



인류에게 너무 이른 소재, 그러나 박수를 칠 수밖에 없는 실적

0. Intro

1. 기업분석

2. 투자포인트 1: 잘 키운 말뚝, 기업 하나 먹여살린다!

3. 투자포인트 2: 황소개구리 등장~ Abema TV

4. Valuation – Historical PER Method

5. Appendix

<Earning Table>

Earning Table(Bull)

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Total Sales/Revenues	371,362	419,512	453,611	478,566	641,343	758,735
yoy(%)		13.0%	8.1%	5.5%	34.0%	18.3%
COGS	248,386	289,496	320,311	337,918	365,884	395,744
Gross Profit	122,976	130,016	133,300	140,648	275,459	362,991
GPM(%)	33.1%	31.0%	29.4%	29.4%	43.0%	47.8%
Selling General & Administrative Cost	92,276	99,852	102,474	106,768	118,686	126,975
Operating Profit	30,700	30,164	30,826	33,880	156,773	236,016
OPM(%)	8.3%	7.2%	6.8%	7.1%	24.4%	31.1%
Non-operating income	387	372	535	519	534	570
Non-operating expenses	2,346	1,970	867	536	710	712
Extraordinary income	668	981	1,912	88	896	896
Extraordinary loss	4,731	5,498	12,985	5,749	4837	4837
Pre tax profit(income before tax)	24,678	24,049	19,421	28,202	156,773	236,016
Income Taxes	12,380	13,931	13,358	13,946	69,764	105,027
Effective Tax Rate(%)	50.17%	57.93%	68.78%	49.45%	43.20%	43.20%
Net Income	12,298	10,118	6,063	14,256	87,009	130,989
Owners of the parent company	4,024	4,852	1,695	6,608	46,567	70,105
Non-Controlling interest	8,274	5,266	4,368	7,648	40,442	60,884

Fiscal year is October - September

Earning Table(Bear)

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Total Sales/Revenues	371,362	419,512	453,611	478,566	641,343	732,893
yoy(%)		13.0%	8.1%	5.5%	34.0%	14.3%
COGS	248,386	289,496	320,311	337,918	365,884	395,744
Gross Profit	122,976	130,016	133,300	140,648	275,459	337,149
GPM(%)	33.1%	31.0%	29.4%	29.4%	43.0%	46.0%
Selling General & Administrative Cost	92,276	99,852	102,474	106,768	118,686	126,184
Operating Profit	30,700	30,164	30,826	33,880	156,773	210,965
OPM(%)	8.3%	7.2%	6.8%	7.1%	24.4%	28.8%
Non-operating income	387	372	535	519	534	570
Non-operating expenses	2,346	1,970	867	536	710	712
Extraordinary income	668	981	1,912	88	896	896
Extraordinary loss	4,731	5,498	12,985	5,749	4837	4837
Pre tax profit(income before tax)	24,678	24,049	19,421	28,202	156,773	210,965
Income Taxes	12,380	13,931	13,358	13,946	69,764	93,879
Effective Tax Rate(%)	50.17%	57.93%	68.78%	49.45%	43.20%	43.20%
Net Income	12,298	10,118	6,063	14,256	87,009	117,085
Owners of the parent company	4,024	4,852	1,695	6,608	46,567	62,664
Non-Controlling interest	8,274	5,266	4,368	7,648	40,442	54,421

Fiscal year is October - September

Rating

Strong Buy

목표주가(Bull): 3610엔
 목표주가(Bear): 3230엔
 현재주가: 2,099엔
 상승여력(Bull): 72.0%
 상승여력(Bear): 53.9%

12M 주가추이

시가총액 10.93 조 원



Balance sheet data

순자산 1,277억엔
 PBR 10.48 배
 ROE 19.33%

Earning data

PER 45.05 배
 12M EPS 46.59 엔
 EV/EBITDA 18.11 배

주요 주주

Susumu Fujita 19.49%
 Master Trust Bank Jp 10.60%
 Custody Bank JP 6.28%

SMIC 42기

팀장 42기 최준우
 팀원 42기 심희준
 43기 박성준
 43기 신희원
 43기 이재민

0. INTRO

피터 린치는 말했다. “당신이 약간의 신경만 쓰면 직장이나 동네 쇼핑상가 등에서 월스트리트 전문가들보다 훨씬 앞서 굉장한 종목들을 골라 가질 수 있다”. **최근 온라인 커뮤니티, 유튜브에서 가장 화제가 되는 게임을 고르라면, 바로 ‘우마무스메’일 것이다.**

