

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 3일 발간된

[2023년 전망 시리즈 7 - 인터넷/게임: '은밀하게 위대하게'] 임



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 7 (해설판)

[인터넷/게임] 은밀하게 위대하게

- ✓ 플랫폼 사업자 이익 성장기 가장 outperform. 2023년의 부진한 이익 전망은 낮아진 주가에 매력을 다소 반감시킴. 2023년 시장을 상회하는 수익률을 기록하기는 어려울 것
- ✓ 반면 게임은 콘텐츠 산업 중 마지막으로 글로벌 플랫폼에 합류될 전망. 엔터/드라마 등 여타 콘텐츠 산업이 글로벌 플랫폼으로 합류되며 전고점 모두 돌파했다는 점 고려했을 때 새로운 시장에 시선을 고정하고 국내 게임사 바라볼 시기

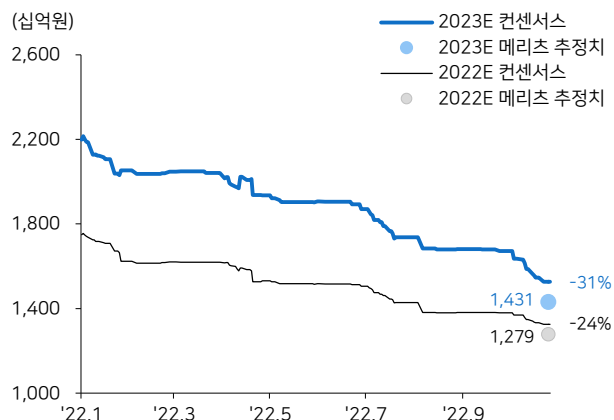
Part I Platform All we need is time

Top-down

2023년 네이버의 연결 영업이익 컨센서스는 연초 2.2조원에서 10월 말 기준 1.5조원까지 31%, 카카오 또한 1.4조원에서 9,126억원으로 34% 하락했다. 당사는 2023년 네이버와 카카오 연결 영업이익 추정치는 각각 1조 4,311억원과 7,181억원을 예상하며 2023년 전망과 함께 추가 하향 조정을 전망한다.

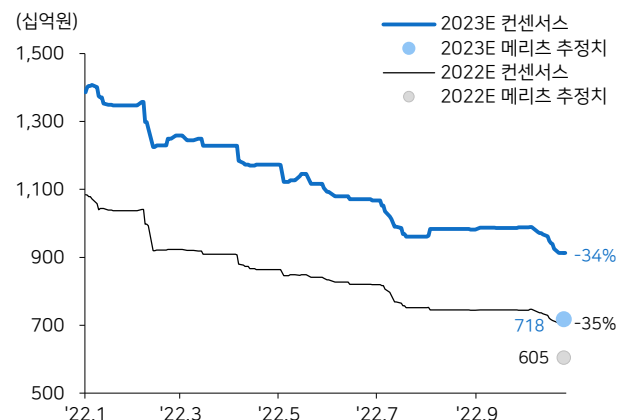
카카오의 경우에는 더블 카운팅 이슈가 존재하는 자회사 실적 제거 시 2023년 이익 성장률은 4%에 불과하다. 종합해보면, 네이버와 카카오의 2023년 영업이익 성장률 전망치는 각각 12%, 4%로 성장주로 분류되는 플랫폼이지만 2022년에 이어 2023년 또한 미미한 이익 성장이 예상된다.

그림1 네이버 2023년 연결 영업이익 컨센서스 및 당사추정치



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

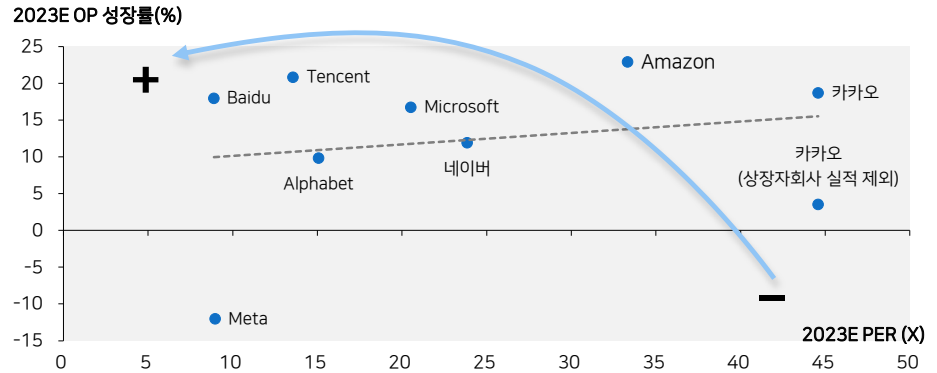
그림2 카카오 2023년 연결 영업이익 컨센서스 및 당사추정치



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

네이버와 카카오의 연초 이후 주가 하락률은 각각 55.0%, 54.9%로 유사했으며 글로벌 대표 플랫폼 업체들의 평균 하락률 또한 47%에 달했다. 하지만 글로벌 플랫폼 업체들의 2023년 영업이익 성장률이 국내 사업자와 유사한 반면, 밸류에이션은 낮은 상황이다. 따라서 Top down 측면에서 국내 사업자의 주가 매력도를 주장하기는 어려운 시기다.

