크립토카티와 달리, P2E와 NFT를 모두 도입한 Axie Infinity와 미르4의 게임 경제 시스템은 더욱 복잡하다. P2E의 경우, 게임 코인의 가치 변동, 게임 코인과 연동된 암호화 화폐 간의 시세 차이 등의 문제가 있다.

Axie Infinity 경우, 게임 안에서 SLP와 AXS 두 가지 코인이 사용되며, 이 두 코인은 모두 상장되어 있다. 최근 문제가 된 것은 SLP의 가치 하락이다. SLP는 작년 7월 395원에서 최근 1월 21원으로 코인 가격이 하락했다. 7월에 SLP의 락업 물량이 해제된 영향도 있었지만, 게임 내 SLP의 공급량이 많아지면서 코인의 수급 불균형의 문제가 생긴 영향 역시 한 몫 했다. 게임 플레이를 위해 SLP를 소비하는 유저보다 현금화하여 돈을 벌려는 유저가 더 많았기 때문이다.

미르4의 경우, 출시 이후 그동안 게임의 유털리티 토큰인 드레이코의 시세와 연동 암호화 화폐인 위믹스 간의 시세가 맞지 않는 어려움이 있었다. 이 역시 게임 내 드레이코의 공급이 많아지면서 드레이코의 가격 하락이 지속되는 문제에 기인한다.

→ 게임 내 경제 불균형 문제는 게임사의 통제로 해결 가능할 것으로 생각된다. 인게임 경제체계 문제는 예전 MMORPG에서부터 있었던 이슈다. 이를 테면, MMORPG 안에서 머드플레이션(재화가 과잉 생산되면서, 재화의 가치가 하락하게 되는 현상)을 막고자, 게임사들은 게임 내 화폐 소비, 아이템 소각, 아이템 거래 등의 컨텐츠를 제공한다.

Axie Infinity의 경우, 엑시 캐릭터를 교배하기 위해 필요한 교배 수수료의 가격을 올림으로써, 소비되는 SLP의 양을 증가시켰다. 위메이드 역시 유털리티 코인과 연동 암호화 화폐 간의 시세 불균형 문제에 대응해 최근 트리니티 알고리즘 시스템을 도입했다. 트리니티 시스템은 Players(드레이코 수요 담당), Earners(드레이코 공급 담당), Holders(드레이코 수요 담당)라는 세 주체가 만족할 수 있도록 흑철과 드레이코의 교환 수수료(smelting fee)를 자동으로 조정하는 시스템이다. 뿐만 아니라 드레이코 이외에 미르4 게임에서 사용될 또 다른 유털리티 코인인 하이드라(Hydra)코인을 최근 소개했는데, 이 하이드라는 드레이코를 소모함으로써 얻을 수 있다. 또한 회사는 하이드라 코인을 통해 미르4의 블록체인 시스템을 DeFi 영역으로 확장할 계획이다. 결국 위메이드가 게임 내 경제 시스템에 적극적으로 대응하기로 행보를 정한 것으로 파악된다.

그림 46. Axie Infinity의 SLP 가치 하락



자료: CoinMarketCap, 대신증권 Research Center

그림 47. 스카이 마비스의 엑시 교배 수수료 조정



자료: 스카이 마비스, 대신증권 Research Center

그림 48. 미르4, 트리니티 알고리즘 도입



자료: 위메이드, 대신증권 Research Center

그림 49. 미르4, 하이드라 코인 도입



자료: 위메이드, 대신증권 Research Center

## 2. 블록체인 시스템의 한계

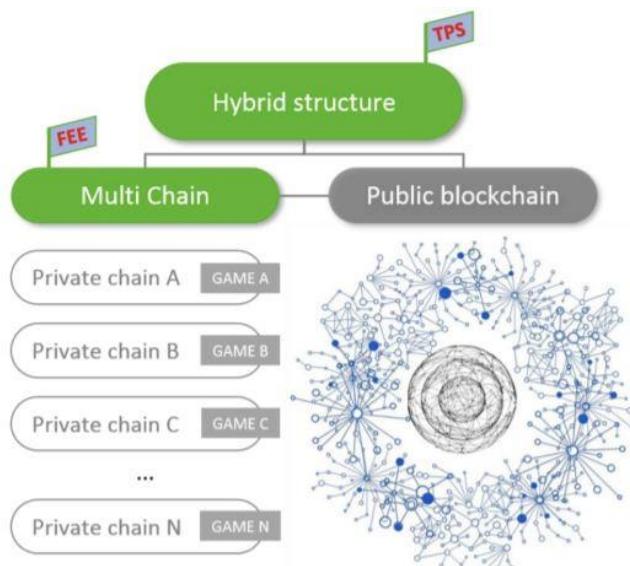
두 번째 리스크는 가상 화폐와 NFT가 블록체인에 기반했기 때문에 갖는 리스크다. 가상 화폐의 불안정한 가격 변동성은 게임 내 재화와 NFT 가치에도 영향을 준다. 예를 들어, NFT를 새로 발행하거나 유저들끼리 NFT를 거래하게 될 때, 일종의 전송 수수료 혹은 네트워크 이용비로 해석되는 가스비(gas fee)가 발생한다. 이더리움 블록체인에 기반한 NFT 게임들은 NFT 거래 시마다, 이더리움 블록체인을 이용한 가스비를 지불해야 하는데, 이더리움 가격이 상승하게 되면 가스비 역시 상승하게 되어 NFT 거래 비용이 증가한다.

이더리움의 가격이 2017년 12월 10일 451달러에서 2018년 1월 10일 1,322달러로 상승했을 때, 크립토게임의 이용 비용이 가파르게 증가했고, 이는 새로 게임을 시작하는 유저들에게 진입장벽 역할을 했다

→ Axie Infinity 역시 이더리움 블록체인 상에서 구현한 게임으로, 이더리움의 가스비가 항상 발생한다. 개발사는 이더리움의 가스비가 지속적으로 상승하고, 거래 속도가 지연되자 ‘로닌(Ronin)’이라는 사이드체인을 만들어 상당수의 거래가 로닌 상에서 발생하도록 하였다. 사이드체인이라는 기준 메인체인인 이더리움의 하위 체인을 뜻한다.

위메이드의 기축 통화인 위믹스의 경우, 메인넷 클레이튼 기반의 토큰이다. 위믹스 역시 높은 거래 수수료와 속도 저하 등의 문제를 해결하기 위해, 메인 블록체인에 멀티체인을 연결하는 하이브리드 구조를 사용했다. 이외에 위메이드를 비롯 국내 게임사들은 가상화폐 가치 변동에 게임 안의 유트리티 재화가 영향을 덜 받을 수 있도록, 게임 특화 블록체인 플랫폼을 발전시키고 있다.

그림 50. 위믹스, 하이브리드 구조를 통해 낮은 거래 속도, 높은 거래 수수료 해결



자료: 위믹스 백서, 대신증권 Research Center

## P2E, NFT 게임은 아직 초기 단계

현재 P2E와 NFT 게임 시장은 굉장히 초기 단계다. 전 세계적으로 P2E, NFT 게임 유저들의 수를 정확히 측정하기는 어렵지만, 제일 장기간 흥행하고 있는 게임인 ‘Axie Infinity’의 경우 DAU(일간 활성 이용자 수)가 200만명 수준인 반면, 글로벌 모바일 게임인 ‘PUBG Mobile’의 경우 5000만명 이상인 것으로 고려하면 아직 P2E와 NFT 게임의 유저 수가 전세계적으로 많지는 않을 것으로 파악된다. 글로벌 전체 게임 중에서 P2E, NFT 게임의 유저 수는 1% 수준인 것으로 업계는 추정한다.

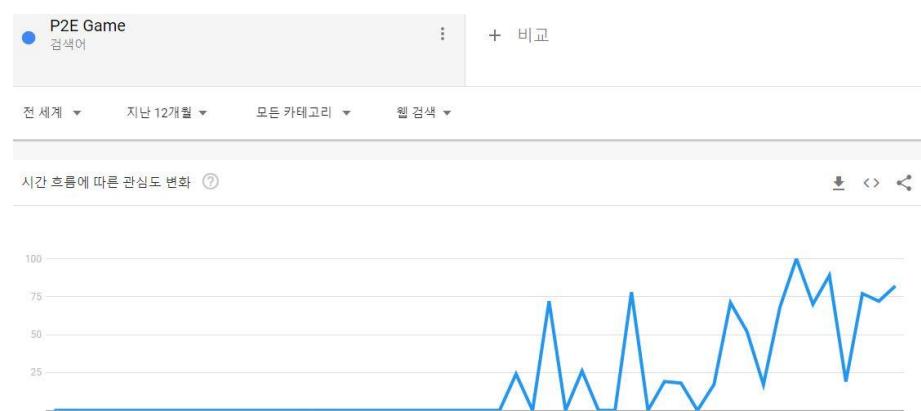
어느 지역에서 NFT 거래가 가장 활발하게 진행되고 있는지 또한 가늠하기가 쉽지 않다. 거래가 보통 익명일 뿐더러, 거래 시 입력되는 정보에 지역에 관한 정보는 기록되지 않기 때문이다. 다만, 구글 트렌드를 통해 어느 지역에서 높은 관심도를 보이는지 파악할 수 있다.

검색어 ‘P2E Game’은 작년 하반기부터 검색 수가 급격히 증가했고, ‘NFT Game’의 경우, 30일 동안 가장 많이 검색한 곳을 보면 주로 필리핀, 태국, 베트남 등의 동남아 지역과 베네수엘라, 쿠바, 아르헨티나 등의 중남미 지역에서 관심이 큰 것을 알 수 있다.

사행성을 이유로 게임을 금지하는 한국과 중국을 제외하고는 P2E 게임에 대한 규제가 있는 국가는 현재 없는 것으로 파악된다. 두 국가를 제외한 나머지 국가에서 관대한 입장은 취하고 있다기 보다는, 해당 게임 시장이 그만큼 초기 단계이고 이와 관련해서 아직 합의된 법, 규제 등이 각 나라별로 없기 때문이라고 판단한다. 글로벌 게임사의 경우도 마찬가지다. EA와 Ubisoft는 지난 3분기 실적 발표에서 블록체인 게임을 개발할 계획이라고 발표했으며, 미국의 게임과 엔진을 개발하는 곳인 에픽게임즈 역시 자사 플랫폼인 에픽게임스 스토어에서 NFT 게임을 허용한다고 밝혔다. 하지만 세계 최대 PC 게임 유통 플랫폼인 스팀을 운영하는 미국의 게임 개발사 밸브 코퍼레이션은 NFT 게임을 금지하였다.

국내에서도 P2E 게임은 불가하다. 국내에서 이용자가 해외 서버로 게임에 접속하는 우회적인 방법으로 게임을 이용할 수는 있지만, 국내 게임사가 정식으로 국내에서 게임을 출시하는 것은 현행 게임법상 불가능하다. 국내 게임법상, 게임 내 재화를 실제 현금화하는 것을 금지하는 환금성, 사행성 규제가 있기 때문이다. 국내에서 P2E 게임의 규제 완화는 좀 시간이 걸릴 것으로 예상한다.

그림 51. 지난 12개월 동안 P2E Game의 검색 트렌드



자료: 구글, 대신증권 Research Center

그림 52. 지난 30일 동안 NFT Game의 검색 트렌드



자료: 구글, 대신증권 Research Center

그림 53. Steam의 NFT 게임 금지



자료: Valve Corporation, 대신증권 Research Center

## 국내 주요 게임사의 P2E, NFT 게임 추진 현황

시장이 아직 초기 단계인만큼, 게임 시장에서 새롭게 P2E, NFT 게임에 유입될 유저들은 많이 남아있다. 빠르게 유저들을 선점하는 것이 중요하다. 지난 3분기 실적을 통해 국내 주요 게임사들은 P2E, NFT 게임을 추진하고 있다고 밝혔고 올해 초 게임사들이 라인업과 함께, 구체적인 계획을 공개하고 있는 모습이다. 국내 주요 게임사들의 NFT 게임 추진 현황을 다음의 표로 정리해보았다.

표 8. 국내 주요 게임사 별 P2E, NFT 게임 추진 현황

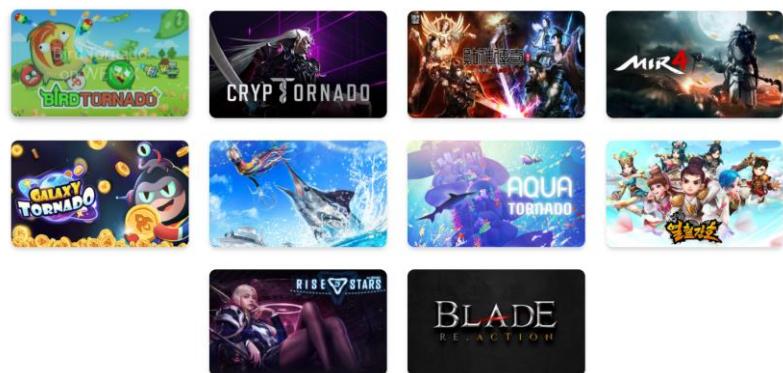
게임사	기준 통화 (상장 여부)	내용
위메이드	위믹스 (O)	‘미르4’(MMORPG, P2E/NFT) 출시 미르4 외 현재 위믹스에 9개의 게임 온보딩
		2022년 위믹스에 타사 게임 100개 온보딩 목표
		1/25 기준, NHN, 액션스퀘어, NT게임즈, 룽투코리아, 조이시티, 라이트컨 등 총 32개의 게임 개발사와 MOU 체결
		1/19 디파이 서비스 Kleva 오픈. 레버리지를 이용한 퍼밍(이자·농사)이 핵심
컴투스 컴투스홀딩스	C2X (상장 예정)	Kleva 클레이튼 기반 디파이 서비스 출시
		컴투스: ‘서머나즈 워: 크로나클’, ‘월드 오브 제노나이’, ‘골프게임’, ‘낚시의 신: 크루’ 총 4종 P2E 게임으로 출시 예정
		컴투스홀딩스: ‘크로마틱소울: AFK 레이드’, ‘프로젝트 MR’, ‘개임빌 프로야구’ 총 3종 NFT 게임으로 출시 예정
		테리腼腆스, 애니모카브랜드, 캐디 디자인(미국 NFT 전문 기업) 등 다수의 블록체인 개발 업체에 전략적 투자
		1Q22 코인 상장 및 NFT 거래소 오픈 예정
카카오게임즈	보라 (O)	게임 유통 플랫폼 하이브(HIVE), 블록체인 게임 플랫폼으로 구축 계획
		2021.05 자회사 프렌즈게임즈, 블록체인 전문회사 웨이투빗 합병
		2022.02.08 보라코인 리브랜딩 2.0 공개 행사 예정
		블록체인 기술업체 오지스와 DEX(탈중앙 디지털 자산 거래소) 개발 중
		프렌즈게임즈, 게임, 스포츠, 메타버스에 특화된 NFT 거래소 개발 중
엔씨소프트	-	타임슬롯 방식의 NFT 거래소 ‘투데이아이즈’ 출시
		2022년 P2E/NFT 게임 공개 예정
		MMORPG 장르에 P2E/NFT 도입 예고
넷마블	-	NTP에서 20여종의 신작 라인업 공개. 이 중 70%는 블록체인 연계 게임으로 출시 예정
		블록체인 기술업체 오지스와 P2E 게임 사업 합수
		A3: 스틸얼라이브 글로벌 버전 → 골든브로스 → 제2의나라 → 몬스터길들이기: 아리나 → 모두의마블: 메티월드
		→ 챔피언스 어센션 순으로 블록체인 연계 게임 출시 예정
네오위즈	NPT (상장 예정)	네오위즈 홀딩스의 자회사 네오플라이어가 2017년부터 블록체인 및 암호화폐 분야에 투자와 기술 개발 시작
		‘크립토 골프 임팩트’, ‘브레이브나인’, ‘AVA’ 총 3종 P2E 게임으로 출시 예정
		1Q22 블록체인 오픈플랫폼 네오픈 출시
		네오픈 플랫폼 상에서 P2E, S2E, DeFi, NFT 거래소 운영 계획
펄어비스	-	2023년 P2E/NFT 모두 도입한 메타버스 게임 ‘도깨비’ 출시 예정

자료: 각 사 IR, 언론, 대신증권 Research Center

주: 기준 통화 상장 여부는 2022.01.25 기준

그림 54. 위믹스 2022년도 게임 100종 온보딩 목표

## On WEMIX Game



자료: 위믹스, 대신증권 Research Center

그림 55. 보라 코인 파트너쉽 구축



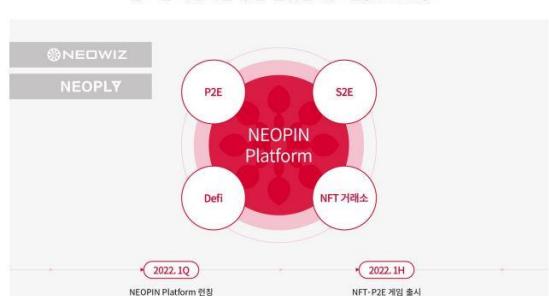
자료: 보라, 대신증권 Research Center

그림 56. 컴투스 그룹, 블록체인 게임 생태계 구축 예정



자료: 컴투스홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 57. 네오위즈, 블록체인 플랫폼 네오픈(NEOPIN) 출시 예정



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

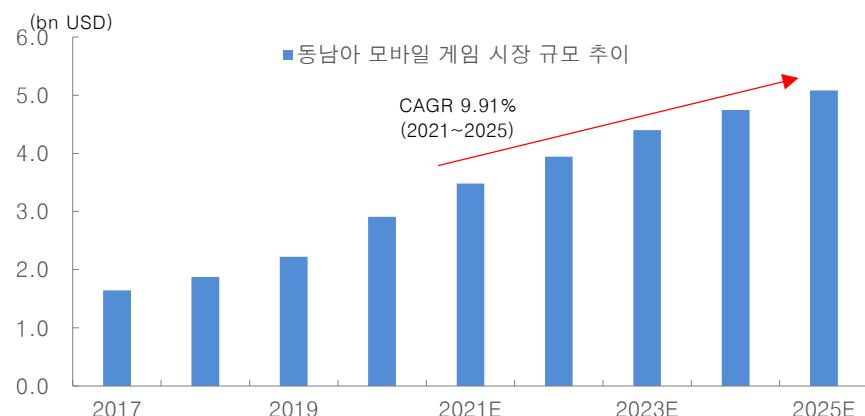
### III. 중국 외 게임 시장 공략

#### 동남아. 1) 중국이 앞서고 있는 상황

동남아 지역의 게임 산업은 성장기를 거치고 있으며, 코로나를 겪으면서 게임 시장은 더 빠르게 성장하고 있다. 동남아 대부분의 국가에서 PC와 콘솔의 보급률이 낮아 모바일 게임의 인지도가 압도적으로 높다. 또한 iOS보다는 안드로이드 마켓 이용률이 높다는 것이 특징이다. 그렇기 때문에 대부분의 국가에서 구글플레이의 인앱 게임 결제 비율이 높지만, 인도네시아와 같은 일부 국가에서는 iOS 이용자가 소수의 고소득층이기 때문에 iOS의 매출 비율이 더 높게 나타나기도 한다.

동남아 국가들의 스마트폰 보급률과 함께 모바일 결제 시스템도 지속적으로 발전하고 있어 앞으로 모바일 게임 시장의 성장성은 높을 것으로 전망한다. 다만, 동남아 국가들은 아직 자체적으로 게임을 개발하기에는 그 개발 실력이 미흡한 수준이다. 동남아 게임 시장에서의 key는 이미 게임 산업의 성숙기를 거치고 있는 해외 국가 중 어느 국가가 빠르게 동남아 시장을 선점하는지가 관건이다. 한, 중, 일 모든 국가가 동남아 시장 진출에 열을 올리고 있지만, 현재로서는 중국이 가장 앞서 있다. 매출 상위의 게임들을 보면 한, 두 개 정도의 한국 게임이 보이긴 하지만 대부분 중국 게임이 포진해 있다. 동남아에서 최대 게임 시장 규모를 가지고 있는 인도네시아의 경우, 앱스토어 매출 상위의 게임들을 살펴보면, 중국 게임이 대부분이다. 뿐만 아니라, 싱가폴, 말레이시아 같은 경우 자국 내 중국계 커뮤니티에 별도의 현지화 작업을 거치지 않고도 바로 게임을 출시할 수 있는 장점이 있어 중국 게임사들에 유리한 시장 환경이다.

그림 58. 동남아 지역의 모바일 게임 CAGR 9.91% (2021~2025)



자료: Statista, 대신증권 Research Center

표 9. 동남아 국가 중국 게임 순위

순위	인도네시아			말레이시아		
	게임명	장르	국가	게임명	장르	국가
1	Free Fire	배틀로얄	중국	Free Fire	배틀로얄	중국
2	Higgs Domino	소셜카지노	중국	Mobile Legends: Bang Bang	MOBA	중국
3	Mobile Legneds: Bang Bang	MOBA	중국	Pubg Mobile	배틀로얄	한국
4	Clash of Clans	전략	핀란드	리그나로크 X	RPG	한국
5	Genshin Impact	RPG	중국	Genshin Impact	RPG	중국
6	State of Survival	전략	중국	eFootball PES 2	스포츠	일본
7	라이즈 오브 킹덤즈	전략	중국	신지소고협전 철혈단심	카드	중국
8	PUBG Mobile	배틀로얄	한국	Clash of Clans	전략	핀란드
9	Roblox	어드벤처	미국	Coin Master	소셜카지노	이스라엘
10	Lords Mobile	전략	중국	JinJinJin	소셜카지노	대만

자료: 인도네시아스터디 대신증권 Research Center

주: 안드로이드 마켓 2021.07 기준

표 10. 동남아 국가 중국 게임 순위

순위	필리핀			싱가폴		
	게임명	장르	국가	게임명	장르	국가
1	Mobile Legneds: Bang Bang	MOBA	중국	Genshin Impact	RPG	중국
2	Genshin Impact	RPG	중국	리그나로크 X	RPG	한국
3	리그나로크 X	RPG	한국	라이즈 오브 킹덤즈	전략	중국
4	Call of Duty	FPS	상기풀	Mobile Legends: Bang Bang	MOBA	중국
5	Roblox	어드벤처	미국	신지소고협전 철혈단심	카드	중국
6	리그나로크 M	RPG	한국	State of Survival	전략	중국
7	듀 아크엔젤	RPG	한국	Coin Master	카주얼	이스라엘
8	Coin Master	카주얼	이스라엘	포켓몬 고	증강현실	미국
9	State of Survival	전략	중국	삼국지 전략판	전략	중국
10	Metamorp M	RPG	중국	듀 아크엔젤	PRPG	한국

자료: 인도네시아스터디 대신증권 Research Center

주: 안드로이드 마켓 2021.07 기준

그림 59. Mobile Legneds: Bang Bang (중국)



그림 60. Genshin Impact (중국)



자료: 문통, 대신증권 Research Center

자료: 미호요, 대신증권 Research Center

## 동남아. 2) P2E에 진심인 곳

대부분의 상위 매출 모바일 게임에 중국 게임이 포진하고 있지만, 9월부터 한국 게임인 위메이드의 P2E, NFT 게임 ‘미르4’가 꾸준히 매출 상위에 위치하고 있는 것이 확인됐다. ‘미르4’는 2021년 8월 26일 글로벌 정식 서비스를 시작했는데, 특히 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아에서 현재까지 높은 순위를 꾸준히 유지하고 있다.

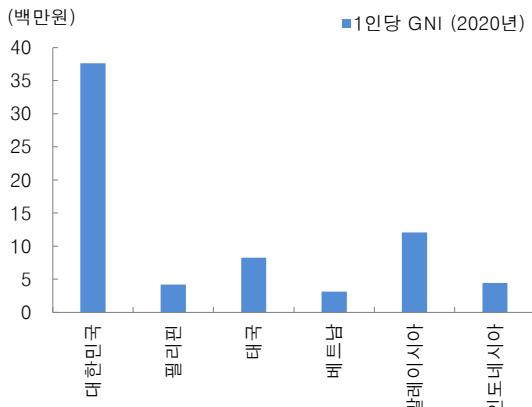
‘미르4’가 왜 동남아에서 잘 되는 걸까. 동남아 게임 시장에서 P2E, NFT 게임이 잘 되는 이유는 동남아 경제 수준, 소득 수준과 관련이 있다.

필리핀의 한 40대 남성은 하루에 ‘Axie Infinity’를 두 시간 동안 하면서 약 550달러, 한화 60만원 수준의 돈을 벌었다. 필리핀의 한달 평균 노동 임금이 30만원 수준인 것을 고려하면, 60만원은 꽤 큰 소득이다. 또한, 인도네이사의 한 20세 대학생은 이 게임으로 일년에 약 70만원을 벌었고, 이 정도의 수입이면 대학 생활 동안 필요한 교재비, 수업 도구에 필요한 비용을 충당하고도 남은 돈으로 저축이 가능한 수준이라고 한다.

