



K-Nintendo, 데브시스터즈

0. Intro

1. 산업 분석

2. 기업 분석

3. 투자포인트 1 - 크고 아름다운 성공이 될 "쿠키런: 킹덤"

4. 투자포인트 2 - 쿠키런 IP, 아직 열 발 남았다

5. Valuation: Peer PER Method

6. Appendix

Rating

Buy

목표주가: 198,000 원

현재주가: 114,100 원

상승여력: 73.5%

12M 주가추이

시가총액 1 조 3,033 억원



Balance sheet data ('20)

순자산	997 억원
PBR	1.40 배
ROE	-5.70%
	6.50%

Earning data ('20)

PER	-27.47 배
EPS	-526 원
당기순이익	-59 억원
영업이익	-61 억원
영업이익률	-8.68%

주요 주주

이지훈 외 8인	25.90%
NHN엔터테인먼트(주)	15.92%
(주)컴투스	9.37%

SMIC 4 팀

팀장	42 기 송석제
팀원	42 기 이성엽
	42 기 이흥인
	43 기 김지현
	43 기 윤서영

0. Intro

0.1. 만년 적자 기업, 데브시스터즈.

데브시스터즈는 만년 적자기업이다. 동사는 2018년 -184억원, 2019년 -139억원, 2020년 -59억원의 순손실을 기록했다. 최근 동사는 2021년 1분기 매출 1,054억원, 영업이익 239억원, 당기순이익 207억원의 잠정 실적을 공시한 바 있다. 이는 전년 동기대비 각각 474.99%, 4465.45%, 1888.02% 상승한 압도적인 실적이었다. 하지만 잠정 공시가 있었던 당일(4월 29일) 동사의 주가는 8% 폭락했다. 실적이 기대치에 미치지 못한다는 것이다. 도대체 무슨 일이 일어난 것일까?

0.2. 올해 새롭게 탄생한 기업 “데브시스터즈”에 대한 새로운 분석이 필요하다.

동사는 올해 초 한국의 주식 시장에서 가장 드라마틱한 주가 변화를 보여준 종목이다. 올해 첫 거래일 14,900원에 불과했던 주가는 3월 26일 161,000원이라는 기록적인 가격을 기록한 후 현재 100,000원 후반~110,000원 초반에서 횡보하고 있다.

이러한 변화를 이끌어낸 가장 큰 드라이버는 바로 동사의 신작 “쿠키런: 킹덤”이다. “쿠키런: 킹덤”은 올해 1월 21일 출시 이후 MZ세대와 20대 여성 게이머를 중심으로 엄청난 흥행을 지속적으로 이어가며 동사의 시장가치를 계단식으로 끌어올리고 있다.

그러나 시장에는 회의적인 시선이 존재한다. 게임주는 그저 단기적인 신작 모멘텀에 의해 움직이기 때문에 이제 조정이 올 일만 남았다고 생각하는 피상적인 관점도 있다. 또한, 지나치게 치솟은 차트만 보고 동사에 투자하기를 거부하는 투자자도 존재한다.

본 보고서는 동사에 대해 이토록 논쟁적인 의견과 적정 가격을 둘러싼 매수세와 매도세의 치열한 부딪힘이 존재하는 이유에 대해 “동사의 갑작스러운 성공에 대해 어떻게 이해해야 하는지, 그리고 동사에 대해 어떤 관점을 취하는 것이 맞는지에 대해 아직 시장에서 제대로 분석한 보고서가 부재하고 있기 때문”이라고 판단하였다.

따라서, 올해를 계기로 새롭게 태어난 기업 데브시스터즈에 대해 심층적으로 분석한 보고서를 시장이 필요로 한다고 판단하였다. 본 보고서는 동사를 단순하게 하나의 게임을 성공시킨 제작사로 이해하는 것에는 한계가 있으며, 동사의 적절한 가치를 파악하기 위해서는 “쿠키런: 킹덤”과 “쿠키런 IP”를 개별적으로 이해하는 작업이 필요하다는 관점을 제시한다.

본 보고서는 현재의 주가가 1) “쿠키런: 킹덤”은 지속적인 흥행 가능성에 대한 회의, 2) 동사의 쿠키런IP가 가지고 있는 잠재력에 대한 저평가로 인해 할인되어 있다고 판단한다. 따라서, 1) “쿠키런: 킹덤”의 장기 흥행과 2) “쿠키런IP”의 가치가 본격적으로 반영될 4Q21의 신작 “쿠키런: 오븐스매쉬”의 성공이 가시화되지 않은 지금, 투자 의견 BUY를 제시한다.

1. 산업 분석

1.1 게임 산업

동사는 모바일 게임을 제작하여 보급하는 업체이다.

표준 산업 분류에 따르면 게임 산업은 1) 게임 제작 및 보급업, 2) 게임 유통업 두 개로 분류된다. 1) 게임 제작 및 보급업은 게임을 기획 및 제작, 보급하는 사업을 의미한다. 2) 게임 유통업은 PC방, 오락실과 같이 게임방을 운영하는 사업을 의미한다. 동사는 게임을 제작하는 업체이므로 1) 게임 제작 및 보급업에 속한다.

게임은 플랫폼 유형에 따라 a) PC 기반 게임, b) 모바일 게임, c) 콘솔 게임, d) 아케이드 게임으로 분류할 수 있다. 현재 동사는 모바일 게임을 주력으로 개발하고 있다. 모바일 게임은 스마트폰 등 모바일 기기에 어플리케이션을 다운로드 받아 이용하는 게임이다. 대표적인 모바일 게임으로는 리니지M, 모두의 마블, 검은사막 모바일이 있다.

그림 1-1. 플랫폼별 게임 산업 분류

대분류	중분류	소분류	내용	예시
게임 제작 및 보급업	PC 기반	온라인 게임(PC)	통신망 네트워크를 통해 서버에 접속하여 타인과 함께 진행하는 게임	오버워치, 리니지, 리그오브레전드
		PC 게임(PC용 패키지 게임)	CD, DVD 등 저장매체에 수록되어 유통되거나 온라인 게임 유통망을 통해 개인이 다운로드 해 진행하는 게임	스타크래프트, 디아블로, 심즈
	모바일 게임		스마트폰 등 모바일기기를 이용한 게임으로 어플리케이션을 다운 받아 이용	모두의 마블, 리니지M, 검은사막 모바일
	콘솔 게임		TV나 모니터에 게임 전용기기(PS, Xbox, Wii, Nintendo, Switch)를 연결하여 이용하는 게임으로 조이스틱이나 조이패드를 사용	갯오브워4, 언차티드, GTA, 젤라의 전설
	아케이드 게임		오락실과 같은 게임장에서 이용하는 게임으로 조이스틱을 이용하거나 체험형으로 진행	철권, 하우스오브더데드

출처: 한국콘텐츠진흥원, SMIC 4팀

한편, 게임 장르는 플레이 방식에 따라 RPG(Role Playing Game), 액션 게임, 어드벤처 게임, 슈팅 게임, 시뮬레이션 게임, 퍼즐 게임으로 나눌 수 있다. 동사는 액션 게임, RPG 게임, 퍼즐 게임 등 다방면의 게임을 출시한 바 있다. 최근 흥행한 동사의 '쿠키런 킹덤'은 RPG 장르에 속한다.

최근 게임 산업의 트렌드는 IP 확장이다. 2019년 '리니지', '로한'과 같은 유명 IP를 활용한 게임이 흥행하였다. 이에 따라 2020년 '세븐 나이즈2', '미르4', '쿠키런 킹덤' 등 기존 IP를 활용한 게임이 출시되었다. 2020년 출시된 IP 기반 게임은 구글 플레이 스토어 매출 TOP 10에 지속적으로 자리잡는 등 성공적인 행보를 보이고 있다.

그림 1-2. 플랫폼 별 게임 산업 분류

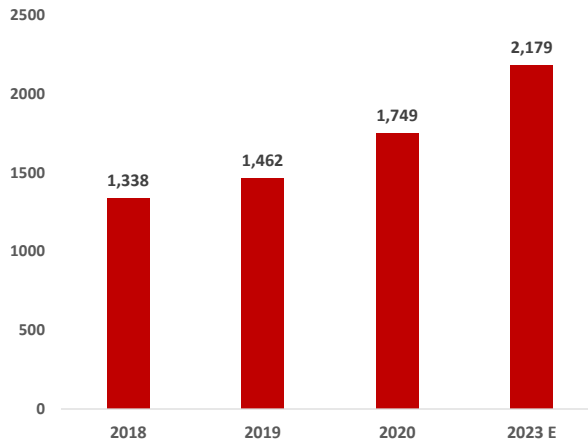
게임 장르	내용	예시
액션 게임	버튼 조작에 의해 캐릭터를 움직이는 게임(대전 액션, 러닝 액션, 잠입 액션 등) 많은 변형이 있으며, 다양한 장르와 결합(액션 RPG, 액션 어드벤처 등)	슈퍼 마리오 브라더스
어드벤처 게임	커맨드의 선택이나 압력에 의해 스토리를 진행하는 형식 주인공 캐릭터, 인벤토리 관리, 스토리, 퀴즈 풀기 등의 요소	어쌔신 크리드
RPG (Role Playing Game)	플레이어들이 가상환경에서 각각의 캐릭터 역할을 수행하며 스토리를 진행	포켓몬스터, 메이플 스토리, 마비노기, 디아블로
슈팅 게임	액션게임의 세부 장르로, 단순하게 총이나 포를 쏘는 빠른 진행의 게임 시점에 따라 FPS(First-Person Shooting, 1인칭 슈팅 게임), TPF(Thrid-Person Shooting, 3인칭 슈팅게임)으로 나뉨	브롤스타즈, 스페이스 인베이더
시뮬레이션 게임	현실 상황을 게임으로 표현, 세계를 만들고 관리하는데 초점을 두고 플레이함 비행 시뮬레이션, 육성 시뮬레이션, 전략 시뮬레이션, 건설&경영 시뮬레이션 등이 있음	심즈, 플래닛 코스터
퍼즐 게임	어떠한 규칙 내에서 정해진 행위를 통해 주어진 조건을 클리어하는 게임	테트리스, 블레이드, 애니팡

출처: 한국콘텐츠진흥원, SMIC 4팀

게임 산업은 2020년 폭발적으로 성장하였으며, 앞으로도 꾸준히 규모가 커질 예정이다. 게임 시장 산업 조사 업체 Newzoo에 따르면 게임 산업은 2019년 1,462 억 달러 규모에서 **2020년 1,749억 달러 규모로 전년 대비 19.6% 성장**하였다. 코로나 19의 전세계적 유행이 2020년 성장의 동력이었다. 앞으로도 게임 산업은 연평균 9.4%씩 꾸준히 성장할 것으로 전망된다.

그림 1-3. 글로벌 게임 시장 성장 규모

(단위: 억 달러)



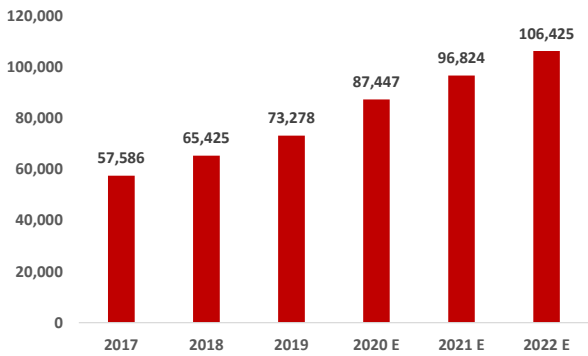
출처: Newzoo, SMIC 4팀

1.2 모바일 게임 산업

모바일 게임 시장은 2019년 732억 달러로 2019년 654억 달러 대비 12% 성장하였다. 비대면 상황을 맞아 온라인 기기 사용이 확대되면서 모바일 게임 시장은 포스트 코로나 시대에도 성장 기조가 이어질 것으로 전망된다.

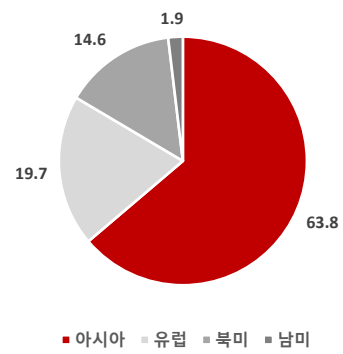
전세계 모바일 게임 시장의 주요 플레이어는 아시아이다. 아시아 게임 시장은 2020년 전체 모바일 게임 시장의 63.8%로 과반 넘게 차지하고 있다.

그림 1-4. 전세계 모바일 게임 시장 규모 (단위: 백만 달러)



출처: 2020 게임 백서, SMIC 4팀

그림 1-5. 전세계 모바일 게임 시장 권역별 비중 (단위: %)



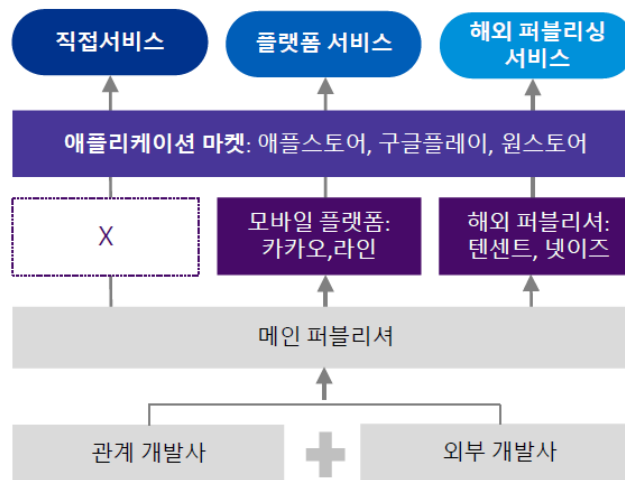
출처: 2020 게임 백서, SMIC 4팀

모바일 게임은 다음과 같은 단계를 거쳐 유통된다. 일반적으로 게임은 게임 개발사를 주축으로 게임을 배급하는 메인 퍼블리셔를 거쳐, 구글 플레이 스토어나 앱스토어와 같은 애플리케이션 마켓을 통해 고객에게 공급된다. 유통 모델은 다음 세 가지와 같이 구분된다.

- 1) 개발사에서 직접 배급하여 메인 퍼블리셔의 역할을 겸할 경우: 직접 서비스
- 2) 개발사에서 개발하되, 플랫폼 업체를 따로 퍼블리셔로 둘 경우: 플랫폼 서비스
- 3) 개발사에서 개발하되, 해외 퍼블리셔를 통해 배급할 경우: 해외 퍼블리싱 서비스

동사 게임의 경우 '쿠키런 for kakao'는 플랫폼 서비스, 이외에 '쿠키 오븐 브레이크', '쿠키런 킹덤'은 직접 서비스이다. 만일 동사의 게임이 해외에 퍼블리셔를 따로 구하여 진출할 경우 해외 퍼블리싱 서비스가 된다.

그림 1-6. 모바일 게임 Business Model



출처: 삼성 KMPG 연구원

2. 기업 분석

2.1. 기업 개요

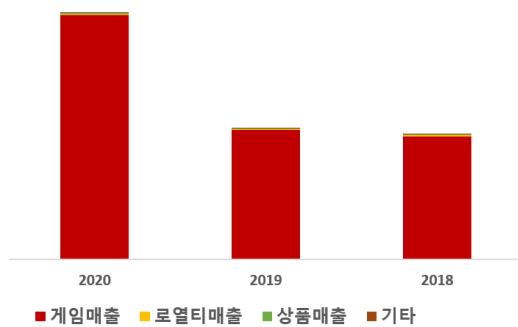
2007년 5월 설립된 동사는 2010년 12월 모바일 게임 'OvenBreak Infinity' 출시를 시작으로 현재까지 **모바일 게임을 개발해왔다**. 동사의 대표 IP는 쿠키런으로, 2013년 4월 출시한 '쿠키런 for kakao'가 구글 플레이에서 1위를 달성하는 등 큰 히트를 치면서 매출액 600억원 대의 중견 게임 개발사로 도약하게 된다. 그리고 '쿠키런 for kakao'의 인기가 지속되면서 동사는 **2014년 10월 코스닥 시장에 상장**되었다.