그림3 네이버와 카카오는 어디에 있는가



주: 1) 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준
 2) 아마존 OP growth는 AWS 성장률 이용, 컨센서스 기준 커머스 적자가 2023년에 2021년 수준으로 회복되는 것으로 반영되어 있어 growth 97%(2021년 수준)

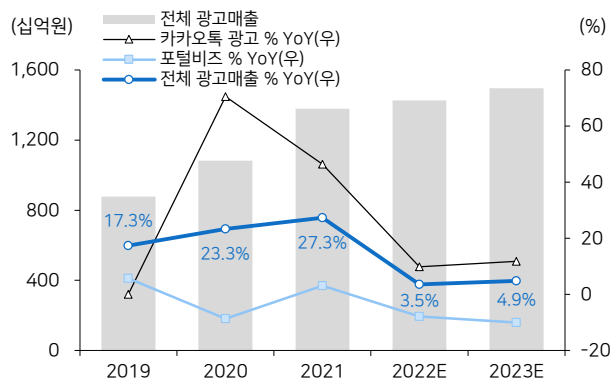
자료: 메리츠증권 리서치센터

Bottom-up: 1) 광고

양사의 사업부는 1) 광고+커머스에 해당하는 핵심 이익 사업과 2) 클라우드, 콘텐츠 등 신사업, 그리고 3) 그 외 기타 부분으로 나눌 수 있다. 이 중 양사 주가는 광고와 커머스 이익 성장이 이루어지는 시기에 시장을 가장 크게 상회하는 수익률을 기록했다.

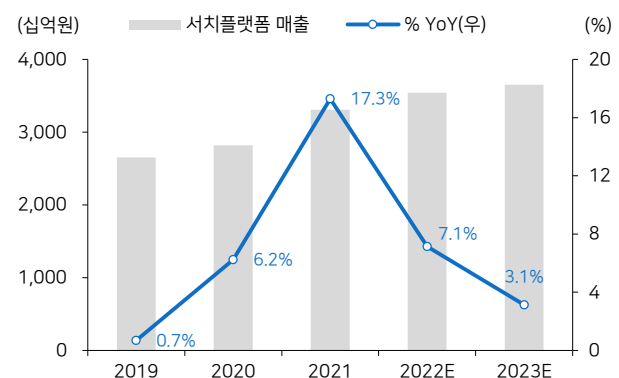
지난 2분기 카카오 광고 매출과 네이버 서치플랫폼(검색+DA)의 매출 성장률은 각각 YoY 3%, 5%까지 하락했다. 21년까지 연평균 30% 이상의 성장률을 기록한 국내 디지털 광고 시장은 22년 13%, 23년 9%로 낮아질 것으로 예상된다. 또한 OTT 광고 도입에 따른 디지털 시장 내 세부 영역 변화로 양사의 2023년 광고 부분 성장률은 각각 5%, 3%에 그칠 것으로 전망한다.

그림4 카카오톡 광고+포털 비즈=카카오 전체 광고 매출



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림5 네이버 광고 성장률 22년 7%에서 23년 3%로 하락 예상



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

Bottom-up: 2) 커머스: 네이버

자회사 1) 크림과
2) 포쉬마코로 국내 사업 별도
부문 이익 다소 희생

국내 커머스 사업을 영위하는 네이버 별도 부문은 2023년에도 시장을 상회하는 성장을 보일 것으로 예상된다. 별도 커머스의 공헌이익은 약 3천억원으로 예상되지만 자회사 1) 크림과 2) 포쉬마코가 연결 실적에 부담을 더한다.

크림의 경우 2021년 600억원의 적자가 발생했으며, 지난 상반기 페이스스튜디오 지급수수료는 2021년 연간 수치와 유사했다. 2022년 약 천억원의 적자가 예상되며 2023년도 이와 유사할 것으로 판단된다.

2023년 4월 4일 인수 예정인 포쉬마코는 2022년 상반기 550억원 규모의 적자가 발생했다. 2Q22 매출 및 GMV 성장률 또한 이미 단 자릿수로 둔화되어 연간 크림과 유사한 수준의 적자가 예상된다. 국내 사업을 영위하는 별도 부문에서 발생하는 양질의 이익이 자회사로 인해 다소 희생되는 구간이다.

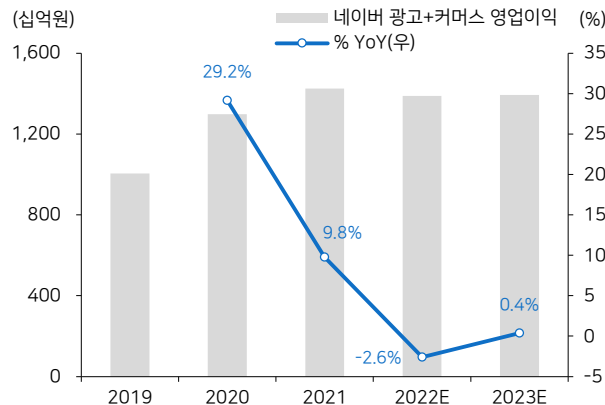
Bottom-up: 2) 커머스: 카카오

카카오 커머스 부문 매출 성장률은 21년 42%를 기록했으나 1H22 15%로 하락한 것으로 추정된다. 동사는 2021년 8월, 뷰탭 개편을 통해 쇼핑 부문에 힘을 실었으나 크게 주목 받지 못했다. 이에 따른 개편과 함께 준비 중인 오픈채팅 내 커머스 도입에 기대를 하는 상황이지만, 인스타그램의 사례와 같이 트래픽이 커머스 성공의 충분 조건은 아니라는 점을 유의해야 할 것이다.

