

2022.11.28

게임 산업분석 리포트



## 콘솔 시장 진출로 밸류 UP

게임콘텐츠/스몰캡. 이소중, 3773-9953

## 게임

### 콘솔 시장 진출로 밸류 UP

- 국내 모바일 MMORPG 경쟁 심화 및 중국 판호 부재로 북미/유럽 시장 부각
- 북미/유럽 게임 시장 내 콘솔 비중이 높기 때문에 콘솔 게임 개발 필요
- 글로벌 콘솔 시장은 국내 모바일 게임 시장 대비 7 배 크고, 글로벌 콘솔사 PER 멀티플이 비교적 높기 때문에 콘솔 시장 진출로 국내 게임사의 기업가치 상승 가능
- 네오위즈, 크래프톤, 펠어비스에서 유의미한 콘솔 신작 매출이 기대됨

### 게임 섹터 비중 확대 의견 제시

2023 년부터 국내 게임사들의 본격적인 콘솔 시장 진출로 게임 섹터에 대한 비중 확대 의견을 제시하며, 이 중 유의미한 콘솔 신작 매출이 기대되는 네오위즈, 크래프톤과 펠어비스에 주목할 필요성이 있다. 중국과 국내 모바일 게임 시장 내 매출 성장이 어려워 지는 상황에서 국내 게임사는 북미/유럽 콘솔 시장 진출로 기업가치에 프리미엄이 부여될 것으로 판단한다.

### 콘솔 시장 진출로 밸류 UP

글로벌 콘솔 게임 시장은 약 94 조원으로 국내 모바일게임 시장보다 약 7 배 크기 때문에 신작이 흥행할 경우 최고 매출 수준이 비교적 높다. 또한 블록체인 사업에 진출하지 않고 게임 산업에 대한 규제가 없었던 글로벌 북미/유럽 콘솔사들의 평균 PER 은 비교적 높은 수준인 18 배를 적용 받고 있다. 반면에 올해 국내 게임사들은 블록체인 사업 확장에 따른 비용 증가 및 신작 모멘텀 부진으로 어려웠고, 중국 게임사들은 정부의 규제로 인해 게임 시장이 역성장해 국내, 중국 게임사의 각 평균 PER 멀티플이 15 배 수준으로 하락한 상황이다. 국내와 중국 게임사들은 모바일 플랫폼 및 RPG 장르 게임들을 중심으로 서비스 중이기 때문에 기업가치 평가 시 비교 대상이다. 이러한 상황에서 국내 게임사들 중 콘솔 매출이 유의미하게 발생할 경우 글로벌 콘솔사들과 밸류에이션 비교 대상이 되며, PER 멀티플 상향이 기대된다.

### 국내 콘솔 게임에 대한 관심 확대 중

국내 8 월 개최된 글로벌 게임쇼 '게임스컴'에서 국내 콘솔 신작들이 부각 받았다. 크래프톤의 PC/콘솔 '칼리스토 프로토콜'은 400 만장 이상 판매된 '데드 스페이스'의 후속작인만큼 제작자 글렌 스코필드가 직접 무대에 초청 받아 영상을 소개했다. 네오위즈의 신작 'P 의 거짓'은 게임스컴 어워드 부문 3 가지에 선정돼 한국 게임 최다 수상을 기록했다. 2021 년 게임스컴에서 P 의 거짓과 동일한 어워드 부문 3 가지를 수상한 '엘든 링'의 경우 1700 만장 이상 판매가 된 만큼 P 의 거짓과 더불어 국내 게임사들이 개발 중인 PC/콘솔 신작들에 대한 기대감이 높아질 것으로 판단한다.



**Analyst**  
**이소중**

sojoong@sk.com  
02-3773-9953

Company Analysis		
기업명	투자의견	목표주가(원)
네오위즈	매수	73,000
크래프톤	매수	300,000
펠어비스	중립	43,000

## Contents

1. 북미/유럽 콘솔 시장이 중요해진 이유	3
2. 콘솔 시장 도전하면 PER 상향 기대	5
3. 국내 게임사들의 콘솔 게임 개발 현황	7
4. 콘솔 게임 시장 현황	9
어느 콘솔기기가 제일 인기가 많을까?	
콘솔 신작 최대 몇만장까지 팔릴 수 있을까?	
요즘 콘솔 시장에서 핫한 게임과 장르는?	
Business Model(과금구조)	
5. 북미/유럽 시장에서 국내 강점인 MMORPG 는 먹힐까?	13
6. 콘솔 시장 : 북미/유럽 vs. 국내	14
7. 2023 년 콘솔 신작 라인업	16
Company Analysis	21
네오위즈(A095660/KQ   매수   T.P 73,000 원)	22
크래프톤(A259960/KS   매수   T.P 300,000 원)	30
펄어비스(A263750/KQ   중립   T.P 43,000 원)	37

### Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 11 월 28 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 북미/유럽 콘솔 시장이 중요해진 이유

### (1) 북미/유럽 시장의 핵심은 콘솔

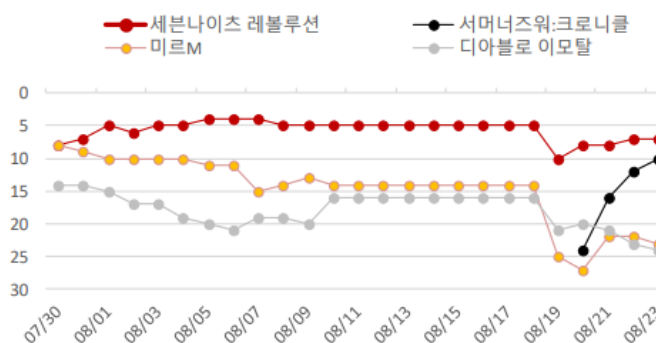
국내 게임사들의 주요 매출처인 국내 모바일 MMORPG 시장의 경쟁이 심화되고 기대해왔던 중국 판호 소식이 부재한 상황에서 **북미/유럽 시장의 진출이 이익 성장에 중요한 모멘텀**이 될 것으로 판단한다. 북미/유럽 시장은 아시아 지역과 달리 콘솔 게임 비중이 높다. 북미 게임 플랫폼 비중은 콘솔 39%, 모바일 35%, 아케이드 14%, PC 12%다. 이에 따라 주요 국내 게임사들은 콘솔 게임 개발을 추진하고 있다.

### (2) 국내 MMORPG 경쟁 심화 및 사회적인 이슈 지속

#### 1) 경쟁 심화

2022 년은 국내 모바일 MMORPG 시장 경쟁 심화가 눈에 띄는 한 해였다. 6 월 위메이드의 신작 ‘미르M’과 블리자드의 ‘디아블로 이모탈’은 매출 순위(구글 기준) Top 10 을 기록했다. 하지만 3Q22 부터 넷마블의 ‘세븐나이츠 레볼루션’과 김투스의 ‘서머너즈워:크로니클’이 출시되면서 미르M 과 디아블로 이모탈의 순위는 20 위권 밖으로 하향되고 Top 10 자리를 세븐나이츠 레볼루션과 서머너즈워:크로니클이 차지하게 됐다. 8 월 25 일 넥슨의 신작 ‘히트 2’가 출시되고 국내 매출 순위 2 위를 차지하면서 흥행을 이어가던 세븐나이츠 레볼루션과 서머너즈워:크로니클의 순위는 Top10 밖으로 하향됐다. **신작이 출시되면 기존 게임의 매출이 급감하게 되는 모습이 나타났으며, 한정된 시장에서 경쟁이 심화되고 있는 것으로 판단한다.**

세븐나이츠 레볼루션, 서머너즈워:크로니클 출시로 인해 기존작들의 매출 순위 하락



자료 : 모바일인덱스, SK 증권

## 2) 사회적인 이슈 지속

2021년부터 리니지 아이템 물백 사건, 메이플스토리 확률형 아이템 정보 논란 등 국내 MMORPG 게임에 대한 사회적인 이슈들이 있었지만 여전히 견조한 매출이 나오고 있다. 하지만 일부 게임사 본사 앞에 시위 트럭들이 여전히 자리를 지키고 있으며 **지속되는 사회적인 이슈들이 중장기적인 매출 흐름에 영향을 끼칠 것으로 판단한다**. 또한 블록체인 게임들의 P2E(Play to Earn) 유저 친화적인 BM(Business Model)이 부각되면서 MMORPG의 P2W(Pay to Win) 과금형 모델에 대한 부정적인 시각이 확산되고 있다.

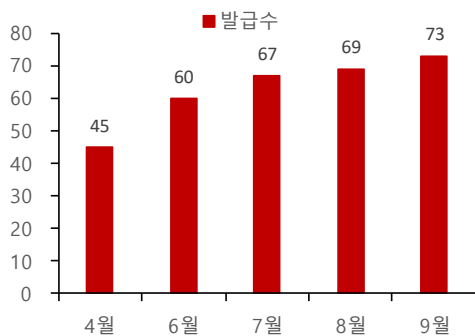
## (3) 중국 진출 기대감 제로

2022년 4월부터 중국 판호가 9개월여만에 재개됐지만, 4월~9월까지 해외 게임에 대한 허기는 없었다. **판호 발급 수는 4월부터 증가 중이지만, 한국 게임에 대한 진출 가능성은 희박해 보이는 상황**이다. 아직까지 외자판호에 대한 기대감이 형성되기 어렵지만 중국 로컬 업체와 게임을 공동개발해 판호를 취득하는 것은 유효한 전략으로 판단한다.

한편 중국 게임 시장은 점점 작아지고 있다. 1H22 중국 게임 매출은 전년 동기보다 1.8% 감소했고, 3Q22에는 약 19% 감소했다. 정부 주도하에 규제는 지속되고 있기 때문이다. 미성년자의 게임 시간은 일주일에 3시간으로 제한되어 있으며, VPN 우회, 미승인 게임 스트리밍 등이 금지되어 있다. 이러한 규제 속에서도 중국 게임사들의 퍼블리싱 및 개발 능력은 지속적으로 향상됨에 따라 **국내 게임사가 중국을 진출한다고 해도 흥행이 보장되기 어려운 상황**이다.

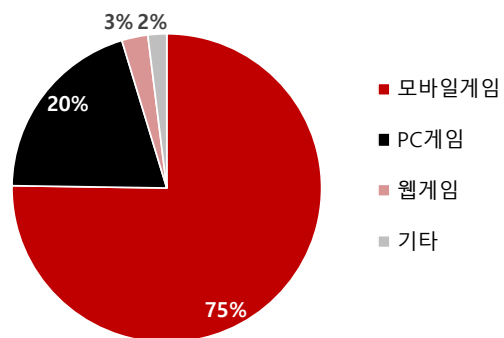
중국 판호 발급 수 증가 추세지만 해외 게임 부재

(단위: 개)



자료 : 중국국가신문출판서, SK 증권

중국 게임 시장 매출 비중



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

## 2. 콘솔 시장 도전하면 PER 상향 기대

### (1) 약 100 조원 시장 진출에 따른 기대감 유효

중국과 국내 모바일 게임 시장 내 매출 성장이 어려워 지는 상황에서 국내 게임사는 콘솔 시장 진출로 기업가치에 프리미엄이 부여될 것으로 판단한다. 2023 년 글로벌 콘솔 게임 시장은 약 94 조원으로 전망되며, **국내 모바일게임 시장 규모 약 11 조원보다 글로벌 콘솔 시장 규모는 약 7 배 크다.**

### (2) 글로벌 콘솔사들의 PER 비교적 높은 수준

블록체인 사업에 진출하지 않고 게임 시장에 대한 규제가 없었던 **글로벌 북미/유럽 콘솔사들의 PER 은 비교적 높은 수준인 18 배**를 적용 받고 있다. 반면에 2022 년 국내 게임사들은 블록체인 사업 확장에 따른 인건비 증가 또는 신작 모멘텀이 부진했고, 중국 게임사들은 정부의 규제로 인해 게임 시장이 역성장해 PER 멀티플이 전반적으로 하락한 상황이다. 통상 국내와 중국 게임사들은 모바일 플랫폼 및 RPG 장르 게임들을 공통적으로 개발 및 서비스하고 있기 때문에 기업가치 평가 시 비교 대상이다. 따라서 **국내 게임사들 중 콘솔 매출이 유의미하게 발생할 경우 콘솔사들과 비교 대상이 되며, PER 멀티플 상향이 기대된다.** SOTP 밸류에이션 중심인 넷마블 제외한 **국내 게임사 7 곳의 평균 PER 은 15 배**이며, 중국 게임사 텐센트와 넷이즈의 평균 PER 도 15 배다.

글로벌 주요 콘솔사 2023 년 예상 PER 18 배

(단위: 억원, % 배)

항목	년도	미국 Acti. Blizzard	미국 Electronic Arts	미국 Take-two	일본 B.Namco
티커		ATVI	EA	TTWO	7832
시가총액(조원)		80	48	22	19
매출액	2020	95,362	65,303	39,128	81,046
	2021	100,819	81,623	40,920	92,404
	2022E	106,033	103,033	73,598	90,215
	2023E	125,896	109,596	91,655	94,854
영업이익	2020	32,243	12,135	7,302	9,260
	2021	37,325	13,182	5,529	13,040
	2022E	37,312	32,938	12,253	13,116
	2023E	48,878	34,750	17,072	13,515
영업이익률	2020	34%	19%	19%	11%
	2021	37%	16%	14%	14%
	2022E	35%	32%	17%	15%
	2023E	39%	32%	19%	14%
P/E	2020	31.6	45.7	29.5	35.5
	2021	18.9	34.8	38.4	22.0
	2022E	25.1	18.1	24.5	19.6
	<b>2023E</b>	<b>19.6</b>	<b>16.5</b>	<b>15.6</b>	<b>19.4</b>

자료 : Bloomberg, SK 증권

국내 게임사 밸류에이션 표

(단위: 억원 % 배)

항목	년도	한국 네오위즈	한국 크래프톤	한국 펄어비스	한국 엔씨소프트	한국 넥슨게임즈
티커		095660	259960	263750	036570	225570
시가총액		9,114	107,958	28,264	99,452	9,338
매출액	2020	2,896	16,704	4,888	24,162	814
	2021	2,612	18,863	4,038	23,088	631
	2022E	2,986	19,350	3,777	25,945	-
	2023E	4,347	20,773	5,642	27,009	-
영업이익	2020	603	7,739	1,573	8,248	255
	2021	212	6,396	430	3,762	(40)
	2022E	312	7,927	174	5,876	-
	2023E	958	7,821	1,485	6,150	-
영업이익률	2020	20.8%	46.3%	32.2%	34.1%	31.3%
	2021	8.1%	33.9%	10.6%	16.3%	-
	2022E	10.4%	41.0%	4.6%	22.6%	-
	2023E	22.1%	37.6%	26.3%	22.8%	-
P/E	2020	8.0	-	31.5	32.7	10.7
	2021	13.6	38.3	142.1	33.3	-
	2022E	17.1	14.2	47.3	18.7	-
	<b>2023E</b>	<b>10.0</b>	<b>16.1</b>	<b>18.4</b>	<b>18.5</b>	<b>-</b>

자료 : Bloomberg, SK 증권

국내 및 중국 게임사 밸류에이션 표

(단위: 억원 % 배)

항목	년도	한국 넷마블	한국 카카오게임즈	한국 컴투스	중국 텐센트	중국 넷이즈
티커		251270	293490	078340	700	9999
시가총액		42,977	35,249	8,080	4,428,199	580,203
매출액	2020	24,848	4,955	5,090	823,614	125,861
	2021	25,069	10,125	5,587	995,041	155,631
	2022E	26,833	12,269	7,274	1,058,666	184,184
	2023E	29,326	15,944	8,734	1,177,632	201,390
영업이익	2020	2,720	665	1,141	299,870	24,839
	2021	1,510	1,120	526	469,542	29,165
	2022E	(836)	2,142	195	290,441	40,223
	2023E	1,000	3,217	632	338,532	44,486
영업이익률	2020	10.9%	13.4%	22.4%	36.4%	19.7%
	2021	6.0%	11.1%	9.4%	47.2%	18.7%
	2022E	-3.1%	17.5%	2.7%	27.4%	21.8%
	2023E	3.4%	20.2%	7.2%	28.7%	22.1%
P/E	2020	34.4	33.1	23.9	28.2	-
	2021	42.6	12.9	14.6	15.8	-
	2022E	-	38.3	15.8	21.0	13.9
	<b>2023E</b>	<b>28.4</b>	<b>16.2</b>	<b>11.6</b>	<b>17.6</b>	<b>13.1</b>

자료 : Bloomberg, SK 증권



### 3. 국내 게임사들의 콘솔 게임 개발 현황

국내 게임사는 전반적으로 콘솔 게임 1~3 개를 개발 중이다. 단 이 중 네오위즈, 크래프톤, 펠어비스의 콘솔 게임들이 유의미한 매출 비중을 차지할 것으로 판단한다. 엔씨소프트의 TL은 PC 매출 비중이 높을 것으로 예상된다. 넷마블의 파라곤 디 오버프라임 신작에 대한 기대감은 높으나 전체 매출 비중의 큰 부분을 차지하지 못할 것으로 판단한다. 한편 카카오게임즈와 컴투스의 언급된 콘솔 신작들에 대한 출시 일정은 아직 뚜렷하지 않은 것으로 파악된다.