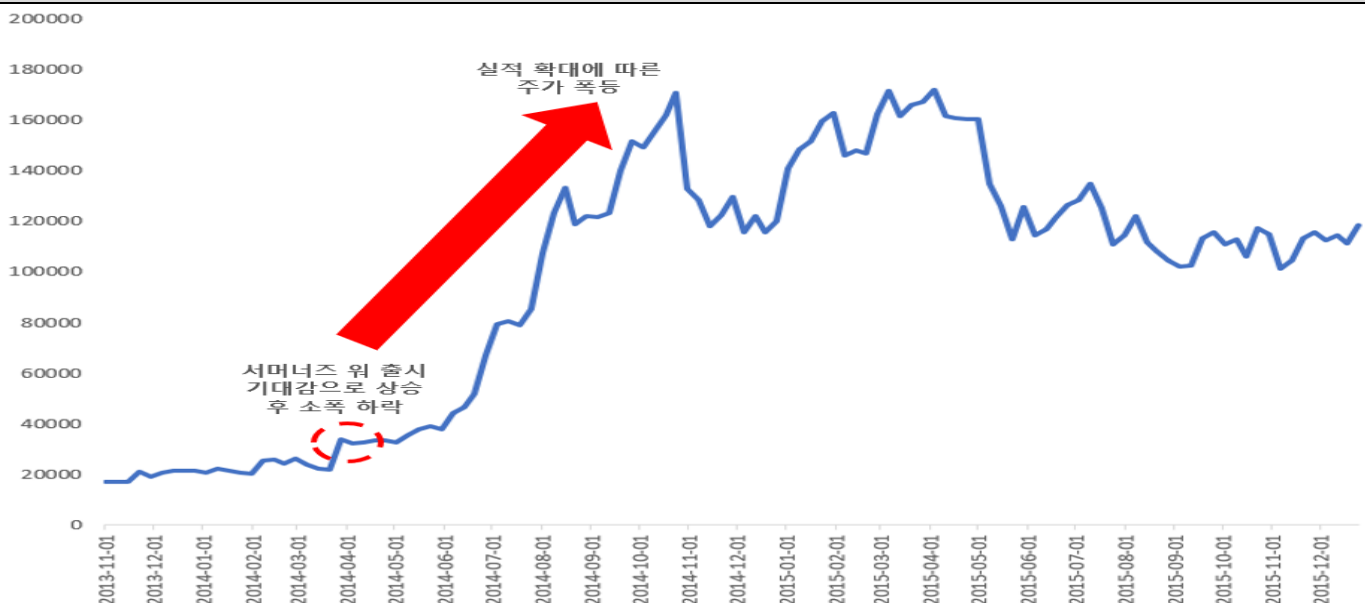
일본 만화 IP를 기반으로 하는 본 게임은 실존하는 일본 경주마 이름과 말의 귀와 꼬리를 가진 미소녀 캐릭터를 육성하는 시뮬레이션 게임으로, 유저는 신인 트레이너가 되어 교육 및 대화를 통해 레이스 승리를 목표로 육성한다.

말딸(ウマ娘)이라는 뜻을 가진 이 게임은 언뜻 보기에 다소 우스워 보인다. 하지만, 이 게임이 벌어들이는 수익은 경이로울 수준이다. 출시된 지 10일만에 일본에서만 500억원, 한달만에 천억원 이상을 벌어들이고 있다. 다운로드 수 또한 한 달 만에 일본에서만 600만 다운로드를 돌파하며, 무서운 성장세를 보이고 있다.

이처럼 엄청난 수익을 거두고 있는 게임이지만, 신작이 출시된 이후에 게임 주에 투자하는 걸 꺼려하는 투자자가 있을 것이다. 게임주는 신작 출시 이전에 매수하고, 출시 이후에 매도하라는 격언이 주식 시장에서 교훈처럼 받아들여지고 있기 때문이다. 하지만 그런 걱정은 기우다. 특정 회사를 대표하는 게임이 폭발적인 성장을 이어 나가면, 주가가 신작 발표 당시 주가와 비교하여 빠르게 상승하는 모습을 보이기 때문이다.