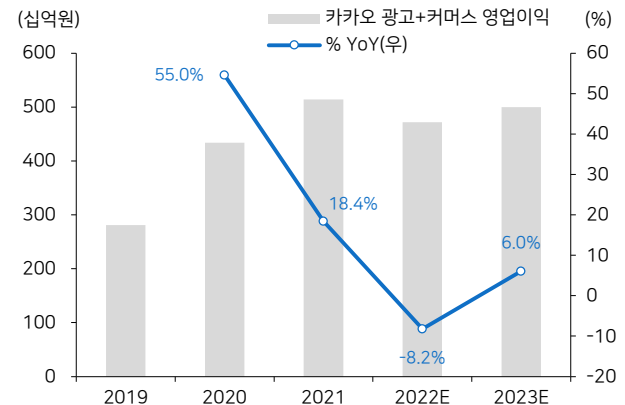
기존 커머스 사업 내 가장 큰 비중은 '선물하기'인데, 최근 선물하기 부문에 이슈가 발생했다. 선물하기 환불 비율이 기존 90%에서 100% 바뀔 예정으로, 변경 시점부터 lagging하여 1년간 관련 이익 차감이 예상된다.

광고+커머스가 핵심 이익

네이버와 카카오의 주가는 핵심 이익에 해당하는 광고와 커머스 이익의 성장이 이루어지는 시기에 가장 outperform한 경향을 보였다. 하지만 2023년 양사의 광고 및 커머스 합산 연결기준 영업이익 성장률은 각각 0.4%, 6.0%로 예상되어 다소 밋밋할 전망이다.

그림6 네이버 광고+커머스 영업이익

주: 네이버 별도+크림/어뮤즈 합산 당사 추정
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 카카오 광고+커머스 영업이익

주: 카카오 별도+커머스(과거 흡수합병 전)+스타일 합산 당사 추정 영업이익
자료: 메리츠증권 리서치센터

Bottom-up: 3) 신사업

1. 클라우드

당사는 양사의 신사업 중 클라우드 사업과 웹툰/웹소설 등 콘텐츠 사업의 장기 전망을 긍정적으로 평가한다. 이 중 클라우드 사업은 네이버가 앞서는 상황으로 공공 수주 부문에서도 KT, NHN과 함께 국내 3대 사업자에 해당한다. 반면 카카오는 독서랩 등 협의의 데이터 스토리지 사업 전개와 카카오 엔터프라이즈 정도에 그쳐왔지만, 최근 SK C&C IDC 화재 사건으로 관련 투자 확대 가능성은 다소 높아진 상황이다. 하지만 실적 측면에서 클라우드 사업은 수주 성격으로 동 부문의 이익이 예상을 크게 상회하기는 어렵다.

2. 콘텐츠

2022년 하반기 양사는 마케팅 비용 절감을 통해 이익을 수성할 계획을 밝힌 바 있다. 이 중 다수가 콘텐츠 웹툰/웹소설 글로벌 마케팅비에 해당되는 것으로 추정된다. 카카오 엔터테인먼트와 카카오픽코마의 상장을 고려했을 때, 당사는 웹툰/웹소설 부문의 마케팅 경쟁이 2023년 재점화될 것을 예상한다.

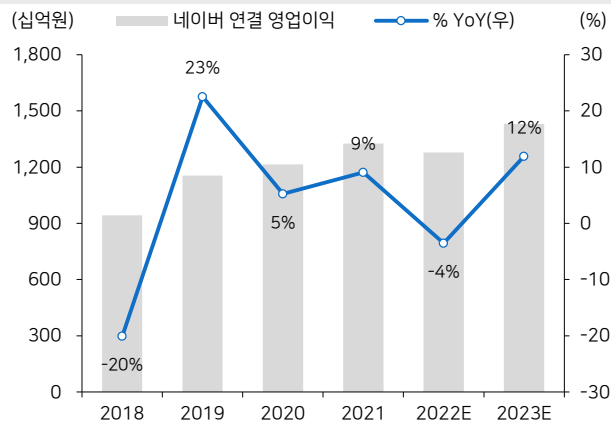
지난 상반기 카카오엔터와 픽코마 모두 매출 성장에도 불구하고 영업이익은 하락했는데, 이는 1) 인건비와 2) 마케팅비 때문으로 유추된다. 인건비의 경우 감축이 어렵기 때문에 상장에 쓰여질 22년 실적을 위해 마케팅비를 감소시키고 있다고 해석된다.