8월 개최된 글로벌 게임쇼 ‘게임스컴’에서 크래프톤과 네오위즈의 콘솔 신작들이 부각 받았다. 크래프톤의 PC/콘솔 ‘칼리스토 프로토콜’ 영상은 400 만장 이상 판매된 ‘데드 스페이스’의 후속작인만큼 제작자 글렌 스코필드가 직접 무대에 초청 받아 소개했다. 네오위즈의 신작 ‘P의 거짓’은 게임스컴 어워드 부문 3가지(최고의 액션 어드벤처 게임/최고의 롤플레이 게임/가장 기대되는 플레이스테이션 게임)에 선정돼 한국 게임 최다 수상을 기록했다. 2021년 게임스컴에서 P의 거짓과 동일한 어워드 부문 3가지를 수상한 ‘엘든 링’의 경우 1700만장 이상 판매가 된 만큼 P의 거짓과 더불어 국내 게임사들이 개발 중인 PC/콘솔 신작들에 대한 기대감이 높아질 것으로 판단한다. 한편 펠어비스의 신작 ‘붉은사막’의 출시 일정이 내년 하반기 이후로 연기된 점은 아쉬운 부분이지만 게임 업계에서 기대감이 상당히 높은 편이며 예상 판매고는 400만장 이상이다.

국내 상장사 개발 중인 콘솔 신작 라인업

기업명	주요 신작	장르	플랫폼	콘솔 예상 출시 일정	특이사항
네오위즈	<b>P의 거짓</b>	RPG/소울라이크	PC/콘솔	2Q23~3Q23	게임스컴 3가지 부문 수상
크래프톤	<b>칼리스토 프로토콜</b> 서브노티카(후속시리즈) 프로젝트 D	호러/액션	PC/콘솔	4Q22	싱글플레이
		액션 어드벤처/오픈월드	PC/콘솔	2024	-
		RPG	PC/콘솔	-	-
펠어비스	<b>붉은사막</b> 도깨비	RPG	PC/콘솔	2H23	싱글플레이
		RPG/오픈월드	PC/콘솔	2H24	멀티플레이
넥슨게임즈	<b>퍼스트 디센던트</b>	RPG/TPS	PC/콘솔	2H23	루트 슈터, 보스 협동전
엔씨소프트	TL <b>프로젝트 III</b> 프로젝트 M	MMORPG	PC/콘솔	2H23	공성전, 동물 변신
		슈팅/MMO/오픈월드	PC/콘솔	2024	-
		인터랙티브 무비	콘솔	-	-
넷마블	<b>파라곤 디 오버프라임</b> 일곱 개의 대죄 오리진	TPS/MOBA	PC/콘솔	2023	5:5 기지 파괴
		RPG/오픈월드	모바일/PC/콘솔	-	-
카카오게임즈	<b>스톰게이트</b> 이터널리턴:루미아 익스페리먼트	전략실시간시뮬레이션	PC/콘솔	-	스타크래프트/워크래프트 개발자
		MOBA	콘솔	-	최대 18명, 생존
컴투스	서머너즈워 : 크로니클	MMORPG	모바일/콘솔	-	모바일 : 2Q22 국내, 4Q22 글로벌

자료 : SK 증권 정리

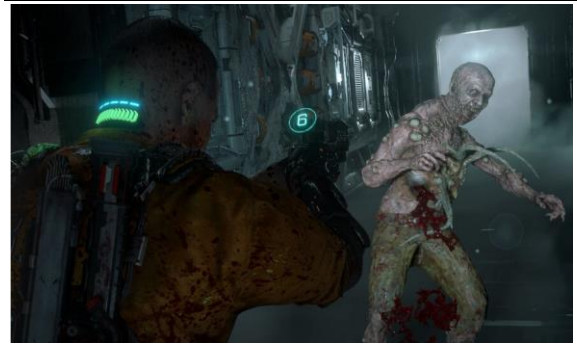


네오위즈 신작 'P 의거자'



자료 : SK 증권

크래프톤 신작 '칼리스토 프로토콜'



자료 : SK 증권

펄어비스 신작 '붉은사막'



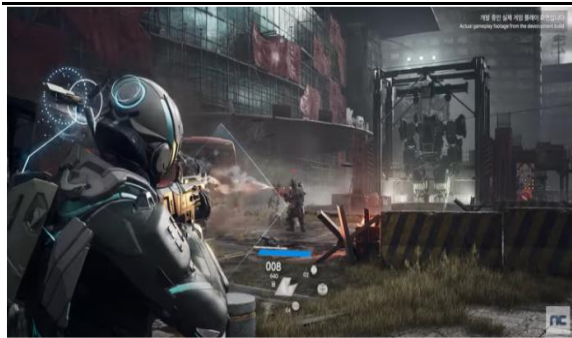
자료 : SK 증권

넥슨게임즈 신작 '퍼스트 디센던트'



자료 : SK 증권

엔씨소프트 신작 '프로젝트 LLL'



자료 : SK 증권

넷마블 신작 '파라곤 디 오버프라이'



자료 : SK 증권

## 4. 콘솔 게임 시장 현황

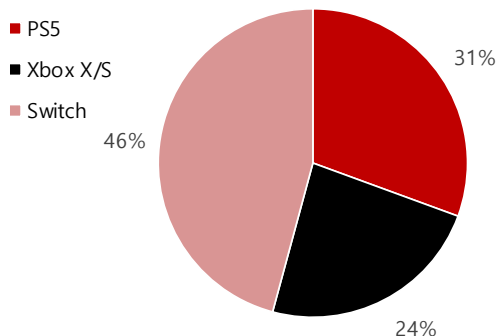
### 1) 어느 콘솔기기가 제일 인기가 많을까?

콘솔 게임 주요 기기 브랜드 소니의 Playstation(PS4/PS5), 마이크로소프트의 Xbox(Xbox X/S)와 닌텐도의 스위치 중 누적 판매량 기준 **Playstation 시리즈가 제일 높았다**. 콘솔 기기 시리즈 합산 누적 판매 기준 점유율은 PS4/5 44%(약 1억 4천만대), Xbox One/X/S 22%(약 7천만대), 스위치 35%(약 1억 1천만대)로 추정된다. 2020년 11월 PS5와 Xbox X/S 기기가 출시됐고, 닌텐도 스위치는 2017년 3월에 출시됐다. 2022년 콘솔 기기 판매 점유율은 PS5 31%, Xbox X/S 24%, 스위치 46%로 예상된다.

### 2) 콘솔 신작 최대 몇만장까지 팔릴 수 있을까?

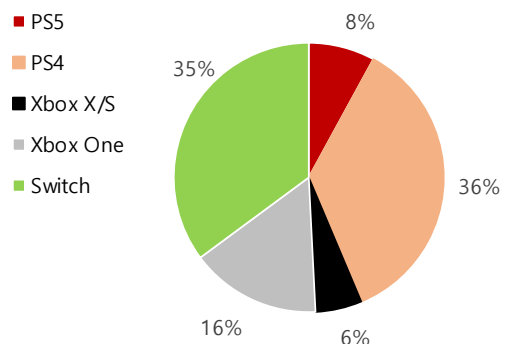
PS5, Xbox X/S, 스팀(PC)에 출시될 경우 **최대 판매량은 1억 3천만장**으로 추정한다. PS5 누적 판매 대수 2,601만대, Xbox X/S 1,821만대인데, Playstation 이용자 중 Xbox 기기도 보유 중인 비중은 약 30% 수준으로 파악된다. 따라서 국내 콘솔 신작이 PS5와 Xbox X/S 대상으로 판매된다면, 중복 이용자 수를 감안해 약 3,000만장까지 판매가 가능하다. 단 구독서비스인 Sony의 PS Plus와 Microsoft의 Game Pass에 신작이 등록될 경우 판매량이 저조할 것으로 예상한다. 한편 PC 게임 유통 플랫폼인 Steam의 동시 접속자 수는 2,000~3,000만명 수준이며, 월 평균 이용자수는 1억명에 달한다. 최근 PC 스펙이 전반적으로 향상됨에 따라 콘솔 게임들이 크로스 플랫폼 형태로 PC에 동시 출시되고 있기 때문에 기대 판매량에 PC 부문도 포함되는 경우가 많다. 마인크래프트, GTA5와 테트리스만 1억장을 판매했으며, 3천만장 이상 판매된 게임은 총 24개에 달한다.

2022년 예상 콘솔 기기 판매 점유율



자료 : VGChartz, SK 증권

콘솔 기기 누적 판매 기준 점유율



자료 : VGChartz, SK 증권

콘솔 기기별 연간 판매량 및 점유율

(단위 : 만대)

출시일	기기	2020	2021	2022 11월 누적	출시 후 누적
최신버전					
2020-11	PS5	439 12.5%	1,260 27.7%	901 30.6%	2,601 16.3%
2020-11	Xbox X/S	303 8.6%	823 18.1%	695 23.6%	1,821 11.4%
2017-03	Switch	2,775 78.9%	2,474 54.3%	1,346 45.8%	11,517 72.3%
구버전					
2013-11	PS4	836 71.0%	220 80.7%	43 92.3%	11,701 47.9%
2013-11	Xbox One	293 24.9%	49 18.0%	3 7.7%	5,127 21.0%
2011-02	3DS	46 4.1%	3 1.3%	-	7,594 31.1%

자료 : VGChartz, SK 증권

Top 25 PC/콘솔 게임 누적 판매 순위

게임명	누적 판매고	플랫폼	출시일	개발사	퍼블리셔
Minecraft	23,800	멀티플랫폼	2011-11-18	Mojang Studios	Xbox Game Studios
Grand Theft Auto V	17,000	멀티플랫폼	2013-09-17	Rockstar North	Rockstar Games
Tetris (EA)	10,000	멀티플랫폼	2006-09-12	EA Mobile	Electronic Arts
Wii Sports	8,290	Wii	2006-11-19	Nintendo EAD	Nintendo
PUBG: Battlegrounds	7,500	멀티플랫폼	2017-12-20	PUBG Corporation	PUBG Corporation
Super Mario Bros.	5,800	멀티플랫폼	1985-09-13	Nintendo R&D4	Nintendo
Mario Kart 8 / Deluxe	5,687	Wii U / Switch	2014-05-29	Nintendo EAD	Nintendo
Overwatch	5,000	멀티플랫폼	2016-05-24	Blizzard Entertainment	Blizzard Entertainment
Pokémon Red / Green / Blue / Yellow	4,752	Game Boy	1996-02-27	Game Freak	Nintendo
Red Dead Redemption 2	4,600	멀티플랫폼	2018-10-26	Rockstar Studios	Rockstar Games
Terraria	4,450	멀티플랫폼	2011-05-16	Re-Logic	Re-Logic / 505 Games
Wii Fit / Plus	4,380	Wii	2007-12-01	Nintendo EAD	Nintendo
Tetris (1989)	4,300	Game Boy	1989-06-14	Nintendo R&D1	Nintendo
Pac-Man	4,207	멀티플랫폼	1980-05-22	Namco	Namco
Animal Crossing: New Horizons	4,017	Switch	2020-03-20	Nintendo EPD	Nintendo
The Witcher 3 / Hearts of Stone / B&W	4,000	멀티플랫폼	2015-05-19	CD Projekt Red	CD Projekt
Mario Kart Wii	3,738	Wii	2008-04-10	Nintendo EAD	Nintendo
Wii Sports Resort	3,314	Wii	2009-06-25	Nintendo EAD	Nintendo
New Super Mario Bros.	3,080	Nintendo DS	2006-05-15	Nintendo EAD	Nintendo
New Super Mario Bros. Wii	3,032	Wii	2009-11-11	Nintendo EAD	Nintendo
Call of Duty: Modern Warfare	3,000	멀티플랫폼	2019-10-25	Infinity Ward	Activision
Diablo III / Reaper of Souls	3,000	멀티플랫폼	2012-05-16	Blizzard Entertainment	Blizzard Entertainment
Human: Fall Flat	3,000	멀티플랫폼	2016-07-22	No Brakes Games	Curve Digital
The Elder Scrolls V: Skyrim	3,000	멀티플랫폼	2011-11-11	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks
Super Smash Bros. Ultimate	2,953	Switch	2018-12-07	Bandai Namco	Nintendo

자료 : Wikipedia, SK 증권

### 3) 요즘 콘솔 시장에서 핫한 게임과 장르는?

지난해는 FPS 게임들이 인기가 많았으며 올해는 RPG 게임들이 부각 받는 해였다. 2022년 최다 판매고를 기록한 게임은 RPG/소울라이크 장르 기반인 Elden Ring(엘덴 링)이다. 2022년 2월 출시 후 누적 1,700만장 이상 판매된 것으로 파악된다. 2021년에 판매고 1위를 기록한 FPS 게임 Call of Duty: Vanguard를 제외하고 모두 올해 출시된 게임들이 2022년 Top 10을 차지 중이다. 2022년 11월 9일 PS4/5에 출시된 액션 어드벤처 게임 '갓 오브 워 라그나로크'는 첫 주 500만장 판매고를 기록한 상황이고, 11월 18일 닌텐도 스위치에 출시된 RPG 게임 '포켓몬 스칼렛 바이올렛'은 3일 만에 판매고가 1,000만장을 돌파해 흥행을 이어가고 있다. 한편 콘솔 게임 주요 장르는 스포츠/레이싱, FPS, RPG 장르이며, 이 외 서바이벌 호러, 액션 어드벤처 등이 있다. PC/모바일 게임의 경우 RPG, MMORPG, 배틀로얄 장르에 대한 선호도가 더 높은 상황이다.

2022년 1~10월 PC/콘솔 게임 누적 판매고 순위 (일부 디지털 판매 미포함)

순위	게임명	장르	퍼블리셔	출시일
1	Elden Ring	RPG/소울라이크	Bandai Namco Entertainment	2022-02
2	Call of Duty: Modern Warfare 2 (2022)	FPS	Activision Blizzard (Corp)	2022-10
3	LEGO Star Wars: The Skywalker Saga	액션 어드벤처	Warner Bros. Interactive	2022-04
4	Madden NFL 23	스포츠	Electronic Arts	2022-08
5	Pokemon Legends: Arceus	RPG	Nintendo	2022-01
6	Horizon II: Forbidden West	RPG	Sony (Corp)	2022-02
7	MLB: The Show 22	스포츠	Multiple Video Game Manufacturers	2022-04
8	FIFA 23	스포츠	Electronic Arts	2022-09
9	Call of Duty: Vanguard	FPS	Activision Blizzard (Corp)	2021-11
10	Gran Turismo 7	레이싱	Sony (Corp)	2022-03

자료 : NPD, SK 증권

2021년 콘솔/PC 게임 연간 판매고 순위 (일부 디지털 판매 미포함)

순위	게임명	장르	퍼블리셔	출시일
1	Call of Duty: Vanguard	FPS	Activision Blizzard (Corp)	2021-11
2	Call of Duty: Black Ops: Cold War	FPS	Activision Blizzard (Corp)	2020-11
3	Madden NFL 22	스포츠	Electronic Arts	2021-08
4	Pokemon: Brilliant Diamond/Shining Pearl	RPG	Nintendo	2021-11
5	Battlefield 2042	FPS	Electronic Arts	2021-11
6	Marvel's Spider-Man: Miles Morales	액션 어드벤처	Sony (Corp)	2020-11
7	Mario Kart 8	레이싱	Nintendo	2017-04
8	Resident Evil: Village	서바이벌 호러	Capcom USA	2021-05
9	MLB: The Show 21	스포츠	Sony (Corp)	2021-04
10	Super Mario 3D World	어드벤처	Nintendo	2013-11

자료 : NPD, SK 증권

#### 4) Business Model(과금구조)

##### i) 패키지 판매

대부분의 콘솔 게임들은 패키지(디지털 다운로드 방식) 매출이 주 수익원이다. 과거부터 CD 판매를 해왔으며, 현재는 온라인 상에서 결제 및 다운로드를 통해 서비스가 유저에게 제공된다. 패키지 판매는 출시 후 1~3 개월 동안 대부분의 매출이 발생되며, 지속적인 매출을 발생시키기 위해 확장팩이 별도로 출시된다. 확장팩은 기존 게임에 신규 스토리, 캐릭터 등이 추가된 후속작이다. **스토리가 풍부한 싱글 플레이 게임들이 주로 패키지 형태로 판매되고 있다.**

##### ii) 인앱결제 판매 with 무료/유료 패키지

스토리/싱글 플레이 위주가 아닌 **오픈월드/멀티 플레이 게임들의 경우 패키지 가격을 낮추거나 무료로 제공하고 인앱결제를 주요 비즈니스 모델로 서비스**하고 있다. 정해진 스토리가 아닌 오픈월드 형태의 게임은 다양한 콘텐츠를 제공할 수 있기 때문에 패키지 판매보다 인앱결제를 통해 더 높은 매출을 기록할 수 있다. 한편 멀티플레이 게임들은 유저간 경쟁 또는 소통이 잦기 때문에 편의성 아이템과 스킨(아바타)에 대한 수요가 높다. 예를 들어, 글로벌 PC/콘솔 게임 중 크래프톤의 PUBG:배틀그라운드의 경우 2022 년 1 월부터 패키지를 무료화 전환했으며, 인앱 콘텐츠에 집중하고 있다. 스킨을 주로 판매 중이며, '서바이버 패스' 구매를 통해 더 많은 보상 아이템들을 얻을 수 있다.