뿐만 아니라, 동남아는 게임 산업 규제가 심하지 않아 인게임 화폐와 실제 현금 간의 환전이 용이하다. 싱가폴의 NFT 게임 개발사 Digital Entertainment Asset의 가입자 45%는 인도네이아인으로, 이 또한 해당 개발사의 게임들에 연계된 가상 화폐가 인도네이아 가상 화폐 거래소에서 쉽게 환전이 가능하기 때문이다.

올해 초부터 국내 게임사들이 P2E, NFT 게임 라인업을 공개할 예정이다. 동남아 지역을 포함한 글로벌 출시 예정인 국내 P2E, NFT 게임들의 흥행이 기대된다.

그림 61. 동남아 2020년 1인당 국민 총소득 비교



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 62. 미르4 동남아 국가 순위



자료: 앱애니, 대신증권 Research Center

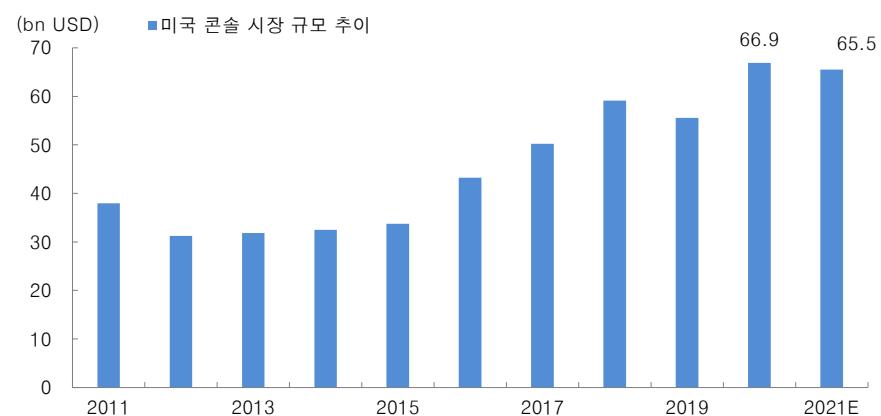
## 미국 1) 콘솔 게임의 꾸준한 수요

미국은 어느 지역보다도 빠르게 게임 산업이 발전한 게임 선진국이다. 게임을 플레이하는 유저 풀도 특정 유저 층에 국한하지 않고, 남녀노소 모두 게임을 즐긴다. 그렇기 때문에 게임은 청소년들에게 유해하다는 인식도 짙지 않으며, 게임 산업에 대한 규제 역시 심하지 않다. 게임 플랫폼 역시 콘솔, PC, 모바일 등 다양하게 플레이되며, 흥행하는 게임 장르도 다양하다.

국내 많은 게임사들이 미국에 게임을 서비스하고 있으며, 넷마블, 펄어비스 등 적지 않은 게임사들의 경우, 매출 비중에서 미국의 매출 비중이 큰 부분을 차지한다. 그만큼 미국은 국내 게임사들에게 중요한 시장이다. 다만, 미국이 대형 게임 시장인 만큼 미국 게임 시장 내에서 국내 게임사들의 매출 비중은 여전히 작다.

미국 게임 시장을 다른 지역과 구분짓는 큰 특징 중 하나는 콘솔 시장의 큰 비중이다. 미국은 1990년대 콘솔 게임을 기반으로 일찍이 게임 산업을 발전시켰다. 그 때문에 글로벌 게임 시장에서는 이미 모바일 게임 시장이 타 플랫폼 게임 시장의 규모를 추월했지만, 미국은 콘솔 시장의 규모가 여전히 크다. 특히 코로나를 겪으면서, 콘솔 시장은 더욱 성장했다. 시장 조사 업체 Statista에 따르면, 2020년 미국 콘솔 시장 규모는 약 670억 달러였으며 전년 대비 약 20% 성장했다. 향후 성장 속도는 2020년 높았던 성장률의 기저효과 대비 둔화되겠지만, 콘솔에 대한 수요는 지속적으로 존재할 것이며, 콘솔 시장 규모는 유지될 것으로 전망한다.

그림 63. 미국 콘솔 시장 규모



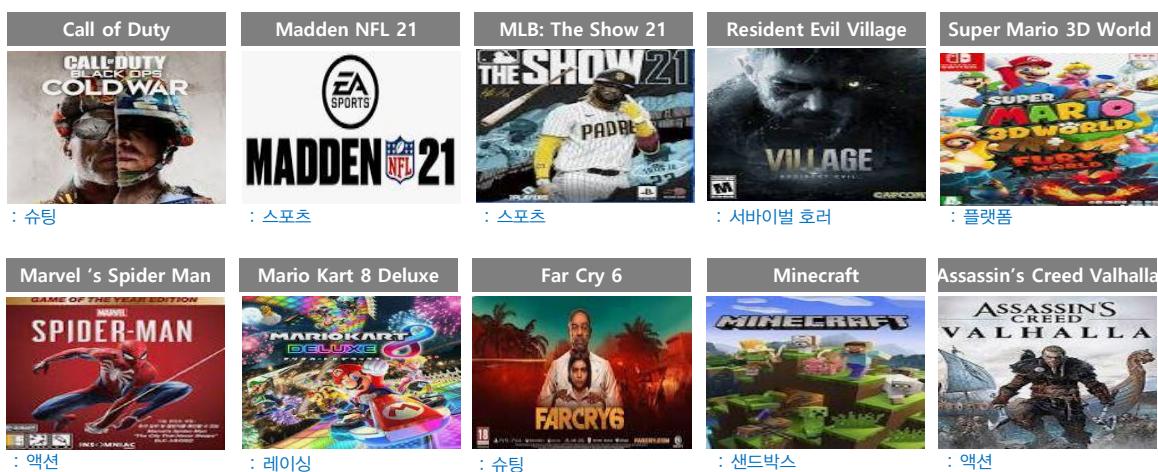
자료: Statista, 대신증권 Research Center

한국이 미국 콘솔 시장에 진출한 사례로는 2018년 3월 크래프톤의 ‘테라’와 2019년 3월 펠어비스의 ‘검은 사막’이 출시된 바 있다. ‘테라’의 경우, 북미와 유럽에 출시되면서 약 3주만에 100만 다운로드를 돌파했고, ‘검은 사막’의 경우, Xbox One 버전이 출시 첫달에 24만장이 팔리면서 판매액을 1,000만 달러를 넘기는 나름의 슈퍼 루키 성적을 보였다. 두 게임 모두 기존 PC와 모바일에서 흥행한 IP를 기반으로 개발한 콘솔 버전이고, MMOPRG 장르라는 공통점이 있다.

세계 콘솔 게임 소프트웨어 판매량 순위를 보면 액션, 스포츠, 격투, 슈팅, 레이싱 등의 게임이 많다. MMORPG 장르가 콘솔 플랫폼으로 플레이하기에는 그다지 인기있는 장르가 아니라고 판단한다. 여러 명의 유저들이 플레이하는 MMORPG의 경우, 콘솔보다는 훨씬 범용적이고 인터넷 연결이 매끄러운 PC나 모바일이 더 적합하다. 콘솔시장이 제일 큰 미국에서 조차 2018년 기준 미국 전체 인구의 약 49%가 콘솔 기기를 보유하고 있다. 같은 해 스마트폰 보급률이 80% 이상인 것을 고려하면, 콘솔의 접근성은 확실히 낮은 수준이다. 뿐만 아니라 Xbox, PS, SWITCH 모두 인터넷 연결을 위한 추가 비용이 수반되며, 인터넷 서비스를 구매한 후에도 인터넷 연결 끊김 현상이 자주 일어나는 문제가 있어, PC나 모바일에서 게임을 할 때와는 달리, 비용과 속도 등의 단점이 있다.

그럼에도 국내 게임사들은 이미 인기있는 모바일 혹은 PC 게임의 MMORPG IP를 활용하여 콘솔 버전을 개발하려는 경향이 있다. 콘솔 시장에 좀 더 적극적으로 뛰어들기 위해서는 다른 장르의 게임들을 개발하는 것이 필요하다고 판단한다. 2022년에 이러한 기대에 부응할 만한 콘솔 게임들이 출시될 예정이다. 그 중 하나가 넥슨의 레이싱 게임 ‘카트라이더: 드리프트’다. 2021년 12월 3차 베타테스트를 진행했고, 2022년 PS4, Xbox One 버전으로 글로벌 출시 예정이다. 이 외에 크래프톤의 ‘칼리스토 프로토콜(서바이벌 호러)’, 스마일게이트의 ‘크로스파이어X(FPS)’, 펠어비스의 ‘붉은사막(오픈월드 액션 어드벤처)’가 2022년 출시 예정이다.

그림 64. 세계 콘솔 게임 소프트웨어 판매량 10 위 안의 게임들 (2021년 1~10월 판매량)



자료: 2021 대韩민국 게임백서, 대신증권 Research Center

표 11. 국내 주요 게임 업체 2022년 콘솔 게임 라인업 및 출시 일정 요약

회사	게임명	출시일	플랫폼	장르
크래프톤	더 칼리스토 프로토콜	2022	XBO, PS	서바이벌 호러
넥슨	카트라이더: 드리프트	2022	XBO, PS	레이싱
엔씨소프트	DNF 듀얼	2022	PS	대전 액션 게임
	리니지W (복미, 유럽 등)	2Q22	PC, 콘솔, 모바일	MMORPG
넷마블	프로젝트 TL	4Q22	PC, 콘솔, 모바일	MMORPG
	오버프라임	1H22	PC, 콘솔	TPS MOBA
스마일게이트	크로스파이어 X	2022.02	XBO	FPS
펄어비스	붉은사막	4Q22	PS, XBO	오픈월드 액션 어드벤처
라인게임즈	창세기전: 회색의 잔영	2022	SWITCH	SRPG
루트엔스튜디오	화이트데이 2: 거짓말하는 꽃	2022	PS, XBO, SWITCH	생존 호러
이가람	건그레이브 고어	2022	PS, XBO	TPS

자료: 각사, 언론자료, 대신증권 Research Center

그림 65. 더 칼리스토 프로토콜 (서바이벌 호러)



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 66. 카트라이더: 드리프트 (레이싱)



자료: 넥슨, 대신증권 Research Center

그림 67. 크로스파이어 X (FPS)



자료: 스마일게이트, 대신증권 Research Center

그림 68. 붉은사막 (오픈월드 액션 어드벤처)



자료: 펄어비스, 대신증권 Research Center

## 미국. 2) 소셜카지노 게임의 P2E 도입 가능성

미국의 모바일 게임 시장 역시 지속적으로 성장하고 있다. Statista에 따르면 2020년 미국 모바일 게임 매출 규모는 약 18.3억 달러 수준으로 역시 코로나 영향으로 전년대비 약 20% 성장했다. 향후 성장세는 이보다 둔화되겠지만, 미국은 5G, 클라우드 게임 개발에 집중하고 있어 앞으로 5G 통신망이 확대됨에 따라 모바일 게임 시장 규모는 지속적으로 커질 것으로 전망한다.

선호되는 모바일 게임 장르는 특정 장르가 독식하지 않고, 여러 장르가 플레이된다. 앱 애니에 따르면, 2021년 10월 기준 앱스토어 매출 상위 100위에 하이퍼캐주얼 게임, 퍼즐 게임, AR 게임, 어드벤처, 카지노 게임 등이 고르게 분포하고 있다. 그 중에서도 소셜카지노 게임은 상위 매출 50개 중 20% 이상을 차지해, 미국에서 소셜카지노 게임의 인기가 높다는 것을 알 수 있다. 코로나 영향으로 라스베가스와 같은 오프라인 카지노 영업장이 폐쇄되면서, 그 수요가 모바일로 넘어왔고 이에 따라 소셜카지노 게임 시장은 더욱 가파르게 성장세를 이어가고 있다. 미국은 소셜카지노 게임에 대한 규제가 한국처럼 까다롭지 않다. 사행성 규제도 없을 뿐더러, 게임 중독 관련해서도 스스로가 게임 시간을 조절할 수 있는 자율 규제를 적용하고 있는 만큼 소셜카지노 게임에 대해 관대하다. 소셜카지노 게임의 주요 수입원은 게임 안에서 이용하는 코인 판매이며, 특징은 게임의 라이프 사이클이 길기 때문에 게임사 입장에서는 한 번의 게임 출시로 캐시카우 역할을 할 수 있다.

최근 국내 게임사들이 해외 진출을 위해 소셜카지노 게임 투자에 적극적인 행보를 보이고 있다. 더블유게임즈가 2017년 미국 소셜카지노 게임 개발사 Double Down Interactive(DDI)를 약 1조원에 인수한 이후 2021년 8월 DDI를 나스닥에 상장시켰다. 이외 넷마블은 글로벌 3위 모바일 소셜카지노 게임사인 SpinX Games를 인수했다. 넷마블은 이미 미국 매출 비중이 전체 매출에서 상당한 부분을 차지하고 있다. 스피너스 인수로 인한 미국 내 입지가 더욱 공고해질 것으로 기대된다.

그림 69. 더블유게임즈의 DDI 인수



그림 70. 넷마블의 SpinX 인수



자료: 더블유게임즈, 대신증권 Research Center

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

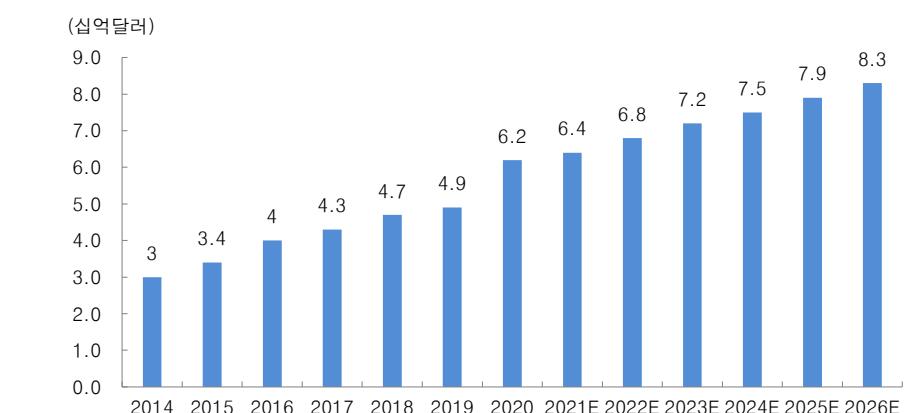
국내 게임사들이 소셜카지노 개발사 투자에 힘을 쓴는 것은 비단 게임 라인업 확대에 그치지 않는다. MMORPG 이외에 P2E/NFT 도입이 적합할 만한 장르로 소셜카지노 장르를 꼽는다. MMORPG 장르가 경제 시스템 구축, 채굴 등의 요소를 통해 P2E/NFT 도입에 적합하다면, 소셜카지노 게임은 게임 플레이의 목적 자체가 P2E/NFT 도입에 적합하다. 소셜카지노 게임을 하는 목적은 게임을 통해 돈을 벌기 위함이다. 물론 그 돈은 현실의 돈이 아니라 게임 머니다.

국내는 물론 해외에서도 소셜카지노 게임에서 획득한 게임 머니를 현금화하는 것은 불법이다. 해외에서 관련 규제를 받지 않는 지역에 서버를 두고 서비스하는 온라인 카지노 게임에서는 현금화하는 것이 가능하다. P2E/NFT 도입 시, 게임 머니를 바로 환전하는 방법이 아닌 새로운 수익 모델이 구축될 것으로 예상한다. 게임 머니를 이용한 게임파이 (Game+Defi), NFT 거래를 통한 수익화 등이 예상된다.

1월 20일 글로벌 최초로 소셜카지노 게임에 NFT/P2E를 도입한 게임인 'JUN Casino' 가 출시됐다. 게임의 진행 방식은 '준 토큰(기축통화)'을 가지고 NFT를 발행하면서 시작된다. 각 유저가 발행한 NFT는 카지노 게임을 플레이하기 위한 충전 카드 역할을 한다. 각자 보유한 NFT 등급을 올릴수록 카지노 게임에 필요한 칩을 더 많이 충전할 수 있다. 이후 카지노 게임을 통해 얻은 게임 토큰은 스왑을 통해 수익화할 수 있다.

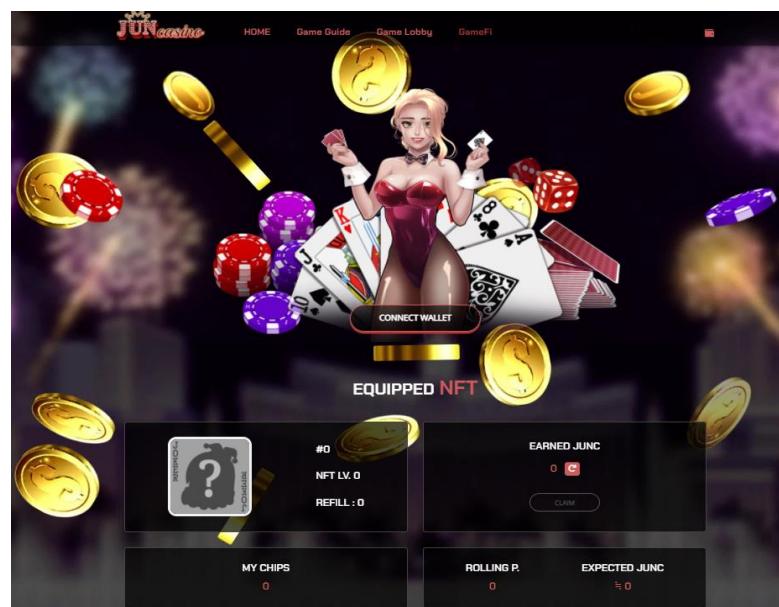
향후 JUN Casino 게임 개발사는 메타버스 플랫폼 'JUN Meta'를 구축하고, 게임파이가 가능하도록 JUN Meta 안에서 여러 장르의 게임을 출시할 예정이다.

그림 71. 글로벌 소셜카지노 게임 시장 규모 추이



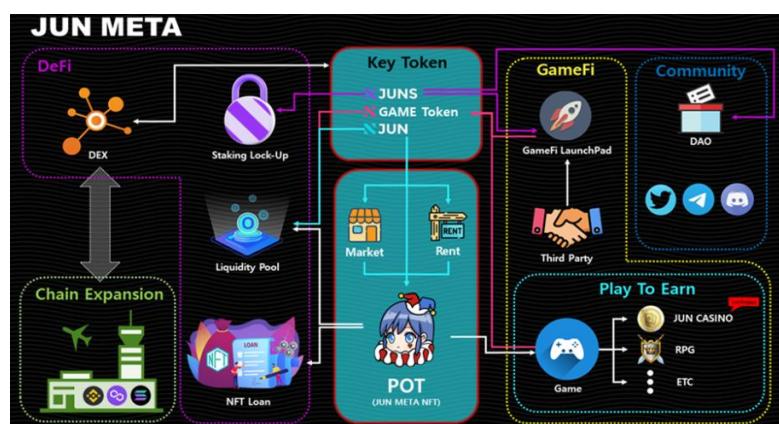
자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 72. JUN Casino. 글로벌 최초 P2E/NFT 도입한 소셜카지노 게임 출시



자료: JUN Casino, 대신증권 Research Center

그림 73. JUN META 안에서 여러 장르의 게임 출시 예정



자료: JUN Meta, 대신증권 Research Center

표 12. 미국 상위 매출 50 위 모바일 게임

순위	게임	장르	퍼블리셔
1	Candy Crush Saga	퍼즐 게임	King
2	Roblox	샌드박스 시뮬레이션 게임	Roblox
3	Pokemon Go	RPG 게임, AR 게임	Niantic
4	Clash Royale	전략 게임	Supercell
3	Genshin Impact	어드벤처 게임	miHoYo
6	Call of Duty	FPS	Activision
7	Garena Free Fire – Booyah Day	배틀로얄	Garena Online
8	Royal Match	퍼즐 게임	Dream Games
9	PUBG Mobile	배틀로얄	Tencent
10	Homescapes	퍼즐 게임	Playrix
11	Clash of Clans	실시간 전략 게임	Supercell
12	Coin Master	캐주얼 게임	Moon Active
13	Project Makeover	퍼즐 게임	Magic Tavern
14	Toon Blast	퍼즐 게임	Peak
15	Gardenscapes	퍼즐 게임	Playrix
16	Cookie Run: Kingdom	수집형 RPG	Devsisters
17	State of Survival Walking Dead	전략 게임	KingsGroup
18	Candy Crush Soda Saga	퍼즐 게임	King
19	Cashman Casino Las Vegas	소셜카지노	Product Madness
20	Fishdom	퍼즐 게임	Playrix
21	Hero Wars – Fantasy World	RPG, 어드벤처	Nexters
22	Slotomania Vegas Casino Slots	소셜카지노	Playtika
23	Evony	MMORTS	Top Games
24	DoubleDown Casino	소셜카지노	Double Down Interactive
25	Top War: Battle Game	전략 게임	Topwar Studio
26	Cash Frenzy Slots Casino	소셜카지노	SpinX Games
27	Dragon Ball Legends	카드, 액션 게임	Bandai Namco Entertainment
28	Township	건설 게임	Playrix
29	Puzzles&Survival	소셜카지노	37games
30	Bingo Blitz	소셜카지노	Playtika Santa Monica
31	Raid: Shadow Legends	RPG 게임	Plarium
32	Rise of Kingdoms	전략 게임	Lilith
33	Design Home: Dream Makeover	시뮬레이션	Crowdstar
34	Jackpot Party	소셜카지노	Williams Interactive
35	Toy Blast	캐주얼 게임	Peak
36	Empires & Puzzles	RPG	Small Giant Games
37	Marvel Contest of Champions	대전 격투 게임	Kabam
38	Lightning Link Casino Slots	소셜카지노	Product Madness
39	Solitaire Grand Harvest	카드 게임	Supertreat
40	Cash Tornado Slots	소셜카지노	Zeroo Gravity
41	World Series of Poker	소셜카지노	Playtika
42	Marvel Strike Force	스퀘어 RPG	Scopely
43	8 Ball Pool	소셜카지노	Miniclip
44	Lords Mobile: Tower Defense	전략 게임	IGG
45	POP! Slots Live Vegas	소셜카지노	PlayStudios
46	Junes Journey: Hidden Objects	퍼즐 게임	Wooga
47	Epic Seven	RPG 게임	Smilegate Megaport
48	Garena Free Fire Max	배틀로얄	Garena Online
49	Big Fish Casino: Big Win Slots	소셜카지노	Big Fish Games
50	Yahtzee with Buddies Dice	소셜카지노	Scopely

자료: 앱애니 대신증권 Research Center

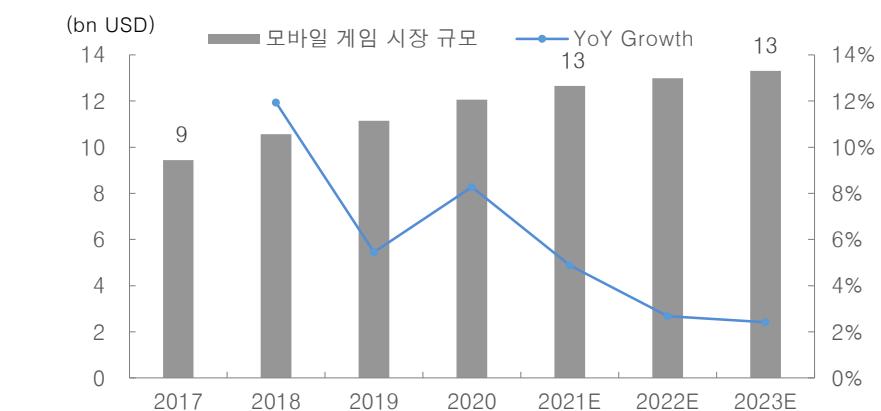
주: 2021.10.31 기준

## 일본. IP 마케팅이 중요

일본은 미국과 마찬가지로 일찍이 게임 산업이 발전했으며, 현재 일본의 게임 산업은 성숙기에 있다. 다만, 미국과 다른 특징은 게임 시장의 성장률이 낮고, 시장의 규모가 정체되어 있다는 점이다. 두 국가의 또 하나의 차이는 콘솔 게임 시장의 비중이다. 일본과 미국은 모두 자국 내 콘솔 제조사가 있어 콘솔 게임 시장이 일찍 발달했다. 특히 일본은 전 세계 콘솔 시장을 주도하고 있는 소니, 닌텐도, 세가 등이 있어 하드웨어 부분만큼은 미국보다 앞서 있다. 그럼에도 불구하고, 일본은 스마트폰 보급과 함께 모바일 게임 시장이 가파르게 성장하면서 2019년까지 콘솔 게임 시장의 비중은 점진적인 감소세에 있었다. 예상치 못한 코로나19 영향으로 콘솔 게임의 연간 매출이 소폭 성장하긴 했으나, 향후 계속 성장세는 정체할 것으로 전망한다.

현재는 모바일 게임 시장이 전체 게임 시장의 70%를 차지하고 있다. 일본 모바일 게임 시장 규모는 2020년 기준 121억 달러를 기록했으며 전년대비 8% 성장했다. 이후 코로나 영향이 줄어들면서 성장률은 다시 낮아질 것으로 전망한다.