그러나 '쿠키런 for kakao'의 인기는 시간이 지나면서 점점 사그라들었고, 2016년 출시한 '쿠키런: 오븐브레이크'도 큰 반응을 얻어내지는 못하면서 동사는 **2015년 이후 지속적으로 영업 적자를 기록**해왔다. 하지만 2020년 '쿠키런: 오븐브레이크'의 유저 수 역주행과 함께 2021년 1월 출시된 '쿠키런: 킹덤'이 국내 앱스토어 매출 1위, 구글 플레이 매출 2위 등 엄청난 흥행에 성공하면서 올해 큰 폭의 실적 상승이 예정되어 있는 상황이다.

2.2. 매출 비중

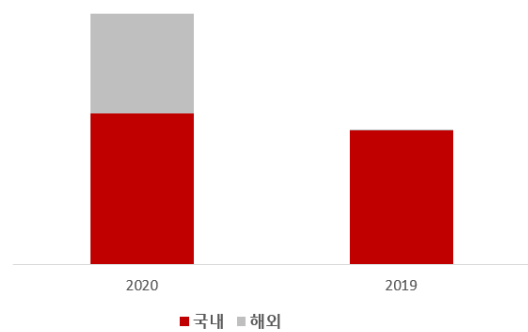
먼저 주요 제품별로 보면, 동사 매출의 대부분은 게임 매출에서 나온다. 상품 매출은 지속적으로 증가 추세에 있으나 아직까지는 비중이 미미한 수준이다. 다음으로 지역별로 보았을 때 2019년 동사 매출은 거의 100% 국내에서 발생하였으나, 2020년에는 '쿠키런: 오븐브레이크'가 해외에서 매출을 크게 늘리면서 국내 : 해외 = 60 : 40의 비율로 매출이 발생하였다.

그림 2-1. 주요 제품 매출 비중



출처: DART, SMIC 4팀

그림 2-2. 지역별 매출 비중

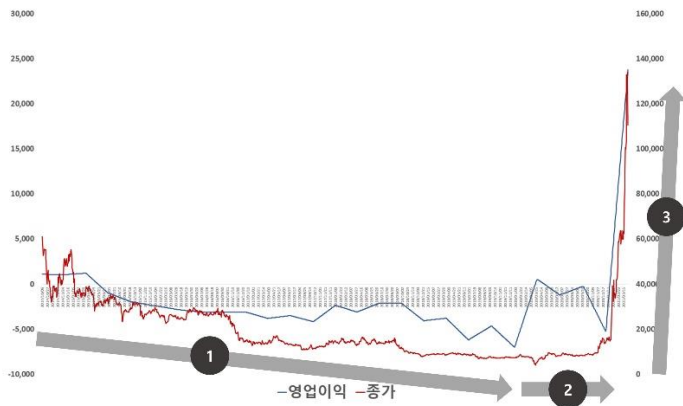


출처: DART, SMIC 4팀

2.3. 주가 분석

동사는 최근 2~3개월 간 급격한 주가 상승을 보여왔다. 그리고 이는 올해 1월 21일 출시된 '쿠키런: 킹덤'의 엄청난 흥행에 따라, 동사가 그동안 지속되어 온 적자 상황에서 벗어나 이전과는 차원이 다른 실적을 기록할 것이라는 시장의 기대가 반영된 것이었다.

그림 2-3. 상장 이후 동사 영업이익, 주가 추이



출처: KRX 한국거래소, SMIC 4팀

그림 2-4. 최근 3개월 동사 주가 추이



출처: 네이버 금융

위의 그림 2-3을 보면 (1)에서 동사의 상장 이후 주가가 지속적으로 하락해왔다는 점을 확인할 수 있다. 이는 동사가 당시 서비스 중이던 '쿠키런 for Kakao'의 영업 성과가 하락 추세를 보였고, '쿠키런: 오븐브레이크'의 출시 및 사용자 지표 개선에도 영업 적자 상태를 지속하면서 동사의 실적에 대한 기대감이 낮아졌기 때문이다.

영업 적자를 기록하는 주식은 영업이익이 흑자 전환될 것이라는 기대감이 나올 때 주가가 크게 오른다. 이 점 때문에 그림 2-3의 (2)에서 영업이익의 유의미한 반등이 나와줬음에도, 여전히 영업 적자 상태이므로 주가가 별다른 반응을 보이지 않은 것이다. 그리고 올해 영업 흑자로 돌아서고 사상 최대 실적을 기록할 것이 확실해지면서 그림 2-3의 (3)에서 확인할 수 있듯 큰 폭의 주가 상승이 영업이익 상승과 함께 따라온 것이다.

그리고 그림 2-4에서 확인할 수 있듯, 최근 동사의 주가는 급등 이후 소폭 하락하는 흐름을 보이고 있다. 이러한 주가에는 두 가지 우려가 존재하는 것으로 파악된다. 첫째는 '쿠키런: 킹덤'의 흥행 지속 가능성에 대한 우려이며, 둘째는 동사가 '쿠키런: 킹덤' 이후 히트작을 꾸준히 만들어낼 수 있을지에 대한 우려이다. 본 보고서는 이러한 두 가지 우려가 해소될 수 있음을 투자포인트 1과 2에서 각각 보이면서, 이후 동사의 실적이 한 단계 더 레벨업 되어 주가 역시 함께 상승할 것이라는 점을 주장한다.

3. 투자포인트 1 – 크고 아름다운 성공이 될 “쿠키런: 킹덤”

“쿠키런: 킹덤”이 출시된 1월 21일, 동사의 주가는 17,250원 증가로 마무리했다. 그러나 킹덤의 흥행이 가시화되자 주가는 계단식으로 올라, 현재 시점(4월 30일) 기준 10만원 ~11만원 수준을 유지하고 있다.

보수적인 투자자는 여기에 주목하라.

단기간에 급등한 차트만 보고 동사에 투자하기를 꺼려하는 보수적인 투자자가 존재할 수 있다. 또한, “쿠키런: 킹덤”이 여타의 게임처럼 반짝 흥행하고 금방 식어버릴 것이라는 막연한 생각을 가진 투자자도 있을 수 있다. 본 보고서는 그러한 투자자들을 위해 “쿠키런: 킹덤”이 도대체 어떤 게임인지, 현재의 주가 상승은 합당한 것인지, 나아가 미래의 흥행은 어떠한 지에 대해 유의미한 통찰을 제공하고자 한다.

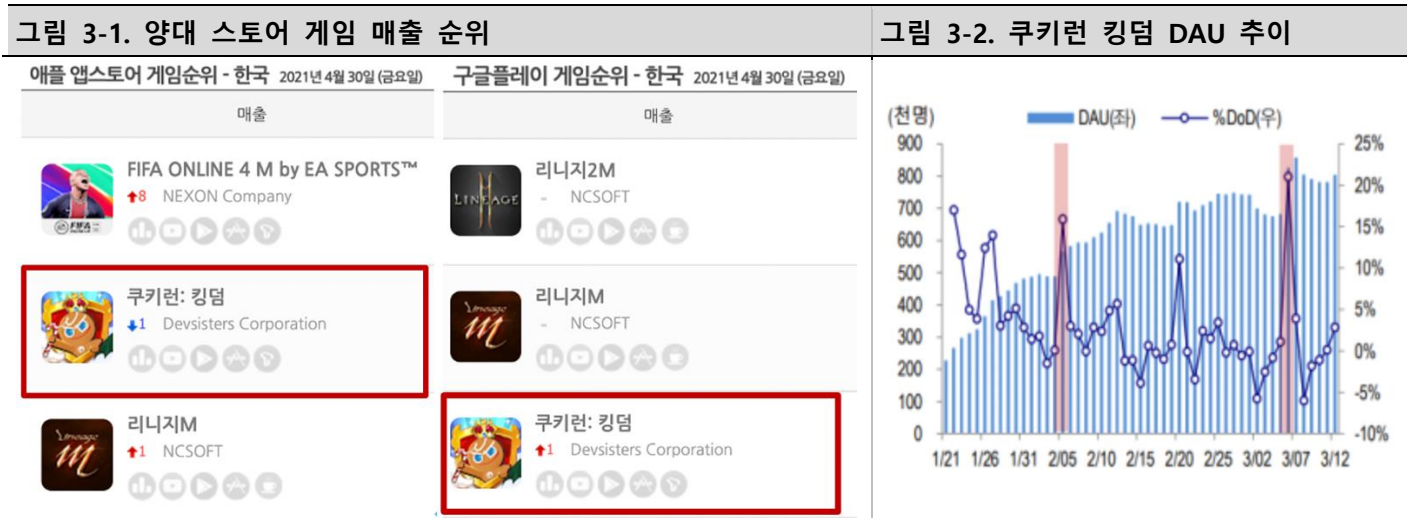
3.1. “쿠키런: 킹덤”은 어떤 게임인가?

쿠키런 킹덤은 쿠키런 IP를 활용한 RPG 게임

“쿠키런: 킹덤”은 쿠키런 IP를 바탕으로 왕국 건설과 전략 RPG가 결합된 소셜 게임이다. “쿠키런: 킹덤”은 전작 “쿠키런: 오븐브레이크”의 후속작으로, 개성 넘치는 쿠키들이 마녀의 오븐을 탈출한(오븐브레이크) 이후 쿠키 월드를 모험하며 새로운 왕국(킹덤)을 건설하는 이야기를 다루고 있다.

왕국 꾸미기 전투 RPG 뽑기의 3대 요소

게임의 기본적인 구조는 1) 왕국 꾸미기, 2) 전투 RPG, 3) 뽑기(과금 시스템)로 구성되어 있다. 또한, 주요한 타겟층이 20대 이하 MZ세대(비중 : 61%) 및 여성 게이머(비중: 57.4%)이라는 점에서 여타 게임들과 차별된다. “쿠키런: 킹덤”은 1월 21일 출시 이후 지속적으로 양대 스토어(애플 앱스토어, 구글 플레이스토어) 매출 순위에서 최상위권을 유지하고 있으며, DAU(Daily Active User)는 꾸준한 상승세를 유지하고 있다. 특히, 출시된 지 100일이 지난 지금(4월 30일) 양대 스토어 매출 순위 3위 안쪽에 있는 게임은 “쿠키런: 킹덤”과 “리니지M”이 유이다는 점에서 킹덤의 장기적인 흥행 가능성을 높게 점쳐볼 수 있다.



출처: Gevolution, SMIC 4팀

출처: Mobile Index, KTB투자증권

3.2. 킹덤, 장기 흥행 가능하다...!

3.2.1. 장기 흥행에 유리한 게임 시스템

게임 시스템이 경쟁력!

“쿠키런: 킹덤”은 장기 흥행에 유리한 조건들을 갖추고 있다. **첫번째는 바로 게임 시스템이다.** 킹덤의 게임 시스템은 단기 흥행이 아닌 장기 흥행에 유리한 구조로 설계되어 있으며, 이는 1) 기존 유저의 체류 시간을 늘리는 동시에, 2) 신규 유저들의 장기적인 락인(Lock-in)을 유도한다. 구체적인 게임 시스템에 대해서는 지금부터 살펴보도록 하겠다.

이원화된 시스템!

“쿠키런: 킹덤”은 기본적으로 1) 왕국 꾸미기와 2) RPG 전투라는 이원화된 게임 시스템으로 구성되어 있다. 게임에 접속했을 때, 게이머들은 왕국 꾸미기 혹은 전투를 오가며 시간을 보내게 된다.

왕국 꾸미기는 계정마다 배정되는 왕국을 자신의 취향에 맞게 꾸미는 게임 요소로서, 각종 건축물(설탕노움의 집, 똑딱 대장간, 각설탕 채석장 등), 테마별 랜드마크(바삭바삭 쿠키마을, 파르페디아 판타지 등)의 건물 건설과 게임 플레이에 필요한 각종 재료(젤리빈, 단단 도끼 등) 생산을 포함한다. 이 모드에서 건물 건설과 재료 생산이 완료되기까지는 시간이 소요되는데, 이 **사이시간 동안 유저들은 RPG 전투 모드로 전환한다.**

그림 3-3. “쿠키런: 킹덤” 왕국 꾸미기 플레이 화면



출처: Youtube(ND러너), SMIC 4팀

그림 3-4. “쿠키런: 킹덤” RPG 전투 플레이 화면



출처: Youtube(모겜TV), SMIC 4팀

RPG 전투는 게임 캐릭터(쿠키)들을 전투에 보내 성장시키는 게임 요소로, 쿠키들은 3열 5캐릭터 1팀으로 배치되어 RPG 전투를 수행한다. 해당 모드에서는 쿠키들이 일자로 맵을 이동하며 평타를 사용하고, 중간중간에 쿠키마다 개별 특성이 반영된 스킬을 사용한다. 유사 RPG 전투 장르 게임과 차별적인 건 전략 “쿠키런: 오븐브레이크”처럼 쿠키들이 스테이지 중간에 점프를 하며 코인을 모은다는 점이다. 이는 **전략을 즐겨온 유저들에게 향수를 불러일으키는 동시에 유사 장르 게임과 차별되는 독특한 게임성을 부각한다.**

단기 흥행에 그치는 게임들의 특징은 유저들이 쉽게 질린다는 것이다. 하지만 “쿠키런: 킹덤”의 이원적 게임 시스템은 유저들이 쉽게 게임에 질리지 않게 다채로운 유저 경험을 제공한다는 특징을 지닌다. 또한, 치밀하게 설계된 왕국 꾸미기의 소요 시간 시스템은 유저들이 유출되지 않고, 게임의 다른 요소(RPG 전투)로 전환하도록 하여 **유저들의 체류 시간과 몰입도를 높인다는 효과**를 지닌다.

나아가, 두 게임 요소는 단조로운 게임성을 분산하는 동시에 서로 시너지를 내는 구조로 설계되어있다. 왕국 꾸미기에서 건물을 짓고 재료를 생산하면, 그것은 캐릭터 강화에 사용된다. 또한, 전투에서 캐릭터를 성장시켜야 왕국 꾸미기에서 고급 건물과 고급 재료를 만들 수 있다. 정리하면, 왕국 꾸미기를 열심히 해야 RPG 전투를 잘할 수 있고, RPG 전투를 잘해야 왕국 꾸미기를 잘할 수 있다.

뿐만아니라, “쿠키런: 킹덤”은 단조로운 게임성을 회피하기 위해 다양한 시스템을 도입하고 있다. 먼저, 왕국 꾸미기에는 각 쿠키마다 개성이 담겨있는 소원을 이뤄주는 ‘소원나무’, 왕국의 레벨이 올라갈수록 곰젤리 열기구, 곰젤리 열차, 해변 교역소 등의 신규 콘텐츠로 확장된다. 다음으로, RPG 전투는 월드 탐험, 오늘의 현상수배, 킹덤 아레나, 길드 토벌전 등의 4개의 콘텐츠가 운영되고 있으며, 단조로운 게임 경험을 회피하기 위해 ‘자동 전투 시스템’을 도입하고 있다.