결론

글로벌 사업자와 유사한 영업이익 성장률에도 불구하고 네이버와 카카오의 밸류에이션은 여전히 높은 상황이다. 핵심 이익 부분인 광고/커머스의 성장률이 2022년에 이어 2023년 또한 둔화될 것임에 더해 신사업에서도 1) 수주성 산업의 성격, 2) 상장 예정을 고려했을 때 이익 추정치를 상향할 여지도 크지 않다.

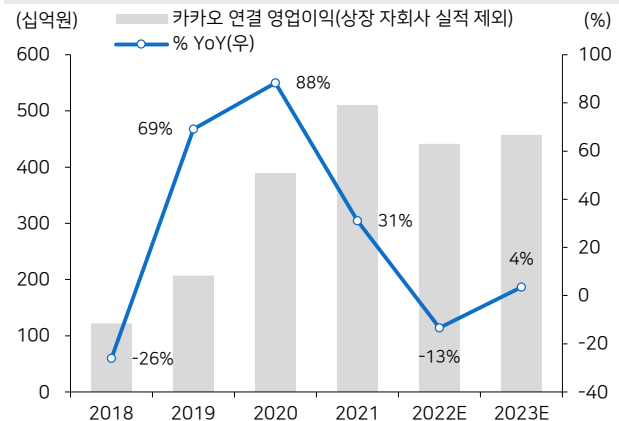
Top down과 Bottom up 양 측에서 주식 매력도가 크지 않은 상황으로, 주가 상승은 시장의 반등에 기대는 것이 가장 합리적으로 예측된다. 다만 카카오의 경우 시장 반등 시 상장 예정 자회사 4개의 노이즈가 재개될 것으로 예상되어 관련 이슈해소가 필요해보인다.

그림8 네이버의 연결 영업이익



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림9 카카오의 연결 영업이익



주: 카카오 연결 영업이익-(카카오게임즈/카카오페이 영업이익)

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 Game 4%에서 25% 시장으로

엔터/드라마에 이어 국내 게임사도 2023년 기점으로 글로벌 편입

모바일은 2023년 부진 지속
이보다는 PC/콘솔에 집중해야

2022년, 국내 게임 산업은 글로벌 대비 underperform했다. 이는 부진한 모바일 게임 시장의 성과에 있는데, 국내뿐만 아니라 글로벌 모바일 게임 시장도 부진한 흐름을 보였다. 1H22 글로벌 모바일 게임 시장은 -7% 성장률을 기록했으며, 3분기 구글플레이+앱스토어 합산 시장 규모도 YoY 12% 감소한 것으로 드러났다. 공급이 수요를 이끄는 게임 산업의 특징을 고려했을 때, 모바일 게임 시장은 2023년 또한 부진한 흐름을 이어갈 것으로 생각된다.

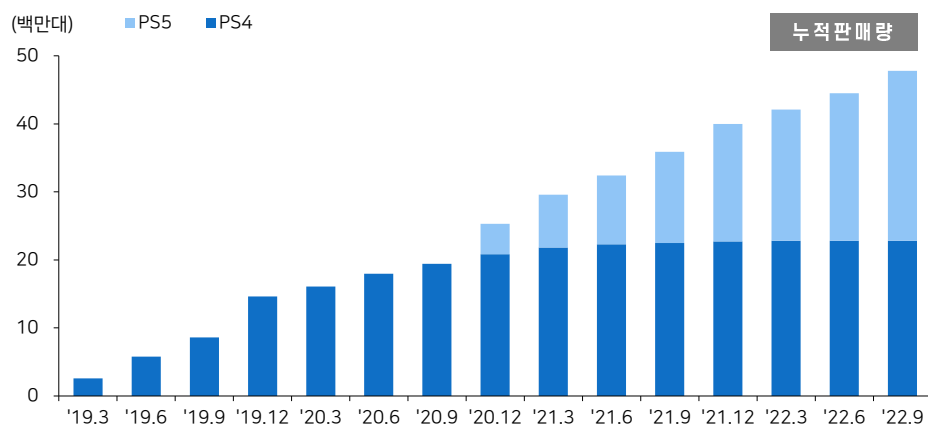
당사는 이보다는 PC/콘솔 시장에 집중하는 사업자 위주의 투자가 유효할 것으로 판단한다. 2023년은 과거 엔터/드라마 산업이 그러했듯 국내 게임업체가 글로벌 플랫폼에 편입되며 시장 확대가 시작되는 중요한 시기가 될 것으로 전망되기 때문이다.

PC/콘솔 시장, 새로운 성장 국면에 진입: 1) 높아진 콘솔 보급률

당사는 1) 높아진 콘솔 보급률과 2) 마이크로소프트의 행보에 기인해 국내를 비롯해서 글로벌 PC/콘솔 시장이 새로운 성장 국면에 진입했다고 판단한다.

코로나 기간 동안 플레이스테이션과 Xbox 합산 콘솔 기기 신규 보급량은 약 5천 만대에 달했다. 콘솔 기기 보급은 모바일 게임 시장에서 보여진 바와 같이, 콘솔 게임 진입 장벽이 낮아졌음을 유추할 수 있는 가장 중요한 단서이다.