그림 74. 일본 모바일 게임 시장 성장 추이



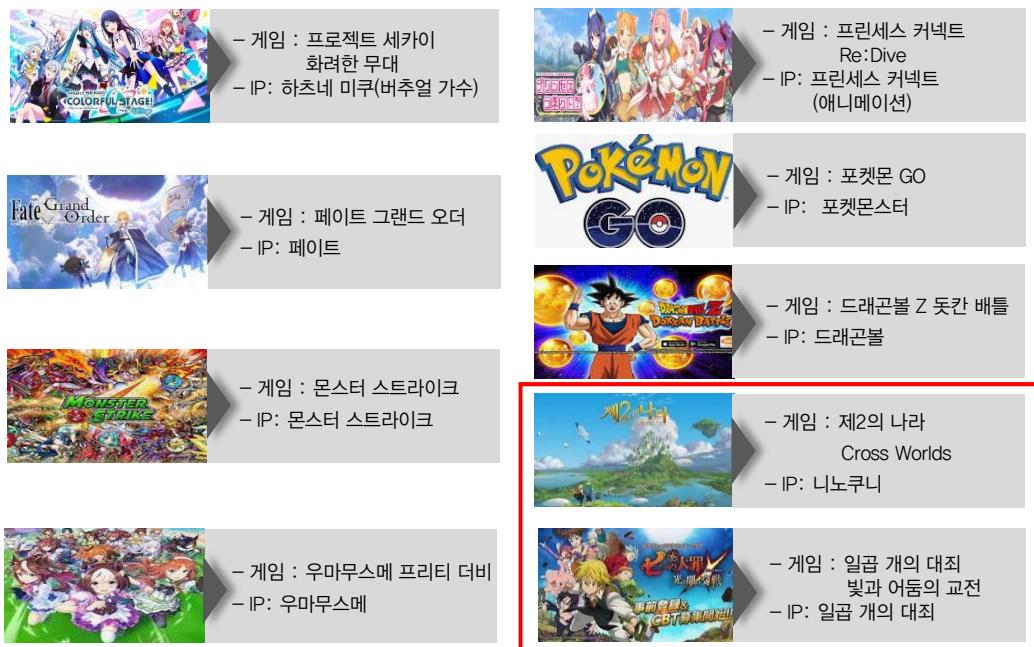
자료: 2021 대한민국 게임백서 대신증권 Research Center

일본 게임 시장의 큰 비중을 차지하고 있는 모바일 게임 시장을 살펴보면, 다양한 장르의 게임들이 플레이되고 있다. 앱애니가 공개한 iOS 매출 상위 20위 안에 포진한 게임들에는 아이돌 육성 시뮬레이션, RPG, 스포츠, 전략 게임 등이 있으며, 특히 RPG 게임의 비중이 제일 크며, 그 다음으로 아이돌 육성 시뮬레이션 장르가 뒤따르고 있다. 또 다른 특징은 외산 게임의 비중이 작고 일본 자국이 개발, 배급하고 있는 게임들이 대부분으로 일본은 내수 게임 시장이 활발하다.

상위에 있는 게임들은 대부분 일본에서 오랫동안 인기있는 IP들로 제작된 게임이다. ‘드래곤볼’, ‘프린세스 커넥트!’ 등과 같이 일본에서 애니메이션이나 만화로 인기를 끌었던 IP를 모바일 게임으로 만들어 흥행에 성공한 사례들이 대부분이다. 혹은 게임 출시와 동시에 혹은 보다 조금 이르게 해당 IP로 애니메이션을 새로 방영하여, 해당 IP가 여러 컨텐츠들을 통해 인기를 얻게 되는 경우가 많다. 이렇다보니 해외 게임사들도 일본에 게임을 출시하기 위해 일본에서 이미 인지도 있는 IP를 활용한다. 상위에 위치한 게임 중 미국 게임사 나이언틱이 퍼블리싱한 ‘포켓몬 GO’ 역시 일본 만화 포켓몬스터 IP를 활용하였고, 중국 게임사 해피 엘리먼츠가 퍼블리싱한 ‘앙상블 스타즈’는 순정 만화 느낌의 게임으로, 게임 출시 직후 애니메이션으로 2차 컨텐츠가 제작되었다. 일본 게이머들의 마니아적인 특징 때문에, 한 번 인기를 얻은 IP는 장기 흥행하는 경향이 있다.

지난 10월 기준 모바일 게임 매출 상위 50개 중 한국 게임으로는 넷마블의 ‘일곱 개의 대죄 빛과 어둠의 교전: 흑백’과 제2의 나라: Cross Worlds’가 유일하다. 두 게임 모두 일본에서 이미 인기있는 IP인 ‘일곱 개의 대죄’와 ‘니노쿠니’를 활용한 게임이다.

그림 75. 인기 IP를 활용한 모바일 게임



자료: 대신증권 Research Center

표 13. 일본 상위 매출 30 위 모바일 게임

순위	게임	장르	퍼블리셔
1	프로야구 스피리츠 A	스포츠	코나미
2	프로젝트 세가이 화려한 무대	아이돌 육성 시뮬레이션	세가
3	몬스터 스트라이크	퍼즐 RPG	XFLAG
4	황야 행동	슈팅, 배틀로얄	넷이즈
5	우마무스메 프리티더비	아이돌 육성 시뮬레이션	사이 게임
6	퍼즐&드래곤즈	퍼즐 RPG	검호온라인엔터
7	프린세스 커넥트! Re:Dive	RPG	사이 게임
8	전생했더니 슬라임이었던 건에 대하여	RPG	반다이남코
9	드래곤 퀘스트 웍크	RPG	스퀘어 에닉스
10	포켓몬 GO	RPG, AR 게임	나이언틱
11	디즈니 트위스티드 원더랜드	시뮬레이션	애니플렉스
12	양상블스타즈!	아이돌 육성 시뮬레이션	Happy Elements
13	페이트/그랜드 오더	RPG	애니플렉스
14	흰 고양이 프로젝트	RPG	콜로풀
15	방치소녀~백화요란의 모공주들~	방치형 RPG	C4Games
16	퍼즐 및 생존	전략 게임	37game
17	실황 파워풀 프로야구	스포츠	코나미
18	번디! 걸즈 밴드 파티	아이돌 육성 시뮬레이션	크래프트 에그
19	히어로 웍즈 – 판타지 월드	RPG	넥스터즈
20	드래곤 볼 Z 도칸 배틀	RPG	반다이남코
...			
26	일곱 개의 대죄 빛과 어둠의 교전: 흑백	RPG	넷마블
...			
29	제2의 나루: Cross Worlds	RPG	넷마블

자료: 앱애니 대신증권 Research Center

주: 2021.10.30 기준

## Glossary

### 게임 장르

RPG: Role Playing Game. 역할 수행을 통해 캐릭터의 성격을 형성하고 문제를 해결해 나가는 형태의 게임. ex. 쿠키런: 킹덤

MMORPG: Massive Multiplayer Online Role Playing Game. 다중접속역할수행게임. 네트워크를 통해 게임의 가상 세계에서 다른 여러 사람의 캐릭터와 협동하거나 경쟁을 벌이는 롤플레잉 게임으로 국내 온라인 게임의 주력 장르. ex. 리니지

MOBA: Multiplayer Online Battle Arena. 여러명이서 온라인으로 싸우는 전쟁 게임

RTS: Real Time Strategy. 실시간 전략 게임. 실시간의 대칭되는 개념은 턴제. 턴제는 나와 상대방이 번갈아 면서 진행하는 게임. 실시간 전략 게임은 일반적으로 자원을 채취하고, 그 자원으로 건물을 짓거나 병력을 생산하고, 문명을 발전시키거나 전쟁에서 승리하면 끝나는 형태

FPS: First Person Shooter. 1인칭 시점의 슈팅 게임

TPS: Third Person Shooter. 3인칭 시점의 슈팅 게임

배틀로얄: 최후의 1인이 살아남을 때까지 전투를 계속하는 게임

보드 게임: 고스톱, 포커 등 소셜카지노 게임

캐주얼 게임: 하드코어 게임인 MMORPG처럼 시간을 지속적으로 투자하여 레벨/숙련도를 높여야 하는 게임이 아닌, 조작이 간단하고 단순한 게임

샌드박스: 게임 안에서 유저의 마음대로 무엇이든 할 수 있는 시스템, 혹은 플레이 방식

오픈월드: 높은 자유도를 기반으로 플레이의 제약이 거의 없는 게임. 선형식 스토리와 이동루트를 강요하는 게임들과 달리 비선형 스토리와 자유로운 이동을 보장하는 게임

\*AAA게임: 대형 게임사가 대량의 자본을 투자하여 수백만의 판매량을 기본으로 기대하는 게임

### 게임 구성

세계관: 게임의 시나리오를 이루는 시간적, 공간적, 사상적 배경. 게임의 세계관은 게임 속 캐릭터부터 전반적인 스토리까지 게임을 구상하는 데 있어서 뼈대의 역할을 하므로 게임 구성의 핵심요소

공성전: 성이나 요새 등을 빼앗기 위한 대규모 전투를 지칭. 엔씨소프트 '리니지'가 처음 도입. 대개 MMORPG 의 최종 컨텐츠

길드: 온라인 게임에서 형성되는 유저들의 모임. 특히, MMORPG에서 유저들이 모여 형성되는 일종의 집단

PvP: 플레이어 vs. 플레이어의 약자. cf) PvE: 플레이어 vs. 환경

IP: Intellectual Property Rights. 지식 재산권. 인간의 창조적 활동 또는 경험에 의하여 창출되거나 발견된 지식·정보·기술, 사상이나 감정의 표현, 영업이나 물건의 표시, 생물의 품종이나 유전자원, 그 밖에 무형적인 것으로서 재산적 가치가 실현될 수 있는 것.  
ex. 넷마블의 '리니지 레볼루션'의 IP는 리니지로 엔씨소프트 소유

## 게임 이용 지표

MAU: 월간 활성 이용자 수. 한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수한 이용자 수

DAU: 일간 활성 이용자 수. 하루 동안 해당 서비스를 이용한 순수한 이용자 수

ARPU: Average Revenue Per User. 게임에서 가입자 1명 당 특정 기간 동안 지불한 평균 금액을 산정한 수치

Retention Rate: 재방문율

PCU: Peak Concurrent User. 최고 동시 접속자. 가장 많은 사람이 동시에 접속한 특정 시기를 기준으로 게임 서버에 접속한 사람 수

\*CBT: 클로즈드 베타 테스트. 게임을 정식으로 서비스하기 앞서 비공개로 하는 베타 테스트. 게임의 버그를 찾거나 시장성, 게임의 재미 등을 검증하기 위해 진행

\*OBT: 오픈 베타 테스트. 게임의 CBT 이후, 상용화에 앞서 마지막으로 진행하는 공개 베타 테스트

## P2E, NFT 게임

P2E: Play to Earn. 유저가 게임을 하면서 획득한 재화를 암호화 화폐로 교환할 수 있는 게임

NFT: Non-Fungible Token. 대체 불가능한 토큰. 희소성을 갖는 디지털 블록체인 기술을 활용하여, 디지털 자산에 별도의 고유한 인식 값을 부여하여 상호교환이 불가능. 디지털 인증서 개념

NFT 게임: 블록체인 기술을 게임에 도입하여 게임 내 아이템, 재화 등을 디지털 자산화하여 희소한 고유 가치, 소유권 등을 부여. NFT 게임의 핵심은 인게임 NFT(캐릭터, 아이템, 재화 등)을 거래하여 생긴 게임 내 수익을 현실 세계의 수익 창출로까지 이어지도록 하는 것

블록체인: P2P(Peer to Peer) 네트워크를 통해서 관리되는 분산 데이터베이스의 한 형태. 거래 정보를 담은 장부를 중앙 서버 한 곳에 저장하는 것이 아니라 블록체인 네트워크에 연결된 여러 컴퓨터에 저장 및 보관하는 기술. 암호화폐를 발행하고 관리하는 핵심 기법

암호화폐: Cryptocurrency. 네트워크에서 안전한 거래를 위해 암호화된 디지털 화폐. 최초의 암호화폐는 비트코인

코인: 독립된 블록체인 네트워크(메인넷)를 소유한 암호화폐

토큰: 독립된 블록체인 네트워크(메인넷)를 소유하지 않은 암호화폐



# 기업분석

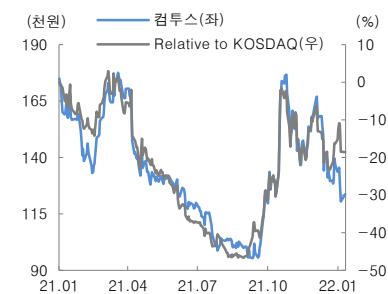
## Initiation

# 컴투스 (078340)

이지은	jeeeun.lee@daishin.com
투자의견	BUY
6개월 목표주가	220,000 신규
현재주가 (22.02.03)	123,700 디지털콘텐츠업종

KOSPI	891.6
시가총액	1,592십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	177,600원 / 95,300원
120일 평균거래대금	764억원
외국인지분율	10.31%
주요주주	게임빌 외 6 인 29.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.9	-4.7	12.5	-24.7
상대수익률	-9.1	7.4	30.7	-18.0



## P2E 신작 다수 공개

### 투자의견 매수, 목표주가 22만원, Top-pick 의견으로 분석 개시

– 2022년 EPS 8,037원에 Target PER 26.8배 적용

– Target PER은 글로벌 게임 peer 9개사의 2021년 PER 평균 대비 10% 할증 적용. 이미 올해 다수의 P2E 게임 출시 계획을 공개했고 곧 있을 C2X(가칭) 상장에 따라 컴투스홀딩스와 함께 컴투스 그룹 내 블록체인 생태계가 빠르게 구축 가능하다는 점을 고려하여 할증 적용

– 참고) SOTP 밸류에이션 적용 시 목표주가 27만원 제시. 본문 참조

### 서머너즈워 IP로 2022년 한국 P2E 대작 스타트

– P2E를 도입한 서머너즈워: 크로니클이 1분기 글로벌 일부 국가에 소프트 런칭 예정. 작년 위메이드의 미르4에 이어, 두 번째로 P2E가 도입된 국내 MMORPG 대작이 출시되는 것으로 2분기와 3분기에 글로벌 출시 지역을 넓혀갈 예정. 아직 국내 P2E 게임이 많지 않은 가운데 빠르게 출시를 통해 P2E 유저들을 확보, P2E 시장을 선점할 수 있는 기회라고 판단. 기존의 서머너즈워는 매출의 75%가 해외에서 발생하긴 하지만, 대부분이 북미/유럽 지역. 이번 P2E 게임 출시로 인해, P2E 게임이 인기 있는 동남아 지역까지 동사의 IP를 확장할 수 있는 기회라는 점 역시 긍정적

– 서머너즈워: 크로니클 출시 이후 3종의 P2E 게임을 추가로 연내 출시 계획. 월드 오브 제노니아(MMORPG, 2H22 출시), 골프게임, 낚시의 신: 크루가 출시 예정

– 2023년 컴투버스 출시 계획. 2H22에 베타 서비스 개념의 가상오피스 시작. 출시 시점과 내용이 구체적으로 가시화 시 주가 상승 모멘텀 발생 전망. 1H23부터 파트너사들이 컴투버스에 입점 예정으로, 수익화가 가능한 시점으로 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	509	539	803	864
영업이익	126	114	60	114	115
세전순이익	148	104	146	144	136
총당기순이익	110	76	111	104	98
자비자분순이익	112	80	113	103	97
EPS	8,693	6,246	8,790	8,037	7,574
PER	12.4	25.5	18.0	16.1	17.0
BPS	71,478	75,643	82,480	89,995	94,832
PBR	1.5	2.1	1.5	1.4	1.3
ROE	12.7	8.5	11.1	9.3	8.2

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출 / 자료: 컴투스 대신증권 Research Center

## 메타버스 플랫폼 '컴투버스' 로드맵

2H22에 베타 서비스 개념의 가상 오피스를 시작으로 컴투버스 오픈. 컴투스 계열사 구성원들이 업무를 시작할 예정. 1H23부터는 엔터, 커머스 산업의 파트너사들이 컴투버스에 입점을 시작하고, 이때부터 컴투버스 매출과 이익 발생할 것으로 예상

### 컴투버스의 수익 모델 3가지

#### 1. 가상 오피스 관련 매출

: 오프라인 상에서 임차인에게 받는 건물 임대 수익 성격의 매출. 컴투버스에 입주하는 회사로부터 받는 임차 수수료를 매출로 인식

#### 2. 엔터, 커머스 사업 관련 매출

##### 2-1. 거래 수수료

: 컴투버스 유저들이 각 서비스 이용 시 거래대금의 일부를 수수료로 수취

##### 2-2. 광고 수수료

: 기본 플랫폼에서 발행하는 광고 수익

1번 매출이 제일 먼저 발생하고, 이후 2번의 두 가지 매출이 상반기 이후 유저 수가 증가하면서 발생할 것으로 예상.

### 기존 경쟁사들의 메타버스 플랫폼과의 차별점

- 1) 타겟 유저가 구매력이 있는 30대 이상 소비자라는 것에 주목. 경제 활동을 하는 유저를 타겟으로 가상 오피스를 우선적으로 시작. 이후 가상 오피스를 통해 단기간에 트래픽 증가 달성 이후, 이에 따라 다른 서비스 연동 가능
- 2) 게임 회사가 개발한 플랫폼인 만큼 그래픽 등에서 시각적인 차이가 분명히 존재
- 3) 게임 요소 도입. 컴투버스 내 보상의 개념으로 토큰 제공. 토큰 경제시스템 가능
- 4) 엔터 사업 요소. 위치워 스튜디오, 아티스트홀딩스 등 자회사들과의 내부 협업 가능

그림 1. 컴투버스 생태계

일터(경제)이자 생활(사회)과 놀이(문화)를 아우르는 ALL-IN-ONE 메타버스 계획도시  
실생활을 구현한 가상세계에 Gamification을 투영하여 독자적인 블록체인 생태계 구축



자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

그림 2. 컴투스를 위한 파트너십 구축



자료: 대신증권 Research Center

표 1. 컴투스 목표주가 산출.PER Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2022 지배주주지분 순이익(십억원)	103.4	
Target PER(x)	26.8x	글로벌 게임 peer 의 2021년 PER 평균 대비 10% 할증
목표 시총(십억원)	2,773.2	
주식 수(천주)	12,866.0	
적정 주가(원)	215,543	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>220,000</b>	반올림 적용
현재 주가(원)	123,700	
상승 여력	77.8%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 참고) 컴투스 목표주가 산출\_SOTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
<b>(A) SOTP Valuation</b>		
<b>(1) 게임 사업 가치</b>		
2022년 세후 영업이익	107.1	유효 법인세율 27.5% 가정
Target PER	24.4	글로벌 게임 peer 의 2021년 PER 평균 적용
게임 사업 적정 가치	2,612.2	
<b>(2) 자회사 지분가치</b>		
위자워 스튜디오	1,316.2	현재 주가 기준
지분율	38.1%	
할인율	50.0%	
위자워 스튜디오 지분가치 (a)	250.7	
데브시스터즈 적정가치	826.4	현재 주가 기준
지분율	9.4%	
할인율	50.0%	
데브시스터즈 지분가치 (b)	38.8	
적정 가치 (a) + (b)	289.6	
<b>(3) 순현금</b>		
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	3,414.8	3Q21 별도 기준 현금
발행 주식 수(천주)	12,866	
적정 주가(원)	265,412	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>270,000</b>	
현재 주가(원)	123,700	
상승 여력	118.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 글로벌 게임 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER(X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 4. 컴투스 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	116.7	152.9	113.1	156.3	173.5	224.7	197.6	207.5	508.7	539.0	803.2
YoY	18.8%	3.7%	-11.8%	-10.8%	22.5%	27.2%	48.5%	48.3%	-1.1%	35.9%	24.2%
QoQ	-13.4%	31.0%	-26.0%	6.4%	18.8%	36.0%	-13.6%	6.2%			
서머너즈워	87.3	101.9	77.3	84.6	72.6	84.8	64.3	70.4	386.2	351.1	292.0
크로니클					33.8	69.6	56.3	53.5			213.2
위지윅 스튜디오				35.9	30.5	30.2	29.6	29.0		35.9	119.5
기타 게임	29.4	51.0	35.8	35.7	36.6	40.0	47.4	54.6	122.5	151.9	178.6
영업비용	99.0	141.9	100.2	138.2	153.6	184.4	169.6	181.7	394.6	479.4	689.3
인건비	20.4	19.2	18.2	19.3	23.0	31.2	27.0	28.7	83.6	77.1	109.9
지급수수료	23.7	25.6	26.6	29.0	25.5	28.6	27.4	30.2	79.2	104.9	111.7
마케팅비	18.6	44.9	13.3	12.9	32.3	29.0	31.9	35.1	71.5	89.7	128.3
로열티비용	11.2	12.7	15.4	10.8	12.9	17.5	15.1	16.1	46.6	50.1	61.5
기타 영업비용	25.1	39.6	26.7	66.1	60.0	78.1	68.1	71.6	113.7	157.5	277.9
영업이익	17.7	11.0	12.9	18.0	19.9	40.2	28.0	25.8	114.1	59.6	113.9
영업이익률	15.1%	7.2%	11.4%	11.5%	11.4%	17.9%	14.2%	12.4%	22.4%	11.1%	14.2%
지배주주 순이익	28.6	11.6	62.0	10.9	20.6	34.5	25.2	23.1	80.4	113.1	103.4
순이익률	24.5%	7.6%	54.8%	7.0%	11.9%	15.4%	12.7%	11.2%	15.8%	21.0%	12.9%

자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

주: 4Q21부터 위지윅 스튜디오 연결 편입. 4Q21 기타비용의 증가는 위지윅 스튜디오의 영업비용을 합산한 것

표 5. 컴투스 신작 라인업

게임명	출시 일정	장르	내용
서머너즈 워: 크로니클	1Q22	MMORPG	P2E 도입. 1분기 소프트런칭(유럽1곳, 동남아1곳), 2분기부터 글로벌 지역 순차 출시
The Walking Dead: Identities	1H22	혼합장르 RPG	혼합장르 RPG (퍼즐, 방치, RTS 등)
월드 오브 제노니아	2022	MMORPG	P2E 도입
골프스타	2022	스포츠	P2E 도입
낚시의 신: 크루	2022	스포츠	낚시의 신 차기작, P2E 도입
컴투버스	2023	메타버스	2H22 가상오피스를 시작으로 베타 서비스 진행. P2E/NFT 도입

자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

## 기업 개요

## 기업 및 경영진 현황

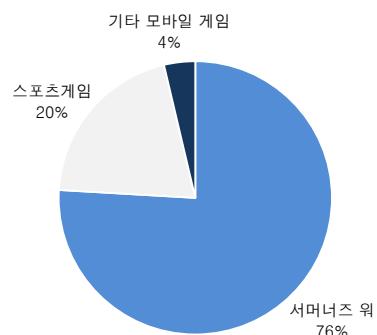
- 컴투스 대표이사는 송재준, 이주환
- 21년 말 기준 주식 소유 현황은 게임빌 외 6인 30%, 자사주 6.5% 등으로 구성
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 서비스 사업 영위
- 주요 게임: 서머너즈 워, 컴투스 프로야구

## 주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 캠페인 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

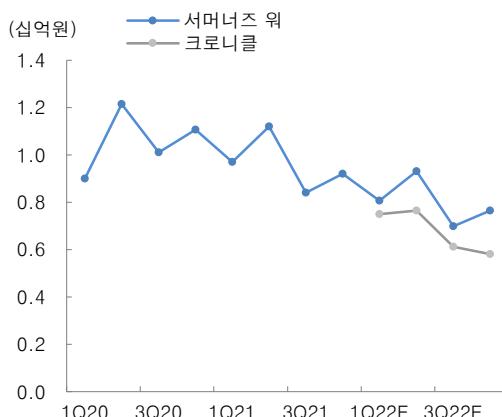
## 게임별 매출 비중(2020년 기준)



자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

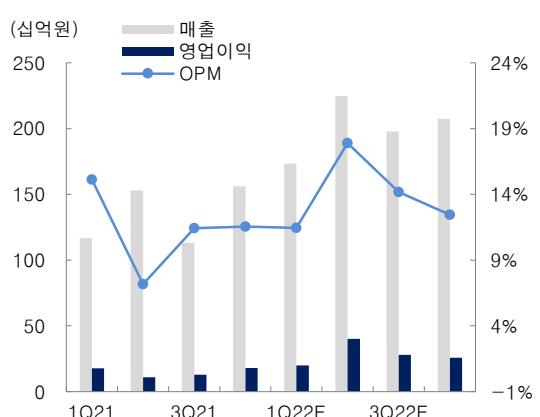
## 1. Earnings Driver

## 주요 게임 일 평균 매출 추이 및 전망



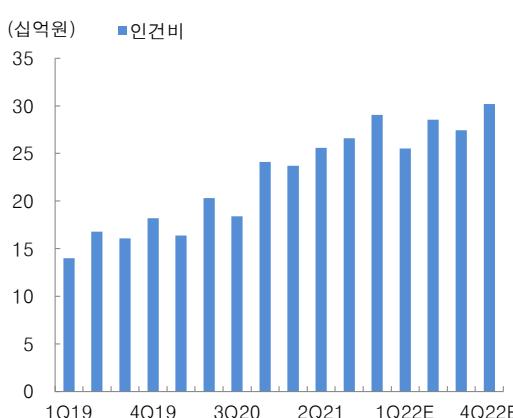
자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