특히, RPG 전투 모드의 주력 콘텐츠라고 할 수 있는 ‘월드 탐험’은 총 10개의 스테이지로 구성되어있는데, 5번째 스테이지까지는 기본 쿠키로도 클리어할 수 있는 반면, 이후 스테이지부터는 기본 쿠키로는 클리어하기 어렵다는 특징을 지닌다. 이는 1) 초반의 진입장벽을 낮추고, 2) 과금에 대한 거부감이 덜한 락인(Lock-In) 이후의 열성 유저들에게는 안정적으로 과금을 유도하는 시스템이라고 볼 수 있다.

RPG 전투에서 패배했을 때, 그림 3-5과 같이 캐릭터 강화 옵션을 제공한다. 가장 매력적인 옵션은 ‘쿠키 뽑기’인데, 이는 높은 등급의 쿠키를 뽑을수록 전투에서 이길 확률이 높아지고 높은 등급의 쿠키일수록 희소성이 높아 소유 가치가 높기 때문이다. 하지만 신규 쿠키는 ‘뽑기’ 혹은 ‘스페셜 패키지 상품’을 통해서만 획득할 수 있으며, 해당 상품을 구매하기 위해서는 ‘크리스탈’이라고 불리는 게임 머니가 필요하다. 크리스탈은 게임 플레이를 통해서도 획득이 가능하지만 빠른 획득을 위해서는 과금이 필수적이다.

그림 3-5. RPG 전투 패배 이후 게임 화면



출처: 쿠키런: 킹덤, SMIC 4팀

그림 3-6. 신규 쿠키 뽑기 화면



출처: 쿠키런: 킹덤, SMIC 4팀

마지막으로, 게임 시스템의 완결판이라고 할 수 있는 과금 시스템에 대해 살펴보겠다. “쿠키런: 킹덤” 과금 시스템의 핵심 구조는 “크리스탈”, “패키지”, “패스”라는 3요소다. 먼저, 크리스탈은 모든 게임에서 발견할 수 있는 게임 머니로서, 게임 내부의 다양한 재화를 구매하기 위한 화폐로서 기능한다. 크리스탈 최소 구매단위는 100개로, 구매 옵션은 1,200원~119,000원으로 제공된다. 원/크리스탈 기초 환율은 ₩120으로, 첫 구매 시 할인 혜택이 주어지며 구매 규모가 커질수록 환율은 하락한다.

패키지는 종합 선물 세트처럼 구성된 상품으로, 팬 커뮤니티에는 “패키지 상품 과금 효율표”가 있을 정도로 인기 있는 상품이다. 가격대는 3,900원~55,000원으로 다양하다. 마지막으로, 패스는 가장 기초적인 패키지 상품으로 쿠키의 성장 속도를 올려줄 수 있는 가장 기초적이고 인기있는 상품이다. 가격은 5,900원이다.

그림 3-7. “쿠키런: 킹덤” 패키지 상품 구매 화면



그림 3-8. “쿠키런: 킹덤” 과금 효율표 (트위터 캡처본)

쿠키런 과금 효율표 나중에 참고하려고 킵해둠 ㅇㅈㅇ//

구매액	1000 크리스탈	1500 크리스탈	2000 크리스탈	2500 크리스탈	3000 크리스탈	3500 크리스탈	4000 크리스탈	4500 크리스탈	5000 크리스탈	5500 크리스탈	6000 크리스탈	6500 크리스탈	7000 크리스탈	7500 크리스탈	8000 크리스탈	8500 크리스탈	9000 크리스탈	9500 크리스탈	10000 크리스탈		
500	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700		
1000	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400		
3250	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550		
5400	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600		
12400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400	15400		
100 크리스탈	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100		
500 크리스탈	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500		
1000 크리스탈	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000		
3250 크리스탈	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250	3250		
5400 크리스탈	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400	5400		
12400 크리스탈	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400	12400		
받은 순리	2500	7	4600	29000	6.3	3000	8900	3.0	1500	23000	15.3	2000	3000	21000	7.0	1800	1800	12000	6.7		
스타터 패키지	3000		3000	8900	3.0	1500	23000	15.3	2000	3000	21000	7.0	1800	1800	12000	6.7	1500	12000	8.0		
특속 중화 패키지	1500		1500	23000	15.3	2000	3000	21000	7.0	1800	1800	12000	6.7	1500	12000	8.0	6000	11000	1.8		
캐리연구소 패키지	1000		16500	33000	2.0	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	
책세리 주스팩			1800	1800	12000	6.7	1500	12000	8.0	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9
쿠키 성장 용량 패키지	1500		1500	12000	8.0	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	
왕국 레벨 달성 패키지 1	6000		6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	
왕국 레벨 달성 패키지 2	16500		16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	
발정액 실속	3200		3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	
발정액 프리미엄	10000		10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	16500	33000	2.0	3200	5900	1.8	10000	19000	1.9	6000	11000	1.8	

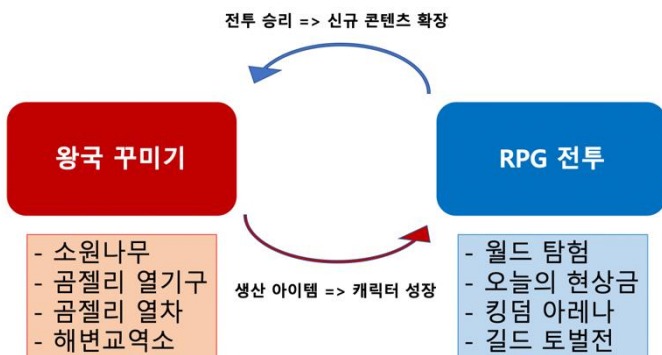
출처: 쿠키런: 킹덤, SMIC 4팀

출처: 트위터

게임 초기에는 쿠키가 부족하기 때문에 '쿠키 뽑기'를 위한 크리스탈 결제가 이루어지고, 유저가 락인된 게임 중후반 이후에는 쿠키들을 강하게 육성하기 위해 각종 아이템이 필요하게 될 때 패키지 및 패스 상품을 결제하도록 설계되어있다.

한마디로 정리하면, “쿠키런: 킹덤”은 장기 흥행에 최적화된 설계다. 이원화된 게임 시스템은 게이머의 체류 시간을 늘려 락인 효과를 유발하며, 3등분 과금 시스템은 게이머의 생애 주기를 고려한 촘촘하게 구조화 되어있다. 특히, 흥행 기간이 지속될 시, 이미 투자된 시간과 돈의 효과에 의해 게이머들은 오랫동안 게임을 이용하게 되며 이를 통해 게임 수명은 오랫동안 지속된다. 따라서, “쿠키런: 킹덤”은 최초 흥행에 성공하면 그것이 오랫동안 지속될 수 있도록 치밀하게 설계되어 있고, 최초 흥행은 이미 이루어졌다. 특히, 유사한 구조로 설계된 넷마블 '세븐나이츠'와 컴투스 '서머너즈워'는 7년 동안 흥행에 성공한 바 있다. 참고로, 모바일 게임의 평균 수명은 6~7개월이다.

그림 3-9. “쿠키런: 킹덤”의 게임 시스템



출처: SMIC 4팀

그림 3-10. “쿠키런: 킹덤”의 과금 시스템



출처: SMIC 4팀

3.2.2. 게임업계의 격언 “장기흥행을 원하는 자, 여성 게이머를 사로잡아라.”

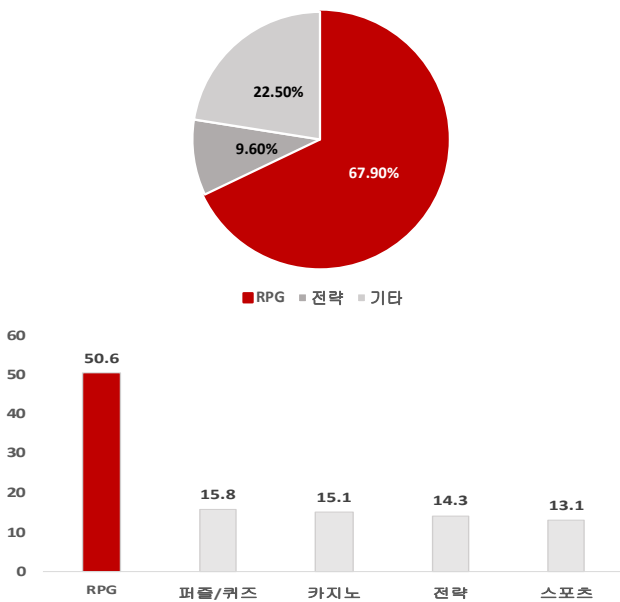
현재 “쿠키런: 킹덤”의 ARPU(Average Revenue Per User)는 약 6,500원 수준에 형성되어 있다. 이는 RPG 게임 평균 ARPU 35,505원의 약 1/5에 해당하는 수치이며, 대표적인 RPG 게임 “리니지M”의 ARPU(430,000원 수준)에 비해 현저하게 낮은 수치이다. **하지만 표면적인 지표에 의해 “쿠키런: 킹덤”의 수익 창출 능력을 과소평가해서는 안된다.** “쿠키런: 킹덤”은 출시 이후 현재까지 양대 스토어 매출 순위 3위 바깥으로 빠진 적이 없을 정도로 막강한 수익 창출 능력을 지니고 있다.

결론부터 말하자면, 대부분의 남성향 RPG 게임이 소수의 고액유저에게 의존하는 반면, **여성 게이머까지 사로잡은 “쿠키런: 킹덤”은 다수의 소액유저로부터 수익을 창출한다.** 이는 궁극적으로 매출 안정성 및 지속성을 높인다. 실제로 출시 이후 대규모 마케팅이 부재했지만 킹덤의 트래픽은 출시 첫 주말 이래 계속해서 우상향하고 있으며, 꾸준한 콘텐츠 업데이트만으로도 매출이 안정적으로 성장하고 있다.

분석 업체 IGAWorks에서 발표한, 2020 모바일 게임 시장 Overview에 의하면, 2020년 7월~12월 전체 모바일 게임 앱 월 사용자 수 2,647만명 중 남성은 52.83%, **여성 47.17%**로 고른 성비를 보이고 있다. 나아가, 장르별 매출 점유율과 카테고리별 1인당 평균 사용시간은 **RPG 장르가 압도적으로 높다.** 그러나 시장에는 **여성향 RPG 게임이 많지 않다.**

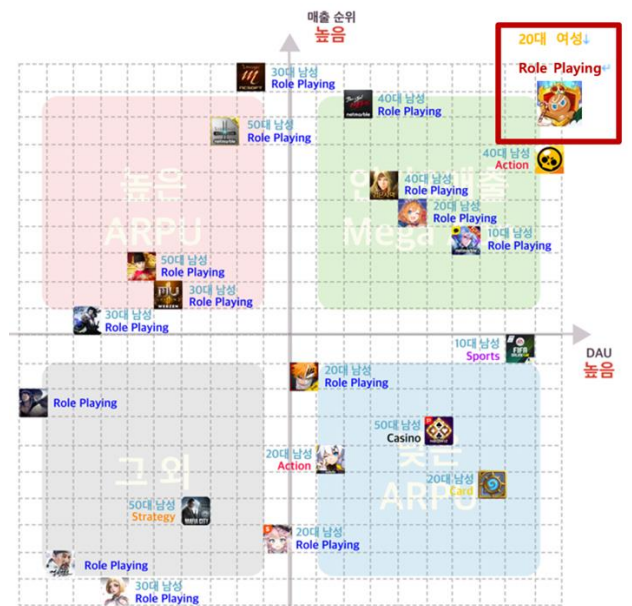
그림 3-12는 2019년 모바일 게임 상위 20개를 매출과 DAU(Daily Active User)를 축으로 매력도를 분석한 매트릭스다. 1) 대부분의 게임 장르가 RPG라는 점과, 2) 모든 게임의 타겟층이 남성이라는 점을 확인할 수 있다. 해당 매트릭스에 최고 수준의 DAU와 매출 순위 최상위권을 자랑하는 “쿠키런: 킹덤”을 배치시키면 우상단에 위치될 것이다. 따라서, “쿠키런: 킹덤”은 이전까지 시장에서 소외되었던 20대 여성에게 차별적인 가치를 제공하고 있는 게임이라고 볼 수 있다. 나아가, 현재 시장에 대체재는 없다. **여성 유저들을 사로잡았다는 점, 이것이 바로 “쿠키런: 킹덤”이 장기 흥행할 수 있는 두번째 조건이다.**

그림 3-11. 장르별 (위)매출 점유율, (아래)월평균 사용시간



출처: IGAWorks, Mobile Index, SMIC 4팀

그림 3-12. DAU와 매출에 대한 매트릭스



출처: App Ape, SMIC 4팀

“쿠키런: 킹덤”의 사용자 구성은 20세 이하 61%, 여성 57%로 리니지M(남성 81.6%, 여성 18.4%) 등의 매출 순위 상위권 RPG 게임과 확연히 다른 사용자 구성을 보인다. 그림 3-13에서 MAU 기준 상위권의 게임을 비교했을 때, “쿠키런: 킹덤”은 10-20대에서 성별 불문 1위를 기록하고 있으며, 특히 1) 여성은 모든 연령 집단에서 상위 랭크를 기록하고 있으며, 2) 10대-20대 여성 집단에서는 전작 “쿠키런: 오븐브레이크” 역시 상위 랭크를 기록하고 있다. 이는 1) 여성 게이머들 사이에서 “쿠키런: 킹덤”이 높은 인기를 끌고 있다는 점과 2) 특히 1020여성 게이머들에게는 쿠키런 IP 자체에 대한 호감도가 존재한다는 것을 유추할 수 있다. 그렇다면 여성 게이머들의 니즈는 무엇이며, “쿠키런: 킹덤”은 어떻게 그것을 충족시켜주고 있을까?

그림 3-13. 2021년 3월 성별 연령별 모바일 게임 MAU 순위

5위	4위	3위	2위	1위	남	여	1위	2위	3위	4위	5위
카트라이더...	포켓몬고	배틀그라운드	브롤스타즈	쿠키런:킹덤	10대	쿠키런:킹덤	쿠키런:킹덤	좀비고등학교	배틀그라운드	Minecraft	쿠키런:오븐...
배틀그라운드	FIFA ...	카트라이더...	전략적 팀...	쿠키런:킹덤	20대	쿠키런:킹덤	쿠키런:킹덤	카트라이더...	쿠키런:오븐...	Rummikub	배틀그라운드
배틀그라운드	ROBLOX	쿠키런:킹덤	카트라이더...	브롤스타즈	30대	브롤스타즈	브롤스타즈	ROBLOX	카트라이더...	쿠키런:킹덤	무한의 계단
쿠키런:킹덤	배틀그라운드	카트라이더...	ROBLOX	브롤스타즈	40대	브롤스타즈	브롤스타즈	ROBLOX	쿠키런:킹덤	카트라이더...	무한의 계단
워드 퍼즐	애니팡2	피망 포커	한게임 신맛고	피망 뉴맛고	50대	피망 뉴맛고	한게임 신맛고	쿠키런:킹덤	브롤스타즈	카트라이더...	
고스톱 PLUS	ROBLOX	브롤스타즈	한게임 신맛고	피망 뉴맛고	60대+	피망 뉴맛고	브롤스타즈	한게임 신맛고	ROBLOX	쿠키런:킹덤	

출처: IGAWorks, Mobile Index, SMIC 4팀

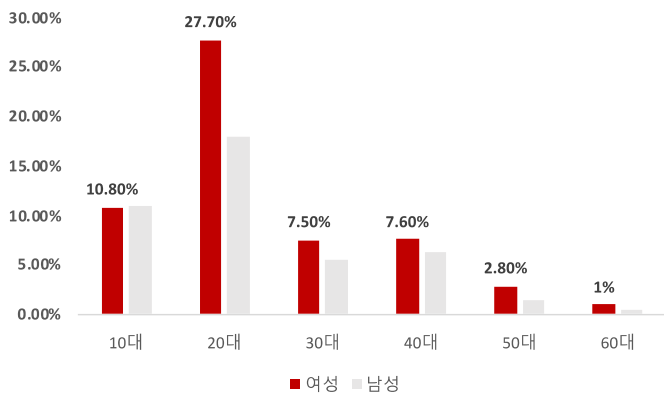
닐슨코리아 ‘모바일 게임 이용자 분석’에 의하면, 남녀 모두 모바일 게임을 하는 이유는 비슷하다. 남성 여성 모두 스트레스를 해소하고(1위) 성취감을 느끼기 위해(2위) 게임을 한다. 그러나 현금을 결제하는 이유에 있어서는 성별 간 차이가 있었다. 남성은 ‘다른 유저보다 높은 능력치를 갖기 위해서’ (1위), ‘게임의 빠른 진행을 위해서’ (2위) 모바일 게임에 현금 결제를 한 반면, 여성은 ‘유료 캐릭터를 획득하기 위해서’ (1위), ‘게임을 좀 더 오래하고 싶어서’ (2위) 결제한 것으로 밝혀졌다.