##### iii) 구독서비스

주요 콘솔기기 전문업체인 소니, 마이크로소프트와 닌텐도에서는 구독 서비스를 진행 중이며, **게임 개발사는 특정 게임을 구독 서비스에 등록하고 안정적인 매출을 발생 시킬 수 있다.** 구독 서비스 관련 매출은 패키지 상품 매출보다 낮을 수 있지만, 게임 흥행 가능성에 대한 불확실성이 있을 경우 구독 서비스에 등록하는 전략이 유리할 수도 있다. 한편 구독서비스의 소비자가격은 월 5,000 원~10,000 원 수준이며, 다수의 구독자들이 신작에 접할 수 있다. 이에 따라 마케팅 효과가 클 것으로 판단되며, IP 인지도가 높아져 후속작들에 대한 흥행 가능성을 높일 수 있다. 소니, 마이크로소프트, 닌텐도의 구독서비스명은 'PS 플러스', '게임패스', '닌텐도 스위치 온라인'이다.



## 5. 북미/유럽 시장에서 국내 강점인 MMORPG 는 먹힐까?

### 1) 스마일게이트 RPG 의 ‘로스트아크’ 성공 사례

글로벌 눈 높이에 맞는 BM(비즈니스모델)과 출시 후 유저들이 제안하는 콘텐츠 또는 변화를 효과적으로 구현할 수 있는지가 중요한 흥행 요소로 판단한다. MMORPG 로스트아크의 성공적인 북미/유럽 시장 진출 사례를 보면 국내 MMORPG 흥행이 가능해 보인다. 로스트아크 글로벌 회원 2 천만명 돌파했으며, BM 과 구현력에 주목할 필요성이 있다. 로스트아크는 국내 MMORPG 중 **과금보다 컨트롤과 전략으로 엔드 콘텐츠까지 도달**할 수 있다. 또한 업데이트에 포함된 신규 콘텐츠 및 밸런스 조정은 유저들의 요구 내용을 적극적으로 반영해 매출과 유저 수가 증가했고, **계획에 없었던 특정 콘텐츠까지 유저들의 제안에 따라 구현**해주었다.

2022 년 4 월 기준 스마일게이트 RPG 의 로스트아크 글로벌 누적 회원 수는 약 2,000 만명, 글로벌 게임 플랫폼 ‘스팀’ 동시접속자는 130 만명을 상회해 MMORPG 장르로 최다 접속 인원 기록했다. 2018 년 11 월 국내 출시한 MMORPG 로스트아크가 MMORPG 선호도가 낮은 북미, 유럽, 남미, 호주에서 2022 년 2 월 출시되어 흥행 중이며, 3 주 만에 서구권 시장에서 신규 가입자 1 천 만명을 돌파했다.

### 2) 펠어비스의 ‘검은사막’ 성공 사례

MMORPG 검은사막은 2015 년에 출시했는데 불구하고도 올해 연간 3,000 억원의 매출을 달성할 것으로 예상된다. 3Q22 기준 매출의 50% 이상이 북미/유럽에서 발생 중인 만큼 흥행이 가능했던 이유를 북미/유럽 PC/콘솔 시장에서 찾아볼 수 있다. 북미/유럽 게임 유저들은 스토리 및 세계관에 관심이 높은 만큼 검은사막에서 **생활 콘텐츠, 집 짓기 등을 먼저 선보였다**. 한국 유저들은 전투 위주로 게임을 즐기는 반면, 서구권 유저들은 전투 외 본인이 원하는 대로 제작하고 키우는 생활 콘텐츠와 스토리를 다양한 방향으로 이끌어 나갈 수 있는 점을 선호하는 것으로 파악된다. 이 외 PC/콘솔 게임에 맞게 하이퀄리티 그래픽을 구현해 실감 나는 스토리 및 다양한 콘텐츠를 제공했다.

## 6. 콘솔 시장 : 북미/유럽 vs. 국내

미국 게임 시장 55 조원  
유럽 게임 시장 78 조원  
콘솔 게임이 메인, 비중 38%

글로벌 콘솔 시장 규모는 약 80 조원(558 억 달러)으로 국내 모바일 게임 시장 대비 약 7 배 크다. 이 콘솔 시장의 80%를 미국과 유럽이 차지 중이다. 따라서 국내 게임사들은 미국, 유럽 유저의 성향에 맞춰 콘솔 게임을 개발할 필요성이 있다. 북미와 유럽 유저들은 아바타를 꾸밀 수 있는 스킨에 대해 긍정적인 반응을 보인다. 하지만 확률형 유료 아이템을 통해 캐릭터를 강화시키고 게임을 이기는 Pay to Win 모델에 대한 거부감이 크다. 유럽에서는 게임 장르보다 아트웍이 중요한 것으로 파악된다. 예를 들어 유럽에서는 일본 애니메이션 아트웍(아니메풍)의 수용도가 높은 편이다. 북미와 유럽 게임 유저들은 캐주얼, 전략 및 액션 장르를 선호하고 그래픽 퀄리티, 가격, 스토리와 세계관을 중요시한다. 한국과 북미/유럽 모바일 게임 시장의 경우에도 유저들이 선호하는 장르가 다르기 때문에 상위 순위권 이내에 접치는 게임이 많지 않다. 한편 미국 게임 시장 규모는 약 55 조원, 유럽 게임 시장 규모는 약 78 조원으로 파악되며 콘솔 비중은 38% 수준이다.

향후 국내 콘솔 시장도 타겟팅 해 볼만하다. 국내 게임 시장 규모는 약 19 조원(+21% YoY)이며 비중은 모바일 게임 57%, PC 게임 36%, 콘솔게임 6%다. 콘솔게임 비중이 현저히 낮은 상황이다. 또한 국내 게임 시장은 글로벌 PC/모바일 게임 시장의 10~12%를 점유하고 있지만 콘솔 시장 점유율은 1.7%에 불과하다. 한국콘텐츠진흥원에 따르면 국내 콘솔 시장 규모는 약 1 조원이며, 2019 년~2023 년 연평균성장률은 40%대를 기록할 것으로 전망된다.

주요 권역별/국가별 시장 규모 비교(2020 년)

(단위 : 억 달러)

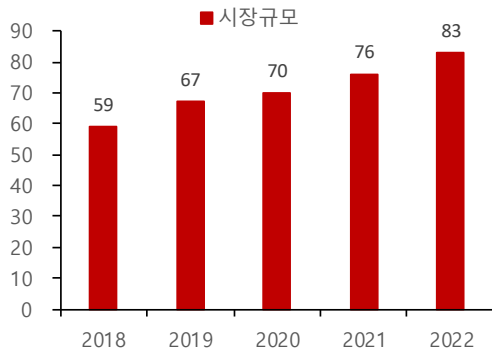
권역	국가	콘솔게임	아케이드게임	PC게임	모바일게임	합계
북미		198	69	59	176	502
	미국	181	62	56	160	459
	캐나다	17	7	3	16	43
유럽		259	149	64	181	653
	영국	60	27	14	26	127
	독일	29	24	7	37	97
	프랑스	46	20	12	17	95
	이탈리아	22	12	2	17	53
	스페인	15	9	3	11	38
아시아		90	86	207	523	906
	중국	5	3	135	236	379
	일본	54	59	4	123	241
	한국	9	2	42	92	145
	기타	21	22	27	71	141
남미		12	5	5	13	35
전세계		558	310	335	893	2,097

자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권



글로벌 콘솔 시장 규모 추이

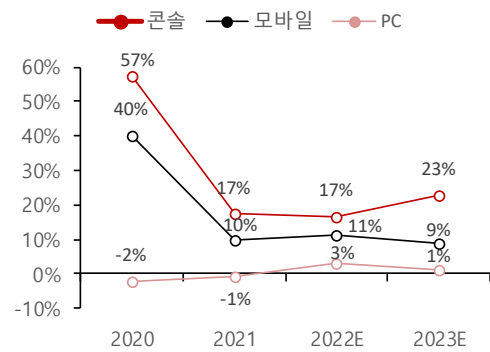
(단위 : 조원)



자료 : Newzoo, SK 증권

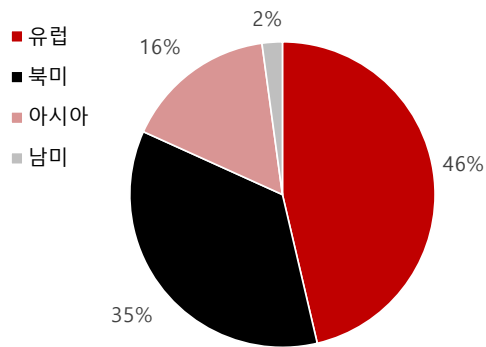
국내 게임시장 플랫폼별 성장률

(단위 : %)



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

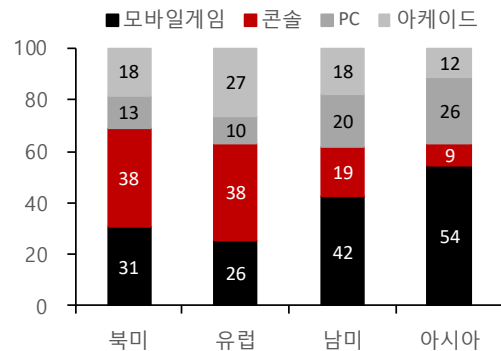
글로벌 콘솔 시장 권역별 점유율



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

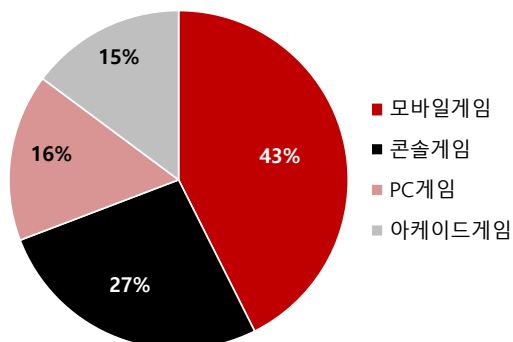
지역별 게임 플랫폼 비중 (2020년 기준)

(단위 : %)



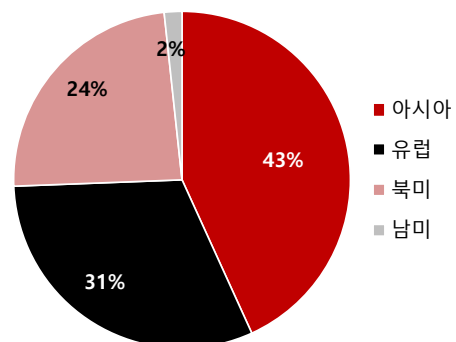
자료 : PWC(2020), SK 증권

플랫폼별 세계 게임 시장 점유율 (2020년 기준)



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

권역별 세계 게임 시장 점유율 (2020년 기준)



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

## 7. 2023 년 콘솔 신작 라인업

2022 년에 'Pokemon Legends : Arceus', 'Horizon:Forbidden West'와 'Elden Ring' 등 PC/콘솔 대작들이 많았으며, 2023 년에도 기대작들이 다수 출시될 예정이다. 업계에서 기대되는 신작들은 'Spider Man2', 'Baldur's Gate3', 'The Legend of Zelda : Tears of the Kingdom', 'Hogwarts Legacy', 'Assassin's Creed Mirage', 'Diablo4', 'Final Fantasy 16', 'Starfield', 'Star Wars Jedi: Survivor', 'Atlas Fallen', 'Lies of P', 'Street Fighter 6', 'Suicide Squad: Kill the Justice League', 'Resident Evil4' 등이 있다.

2023 년 콘솔/PC 기대작

게임명	장르	출시일
Assassin's Creed Mirage	액션 어드벤처	미정
Atlas Fallen	RPG	미정
Dead Space	서바이벌 호러	1Q23
Diablo IV	RPG	미정
Final Fantasy VII Rebirth	RPG	미정
Final Fantasy XVI	RPG	미정
Hogwarts Legacy	RPG	1Q23
Lies of P	RPG	2Q23~3Q23
Marvel's Spider-Man 2	액션 어드벤처	미정
Resident Evil 4	서바이벌 호러	1Q23
Star Wars Jedi: Survivor	액션 어드벤처	미정
Starfield	RPG	미정
Street Fighter 6	격투	미정
Suicide Squad: Kill the Justice League	액션 어드벤처	미정
The Legend of Zelda: Tears of the Kingdom	액션 어드벤처	2Q23

자료 : SK 증권 정리

2023 년 1 월 ~ 2 월 PC/콘솔 신작 출시 일정

월	일	게임명	플랫폼	장르
1월	13	Dragon Ball Z: Kakarot	PS5, XSX	액션 RPG
		One Piece Odyssey	Win, PS4, PS5, XSX	RPG
	18	Graze Counter GM	Win, NS, PS4, PS5, XBO, XSX	슈팅
	19	A Space for the Unbound	Win, NS, PS4, PS5, XBO, XSX	어드벤처
		Persona 3 Portable	Win, NS, PS4, XBO, XSX	RPG, 소셜 시뮬레이션
		Persona 4 Golden	NS, PS4, XBO, XSX	RPG, 소셜 시뮬레이션
		The Tower: To the Bottom	Win, NS	서바이벌, 액션
	20	Fire Emblem Engage	NS	전략 RPG
		Forspoken	Win, PS5	액션 RPG
	24	Hyperdimension Neptunia: Sisters vs. Sisters	Win, PS4, PS5	RPG
		Risen	NS, PS4, XBO	액션 RPG
	26	Disgaea 7	NS, PS4, PS5	전략 RPG
		Story of Seasons: A Wonderful Life	NS	시뮬레이션, RPG
		Summer Time Rendering: Another Horizon	NS, PS4	비주얼 노벨
	27	<b>Dead Space</b>	<b>Win, PS5, XSX</b>	<b>서바이벌 호러</b>
2월	31	Age of Empires II: Definitive Edition	XBO, XSX	실시간 시뮬레이션
		We Were Here Forever	PS4, PS5, XBO, XSX	퍼즐 어드벤처

자료 : SK 증권 정리

## 2023년 2월 ~ 6월 PC/콘솔 신작 출시 일정

월	일	게임명	플랫폼	장르
2월	2	Chef Life: A Restaurant Simulator	Win, NS, PS4, PS5, XBO, XSX	시뮬레이션
		Deliver Us Mars	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	어드벤처
	9	Clash: Artifacts of Chaos	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	액션 RPG
	10	<b>Hogwarts Legacy</b>	<b>Win, PS4, PS5, XBO, XSX</b>	<b>액션 RPG</b>
		Blanc	Win, NS	어드벤처
	14	Labyrinth of Galleria: The Moon Society	Win, NS, PS4, PS5	액션 RPG
		Wanted: Dead	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	액션
	16	Theatrhythm Final Bar Line	NS, PS4	리듬
		Tales of Symphonia Remastered	NS, PS4, XBO	액션 RPG
	17	Wild Hearts	Win, PS5, XSX	액션 RPG
		Atomic Heart	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	액션 RPG, FPS
	21	Like a Dragon: Ishin!	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	액션-어드벤처
		Atelier Ryza 3: Alchemist of the End & the Secret Key	Win, NS, PS4, PS5	RPG
	22	Digimon World: Next Order	Win, NS	RPG
		Horizon Call of the Mountain	PS5	액션-어드벤처
		Blood Bowl 3	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	Sports
	23	Company of Heroes 3	Win	실시간 시뮬레이션
		Sons of the Forest	Win	서바이벌
	24	Kirby's Return to Dream Land Deluxe	NS	플랫폼
		Octopath Traveler II	Win, NS, PS4, PS5	RPG
		Dungeons of Aether	Win	턴제 전략
	28	Destiny 2: Lightfall	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	FPS
		Void Terrarium 2	NS, PS4	액션 RPG
		Clive 'N' Wrench	Win, NS, PS4, PS5	플랫폼
	TBA	Darkest Dungeon II	Win	던전 RPG
		Sherlock Holmes: The Awakened	Win, NS, PS4, PS5, XBO, XSX	어드벤처
3월	1	The Day Before	Win	MMORPG, 서바이벌
	2	Rune Factory 3 Special	NS	시뮬레이션, RPG
	3	Void Terrarium 2	NS, PS4	액션 RPG
		Wo Long: Fallen Dynasty	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	액션 RPG
		Fatal Frame: Mask of the Lunar Eclipse	Win, NS, PS4, PS5, XBO, XSX	서바이벌 호러
	9	Oni: Road to Be The Mightiest Oni	NS	액션-어드벤처
		Rayz Arcade Chronology	NS, PS4	슈팅
		Skull and Bones	Win, PS5, XSX, Luna	액션-어드벤처
	14	The Legend of Heroes: Trails to Azure	Win, NS, PS4	RPG
	16	Loop8: Summer of Gods	Win, NS, PS4, PS5, XBO, XSX	RPG
	22	Have a Nice Death	Win, NS	플랫폼-어드벤처
	23	Storyteller	Win, NS	퍼즐 어드벤처
	24	<b>Resident Evil 4</b>	<b>Win, PS4, PS5, XSX</b>	<b>서바이벌 호러</b>
		Norn9: Var Commons	NS	비주얼 노벨
	TBA	Record of Agarest War	NS	전략 RPG
		R-Type Final 3 Evolved	PS5	슈팅
4월	20	Ad Infinitum	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	서바이벌 호러
		Akiba's Trip 2 - Director's Cut	Win, NS, PS4	액션-어드벤처
	28	Dead Island 2	Win, PS4, PS5, XBO, XSX	액션 RPG
5월	12	<b>The Legend of Zelda: Tears of the Kingdom</b>	<b>NS</b>	<b>액션-어드벤처</b>
	TBA	WrestleQuest	Win, NS	액션 RPG