그림10 플레이스테이션 코로나 기간 약 3천만대 추가 보급



자료: Sony, 메리츠증권 리서치센터

PC/콘솔 시장, 새로운 성장 국면에 진입: 2) 마이크로소프트의 행보

지난 상반기, 마이크로소프트는 약 100조원에 액티비전 블리자드 인수를 발표했는데 이는 종전까지 최고 인수 금액의 5배가 넘는 금액이었다.

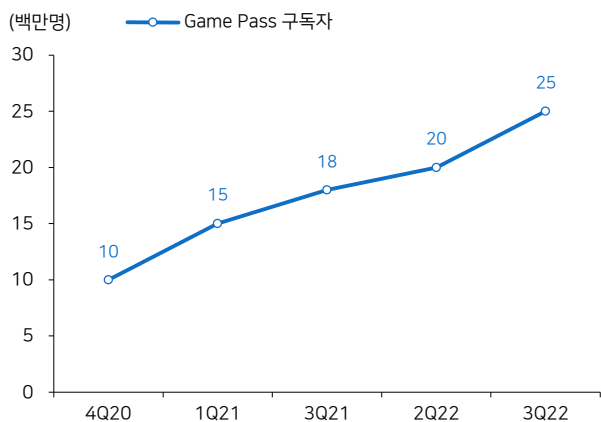
당사는 마이크로소프트의 이 같은 행보의 목적이 PC에서 모바일 시장으로 전환되며 빼앗긴 주도권을 되찾기 위한 과정이라고 해석한다. 특히 게임 시장의 다음 스텝으로 여겨지는 VR과 AR은 기존 게임 대비 높은 하드웨어 스펙을 요구하는 점을 고려했을 때, 모바일이 아닌 PC/콘솔 플랫폼 활용이 유력해 보인다. 이는 게임 시장의 향후 성장축이 PC와 콘솔 시장으로 회귀할 것임을 유추하게 한다.

MS의 B2C 게임 사업

1) 게임패스

현재 마이크로소프트의 B2C 게임 사업부는 엑스박스 게임패스 크게 두가지로, 게임패스의 경우 월 7,900원에 동사가 보유한 F2P+인게임 BM 구조를 보유한 타사 게임들이 주를 이룬다. 2023년 출시 예정인 네오위즈의 <P의 거짓>도 게임패스에 탑재될 예정이다. 고도의 그래픽을 요구하는 PC/콘솔 게임 특성 상 자체 보유 스튜디오 내의 게임 개발비를 고려하면 게임패스의 수익은 아직 규모의 이익을 내지 못할 것으로 판단한다.

그림11 마이크로소프트의 게임패스 구독자 수



자료: Tweaktown, 메리츠증권 리서치센터

표1 콘솔, PC(스팀 포함) 어디서든 이용 가능한 '게임패스'

	Ultimate	PC	콘솔
가격	11,900 원/월	7,900 원/월	7,900 원/월
지원 플랫폼	콘솔, PC, 클라우드	PC only	콘솔 only
추가 포함 사항	Xbox Live Gold - 콘솔 멀티플레이어 - 매월 무료 게임 2개 EA Play - EA 콘솔, PC 게임 플레이	EA Play - EA PC 게임	

자료: Xbox, 메리츠증권 리서치센터

MS의 B2C 게임 사업

2) 엑스박스

2020년 말 출시된 Xbox X/S의 누적 판매량은 1,800만대 수준으로 전작 대비 플레이스테이션과의 격차를 확연히 줄여가는 모습을 보이고 있다. 과거 애플과 에픽 게임즈의 소송전에서 밝혀진 바에 따르면 마이크로소프트는 엑스박스 판매 시마다 적자를 기록 중이다. 추후 생태계가 앱스토어/플레이스토어와 같이 견고해진다면 이익을 창출할 수 있겠지만 현재 Xbox는 동사의 수익에 기여하지 못하고 있는 것으로 보인다.

MS는 무엇을 계획하고 있을까?

1) 플랫폼

당사는 마이크로소프트의 액티비전 블리자드 인수가 플랫폼으로써의 입지 구축에 1차적 목표가 있다고 판단한다. PC게임 플랫폼 1위인 스팀의 아성을 흔들고자 에픽과 마이크로소프트는 플랫폼 수수료를 12%로 파격 인하했음에도, 1위 사업자의 점유율은 오지부동이었다. 게임패스와 Xbox의 적자에도 불구하고 액티비전 블리자드(AB)를 거금에 인수한 것은, AB 게임의 게임패스 도입이 안착된 후 플랫폼으로써 스팀과 본격적으로 경쟁하기 위함으로 해석된다.

2) 클라우드

마이크로소프트에 따르면 엑스박스 클라우드 게이밍 이용자는 올해 초 1천만명에서, 현재 10개월만에 약 2배 가까이 증가해 게임패스 이용자 대부분이 사용 중으로 보여진다. 이는 지난 5월 에픽게임즈와의 파트너십을 체결하며 엑스박스 클라우드 게이밍을 통한 포트나이트 도입이 주요했다고 판단된다. 이를 통해 고전하던 MS의 클라우드 게이밍 산업은 이용자 측면에서 성장 궤도에 올랐으며, 다음 스텝은 소비자가 열광할 수 있는 게임 콘텐츠의 가짓수 확대가 될 것이다.