구체적인 결제 금액으로, 남성은 15,083원 여성은 12,192원을 평균적으로 지출한다. 추가적으로, 게임을 위해 1만원 이상 결제한 경험이 있는 사람들에게 월 최대 결제 가능 금액을 질문했을 때, 25-29세 여성 113,500원 / 25-29세 남성 74,855원으로 차이를 보였다.

표면적인 통계에 숨겨져 있는 여성 게이머들의 니즈는 다음과 같이 분석할 수 있다. 남성 게이머들에게 있어서는 경쟁 심리가 현금 결제로 이어지는 반면, 여성 게이머들은 자체적인 만족을 느끼기 위해 게임 내 결제를 한다는 것이다. **나아가, 그러한 니즈를 충족시켜주는 게임에 있어서는 여성 게이머들의 충성도와 최대 결제 금액이 높다.**

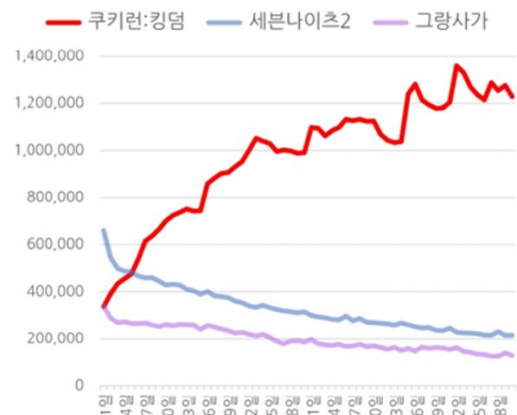
여성 게이머들은 인당 결제금액이 적고, 게임 선택이 상당히 까다로운 반면, 일단 정착하면 좀처럼 떠나지 않는다는 특성을 지닌다. **이러한 여성 게이머들의 특징은 “쿠키런: 킹덤”의 지표와 일치한다.** 1) 킹덤의 ARPU는 6,500원 수준으로 RPG 평균 35,505원에 비해 낮지만, 2) 출시 직후 사용자가 급격하게 감소하는 기존 RPG와 달리 킹덤의 DAU는 출시 후 꾸준히 상승하고 있다. 이러한 지표는 다른 RPG 게임에 비해 높은 여성 게이머 비중에 의해 설명이 가능하다. 그렇다면 “쿠키런: 킹덤”은 어떻게 여성 게이머들을 사로잡을 수 있었을까?

그림 3-14. “쿠키런: 킹덤” 사용자 구성 현황



출처: IGAWorks, Mobile Index, SMIC 4팀

그림 3-15. 주요 모바일 RPG 출시 후 60일 DAU 현황



출처: IGAWorks, Mobile Index

앞서 밝혔듯이, “쿠키런: 킹덤”의 게임 시스템이 장기적인 게임 플레이를 유도하는 구조로 설계되어 있다는 점을 제외하고도, 오랫동안 게임을 즐기고 싶은 니즈를 지닌 여성 게이머들을 끌어당기는 요소가 있다. 바로 **매력적이고 풍부한 “쿠키런 IP”이다.**

“쿠키런: 킹덤”은 쿠키런 IP의 연장선 상에 놓인 작품으로 게임성과 스토리가 전작과 연결된다. “쿠키런: 킹덤”의 전투 RPG 모드에서는 쿠키들이 일자로 전진하며 적과 배틀하는 방식인데, 이는 화면 오른쪽으로 전진하며 코인을 모으는 “쿠키런: 오븐브레이크”의 게임성과 유사하다.

나아가, “쿠키런: 오븐 브레이크”가 쿠키들이 마녀의 오븐을 탈출하는 이야기였다면, “쿠키런: 킹덤”은 탈출한 쿠키들이 모험을 떠나며 자신들의 왕국을 세우는 이야기다. **현재 즐기고 있는 게임의 IP가 일회성 IP가 아닌 스토리의 연속성이 유지되는 IP라는 점은 게임을 오랫동안 즐기고 싶은 여성 게이머들의 니즈와 합치된다.** IP의 연속성은 현재 게임에 투자하고 있는 시간과 돈이 일회적으로 사라지는 것이 아니라 지속적으로 유지될 것이라는 기대를 형성한다는 측면에서 긍정적인 효과를 지닌다.

또한, “쿠키런: 킹덤에게는 아직 많은 콘텐츠 공급이 남아있다. 전작 “쿠키런: 오븐브레이크”에 출시되었던 130여 개의 쿠키 중 “쿠키런: 킹덤”에 등장한 쿠키는 현재까지 총 44개다. 킹덤이 제공할 수 있는 최대의 게임 경험을 1이라고 했을 때, 아직 절반도 공개되지 않은 것이다. 또한, 신규 쿠키 업데이트가 있었던 2월 5일(구미호맛 쿠키 출시), 3월 6일(슈크림맛 쿠키, 라떼맛 쿠키 출시), 4월 8일(퓨어바닐라 쿠키 출시) 당시 높은 DAU 성장률을 기록했던 것을 통해 신규 콘텐츠 업데이트는 DAU 및 매출 확대에 이어질 것으로 기대된다.

동사의 경영진 역시 쿠키런IP의 중요성을 인지하고 있다. “쿠키런: 킹덤”에서는 시리즈 최초로 모든 쿠키에 국내 정상급의 성우진을 캐스팅하여 캐릭터성을 강화하는데 초점을 맞추고 있다. 동사가 모든 쿠키를 디자인할 때 백업스토리까지 설계하기 때문에 모든 쿠키들은 개성 있는 디자인과 유일한 백업스토리를 가지고 있다. 이러한 캐릭터성은 각 쿠키의 성격에 맞는 성우를 배정함으로써 강화되었다. 실제로 팬 커뮤니티에서는 성우진, 캐릭터 팬아트, 캐릭터 관계성에 대한 2차 창작물이 적극적으로 공유되며 게이머들은 자유롭게 쿠키런 IP를 총체적으로 즐기고 있다. 이는 “쿠키런: 킹덤”에 대한 애정과 몰입도를 높이는 동시에 쿠키런 IP의 가치 상승에 기여한다.

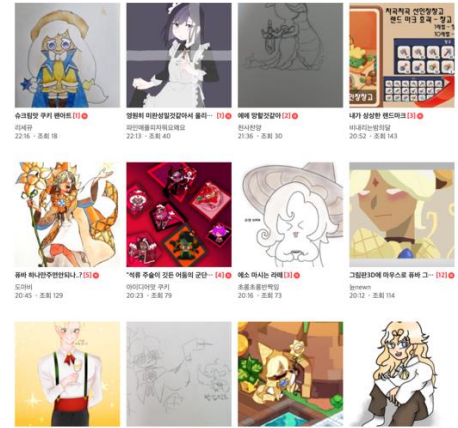
동사는 풍성하고 매력적인 쿠키런 IP에 기반한 지속적인 콘텐츠 업데이트를 계획하고 있다. 이는 오랫동안 게임을 즐기고 싶은 여성 게이머들의 니즈를 충족할 것이며, 궁극적으로 “쿠키런: 킹덤”의 장기적인 흥행으로 이어질 것이다.

그림 3-16. “쿠키런: 킹덤” 성우 관련 유튜브 콘텐츠



출처: Youtube

그림 3-17. “쿠키런: 킹덤” 네이버 카페 팬아트



출처: 네이버 카페

3.2.3. 국내 시장의 장기 집권 + 글로벌 모멘텀이 기대된다!

마지막으로, “쿠키런: 킹덤”의 해외 시장 전망에 대해 살펴보도록 하겠다. “쿠키런: 킹덤”은 국내에서 엄청난 흥행을 기록하고 있지만, 해외 시장에서는 동남아 일부 지역을 제외하고는 반응이 미미한 것이 사실이다. 하지만 이는 미비한 콘텐츠에서 기인한다.

현재 “쿠키런: 킹덤”은 영어, 한국어, 일본어, 태국어, 중국어를 지원 언어로서 제공하고 있지만, 음성은 오직 한국어만 지원되고 있다. 앞서 언급했듯이, 1) 쿠키런IP의 캐릭터성과 2) 캐릭터성을 강화한 전문 성우진이 흥행에 주요한 요인으로 작용한다는 점에서 자막으로만 처리되고 있는 글로벌 버전의 “쿠키런: 킹덤”은 온전한 작품이라고 보기 어렵다.

하지만 동사는 DAU와 ARPU를 끌어올릴 대규모 업데이트와 일본어 및 영어 전문 성우 캐스팅을 준비하고 있다. IR에 문의한 결과, 동사는 2Q21 혹은 3Q21에 대규모 업데이트와 글로벌 성우 업데이트를 동시에 런칭할 계획이다. 이는 **궁극적으로 국내 시장의 압도적인 지위를 유지하는 동시에 해외 시장의 매출 성장으로 이어질 것으로 전망한다.**

매출액 기준, 우리나라보다 시장 규모가 큰 모바일 게임 시장은 순서대로 중국, 미국, 일본이다. 한한령이 해제되지 않는다는 전제로, “쿠키런: 킹덤”이 공략할 수 있는 유의미한 시장은 미국과 일본이다. 실제로 동사는 해외 서비스 관련 인력을 확충하고 있으며, 이와 관련한 비용은 1Q21에 반영되었다.

먼저, 미국의 게임 시장은 전통적으로 콘솔 게임이 강세를 보이는 가운데, 모바일 게임에 있어서는 남성(37%)보다 **여성(63%) 비중이 높다는 특징을 보인다.** 또한, 모바일 게임 산업에서 여성의 인앱 결제 비율이 남성보다 36% 높으며, 매일 모바일 게임을 즐기는 여성도 남성보다 47% 높아 중요한 소비자로 인식되고 있다. 또한, **앱내 결제가 국내 RPG 평균인 52%보다 월등히 높다(74%)는 특징을 보이며,** 모바일, PC, 콘솔 등 다양한 플랫폼으로 즐길 수 있는 크로스플랫폼 게임이 인기를 끈다는 특징이 있다.

따라서, 강한 여성향성, 관대한 결제 비율, 크로스플랫폼 선호성향을 보이는 미국 시장 공략으로 기대되는 효과는 1) “쿠키런: 킹덤”의 해외 로컬라이징을 통한 폭발적인 매출 모멘텀과 2) 4Q21에 크로스플랫폼(스팀=>모바일)으로 출시하는 차기작 “쿠키런: 오븐스 매쉬”에 대한 IP 선호도를 미리 올려두는 효과이다. 차기작에 대해서는 투자포인트2에서 구체적으로 후술하도록 하겠다.

추가적으로, 일본의 모바일 게임 시장은 1) RPG 장르의 강세와 2) 게이머들이 한 가지 게임을 오래 즐기는 경향은 “쿠키런: 킹덤”에게 유리하게 작용할 것이다. 마지막으로, 쿠키런IP를 활용한 게임의 누적 글로벌 다운로드 수가 1억에 육박한다는 점에서 미국과 일본 시장 모두에서 IP 레버리지 효과를 기대할 수 있다. **글로벌 모멘텀의 실질적인 규모는 해외 로컬라이징 업데이트가 출시되는 3Q21에 본격적으로 확인할 수 있을 것으로 전망한다.**

3.3. 소결

지금까지의 논의를 한마디로 정리하면, “쿠키런: 킹덤”의 현재 흥행은 앞으로 지속될 크고 아름다운 성공의 시작에 불과하다는 것이다. 이는 1) 장기적인 게임 경험에 최적화된 게임 시스템, 2) 충성도가 높고 생애 주기가 긴 여성 게이머들을 사로잡은 매력적이고 풍성한 쿠키런 IP, 3) 로컬라이징 이후 실현될 폭발적인 글로벌 모멘텀에 의해 이루어질 것이다.

3.5 매출 추정

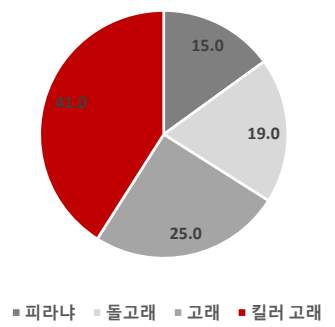
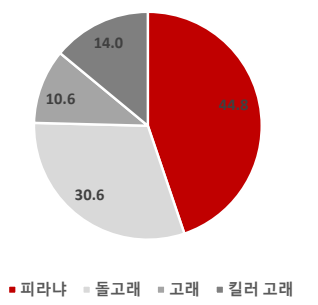
‘쿠키런: 킹덤’의 2021년 매출 추정 논리는 다음과 같다. 기본 추정 식은 다음과 같다.

[유저 유형별 월평균 DAU*유저 유형별 월평균 ARPDAU = 월 매출액]

1) 매출을 추정에 앞서 게임 결제 유저를 결제 금액에 따라 유형을 분류하였다.

일반적으로 거래 모형에 따라 모바일 게임 결제 유저를 분류할 수 있다. 거래 모형에 따르면 저과금 유저는 피라냐, 중과금 유저는 돌고래, 고과금 유저는 고래, 초고과금 유저는 킬러 거래로 정의된다. 모바일 인덱스 보고서에 따르면 RPG 장르의 피라냐는 44.8%, 돌고래는 30.6%, 고래는 10.6%, 킬러는 14.0%이다. 이때, 거래 모형은 결제 유저만을 대상으로 비율을 추정한다.

그림 3-18. RPG 장르 내 거래 모형 분포도 (단위: %) **그림 3-19. 거래 모형에 따른 매출 기여도 (단위: %)**



출처: Mobile Index, SMIC 4팀

출처: Mobile Index, SMIC 4팀

2) 2021/1 ~ 2021/3 의 DAU 그래프는 실제 그래프를 사용하였으며, 이후 2021 년 DAU 추정 그래프는 동사의 전략 '쿠키런 for Kakao'의 DAU 그래프 개형을 참고하였다.