자료 : SK 증권 정리

## 출시 일정 미정인 콘솔/PC 신작 리스트

게임명		
Age of Empires IV	Bounty Star: The Morose Tale of Graveyard Clem	Evotinction
AirportSim	Chants of Sennaar	Exoprimal
Alan Wake II	Chef RPG	The Expanse: A Telltale Series
Alice Gear Aegis CS: Concerto of Simulatrix	Cocoon	Fae Farm
Aliens: Dark Descent	Convergence: A League of Legends Story	Fallout 4
Alterborn	Cook Serve Forever	<b>Final Fantasy VII Rebirth</b>
Amanda the Adventurer	Cookie Cutter	<b>Final Fantasy XVI</b>
Anger Foot	Creature Keeper	Flashback 2
Anonymous;Code	Crown Wars: The Black Prince	Flintlock: The Siege of Dawn
Another Crab's Treasure	Curse of the Sea Rats	For the King II
Ara: History Untold	Cygni: All Guns Blazing	Forza Motorsport
Arc Raiders	Deceive Inc.	The Fox Awaits Me HANA
Arctic Awakening	Demonschool	Freedom Planet 2
Ark 2	Desta: The Memories Between	Front Mission 2 Remake
<b>Atlas Fallen</b>	The Devil Within: Satgat	Fuga: Melodies of Steel 2
<b>Assassin's Creed Mirage</b>	<b>Diablo IV</b>	Gangs of Sherwood
Avatar: Frontiers of Pandora	Disney Dreamlight Valley	The Gap
Backfirewall	Dordogne	Gloomhaven
Baldur's Gate III	Dune: Spice Wars	Gori: Cuddly Carnage
Banchou Tactics	Dungeon Drafters	Granblue Fantasy: Relink
Bat Boy	Dungeons 4	Gunbrella
Battlefield Mobile	Earthlock 2	Hell Is Us
Biomorph	EA Sports PGA Tour	Hogwarts Legacy
Black Clover Mobile: Rise of the Wizard King	Eiyuden Chronicle: Hundred Heroes	Homeworld 3
Black Myth: Wukong	Elusive People	Homura Hime
Blasphemous 2	Ereban: Shadow Legacy	House Flipper 2
Blazing Strike	Eternights	Hyras
Blood Bowl 3	Etheria: Restart	Hyperdimension Neptunia: Sisters vs. Sisters
Bomb Rush Cyberfunk	Everspace 2	lb
Botany Manor	Everywhere	Ikonei Island: An Earthlock Adventure

SK 증권 정리

## 출시 일정 미정인 콘솔/PC 신작 리스트

게임명		
Inazuma Eleven: Victory Road of Heroes	Meet Your Maker	The Plucky Squire
Inescapable	Mega Man Battle Network Legacy Collection	Pocket Bravery
The Invincible	Metal Slug Tactics	Poppy Playtime: Chapter Three
Island of Winds	Miasma Chronicles	Pragmata
Jack Jeanne	Mika and the Witch's Mountain	Project Buramoto
Kerbal Space Program 2	Minecraft Legends	Project S
Killer Klowns from Outer Space: The Game	Mon-Yu	Puzzle Bobble Everybubble!
Kona II: Brume	Moonstone Island	Puzzles for Clef
Kukoos: Lost Pets	Moving Out 2	R-Type Tactics I-II Cosmos
Labyrinth of Zangetsu	Mugen Souls	Radiant Tale
The Last Case of Benedict Fox	My Time at Sandrock	Raiden IV x MIKADO remix
Layers of Fears	Narin: The Orange Room	Ravenlok
The Legend of Heroes: Trails into Reverie	Neon Blood	Recall: Empty Wishes
<b>Lies of P</b>	NeverAwake	Redfall
Lifeless Moon	Nine Sols	Replaced
Lightyear Frontier	Noob: The Factionless	Rise of the Triad: Ludicrous Edition
Like a Dragon Gaiden: The Man Who Erased His Name	Norn9: Last Era	Rune Factory 3 Special
Little Goody Two Shoes	Off The Grid	SacriFire
Little Nemo and the Guardians of Slumberland	ONE.	Scathe
Little Witch in the Woods	Pacific Drive	Sea of Stars
Lollipop Chainsaw Remake	Palworld	Season: A Letter to the Future
Loop8: Summer of Gods	Paper Ghost: Third Eye Open	Senses: Midnight
The Lord of the Rings: Return to Moria	Paradize Project	Shinorubi
The Lords of the Fallen	Park Beyond	Song of Nunu: A League of Legends Story
Lorelei and the Laser Eyes	Payday 3	Shuuen no Virche -Errorsalvation-
Lost Eidolons	Pepper Grinder	Simon the Sorcerer Origins
<b>Marvel's Spider-Man 2</b>	The Perfect Pencil	Skate Story
Master Detective Archives: Rain Code	Piggy One Super Spark	Slitterhead
Matcho	Pikmin 4	Snufkin: Melody of Moominvalley
Mato Anomalies	Planet of Lana	Songs of Glimmerwick

자료 : SK 증권 정리

## 출시 일정 미정인 콘솔/PC 신작 리스트

게임명		
Sopa	Synduality	Ugly
Spirit Hunter: Death Mark II	Tails: The Backbone Preludes	Under the Waves
SpongeBob SquarePants: The Cosmic Shake	Tameless	Valheim
S.T.A.L.K.E.R. 2: Heart of Chomobyl	Tchia	Valthirian Arc: Hero School Story 2
<b>Starfield</b>	Telenet Shooting Collection[b]	Vengeance is Mine
<b>Star Wars Jedi: Survivor</b>	Teslagrad 2	War Hospital
Star Wars: Hunters	Test Drive Unlimited Solar Crown	Warhammer 40,000: Boltgun
Stellar Blade	The Texas Chain Saw Massacre	Warpaws
Stick it to the Stickman	The Time I Have Left	Whalefall
Story of Seasons: A Wonderful Life[a]	Tintin Reporter: Cigars of the Pharaoh	Wildmender
Stray Blade	Tokyo Stories	Winter's Wish: Spirits of Edo[a]
<b>Street Fighter 6</b>	Tortuga: A Pirate's Tale	Wizardry Variants Daphne
<b>Suicide Squad: Kill the Justice League</b>	Total Tanks Generals	The Wolf Among Us 2
Suikoden 1 & 2 HD Remaster Gate Rune and Dunan Unification Wars	Touhou Danmaku Kagura: Phantasia Lost	World of Horror
Super Bomberman R 2	Toy Sports	WWE 2K23
Sword Art Online: Last Recollection	Tray Racers	Venba
Sword of the Vagrant	UFO Robot Grendizer	
Syberia: The World Before	Ufouria: The Saga	

자료 : SK 증권 정리

# Company Analysis



# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이소중**

sojoong@sk.com.kr  
02-3773-9953

## Company Data

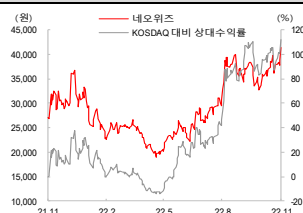
자본금	110 억원
발행주식수	2,203 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	9,133 억원
주요주주	
나성균(와10)	37.19%

외국인지분률	9.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/11/25)	41,450 원
KOSDAQ	733.56 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	41,450 원
52주 최저가	19,000 원
60일 평균 거래대금	256 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	23.2%	14.9%
6개월	105.7%	141.0%
12개월	53.5%	112.1%

네오위즈 (095660/KQ | 매수(신규편입) | T.P 73,000 원(신규편입))

## 견고한 실적 지속 및 신작 모멘텀 기대

- 웹보드 장르 중심으로 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 7 월 웹보드 월 게임 결제 및 1 회 베틱 한도 상향으로 인해 시장 규모가 확대될 것
- 2023 년 PC/콘솔 신작 'P 의 거짓' 올해 11 월 지스타 행사에서 재부각
- 장르 다변화로 PER 재평가 기대되며, 2023 년 예상 실적 기준 현재 PER 은 8 배
- 2023 년 매출액 4,607 억원(+56% YoY), 영업이익 1,160 억원(+324% YoY) 전망

## 상저하고 실적 기대와 함께 내년 기대작 선반영 예상

네오위즈는 웹보드 게임 중심으로 개발 및 퍼블리싱 사업을 영위 중이다. 3Q22 매출액은 749 억원(+22% YoY, +7% QoQ), 영업이익은 52 억원(흑전 YoY, -11% QoQ)을 기록했다. 7 월부터 웹보드 게임 규제 완화로 웹보드 PC/모바일 게임 매출이 하반기부터 확대되고 있다. 시뮬레이션 모바일 게임 '고양이와 스프'의 1 주년 이벤트 효과도 실적 성장에 기여했다. 신작 개발 인력 채용 및 마케팅비 확대로 영업비용이 증가했다.

## 'P 의 거짓' 지스타에서 재부각

네오위즈의 PC/콘솔 주요 신작 소울라이크 RPG 'P 의 거짓'이 11 월 게임 전시회 지스타에서 데모 버전을 플레이 하기 위해 2 시간을 대기하는 유저들의 모습을 볼 수 있었다. 2Q23 에 Xbox, PS, PC(스팀)에 출시될 것으로 예상되며, 예상 판매고는 200 만장이다. 유사게임 '블러드본'은 PS 에만 출시됐는데 불구하고 200 만장 이상 판매됐으며, 최근 '엘드링'은 1,700 만장 이상 판매되면서 소울라이크 장르에 대한 대중화를 일으킨 상황이다. 또한 국내 대형 게임사들의 콘솔 신작 예상 판매고는 400~600 만장인 만큼 P 의 거짓에 대한 판매고 추정치는 합리적이다. 한편 P 의 거짓 출시 후 확장팩이 추가됨에 따라 견고한 매출이 유지될 것으로 기대한다. 2023 년 매출액은 4,607 억원(+56% YoY), 영업이익은 1,160 억원(+324% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 73,000 원 유지

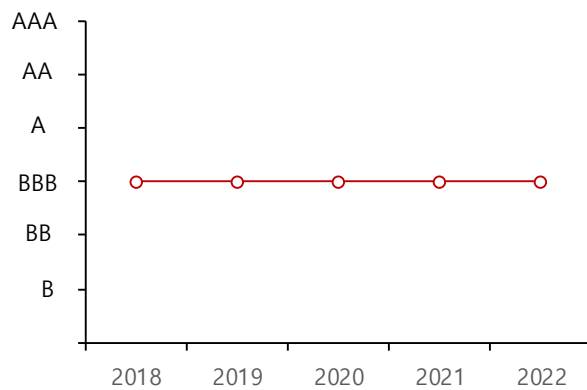
목표주가는 73,000 원은 2023 년 예상 EPS 에 유사기업 평균 PER 16 배를 적용해서 산출했다. 동사의 기존 웹보드 게임 매출은 견고하고 유지되고 있으며, 내년에 출시 예정인 신작들에 대한 평가가 우수한 만큼 투자의견 매수를 제시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	2,545	2,896	2,612	2,966	4,607	5,202
yoy	%	18.1	13.8	-9.8	13.6	55.3	12.9
영업이익	억원	326	603	213	274	1,160	1,505
yoy	%	44.4	85.3	-64.8	28.9	323.5	29.8
EBITDA	억원	411	693	333	492	1,402	1,731
세전이익	억원	324	687	643	551	1,331	1,529
순이익(지배주주)	억원	242	602	568	454	1,004	1,147
영업이익률%	%	12.8	20.8	8.1	9.2	25.2	28.9
EBITDA%	%	16.2	23.9	12.8	16.6	30.4	33.3
순이익률	%	10.9	21.5	21.7	15.8	21.8	22.0
EPS(계속사업)	원	1,104	2,747	2,577	2,059	4,555	5,205
PER	배	15.4	8.2	14.0	20.1	9.1	8.0
PBR	배	1.2	1.3	1.7	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	5.6	4.3	18.2	14.2	4.2	2.7
ROE	%	7.8	17.0	13.4	9.5	18.6	17.8
순차입금	억원	-1,538	-2,127	-2,092	-2,379	-3,514	-4,774
부채비율	%	21.0	21.2	22.6	22.8	24.5	22.1

## ESG 하이라이트

### 네오위즈의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
네오위즈 종합 등급	BBB	-	-
환경(Environment)	6.67	-	-
사회(Social)	45.06	-	-
지배구조(Governance)	52.42	-	-
<비교업체 종합 등급>			
NHN	BBB	-	-
		-	-
		-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 네오위즈 ESG 평가

### 네오위즈의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: SK 증권

자료: KRX, SK 증권

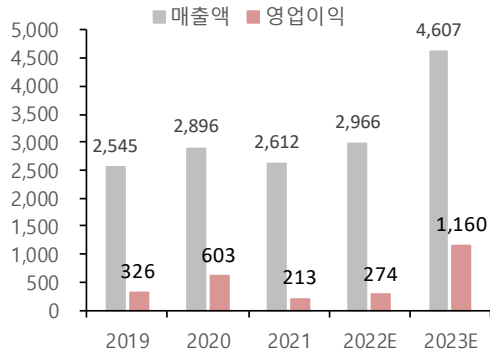
### 네오위즈의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
----	-------	----

자료: 주요 언론사, SK 증권

네오위즈 연간 매출액, 영업이익 추이

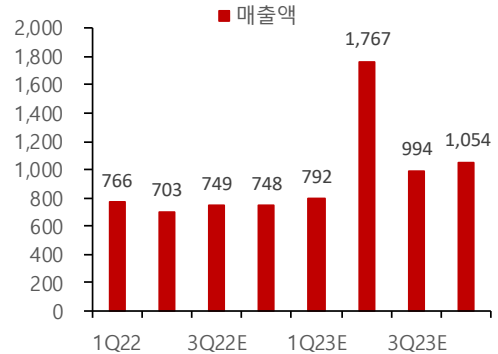
(단위 : 억원)



자료 : Dataguide, SK 증권

네오위즈 분기별 매출액 추이

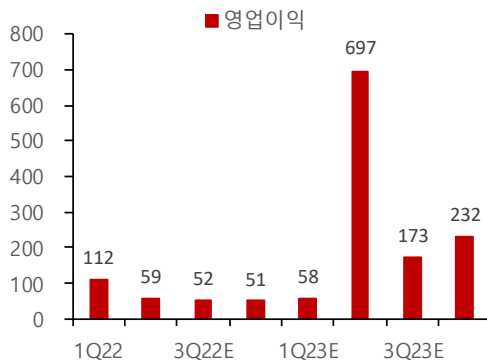
(단위 : 억원)



자료 : Dataguide, SK 증권

네오위즈 분기별 영업이익 추이

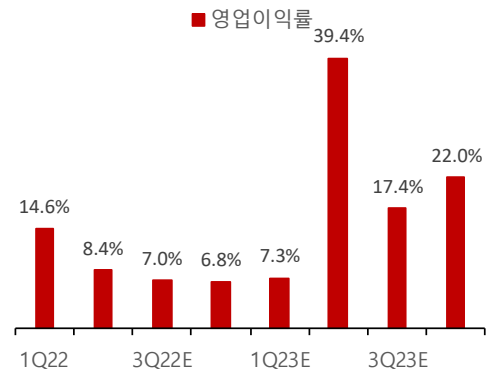
(단위 : 억원)



자료 : Dataguide, SK 증권

네오위즈 분기별 영업이익률 추이

(단위 : %)



자료 : Dataguide, SK 증권

네오위즈 PER 밴드차트

(단위 : 원 배)