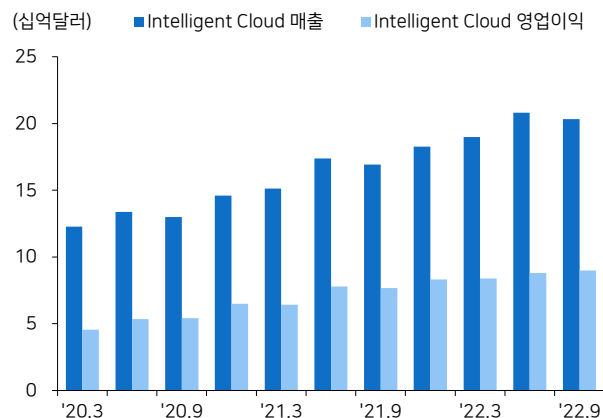
B2C 게임 산업의 낮은 이익성을 고려했을 때 결국 마이크로소프트 또한 B2B 영역에 해당하는 클라우드를 통해 수익을 창출할 것으로 보인다. 고사양의 게임 실행을 위한 고객들의 비용 부담이 커지는 상황에서, 더 넓은 소비자에게 더 고도화된 그래픽을 제공하며 서비스하기 위해서는 클라우드 게이밍 서비스가 불가피하다. 이는 엑스박스 뿐 아니라 다수의 게임사가 동사의 주요 사업에 해당하는 클라우드 서비스에 향후 더욱 종속될 가능성이 높음을 의미한다.

그림12 엑스박스 클라우드 게이밍을 성장 궤도에 올린 핵심 콘텐츠, 포트나이트



자료: Epic Games

그림13 마이크로소프트의 클라우드 부문 매출/영업이익



주: Azure 외 Server products, Enterprise Services 포함

자료: Microsoft, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 M&A 자금이 가리키는 방향 또한 PC/콘솔을 향해

액티비전 블리자드를 제외하더라도 마이크로소프트의 게임사 투자는 PC/콘솔에 집중되어 왔다. 이 뿐만 아니라 과거 상대적으로 모바일 게임사 위주로 투자해 온 텐센트 또한 최근 PC/콘솔 게임사 위주로 대형 투자를 이어오고 있다. 이러한 글로벌 빅테크 업체들의 자금 흐름은 PC/콘솔 게임에서 성과를 내는 업체들의 몸값이 상승할 것임을 유추하게 해준다.

표2 마이크로소프트 최근 5년 게임사 투자

발표 일자	국가	인수대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
2022-01-18	미국	액티비전 블리자드	World of Warcraft	MMORPG	PC	68.7B 달러에 100% 인수, 반독점 승인 과정 진행 중
2020-09-21	미국	ZeniMax Media Inc				7.5B 달러에 100% 인수
		Bethesda Game Studios	The Elder Scrolls	액션 RPG	모바일, PC/콘솔	
		id Software	DOOM Eternal	FPS	PC/콘솔	
		Arkane Studios	Dishonored	액션 어드벤처	모바일, PC/콘솔	
		Machine Games	Wolfenstein	FPS	모바일, PC/콘솔	
		Tango Gameworks	The Evil Within	호러 서바이벌	모바일, PC/콘솔	
		Alpha Dog Games	Mighty DOOM	아케이드 액션	모바일	
2019-06-09	미국	Double Fine Productions	Psychonauts	플랫폼 어드벤처	PC/콘솔	
2018-11-10	미국	inXile Entertainment	Wasteland	RPG	PC/콘솔	
	미국	Obsidian Entertainment	The Outer Worlds	액션 RPG	PC/콘솔	
2018-06-11	영국	Ninja Theory	Hellblade	액션 어드벤처	PC/콘솔	
	미국	Undead Labs	State of Decay	호러 서바이벌	PC/콘솔	
	캐나다	Compulsion Games	We Happy Few	호러 서바이벌	PC/콘솔	
	영국	Playground Games	Forza Horizon	레이싱	PC/콘솔	
2018-01-29	미국	PlayFab Inc	클라우드 기반 라이브게임 백엔드 플랫폼			Azure에 통합해 서비스 중