실제로 [서머너즈 워], [몬스터 스트라이크], [퍼즐 앤 드래곤]과 같이 폭발적인 매출 성장을 이룬 게임을 보유한 회사의 주가의 경우 신작 출시 당시와 비교해서 1~2년 사이에 10배 이상 성장하였다.

그림 0-1. 컴투스의 주가 추이(서머너즈 워 출시 전/후)



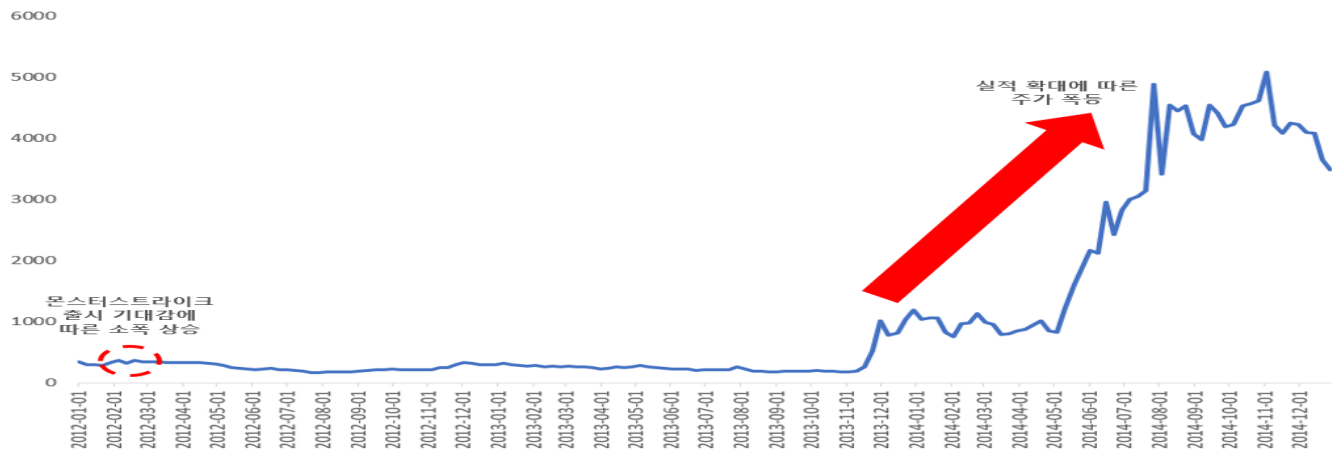
출처: SMIC 1팀

그림 0-2. GungHo Online Entertainment의 주가 추이(퍼즐앤드래곤 출시 전/후)



출처: SMIC 1팀

그림 0-3. Mixi의 주가 추이(몬스터스트라이크 출시 전/후)



출처: SMIC 1팀

우마무스메는 모바일 게임 순위의 변동이 거의 없는 일본 시장에서, 기존 게임들을 제치고 2달 연속 1위를 차지하고 있다. 일본 모바일 게임 시장의 1~10위 순위가 2016년 당시와 비슷하다는 점을 고려해본다면 이는 상당히 놀라운 결과이다. 우마무스메의 성장성과 장기 흥행성을 짐작할 수 있는 대목이다.

그림 0-4. 동사의 주가 추이



출처: SMIC 1팀

동사의 주가는 게임 신작의 출시와 실적을 Key Driver로, Abema TV의 매출을 Secondary Driver를 바탕으로 움직이는 것을 확인할 수 있다.

본 보고서에서는 투자포인트 1를 통해 우마무스메가 일본에서 중·장기적으로 흥행할 수 밖에 없다는 사실을 증명하고 해외 시장 진출 Scenario를 Bull Case와 Bear Case로 나누어 알아볼 것이다. 이 후, 투자포인트 2를 통해, 동사의 새로운 먹거리인 온라인 방송 플랫폼의 성장성을 알아볼 것이다.

1. 기업 분석

1.1. 기업 개요

동사는 1998년 설립되어 2000년 도쿄 증권 거래소에 상장되었다. 설립 당시에는 광고 회사로 출범하였지만, 2004년에 Ameba 블로그 서비스를 출시하여 미디어 산업에 진출했고 2011년에는 'Cygames'를 설립하여 게임 산업까지 산업을 확장했다.