## 매출, 영업이익 추이 및 전망



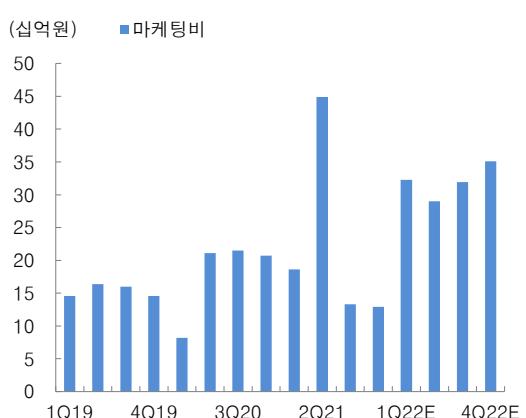
자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

## 인건비 추이 및 전망



자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

## 마케팅비 추이 및 전망



자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

## 재무제표

## 포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	509	539	803	864
매출원가	69	89	108	130	149
매출총이익	400	420	431	674	715
판매비와관련비	274	306	371	560	600
영업이익	126	114	60	114	115
영업이익률	26.8	22.4	11.1	14.2	13.3
EBITDA	133	123	66	119	119
영업외손익	22	-11	87	30	21
관계기업손익	-3	-2	2	2	1
금융수익	24	23	29	21	19
외환영향이익	12	10	10	10	10
금융비용	-2	-10	-3	-3	-3
외환영향손실	0	0	0	0	0
기타	4	-22	59	11	3
법인세비용차감전순손익	148	104	146	144	136
법인세비용	-38	-27	-35	-40	-37
계속사업순손익	110	76	111	104	98
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	110	76	111	104	98
당기순이익률	23.4	15.0	20.6	13.0	11.4
비자비자분순이익	-2	-4	-2	1	1
자자자분순이익	112	80	113	103	97
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄손이익	109	81	116	109	103
비자비자분포괄이익	-2	-4	-2	1	1
자자자분포괄이익	111	85	118	108	102

## Valuation 지표

	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	8,693	6,246	8,790	8,037	7,574
PER	12.4	25.5	18.0	16.1	17.0
BPS	71,478	75,643	82,480	89,995	94,832
PBR	1.5	2.1	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	10,313	9,549	5,098	9,259	9,271
EV/EBITDA	5.3	11.5	13.3	6.8	6.3
SPS	36,474	39,559	41,882	62,428	67,157
PSR	2.9	4.0	3.0	2.0	1.8
CFPS	11,001	9,838	12,576	12,328	11,635
DPS	1,400	1,500	1,500	1,500	1,500

## 자유비율

	(단위 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액증가율	-2.6	8.5	5.9	49.1	7.6
영업이익증가율	-14.1	-9.4	-47.8	91.1	0.7
순이익증가율	-15.5	-30.3	45.3	-5.9	-5.8
수익성					
ROIC	199.1	108.2	43.6	67.5	58.9
ROA	13.2	11.1	5.5	9.7	9.2
ROE	12.7	8.5	11.1	9.3	8.2
인정성					
부채비율	8.6	7.4	6.1	5.2	4.7
순자본비율	-74.8	-65.4	-67.7	-67.8	-68.9
이자보상배율	439.3	339.8	0.0	0.0	0.0

자료: 캠퍼스 대신증권 Research Center

## 재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	766	716	800	896	958
현금및현금성자산	36	58	158	243	316
마출채권 및 기타채권	56	58	60	86	92
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	674	600	583	566	550
비유동자산	239	333	330	327	325
유형자산	15	13	11	10	9
관계기업투자금	8	8	9	9	9
기타비유동자산	217	312	310	308	306
자산총계	1,005	1,049	1,130	1,223	1,283
유동부채	71	66	59	54	52
마출채무 및 기타채무	32	38	38	38	38
차입금	0	1	1	1	1
유동부채부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	39	27	20	15	13
비유동부채	9	6	6	6	5
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	6	6	6	5
부채총계	80	72	65	60	58
자자자본	920	973	1,061	1,158	1,220
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	208	208	208	208	208
이자유예금	770	833	928	1,014	1,093
기타자본변동	-65	-74	-81	-70	-88
비자자본	6	4	4	5	5
자본총계	925	977	1,065	1,162	1,225
순자본금	-692	-639	-721	-789	-844

## 현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	130	103	121	89	104
당기순이익	110	76	111	104	98
비현금흐름의기감	32	50	51	54	51
감가상각비	7	9	6	5	5
외환손익	1	18	-3	-3	-3
자본변동평가손익	3	2	2	2	2
기타	21	21	46	50	48
자산부채의증감	1	-7	-6	-30	-9
기타현금흐름	-13	-17	-35	-39	-37
투자활동 현금흐름	-89	-45	-19	-20	-21
투자자산	-72	-3	0	0	0
유형자산	-3	-2	-2	-2	-2
기타	-13	-40	-17	-18	-18
자무활동 현금흐름	-37	-35	-21	-21	-21
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-17	-18	-18	-18
기타	-20	-18	-3	-3	-3
현금의증감	3	22	100	85	73
기초현금	33	36	58	158	243
기말현금	36	58	158	243	316
NOPLAT	93	84	45	83	83
FCF	96	85	49	85	85

## Initiation

# 크래프톤 (259960)

이지은

jeeeun.lee@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

400,000

신규

현재주가

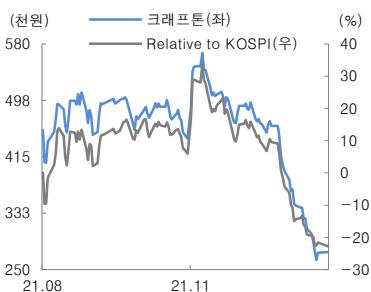
275,500

(22.02.03)

디지털콘텐츠업종

KOSPI	2707.82
시가총액	13,492십억원
시가총액비중	0.61%
지분금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	567,000원 / 264,000원
120일 평균거래대금	2,158억원
외국인지분율	29.50%
주요주주	장병규 외 11인 21.80% IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 13.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-40.1	-41.6	0.0	0.0
상대수익률	-33.9	-35.9	0.0	0.0



## 신작에 걸어보는 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 400,000원으로 분석 개시

- 2022년 EPS 20,466원에 Target PER 19.5배 적용
- Target PER은 글로벌 게임 peer 9개사의 2021년 PER 평균 24배에 20% 할인 적용. 단일 IP '배틀그라운드'의 매출 의존도가 높고, 경쟁사 대비 P2E, NFT 게임에 대한 보수적인 입장이 할인 요인. 2022년 신작 출시와 흥행에 따라 할인율 감소 가능할 것으로 판단

### 뉴스테이트의 기대치 미달과 배그 모바일의 고군분투

- 현재 회사의 '배틀그라운드' IP의 모바일게임 라인업은 '배그 모바일', '배그 모바일 인디아(BGMI)', '배그 뉴스테이트'로 총 3가지. '배그 모바일'을 제외하고 두 게임은 크래프톤이 직접 퍼블리싱 담당. 기존의 배그 모바일과 BGMI는 견조한 트래픽과 높은 매출 순위 유지 중. 다만, 지난 4분기에 출시한 뉴스테이트의 성과가 기대치보다 저조한 매출 순위 기록 중
- 1/12 크래프톤은 기존 유료 서비스였던 배틀그라운드의 게임을 무료 서비스로 전환하면서 최근 신규 유저 수가 급증. 일반적으로 모바일 게임이 과금 유저의 비중이 높은데, 배틀그라운드가 무료 서비스로 전환 후 모바일 게임의 매출 순위가 상승한 국가의 수가 증가했다는 점은 긍정적

### 2022년 신작 2종 출시 기대

- 2022년 2종의 게임이 출시될 예정. 상반기에 언노운월즈의 신규 IP 게임(장르 미정, 스팀 얼리액세스)과 하반기에 '칼리스토 프로토콜' (서바이벌 호러, PC/콘솔) 출시 예정
- 두 게임 모두 글로벌 레퍼런스를 보유한 게임사들이 개발. 크래프톤의 실적 개선과 함께 게임 IP 확대에 기여할 것으로 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,087	1,670	2,062	2,895	2,713
영업이익	359	774	838	1,353	1,170
세전순이익	362	667	984	1,368	1,150
총당기순이익	279	556	713	1,002	843
자본구조	279	556	713	1,002	843
EPS	7,198	13,709	15,682	20,466	17,212
PER	0.0	0.0	32.2	24.7	29.3
BPS	15,084	29,922	42,416	59,833	77,045
PBR	0.0	0.0	6.5	4.6	3.6
ROE	99.2	61.9	45.4	41.3	25.1

주: EPS와 BPS, ROE는 자본구조 기준으로 산출 / 자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 1. 크래프톤 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2022년 지배주주지분 순이익(십억원)	1,002.2	액티비전블리자드, EA, 닌텐도 등 글로벌 게임 9개사
Target PER(x)	19.5x	2021년 PER 평균에 20% 할인율 적용
목표 시총(십억원)	19,546.0	
주식 수(천주)	48,956.0	
적정 주가(원)	399,257	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>400,000</b>	반올림 적용
현재 주가(원)	275,500	
상승 여력	45.2%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 크래프톤 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	461.0	459.3	521.9	620.2	776.9	757.0	702.8	658.3	1,670.4	2,062.4	2,894.9
YoY	-9.3%	7.0%	42.3%	75.9%	68.5%	64.8%	34.7%	6.1%	53.6%	23.5%	40.4%
QoQ	30.7%	-0.4%	13.6%	18.8%	25.3%	-2.6%	-7.2%	-6.3%			
PC	66.1	88.6	129.5	142.2	134.5	141.3	135.7	141.6	264.9	426.4	553.1
모바일	378.8	354.2	380.5	460.1	593.9	572.6	529.4	480.4	1,341.4	1,573.6	2,176.3
콘솔	4.0	4.2	5.0	11.1	4.8	3.3	1.4	3.1	29.5	24.3	12.6
기타	12.1	12.5	6.9	6.8	43.6	39.8	36.3	33.2	34.7	38.2	153.0
영업비용	233.8	285.2	326.6	378.7	373.9	397.6	363.6	406.6	896.1	1,224.3	1,541.9
지급수수료	76.1	95.3	70.0	84.0	79.8	87.8	83.4	100.1	214.0	325.4	351.0
앱수수료	35.8	40.2	59.6	62.6	83.5	78.9	74.4	69.1	115.1	198.2	305.9
인건비	84.7	93.4	80.8	128.9	100.9	111.3	96.3	130.0	239.4	387.8	438.5
마케팅비	7.4	8.0	20.5	43.9	39.8	53.9	49.3	51.9	32.0	79.8	194.8
주식보상비용	10.0	27.4	70.6	28.2	31.1	28.0	25.2	22.6	66.1	136.2	106.8
기타비용	19.7	20.9	25.1	31.0	38.8	37.9	35.1	32.9	47.3	96.7	144.7
영업이익	227.2	174.1	195.3	241.5	402.9	359.4	339.1	251.6	774.3	838.1	1,353.1
영업이익률	49.3%	37.9%	37.4%	38.9%	51.9%	47.5%	48.3%	38.2%	46.4%	40.6%	46.7%
순이익	194.0	141.3	178.3	198.9	299.1	268.4	251.2	183.5	556.3	712.5	1,002.2
순이익률	42.1%	30.8%	34.2%	32.1%	38.5%	35.5%	35.7%	27.9%	33.3%	34.5%	34.6%

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

주: 언노운월즈의 인수 흐름은 2022년 1분기 실적부터 반영했으며, 기타 부분에 반영

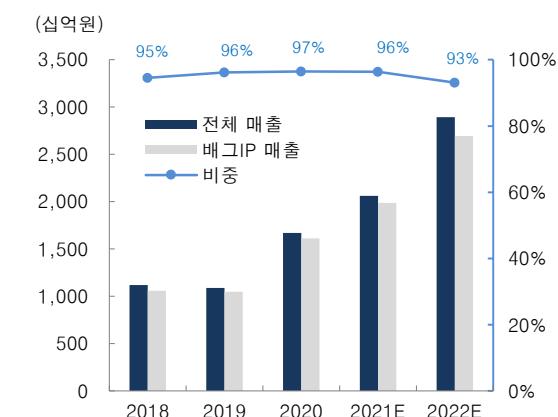
표 3. 글로벌 게임 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER(X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

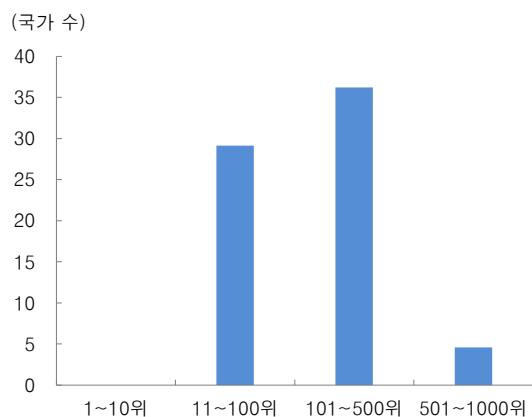
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 배틀그라운드 IP 매출 비중



자료: 크래프톤, 추정은 대신증권 Research Center

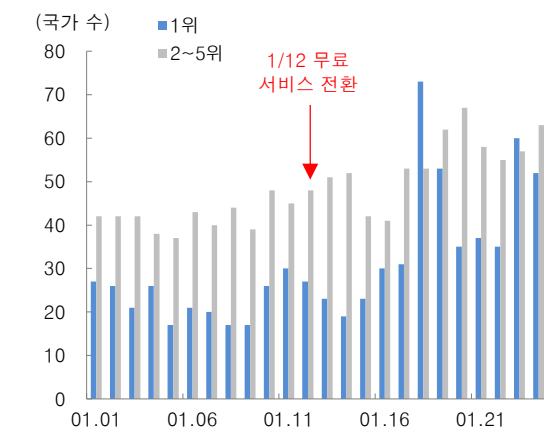
그림 2. 뉴스테이트 1월 국가별 순위 분포도



자료: 크래프톤, 추정은 대신증권 Research Center

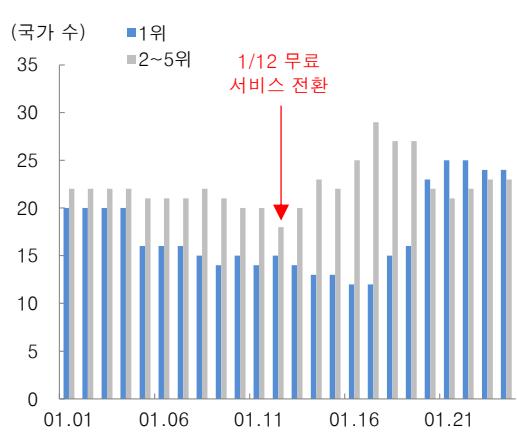
주: 구글플레이 기준 1월 매출 순위 평균

그림 3. 배그 모바일 1~5 위권 국가 수 (iOS)



자료: 앱애니, 대신증권 Research Center

그림 4. 배그 모바일 1~5 위권 국가 수 (Googleplay)



자료: 앱애니, 대신증권 Research Center

## 2022년 언노운 월즈 엔터테인먼트의 인수와 신작 기대

언노운 월즈 엔터테인먼트의 인수 효과는 2022년 1분기부터 실적에 반영하여 추정하였다. 언노운 월즈는 콘솔 게임인 ‘서브노티카’를 개발한 게임사로, 서구권 시장에서 PC, 콘솔 시장에서 두터운 팬 커뮤니티를 보유하고 있다. 언노운 월즈는 2022년 상반기 중 스팀에서 얼리 액세스 버전으로 새로운 IP 게임을 공개할 것으로 전망한다.

2022년 하반기에는 PC와 콘솔 게임으로 개발 중인 서바이벌 호러 장르의 신작 ‘칼리스토 프로토콜’이 출시될 예정이다. 개발사는 크래프톤의 자회사인 ‘스트라이킹 디스턴스’로 다수의 AAA 게임 개발 이력을 보유한 글로벌 게임 개발자들이 2019년에 설립한 게임사다. 해당 게임에 대한 실적은 아직 실적 추정에는 반영하지 않았으며, 내용과 더 구체적인 출시 일정이 공개되는 시기에 반영할 예정이다.

크래프톤은 전세계 인기 IP인 배틀그라운드를 보유하고 있지만, 최근 출시한 뉴스테이트의 흥행이 저조하고, 기존 배틀그라운드 게임의 새로운 매출 upside가 제한적이라는 점을 고려했을 때, 2022년 2종의 신작 출시와 흥행이 절실하다. 두 게임의 출시로 크래프톤의 실적 개선과 함께 보유 IP 확장을 기대한다.

그림 5. 언노운 월즈 엔터테인먼트 인수



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 6. 칼리스토 프로토콜 2022년 출시 예정



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 4. 크래프톤 주요 게임 및 신작 라인업

구분	게임명	출시 일정	내용
PC/콘솔	PUBG: 배틀그라운드	PC 2017.12.21/ 콘솔 2020.11	배틀로얄, FPS, 글로벌 펍지 개발 및 배급. 국내는 카카오게임즈 배급
	테라	PC 2011.01.25/ 콘솔 2018.03	블루홀 스튜디오 개발 및 배급
	언노운월즈 신규 IP 게임	1H22	장르 미공개. 스팀 얼리액세스 출시
	더 칼리스토 프로토콜	2H22	서바이벌 호러 게임 SDS 개발
	비킹엄(구 카우보이)	2023	오픈월드 서바이벌 게임. 배그 IP 확장
	타이탄	2023	배틀로얄 SDS 개발
	프로젝트 블랙버드	미정	루터 슈터. 블루홀 스튜디오 개발
	프로젝트 D	미정	액션 RPG
모바일	배틀그라운드 모바일	2018.05.16	한국과 일본은 크래프톤 배급, 이외 글로벌 지역은 텐센트 배급
	배틀그라운드 모바일 인디아	2021.07.02	크래프톤 개발 및 배급
	배틀그라운드: 뉴스테이트	2021.11.11	크래프톤 개발 및 배급
	프로젝트 원드리스	2024	MMORPG, 눈물을 마시는 새 IP
	현팅 킹	미정	카주얼 스포츠, 라이징윙스 개발
	캐슬 크래프트	미정	실시간 전략. 라이징윙스 개발
	프로젝트 BB	미정	MMO 장르
	렐릭 키파스	미정	액션 추리 장르

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 7. 크래프톤 산하 6개 독립 스튜디오



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

## 기업 개요

### 기업 및 경영진 현황

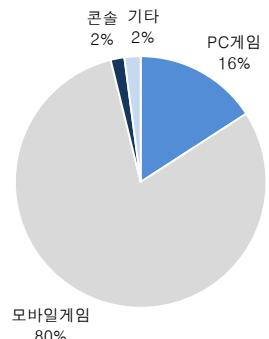
- 크래프톤 대표이사는 김창한
- 3Q21 말 기준 주식 소유 현황은 장병규 외 12인 37.58%, 이미지 프레임 인베스트먼트 13.57%, 국민연금공단 5.43% 등 보유
- 2007년 설립한 글로벌 게임회사로, 게임의 개발 및 퍼블리싱을 주사업으로 영위. 크래프톤 본사 신하 총 6개 독립 개발 스튜디오
- 주요 게임: 배틀그리운드, 테라, 엘리온 등

### 주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

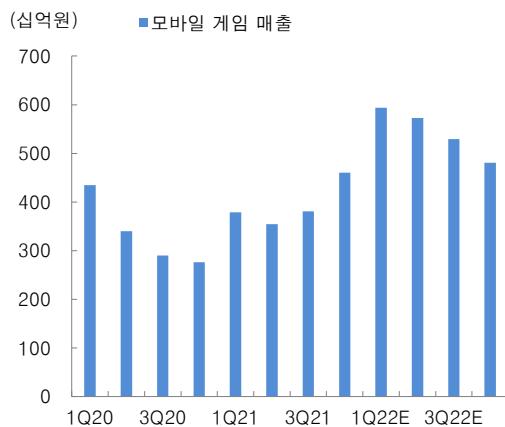
### 2020년 기준 매출 비중



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

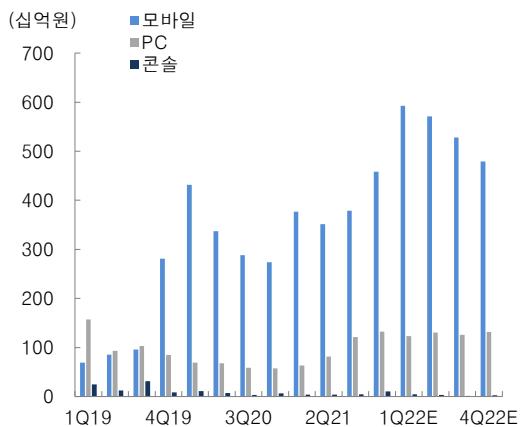
## Earnings Driver

### 전체 모바일 게임 매출 추이 및 전망



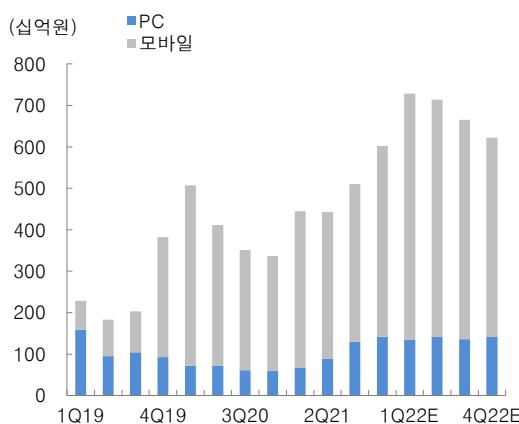
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

### 배틀그리운드 IP 플랫폼 별 매출 추이



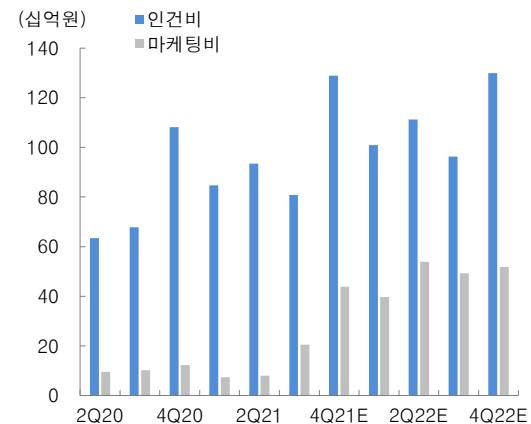
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

### PC, 모바일 게임 매출 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

### 인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		1,087	1,670	2,062	2,895	2,713
매출원가		0	0	0	0	0
매출총이익		1,087	1,670	2,062	2,895	2,713
판매비와관련비		728	897	1,224	1,542	1,544
영업이익		359	774	838	1,353	1,170
영업이익률		33.0	46.3	40.6	46.7	43.1
EBITDA		397	818	876	1,388	1,202
영업외손익		3	-107	146	15	-19
관계기업손익		-1	0	0	0	0
금융수익		6	3	6	7	6
외환마진이익		16	39	35	35	35
금융비용		-9	-6	-8	-12	-13
외환마진손실		0	0	0	0	0
기타		6	-105	148	20	-12
법인세비용차감전순손익		362	667	984	1,368	1,150
법인세비용		-83	-111	-272	-366	-308
계속사업순손익		279	556	713	1,002	843
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		279	556	713	1,002	843
당기순이익률		25.6	33.3	34.5	34.6	31.1
비자비자분순이익		0	0	0	0	0
자자자분순이익		279	556	713	1,002	843
매도기능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		0	4	4	4	4
포괄손이익		276	592	749	1,038	879
비자자자분포괄이익		0	0	0	0	0
자자자분포괄이익		276	592	749	1,038	879

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		726	1,293	2,014	3,021	3,865
현금및현금성자산		147	720	1,334	2,112	3,007
마출채권 및 기타채권		381	474	581	810	759
재고자산		0	0	0	0	0
기타유동자산		199	99	99	99	99
비유동자산		264	427	417	411	409
유형자산		127	140	130	123	118
관계기업투자금		4	17	24	31	39
기타비유동자산		132	270	262	257	252
자산총계		990	1,719	2,431	3,432	4,274
유동부채		288	407	405	404	404
마연채무 및 기타채무		91	196	196	196	196
차입금		0	0	-1	-1	-2
유동부채부채		0	1	0	0	0
기타유동부채		197	210	210	210	210
비유동부채		118	98	98	98	98
차입금		1	0	0	0	0
전환기증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		117	98	98	98	98
부채총계		406	505	503	503	502
자자자분		584	1,214	1,927	2,929	3,772
자본금		4	4	5	5	5
자본잉여금		985	1,004	1,004	1,004	1,004
이자유예금		-518	38	750	1,752	2,595
기타자본변동		114	168	168	168	168
비자자자분		0	0	0	0	0
자본총계		584	1,214	1,927	2,929	3,772
순자금		-218	-687	-1,303	-2,081	-2,977