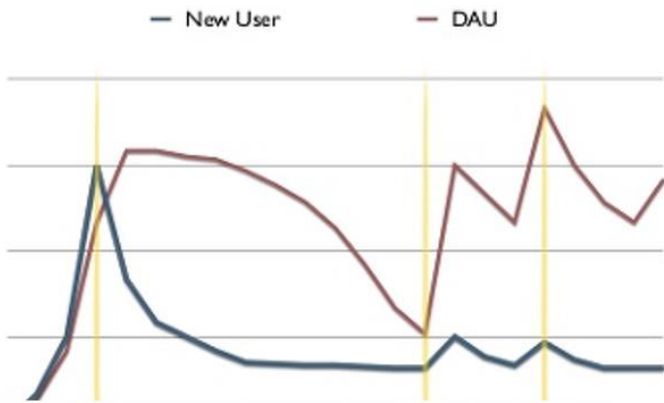
'쿠키런: 킹덤'의 출시일부터 3 월까지의 DAU 추이를 보면 여타 RPG 게임과 달리 증가하는 양상을 보인다. 이는 '쿠키런: 킹덤'이 여타 RPG 게임과 대비되는 이용자 분포를 띠기 때문이다. 나아가, '쿠키런 for Kakao'의 경우 출시 11 일까지 '쿠키런: 킹덤'의 DAU 그래프 개형 상승세와 유사하다. 따라서, 두 게임의 유저층이 동질적이므로, DAU 그래프가 유사한 개형으로 움직일 것이라 추정하였다.

'쿠키런 for Kakao'는 출시 11 일 이후 완만하게 하락하다가 시즌 2 업데이트, 연휴 이벤트 등 대규모 게임 이벤트가 일어날 경우 기존 상한점을 넘어 DAU 가 증가하는 양상을 보인다. '쿠키런: 킹덤'의 경우 IR 을 통해 해외 더빙 업데이트를 포함한 대규모 콘텐츠 업데이트가 2~3 분기에 예정되어 있음을 알 수 있었다. 보수적으로 대규모 업데이트를 3 분기 마지막 달인 9 월로 잡고 DAU 가 9 월에 폭등할 것으로 잡았다.

이와 같은 요인을 고려하여 '쿠키런 for Kakao' DAU 그래프를 일정 기간 별로 로그 함수를 구해 '쿠키런: 킹덤' DAU 그래프에 적용하였다.

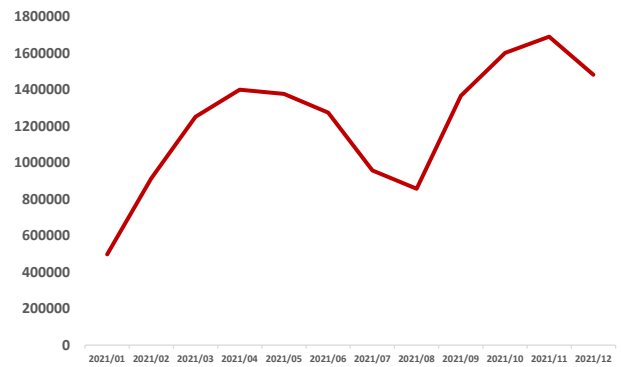
3) 2021 년 전체 DAU 그래프를 구한 뒤 월별로 평균 DAU 를 구했다.

그림 3-20. '쿠키런 for Kakao' DAU 추이



출처: NEXON

그림 3-21. '쿠키런: 킹덤' 월평균 DAU 개형 추정



출처: SMIC 4팀

4) 고래 모형에 따라 피라냐, 돌고래, 고래, 킬러 고래로 월평균 DAU 를 유저별로 나누어 유저 유형별 월평균 DAU 를 산출하였다.

5) 공시된 국내 3 월 매출 총액을 활용하여 유저 유형별 평균 ARPDAU 를 산출하였다.

모바일 인덱스 보고서에 따르면 게임의 전체 매출에 피라냐는 15%, 돌고래는 19%, 고래는 25%, 킬러 고래는 41% 기여한다. 한편, 모바일 인덱스에 따르면 '쿠키런: 킹덤'의 국내 3 월 매출 총액은 200 억 2472 만 원이다.

[3 월 매출 총액/31*유저 유형별 매출 기여 비중/월평균 DAU = 유저 유형별 월평균 ARPDAU]

유저 유형별 월평균 DAU 를 이용하여 유저 유형별 평균 ARPDAU 를 구한 결과 피라냐 1716 원, 돌고래 3183 원, 고래 12091 원, 킬러 고래 15013 원이었다.

6) 기본 추정식을 활용하여 월별 매출액을 산출하였다.

1, 2 월의 경우 런칭 초창기인만큼 유저 유형별 평균 ARPDAU 에 공통적으로 2 배 할증해주었다.

7) 월별 매출액을 각각 더해 분기별 매출액을 산출하였다.

8) 전체 매출 60% 국내 매출, 40% 해외 매출은 변하지 않는다는 가정 하에 2021 년 매출을 추정하였다.

위와 같은 논리로 추정된 '쿠키런: 킹덤'의 2021 년 분기별 매출은 다음과 같다.

(단위: 백만 원)		21 1Q	21 2Q E	21 3Q E	21 4Q E
쿠키런 킹덤	국내	51,882	63,042	49,880	75,032
	해외	33,618	40,849	32,321	48,619
	합계	85,500	103,891	82,201	123,651

4. 투자포인트 2 : 쿠키런 IP, 아직 열 발 남았다

4.0. 쿠키런은 슈퍼마리오가 될 수 있을까

"모바일 게임을 넘어 슈퍼마리오처럼 전세계 사람들에게 사랑과 관심을 받는 모바일 콘텐스로 성장하고 싶습니다."

상장 당시 대표가 밝힌 포부 : "쿠키런 = 슈퍼마리오"

2014년 9월 동사의 코스닥 상장을 앞두고 이지훈 대표가 밝힌 포부다. 약 6년이 지난 지금, '쿠키런: 킹덤'의 엄청난 흥행은 동사가 꿰은 이러한 꿈에 한발짝 다가서게 해주었다. 그리고 우리는 쿠키런이라는 IP가 반짝 유행으로 그치는 것이 아니라, 슈퍼마리오처럼 오랜 시간 사랑받는 캐릭터가 될 것이라는 점을 보이고자 한다.

'슈퍼마리오'를 꿈꾸는 동사의 미래를 그려는 투자포인트 2

앞서 투자포인트 1에서는 '쿠키런: 킹덤'의 폭발적인 인기가 올해 내내 지속될 것임을 밝혔다. 이어서 투자포인트 2에서는 쿠키런 IP를 활용한 후속작의 성공 여부, 그리고 타 분야로의 확장 가능성까지 점검하면서 한국의 '슈퍼마리오'를 꿈꾸는 동사의 미래를 그려나가고자 한다.

4.1. 슈퍼마리오의 성공 스토리, 쿠키런도 따라간다

4.1.1. 슈퍼마리오의 History

닌텐도의 대표 IP인 슈퍼마리오

슈퍼마리오는 세계 최대 게임사 중 하나인 닌텐도의 가장 대표적인 IP이다. 닌텐도는 1889년 화투 제작사로 출발하여 1960년대 택시, 유모차, 완구 등으로 사업 확장을 시도하였는데, 사업이 잘 되지 않아 난항을 겪고 있었다. 이후 1970년대에 비디오 게임 사업에 뛰어들었는데, 이때 갓 입사한 디자이너 야모토 시게루가 내놓은 첫 작품이 바로 '동키콩'이다. 동키콩은 북미에서 히트를 치게 되고 닌텐도를 연 매출 1억 달러 이상의 기업으로 올려 놓는다. 그리고 동키콩에서 등장한 캐릭터 중 하나가 바로 마리오다.

슈퍼마리오 = 세계에서 가장 많이 팔린 게임 시리즈

마리오는 이후 1985년 '슈퍼마리오 브라더스'가 출시되면서 별도의 타이틀로 독립하게 된다. '슈퍼마리오 브라더스'는 전세계적으로 엄청난 인기를 끌고 약 4800만 장이 팔리면서 닌텐도를 지금의 독보적인 위치로 올려 놓는다. 이어서 출시된 슈퍼마리오 월드, 마리오 카트, 마리오 스포츠 등 슈퍼마리오 IP를 활용한 다른 포맷의 게임도 계속해서 큰 성공을 거두면서 슈퍼마리오는 세계에서 가장 많이 팔린 게임 시리즈로 자리 잡게 된다.

4.1.2. 슈퍼마리오는 왜 오랫동안, 전세계 사람들에게 사랑받는 IP가 되었나?

슈퍼마리오는 출시된 이후부터 지금까지도 남녀노소 모두에게 가장 인기 있는 게임 캐릭터 중 하나이다. 본 보고서에서는 슈퍼마리오가 이처럼 강력한 게임 IP로 거듭나게 된 요인을 세 가지로 정리하고자 한다.

성공 요인 1: 귀엽고 개성 있는 캐릭터

첫째는 귀엽고 개성 있게 설계된 캐릭터이다. 슈퍼마리오에 등장하는 마리오, 요시, 쿠파

등의 캐릭터들은 각각의 개성이 살아있어 겉모습만으로도 각 캐릭터를 구별하고 그 특징을 직관적으로 파악할 수 있다. 그리고 어린이들에게도 쉽게 다가갈 수 있도록 애니메이션 형식의 작화 방식을 채택하여, 귀여우면서도 모두가 친근감을 느낄 수 있도록 캐릭터를 설계하였다.

성공 요인 2: 단순하고 흥미로운 스토리

둘째는 **단순하면서도 흥미를 끄는 스토리라인**이다. 슈퍼마리오는 평화로운 버섯 왕국을 침공한 쿠파 군단에게 납치된 피치 공주를 마리오가 구한다는 기본 스토리를 갖고 있다. 이 스토리는 '슈퍼마리오 브라더스 시리즈'에서 반복 혹은 변형되어 차용되며, 버섯 왕국에서 시작해 최종 보스인 쿠파를 만나기까지 마리오의 여정을 그리는 방식으로 게임 플레이어의 몰입도를 더욱 높인다. 복잡한 세계관을 지닌 여타 게임과는 달리 누구나 쉽게 이해할 수 있어 진입장벽을 낮추면서도 반복하여 쓰일 수 있는 스토리인 것이다.

성공 요인 3: 쉬운 조작과 뛰어난 게임성

셋째는 **조작하기 쉬우면서도 게임에 빠져들게 만드는 뛰어난 게임성**이다. 슈퍼마리오 브라더스는 패미컴, 게임보이 등 닌텐도에서 발매한 게임기의 타이틀로 출시되었으며, 각 게임기는 십자 버튼과 A, B 두 개의 버튼으로 조작이 가능하다. 슈퍼마리오 역시 이에 맞게 이동, 점프, 공격 등 기본적인 조작법만으로 쉽게 플레이가 가능해 누구든지 금세 게임을 익힐 수 있다. 그리고 훌륭한 타격감, 하수구, 물음표 박스와 같이 호기심을 자극하는 게임 내 구성 요소, 효과음 등 게임성 또한 매우 뛰어나다고 평가받는다.

그림 4-1. 슈퍼마리오에 등장하는 캐릭터



출처: Amazon

그림 4-2. 닌텐도 패미컴



출처: 아시아경제

성공 요인 세 가지는 포켓몬스터에서도 확인 가능

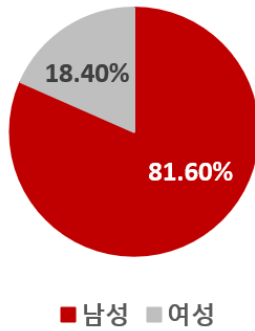
앞서 서술한 세 가지 요소가 오랜 기간 동안 전 연령대에 걸쳐 게임 IP가 사랑 받기 위한 조건이라는 점은 슈퍼마리오 다음으로 많은 판매량을 기록하며 크게 흥행한 IP인 포켓몬스터를 통해서도 확인할 수 있다. 포켓몬스터 역시 귀여운 캐릭터, 모험을 다니며 포켓몬을 수집한다는 단순한 스토리, 몇 개의 버튼만으로 플레이 가능한 간단한 조작법과 훌륭한 게임성을 지니고 있어 지금의 위치에 오를 수 있었던 것으로 풀이된다.

리니지: 성공 요인을 충족시키지 못하여 신규 유입 X

이러한 점은 특정 성별 및 연령층에서만 인기가 많은 IP인 리니지와 비교하면 더욱 명확하게 드러난다. 리니지는 성인 남성을 타겟으로 한 그림체와 동명의 만화를 원작으로 한 만큼 방대한 세계관, 그리고 복잡한 조작법 등으로 인해 기존 유저들의 충성도는 높더라도 더 폭넓은 연령층과 성별의 유저들을 포섭하는 데는 실패하면서, 신작 및 모바일 버

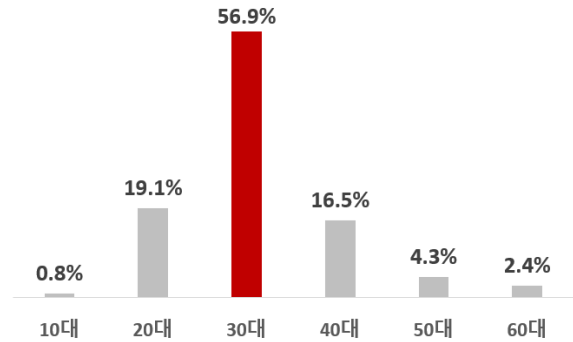
전 출시에도 신규 유입은 미미한 상황이다.

그림 4-3. 리니지M 유저 성비



출처: 모바일인덱스, SMIC 4팀

그림 4-4. 리니지M 유저 연령비



출처: 모바일인덱스, SMIC 4팀

4.1.3. 성공 요소를 모두 갖춘 쿠키런

동사의 쿠키런은 상술한 '오랫동안 모든 사람들에게 사랑받는 IP'가 되기 위한 세 가지 조건을 모두 충족시키는 IP이다. 각각의 조건별로 쿠키런의 특징을 살펴보자면 다음과 같다.

귀엽고 개성이 살아 있는 여러 쿠키들

먼저 쿠키런은 귀여우면서 각각의 개성이 살아있는 여러 캐릭터(쿠키)를 보유하고 있다. '쿠키런: 오븐브레이크'를 기준으로 용감한 쿠키, 딸기맛 쿠키 등 총 132개의 쿠키가 출시된 상태이며, '쿠키런: 킹덤'에서도 현재까지 출시된 44개의 쿠키에 더해 **순차적으로 새로운 쿠키가 추가될 예정이다**. 쿠키의 유형이 방어형, 돌격형, 지원형 등으로 분류된 쿠키런 킹덤에서는 각 쿠키가 지니는 차별성이 더욱 명확히 드러나며, 계속해서 업데이트 되는 쿠키는 유저들의 수집욕을 자극한다.

각각의 스토리를 지닌 쿠키에 유저들이 반응함

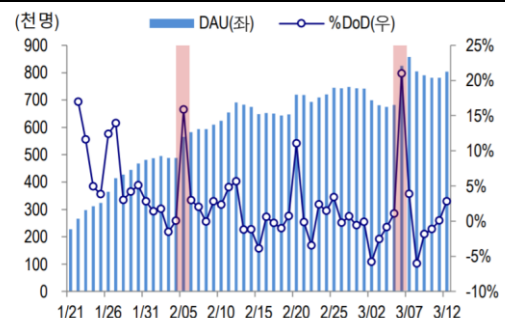
실제로 '쿠키런: 킹덤'에 등장하는 쿠키들은 각각의 스토리를 갖고 있으며, 유저들은 이러한 스토리에 **감응하고 새로운 쿠키가 등장할 때 게임에 높은 관심을 보인다**. 예컨대 구미호맛 쿠키는 '원래 동물모양 마시멜로였는데 쿠키가 되기를 너무나 동경한 나머지 900일 동안 밀가루와 버터만 먹어 쿠키로 둔갑한' 캐릭터이다. 그리고 이처럼 개성을 지닌 쿠키가 새로이 업데이트될 때 '쿠키런: 킹덤'의 DAU 또한 상승한다.