자료 : Dataguide, SK 증권

네오위즈 PBR 밴드차트

(단위 : 원 배)



자료 : Dataguide, SK 증권

## 네오위즈 실적 추정

(단위 : 억원 %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	766	703	749	748	792	1,767	994	1,054	2,966	4,607	5,202
yoy	7%	19%	21%	8%	3%	151%	33%	41%	14%	55%	13%
PC/콘솔	340	294	324	317	324	1,321	527	524	1,272	2,696	3,280
웹보드	190	162	176	180	192	170	178	181	707	721	649
P의거짓						1,025	213	213		1,450	1,950
모바일	357	339	364	369	409	390	414	479	1,433	1,693	1,681
웹보드	140	126	136	137	150	139	135	136	540	559	503
고양이와스프 오리지널	64	61	76	80	81	82	82	83	281	328	279
기타	69	70	61	62	59	56	53	51	262	219	240
영업비용	654	644	697	697	734	1,070	821	822	2,692	3,448	3,697
인건비	303	298	303	313	318	319	319	328	1,217	1,284	1,348
변동비	173	167	177	179	190	424	239	253	696	1,106	1,249
마케팅비	81	85	101	90	111	212	149	126	356	599	624
상각비	47	48	46	47	47	48	48	49	188	192	182
기타	51	46	69	69	68	67	66	66	234	267	294
영업이익	112	59	52	51	58	697	173	232	274	1,160	1,505
yoy	-17%	13%	흑전	-15%	-48%	1079%	230%	358%	29%	323%	30%
당기순이익	124	208	81	55	80	558	168	196	468	1,003	1,147
yoy	-40%	150%	-6%	-74%	-35%	169%	107%	259%	-17%	114%	14%
지배기업 소유주지분	119	199	81	55	80	558	168	196	454	1,004	1,147

자료 : 네오위즈, SK 증권

## 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2023E 지배주주순이익(억원)	1,004	억원	(a)
발행주식수(천주)	22,034	주	(b)
2023E EPS(원)	4,555	원	(c) : (a)/(b) x 100,000
목표 P/E(배)	16.0	배	(d) : 유사기업 NHN, Ubisoft, Bandai Namco 평균 PER 16배 적용
적정 주가(원)	72,876	원	(e) : (c) x (d)
목표 주가(원)	73,000	원	
현재 주가(원)	41,450	원	
상승 여력(%)	76	%	

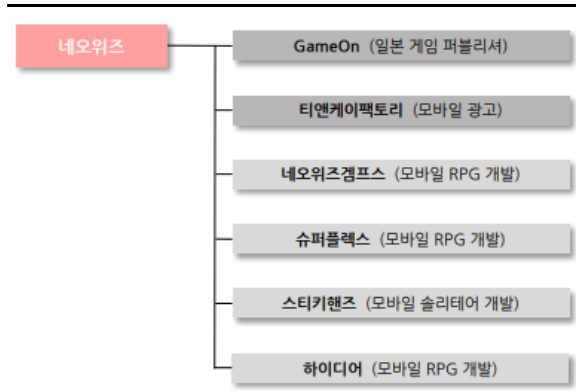
자료 : 네오위즈, SK 증권

## 신작 라인업

출시일정	게임	장르	플랫폼	개발사
4Q22	Aka	힐링 어드벤처	PC/닌텐도	Cosmo Gatto(퍼블리싱)
	브라운더스트 스토리	비주얼 노벨 RPG	모바일	자체개발
	마스터 오브 나이트	전략 RPG	모바일	자체개발
	House of Poker & Slot	소셜카지노	모바일/PC	자체개발
2023년	산나비	2D 플랫폼머	PC/닌텐도	퍼블리싱
	P의 거짓	소울라이크 RPG	PC/콘솔	자체개발
	브라운더스트2	RPG	모바일	캠프스엔(퍼블리싱)
	일본 유명 IP 공동개발	RPG	모바일	자체개발
	고양이와스프 IP 신작 1	캐주얼 시뮬레이션	모바일	자체개발
	고양이와스프 IP 신작 2	전략 시뮬레이션	모바일	아름게임즈(퍼블리싱)
	고양이와스프 IP 신작 3	퍼즐 RPG	모바일	자체개발
	Project IG	방치형 ARPG	모바일	자체개발
2024년	Project A.V.A.	오픈월드 생존슈터	PC/콘솔	자체개발
	일본 유명 IP 대형 신작	RPG	모바일	자체개발

자료 : 네오위즈, SK 증권

## 주요 자회사



자료 : 네오위즈, SK 증권

## 네오위즈 웹보드 게임 라인업



자료 : 네오위즈, SK 증권

## 국내 웹보드 규제 완화 추세



자료 : 네오위즈, SK 증권



네오위즈 고양이와 스포 인게임 화면



자료 : 네오위즈, SK 증권

네오위즈 신작 마스터 오브 나이트



자료 : 네오위즈, SK 증권

경쟁작 소울라이크 대표 게임 '엘든링'



자료 : 네오위즈, SK 증권

경쟁작 소울라이크 대표 게임 '엘든링'



자료 : 네오위즈, SK 증권

네오위즈 '신작 P의 거짓'



자료 : 네오위즈, SK 증권

네오위즈 '신작 P의 거짓'



자료 : 네오위즈, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.28	매수	73,000원	6개월		
2022.11.07	매수	73,000원	6개월	-47.47%	-43.22%
2022.08.08	Not Rated				



### Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 28일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	2,484	2,719	3,025	4,314	5,622
현금및현금성자산	1,717	1,134	1,395	2,509	3,739
매출채권및기타채권	303	332	359	505	571
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	2,310	3,028	3,152	3,160	3,069
장기금융자산	172	494	366	366	366
유형자산	834	804	765	701	643
무형자산	253	801	737	712	697
<b>자산총계</b>	4,794	5,747	6,176	7,474	8,691
<b>유동부채</b>	579	672	719	987	1,100
단기금융부채	24	43	39	29	19
매입채무 및 기타채무	136	231	249	351	397
단기충당부채	64	49	53	74	84
<b>비유동부채</b>	259	386	429	486	473
장기금융부채	0	187	178	168	148
장기매입채무 및 기타채무	0	0	52	103	103
장기충당부채	4	4	7	8	8
<b>부채총계</b>	837	1,058	1,148	1,472	1,573
<b>지배주주지분</b>	3,875	4,593	4,923	5,896	7,012
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
기타자본구성요소	-523	-341	-435	-435	-435
자기주식	-139	-219	-300	-300	-300
이익잉여금	3,108	3,660	4,125	5,128	6,275
비지배주주지분	81	96	106	106	106
<b>자본총계</b>	3,956	4,689	5,029	6,002	7,118
<b>부채외자본총계</b>	4,794	5,747	6,176	7,474	8,691

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	748	273	546	1,218	1,393
당기순이익(손실)	622	567	468	1,003	1,147
비현금성항목등	182	-13	123	398	584
유형자산감가상각비	65	64	61	70	65
무형자산감가상각비	24	57	157	172	161
기타	38	-13	-95	-159	-4
운전자본감소(증가)	-68	-206	-22	51	44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	16	32	22	-147	-65
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	-66	-136	102	45
기타	-122	-172	92	96	64
법인세납부	12	-74	-22	-235	-382
<b>투자활동현금흐름</b>	153	-630	-139	-134	-132
금융자산감소(증가)	294	-677	-96	0	0
유형자산감소(증가)	-36	-9	-7	-6	-7
무형자산감소(증가)	-49	-74	-146	-146	-146
기타	-57	130	111	18	21
<b>재무활동현금흐름</b>	-11	-123	-113	31	-31
단기금융부채증가(감소)	-2	-9	-3	-10	-10
장기금융부채증가(감소)	-27	-24	-14	-10	-20
자본의증가(감소)	18	-89	-106	0	0
배당금의 지급	0	-1	0	0	0
기타	0	0	10	51	-1
<b>현금의 증가(감소)</b>	858	-583	261	1,114	1,230
기초현금	859	1,717	1,134	1,395	2,509
기말현금	1,717	1,134	1,395	2,509	3,739
FCF	628	95	292	1,058	1,257

자료 : 네오위즈, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	2,896	2,612	2,966	4,607	5,202
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	2,896	2,612	2,966	4,607	5,202
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	2,293	2,400	2,692	3,448	3,697
<b>영업이익</b>	603	213	274	1,160	1,505
영업이익률 (%)	20.8	8.1	9.2	25.2	28.9
<b>비영업손익</b>	83	431	277	171	24
순금융비용	-10	-12	-13	-18	-26
외환관련손익	-43	59	42	42	42
관계기업투자 등 관련손익	21	168	-43	-47	-48
<b>세전계속사업이익</b>	687	643	551	1,331	1,529
세전계속사업이익률 (%)	23.7	24.6	18.6	28.9	29.4
<b>계속사업법인세</b>	65	77	83	328	382
<b>계속사업이익</b>	622	567	468	1,003	1,147
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	622	567	468	1,003	1,147
순이익률 (%)	21.5	21.7	15.8	21.8	22.0
<b>지배주주</b>	602	568	454	1,004	1,147
지배주주귀속 순이익률(%)	20.8	21.74	15.3	21.78	22.04
<b>비지배주주</b>	19	-1	14	0	0
총포괄이익	609	535	437	973	1,116
지배주주	589	536	423	973	1,116
비지배주주	19	-1	14	0	0
<b>EBITDA</b>	693	333	492	1,402	1,731

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	138	-9.8	13.6	55.3	12.9
영업이익	85.3	-64.8	28.9	323.5	29.8
세전계속사업이익	111.9	-6.3	-14.4	141.6	14.9
EBITDA	68.4	-51.9	47.7	184.7	23.5
EPS(계속사업)	148.9	-6.2	-20.1	121.2	14.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	17.0	13.4	9.5	18.6	17.8
ROA	14.2	10.8	7.9	14.7	14.2
EBITDA마진	23.9	12.8	16.6	30.4	33.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	429.1	404.6	420.9	437.3	511.0
부채비율	21.2	22.6	22.8	24.5	22.1
순차입금/자기자본	-53.8	-44.6	-47.3	-58.6	-67.1
EBITDA/이자비용(배)	813.7	807.5	640.7	1,874.6	2,550.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,747	2,577	2,059	4,555	5,205
BPS	17,586	20,846	22,342	26,758	31,825
CFPS	3,155	3,125	3,050	5,653	6,231
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.9	15.9	20.1	9.1	8.0
PER(최저)	4.6	8.3	9.2	4.2	3.7
PBR(최고)	1.9	2.0	1.9	1.6	1.3
PBR(최저)	0.7	1.0	0.9	0.7	0.6
PCR	7.1	11.6	13.6	7.3	6.7
EV/EBITDA(최고)	7.5	21.3	14.2	4.2	2.7
EV/EBITDA(최저)	1.2	8.5	4.1	0.7	-0.2

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이소중

sojoong@sks.co.kr

02-3773-9953

## Company Data

자본금	49 억원
발행주식수	4,907 만주
자사주	217 만주
액면가	100 원
시가총액	107,713 억원

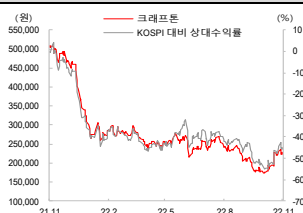
## 주요주주

장병규(외25)	35.46%
국민연금공단	6.96%
외국인지분률	29.90%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/11/25)	219,500 원
KOSPI	2437.86 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	510,000 원
52주 최저가	172,500 원
60일 평균 거래대금	361 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	27.7%	17.0%
6개월	-7.9%	-1.7%
12개월	-55.2%	-45.1%

크래프톤 (259960/KS | 매수(유지) | T.P 300,000 원(하향))

## 칼리스트 프로토콜에 달려있다

- 슈팅 서바이벌 게임 'PUBG:배틀그라운드' 중심으로 서비스 중
- 3Q22 매출액 4,338 억원(-17% YoY), 영업이익 1,623 억원(-7% YoY) 기록
- 중국 게임 시장 역성장으로 화평정영 매출 기대치 하회 및 인도 BGMI 서비스 중단
- 12 월 출시 예정인 PC/콘솔 '칼리스트 프로토콜' 예상 매출 감안할 경우 저평가 구간
- 2023 년 매출액은 2.13 조원(+10% YoY), 영업이익은 9,371 억원(+18% YoY) 전망

## 슈팅 서바이벌 게임 전문업체

크래프톤의 3Q22 매출액은 4,338 억원(-17% YoY), 영업이익은 1,623 억원(-7% YoY)을 기록했다. PC/콘솔 배틀그라운드의 무료화 전환으로 지급한 G-coin 이 소진 되어 PC 게임 매출은 전분기대비 48% 증가했다. 하지만 모바일 주요 게임인 화평정영 은 중국 게임 시장 역성장 영향으로 성수기인데 불구하고도 매출이 기대치를 하회했다. 인도 BGMI 의 서비스 중단으로 인해 불확실성도 커진 상황이다. 영업비용에서 신작 칼리스트 프로토콜에 대한 지급수수료 및 마케팅 비용이 일부 반영됐다.

## 칼리스트 프로토콜 성과가 매우 중요해졌다

12 월 출시 예정인 PC/콘솔 신작 칼리스트 프로토콜의 성과가 매우 중요해졌다. 중국 게임 시장에 대한 규제와 인도 BGMI 의 서비스 중단으로 인해 기존 게임 매출 성장세가 둔화됐다. 또한 2023 년 기대작이 아직 뚜렷하지 않은 상황인 만큼 칼리스트 프로토콜의 판매고에 따라 실적 변동이 크게 나타날 것으로 판단한다. 유사 게임 데드스페이스 누적 판매고 400 만장을 감안해서 칼리스트 프로토콜의 첫 분기 판매고는 150 만장, 누적 판매고는 500 만장으로 추정한다.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000 원으로 하향

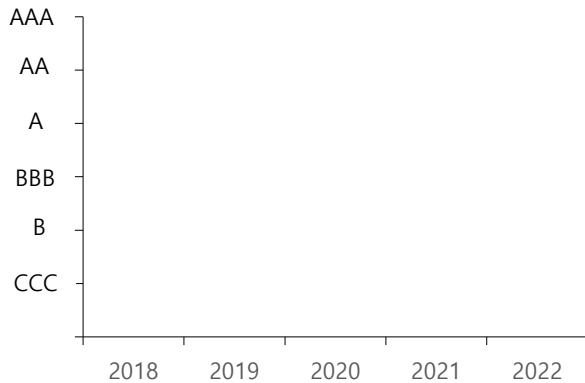
기존 게임의 인도 지역 서비스 중단과 중국 규제로 인해 목표주가는 400,000 원에서 300,000 원으로 하향한다. 기존 게임의 콘텐츠 확장으로 매출 성장이 가능하며, 신작 칼리스트 프로토콜에 대한 평가가 긍정적인 만큼 투자의견 매수를 유지한다. 한편 프로젝트 Biringam, FF, M, 블랙버릿 등 다양한 신작들을 개발 중인 만큼 자세한 정보가 공유되면 2023~2024 년 전망치가 상향될 가능성이 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	10,875	16,704	18,863	19,408	21,276	22,423
yoy	%	-2.9	53.6	12.9	2.9	9.6	5.4
영업이익	억원	3,593	7,739	6,396	7,925	9,371	9,724
yoy	%	19.7	115.4	-17.4	23.9	18.3	3.8
EBITDA	억원	3,969	8,180	7,072	8,762	10,243	10,387
세전이익	억원	3,618	6,668	7,504	10,943	9,748	10,108
순이익(지배주주)	억원	2,789	5,563	5,199	8,160	7,311	7,662
영업이익률%	%	33.0	46.3	33.9	40.8	44.1	43.4
EBITDA%	%	36.5	49.0	37.5	45.1	48.1	46.3
순이익률	%	25.6	33.3	27.6	42.1	34.4	34.2
EPS(계속사업)	원	7,198	13,710	11,446	16,632	14,902	15,617
PER	배	0.0	0.0	40.2	13.7	15.3	14.6
PBR	배	0.0	0.0	4.9	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	28.1	9.1	7.1	6.3
ROE	%	전기잠식	61.9	17.9	16.0	12.2	11.1
순차입금	억원	-2,161	-6,850	-26,843	-32,850	-40,183	-47,750
부채비율	%	69.4	41.6	22.3	26.1	24.2	22.3

## ESG 하이라이트

## 크래프톤의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

## Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>크래프톤 종합 등급</b>	-	-	-
환경(Environment)	-	-	-
사회(Social)	-	-	-
지배구조(Governance)	-	-	-
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
-넷마블	A	-	-
-엔씨소프트	BBB	-	-
-펄어비스	BBB	-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

## SK 증권 리서치의 크래프톤 ESG 평가

크래프톤은 2025년까지 ESG 공시 대상이며, 리서치기관에서는 올해 초 크래프톤의 첫 ESG 등급을 BB로 평가했다.