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표3 텐센트 최근 5년 게임사 투자

유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
투자	2022.08.31	일본	FromSoftware Inc	Elden ring	액션 RPG	PC/콘솔	소니 14%, 텐센트 16% 인수, 총 거래규모 260M 달러
투자	2022.08.10	한국	로얄크로우	크라우즈	FPS	PC	이전 서든어택 개발인력
투자	2022.08.04	프랑스	유비소프트 엔터테인먼트	Assassin's Creed	오픈월드 액션	PC/콘솔	Guillemot Brothers Ltd (유비소프트 15% 보유) 지분 49.9% 인수
인수	2022.02.25	체코	Fulqrum Games SA	Men of War	실시간 전략	PC	
인수	2021.12.17	미국	Turtle Rock Studios Inc	Back 4 Blood	FPS	PC/콘솔	
투자	2021.11.18	영국	Playtonic Ltd	Yooka-Laylee	오픈월드 플랫폼	PC/콘솔	
투자	2021.10.08	폴란드	Bloober Team SA	The Medium	호러	PC/콘솔	
투자	2021.07.20	독일	Keen Games GmbH & Co KG	Portal Knights	서바이벌 액션	PC/콘솔	
인수	2021.07.19	영국	Sumo Group PLC	Sackboy: A Big Adventure	3D 플랫폼 어드벤처	PC/콘솔	1.27B 달러에 100% 인수
인수	2021.07.19	스웨덴	Stunlock Studios AB	Battlerite	배틀 아레나	PC/콘솔	
인수	2021.06.24	프랑스	Voodoo SAS	Helix Jump	하이퍼 캐주얼	모바일	
인수	2021.06.22	독일	Yager Development GmbH	Spec Ops: The Line	TPS	PC/콘솔	
투자	2021.01.28	프랑스	Dont Nod Entertainment SA	Tell Me Why	어드벤처	PC/콘솔	
투자	2021.01.28	한국	이키나게임즈	오더제로	로그라이크 슈팅	모바일	
인수	2021.01.22	캐나다	Klei Entertainment Inc	Don't Starve	서바이벌	모바일, PC/콘솔	
투자	2020.09.17	핀란드	Everywear Games OY	Merge Mansion	퍼즐	모바일	
인수	2020.08.27	홍콩	Leyou Technologies	Warframe	TPS	PC/콘솔	1.3B 달러에 100% 인수
인수	2020.07.14	노르웨이	Funcom Se	Conan Exiles	서바이벌	PC/콘솔	148M 달러에 99% 인수
인수	2020.06.02	체코	Bohemia Interactive AS	DayZ	멀티플레이어 서바이벌	PC/콘솔	
투자	2020.02.26	미국	로블록스	로블록스	메타버스	모바일, PC/콘솔	19.05 JV 발표, 21.07 로블록스 중국 버전 LuoBuLeSi 출시, 22.01 서비스 중단
투자	2020.01.07	일본	Platinumgames Inc	Bayonetta	액션 어드벤처	PC/콘솔	
인수	2019.06.10	스웨덴	Sharkmob AB	Vampire: The Masquerade	배틀 로얄	PC/콘솔	
투자	2019.01.09	스웨덴	Fatshark AB	Warhammer: Vermintide 2	FPS	PC/콘솔	
투자	2018.08.10	한국	크래프톤				13.53% 지분 보유
투자	2018.02.09	중국	Shanda Games	The Legend of Mir	MMORPG	PC/모바일	현 성취게임즈

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

2023년 Must have 게임주는 펠어비스와 엔씨소프트

당사는 앞서 살펴본 글로벌 게임 산업의 변화를 근거로 2023년 이후에도 PC/콘솔 시장이 국내 게임사의 성장을 결정하는 주요한 요소가 될 것으로 본다. 과거 한국 엔터와 드라마 산업이 각각 유튜브, 넷플릭스를 통해 글로벌 산업에 편입된 것과 마찬가지로 국내 게임사도 2023년을 기점으로 글로벌 플랫폼에 편입될 것으로 예상한다.

이에 걸맞는 사업자 선택을 위해서는 2023년 1) PC/콘솔 시장에서 2) 인게임 BM 구조를 선택한 게임 선정이 필요하다. 상기 조건을 충족하는 펠어비스(붉은사막), 엔씨소프트(프로젝트TL)를 추천한다.

우려 1) 국내 게임사가 글로벌 시장에서 성공할까

국내 게임사가 출시한 게임이 글로벌 시장에서 통할 수 있을지에 대한 투자자들의 우려가 존재하나, 당사는 긍정적으로 판단한다. 국내 재미있는 MMORPG였던 <로스트아크>는 아마존의 퍼블리싱과 만나 글로벌 역대 동시접속자 수 기준 2위에 오른 게임이 되었으며, 1위는 또 다른 국내 게임사 크래프톤의 <배틀 그라운드>가 차지하고 있다. 이를 비롯하여 최근 GOTY에 언급되고 있는 네오위즈의 <P의 거짓>등 당사는 그간 국내 게임업체들이 내수 시장에서 충분한 이익을 취득할 수 있었기 때문에 국내 시장에 집중해 온 것이라고 판단한다.

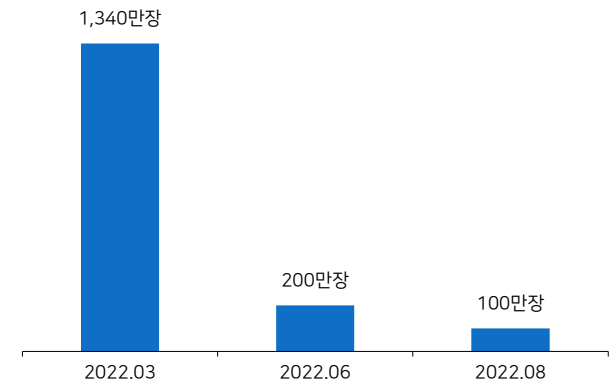
당사는 패키지 판매 구조에 해당하는 크래프톤(칼리스트 프로토콜)과 네오위즈(P의 거짓)에 대해 보수적 의견을 지닌다. 이는 싱글 플레이 구조는 PER을 사용하기 어렵다고 판단하기 때문이다. 2022년 가장 많은 패키지 판매량을 기록한 <엘든링>의 경우 지난 2월 출시 이후 8월까지 1,640만장이 팔렸는데 이 중 1분기, 출시 후 약 40일간 판매량이 1,340만장 이상으로 대부분을 차지했다. 이처럼 단기간 판매 후 연속적인 수익이 창출되지 않는 구조로 인해 당사는 싱글 플레이 게임은 PER을 적용하기 어렵다고 판단한다.