그림 4-5. 날짜별 출시 쿠키

날짜	출시 쿠키
2021년 02월 05일	구미호맛 쿠키
2021년 03월 06일	슈크림맛 쿠키, 라떼맛 쿠키

출처: SMIC 4팀

그림 4-6. "쿠키런: 킹덤" DAU 추이



출처: Mobile Index, KTB투자증권

단순하고 흥미로운 세계관

다음으로 쿠키런은 **단순하면서도 계속해서 이어지는, 흥미로운 세계관**을 지니고 있다. '쿠키런: 오븐브레이크'는 마녀의 오븐에서 탈출한 쿠키들이 마녀로부터 도망친다는 스토리이며, '쿠키런: 킹덤'은 탈출에 성공한 쿠키들이 어떻게 왕국을 구축하고 사는지에 관한 스토리이다. 이처럼 **단순한 스토리는 직진성을 지닌 게임의 구조와 어우러지면서 몰입도를 높인다.**

매우 간단한 조작과 뛰어난 게임성

마지막으로 쿠키런은 **간단한 조작법과 뛰어난 게임성**을 갖고 있다. '쿠키런: 오븐브레이크'의 경우 점프와 슬라이드라는 두 개의 버튼만 사용하여 플레이하는 게임이고, '쿠키런: 킹덤' 또한 쿠키를 클릭하여 스킬을 사용하는 것 외에는 특별한 조작이 요구되지 않는다. 이처럼 쉽게 조작이 가능하면서도 게임의 몰입도 또한 높아 '쿠키런: 킹덤'의 경우 일일 평균 플레이 시간이 91분에 달한다.

그림 4-7. '쿠키런: 오븐브레이크' 플레이 화면



출처: 게임뷰

그림 4-8. '쿠키런: 킹덤' 플레이 화면



출처: Bignox.com

앞으로 출시될 게임에서도 성공 이어 나가야

이처럼 쿠키런은 슈퍼마리오, 포켓몬스터와 같은 IP가 되기 위한 조건을 모두 갖추고 있다. 그리고 앞으로 쿠키런이 슈퍼마리오처럼 오랫동안 사랑 받는 게임 IP가 되기 위해서는 '쿠키런: 킹덤'에서 거둔 엄청난 성공을 앞으로 출시될 게임에서도 이어 나갈 수 있어야 한다. 따라서 현재 동사가 그려 나가고 있는 쿠키런의 보다 구체적인 미래를 뒤이어 서술하고자 한다.

4.2. 차기 신작 '쿠키런: 오븐스매쉬'의 성공 확률 ↑

본 보고서의 논리에 따르면 동사의 '쿠키런: 킹덤'은 성공적으로 데뷔해 현재 대중들에게 매우 큰 사랑을 받고 있으며, 쿠키런 IP는 과거 대성한 IP들의 특징을 모두 보유하고 있다. 이에 따라 동사의 차기 신작인 '쿠키런: 오븐스매쉬' 또한 대중들에게 큰 사랑을 받을 것이며, 향후 동사의 매출을 책임질 수 있을 것으로 기대한다.

4.2.1. '쿠키런: 오븐스매쉬', 어떤 게임인가?

"쿠키런: 오븐스매쉬" = 3D 슈팅 게임

"쿠키런: 오븐스매쉬"는 슈팅 기반의 실시간 대전 게임이다. 기존의 쿠키런 IP 게임들은 단순한 2D 형식으로 출시됐지만, 이번 "쿠키런: 오븐스매쉬"에서는 쿠키런 캐릭터들을 최초로 3D로 구현하게 된다. 즉, 다소 밋밋했던 그래픽에서 더욱 입체적이고 생동감 있

는 캐릭터를 즐길 수 있어 유저들이 더욱 몰입하여 플레이를 할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 4-9. 동사의 "쿠키런: 오븐스매쉬"



쿠키런: 오븐스매시

- 쿠키런 IP 최초의 3D 그래픽 사용한 쿼터뷰 장르의 캐주얼 슈팅게임
- 다양한 쿠키, 스킬을 활용하여 실시간 매칭으로 팀플레이, 대전 플레이 가능
- 2021년 하반기 스팀(STEAM) 플랫폼 출시

출처: 동사 IR 자료

**"쿠키런: 오븐스매쉬"
→ 브롤스타즈와 유사**

'쿠키런: 오븐스매쉬'는 3D 슈팅 기반 실시간 대전 게임이라는 점에서 슈퍼셀의 '브롤스타즈'와 게임성이 매우 유사하다. 실제로 동사 IR에 따르면 '쿠키런: 오븐스매쉬'는 슈퍼셀의 브롤스타즈를 벤치마킹하여 개발 중에 있다. 아직 '쿠키런: 오븐스매쉬'에 대해 알려진 정보가 많이 없지만 슈퍼셀의 브롤스타즈와 비슷한 게임이라는 점에서 브롤스타즈 분석을 통해 동사의 차기 작품이 대략 어떤 게임인지 유추해보고자 한다.

브롤스타즈는 2018년 슈퍼셀이 출시한 멀티플레이어 온라인 배틀 아레나(MOBA) 탑뷰 슈팅 게임이다. 해당 게임은 출시 한 달 만에 대중들에게 큰 사랑을 받았으며, 한 달 누적 매출로만 대략 \$6300만 달러(700억원) 이상의 수익을 벌어들였다.

**모바일에 최적화된
브롤스타즈의 성공**

슈팅 장르는 조작의 어려움 때문에 PC 및 콘솔 게임으로 최적화된 장르라는 인식이 높았으며 실제로 모바일에서 성공한 사례가 많이 없었다. 하지만 브롤스타즈는 깔끔한 그래픽, 모바일에 최적화된 게임 진행 방식 그리고 슈팅 게임에 필요한 좋은 핑(Ping) 및 타격감을 살려 선풍적인 인기를 끌었다.

그림 4-10. 브롤스타즈 캐릭터



출처: 브롤스타즈, SMIC 4팀

그림 4-11. 브롤스타즈 조작 방법



출처: 브롤스타즈, SMIC 4팀

이외에도 브롤스타즈는 귀여운 캐릭터, 흥미로운 모드를 통해 유저들의 사랑을 받았다.

게임 전문가들에 의하면, 아기자기하고 개성 넘치는 캐릭터들이 전 연령대에 걸쳐 인기를 끌었다는 점이 브롤스타즈의 큰 성공 요인이라고 분석했다. 동사의 쿠키 캐릭터들 또한 매우 귀여운 특성을 지니고 있으며 브롤스타즈 캐릭터 만큼이나 큰 사랑을 받는 중이다.

브롤스타즈의 문제점 및 비판

하지만 브롤스타즈도 현재 유저들 사이에서 문제점 및 비판들이 하나 둘씩 나오고 있다. 유저들이 가장 많이 호소하는 브롤스타즈의 큰 단점은 1) 게임 중 소통 기능이 없다는 것, 2) 유저 맵이 지극히 한정적이라는 것 그리고 3) 헤비유저의 비율이 높아 진입장벽이 높다는 점이다. 동사가 브롤스타즈를 벤치마크해서 신작을 개발하는 만큼 이 같은 **고객의 니즈를 잘 파악하여 신규 작품을 출시한다면 충분히 시장의 주목을 받을 수 있을 것**으로 전망한다.

'쿠키런: 오븐스매쉬'로의 신규 유입 기대

동사의 차기 신작은 성공한 쿠키런 IP를 활용한 트렌디한 **모바일 슈팅 장르**라는 점에서 내년 1분기 출시와 함께 높은 흥행 가능성을 점칠 수 있다. 이 뿐만 아니라 브롤스타즈의 유저 중 헤비유저 비율이 높아 진입장벽이 있는 만큼, 모바일 슈팅 게임에 진입하고자 하는 초기 유저들은 동사의 신규 게임으로 상당수 유입될 것으로 판단한다.

지금까지는 1) 동사의 IP가 얼마나 무궁무진한 가능성을 가지는지와 2) 동사의 차기 작품이 어떤 장르에 속하는지에 대해 서술하였다. 하지만 게임의 흥행은 오로지 좋은 IP와 게임의 장르로만 결정된다고 볼 수 없다.

IP 뿐만 아니라 게임성 역시 중요

실제로 기존의 IP를 활용해 신작을 발표할 경우 대부분의 게임이 초기에 시장의 주목을 받는다. 하지만 **기존의 IP 활용은 초기에 진입장벽을 낮춰주는 역할**을 하며, 고객이 **지속적으로 게임을 하게 만드는 요인은 결국 게임성**이다. 쉽게 말해 게임 IP도 중요하지만, 결국에는 게임성이 게임의 지속가능한 흥행을 이끈다. 이러한 점을 '유명 IP 활용 + 장르 전환'에 해당하면서 성공 및 실패한 사례를 각각 이어 제시하면서 보이고자 한다.

4.2.2. IP 활용 성공 사례: 슈퍼셀의 클래시 오브 클랜 → 클래시 로얄

탁월한 게임성으로 성공한 클래시 오브 클랜

슈퍼셀의 클래시 오브 클랜은 2012년 출시된 슈퍼셀의 5번째 게임이며, 군대를 꾸려 적의 마을을 공격하고, 본인 마을에 방어 건물을 배치해 적의 공격을 방어하는 **실시간 전략 게임**이다. 해당 게임의 가장 큰 성공 요인은 방어타워들의 위치와 공격 유닛들의 조합 및 공격 경로에 따라 판이하게 승패가 갈리는 전략성이다. 즉, 유저들은 본인만의 전략을 세워 공격과 방어를 진행함으로써 해당 전략이 성공했을 때 유저들에게 쾌감을 유발한다. 클래시 오브 클랜의 탁월한 게임성은 대중들에게 사랑을 받았으며, 이는 현재까지도 유지되고 있다.

그림 4-12. 클래시 오브 클랜



출처: COC, SMIC 4팀

그림 4-13. 클래시 로얄



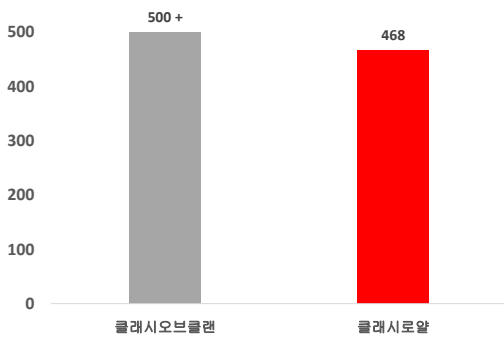
출처: COR, SMIC 4팀

**클래시 IP를 활용한
클래시 로얄 역시 성
공**

2015년, 슈퍼셀은 클래시 IP를 활용한 새로운 장르의 게임인 클래시 로얄을 출시했다. 클래시 로얄은 카드를 수집해서 덱을 구성하고 다른 유저들과 겨루는 실시간 전략 카드 게임이다. 클래시 로얄은 유저 간의 1대1 대결로 3분 안에 전투가 끝나는 간단한 게임이지만, 짧은 시간 내에 상대방의 전력을 분석해 카드를 활용해야 하는 고도의 전략이 필요한 게임이다. 플레이어는 각자 획득한 카드를 토대로 자신만의 조합으로 상대방을 공격하고 자신의 진영을 방어하는 게임 전략을 수립해 전세계 유저들과 실시간 전투를 즐긴다. 슈퍼셀은 클래시 오브 클랜에서의 게임성은 그대로 살리고 게임의 장르만 바꿈으로써 대중들의 마음을 사로잡았다.

실제로 두 게임의 누적 다운로드 수를 비교했을 때, COC는 전세계적으로 500+ million 다운로드, 클래시 로얄 또한 468 million 다운로드 수를 기록한 바 있다. 뿐만 아니라, 클래시 로얄의 이용자 수는 15년도 출시 이후 17년까지 지속적으로 Heavy, middle, light 등 모든 부문의 유저 수가 지속적으로 우상향하여 성공적인 차기작으로 평가할 수 있다.

그림 4-14. COC & COR 누적 다운로드 수 (단위: million)



출처: 슈퍼셀, SMIC 4팀

그림 4-15. COR의 이용자 수 추이



출처: COR & Game Y, SMIC 4팀

요약하자면, 클래시 오브 클랜에서 클래시 로얄로의 확장은 매우 성공적이며, 그 이유는 1) 클래시오브클랜의 탄탄한 IP와 2) 게이머들이 게임에 몰입할 수 있는 게임성을 모두 갖추었기 때문인 것으로 정리할 수 있다.

4.2.3. 실패 사례: 메이플스토리 -> 메이플블리츠X

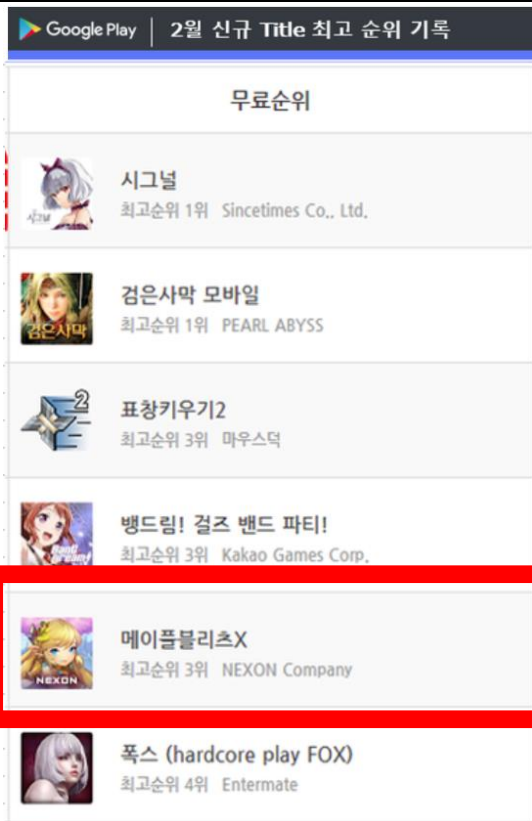
성공한 IP + 좋지 않은 게임성 = 메이플블리츠X

이에 비해 기존의 성공한 IP는 차용했으나 게임성이 좋지 않아 실패한 게임도 존재한다. 대표적인 사례로는 **메이플블리츠X**가 있다. 메이플블리츠X는 기존 메이플스토리의 IP를 활용한 모바일 게임이다. 메이플스토리라는 유명 IP를 토대로 신규 게임을 제작해 초기에는 Google Play Store에서 무료게임 순위 5위를 기록하는 등 대중의 관심을 받았지만, 지나치게 식상한 양산형 카드 게임이었다는 것이 확인되며 이용자수는 출시 이후 급격하게 하락했다.

치명적인 밸런스 문제

메이플블리츠X의 **치명적인 결점은 캐릭터 간의 밸런스 문제**였다. 나아가, 게임 내에서 캐릭터 각각의 개성도 보이지 않아 기존 IP를 훼손하는 결과로도 이어졌으며, 초기에 실력 게임이라고 공언했던 것과는 달리 좋은 카드를 보유하고 있는 유저가 압도적으로 유리한 시스템으로 설계되어 있어 신규 유저가 유입되지 않으며 2019년 7월 해당 서비스는 종료되었다.

그림 4-16. 구글플레이 Top 5



출처: 모바일 인덱스, SMIC 4팀

그림 4-17. 메이플블리츠X 서비스 종료



출처: 메이플블리츠X, SMIC 4팀

결국 메이플스토리와 같은 성공한 IP를 가져오더라도 게임성이 부족하다면 메이플블리츠X처럼 고객의 사랑을 받을 수 없다. 즉, 신규 작품이 성공하기 위해서는 성공한 IP 그리고 유저를 붙잡고 신규 유저를 유입시킬 수 있는 게임성이 매우 중요하다!