크래프톤은 코스피 상장을 준비하면서 지배구조 개편을 통해 높은 지배구조(G) 평가를 받을 것으로 예상된다. 또한 자발적 기부 문화 추진을 통해 사회(S) 부문도 준비 중인 만큼 우수한 종합 등급 평가를 받기 위한 원활한 준비가 이뤄지고 있는 것으로 판단한다.

자료: SK 증권

## 크래프톤의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

## 크래프톤의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022-06-27	ESG(종합)	2025년까지 ESG 공시 대상, 사회적 책임 특히 자발적 기부 문화 추진 중
2022-06-20	지배구조(G)	재작년부터 사외이사 선임, 감사위원회 신설, 이사회 의장과 대표이사 분리 등 추진 중

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 크래프톤 실적 추정

(단위 : 억원)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	5,230	4,237	4,338	5,604	6,292	4,898	5,135	4,951	19,408	21,276	22,423
yoy	13%	-8%	-17%	26%	20%	16%	18%	-12%	3%	10%	5%
PC	1,061	886	1,311	1,619	1,809	1,269	1,480	1,302	4,878	5,859	4,658
모바일	3,959	3,197	2,824	2,665	2,951	2,897	3,110	3,081	12,646	12,039	11,203
콘솔	150	96	117	1,135	1,467	669	317	275	1,498	2,728	654
기타	59	58	85	185	65	64	93	203	386	650	5,908
영업비용	2,111	2,613	2,935	3,823	2,865	2,812	2,958	3,269	11,483	11,905	12,699
인건비	1,105	969	1,021	1,137	1,116	978	1,031	1,149	4,232	4,274	4,488
앱수수료/ 매출원가	516	501	478	616	629	465	488	446	2,111	2,028	2,018
지급수수료	559	817	855	1,144	587	858	898	1,155	3,376	3,499	3,849
광고선전비	175	113	197	448	252	147	154	149	933	701	785
주식보상비용	-532	-84	78	150	-50	30	50	30	-388	60	150
기타	288	298	306	327	331	334	337	341	1,219	1,342	1,409
영업이익	3,119	1,623	1,403	1,780	3,427	2,085	2,177	1,682	7,925	9,371	9,724
yoy	37%	-7%	-28%	314%	10%	28%	55%	-6%	24%	18%	4%
당기순이익	2,452	1,940	2,264	1,504	2,621	1,765	1,610	1,315	8,160	7,311	7,662
yoy	26%	37%	27%	2310%	7%	-9%	-29%	-13%	57%	-10%	5%
지배주주 순이익	2,452	1,940	2,264	1,504	2,621	1,765	1,610	1,315	8,160	7,311	7,662

자료 : SK 증권 추정치

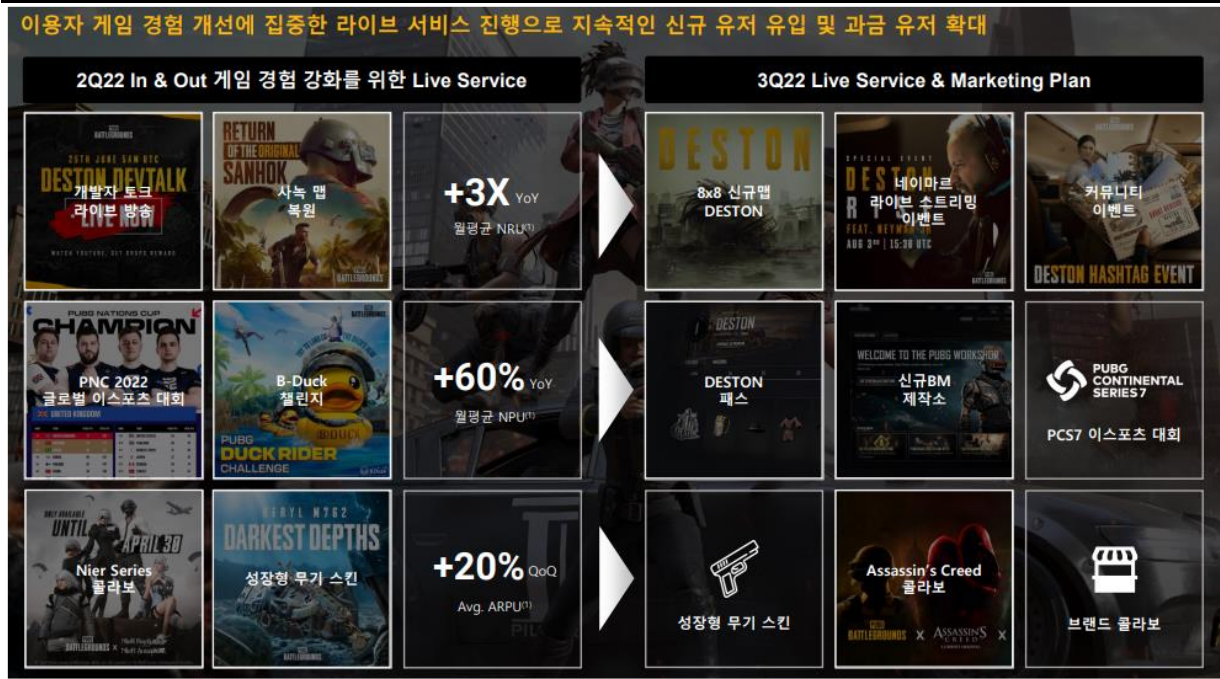
## 크래프톤 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2023E 지배주주순이익(억원)	6,524	억원	(a)
발행주식수(천주)	49,072	주	(b)
2023E EPS(원)	14,899	원	(c) : (a)/(b) x 100,000
목표 P/E(배)	20.0	배	(d) : 유사기업 넥슨, 액티비전 블리자드 2023E 평균 P/E 20배
적정 추가(원)	297,982	원	(e) : (c) x (d)
목표 추가(원)	300,000	원	
현재 추가(원)	219,500	원	
상승 여력(%)	37%	%	

자료 : SK 증권

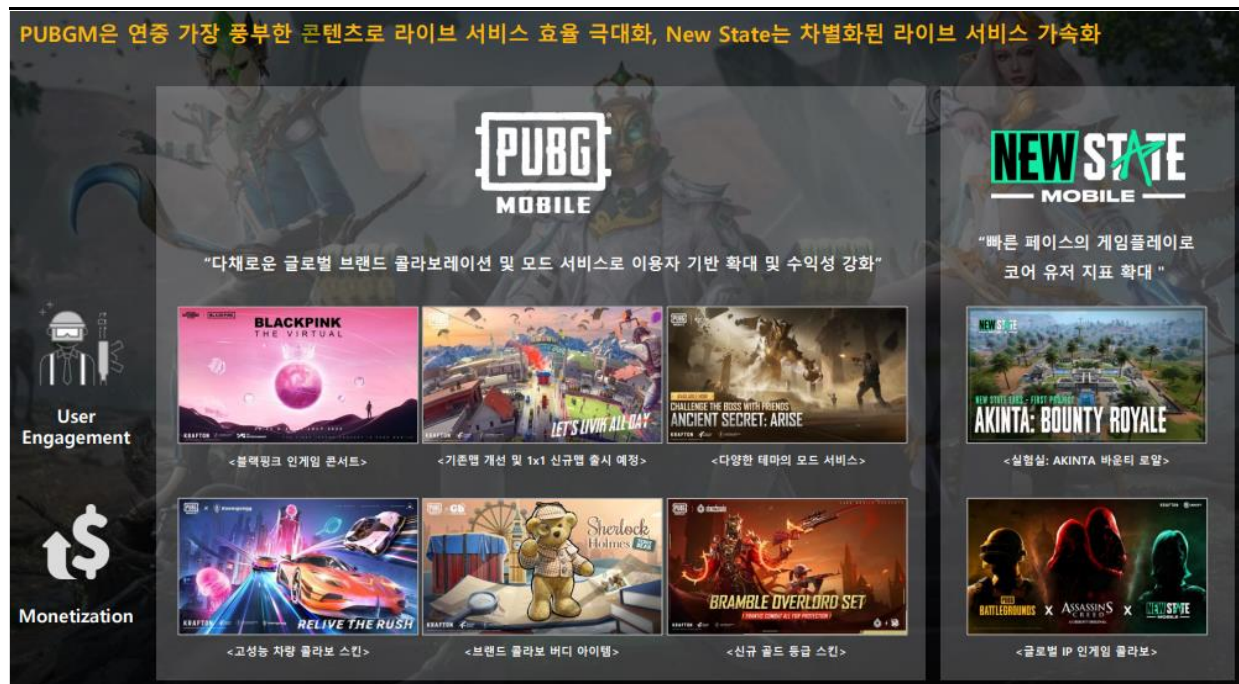


PC/콘솔 기존 게임에 대한 지속적인 콘텐츠 업데이트로 견고한 트래픽 유지 기대



자료 : 크래프톤, SK 증권

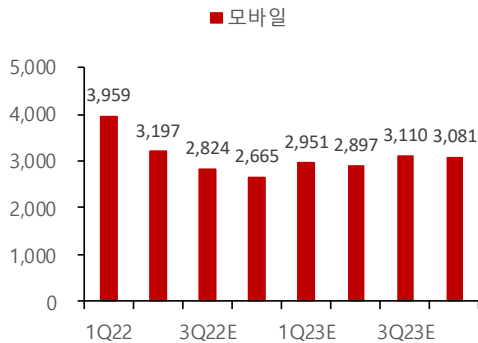
PUBGM 및 뉴스테이트 모바일 유명 IP 콜라보, 버디 아이템, 골드 등급 스킨 등으로 견고한 매출 기대



자료 : 크래프톤, SK 증권

모바일 게임 매출 추이 전망

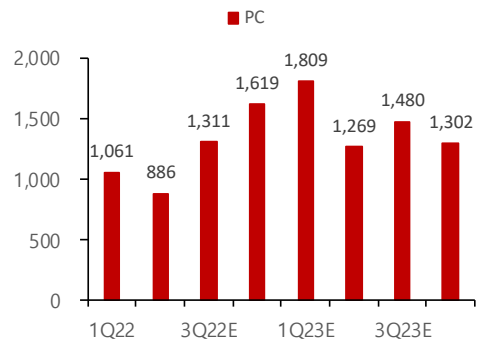
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, SK 증권

PC 게임 매출 추이 전망

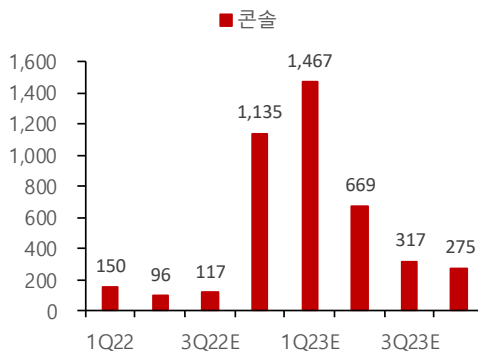
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, SK 증권

콘솔 매출 추이 전망

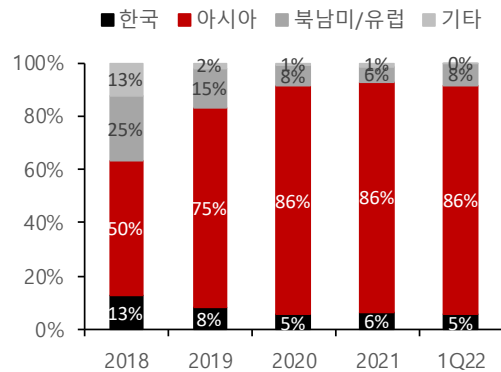
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, SK 증권

크래프톤 국가별 매출 비중

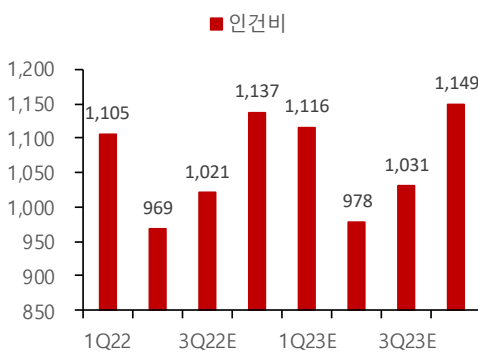
(단위: %)



자료: 크래프톤, SK 증권

크래프톤 인건비 분기별 추이 전망

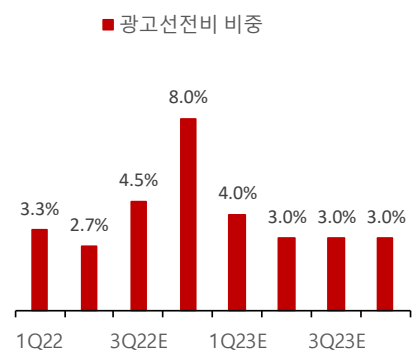
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, SK 증권

크래프톤 광고선전비 매출액 비중 추이 전망

(단위: %)



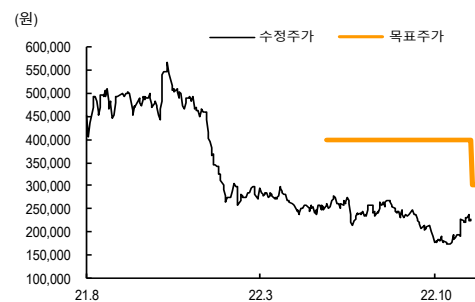
자료: 크래프톤, SK 증권

## 2022년 하반기 퀄리티 높은 신작 2개 출시로 외형성장 예상



자료 : 크래프톤, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.28	매수	300,000원	6개월		
2022.08.12	매수	400,000원	6개월	-42.44%	-30.88%
2022.07.26	매수	400,000원	6개월	-37.23%	-30.88%
2022.05.30	매수	400,000원	6개월	-37.29%	-30.88%



## Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 28일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	12,925	36,537	46,692	54,820	62,934
현금및현금성자산	7,198	30,193	18,134	25,235	32,482
매출채권및기타채권	4,729	5,467	6,900	7,564	7,972
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	4,266	19,814	23,570	25,392	27,308
장기금융자산	1,005	1,986	3,655	3,655	3,655
유형자산	1,404	2,437	2,244	1,679	1,322
무형자산	116	8,287	9,655	9,564	9,500
<b>자산총계</b>	17,191	56,351	70,263	80,212	90,242
<b>유동부채</b>	4,067	6,382	9,847	10,756	11,492
단기금융부채	345	545	2,481	2,681	2,982
매입채무 및 기타채무	280	622	785	860	906
단기충당부채	448	375	474	519	547
<b>비유동부채</b>	983	3,887	4,708	4,877	4,949
장기금융부채	537	3,160	3,804	3,670	3,470
장기매입채무 및 기타채무	0	207	207	414	624
장기충당부채	53	126	145	145	145
<b>부채총계</b>	5,050	10,269	14,555	15,633	16,441
<b>지배주주지분</b>	12,141	46,081	55,706	64,577	73,798
자본금	43	49	49	49	49
자본잉여금	10,038	38,391	14,751	14,751	14,751
기타자본구성요소	1,351	1,556	1,004	1,004	1,004
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	379	5,578	37,834	45,146	52,808
비지배주주지분	0	1	2	2	2
<b>자본총계</b>	12,141	46,082	55,708	64,579	73,800
<b>부채외자본총계</b>	17,191	56,351	70,263	80,212	90,242

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,526	7,153	9,683	8,046	8,040
당기순이익(손실)	5,563	5,199	8,160	7,311	7,662
비현금성항목등	3,932	4,352	952	2,932	2,725
유형자산감가상각비	409	617	768	833	651
무형자산감가상각비	33	58	68	39	12
기타	1,579	2,007	-955	-300	-350
운전자본감소(증가)	-1,525	-348	3,148	-58	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,238	-610	-1,105	-664	-408
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-76	606	898	76	46
기타	-211	-344	3,355	530	370
법인세납부	-1,443	-2,050	-2,577	-2,139	-2,356
<b>투자활동현금흐름</b>	7	-11,893	-22,322	-1,043	-925
금융자산감소(증가)	1,169	-267	-21,529	-300	-420
유형자산감소(증가)	-257	-605	-244	-268	-295
무형자산감소(증가)	-33	85	52	52	52
기타	-872	-11,106	-601	-527	-262
<b>재무활동현금흐름</b>	-322	27,244	-439	98	133
단기금융부채증가(감소)	-6	-15	-82	200	301
장기금융부채증가(감소)	-269	-371	-385	-134	-200
자본의증가(감소)	4	27,730	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-100	27	31	32
<b>현금의 증가(감소)</b>	5,731	22,995	-12,059	7,100	7,247
기초현금	1,467	7,198	30,193	18,134	25,235
기말현금	7,198	30,193	18,134	25,235	32,482
FCF	6,053	6,115	6,566	7,681	7,764