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		7,198	13,709	15,682	20,466	17,212
PER		0.0	0.0	32.2	24.7	29.3
BPS		15,084	29,922	42,416	59,833	77,045
PBR		0.0	0.0	6.5	4.6	3.6
EBITDAPS		10,245	20,160	19,282	28,352	24,558
EV/EBITDA		NA	NA	13.9	8.2	8.7
SPS		28,069	41,168	45,392	59,133	55,426
PSR		0.0	0.0	6.1	4.7	5.0
CFPS		12,876	23,399	26,167	32,058	27,571
DPS		0	0	0	0	0

자유자본		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
상장성						
매출액증가율		-2.9	53.6	23.5	40.4	-6.3
영업이익증가율		19.7	115.4	8.3	61.4	-13.6
순이익증가율		11.1	99.5	28.1	40.6	-15.9
수익성						
ROIC		211.7	152.6	114.4	143.8	111.1
ROA		44.7	57.1	40.4	46.2	30.4
ROE		99.2	61.9	45.4	41.3	25.1
인정성						
부채비율		69.4	41.6	26.1	17.2	13.3
순자금비율		-37.3	-56.6	-67.6	-71.0	-78.9
이자보상배율		41.0	136.6	0.0	0.0	0.0

자료: 크래프톤 대신증권 Research Center

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		62	649	788	952	1,071
당기순이익		279	556	713	1,002	843
비현금항목의 기감		220	393	476	567	507
감가상각비		38	44	38	35	33
외환손익		9	79	11	11	11
자본변동 평가손익		1	0	0	0	0
기타		173	269	428	522	464
자산부채의 증감		-355	-153	-130	-252	29
기타현금흐름		-82	-148	-272	-366	-308
투자활동 현금흐름		-53	-1	-37	-38	-39
투자자산		-173	117	-3	-4	-5
유형자산		-15	-26	-26	-26	-26
기타		136	-92	-8	-8	-8
자유활동 현금흐름		15	-27	-47	-46	-46
단기차입금		-112	-1	-1	-1	-1
사채		0	0	0	0	0
장기차입금		0	0	0	0	0
유상증자		180	19	1	0	0
현금배당		0	0	0	0	0
기타		-53	-46	-47	-46	-46
현금의 증감		23	573	614	778	896
기초 현금		124	147	720	1,334	2,112
기말 현금		147	720	1,334	2,112	3,007
NOPLAT		277	646	607	991	857
FCF		296	661	619	1,000	864

## Initiation

# 엔씨소프트

## (036570)

이지은 jeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY
6개월 목표주가	790,000
현재주가 (22.02.03)	532,000
디지털콘텐츠업종	

	KOSPI	2707.82
시가총액	11,680십억원	
시가총액비중	0.52%	
자본금(보통주)	11십억원	
52주 최고/최저	1,038,000원 / 532,000원	
120일 평균거래대금	2,000억원	
외국인지분율	43.59%	
주요주주	김택진 외 8인 11.99%	
	넷마블 8.88%	

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-19.0	-34.3	-47.2
상대수익률	-12.0	-11.0	-21.5	-39.0



# K-MMORPG 진행 중, LW의 2권역 성적 중요

## 투자의견 매수, 목표주가 790,000원으로 분석 개시

- 2022년 EPS 35,934원에 Target PER 21.9배 적용
- Target PER은 글로벌 게임 peer 9개사의 2021년 PER 평균에 10% 할인 적용, MMORPG 장르 편중과 리니지 IP에 높은 의존도가 할인 요인. 리니지W의 2권역 출시 후 흥행이 할인율 감소 가능 요인

## '리니지W'의 현재 성적은 청신호, 2권역의 흥행 성적이 중요

- 리니지W의 1권역(12개국) 출시 성과는 블소2를 겪으면서 발생한 동사의 신작에 대한 시장 우려와 달리 양호한 것으로 파악. 기존의 신작들과 달리 트래픽이 초기임에도 불구하고 우상향 중인 것으로 파악
- 리니지W의 2권역(북미, 유럽 등) 출시는 2022년 2분기로 가정. 2권역은 1권역(한국, 대만, 일본, 동남아, 중동 등)에 비해 리니지 IP의 인지도와 MMORPG 장르 선호도가 낮은 지역이기 때문에, 2권역에서의 흥행 성적이 중요. 2권역에서의 흥행이 향후 프로젝트TL(MMORPG) 등 다른 신작의 글로벌 출시에도 중요한 역할을 할 것

## 2022년 NFT 게임 공개와 신작의 글로벌 출시 계획

- '리니지W'를 시작으로 향후 모든 신작들은 글로벌 동시 출시 전략. MMORPG를 주력으로 글로벌 IP를 확보할 계획. 이를 위해 동사는 향후 글로벌 시장에서의 M&A를 적극 검토할 예정
- P2E/NFT의 인게임 도입 내용 향후 공개 예정. 기존 라인업과 신작을 포함한 모든 MMORPG 장르에 전부 도입 고려. 이 역시 리니지W의 글로벌 흥행이 중요한 이유
- 하반기 출시 예정인 '프로젝트TL' 등의 신작과 P2E/NFT 도입은 아직 실적 추정에 미반영. 출시 시기와 내용이 좀 더 구체화되는 시기에 반영할 예정. '리니지W'의 글로벌 순항으로 현재 라인업만으로도 주가 upside는 충분하다고 판단

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,701	2,416	2,331	3,161	3,005
영업이익	479	825	476	943	759
세전순이익	496	803	583	1,022	841
총당기순이익	359	587	459	787	648
자비자분순이익	358	587	461	789	649
EPS	16.320	26.756	20.993	35.934	29.580
PER	33.1	34.8	35.6	20.8	25.3
BPS	113,873	143,098	156,066	184,091	205,761
PBR	4.8	6.5	3.4	2.9	2.6
ROE	14.7	20.8	14.0	21.1	15.2

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출 / 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 1. 엔씨소프트 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2022년 지배주주지분 순이익(십억원)	788.9	액티비전블리자드, EA, 닌텐도 등 글로벌 게임 9개사
Target PER(x)	21.9x	2021년 PER 평균에 10% 할인율 적용
목표 시총(십억원)	17,309.6	
주식 수(천주)	21,939.0	
적정 주가(원)	788,989	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>790,000</b>	반올림 적용
현재 주가(원)	532,000	
상승 여력	48.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 엔씨소프트 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	512.5	538.5	500.6	779.5	791.8	772.1	790.5	806.7	2,416.2	2,331.1	3,161.1
게임 매출액	453.8	458.1	432.7	715.3	729.2	653.8	632.3	663.4	2,137.5	2,060.0	2,930.1
리니지	48.9	36.4	29.1	28.6	29.3	28.2	28.5	31.3	175.7	143.1	117.4
리니지 II	26.2	24.2	25.0	24.5	25.2	24.2	24.5	26.9	104.5	99.9	100.7
아이온	23.4	19.5	17.9	17.5	18.0	17.3	17.5	18.4	45.6	78.3	71.1
블레이드&소울	14.1	9.9	10.4	10.1	9.4	9.1	9.6	10.1	72.2	44.5	38.2
길드워2	16.3	16.0	19.2	20.4	20.9	15.9	14.4	17.3	61.2	71.9	68.6
모바일 게임	324.8	352.1	331.1	614.2	626.3	559.2	537.8	559.4	1,678.4	1,622.3	2,534.1
리니지M	172.6	134.2	150.3	120.3	100.5	96.6	109.3	120.1	828.8	577.4	426.5
리니지2M	152.2	218.0	157.9	127.8	119.5	110.6	100.0	99.3	849.6	655.9	429.3
블소2			22.9	36.1	28.2	27.1	32.9	29.6		59.0	117.9
리니지W				330.0	378.0	324.9	295.6	310.4		330.0	1,308.8
로열티 매출액	45.5	42.8	40.8	39.8	40.6	38.6	36.9	39.2	218.2	168.9	155.3
리니지M 대만	15.5	16.5	16.5	15.0	14.3	15.3	15.5	17.0	71.6	63.5	62.1
IP 대여	30.0	26.4	24.3	24.7	26.3	23.3	21.5	22.2	146.6	105.4	93.2
기타	13.2	37.6	27.2	24.4	22.0	79.8	121.3	104.0	60.5	102.3	75.7
영업비용	455.8	425.8	404.4	569.5	602.6	548.2	505.3	562.0	1,591.4	1,855.4	2,218.2
인건비	232.5	186.0	174.8	230.7	281.7	220.6	211.8	262.8	718.2	823.9	976.9
지급수수료	122.3	119.8	119.0	186.8	190.4	188.2	194.9	196.8	544.9	547.9	770.4
마케팅비	55.0	55.6	53.9	89.7	71.3	77.2	39.5	40.3	127.0	254.1	228.3
기타 영업비용	46.0	64.4	56.7	62.3	59.2	62.2	59.1	62.0	201.3	229.4	242.5
영업이익	56.7	112.8	96.3	210.0	189.1	223.9	285.2	244.7	824.8	475.7	942.9
영업이익률	11.1%	20.9%	19.2%	26.9%	23.9%	29.0%	36.1%	30.3%	34.1%	20.4%	29.8%
지배주주 순이익	80.9	94.4	99.7	185.8	161.0	188.0	235.5	204.4	587.4	460.8	788.9
순이익률	15.8%	17.5%	19.9%	23.8%	20.3%	24.3%	29.8%	25.3%	24.3%	19.8%	25.0%

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

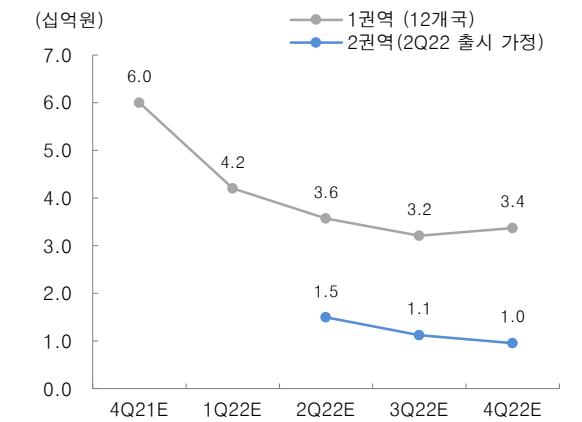
표 3. 글로벌 게임 peers valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER(X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

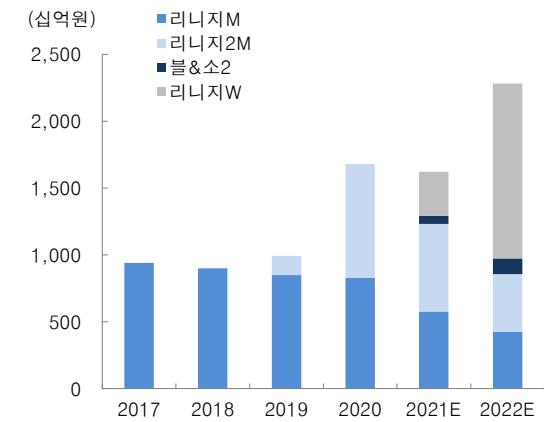
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 리니지W 일매출 가정



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 모바일 게임 연간 매출 추이 및 전망



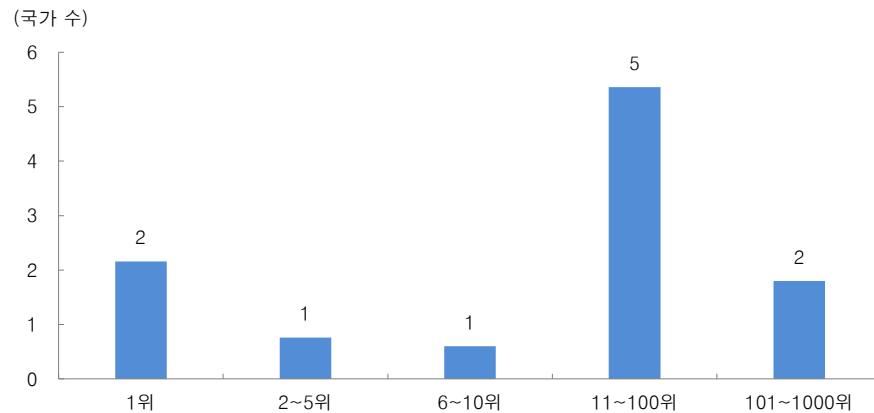
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 4. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성. 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정 1H22, 2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
PC/콘솔 게임	1H22	프로젝트 T.L (국내)	20년 8~9월 사내 테스트 진행

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 3. 리니지W 1권역 매출 순위 분포도



자료: 앱애니, 대신증권 Research Center

주: 구글 플레이 기준 1월 평균

## 기업 개요

### 기업 및 경영진 현황

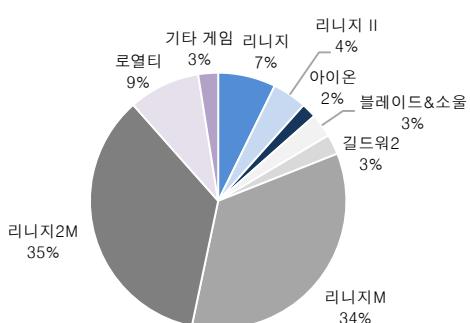
- 엔씨소프트 대표 이사는 김택진
- 32년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 7인 12%, 국민연금공단 8.4%, 넷마블 8.9%, BlackRock Fund Advisors 4.9% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

### 주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

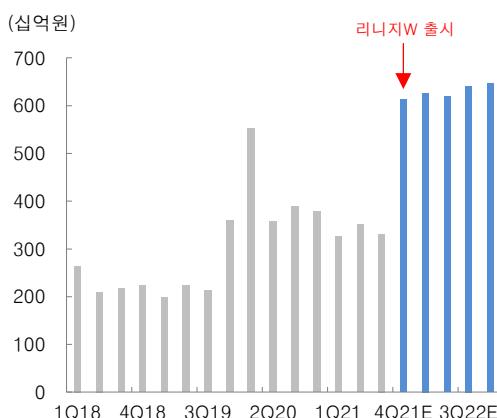
### 게임별 매출 비중(2020년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

## 2. Earnings Driver

### 모바일 게임 매출 추이 및 전망



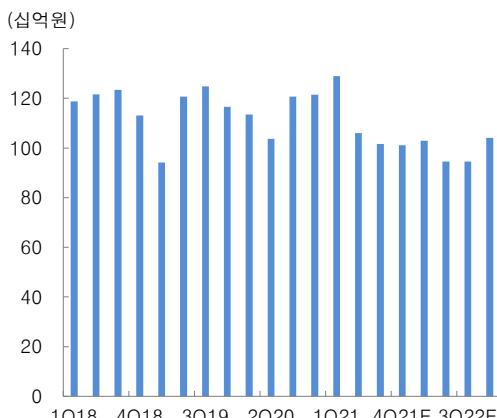
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

### 주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



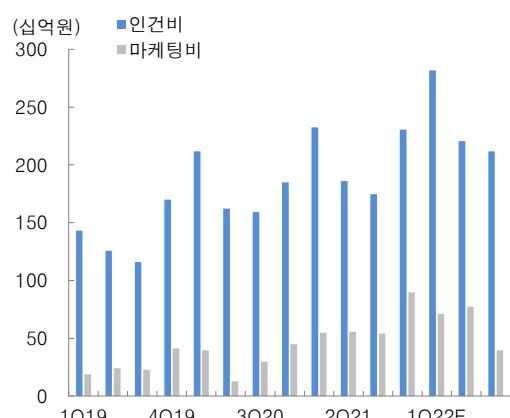
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

### PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

### 인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		1,701	2,416	2,331	3,161	3,005
매출원가		0	0	0	0	0
매출총이익		1,701	2,416	2,331	3,161	3,005
판매비와관련비		1,222	1,591	1,855	2,218	2,246
영업이익		479	825	476	943	759
영업이익률		28.2	34.1	20.4	29.8	25.3
EBITDA		531	891	532	1,000	817
영업외손익		17	-22	107	79	82
관계기업손익		-19	-6	16	8	8
금융수익		70	53	95	80	84
외환마진이익		38	24	24	24	24
금융비용		-31	-36	-19	-13	-13
외환마진손실		0	0	0	0	0
기타		-2	-33	16	4	4
법인세비용차감전순손익		496	803	583	1,022	841
법인세비용		-137	-217	-124	-235	-193
계속사업순손익		359	587	459	787	648
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		359	587	459	787	648
당기순이익률		21.1	24.3	19.7	24.9	21.6
비자비자분순이익		1	-1	-2	-2	-2
자자자분순이익		358	587	461	789	649
매도기능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		-9	17	17	17	17
포괄손이익		264	752	624	952	813
비자자자분포괄이익		2	0	-2	-2	-2
자자자분포괄이익		263	752	627	954	815

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		2,088	2,444	2,663	3,021	3,281
현금및현금성자산		303	157	367	548	549
매출채권 및 기타채권		271	282	327	538	829
재고자산		2	1	1	1	1
기타유동자산		1,512	2,005	1,969	1,934	1,902
비유동자산		1,259	1,637	1,697	1,799	2,009
유형자산		350	368	375	381	386
관계기업투자금		44	67	97	127	157
기타비유동자산		864	1,201	1,224	1,290	1,466
자산총계		3,346	4,081	4,360	4,820	5,290
유동부채		450	509	503	497	491
매입채무 및 기타채무		195	234	234	234	234
차입금		11	5	-1	-7	-13
유동부채부채		0	0	0	0	0
기타유동부채		244	270	270	270	270
비유동부채		384	427	427	278	278
차입금		249	250	250	100	100
전환부채증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		135	178	178	178	178
부채총계		834	937	930	774	768
자자자분		2,499	3,142	3,426	4,042	4,517
자본금		11	11	11	11	11
자본증여금		436	433	433	433	433
이자유예금		2,382	2,957	3,141	3,757	4,232
기타자본변동		-329	-160	-160	-160	-160
비자자자분		13	3	3	4	4
자본총계		2,512	3,145	3,430	4,046	4,522
순자금		-1,406	-1,776	-1,955	-2,258	-2,233

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		16,320	26,756	20,993	35,934	29,580
PER		33.1	34.8	35.6	20.8	25.3
BPS		113,873	143,098	156,066	184,091	205,761
PBR		48	65	34	29	26
EBITDAPS		24,216	40,566	24,241	45,562	37,219
EV/EBITDA		19.7	21.0	18.3	9.4	11.6
SPS		77,514	110,057	106,183	143,986	136,865
PSR		7.0	8.5	5.0	3.7	3.9
CFPS		25,497	41,161	27,894	48,584	40,240
DPS		5,220	8,550	8,550	8,550	8,550

자유비율		(단위 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
상장성						
매출액증가율		-0.8	42.0	-3.5	35.6	-4.9
영업이익증가율		-22.1	72.2	-42.3	98.2	-19.5
순이익증가율		-14.8	63.3	-21.7	71.3	-17.7
수익성						
ROIC		87.4	126.3	79.7	141.5	106.0
ROA		15.2	22.2	11.3	20.5	15.0
ROE		14.7	20.8	14.0	21.1	15.2
인정성						
부채비율		33.2	29.8	27.1	19.1	17.0
순자금비율		-56.0	-56.5	-57.0	-55.8	-49.4
이자보상배율		56.9	91.9	0.0	0.0	0.0

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		392	708	534	770	731
당기순이익		359	587	459	787	648
비현금화목의기감		200	317	153	280	236
감가상각비		52	66	56	57	58
외환손익		-6	3	14	14	14
자본변동기준익		0	0	0	0	0
기타		154	248	82	208	163
자산부채의증감		-71	-46	-52	-144	-45
기타현금흐름		-97	-150	-27	-153	-108
투자활동 현금흐름		-234	-696	-58	-61	-63
투자자산		253	-667	-28	-29	-29
유형자산		-50	-62	-62	-62	-62
기타		-437	33	32	30	28
자유활동 현금흐름		-46	-159	-228	-375	-225
단기차입금		6	-6	-6	-6	-6
사채		99	0	0	-150	0
장기차입금		0	0	0	0	0
유상증자		3	0	0	0	0
현금배당		-125	-108	-176	-174	-174
기타		-29	-46	-46	-46	-46
현금의증감		118	-146	210	181	1
기초 현금		186	303	157	367	548
기말 현금		303	157	367	548	549
NOPLAT		347	602	375	726	584
FCF		345	603	367	719	578

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

## Initiation

# 넷마블 (251270)

이지은 jeeeun.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**

매수, 신규

6개월 **130,000**

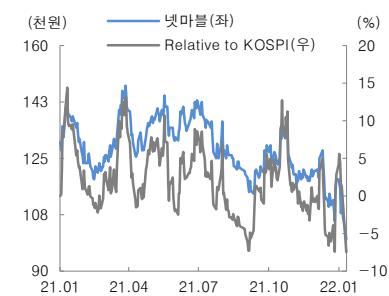
목표주가 신규

현재주가  
(22.02.03) **100,000**

디지털콘텐츠업종

KOSPI	2707.82
시가총액	8,595십억원
시가총액비중	0.39%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	147,500원 / 100,000원
120일 평균거래대금	311억원
외국인지분율	22.98%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.85% CJ ENM 21.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	-20.3	-25.7	-31.3
상대수익률	-13.4	-12.4	-11.1	-20.6



## P2E/NFT, 메타버스 게임 출시 공식화

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000원으로 분석 개시

- SOTP 방식을 적용하여 목표주가 산출. 1) 영업자산 가치: 2022년 EBITDA에 글로벌 게임 peer의 2021년 EV/EBITDA 평균을 적용한 13.9배 적용. 6.8조원으로 추정 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 1.6조원, 엔씨소프트 지분가치 1.2조원, 코웨이 지분가치 1.1조원 등 총 투자자산 지분가치 3조 8,761억원으로 가정
- 투자자산의 가치를 목표주가 산정에 반영하고자 SOTP 방식을 전용했으며, 참고로 SOTP 방식으로 추정한 총 기업가치는 2022년 EPS 기준 PER 38배에 해당하는 수준

### 2021년. 신작의 아쉬운 흥행 성적

- 2021년은 신작 '마블퓨처레볼루션'과 '세븐나이츠2'가 회사 기대치에 미치지 못하는 성과를 기록. 이외 동사의 주요 게임들도 점진적인 매출 하향세를 기록
- 4Q부터 스피엑스의 연결 편입에 따라 OPM 개선 전망. 스피엑스의 대표 소셜카지노 모바일 게임 3종은 안정적인 캐시카우 역할을 할 것으로 기대. 다만, 스피엑스 인수 이후 코로나 영향으로 두 회사의 협업 속도 지연. 향후 추가 시너지 발생 여부는 지켜볼 필요 있음

### 2022년 이후. 향후 출시되는 게임의 70%는 블록체인 연계

- 회사는 NTP 행사에서 향후 2년 동안 출시할 20여 종의 신작 공개. 이 중 70% 이상이 P2E/NFT 게임. 3월 기준 게임 A3에 P2E 도입을 시작으로 순차적으로 P2E/NFT 게임 출시 예정. 또한 메타버스로 구현한 부동산 투자 게임 '모두의 마블: 메타월드' 연내 출시 예정
- 뿐만 아니라, 공개된 20여종의 신작은 PC, 콘솔용으로 개발되는 게임들이 다수. 그동안 모바일 중심으로 서비스하던 회사의 게임 플랫폼이 다변화될 것으로 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,179	2,485	2,524	3,253	2,863
영업이익	203	272	167	368	282
세전순이익	218	475	313	492	413
총당기순이익	170	338	209	364	305
자본구조	156	313	189	327	275
EPS	1,823	3,647	2,202	3,810	3,198
PER	50.7	36.1	53.8	31.1	37.1
BPS	52,033	63,017	86,656	108,692	127,950
PBR	1.8	2.1	1.2	0.9	0.8
ROE	3.5	6.3	2.9	3.9	2.7