4.2.4. 과연 '쿠키런: 오븐스매쉬'는 어떻게 될 것인가?

정리하자면, 기존 게임의 성공적인 IP를 활용한 차기작이 반짝 흥행이 아닌 장기 흥행에

성공하기 위해서는 IP에 의존하지 않아도 생존할 수 있는 게임성을 갖추는 것이 절대적으로 중요하다. 아무리 넥슨과 같은 유명 게임 제작사도 게임성에 대한 깊은 고민이 없이 유명IP에 의지하려는 안일한 태도로 신작을 출시했을 때 시장의 싸늘한 반응을 피할 수 없었다.

'쿠키런: 오븐스매쉬'는 결국 성공할 것

동사는 1) 쿠키런 IP에 투자한 시간이 12년이 넘어간다는 점, 2) 쿠키런 IP를 강화하고 확장하기 위해 회사의 모든 역량을 투입하고 있다는 점, 3) "쿠키런: 킹덤"을 통해 기존 쿠키런 IP를 활용하면서도 높은 수준의 게임성을 갖춘 게임을 개발한 업력이 있는 만큼 차기작에 대한 기대감은 유효하다. 또한, 현재의 성공을 세계적으로, 지속적으로 확장하기 위해 신규 직원을 고용하고 투자를 아끼고 있지 않다는 점에서 현재의 성공에 취하는 것이 아닌 미래의 더 큰 성공을 향해 올바른 방향으로 나아가고 있다고 판단한다.

4.3. '쿠키런: 오븐스매쉬' 출시, 그 이후는?

4.3.1. 쿠키런 IP를 활용한 추가적인 모바일 게임 출시 가능성

내년 동사가 '쿠키런 IP + 새로운 장르'에 해당하는 '쿠키런: 오븐스매쉬'를 출시할 예정인 만큼, 이후에도 해당 IP를 활용한 새로운 장르의 게임의 출시가 기대된다. 또한, 기존 게임의 2.0 버전 출시 가능성도 충분히 존재한다. 실제로 동사는 2013년 '쿠키런 for Kakao'를 출시해 성공을 둔 뒤, 2016년 업데이트를 거쳐 '쿠키런: 오븐브레이크'라는 2.0 버전을 출시한 바 있다. 올해 성공을 거둔 '쿠키런: 킹덤', 내년 출시될 '쿠키런: 오븐스매쉬' 역시 충분한 유저의 피드백을 받아 2.0 버전이 출시될 가능성이 존재한다.

4.3.2. 모바일 외 타 디바이스(PC)로의 확장 가능성

현재 동사는 모바일 게임에 집중하고 있다. 하지만 동사는 올해부터 새롭게 PC 시장에 진출을 계획하고 있으며, 'Safe House'와 '쿠키런: 오븐스매쉬'가 올 하반기 스팀에 출시될 예정이다. 게임 산업에서 모바일 비중이 커지고 있는 것은 확실하나 아직까지 PC 시장이 40%의 게임산업을 차지하는 만큼, 동사가 PC 게임 시장에도 성공적으로 진출한다면 더욱 큰 성장을 기대할 수 있을 것이다.

4.4. '쿠키런: 오븐스매쉬' 매출 추정

앞서 서술한 보고서의 논리에 따르면, 2022년 출시될 '쿠키런: 오븐스매쉬'는 '쿠키런: 킹덤'의 성공에 따른 IP 효과와 우수한 게임성을 바탕으로 유의미한 성공을 거둘 것으로 기대된다. 이에 따른 매출 추정 논리는 다음과 같다.

1) 2022년 1월 MAU는 '쿠키런: 오븐스매쉬'와 가장 유사한 '브롤스타즈'의 2021년 3월 MAU에서 60% 할인한 811,362명이다. '쿠키런: 킹덤'의 사전예약자 수가 200만 명을 넘겼음을 고려할 때 무리한 추정이 아니라고 판단한다.

2) ARPU는 '브롤스타즈'의 평균 ARPU를 사용하였다.

3) '쿠키런: 오븐스매쉬'의 MAU는 '클래시 로얄'의 출시 이후 1년 MAU 추이를 바탕으로 추정하였다.

4) 추정한 MAU와 ARPU를 곱하여 매달 매출액을 구하였으며, 이를 토대로 분기별 매출액과 2022년 매출액을 추정하였다.

그림 4-18. '쿠키런: 오븐스매쉬' 매출 추정 Table

2022년 1월 MAU	811,362	브롤스타즈 2021.03 MAU 60% 할인 브롤스타즈 ARPU
ARPU	₩ 11,160	

	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4Q
MAU	2,542,268	2,934,426	3,678,174	4,570,673
MAU QoQ	-	15.43%	25.35%	24.26%
ARPU	₩ 11,160	₩ 11,160	₩ 11,160	₩ 11,160
분기별 매출액	₩ 28,371,706,416	₩ 32,748,193,044	₩ 41,048,426,304	₩ 51,008,706,216
2022년 매출액				₩ 153,177,031,980

출처: SMIC 4팀

5. Valuation – Peer PER Method

5.1. 게임주에 대한 이해

- 1) 게임주 주가를 결정하는 가장 중요한 driver 3가지는 신작모멘텀, 실적모멘텀, 밸류에이션이 있다.

신작 모멘텀은 게임주들이 신작 출시 일정에 맞춰서 신작 출시 이전에 기대감으로 주가가 상승하는 현상을 의미한다. 이미 게임이 성공할 것이라는 기대감을 반영하는 것이다. 실적 모멘텀은 기대치보다 높아진 실적에 따라 주가가 상승하는 현상을 말한다. 마지막으로 밸류에이션이란 해당 기업에 대한 시장의 평가 수준을 의미한다.

게임주는 신작의 출시 이전에 주로 큰 상승을 보인다. 그에 더하여, 게임이 실적으로 확인되어 실적으로 확인되고 시장의 기대치를 뛰어넘는 경우 실적모멘텀으로 중장기적 상승을 보일 수 있다.

- 2) 신작모멘텀과 실적모멘텀, 그리고 밸류에이션은 서로 상호작용한다.

신작모멘텀은 단지 신작 출시를 넘어 실제 실적으로 연결되는 경우에 주가에 매우 긍정적이다. 따라서 신작의 히트 확률이 높을수록 향후 신작들의 신작모멘텀에 대한 신뢰도는 높아지게 된다. 따라서, 신작모멘텀은 강하게 작동할 수 있다. 반면, 오랜 기간 신작 출시에도 불구하고 실적이 부정적이라면 시장은 해당 신작에 대한 신뢰도를 잃는다. 따라서 신작모멘텀은 향후에 강하게 작동하지 않을 가능성이 매우 높다.

이처럼 신작모멘텀과 실적모멘텀이 반복되며 상호 건전한 상호작용을 할 경우에는 향후 강한 밸류에이션 프리미엄이 가능하나, 이 부분이 부진할 경우 밸류에이션 프리미엄도 크게 희석된다. 따라서, 이 셋은 서로 유기적으로 상호작용하는 관계로 해석할 수 있다.

- 3) 좋은 IP는 게임산업 내 “해자”이며, 세 가지 driver에 영향을 미친다.

리니지를 보유한 엔씨소프트, 디아블로와 스타크래프트를 보유한 블리자드는 좋은 IP를 가지고 있는 기업으로 볼 수 있다. 이렇게 좋은 IP는 앞서 말한 세가지 주가 driver에 큰 영향을 미친다. 관련 IP의 게임은 지속적으로 실적을 유지할 것이라는 신뢰도를 가질 수 있다. 더하여, 신작에 대한 기대감으로 모멘텀을 줄수 있으며, 게임주 밸류에이션 재평가의 가장 큰 근거가 될 수 있다.

5.2. 2021년 게임 산업 Top Pick 데브시스터즈

위의 기준에 맞추어 동사를 2021년 게임 산업 내 Top Pick으로 제시한다.

동사는 쿠키런이라는 강력한 IP를 바탕으로 게임산업 내 해자를 보유하고 있는 기업이다. 먼저 <쿠키런: 킹덤> 출시 이후의 실적모멘텀을 받을 수 있다. 21년 1분기 실적 발표 이후 주가가 급락한 것은 영업비용에 대한 우려 때문에, 영업이익이 훼손되었다고 판단하

였기 때문이다. 그러나, 이는 21년 출시할 차기大作 게임을 위한 2,3월 대규모 개발자 모집과 킹덤의 대박에 따른 일시적인 성과급때문이다. 따라서, 회계 상의 기간적 이익 훼손을 고려하지 않고 이전의 개발비용과 <쿠키런: 킹덤>의 이익의 가치를 고려한다면 매우 긍정적인 상황이라고 말할 수 있다. 더하여, 일시적인 성과급으로 훼손된 인건비는 2분기 이후 정상화 될 것으로 판단되어, 수익성에 대한 과도한 우려로 주가가 하락한 지금이 동사의 **창사 이래 최대의 실적모멘텀을 향유할 수 있는 적기로 제시한다.**

더하여, 동사는 **21년 4분기 출시될 신작모멘텀**을 가질 수 있다. <쿠키런: 킹덤>을 통해 10배 성장한 매출액과 6년만에 흑자전환 및 분기 최대이익을 달성한 동사는 이러한 성공을 통하여 향후 출시될大作에 대한 모멘텀을 강하게 받을 것으로 기대된다. 실적모멘텀을 통해 전보다 높은 신뢰도를 가지게 된 동사는 차기작에 대한 예상매출에 대해서 전보다 강한 신작모멘텀을 가지고 주가가 작동할 것으로 예상된다. 따라서 2분기가 끝난 뒤, 3분기부터 신작모멘텀이 가시화될 수 있을 것으로 판단된다.

끝으로, 동사의 밸류에이션에 대한 부분이다. 6년만에 흑자전환한 동사는 그동안 적자기업으로서 기업의 가치에 대한 정확한 평가를 받기 어려웠다고 평가된다. 그러나, 현재 <쿠키런: 킹덤>을 통해 <쿠키런 for kakao>, <쿠키런: 오븐브레이크>를 통해 이어져온 쿠키런 IP의 세번째 대박을 통해서 IP의 경쟁력을 확인하였고, 이는 **턴어라운드**를 통한 **이익가시성과 함께 IP에 대한 가치를 더 높게 평가받을 수 있는 근거를 마련했다**라고 판단된다.

5.3. Peer PER Method

PER은 해당 기업의 주가와 주당순이익의 관계를 규명하는 비율이다. 기업의 영업활동을 통한 수익력에 대한 시장의 평가, 성장성에 대해서 총체적으로 반영된 지표이다. 앞서 살펴본 게임 산업군 내의 명확한 **주가 driver**들은 결국 **이익**으로 귀결된다. 결국, 이익에 대한 가시성 및 성장가능성, 지속가능성 에 대해서 valuation을 진행하는 것이 가장 합리적이라고 판단되기 때문에 **PER Multiple**을 통해 **해당 기업에 대한 가치평가를** 진행한다.

동사의 경우 **2015년 이후 6년간 지속적으로 적자를 기록**하였다. 일반적으로 PER은 음수가 아닌 양수인 이익의 가치에 대해서 반영한다. 따라서, 6년간의 Historical PER Method를 사용할 수 없으며, **Peer PER Method**를 통해 **해당 기업의 가치를 평가**하는 것이 타당하다.

5.4. 영업수익

(단위: 백만원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업수익	18,324	17,111	17,721	17,813	105,400	122,065	102,674	148,823	15,221	17,580	35,708	37,597	70,511	478,962	587,786
오븐브레이크 국내	11,679	9,472	10,430	11,272	12,556	11,082	11,082	11,082	9,480	10,950	22,241	21,659	42,548	45,801	45,801
오븐브레이크 해외	6,645	7,639	7,291	6,541	7,344	7,092	7,092	7,092	5,740	6,630	13,467	15,938	27,963	28,620	28,620
킹덤 국내					51,883	63,043	49,880	75,033						239,838	199,313
킹덤 해외					33,617	40,848	32,320	48,617						155,402	132,875
BRIXITY							2,300	3,500						5,800	14,000
SAFE HOUSE								3,500						3,500	14,000
OVEN SMASH															153,177

앞서 설명한 투자포인트의 매출추정을 요약하면 다음과 같다.

5.5. 영업비용

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2021F	2022F
매출액	19,546	15,221	17,580	35,708	37,597	70,511	105,361	478,962	587,786
고정비	14,756	17,708	23,878	34,406	42,102	46,914	21,700	91,052	102,080
인건비	7,635	9,375	12,520	20,658	27,417	31,594	17,000	71,714	82,471
기타비용	7,121	8,333	11,358	13,748	14,685	15,320	4,700	19,339	19,609
변동비	8,923	9,631	7,918	13,565	17,086	30,236	59,800	220,111	248,432
게임수수료	6,834	4,748	4,592	10,808	11,273	20,594	31,600	143,031	175,529
광고선전비	459	3,757	2,470	1,334	4,101	7,340	26,100	67,534	61,187
기타비용	1,630	1,126	856	1,423	1,712	2,302	2,100	9,546	11,715
영업비용	23,679	27,339	31,796	47,971	59,188	77,150	81,600	311,164	350,511

영업비용의 경우, 고정비와 변동비로 구분하였다. 동사의 경우 **고정비 항목으로 인건비와 기타비용을 분류하였고, 변동비 항목으로는 게임수수료, 광고선전비, 및 기타비용을 분류**하였다.

인건비의 경우, 올해 1분기에 매우 크게 증가였으나, 이는 <쿠키런: 킹덤>의 대흥행에 따라 해당 개발팀에 일시적 성과급을 지급하면서 발생한 것으로서, 지속적인 것이 아니었다. 더하여, 개발팀 인력을 크게 확충하면서 동시에 고정비가 증가한 것으로 보았다. 인건비의 경우, 매우 가파른 상승세를 보여왔으나, 점차 회사 규모가 18년에 매우 커지면서, 인력 총원 규모 자체는 이전에 비해 크나, 인건비 증가량은 크게 감소한 것으로 판단된다. 이러한 추세는 기타비용에서도 마찬가지이다. 현재의 추세상 21년 이후에 이러한 변동비의 증가율은 둔화될 것으로 판단되나, 보수적인 추정을 위해서, 인건비와 기타비용의 증가율을 15%, 4%로 추정하여 매 분기 증가율을 고려하여 해당 비용을 산출하였습니다.

증가율 (단위: %)	2016	2017	2018	2019	2020
인건비	23%	34%	65%	33%	15%
기타비용	17%	36%	21%	7%	4%

변동비의 경우는 매출액과 연동하여 판단하였다. 매출액 대비 변동비 비율을 보면, 게임수수료의 경우 거의 일정하게 유지되는 것을 볼 수 있다. 따라서, 지난 3년과 최근 1분기 값을 평균을 비율값으로 적용하였다. 광고선전비의 경우에는 1분기 해당 작품 출시로 인하여 급증하였으나, 이러한 점차 10%로 점진적으로 돌아올것으로 판단되나, 그 시기를 늦추어 평균값으로 추정하였다. 기타비용의 경우 매출액의 급증에 따라, 자연스럽게 기타비용의 사용 비율이 적어졌음을 고려하여, 1분기값을 적용하여 추정하였다.