자료 : 크래프톤, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	16,704	18,863	19,408	21,276	22,423
<b>매출원가</b>	0	0	478	0	0
<b>매출총이익</b>	16,704	18,863	18,930	21,276	22,423
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	97.5	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	8,966	12,467	11,005	11,905	12,699
<b>영업이익</b>	7,739	6,396	7,925	9,371	9,724
영업이익률 (%)	46.3	33.9	40.8	44.1	43.4
<b>비영업손익</b>	-1,071	1,107	3,018	377	385
순금융비용	22	-39	-5	37	12
외환관련손익	-898	1,045	167	304	235
관계기업투자 등 관련손익	8	-10	-197	-192	-191
<b>세전계속사업이익</b>	6,668	7,504	10,943	9,748	10,108
세전계속사업이익률 (%)	39.9	39.8	56.4	45.8	45.1
<b>계속사업법인세</b>	1,105	2,305	2,783	2,437	2,446
<b>계속사업이익</b>	5,563	5,199	8,160	7,311	7,662
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	5,563	5,199	8,160	7,311	7,662
순이익률 (%)	33.3	27.6	42.1	34.4	34.2
<b>지배주주</b>	5,563	5,199	8,160	7,311	7,662
지배주주귀속 순이익률(%)	33.3	27.56	42.05	34.36	34.17
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	5,924	5,377	9,720	8,871	9,222
지배주주	5,924	5,377	9,720	8,871	9,222
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	8,180	7,072	8,762	10,243	10,387

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	53.6	12.9	2.9	9.6	5.4
영업이익	115.4	-17.4	23.9	18.3	3.8
세전계속사업이익	84.3	12.5	45.8	-10.9	3.7
EBITDA	106.1	-13.6	23.9	16.9	1.4
EPS(계속사업)	90.5	-16.5	45.3	-10.4	4.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	61.9	17.9	16.0	12.2	11.1
ROA	41.1	14.1	12.9	9.7	9.0
EBITDA마진	49.0	37.5	45.1	48.1	46.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	317.8	572.5	474.2	509.7	547.6
부채비율	41.6	22.3	26.1	24.2	22.3
순차입금/자기자본	-56.4	-58.3	-59.0	-62.2	-64.7
EBITDA/이자비용(배)	144.4	101.6	84.6	58.3	58.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,710	11,446	16,632	14,902	15,617
BPS	28,377	94,107	113,518	131,596	150,388
CFPS	14,798	12,933	18,338	16,680	16,970
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	49.5	27.7	30.9	29.5
PER(최저)	0.0	35.5	10.4	11.6	11.1
PBR(최고)	0.0	6.0	4.1	3.5	3.1
PBR(최저)	0.0	4.3	1.5	1.3	1.2
PCR	0.0	35.6	12.4	13.7	13.4
EV/EBITDA(최고)	0.0	35.5	11.8	9.4	8.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	24.4	-3.7	-3.8	-4.5

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이소중**

sojoong@sk.com.kr  
02-3773-9953

## Company Data

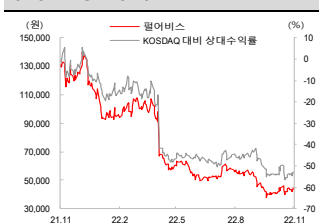
자본금	66 억원
발행주식수	6,424 만주
자사주	296 만주
액면가	100 원
시가총액	28,264 억원
주요주주	

김대일(와12)	44.00%
서용수	5.23%
외국인지분률	14.30%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/11/25)	44,000 원
KOSDAQ	733.56 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	140,000 원
52주 최저가	37,750 원
60일 평균 거래대금	154 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.0%	1.7%
6개월	-25.3%	-12.5%
12개월	-66.0%	-53.0%

떨어비스 (263750/KQ | 중립(하향) | T.P 43,000 원(하향))

## 효과적인 콘텐츠 업데이트 선보여

- 2015 년 MMORPG PC 게임 '검은사막' 출시, 2018 년~2019 년 모바일/콘솔로 확장
- 3Q22 매출액 983 억원(+1% YoY), 영업이익 120 억원(+18% YoY)
- 검은사막 콘텐츠 업데이트 효과로 PC 매출 QoQ 10% 증가, 모바일은 비교적 부진
- 4Q23/2024 년 트라폴 A급 PC/콘솔 대작 '붉은사막' 출시로 외형성장 기대
- 2023 년 매출액 6,450 억원(+70% YoY), 영업이익 1,867 억원(+925% YoY) 전망

## 효과적인 콘텐츠 업데이트 선보여

떨어비스는 MMORPG '검은사막'을 PC(2015 년), 모바일/콘솔(2018/2019 년) 플랫폼에 출시했으며 3Q22 기준 매출 비중은 검은사막 IP 80%, 이브 IP 20%다. 지역별 매출 비중은 북미/유럽 56%, 아시아 26%, 국내 18%며, 플랫폼별 매출 비중은 PC 77%, 모바일 16%, 콘솔 7%다. 3Q22 매출액은 983 억원(+1% YoY, +4% QoQ), 영업이익은 120 억원(+18% YoY, 흑전 QoQ)을 기록했다. 2022 년 4 월 PC/콘솔 버전에서 선보인 신규 클래스 '드라카니아'의 각성 버전을 통해 3Q22 PC 매출이 전분기 대비 10% 증가해 실적 성장에 기여했다. 4Q22 PC 버전의 새로운 세계 '어비스 원: 마그누스' 업데이트 및 모바일 버전의 '드리건' 신규 사냥터 추가로 실적 개선세가 나타날 것으로 기대한다. 상반기 인턴십 종료와 신작 부재로 인한 마케팅비 감소로 수익성은 개선됐다.

## 신작 모멘텀 지연, 4Q23 또는 2024 년 출시 기대

떨어비스의 PC/콘솔 대작 '붉은사막'에 대한 예상 출시 일정이 4Q23 또는 2024 년인 점은 아쉬운 부분이다. 첫 분기에 2,600 억원 매출(400 만장 판매)이 예상된다. 누적 600 만장 판매가 기대되며, 중장기적으로 인앱결제에 의한 매출도 기대된다. 단 예상치를 하회할 경우 밸류에이션 부담은 불가피하며, 차기 신작 '도깨비' 출시가 1 년 뒤에 예정되어 있는 만큼 이번 신작 성과의 중요도는 매우 높은 편이다.

## 투자의견 중립으로 하향, 목표주가 43,000 원으로 하향

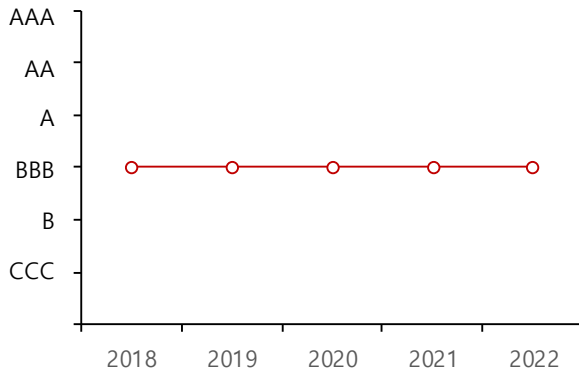
유사기업 멀티플 하향 및 신작 일정 연기로 인해 투자의견을 중립으로 하향하고 목표 주가는 69,000 원에서 43,000 원으로 하향한다. 신작 매출이 본격적으로 발생하는 2023 년 예상 EPS에 유사 게임사의 평균 PER 18.5 배를 적용했다. 2023 년 매출액은 6,450 억원(+70% YoY), 영업이익은 1,867 억원(+925% YoY)으로 전망한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	5,359	4,888	4,038	3,803	6,450	7,511
yoy	%	32.4	-8.8	-17.4	-5.8	69.6	16.4
영업이익	억원	1,506	1,573	430	182	1,867	2,619
yoy	%	-10.4	4.4	-72.7	-57.6	924.7	40.2
EBITDA	억원	1,680	1,792	673	467	2,518	3,313
세전이익	억원	1,813	1,420	777	572	1,997	2,766
순이익(지배주주)	억원	1,577	1,009	594	632	1,498	2,075
영업이익률%	%	28.1	32.2	10.6	4.8	29.0	34.9
EBITDA%	%	31.3	36.7	16.7	12.3	39.0	44.1
순이익률	%	29.4	20.6	14.7	16.6	23.2	27.6
EPS(계속사업)	원	2,424	1,543	897	973	2,307	3,194
PER	배	15.3	33.7	154.1	46.1	19.4	14.0
PBR	배	4.1	5.4	12.7	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	배	13.1	17.4	133.0	58.6	10.2	7.1
ROE	%	31.6	16.5	8.8	8.2	16.4	18.4
순차입금	억원	-2,208	-2,966	-2,073	-1,489	-3,230	-5,391
부채비율	%	47.3	40.9	88.7	62.1	61.4	52.6

## ESG 하이라이트

## 필터비스의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

## Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>필터비스 종합 등급</b>	BBB	-	-
환경(Environment)	6.67	-	-
사회(Social)	47.54	-	-
지배구조(Governance)	48.15	-	-
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
-넷마블	A	-	-
-엔씨소프트	BBB	-	-
-위메이드	BB	-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

## SK 증권 리서치의 필터비스 ESG 평가

필터비스는 올해 상반기 첫 ESG 보고서를 발간했으며 매년 정기적으로 작성할 계획이다.

ESG 보고서에 따르면 정보보안 관리 강화, 임직원 다양성 관리, 환경보호, 지역사회 참여 등의 성과가 보였다.

지속적으로 내부 통제 강화 및 사회적인 책임을 이행하는 등 ESG 경영 개선이 기대된다.

자료: SK 증권

## 필터비스의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

## 필터비스의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022-07-06	ESG(종합)	8 월 과천 신사옥에서 사회 공헌 활동, 기술 및 보안 강화, 친환경 자재 사용 예정
2022-06-03	Social(사회)	최근 우크라이나를 돕기 위해 의료 지원금을 '국경없는의사회'에 전달
2022-05-04	ESG(종합)	ESG 첫 보고서 발간했으며, 주요 내용은 보안-자체 엔진 개발 강조
2021-11-02	Social(사회)	스마트 기기 후원으로 관내 보호종료 아동의 첫 사회진출을 지원
2021-06-16	ESG(종합)	코스닥 상장 게임사 중 최초로 ESG TF 팀을 신설

자료: 주요 언론사, SK 증권

필어비스 실적 추정

(단위 : 억원)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	914	940	973	975	974	981	922	3,574	3,803	6,450	7,511
yoy	-9%	6%	1%	-17%	7%	4%	-5%	267%	-6%	70%	16%
검은사막	709	743	766	761	764	767	710	674	2,979	2,915	2,611
PC	496	535	590	596	608	620	570	542	2,217	2,339	2,105
모바일	170	156	123	116	112	107	103	99	565	421	358
콘솔	43	52	54	49	44	40	37	33	197	155	147
Eve IP	182	176	194	192	190	188	186	184	744	749	674
붉은사막	-	-	-	-	-	-	-	2,690	-	2,690	1,848
도깨비	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,280
기타	23	22	13	22	20	25	25	25	80	96	98
영업비용	863	982	853	922	911	922	969	1,781	3,620	4,583	4,892
인건비	437	506	409	462	459	466	433	489	1,814	1,847	2,032
지급수수료	205	214	166	215	214	216	203	715	800	1,348	1,352
광고선전비	82	108	94	97	88	88	184	393	381	753	826
D&A	61	62	69	71	72	73	75	76	263	297	306
기타비용	77	92	115	78	78	78	74	107	362	337	376
영업이익	52	-42	120	53	63	59	-48	1,793	182	1,867	2,619
yoy	-60%	적지	17%	-80%	22%	흑전	적전	3,303%	-58%	925%	40%
당기순이익	58	320	214	40	69	65	0	1,364	632	1,498	2,075
yoy	-72%	1,035%	-20%	-57%	19%	-80%	-100%	3345%	6%	137%	38%
지배주주 순이익	58	320	214	40	69	65	0	1,364	632	1,498	2,075

자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2023E 지배주주순이익(억원)	1,498	억원	(a)
발행주식수(천주)	64,943	주	(b)
2023E EPS(원)	2,307	원	(c) : (a)/(b) x 100,000
목표 P/E(배)	18.5	배	(d) : 유사기업 Electronic Arts, Activision Blizzard 평균 P/E 18.5배
적정 주가(원)	42,674	원	(e) : (c) x (d)
목표 주가(원)	43,000	원	
현재 주가(원)	44,000	원	
상승 여력(%)	-2%	%	

자료 : 필어비스, SK 증권

## 1. 게임별 현황

### (1) 검은사막

펄어비스의 ‘검은사막’은 중세 판타지 스토리를 배경으로 한 MMORPG(대규모 다중 사용자 온라인 롤 플레이 게임) 게임이다. 2015 년 PC 온라인 플랫폼을 통해 150 개 국가 대상으로 서비스를 개시했다. 카카오게임즈 퍼블리셔가 북미와 유럽 지역 대상으로 PC 게임의 퍼블리싱을 5 년간 맡았다. 2021 년 2 월 카카오게임즈와 퍼블리싱 계약이 끝나고 동사는 PC/모바일/콘솔 플랫폼에 대한 자체 퍼블리싱을 중국 지역을 제외하고 모두 진행 중이다. 2018 년에 모바일 플랫폼과 2019 년에 콘솔 플랫폼(Xbox 1, Xbox Series X, PS4, PS5)에서 서비스를 개시했다.

한편 2021 년 6 월 동사는 검은사막 모바일 게임에 대한 중국 판호 발급을 받아 2022 년 4 월에 중국 지역에서 서비스를 개시했다. 시장에서는 중국 모바일게임 매출 순위 상위 10 위를 기록할 것으로 기대했으나 현재 순위 100 위 밖인 만큼 기대감이 낮아진 상황이다. 검은사막 PC 온라인 게임에 대한 중국 판호도 진행 중이며, 모바일 게임에 대한 판호 발급을 받는 과정에서 받은 피드백을 바탕으로 긍정적인 결과를 기대한다.

중세 판타지 스토리 기반 검은사막



자료 : 펄어비스, SK 증권

검은사막 모바일 버전의 화려한 액션



자료 : 펄어비스, SK 증권

### (2) 이브온라인

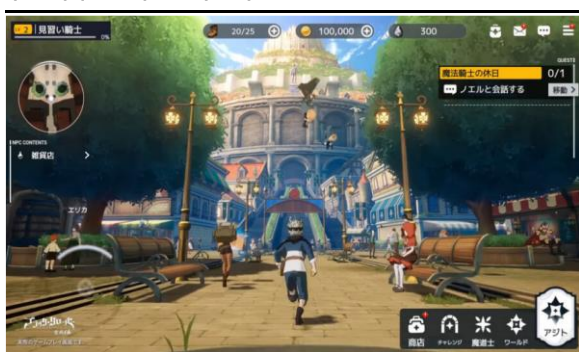
2018 년에 펄어비스는 자회사 CCP Games 인수와 함께 ‘이브온라인’ IP 를 확보했다. 이브온라인은 공상과학 장르의 MMO(대규모 다중 사용자 온라인 게임) PC 게임이다. CCP Games 는 2003 년 5 월에 이브온라인 서비스를 개시했으며, 2016 년 구독료 모델에서 Free to Play(부분유료화) 모델로 변경했다. 2020 년 3 월 퍼블리셔 넷이즈와 파트너십을 통해 중국 판호를 발급 받고 서비스를 4 월부터 개시했다. 2020 년 8 월 모바일 버전인 ‘이브 에코스’를 글로벌 출시하고 넷이즈와 협업을 통해 2021 년 8 월부터 중국에서도 이브 에코스를 출시했다.



### (3) 블랙 클로버(신작 1H23)

블랙 클로버는 유명 일본 애니메이션 기반 수집형 RPG 모바일 게임이다. 2018 년 반다이에서 블랙 클로버 애니메이션 기반으로 게임을 출시했고 2020 년에 서비스를 종료한 바가 있다. 필어비스는 블랙 클로버를 연내로 국내 및 일본에서 출시할 것으로 예상된다. 빅게임스튜디오에서 게임을 개발 중이며, 넷마블 대작인 '일곱개의 대죄' 개발진이 참여한 만큼 원작 스토리 구현력, 그래픽 등이 우수한 편이다. 일곱개의 대죄와 블랙 클로버는 오리온 상위 10 위를 기록 중이며 일곱개의 대죄의 인기가 비교적 높은 편이다. 넷마블에서 서비스 중인 모바일게임 일곱개의 대죄 추정 일매출은 5~8 억원이며, 블랙 클로버의 일매출은 3 억원으로 추정한다. 블랙 클로버 모바일 매출은 지분법손익에 반영될 예정이며, 필어비스는 빅게임스튜디오 지분 38% 보유 중이다. 블랙 클로버는 일본 소년만화로 2015 년 6 월부터 발매를 시작해 현재까지 한국과 일본에서 연재 중이며 32 권까지 나온 상황이다. 애니메이션은 2018 년 10 월부터 2020 년 4 월까지 방송되었으며 2023 년에 극장판 애니메이션이 공개될 것으로 기대한다.