주: EPS와 BPS, ROE는 자본구조 기준으로 산출 / 자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 1. 넷마블 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
<b>(A) SoTP Valuation</b>		
<b>(1) 영업 가치</b>		
2021년 EBITDA	486.2	Activision Blizzard, EA, Nintendo 등 글로벌 peer 9 개사의 2021년 EV/EBITDA 평균
Target EV/EBITDA	13.9	
적정 가치	6,779.7	
<b>(2) 투자자산 가치</b>		
하이브 적정가치	9,986.8	현재 주가 기준
지분율	19.9%	
할인율	20.0%	
하이브 지분가치 (a)	1,589.9	
엔씨소프트 적정가치	17,309.6	엔씨소프트 목표주가(79만원) 기준
지분율	8.9%	
할인율	20.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	1,229.7	
코웨이 적정가치	5,158.6	현재 주가 기준
지분율	25.6%	
할인율	20.0%	
코웨이 지분가치 (c)	1,056.5	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	3,876.1	
<b>(3) 순현금</b>		
920.3		별도 기준 현금
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	11,576.1	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	134,680	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>130,000</b>	
현재 주가(원)	100,000	
상승 여력	30.0%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 글로벌 게임 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER(X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 넷마블 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	570.4	577.2	607.0	769.1	798.1	828.0	839.2	787.9	2,484.8	2,523.7	3,253.2
제2의 나라		69.3	121.4	101.9	94.9	91.5	115.4	86.9	292.5	388.7	299.7
마블 콘테스트 오브 챔피언	68.4	75.0	78.9	71.0	68.1	67.5	66.8	65.5	293.4	267.9	247.1
일곱개의 대죄: 그랜드 크로스	86.8	72.1	42.5	39.3	37.6	37.3	35.8	34.0	240.6	144.8	125.5
리니지2 레볼루션	45.6	34.6	30.4	29.9	28.9	28.8	28.7	28.4	140.5	114.7	109.8
해리포터 호그와트 미스터리	28.5	28.9	24.3	23.6	21.6	21.8	18.4	17.9	105.3	79.6	60.2
블레이드&소울 레볼루션	28.5	17.3	10.8	9.2	9.9	12.5	12.0	11.8	65.9	46.2	44.4
스핀엑스 게임 3종				168.3	171.6	154.5	151.4	154.4		168.3	631.9
기타	312.5	280.0	298.7	326.0	365.5	414.1	410.7	389.1	1,346.6	1,313.5	1,734.6
영업비용	516.2	561.0	580.4	699.5	709.1	732.6	742.0	701.6	2,212.8	2,357.1	2,885.2
인건비	143.4	154.6	157.9	200.1	207.6	215.4	218.3	205.0	531.3	656.0	846.3
지급수수료	234.2	243.4	254.6	323.3	334.0	345.8	350.9	330.1	1,025.1	1,055.5	1,360.8
마케팅비	77.6	100.4	100.4	108.4	99.8	103.5	104.9	98.5	392.4	386.8	406.6
감가비	26.1	25.6	31.9	30.3	30.0	29.7	29.4	29.1	56.0	113.9	118.2
기타	34.9	37.0	35.6	37.4	37.8	38.1	38.5	38.9	208.0	144.9	153.3
영업이익	54.2	16.2	26.6	69.6	89.0	95.5	97.2	86.3	272.0	166.6	368.0
영업이익률	9.5%	2.8%	4.4%	9.0%	11.2%	11.5%	11.6%	11.0%	10.9%	6.6%	11.3%
지배주주지분 순이익	56.4	45.7	30.1	57.0	79.4	84.0	85.5	78.6	313.0	189.3	327.5
순이익률	9.9%	7.9%	5.0%	7.4%	10.0%	10.1%	10.2%	10.0%	12.6%	7.5%	10.1%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

주: 새로 공개된 20여 종의 신작 중 일부는 출시 일정이 구체화되는 시기에 반영 예정

주: 추정에 반영한 출시 예정 게임은 세븐나이츠 레볼루션, 제2의 나라 글로벌, 머지 쿵야 아일랜드, BTS 드림: 타이니탄 하우스, 4 게임은 1H22 출시 예정

표 4. NTP 공개 신작 라인업 (2022~2023 출시 예정)

게임명	장르	내용
왕좌의 게임	오픈월드 RPG	블록버스터급 모바일 게임. 극사실주의 판타지 게임. 심리스 오픈월드 게임으로 개발
BTS 드림: 타이니탄 하우스	리듬, 꾸미기	모바일 게임. 1H22 출시 예정. 중국 제외 글로벌 출시 예정
나 혼자만 레벨업	액션 RPG	PC, 모바일 게임
세븐나이츠 레볼루션	MMORPG	PC, 모바일 게임. 1H22 출시 예정. 오픈월드 협력 중심의 MMORPG
원탁의 기사	액션 RPG	모바일 게임. 북미 시장 공략
머지 쿵야 아일랜드	캐주얼	모바일 게임. 1H22, 중국 제외 글로벌 출시
모두의마블: 메타월드	메타버스(부동산 투자)	PC, 모바일 게임. 실제 지도 기반의 부동산 메타버스 P2E/NFT 도입 예정
스쿼드배틀	액션 배틀	PC, 모바일 게임. 10여 차례 글로벌 CBT 진행. 스팀 출시 이후 타 플랫폼 출시 예정
신의 탑: 새로운 세계	수집형 RPG	모바일 게임.
RF 프로젝트	MMORPG	PC, 모바일 게임. SF 판타지 MMORPG
넷마블 프로야구 2022	스포츠	모바일 게임
레이븐: 애랑	액션 게임	PC, 모바일 게임
몬스터길들이기2	액션 RPG	PC, 모바일 게임.
일곱개의 대죄 오리진	RPG	PC, 모바일, 콘솔 게임. 일곱 개의 대죄: 그랜드 크로스 후속작
아스달 연대기		PC, 모바일 게임. 넷마블과 스튜디오드래곤의 첫 협작 게임
그랜드크로스 W	전략 게임	PC, 모바일 게임. 실시간 대규모 전쟁 콘텐츠 등
그랜드크로스 S		PC, 모바일 게임. 유저가 스트리밍 방송 진행하는 방식
오버프리미엄	TPS MOBA	PC, 콘솔 게임. 2022년 출시, 공식 esports 대회 개최 예정
챔피언스: 어센션	배틀, 수집형 RPG	잼시티 개발 모바일 게임
DC 히어로즈 앤 빌런즈		잼시티 개발 모바일 게임

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 1. A3: Still Alive(MMORPG). 3 월 P2E 도입 예정



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 2. 골든브로스(캐주얼 슈팅). P2E 도입 예정



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 3. 제2의 나라 글로벌(MMORPG). P2E 도입 예정



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 4. 몬스터킬들이기: 아레나(RPG). P2E 도입 예정



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 5. 모두의 마블 메타월드. 부동산 투자 메타버스 게임



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

## 기업 개요

### 기업 및 경영진 현황

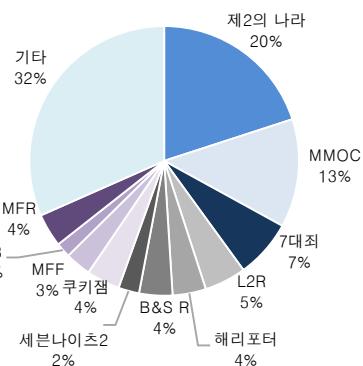
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 3Q21년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 14인 64%, 엔씨소프트 7%, 국민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

### 주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

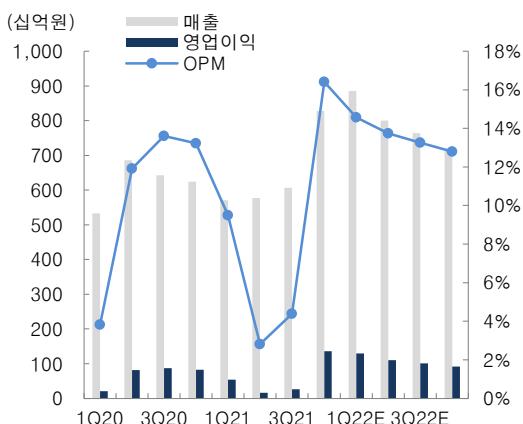
### 게임별 매출 비중



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

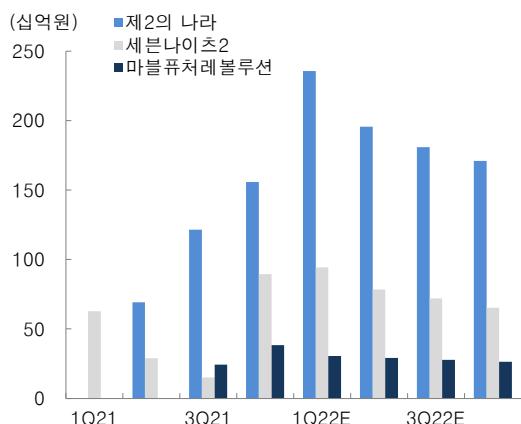
## Earnings Driver

### 매출, 영업이익 추이 및 전망



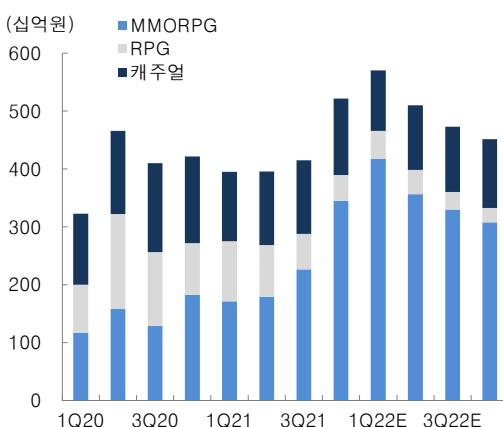
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

### 2021년 신작 매출 추이 및 전망



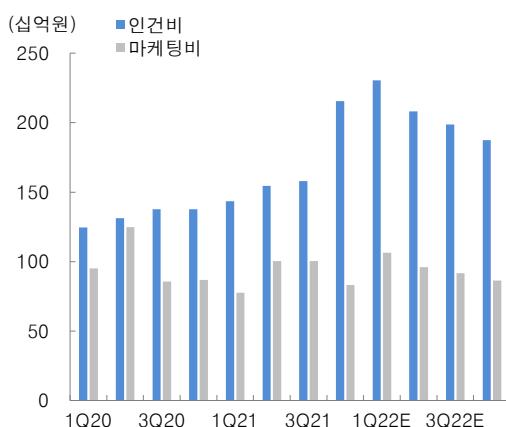
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

### 장르별 매출 추이



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

### 인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		2,179	2,485	2,524	3,253	2,863
매출원가		0	0	0	0	0
매출총이익		2,179	2,485	2,524	3,253	2,863
판매비와관련비		1,976	2,213	2,357	2,885	2,581
영업이익		203	272	167	368	282
영업이익률		9.3	10.9	6.6	11.3	9.8
EBITDA		321	384	249	440	345
영업외손익		16	203	146	124	131
관계기업손익		13	192	126	131	141
금융수익		105	75	79	71	71
외환마진이익		0	0	0	0	0
금융비용		-68	-63	-59	-74	-74
외환마진손실		35	29	17	17	17
기타		-34	-1	-1	-4	-8
법인세비용차감전순손익		218	475	313	492	413
법인세비용		-49	-137	-103	-128	-107
계속사업순손익		170	338	209	364	305
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		170	338	209	364	305
당기순이익률		7.8	13.6	8.3	11.2	10.7
비자비자분순이익		14	25	20	36	31
자자자분순이익		156	313	189	327	275
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		15	77	77	77	77
포괄손이익		319	1,105	976	1,131	1,072
비자비자분포괄이익		16	21	93	113	107
자자자분포괄이익		303	1,084	884	1,018	965

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		2,560	1,821	2,207	2,551	2,526
현금및현금성자산		1,575	1,257	1,811	2,158	2,182
매출채권 및 기타채권		162	216	219	272	243
재고자산		5	5	5	6	5
기타유동자산		818	343	174	115	95
비유동자산		3,246	6,403	8,203	10,022	11,863
유형자산		236	423	433	440	444
관계기업투자금		233	2,148	4,011	5,879	7,758
기타비유동자산		2,778	3,831	3,758	3,703	3,661
자산총계		5,806	8,223	10,410	12,573	14,389
유동부채		665	1,634	1,688	1,871	1,956
매입채무 및 기타채무		149	175	177	197	186
차입금		16	807	807	807	807
유동상차부채		16	12	5	5	5
기타유동부채		484	638	699	860	957
비유동부채		493	939	939	939	939
차입금		201	321	321	321	321
전환상증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		292	618	618	618	618
부채총계		1,158	2,573	2,627	2,810	2,886
자자자분		4,452	5,407	7,447	9,342	10,998
자본금		9	9	9	9	9
자본잉여금		3,881	3,887	3,887	3,887	3,887
이자유예금		914	1,226	1,353	1,644	1,856
기타자본변동		-352	286	2,199	3,803	5,246
비자자자분		197	244	335	421	495
자본총계		4,648	5,651	7,783	9,763	11,493
순자기금		-1,719	80	-311	-515	-518

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		1,823	3,647	2,202	3,810	3,198
PER		50.7	36.1	53.8	31.1	37.1
BPS		52,033	63,017	86,656	108,692	127,950
PBR		1.8	2.1	1.2	0.9	0.8
EBITDAPS		3,750	4,473	2,893	5,117	4,018
EV/EBITDA		19.9	30.3	34.7	19.3	24.8
SPS		25,464	28,959	29,366	37,848	33,305
PSR		3.6	4.5	3.4	2.6	3.0
CFPS		3,899	4,928	3,177	5,090	3,953
DPS		0	767	440	770	640

재무비율		(단위 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성						
매출액증가율		7.8	14.0	1.6	28.9	-12.0
영업이익증가율		-16.1	34.2	-38.8	120.9	-23.5
순이익증가율		-21.0	99.1	-38.1	74.0	-16.1
수익성						
ROIC		10.0	11.7	6.8	17.6	14.4
ROA		3.6	3.9	1.8	3.2	2.1
ROE		3.5	6.3	2.9	3.9	2.7
안정성						
부채비율		24.9	45.5	33.8	28.8	25.2
순자기금비율		-37.0	1.4	-4.0	-5.3	-4.5
이자보상배율		23.1	11.8	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블 대신증권 Research Center

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		381	372	240	348	323
당기순이익		170	338	209	364	305
비현금항목의 기감		164	85	64	74	34
감가상각비		118	112	82	72	64
외환손익		-24	2	-15	-15	-15
자본변동 평가손익		-13	-192	-126	-131	-141
기타		82	163	123	147	126
자산부채의 증감		45	-27	60	28	80
기타현금흐름		3	-24	-93	-118	-97
투자활동 현금흐름		-247	-1,529	771	60	5
투자자산		167	-1,252	-1,860	-1,866	-1,877
유형자산		-79	-210	-38	-38	-38
기타		-335	-67	2,669	1,963	1,920
재무활동 현금흐름		-107	867	-127	-94	-121
단기차입금		8	664	0	0	0
사채		0	159	0	0	0
장기차입금		114	95	0	0	0
유상증자		31	6	0	0	0
현금배당		0	0	-63	-36	-63
기타		-260	-58	-64	-58	-58
현금의 증감		26	-317	553	348	23
기초 현금		1,549	1,575	1,257	1,811	2,158
기말 현금		1,575	1,257	1,811	2,158	2,182
NOPLAT		158	194	111	272	208
FCF		171	68	155	306	234

# 펄어비스 (263750)

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

130,000

신규

목표주가

현재주가  
(22.02.03)

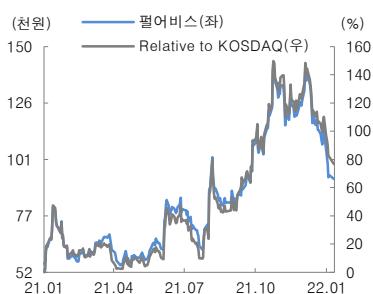
92,500

신규

디지털콘텐츠업종

KOSPI	891.6
시가총액	6,125십억원
시가총액비중	1.37%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	141,000원 / 55,000원
120일 평균거래대금	1,263억원
외국인지분율	15.35%
주요주주	김대일 외 14 인 50.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.0	-11.9	30.5	38.1
상대수익률	-19.6	-0.7	51.6	50.3



## Initiation

# 2022년 신작 출시와 2023년 메타버스 대기

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000원으로 분석 개시

- 2022년 EPS 5,479원에 Target PER 24.4배 적용
- Target PER은 글로벌 게임 peer 9개사의 2021년 PER 평균 적용. 검은사막 모바일의 중국 출시로 인한 큰 폭의 실적 개선과 함께 블록체인에 기반한 메타버스 게임 '도깨비' 출시에 대한 기대감으로 할인율 적용 불필요하다고 판단

### 2022년 학수고대하던 신작 출시 대기

- 검은사막 모바일이 중국에서 외자 판호를 발급 이후, 2월 최종 CBT를 거쳐 약 9개월 만인 올해 3월 출시될 것으로 예상. 텐센트가 퍼블리싱을 맡고, 동사는 20% 중반 수준의 RS를 순매출로 인식. 텐센트가 퍼블리싱을 맡은 대작인 만큼, 모바일 매출 상위권 기대. 2022년 일 평균 매출은 30억원 중반 수준으로 추정
- 3분기에는 펄어비스의 자회사 빅게임스튜디오의 신작(블랙클로버 IP, RPG, 모바일) 출시 예정. 4분기에는 붉은 사막(오픈월드 액션 어드벤처, PC/콘솔)의 글로벌 출시 예정

### 메타버스, P2E/NFT 게임 공개 일정에 주목

- 2023년 하반기에 P2E와 NFT를 모두 도입한 메타버스 게임 도깨비 출시 예정. 패션, 엔터 등 여러 산업군과의 파트너십을 통한 프로젝트를 게임 내에서 진행할 예정이며 주요 수익 모델은 B2B 광고 매출, 게임 매출이 될 것으로 파악
- 또한 도깨비 출시에 앞서 자회사 CCP Games가 이브 온라인 (MMORPG)에 P2E/NFT 도입 테스트 진행 및 공개 가능성 있는 것으로 파악. 이브 온라인의 경제 시스템, 채굴 요소가 P2E/NFT 도입에 적합할 것으로 판단

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	536	489	393	807	1,261
영업이익	151	157	37	444	723
세전순이익	181	142	89	471	742
총당기순이익	158	101	72	363	571
자본지분순이익	158	101	72	363	571
EPS	2,424	1,543	1,088	5,479	8,629
PER	15.3	33.7	127.1	17.2	10.9
BPS	9,057	9,747	11,007	16,476	25,105
PBR	4.1	5.3	8.4	5.6	3.7
ROE	31.6	16.5	10.5	39.9	41.5

주: EPS와 BPS, ROE는 자본지분 기준으로 산출 / 자료: 펄어비스 대신증권 Research Center

## 신작 공개가 주가 상승 모멘텀

2022년 1분기 검은사막 모바일의 중국 출시 이후, 3분기에는 펄어비스의 자회사 벅게임스튜디오의 신작 출시가 예정되어 있다. 일본 인기 애니메이션 블랙클로버 IP를 기반으로 한 RPG 장르로 동사는 2분기에 CBT를 진행할 계획이다. 벅게임스튜디오는 펄어비스가 지분 43%를 보유하고 있지만, 현재는 지분법 인식 대상의 자회사다. 신작 출시 시점에 연결 대상으로 편입될 예정이기 때문에, 신작 흥행 시 동사의 라인업 확장과 더불어 실적 개선에 긍정적 역할을 할 것으로 기대한다.

4분기에는 동사가 2019년 처음 발표했던 붉은사막이 드디어 글로벌 출시될 예정이다. 장르는 오픈월드 액션 어드벤처로 PC와 콘솔 플랫폼으로 출시된다. 3~4월에 소니/마이크로소프트의 온라인 스트리밍 행사 시 게임 공개 → 7~8월 사전예약 → 4분기 출시 순으로 진행될 계획이다.

2023년 하반기에는 P2E와 NFT를 모두 도입한 메타버스 게임 도깨비를 출시할 예정이다. 장르는 오픈월드 액션 어드벤처지만, 여러 산업군과의 파트너십을 통한 프로젝트를 게임 내에서 선보이며, 게임 외에 다양한 엔터 요소를 공개할 것으로 파악한다. 주요 수익 모델은 여러 기업과의 파트너십을 통해 발생되는 광고 매출과 게임 매출이 될 것으로 예상한다.

다만, 도깨비 출시에 앞서 자회사 CCP Games가 MMORPG 장르의 이브 온라인에 P2E/NFT 도입 테스트를 선진행하고 게임을 새로 공개할 가능성이 있는 것으로 판단한다. 이브 온라인의 경제 시스템이나 채굴 요소 등에 P2E/NFT를 도입 후, 학습된 결과에 따라 도깨비 게임의 P2E/NFT 도입 방향성도 정해질 것으로 판단한다. 단, 펄어비스의 검은 사막은 P2E/NFT 도입 없이 기존의 서비스가 유지될 것으로 파악한다.

그림 1. 4Q22 붉은사막 출시 예정

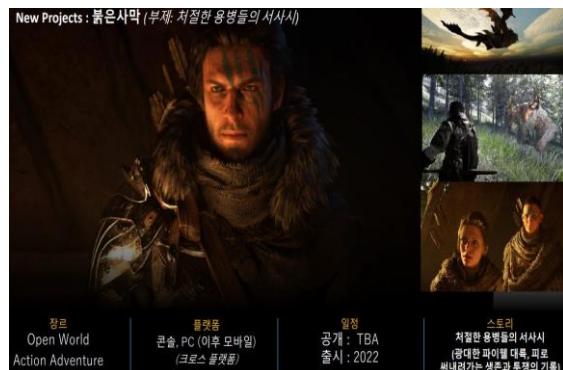


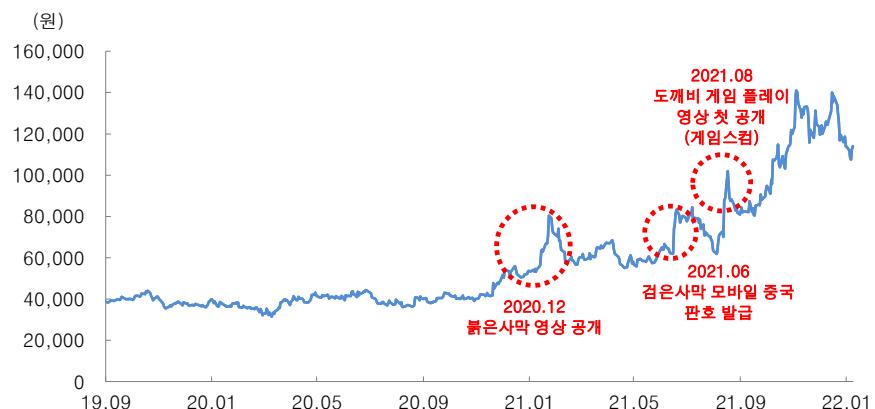
그림 2. 2H23 도깨비 출시 예정



자료: 펄어비스, 추정은 대신증권 Research Center

자료: 펄어비스, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 신작 공개가 주가 상승 모멘텀



자료: 대신증권 Research Center

표 1. 펠어비스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2022년 지배주주지분 순이익(십억원)	362.8	액티비전 블리자드, EA, 닌텐도 등 글로벌 게임 9개사
Target PER(x)	24.4x	2021년 PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	8,845.2	
주식 수(천주)	66,221.0	
적정 주가(원)	133,570	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>130,000</b>	<b>빈올림 적용</b>
현재 주가(원)	92,500	
상승 여력	40.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 글로벌 게임 peers valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER(x)		PBR(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 펠어비스 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	100.9	88.5	96.4	107.1	143.6	193.3	163.0	307.4	488.7	392.9	807.3
검은사막 PC	35.8	39.2	42.5	50.7	46.0	46.2	46.4	55.7	138.2	168.2	194.3
검은사막 모바일	35.5	20.9	20.6	22.5	64.8	116.9	88.5	73.1	215.6	99.5	343.3
검은사막 콘솔	11.5	9.3	7.7	9.3	10.0	8.1	6.5	7.9	53.7	37.9	32.5
붉은 사막								150.0	0.0	0.0	150.0
CCP Games	17.6	18.1	18.8	18.5	16.9	16.3	15.9	15.2	78.4	73.0	64.3
기타	0.4	1.1	6.7	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	2.9	14.2	22.9
영업비용	87.8	94.5	86.2	87.1	85.0	88.4	84.8	104.6	331.5	355.6	362.9
인건비	36.4	45.9	41.3	43.4	44.2	45.1	44.2	46.4	126.2	166.9	180.0
지급수수료	23.6	21.8	18.0	14.4	13.9	13.6	13.3	28.6	111.6	77.9	69.3
마케팅비	15.1	13.0	11.8	15.0	12.9	15.5	13.0	15.4	44.0	55.0	56.8
감가상각비	5.7	6.0	6.3	6.5	6.6	6.7	6.8	7.0	21.9	24.5	27.1
기타 영업비용	7.0	7.8	8.7	7.8	7.4	7.6	7.4	7.3	27.8	31.3	29.7
영업이익	13.1	-6.0	10.2	20.0	58.5	104.9	78.1	202.8	157.2	37.3	444.4
영업이익률	13.0%	-6.8%	10.6%	18.7%	40.8%	54.3%	47.9%	66.0%	32.2%	9.5%	55.0%
순이익	20.7	2.8	26.8	21.7	50.9	86.1	65.1	160.7	100.9	72.0	362.8
순이익률	20.5%	3.2%	27.8%	20.2%	35.5%	44.5%	39.9%	52.3%	20.6%	18.3%	44.9%

자료: 펠어비스, 대신증권 Research Center

표 4. 펠어비스 주요 게임 및 신작 라인업

구분	게임명	출시일	내용
펠어비스	검은사막	2015.07.23	
	검은사막 모바일	2018.08.28	동남아 제외 총매출 인식
	섀도우 아레나	2020.05	배틀로얄 장르, 얼리액세스 출시
	검은사막 모바일 중국	1Q22	텐센트/아이드림스카이 배급. 2022.02 CBT 예정
	블랙클로버 IP 게임	3Q22	RPG. 자회사 빅게임스튜디오 개발. 출시 이후 빅게임스튜디오는 지분법에서 연결 대상으로 편입 예정
	붉은사막	4Q22	오플 월드 액션 어드벤처
	도깨비	2023	오플 월드 액션 어드벤처. 메타버스, NFT, P2E 도입
CCP Games	플랜8	미정	MMO Shooter
	이브 온라인	2019.11.14	2020.04 이브 온라인 중국 출시
	이브 에코스	2020.08.13	2021.08 이브 에코스 중국 출시