매출액 대비 변동비 (단위: %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	적용비율
변동비	45.65%	63.28%	45.04%	37.99%	45.45%	42.88%	56.76%	49.45%
게임수수료	34.96%	31.19%	26.12%	30.27%	29.98%	29.21%	29.99%	29.86%
광고선전비	2.35%	24.68%	14.05%	3.74%	10.91%	10.41%	24.77%	17.59%
기타비용	8.34%	7.40%	4.87%	3.99%	4.55%	3.26%	1.99%	1.99%

5.6. 기타 영업외손익

계정과목 (단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
기타영업외수익	7	3	26	18	7	58	184	355	114	114	3년 평균
유형자산 처분이익		1	2	2	6	1			0	0	
잡이익	7	3	24	16	1	29	8	304	114	114	
지원금수익						27	176	51	0	0	

계정과목 (단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
기타영업외손실	86	80	210	1,051	185	2,975	505	6,639	19	32	20년 값
기부금	5	77	21	25	3	3	33	4	4	4	
유형자산처분손실	81	1					85	167	0	0	
유형자산폐기손실			187	1,026			231	16	0	0	
유형자산손상차손						30			0	0	3년 평균
잡손실		2	3	1	4	2	15	28	15	28	
종속기업주식손상차손						2,867			0	0	
관계기업투자손상차손							26		0	0	
무형자산손상차손					178		82	6,424	0	0	
무형자산폐기손실							32		0	0	
대손상각비						73			0	0	

5.7. 금융손익

계정과목 (단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F		
금융수익	195	1,808	3,359	2,591	2,542	2,500	24,575	6,608	1,382	1,382	20년 flat	
이자수익	162	1,533	3,193	2,137	2,438	2,422	1,836	1,382	1,382	1,382		
외환차익	25	49	38	34	4	78	124	100	0	0		
외화환산이익		8	227	2	33		10		0	0		
당기손익-공정가치측정 금융자산 평가이익				126	387	100		656	4,919	0		0
당기손익-공정가치측정 금융자산 처분이익								21,949	207	0		0

계정과목 (단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F		
금융비용	428	136	27	38	138	6,668	14,559	1,889	1,693	1,693	20년 flat	
이자비용	388	99					85	16	16	16		
외환차손	34	37				97	13	61	96	0		0
외화환산손실		6		27	38	41	2	19	74	0		0
당기손익-공정가치측정 금융자산 평가손실							6,653	7,051	24	0		0
지분법투자주식처분손실									2	0		0
기타금융비용(*)							7,343	1,677	1,677	1,677		

5.8. 법인세비용

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
법인세비용차감전순이익(손실)	23,781	34,622	-942	-9,460	-15,874	-18,824	-12,754	-9,198	24,003
법인세비용(수익)	-1,455	-3,319	-20	389	153	-437	1,144	-3,295	3,268
유효법인세율	n/r	n/r	n/r	n/r	n/r	n/r	n/r	n/r	13.61%

법인세 비용의 경우 21년 1분기에 흑자를 기록하여 유효법인세율 계산이 가능해졌고, 이 값을 사용하였습니다. 이러한 값을 사용하여 기존의 법인세율보다 낮은 유효법인세율을 적용한 이유는 해당 기간동안 당사는 미인식한 일시적차이와 세액공제 혜택이 충분히 남아있기 때문이다.

5.9. Earning Table

(단위: 백만 원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2021F	2022F
영업수익	807	61,303	69,496	19,546	15,221	17,580	35,708	37,597	70,511	105,361	478,962	587,786
영업수익 yoy(%)		7500.23%	13.37%	-71.87%	-22.13%	15.50%	103.11%	5.29%	87.54%		579.28%	22.72%
영업비용	3,320	37,209	36,470	23,681	27,341	31,951	48,030	59,783	76,634	81,575	311,164	350,511
영업이익	-2,514	24,093	33,026	-4,134	-12,121	-14,370	-12,322	-22,186	-6,123	23,786	167,799	237,275
OPM(%)	-311.6%	39.3%	47.5%	-21.2%	-79.6%	-81.7%	-34.5%	-59.0%	-8.7%	22.6%	35.0%	40.4%
기타영업외수익	14	7	3	26	18	7	100	184	355		114	114
기타영업외비용	23	86	80	210	1,051	1,873	2,520	505	6,639		19	32
금융수익	26	195	1,808	3,440	3,881	2,638	5,299	24,575	6,608	-217	1,382	1,382
금융비용	390	428	136	27	38	2,079	6,475	14,559	1,889		1,693	1,693
지분법손익				-36	-149	-197	-2,906	-264	-1,510		-652	-652
법인세비용차감전순이익(손실)	390	23,781	34,622	-942	-9,460	-15,874	-18,824	-12,754	-9,198	24,003	166,931	236,394
법인세비용(수익)		-1,455	-3,319	-20	389	153	-437	1,144	-3,295	3,268	21,701	30,731
당기순이익(손실)	390	22,326	31,303	-922	-9,849	-16,027	-18,387	-13,898	-5,903	20,735	145,230	205,662
지배기업소유지분	390	22,326	31,303	-922	-9,849	-15,793	-18,035	-13,227	-5,893	20,774	145,503	206,049
비지배지분						-235	-352	-671	-10	-39	-273	-387

5.10. Target Multiple 선정

앞서 살펴본 바와 같이 게임 주의 경우 세가지의 주가 driver를 현재의 가치평가에 고려한다면 다음과 같다.

- 1) 먼저, 현재 영위하고 있는 게임만을 통해서 발생하는 2021년의 이익을 고려하여 기업의 적정가치를 부여할 것이다. 이를 통하여 현재 동사가 받고 있는 실적 모멘텀에 대해 가치를 부여할 것이다. 2분기 실적 혹은 3분기 실적이 가시화 되기까지 그 적정 가치를 받을 것으로 기대한다. 더하여, 턴어라운드를 통해 이익이 가시화된 현 시점에 동사의 기업가치는 리밸류에이션을 받을 것이다. 따라서 시장에서 IP에 대한 가치가 멀티플을 통해서 시현될 것임을 고려하여 가치평가를 진행할 것이다.
- 2) 더하여, 22년의 이익을 반영하여, 21년 말의 목표주가를 제시할 것이다. 앞으로, 동사의 신작<오븐스매쉬>는 이러한 실적모멘텀과 합쳐져, 동사의 신작 모멘텀으로 작동할 것으로 기대한다. 따라서, 신작모멘텀은 3분기 이후 해당 게임의 스팀 선출수가 가시화된 시점이 될 것이며, 이는 동사의 모바일 게임 컨버전 전까지 사전예약자수와 마찬가지로 기대감에 대한 가시화로써 주가에 작동할 것으로 기대한다. 게임주의 경우 신작모멘텀이 신작 출시 이전에 발생한다는 점을 고려한다면 동사에 대한 기대감은 올해 말 기준으로 22년의 이익에 대한 기대감을 반영한 주가에 도달할 것이다.

동사에 대한 Peer를 제시하기 위해서, 동사와 비슷하게 모바일 게임을 영위하는 회사들을 제시할 수 있다. 게임 산업 내에 여러 업체들을 제시할 수 있으나, 동사의 Peer PER를 제시하기 위해서는 현재의 동사와 같이 **1) 모바일 게임 위주**의 매출 구조를 영위하고 있어야 한다. 그리고 단일 IP로서 대부분의 매출이 **2) 하나의 IP 혹은 게임에 집중된 구조**를 가진 Peer를 찾을 수 있어야 한다. 더하여, **3) 국내 상장사**로서 기업의 가치를 평가받되, 동사와 **비슷한 수준의 매출액**을 보일 수 있는 기업일 것이어야 한다. 더하여, **4) 추가적인 신작모멘텀이 존재**하는 회사가 가장 합당할 것이다.

따라서, 위와 같은 모든 상황을 고려하였을 때, Peer로서 2018년의 컴투스를 제시한다.

그림 5-1. 컴투스 매출액 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18F	4Q18F	2017	2018E	2019F
매출액	120.3	129.4	125.7	136.3	114.0	129.7	155.6	204.4	508.0	603.8	733.4
국내	13.7	17.0	15.6	20.6	16.7	16.1	20.2	30.7	66.3	83.7	123.1
해외	106.6	112.4	110.2	115.7	97.3	113.6	135.5	173.8	441.7	520.1	610.4
서머너즈워	93.9	102.2	97.1	106.8	96.1	103.9	101.6	110.8	399.9	412.5	379.6
스카이랜더스	-	-	-	-	-	-	24.8	46.8	-	71.6	144.9
서머너즈워MMO	-	-	-	-	-	-	0.0	24.8	-	24.8	125.5
영업비용	70.2	80.4	76.2	87.7	74.6	81.3	101.9	127.7	314.5	385.4	463.4
인건비	11.8	10.5	13.5	12.5	11.3	11.9	12.7	12.7	48.3	48.6	52.4
로열티	3.4	3.6	2.7	3.0	2.8	3.4	6.8	10.8	12.7	23.8	33.8
지급수수료	38.2	42.3	41.2	44.8	41.3	44.0	51.7	67.9	166.5	204.8	243.0
마케팅비용	12.0	19.0	13.8	21.3	13.3	17.2	23.2	28.3	66.1	81.9	99.8
영업이익	50.1	49.0	49.6	48.6	39.4	48.4	53.8	76.8	194.6	218.4	270.0
영업이익률	41.6	37.8	39.4	35.7	34.6	37.4	34.5	37.6	38.3	36.2	36.8
세전이익	50.0	52.1	53.4	40.6	49.7	52.2	55.9	78.7	193.2	236.5	285.8
순이익	36.7	37.5	39.8	31.4	36.5	39.9	42.7	59.7	142.4	178.8	216.7

출처: NH투자증권

2018년의 컴투스의 경우 매출구조는 모바일게임에 집중되어 있다. 더하여, 대부분의 매출이 서머너즈워를 통하여 발생하고 있음을 알 수 있다. 당시 컴투스는 2018년 하반기 스카이랜더스라는 게임을 출시할 것으로 신작모멘텀을 받는 상황이었다.

이러한 모든 상황은 위의 조건을 통하여 볼 때, 동사의 현재 상황과 매우 유사함과 동시에 동사보다 보수적이라고 말할 수 있다. 동사의 경우 1) 현재 모바일 게임 위주의 매출 구조를 가지고 있으나, 하반기 이후 스팀게임 출시 등을 통하여 멀티 플랫폼으로 확장을 계획하고 있는 만큼, 동사의 멀티 플랫폼적 가치는 당시의 컴투스보다 긍정적이라고 할 수 있다. 2) 동사의 경우 하나의 IP를 통하여 주로 매출이 발생하는 것과 같이 당시의 컴투스 역시 서머너즈워를 통하여 대부분의 매출이 발생하고 있다. 3) 컴투스의 경우 당시 5000억 정도의 매출을 보이고 있으며, 이는 현재 동사가 올해 달성할 것으로 예상되는 매출액 범위와 매우 가깝다. 4) 동사와 마찬가지로, 하반기 신작모멘텀이 더해지고 있는 상황이며, 이러한 신작모멘텀의 경우 동사가 영위할 것으로 기대받는 매출액의 규모보다 더 작기 때문에, 동사는 해당 시점의 컴투스보다 성장성 측면에서 우위가 있다고 말할 수 있다.

위와 같은 조건들을 통하여, 동사의 Peer를 보수적인 관점에서 2018년 컴투스를 Peer로 제시한다. 그러나, 당시의 2018년의 컴투스에 비하여, 동사가 향후 이룰 수 있는 성장성의 가치 및 IP가 가지고 있는 가치는 PER에 반영하지 못한다는 점에서 이러한 Peer 추정은 매우 보수적인 관점에서 이루어진 것이라고 할 수 있다.

그림 5-2. 컴투스 PER 추이

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	513	508	585	850
영업이익	192	195	203	317
EBITDA	195	197	206	320
지배주주순이익	152	142	158	243
EPS	11,796	11,066	12,291	18,911
순차입금	-571	-670	-764	-970
PER	7.4	12.3	15.2	9.9
PBR	1.8	2.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	2.8	5.5	8.0	4.5
배당수익률	1.6	1.0	0.7	0.7
ROE	26.5	20.4	19.0	24.0
컨센서스 영업이익	192	195	212	270
컨센서스 EPS	11,796	11,066	12,995	16,345

출처: SK증권

따라서, 동사의 Peer Multiple로서 12.3에 10%를 할증한 13.53을 제시한다.

이에 본 보고서의 논의를 종합하여 **목표주가 198,000원, 현재 주가 대비 상승여력 73.5%, 투자의견 Buy**를 제시한다.

그러나, 이러한 밸류에이션은 단순히 현재 동사의 실적에 대한 가치를 반영한 것이며, 신작모멘텀에 대해서 현재의 실적모멘텀과 신작에 대한 기대치가 합쳐져 큰폭의 추가적인 상승여력을 기대할 수 있을 것이다. 이에 따라 추가적인 상승여력을 기대할 수 있다고 판단된다.

2021F	
당기순이익(백만 원)	145,503
유통가능주식수	9,965,994
2021F EPS(원)	14,600
Target PER	13.53
목표주가(원)	198,000
현재주가(원)	114,100
상승여력	73.5%

6. Appendix

0.1 분기별 영업수익 및 영업비용 추이

[단위: 백만 원]		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
영업수익	21028	22670	14658	11140	7653	5477	3662	2755	2668	2496	2017	8040	4099	3181	2805	7945	6384	8617	10753	10808	8822	8424	8679	11672	18324	17111	17721	17813	105400	
국내	15084	9963	11051	8655	5266	3814	2504	1863	1727	1701	1177	4776	1934	1421	1439	5026	4057	5090	6599	6063	4820	4692	4752	6906	6567	7520	10305	11175	75700	
해외	5712	12379	3425	2129	1954	1097	664	556	643	556	467	2382	1858	1473	1142	2218	2198	2940	3808	4277	3894	3534	3727	4494	11569	9291	7227	6460	29200	
상호	232	328	182	546	433	566	494	336	298	229	278	188	214	182	118	135	128	209	130	193	221	100	50	50	188	300	189	178	500	
기타																														

[단위: 백만 원]		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
매출액	21028	22670	14658	11140	7653	5477	3662	2755	2668	2496	2017	8040	4099	3181	2805	7945	6384	8617	10753	10808	8822	8424	8679	11672	18324	17111	17721	17813	105400	
그중: 판매	1444	6065	7239	5064	3292	3786	3888	3790	4276	4380	4763	5112	5332	5844	7490	7430	7653	9028	10295	9207	10224	9820	12851	12851	10545	10828	11188	14289	21700	
인건비	892	1047	1382	1774	2036	2289	2219	2415	2578	2733	3065	4144	4078	4326	5922	6662	5792	6827	6161	8637	7199	7260	10207	17000						
기타비용	552	5018	5747	1437	1578	1790	1833	1910	1824	2081	2070	2348	2534	2999	3362	3327	3456	3633	3415	3397	3659	3415	3397	3659	4214	3617	3863	3928	4082	4700
반동비	8417	5448	6225	5037	3145	2679	1735	1364	1211	1192	859	6369	2785	1342	1002	2789	2048	3085	3864	4568	3393	4362	3550	5781	7258	7420	6813	6745	59800	
계정수수료	7828	5018	5747	4378	2676	1915	1273	970	890	890	851	643	2364	1149	833	752	1858	1859	2498	3238	3213	2711	2572	2648	3342	5604	4967	5002	5021	31600
기타비용	419	297	350	425	134	59	152	68	180	97	119	33	3908	1432	325	92	621	34	237	193	870	303	424	465	1919	1067	1831	1288	3154	26100
영업비용	9861	11513	13554	10101	6437	6465	5823	5154	5487	5372	5148	11132	7897	6074	6346	10279	9478	10738	12892	14485	12600	14586	13370	18652	17803	18312	18001	23034	81600	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.