주요 캐릭터 인게임 플레이 화면



자료 : 필어비스, SK 증권

화려한 그래픽과 전투 구현



자료 : 필어비스, SK 증권

주요 캐릭터 정보 화면



자료 : 필어비스, SK 증권

수집 가능한 다른 캐릭터 정보 화면



자료 : 필어비스, SK 증권

#### (4) 붉은사막(신작 2H23)

펄어비스의 '붉은사막'은 MMORPG가 아닌 오픈월드 액션어드벤처 콘솔/PC 게임이다. 주요 플랫폼이 콘솔인 북미/유럽 시장을 목표로 두고 있다. 싱글플레이로 진행되지만, 다른 유저들과 아이템 교환 및 친목을 나눌 수 있는 온라인 공간을 제공해 전통적인 콘솔게임과 차별점을 둘 예정이다. 또한 패키지 판매 외 인게임 아이템/아바타 판매를 통해 지속적인 매출이 기대된다. 흥행했던 콘솔 대작들의 누적 판매량 800~1000만장을 감안했을 때 붉은사막도 누적 600만장 판매될 것으로 기대한다. 장당 6.5만원 기준 매출액 3,900억원이 발생할 것으로 추정되며 중장기적으로 붉은사막도 인앱 결제로 인한 매출도 기대된다. 콘솔 파트너사의 스트리밍쇼 또는 게임 행사 TGA에서 본격적인 마케팅을 개시하고 2023년 하반기에 출시할 것으로 예상된다.

캐릭터가 용 등에 타는 모습



자료 : 펄어비스, SK 증권

화려한 전투 구현



자료 : 펄어비스, SK 증권

밧줄을 이용해 이동하는 모습



자료 : 펄어비스, SK 증권

완성도 높은 스토리



자료 : 펄어비스, SK 증권



## (5) 도깨비(신작 2H24)

펄어비스의 ‘도깨비’는 유저의 높은 자유도를 구현한 오픈월드 메타버스 게임이다. 현실과 최대한 유사하게 그래픽과 배경을 구현했으며, 현대적인 배경에 애니메이션 장르의 캐릭터와 이펙트를 도입했다. 메타버스(현실 세계와 유사한 가상공간) 게임이기 때문에 타 업체들로부터 광고 또는 유통 매출이 발생할 것으로 판단한다. 예를 들어 완성차 업체의 신차를 게임 내 도입해 광고를 할 수 있다. 또한 신발 제작사의 신발을 게임 내에서 디스플레이 및 판매하고 오프라인으로 실제 신발을 유저에게 전달할 수도 있다. 또한 도깨비 아이템 중 한정판 또는 희귀 아이템을 NFT 형태로 도입해 유저가 소유권을 갖고 거래할 수 있도록 추진할 계획이다. 한편 도깨비는 2H24에 출시될 것으로 예상된다.

우산을 이용해 하늘에서 이동하는 모습



자료 : 펄어비스, SK 증권

배를 이용해 바다에서 이동하는 모습



자료 : 펄어비스, SK 증권

메타버스 게임다운 현실세계와 유사한 배경과 캐릭터



자료 : 펄어비스, SK 증권

화려한 그래픽과 전투 구현



자료 : 펄어비스, SK 증권

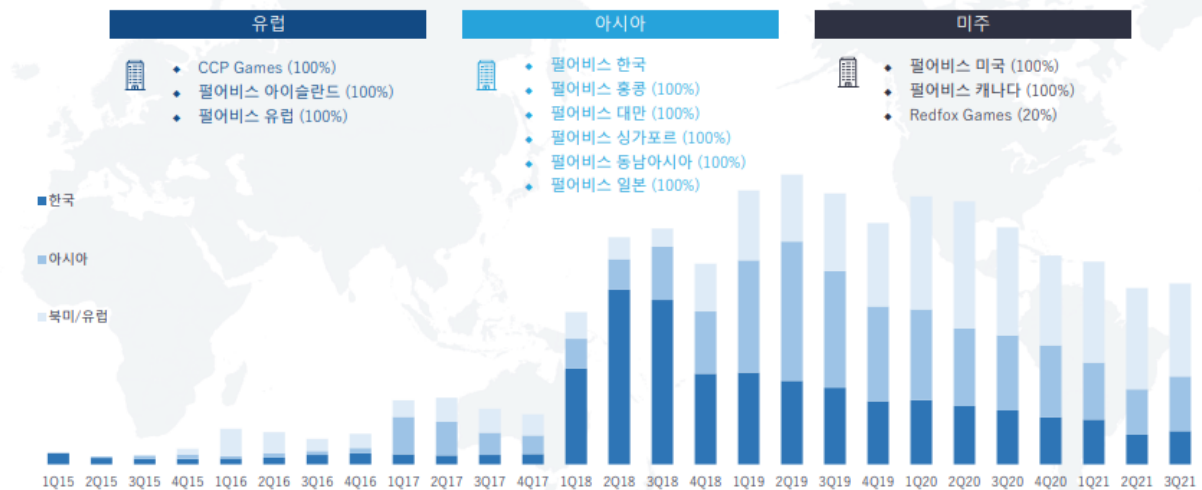
## 퍼블리스 게임 서비스 및 연혁



자료 : 퍼블리스, SK 증권

## 퍼블리스의 자체 퍼블리싱 능력

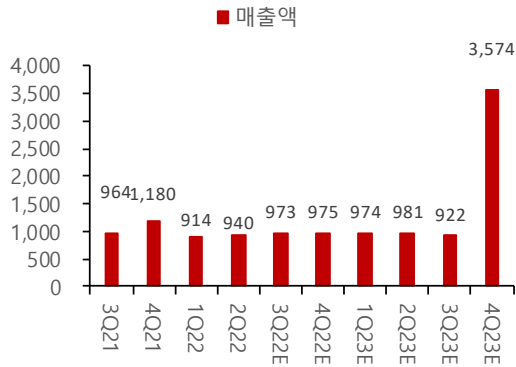
- ◆ 자체 퍼블리싱을 통해 1) 유저 로열티 개선, 2) 안정적인 라이브 서비스, 3) 유연한 마케팅 전략 구사
- ◆ 풍부한 글로벌 퍼블리싱 경험으로 해외 미디어 및 인플루언서 좋은 관계 구축을 통한 효과적인 마케팅 진행



자료 : 퍼블리스, SK 증권

필어비스 매출액 추이

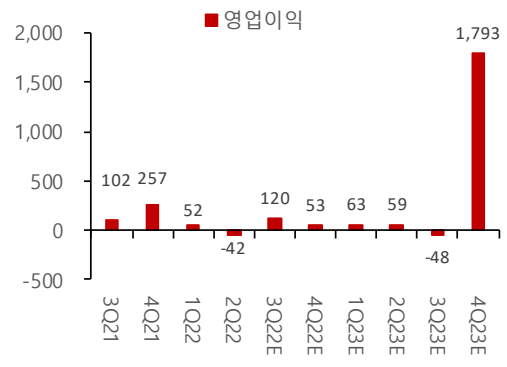
(단위: 억원)



자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 영업이익 추이

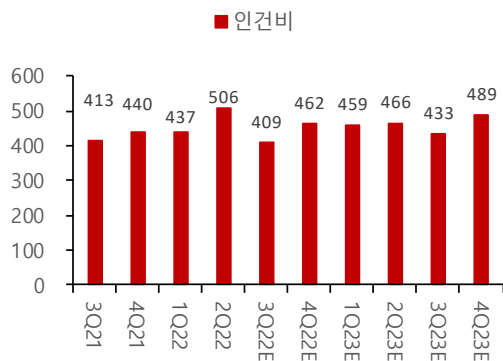
(단위: 억원)



자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 인건비 추이

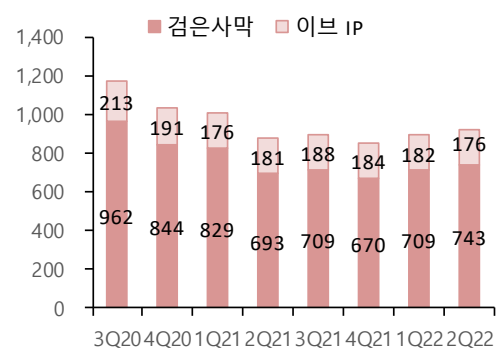
(단위: 억원)



자료: 필어비스, SK 증권

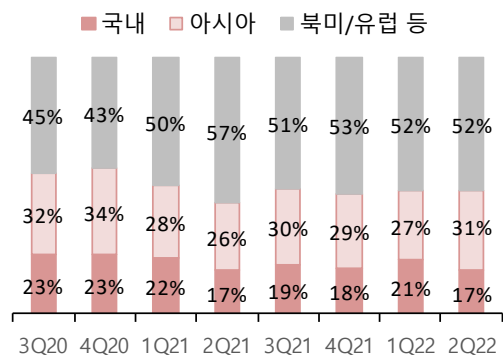
주요 IP 별 영업수익

(단위: 억원)



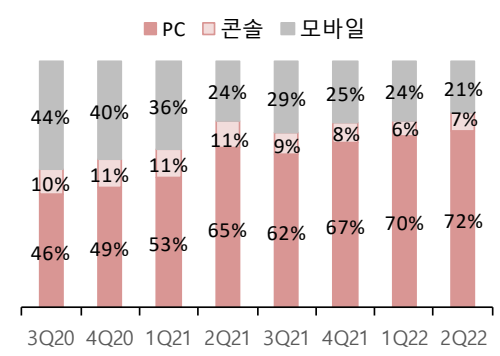
자료: 필어비스, SK 증권

지역별 영업수익 비중



자료: 필어비스, SK 증권

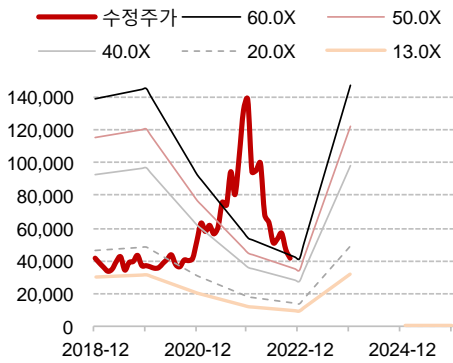
플랫폼별 영업수익 비중



자료: 필어비스, SK 증권

필어비스 PER 밴드 차트

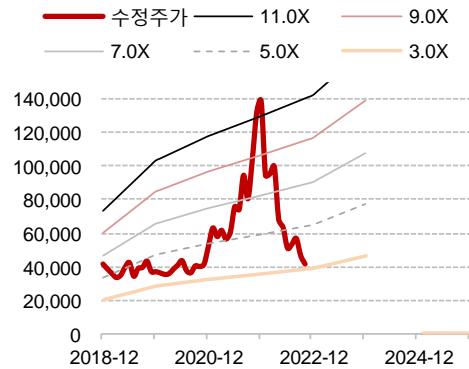
(단위 : 원 배)



자료 : 필어비스, SK 증권

필어비스 PBR 밴드 차트

(단위 : 원 배)



자료 : 필어비스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.28	중립	43,000원	6개월		
2022.08.12	매수	69,000원	6개월	-27.34%	-11.16%
2022.06.21	매수	69,000원	6개월	-22.36%	-11.16%
2021.05.13	매수	82,000원	6개월	7.64%	71.95%
2021.04.22	매수	82,000원	6개월	-29.01%	-24.39%
2021.02.17	중립	65,200원	6개월	-4.49%	5.06%
2021.01.26	중립	57,000원	6개월	21.14%	41.05%
2020.11.30	중립	41,000원	6개월	24.60%	36.59%



## Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 11 월 28 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

### 재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	4,818	7,217	5,541	7,943	10,232
현금및현금성자산	2,021	2,439	1,475	2,942	4,622
매출채권및기타채권	514	557	460	1,161	1,577
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	4,154	6,349	7,765	8,273	8,788
장기금융자산	189	1,091	1,106	1,106	1,106
유형자산	968	1,374	2,163	2,215	2,283
무형자산	2,701	3,024	3,188	3,108	3,034
<b>자산총계</b>	8,972	13,566	13,305	16,215	19,019
<b>유동부채</b>	1,817	2,742	1,888	2,645	2,741
단기금융부채	898	1,353	732	532	132
매입채무 및 기타채무	198	209	172	293	341
단기충당부채	0	7	15	15	15
<b>비유동부채</b>	786	3,634	3,208	3,522	3,814
장기금융부채	332	3,042	2,702	2,762	2,832
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	10	4	11	26	30
<b>부채총계</b>	2,603	6,376	5,097	6,168	6,555
<b>지배주주지분</b>	6,369	7,190	8,209	10,048	12,464
자본금	65	66	66	66	66
자본잉여금	2,023	2,113	2,160	2,163	2,167
기타자본구성요소	-527	-599	-352	-352	-352
자기주식	-641	-623	-364	-364	-364
이익잉여금	4,901	5,495	5,882	7,380	9,455
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,369	7,190	8,209	10,048	12,464
<b>부채외자본총계</b>	8,972	13,566	13,305	16,215	19,019

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,621	782	319	2,394	2,870
당기순이익(손실)	1,009	594	632	1,498	2,075
비현금성항목등	777	34	89	1,019	1,239
유형자산감가상각비	131	152	190	557	608
무형자산상각비	88	92	95	93	87
기타	-13	-427	-254	-30	-30
운전자본감소(증가)	276	374	-374	285	153
매출채권및기타채권의 감소(증가)	177	8	168	-701	-416
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	-215	120	48
기타	99	366	-327	866	521
법인세납부	-441	-220	-28	-409	-596
<b>투자활동현금흐름</b>	-704	-2,465	-1,091	-735	-810
금융자산감소(증가)	-433	-1,216	-379	-135	-150
유형자산감소(증가)	-265	-473	-742	-609	-676
무형자산감소(증가)	-19	-12	-13	-13	-13
기타	13	-763	43	22	29
<b>재무활동현금흐름</b>	-604	2,061	-179	-193	-380
단기금융부채증가(감소)	-300	350	-492	-200	-400
장기금융부채증가(감소)	154	1,751	391	60	70
자본의증가(감소)	-411	9	2	3	4
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-47	-49	-80	-56	-54
<b>현금의 증가(감소)</b>	258	417	-963	1,466	1,680
기초현금	1,764	2,021	2,439	1,475	2,942
기말현금	2,021	2,439	1,475	2,942	4,622
FCF	1,527	502	-612	1,728	2,141

자료 : 필어비스, SK증권 추정

### 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	4,888	4,038	3,803	6,450	7,511
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	4,888	4,038	3,803	6,450	7,511
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,315	3,608	3,620	4,583	4,892
<b>영업이익</b>	1,573	430	182	1,867	2,619
영업이익률 (%)	32.2	10.6	4.8	29.0	34.9
<b>비영업손익</b>	-153	348	390	130	147
순금융비용	-14	18	43	34	25
외환관련손익	-246	140	132	130	140
관계기업투자등 관련손익	0	-26	85	3	1
<b>세전계속사업이익</b>	1,420	777	572	1,997	2,766
세전계속사업이익률 (%)	29.1	19.3	15.1	31.0	36.8
<b>계속사업법인세</b>	411	184	-60	499	692
<b>계속사업이익</b>	1,009	594	632	1,498	2,075
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,009	594	632	1,498	2,075
순이익률 (%)	20.6	14.7	16.6	23.2	27.6
<b>지배주주</b>	1,009	594	632	1,498	2,075
지배주주귀속 순이익률(%)	20.63	14.7	16.61	23.22	27.62
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	866	801	970	1,836	2,413
지배주주	866	801	970	1,836	2,413
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,792	673	467	2,518	3,313

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-8.8	-17.4	-5.8	69.6	16.4
영업이익	4.4	-72.7	-57.6	924.7	40.2
세전계속사업이익	-21.7	-45.3	-26.4	249.1	38.5
EBITDA	6.7	-62.4	-30.7	439.6	31.6
EPS(계속사업)	-36.3	-41.9	8.4	137.2	38.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.5	8.8	8.2	16.4	18.4
ROA	11.4	5.3	4.7	10.2	11.8
EBITDA마진	36.7	16.7	12.3	39.0	44.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	265.2	263.3	293.4	300.3	373.3
부채비율	40.9	88.7	62.1	61.4	52.6
순차입금/자기자본	-46.6	-28.8	-18.1	-32.2	-43.3
EBITDA/이자비용(배)	51.6	15.6	6.5	45.1	61.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,543	897	973	2,307	3,194
BPS	9,739	10,857	12,779	15,642	19,404
CFPS	1,879	1,265	1,410	3,308	4,264
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	36.3	157.1	137.8	58.1	42.0
PER(최저)	20.4	56.2	38.8	16.4	11.8
PBR(최고)	5.8	13.0	10.5	8.6	6.9
PBR(최저)	3.2	4.6	3.0	2.4	2.0
PCR	27.7	109.3	31.8	13.5	10.5
EV/EBITDA(최고)	18.8	135.6	187.1	34.0	25.2
EV/EBITDA(최저)	9.8	45.9	48.9	8.4	5.7

**memo**

---