자료: 펠어비스, 대신증권 Research Center

## 기업 개요

### 기업 및 경영진 현황

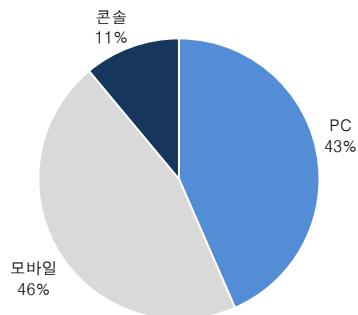
- 펠어비스 대표이사는 정경인
- 21년 말 기준 주식 소유 현황은 김대일 외 14인 약 50% 보유
- 동사의 주된 사업은 게임소프트웨어의 개발 및 퍼블리싱 사업 등 영위
- 주요 게임: 검은사막(PC, 모바일, 콘솔), 이브 온라인 이브 에코스

### 주가 변동요인

- 신작 게임 출시 공개에 따른 기대감
- 신규 모바일 게임의 흥행 성과

자료: 펠어비스 대신증권 Research Center

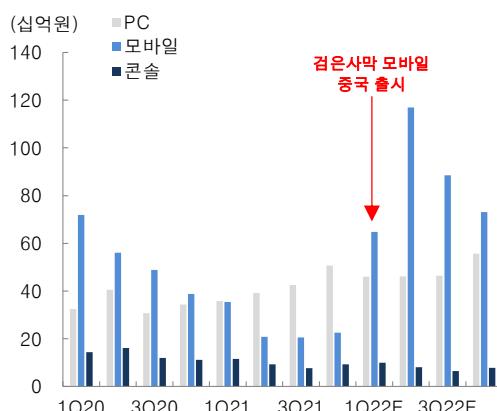
### 게임별 매출 비중(2020년 기준)



자료: 펠어비스 대신증권 Research Center

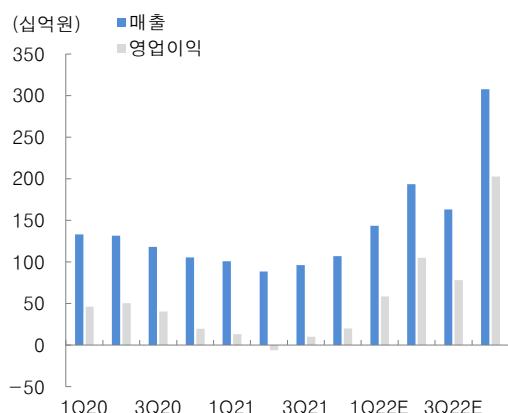
## 3. Earnings Driver

### 검은사막 플랫폼별 매출 추이 및 전망



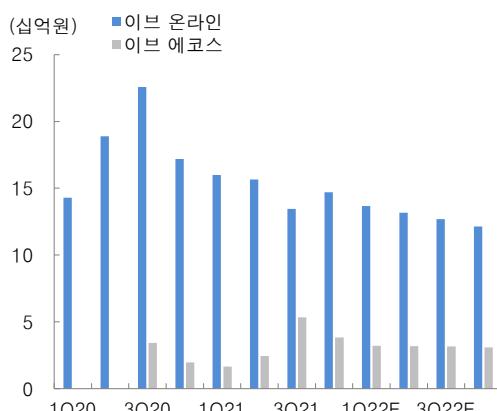
자료: 펠어비스 대신증권 Research Center

### 매출 및 영업이익 추이 및 전망



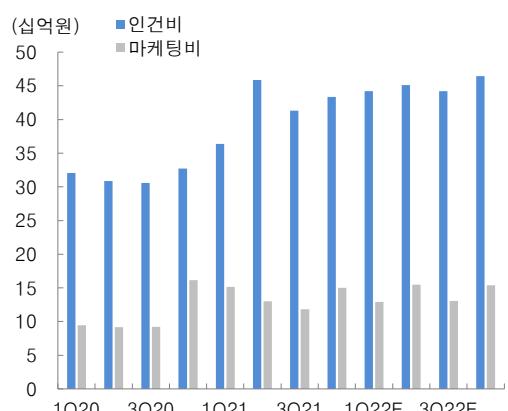
자료: 펠어비스 대신증권 Research Center

### CCP Games 매출 추이 및 전망



자료: 펠어비스 대신증권 Research Center

### 인건비, 마케팅비 추이 및 전망



자료: 펠어비스 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		536	489	393	807	1,261
매출원가		0	0	0	0	0
매출총이익		536	489	393	807	1,261
판매비와판로비		385	331	356	363	538
영업이익		151	157	37	444	723
영업이익률		28.1	32.2	9.5	55.0	57.3
EBITDA		168	179	60	469	748
영업외손익		31	-15	52	27	19
관계기업손익		0	0	-1	0	0
금융수익		46	20	55	22	15
외환마진이익		0	0	0	0	0
금융비용		-16	-43	-8	-4	-5
외환마진손실		10	40	22	22	22
기타		1	8	7	9	9
법인세비용차감전순손익		181	142	89	471	742
법인세비용		-24	-41	-17	-108	-171
계속사업순손익		158	101	72	363	571
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		158	101	72	363	571
당기순이익률		29.4	20.6	18.3	44.9	45.3
비자비자분순이익		0	0	0	0	0
자자자분순이익		158	101	72	363	571
매도기능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		1	-1	2	2	2
포괄손이익		166	87	97	388	596
비자자자분포괄이익		0	0	0	0	0
자자자분포괄이익		166	87	97	388	596

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		450	482	505	883	1,471
현금및현금성자산		176	202	205	515	1,026
마출채권 및 기타채권		69	53	47	87	131
재고자산		0	0	0	0	0
기타유동자산		205	227	252	281	314
비유동자산		417	415	420	424	428
유형자산		78	97	109	118	126
관계기업투자금		1	4	7	10	13
기타비유동자산		338	315	304	296	289
자산총계		867	897	924	1,307	1,888
유동부채		123	182	97	97	97
마연채무 및 기타채무		47	40	40	40	40
차입금		0	0	0	0	0
유동부채		30	84	0	0	0
기타유동부채		46	57	57	57	57
비유동부채		155	79	99	119	139
차입금		88	20	40	60	80
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		67	59	59	59	59
부채총계		278	260	196	216	236
자자자분		589	637	728	1,091	1,663
자본금		7	7	7	7	7
자본증여금		200	202	202	202	202
이자유예금		389	490	562	925	1,496
기타자본변동		-7	-62	-43	-43	-43
비자자자분		0	0	0	0	0
자본총계		589	637	728	1,091	1,663
순자금		-221	-297	-390	-709	-1,233

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		2,424	1,543	1,088	5,479	8,629
PER		15.3	33.7	127.1	17.2	10.9
BPS		9,057	9,747	11,007	16,476	25,105
PBR		41	53	84	5.6	3.7
EBITDAPS		2,583	2,742	902	7,077	11,300
EV/EBITDA		13.0	17.3	96.1	11.6	6.5
SPS		8,241	7,480	5,938	12,191	19,041
PSR		4.5	7.0	15.6	7.6	4.9
CFPS		2,878	2,733	1,793	7,586	11,699
DPS		0	0	0	0	0

재무비율		(단위 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성						
매출액증가율		32.4	-88	-19.6	105.5	56.2
영업이익증가율		-10.4	4.4	-76.3	1,080.7	62.6
순이익증가율		7.7	-36.0	-28.6	404.0	57.5
수익성						
ROIC		35.3	29.1	8.3	898	132.5
ROA		19.1	17.8	4.1	398	45.1
ROE		31.6	16.5	10.5	39.9	41.5
안정성						
부채비율		47.3	40.9	26.9	19.8	14.2
순자금비율		-37.5	-46.6	-53.6	-65.0	-74.2
이자보상배율		23.9	45.3	0.0	0.0	0.0

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		168	157	114	363	569
당기순이익		158	101	72	363	571
비현금형물의기감		30	78	47	140	203
감가상각비		17	22	22	24	26
외환손익		2	17	7	7	7
자본증여금		0	0	0	0	0
기타		10	38	17	108	171
자산부채의증감		25	23	13	-31	-35
기타현금흐름		-43	-44	-17	-108	-171
투자활동 현금흐름		-180	-70	-56	-60	-63
투자자산		-3	-6	-3	-3	-3
유형자산		-37	-27	-27	-27	-27
기타		-140	-38	-27	-30	-34
재무활동 현금흐름		-42	-56	-70	14	14
단기차입금		-20	0	0	0	0
사채		0	0	0	0	0
장기차입금		0	20	20	20	20
유상증자		2	2	0	0	0
현금배당		0	0	0	0	0
기타		-24	-77	-90	-6	-6
현금의증감		-53	26	3	310	511
기초현금		229	176	202	205	515
기말현금		176	202	205	515	1,026
NOPLAT		131	112	30	342	556
FCF		106	105	26	340	555

자료: 팔마비스 대신증권 Research Center

# 카카오 게임즈 (293490)

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월  
목표주가

100,000

신규

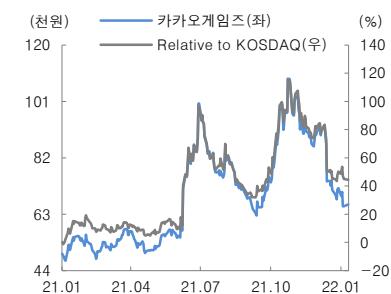
현재주가  
(22.02.03)

66,300

디지털콘텐츠업종

KOSDAQ	891.6
시가총액	5,135십억원
시가총액비중	1.15%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	108,700원 / 47,950원
120일 평균거래대금	1,833억원
외국인지분율	11.74%
주요주주	카카오 외 15 인 51.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-28.7	-25.5	-20.5	25.8
상대수익률	-17.0	-16.0	-7.6	37.0



## Initiation

## 보라 2.0 리브랜딩 공개 행사 주목

### 투자의견 매수, 목표주가 100,000원으로 분석 개시

- 2022년 EPS 3,426원에 Target PER 29.3배 적용

- Target PER은 글로벌 게임 peer 9개사의 2021년 PER 평균 대비 20% 할증 적용. 2월 보라 2.0 리브랜딩 공개 행사 시점에 동사의 P2E/NFT 게임 사업에 대한 기대감 상승과 함께 주가 모멘텀 발생 가능할 것으로 예상하여 20% 프리미엄 적용

### 캐시카우 '오딘'의 해외 출시와 10개 이상의 신작 라인업 대기

- '오딘'은 출시 이후 꾸준히 양대 마켓 매출 1위 유지 이후 현재는 2~3위 유지. 대규모 전투 및 서버간 전투 컨텐츠 등 꾸준한 업데이트로 매출 상위권 유지할 것으로 기대. 4분기 평균 일매출은 10억원 중반 수준으로 추정. 이후 국내 오딘 매출은 점진적 하향 안정화 가능성. 2022년 평균 일매출은 2분기 대만 출시를 고려하여 18억원 추정

- '오딘'의 개발사 라이온하트스튜디오의 연결 편입 시점은 4분기로 가정하여 실적 추정. 이익률 개선될 것으로 기대

- 2022년 국내외 출시하는 10개 이상의 신작 게임 라인업 대기. 장르는 육성시뮬레이션, FPS, 캐주얼, 퍼즐, 액션 RPG 등 다양

### 2월 보라 2.0 리브랜딩 공개 행사 주목

- 동사는 작년 자회사 프렌즈게임즈와 블록체인 전문회사 웨이투빗과 합병하면서 보라 코인을 기반으로 한 P2E/NFT 게임 사업 개발 착수. 그동안 구체적인 내용을 공개하지 않았지만, 2월 공개 행사에서 DEX, NFT 거래소 개발 현황 등 P2E/NFT 게임 사업 관련한 구체적인 내용 발표할 것으로 기대

- 이미 상장 코인(보라)을 갖추고 있어 내용 공개 및 P2E/NFT 게임 출시 시 블록체인 게임 생태계 빠르게 구축할 수 있을 것으로 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억 원 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	391	496	992	1,158	1,201
영업이익	35	67	143	298	197
세전순이익	20	78	194	317	238
총당기순이익	9	68	145	238	179
자비자분순이익	11	86	163	266	200
EPS	197	1,379	2,179	3,426	2,575
PER	0.0	33.4	41.8	19.2	25.5
BPS	7,443	16,087	15,577	18,438	21,010
PBR	0.0	2.9	4.3	3.6	3.2
ROE	2.6	12.1	15.0	20.5	13.1

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출 / 자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오게임즈 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2022 지배주주지분 순이익(십억원)	266.1	
Target PER(x)	29.3x	글로벌 peer 9개사 2021년 PER 평균에 20% 할증 적용
목표 시총(십억원)	7,786.2	
주식 수(천주)	74,694.0	
적정 주가(원)	104,242	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>100,000</b>	반올림 적용
현재 주가(원)	66,300	
상승 여력	50.8%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 글로벌 게임 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil USD)	Performance(%)					PER(x)		PBR(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6	13.9
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1	13.3
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0	9.6
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5	9.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2	9.0
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0	8.2
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0	12.1
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5	13.0
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6	15.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 카카오게임즈 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	130.1	129.5	466.2	266.2	239.4	250.5	339.4	329.0	495.4	992.0	1,158.3
YoY growth	34.9%	21.5%	209.8%	87.5%	84.0%	93.5%	-27.2%	23.6%	26.7%	100.2%	16.8%
QoQ growth	-8.4%	-0.5%	260.1%	-42.9%	-10.1%	4.6%	35.5%	-3.1%			
PC 게임	51.1	18.8	17.9	18.6	19.0	18.8	21.0	24.2	183.8	106.4	82.9
모바일게임	60.1	84.3	410.5	222.1	193.3	202.5	288.6	276.9	248.9	777.0	961.3
기타	18.9	26.4	37.7	25.5	27.1	29.2	29.9	27.9	99.2	108.5	114.1
영업비용	114.5	121.4	423.4	189.6	182.2	200.8	237.0	240.2	429.0	848.9	860.3
지급수수료	60.3	59.5	324.2	104.8	96.6	100.6	128.7	126.6	242.7	548.8	452.5
인건비	25.5	25.7	33.8	37.2	41.9	47.2	53.2	59.9	88.7	122.3	202.2
마케팅비	8.1	13.3	36.4	21.5	15.0	25.8	26.5	26.6	31.1	79.4	93.8
기타비용	20.6	22.8	29.0	26.1	28.7	27.3	28.6	27.2	66.5	98.5	111.8
영업이익	15.6	8.1	42.8	76.6	57.1	49.6	102.4	88.8	66.5	143.1	298.0
영업이익률	12.0%	6.3%	9.2%	28.8%	23.9%	19.8%	30.2%	27.0%	13.4%	14.4%	25.7%
지배주주 순이익	20.8	1.0	49.6	91.8	53.7	34.5	93.5	84.5	86.0	163.2	266.1
순이익률	16.0%	0.8%	10.6%	34.5%	22.4%	13.8%	27.5%	25.7%	17.4%	16.4%	23.0%

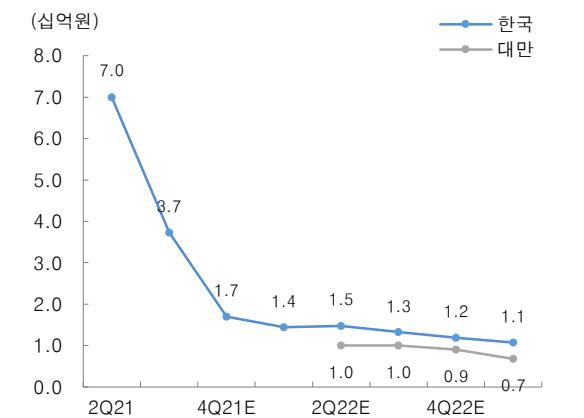
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 4. 카카오게임즈 2022년 신작 라인업

출시 일정	게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	디바이스	지역
1Q22	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	대만
1H22	우마무스메 프리티더비	미소녀 육성	퍼블리싱(사이게임즈)	모바일	한국
	디스테라(얼리액세스)	서바이벌 fps	퍼블리싱(리얼리티매직)	PC	글로벌(Steam)
	KaKaopage Play	스토리	자체개발(아드페이지)	모바일	글로벌
	프렌즈샷: 누구나콜프	캐주얼	자체개발(프렌즈게임즈)	모바일	글로벌
	프렌즈게임즈 신작	퍼즐	자체개발(프렌즈게임즈)	모바일	글로벌
2H22	프로젝트아리스	액션 RPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	모바일	글로벌(중국 제외)
	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아이크)	모바일	글로벌(중국 제외)
	가디스오더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	글로벌(중국 제외)
	엑스엘게임즈 신작	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일	글로벌

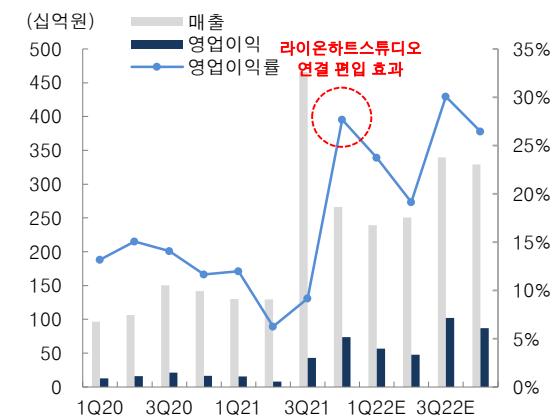
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

그림 1. 오딘 평균 일매출 가정



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 매출, 영업이익 추이 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. TGS(대만)에서 오딘 공개. 1/13 사전예약 시작



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 1H22 우마무스메 프리티더비 출시 예정



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

## 기업 개요

## 기업 및 경영진 현황

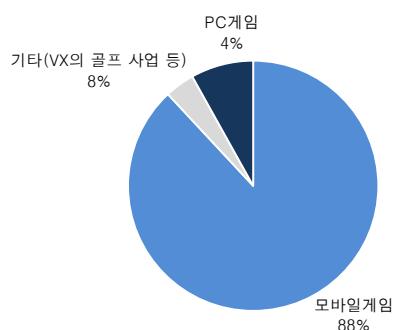
- 카카오게임즈 대표이사는 조계현
- 2021 말 기준 주식 소유 현황은 (주)카카오 외 16인 56%, 카카오게임즈우리사주 2.0% 등 보유
- 주된 사업은 모바일게임과 PC 게임의 퍼블리싱 사업 영위 및 다양한 장르의 게임 개발
- 주요 게임: 엘리온, 배틀그라운드, 이터널리턴, 패스오브엑자일, 아카에이지 등의 PC 게임과 오딘, 딜빛조각사 등의 모바일 게임

## 주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

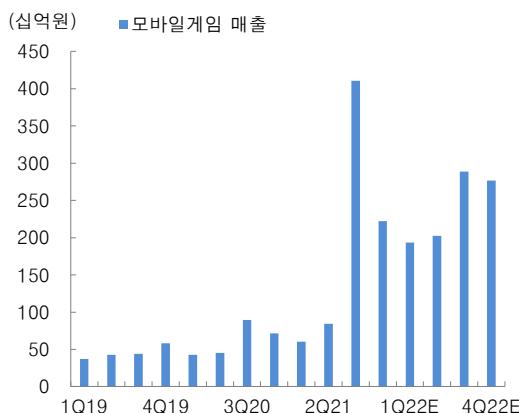
## 게임별 매출 비중



자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

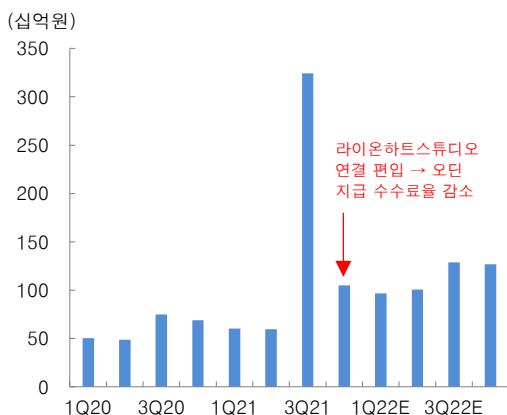
## Earnings Driver

## 모바일 게임 매출 추이 및 전망



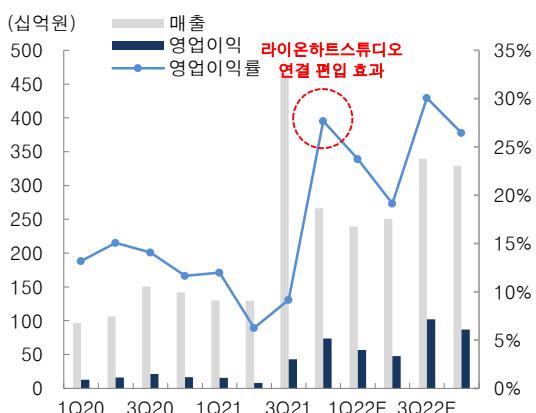
자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

## 지급수수료(마켓수수료/개발사 RS) 추이 및 전망



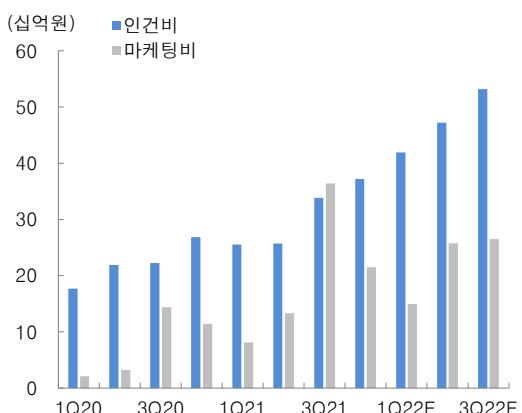
자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

## 매출, 영업이익 추이 전망



자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

## 인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F			2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		391	496	992	1,158	1,201	유동자산		334	696	799	1,003	1,139
매출원가		0	0	0	0	0	현금및현금성자산		247	567	602	771	878
매출총이익		391	496	992	1,158	1,201	매출채권 및 기타채권		38	61	121	150	177
판매비와관련비		356	429	849	860	0	자산자산		12	12	24	27	28
영업이익		35	67	143	298	197	기타유동자산		36	56	53	54	56
영업이익률		9.0	13.4	14.4	25.7	0	비유동자산		258	614	662	703	746
EBITDA		53	89	159	310	0	유형자산		11	49	59	62	65
영업이익률		-15	11	51	19	0	관계기업투자금		13	66	110	153	197
관계기업손익		-1	-2	47	4	0	기타비유동자산		234	499	493	489	484
금융수익		12	57	18	40	0	자산총계		592	1,310	1,461	1,707	1,885
외환포트폴리오		0	0	0	0	0	유동부채		143	159	154	138	122
금융비용		-8	-23	-23	-28	0	매입채무 및 기타채무		51	67	67	67	67
외환포트폴리오		5	8	2	2	0	차입금		3	0	-12	-25	-37
기타		-18	-21	10	3	0	유동상채무		0	0	11	11	11
법인세비용차감전순이익		20	78	194	317	238	기타유동부채		90	93	89	85	82
법인세비용		-11	-10	-49	-79	-60	비유동부채		31	125	115	104	93
계속사업순이익		9	68	145	238	179	차입금		0	0	-11	-21	-32
중단사업순이익		0	0	0	0	0	전환증권		0	1	1	1	1
당기순이익		9	68	145	238	179	기타비유동부채		31	124	124	124	124
당기순이익률		23	136	146	205	149	부채총계		174	285	269	242	215
비자비자분순이익		-2	-18	-18	-28	-21	자본자본		416	1,003	1,166	1,432	1,632
자자분순이익		11	86	163	266	200	자본금		6	7	8	8	8
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0	자본잉여금		331	728	728	728	728
기타포괄이익		-1	10	10	10	10	이익잉여금		94	179	343	609	809
포괄순이익		-2	169	247	340	281	기타자본변동		-15	88	88	88	88
비자비자분포괄이익		-2	-19	-31	-40	-33	비자자본		2	23	26	32	37
자자분포괄이익		1	188	278	380	314	자본총계		417	1,025	1,193	1,465	1,669
Valuation 지표		(단위: 원 배 %)					순차입금		-222	-490	-538	-732	-862
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F			2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		197	1,379	2,179	3,426	2,575	현금흐름표						
PER		0.0	33.4	41.8	19.2	25.5							
BPS		7,443	16,087	15,577	18,438	21,010	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		
PBR		0.0	29	43	36	3.2	영업활동 현금흐름		70	82	74	207	162
EBITDAPS		946	1,424	2,119	3,994	2,679	당기순이익		0	0	145	238	179
EV/EBITDA		NA	33.1	29.1	14.3	20.7	비현금흐름의 기감		40	21	58	85	64
SPS		7,004	7,949	13,250	14,910	15,451	감가상각비		18	22	16	12	11
PSR		0.0	58	5.0	4.4	4.3	외환손익		0	2	-1	-1	-1
CFPS		871	1,418	2,716	4,158	3,122	자본법평기준의		1	2	2	2	2
DPS		0	0	0	0	0	기타		21	-5	42	72	52
재무비율		(단위 원 배 %)					자본부채비중증감		11	-15	-80	-37	-21
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	기타현금흐름		20	76	-49	-79	-60
성장성							투자활동 현금흐름		77	-168	-165	-155	-155
매출액증가율		-7.1	26.7	100.2	168	3.6	투자자산		90	-47	-43	-43	-43
영업이익증가율		-25.8	90.0	115.1	108.3	-33.7	유형자산		-4	-28	-20	-10	-10
순이익증가율		-53.1	661.5	115.0	63.9	-248	기타		-9	-94	-101	-101	-101
수익성							재무활동 현금흐름		-5	409	7	-4	-4
ROIC		22.3	42.0	41.5	73.1	46.1	단기차입금		1	-12	-12	-12	-12
ROA		6.2	7.0	10.3	18.8	11.0	시체		0	-11	-11	-11	-11
ROE		2.6	12.1	15.0	20.5	13.1	장기차입금		0	0	0	0	0
안정성							유상증자		0	412	0	0	0
부채비율		41.8	27.7	22.5	16.5	12.9	현금비당		0	0	0	0	0
순자본비율		-53.1	-47.8	-45.1	-50.0	-51.7	기타		-6	19	30	19	19
이자보상배율		29.0	135	0.0	0.0	0.0	현금의증감		142	320	34	170	107