표4 아마존 퍼블리싱한 로스트아크, 역대 2위 동점 달성

순위	게임명	개발사	All-time peak 동시접속자 수 (명)
1	PUBG: BATTLEGROUNDS	크래프톤	3,257,248
2	Lost Ark	스마일게이트 RPG	1,325,305
3	Counter-Strike: Global Offensive	Valve	1,308,963
4	Dota 2	Valve	1,295,114
5	Cyberpunk 2077	CD Projekt RED	1,054,388
6	ELDEN RING	FromSoftware	953,426
7	New World	Amazon Game Studios	913,634
8	Apex Legends	Respawn Entertainment	511,676
9	Valheim	Iron Gate	502,387
10	Terraria	Re-Logic	489,886

자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2월 출시 후 8월까지 1,640만장 팔린 엘든링, 1Q 1,300만장 이상 팔려



자료: Bandai Namco, 메리츠증권 리서치센터

우려 2) 글로벌 시장에서 인게임 BM 구조가 성공할까?

투자자들이 우려하는 또 다른 부분은 패키지 판매가 익숙한 PC/콘솔 시장에서 인게임 BM(F2P&부분 유료화) 구조가 성공할 수 있을지 여부다. 당사는 이 또한 성공할 것으로 예상한다. 에픽게임즈의 <포트나이트>는 F2P로 부분 유료화 모델을 택한 게임이다. 지난 2018.03~2020.07 사이 매출은 약 2조원에 달했는데, 시장의 선입견과는 달리 해당 매출의 절반인 1조원이 콘솔에서 발생했다.

넥슨 개발자 컨퍼런스를 통해 발표된 내용에 따르면, 게임패스 구독자들은 타 사용자 대비 패키지 게임, 부분 유료 게임을 포함한 모든 항목에서 평균 50% 이상의 비용을 더 지출하고 있다. 국내 대비 약 6배에 달하는 북미 시장 내 구독 모델에 기반한 인게임 BM 구조가 이미 자리를 잡고 있는 것으로 보인다.

결론: 4%에서 25% 시장으로

게임 시장의 다음 스텝이 VR/AR이며 코로나 기간 다량으로 보급된 콘솔 현황을 고려했을 때 게임 시장 성장의 축은 PC/콘솔로 회귀할 가능성이 높아 보인다. 국내 게임사 또한 그간 집중해 온 모바일 보다는 PC/콘솔 게임을 통해 글로벌 사업자로 발돋움하는 시기가 될 것으로 생각된다. 4%에 해당하는 내수에서 25%를 차지하는 북미로 진출하는 첫 걸음이라는 점에서 주목해야 할 시점이다.

투자 우선순위를 PC/콘솔 부분 유료화 게임>PC/콘솔 싱글플레이>모바일 게임>퍼블리셔로 제시한다. 엔터/드라마가 유튜브/넷플릭스에 편입되며 시장의 규모가 크게 성장했던 것과 같이 게임사들의 글로벌 플랫폼 편입은 향후 5년간 국내 게임 시장 흐름의 가장 큰 축이 될 것이다.

표5 국내 콘텐츠 산업 변화의 관점에서 게임 산업 바라보기

현재	글로벌화 성공		내수 집중	
	엔터	드라마	게임	영화
~2015	중국이 가장 중요했던 시기			
2016	THAAD			
2017 2018 2019 2020 2021	Youtube 방탄, 미국수상 → SM, YG, JYP Valuation 상승 ↓ 북미/유럽 등 서구권 시장 내 K-POP 안착 성공	Netflix Asia 진출/<킹덤> → 국내 드라마 수요 ↑ → Valuation 상승 ↓ <오징어 게임> 비영어권 최초 예미상 6관왕 석권	내수 시장에 특화된 BM으로 진화 ↓ 위기	
2023			Steam, Game Pass 등 글로벌 PC/콘솔 시장 진입기	
지난 5년간 산업변화	- 중국시장 닫혔으나 유튜브로 북미/유럽 등 신시장 개척에 성공 - 지난 5년간 상위 5개사 기준 앨범 판매량 6배 증가	- 중국 판권 시장 닫혔지만 NFX 아시아 진출로 국내 드라마 판권시장 더 큰 규모로 성장 - 평균 드라마 판권 가격 5년간 3.4배 증가	- 리니지 라이크류 인기로 국내를 비롯 대만/일본 등 인접국 위주 성장, 최근엔 거의 국내 1H22부터 국내를 비롯 글로벌 모바일 게임 시장 축소 중	- 일부 예술 영화, 국제 영화 시상작 제외, 대부분 수익이 국내 Box Office 통해 창출되는 구조 - 콘텐츠 제작 인력 다수가 드라마 산업으로 이동한 상황

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.