자료: 카카오게임즈 대신증권 Research Center

# 네오위즈 (095660)

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

35,000

신규

목표주가

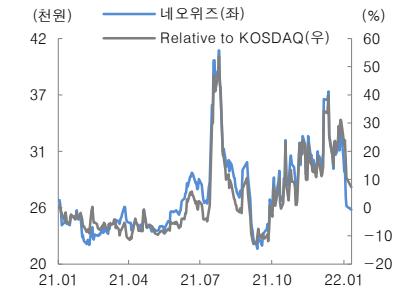
현재주가  
(22.02.03)

25,300

디지털콘텐츠업종

KOSPI	891.6
시가총액	557십억원
시가총액비중	0.12%
지분금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	40,850원 / 21,500원
120일 평균거래대금	497억원
외국인지분율	12.27%
주요주주	나성균 외 14인 37.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-29.7	-13.1	-2.3	1.2
상대수익률	-18.2	-2.0	13.5	10.2



## 3종의 P2E 라인업과 웹보드게임 규제 완화 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 35,000원으로 분석 개시

- 2022년 EPS 1,948원에 Target PER 18.1배 적용

- Target PER은 컴투스, NHN의 2021년 PER 평균에 10% 할증 적용. 컴투스와 마찬가지로 P2E 게임 출시 계획 공개, 블록체인 플랫폼 네오픈 오픈 및 향후 NFT 상장에 따라 블록체인 생태계 구축 예정이며, 웹보드 게임 규제 완화에 대한 기대감 반영하여 할증 적용

### P2E 신작 출시에 주목

- 1분기에 크립토 골프 게임을 시작으로 2분기 브레이브나인(수집형 전략 RPG, 브라운더스트 IP, 모바일), 3분기 A.V.A(FPS, 모바일) 총 3종의 P2E 라인업이 2022년에 출시 예정

- 브레이브나인과 A.V.A의 경우 게임 특성 상 각각 게임 내 핵심 재화나 특수 총기 등을 NFT화할 가능성도 있다고 판단. A.V.A의 경우, 지난 4분기 스팀 출시 예정이었으나, P2E 도입을 추가하면서, 올해 출시로 지연. A.V.A의 IP가 동남아에서 인기가 있는 만큼 P2E 게임으로 출시 시 순조로운 스타트 가능할 것으로 기대

- 이외 자회사 하이디어의 최근 출시작 고양이와 스프는 시뮬레이션 게임. 해당 게임은 지난 7월 출시 이후 5개월만에 모바일 앙데마켓에서 다운로드 수 1000만 이상, 120만 DAU를 기록. 향후 지속적으로 증가하는 유저 수를 기반으로 NFT 도입 가능성 있을 것으로 예상. 해외 매출 비중이 높으며 평균 일매출은 1억원 수준으로 추정

### 웹보드 게임 규제 완화 시, 주가 모멘텀 발생

- 2014년 웹보드 게임 규제를 시작한 이후 2년마다 규제 재검토. 2022년 3월 웹보드 규제 완화 예정 시 ARPU 상승과 함께 웹보드 매출 큰 폭으로 증가할 것으로 예상

- 이외 2021년 3월 강원랜드와의 온라인 소셜카지노 관련한 공동 사업 개발에 대한 내용이 1분기에 가시화될 것으로 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	254	290	258	294	330
영업이익	33	60	26	46	65
세전순이익	32	69	58	60	74
총당기순이익	28	62	47	46	57
자비자분순이익	24	60	47	43	53
EPS	1,104	2,747	2,113	1,948	2,405
PER	15.4	8.2	17.1	13.6	11.0
BPS	14,741	17,674	19,695	21,638	24,039
PBR	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	7.8	17.0	11.3	9.4	10.5

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출 / 자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 1. 네오위즈 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2022 지배주주지분 순이익(십억원)	42.9	
Target PER(x)	18.1x	컴투스, NHN 의 2021년 PER 평균 10% 할증 적용
목표 시총(십억원)	778.3	
주식 수(천주)	22,033.0	
적정 주가(원)	35,326	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>35,000</b>	반올림 적용
현재 주가(원)	25,300	
상승 여력	38.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 네오위즈 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	71.4	58.9	61.7	65.7	69.2	73.1	73.5	78.3	289.6	257.7	294.0
<i>yoy</i>	7.7%	-18.5%	-17.3%	-14.1%	-3.1%	24.2%	19.1%	19.1%	25.9%	-11.0%	14.1%
<i>qoq</i>	-6.7%	-17.6%	4.8%	6.6%	5.3%	5.6%	0.5%	6.6%			
국내	47.3	41.1	33.7	39.7	40.8	41.8	38.9	40.0	180.1	161.9	161.5
웹보드게임	34.8	29.6	26.7	32.0	32.6	33.3	30.0	30.6	130.5	123.1	126.4
기타 국내 게임	12.5	11.5	7.1	7.8	8.1	8.6	9.0	9.4	49.6	38.8	35.1
해외	22.8	16.6	26.9	24.9	27.4	30.2	33.5	37.2	102.8	91.4	128.2
게임온	8.4	6.1	7.8	7.7	7.6	7.4	7.3	7.1	44.5	30.1	29.4
기타 해외 게임	14.4	10.5	19.1	17.2	19.8	22.8	26.2	30.1	58.2	61.3	98.8
임대 수익	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	6.8	4.4	4.3
영업비용	58.0	53.6	63.1	57.3	59.9	61.4	61.5	64.7	229.3	232.0	247.5
인건비	27.2	26.0	25.3	25.5	24.8	22.3	21.7	21.9	94.3	104.0	90.7
상각비	2.3	2.4	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.0	9.5	10.4	12.1
지급수수료	17.7	13.3	16.1	16.4	18.0	19.0	19.1	20.4	71.1	63.5	76.4
마케팅비	6.0	6.6	11.0	4.1	5.5	8.0	8.1	9.4	37.0	27.7	31.1
기타비용	4.8	5.4	7.8	8.2	8.6	9.1	9.5	10.0	17.3	26.3	37.2
영업이익	13.4	5.2	-1.4	8.5	9.3	11.6	12.0	13.6	60.3	25.7	46.5
영업이익률	18.7%	8.9%	-2.3%	12.9%	13.4%	15.9%	16.3%	17.4%	20.8%	10.0%	15.8%
지배지분 순이익	20.4	8.2	8.8	9.5	9.6	10.8	10.8	11.7	60.2	46.9	42.9
순이익률	28.6%	13.9%	14.2%	14.4%	13.9%	14.8%	14.7%	14.9%	20.8%	18.2%	14.6%

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 3. 글로벌 게임 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)				PER(X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E
Activision Blizzard	미국	61,639	(3.9)	21.4	(2.5)	(13.5)	18.9	20.9	20.8	3.5	3.1	7.1	6.9	14.6
Electronic Arts	미국	37,051	(2.2)	(1.2)	(7.9)	(9.6)	(0.7)	23.8	18.6	4.8	4.7	6.1	4.8	17.1
Nintendo	일본	63,360	4.2	0.2	13.0	(7.7)	3.5	15.7	16.0	3.8	3.2	4.3	4.4	9.0
Nexon	일본	16,632	7.3	(7.6)	3.8	(8.9)	(5.3)	19.0	17.2	2.3	2.1	6.8	5.7	12.5
Square Enix	일본	6,019	0.4	(9.3)	(14.8)	(2.8)	(5.3)	26.1	18.3	2.8	2.5	2.1	2.0	10.2
Konami	일본	7,654	14.1	7.6	(8.4)	(2.1)	10.0	27.1	17.0	2.7	2.4	3.3	3.0	11.0
Bandai Namco	일본	15,405	(1.9)	(13.9)	(9.3)	9.2	(12.2)	35.6	23.7	3.6	3.2	2.4	2.1	15.0
Capcom	일본	6,332	2.8	(2.8)	(23.2)	(13.2)	(1.8)	26.2	18.9	5.0	4.0	7.6	6.5	17.5
Netease	중국	66,172	(3.1)	0.8	(3.8)	(4.7)	(3.1)	25.0	21.7	4.4	3.7	4.8	4.1	18.6
														15.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 1Q22 크립토 골프 게임 출시 예정 (P2E)



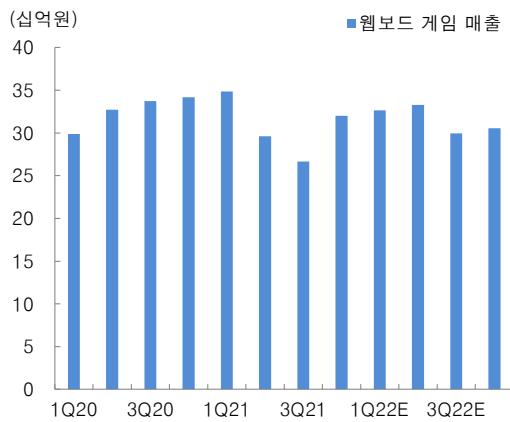
자료: 네오위즈 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q22 브레이브나인 출시 예정 (P2E)



자료: 네오위즈 대신증권 Research Center

그림 3. 웹보드 게임 매출 추이 및 전망



자료: 네오위즈 대신증권 Research Center

그림 4. 1Q22 강원랜드와 소셜카지노 사업 개발 가시화



자료: 네오위즈 대신증권 Research Center

## 기업 개요

### 기업 및 경영진 현황

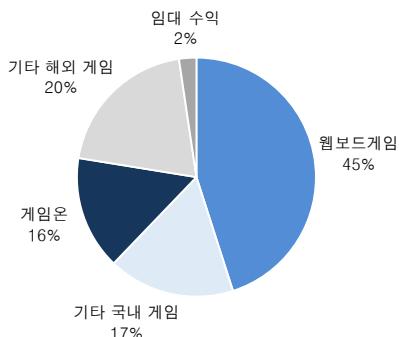
- 네오위즈 대표이사는 문지수, 김승철
- 2021년 말 기준 주식 보유 현황은 나성균 외 14인 37% 등
- 주요 사업 내용은 게임포털 '피망' 서비스 운영 및 온라인/모바일 게임 콘텐츠 개발 및 퍼블리싱. 웹보드 게임, 카드게임, 슈팅, 스포츠, RPG, 음악 등의 다양한 게임을 서비스하고 있음

### 주가 변동요인

- 웹보드 게임 규제 완화 동향, 규제 완화 후 웹보드 게임 매출 추이
- 신규 모바일 게임 흥행 여부

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

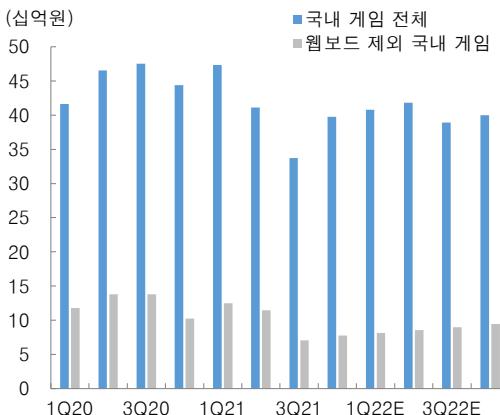
### 게임별 매출 비중



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

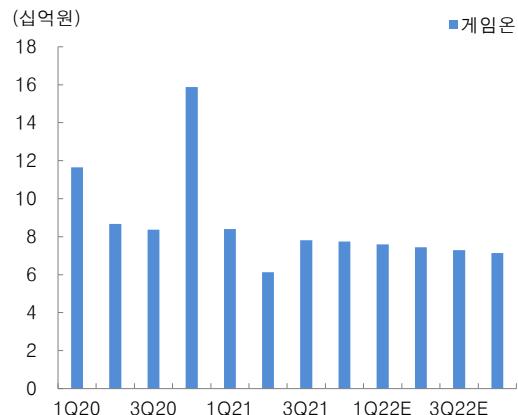
## Earnings Driver

### 국내 게임 매출 추이 및 전망



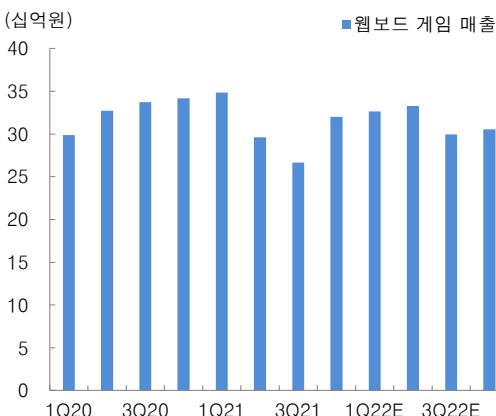
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

### 게임온 매출 추이



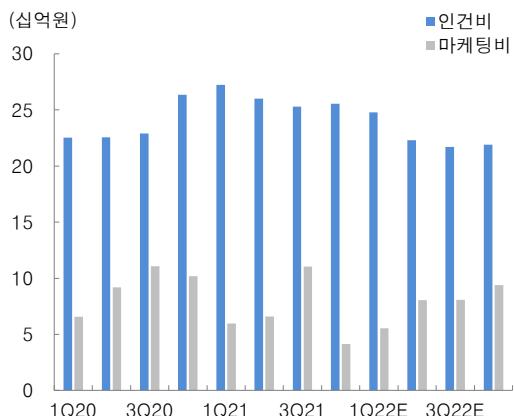
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

### 웹보드 게임 매출 추이



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

### 인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		254	290	258	294	330
매출원가		0	0	0	0	0
매출총이익		254	290	258	294	330
판매비와 관리비		222	229	232	248	265
영업이익		33	60	26	46	65
영업이익률		12.8	20.8	10.0	15.8	19.6
EBITDA		41	69	34	54	71
영업외손익		0	8	30	13	9
관계기업손익		3	1	1	1	1
금융수익		6	16	13	7	2
외환마진이익		0	0	0	0	0
금융비용		-9	-8	-2	-2	-2
외환마진손실		1	6	4	4	4
기타		0	-1	17	7	7
법인세비용차감전순손익		32	69	58	60	74
법인세비용		-5	-7	-11	-14	-17
계속사업순손익		28	62	47	46	57
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		28	62	47	46	57
당기순이익률		10.9	21.5	18.4	15.7	17.3
비자비자분순이익		3	2	1	3	4
자자자분순이익		24	60	47	43	53
매도기능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		0	0	0	0	0
포괄손이익		29	61	46	45	56
비자자자분포괄이익		3	2	1	3	4
자자자분포괄이익		25	59	45	42	52

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		1,104	2,747	2,113	1,948	2,405
PER		15.4	8.2	17.1	13.6	11.0
BPS		14,741	17,674	19,695	21,638	24,039
PBR		1.1	1.3	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS		1,876	3,159	1,523	2,439	3,236
EV/EBITDA		5.4	4.2	8.8	4.5	2.5
SPS		11,613	13,209	11,694	13,345	14,963
PSR		1.5	1.7	2.2	1.9	1.7
CFPS		2,391	3,666	3,180	3,234	3,849
DPS		0	0	0	0	0

재무비율		(단위: 원 배 %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성						
매출액증가율		18.1	13.8	-11.0	14.1	12.1
영업이익증가율		44.4	85.3	-57.4	81.0	38.9
순이익증가율		-17.6	125.1	-23.6	-28	23.5
수익성						
ROIC		33.0	53.8	21.2	41.0	65.8
ROA		8.5	13.8	5.1	8.2	10.2
ROE		7.8	17.0	11.3	9.4	10.5
안정성						
부채비율		21.0	21.2	21.2	22.6	23.9
순자본비율		-46.8	-53.8	-61.3	-66.6	-71.9
이자보상배율		296.8	708.8	0.0	0.0	0.0

자료: 네오위즈 대신증권 Research Center

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		191	248	305	362	432
현금및현금성자산		86	172	230	283	347
마출채권 및 기타채권		27	30	28	33	38
재고자산		0	0	0	0	0
기타유동자산		78	46	46	46	46
비유동자산		207	231	232	235	239
유형자산		77	83	81	79	77
관계기업투자금		20	22	29	36	44
기타비유동자산		110	126	122	120	118
자산총계		398	479	537	597	670
유동부채		45	58	64	74	87
마출채무 및 기타채무		24	32	31	32	33
차입금		0	0	0	0	0
유동부채		0	0	0	0	0
기타유동부채		21	26	33	42	54
비유동부채		24	26	31	36	43
차입금		0	0	0	0	0
전환부채권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		24	26	31	36	43
부채총계		69	84	94	110	129
자자본		323	387	434	477	530
자본금		11	11	11	11	11
자본잉여금		126	130	130	130	130
이자유예금		252	311	357	400	453
기타자본변동		-66	-64	-64	-64	-65
자자본		6	8	9	10	11
자본총계		329	396	443	487	541
순자금		-154	-213	-272	-324	-389

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		37	76	49	43	53
당기순이익		28	62	47	46	57
비현금항목의 기감		25	18	23	25	28
감가상각비		9	9	8	7	7
외환손익		0	2	2	2	2
자본변동평가손익		0	0	0	0	0
기타		17	7	12	16	19
자산부채의 증감		-10	-7	-10	-14	-14
기타현금흐름		-6	3	-11	-14	-17
투자활동 현금흐름		-41	14	-11	-11	-11
투자자산		0	-8	-7	-7	-7
유형자산		-1	-4	-4	-4	-4
기타		-40	26	0	0	0
재무활동 현금흐름		-3	-3	-7	-7	-7
단기차입금		0	0	0	0	0
사채		0	0	0	0	0
장기차입금		0	0	0	0	0
유상증자		0	4	0	0	0
현금배당		0	0	0	0	0
기타		-3	-7	-7	-7	-7
현금의 증감		-4	86	59	52	65
기초 현금		90	86	172	230	283
기말 현금		86	172	230	283	347
NOPLAT		28	55	21	36	50
FCF		32	54	25	39	52

## [Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당시는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 간접을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당시 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자등급관련사항]

### 신입 투자의견

#### Overweight(비중확대):

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

#### Neutral(중립):

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

#### Underweight(비중축소):

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

### 기업 투자의견

#### Buy(매수):

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

#### Marketperform(시장수익률):

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

#### Underperform(시장수익률 하회):

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

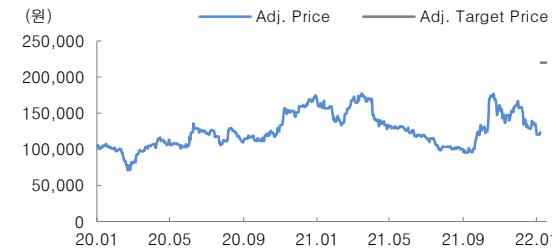
## [투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

(기준일자: 20220202)

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

## 컴투스(078340) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.02.04	(당당자 변경)	21.05.12	21.04.19	21.02.09	21.01.12
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000		230,000	220,000	220,000	220,000
고리율(평균%)	(48.52)		(27.90)	(27.58)	(24.54)	
고리율최대/최소%	(24.39)		(19.27)	(19.27)	(20.45)	
제시일자	20.12.08	20.11.29	20.11.11	20.10.15	20.09.14	20.08.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
고리율(평균%)	(18.62)	(24.49)	(25.61)	(25.95)	(25.37)	(24.69)
고리율최대/최소%	(13.68)	(2.19)	(18.88)	(18.88)	(18.88)	
제시일자	20.08.10	20.07.16	20.05.14	20.04.05	20.03.26	20.02.03
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	110,000	110,000	110,000	130,000
고리율(평균%)	(22.14)	(22.15)	2.11	(8.53)	(22.05)	(26.63)
고리율최대/최소%	(20.44)	(20.44)	(8.18)	5.82	(15.45)	(17.23)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						

## 크래프톤(259960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



## 제시일자

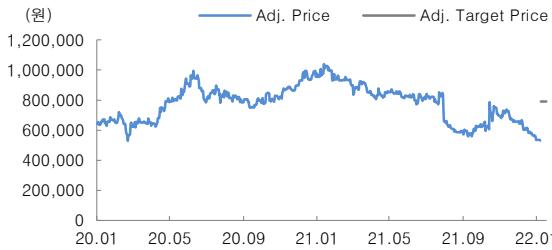
투자의견

목표주가

고리율(평균%)

고리율최대/최소%

## 엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.02.04	(당당자 변경)	21.03.29	21.01.04	20.12.17	20.10.07
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	790,000		1,100,000	1,200,000	980,000	950,000
고리율(평균%)	(27.32)		(20.08)	(9.20)	(14.03)	
고리율최대/최소%	(15.91)		(13.50)	(5.00)	(6.53)	
제시일자	20.08.13	20.07.12	20.06.18	20.05.12	20.02.12	20.02.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,100,000	1,200,000	1,000,000	880,000	760,000	800,000
고리율(평균%)	(25.61)	(28.97)	(7.48)	(9.82)	(14.62)	(17.77)
고리율최대/최소%	(20.73)	(19.58)	(0.50)	(0.57)	(5.26)	(16.00)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						

## 넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



## 제시일자

투자의견

목표주가

고리율(평균%)

고리율최대/최소%

## 제시일자

투자의견

목표주가

고리율(평균%)

고리율최대/최소%

## 제시일자

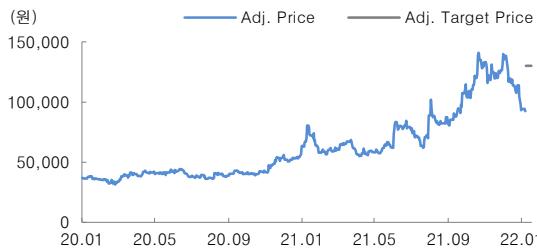
투자의견

목표주가

고리율(평균%)

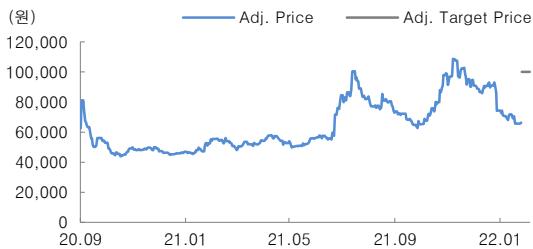
고리율최대/최소%

## 펄어비스(263750) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



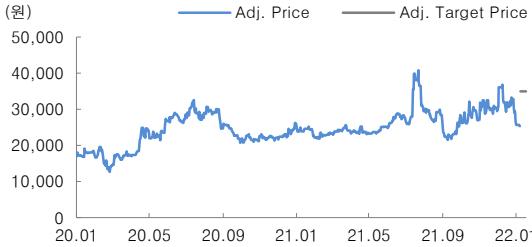
제시일자	22.02.04	(당당자 변경)	20.07.13	20.05.13	20.04.05	20.03.16
투자의견	Buy		Market	Market	Market	Buy
목표주가	130,000		210,000	210,000	190,000	170,000
고리율(평균%)			(0.56)	5.21	1.62	
고리율최대/최소%			(6.24)	(2.26)	12.94	
제시일자	20.02.03					
투자의견	Market					
목표주가	170,000					
고리율(평균%)	5.49					
고리율최대/최소%	(5.29)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						

## 카카오게임즈(293490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.02.04					
투자의견	Buy					
목표주가	100,000					
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						

## 네오위즈(095660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.02.04	(당당자 변경)	21.05.10	21.02.09	20.11.10	20.10.15
투자의견	Buy		6/7월 강파	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000		30,000	30,000	30,000	40,000
고리율(평균%)			(10.45)	(22.55)	(24.07)	(44.36)
고리율최대/최소%			36.17	(12.50)	(12.50)	(40.75)
제시일자	20.09.14	20.08.11	20.08.10	20.05.12	20.04.05	20.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	27,000	27,000	20,000	22,000
고리율(평균%)	(36.02)	(34.17)	(4.27)	(4.66)	(13.24)	(23.62)
고리율최대/최소%	(30.23)	(30.23)	(20.74)	18.15	(3.50)	(10.91)
제시일자	20.02.03					
투자의견	Buy					
목표주가	21,000					
고리율(평균%)	(18.93)					
고리율최대/최소%	(17.96)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율최대/최소%						