1.2. 사업 부문

1) 게임

동사의 모바일 게임 사업부는 2014년 '센고쿠 엔부'를 시작으로 '그랑블루 판타지', '프린세스 커넥트' 등 50여 개의 게임을 출시했다. 지금까지 발매한 게임 중 가장 유명한 게임은 그랑블루 판타지로 2015년 출시된 이후 현재까지 꾸준히 높은 매출을 창출하고 있다. 한편, 2021년 2월에는 '우마무스메 Pretty Derby'를 출시하였는데 현재 광풍적인 인기를 얻고 있다. 이에 대한 내용은 투자포인트 1에서 자세히 다룰 것이다.

또한 '프린세스 커넥트'와 같이 인기를 얻은 게임들은 게임 IP를 이용한 애니메이션화를 통해 게임 유저의 애니메이션 시청과 애니메이션 시청자의 게임 유입을 유도하고 있다. 또한 '그랑블루 판타지'는 모바일 게임에 그치지 않고 PlayStation에 '그랑블루 Versus'로 출시하며 사업 범위를 넓히고 있다.

2) 미디어

미디어 사업부는 2004년 Ameba 블로그로 시작해 동영상 플랫폼 ABEMA TV 등으로 사업부문을 확장했다.

Ameba 블로그는 일본 내 블로그 중 최대 이용자 수를 보유하고 있으며, 2019년에 가입자 수 6,000만 명을 돌파하였다. 많은 유저 수를 앞세운 커뮤니티 기능이 활발하고, 연예인들도 많이 이용하는 모습을 보인다.

ABEMA TV는 2015년 실시간 TV 방영 서비스에서 시작하여 2016년 넷플릭스와 같은 구독 서비스로 사업을 확장했다. 이에 그치지 않고 2019년 온라인 베팅 서비스

'WINTICKET'과 2020년 실시간 온라인 공연 상영 'PPV' 서비스 등 **ABEMA TV를 기반으로 한 서비스를 제공하고 있다.** 이에 대해서는 투자포인트 2에서 자세히 다루겠다.

이외에 음악 스트리밍 앱 'AWA'와 300만 명 이상의 가입자를 보유한 데이팅 앱 'Tapple' 등을 보유하고 있다.

3) 인터넷 광고

동사의 인터넷 광고 부문은 광고주에게 광고를 만들어 판매하기도 하고, 광고주와 미디어를 연결해주어 수수료를 받아 매출을 창출한다.

동사는 일본 인터넷 광고 시장에서 선두를 차지하고 있다. 일본 인터넷 광고 시장은 TV, 신문 등 전통 매체 광고 시장에 한참 못 미쳤지만, 높은 성장률을 보이며 2019년에는 광고 매체 중 가장 큰 비중을 차지하게 되었다. 동사 인터넷 광고 부문 매출 성장률은 시장 성장률을 한참 웃도는 높은 성장을 보여왔다.

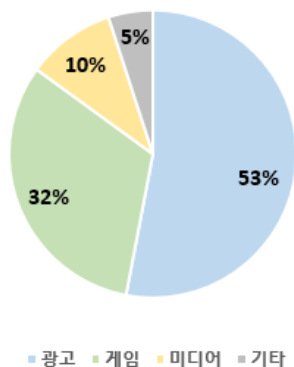
2020년 기준 매출 비중은 광고가 53%, 게임이 32%, 미디어가 10%, 그리고 그 외 5%로 구성된다.

1.3. 재무 분석

매출액과 영업이익
꾸준히 성장

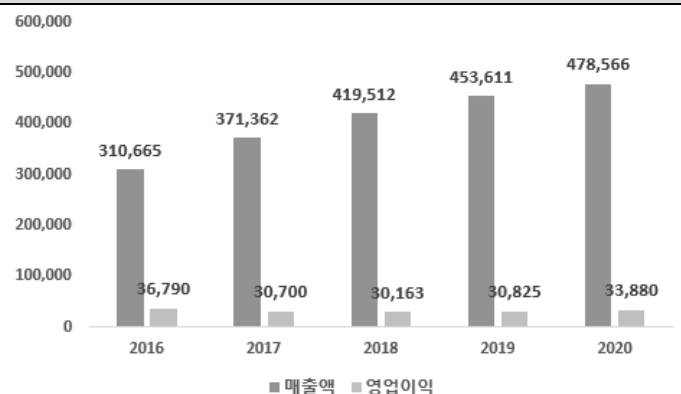
동사는 꾸준한 매출 성장을 보이며 안정적인 영업이익을 창출하고 있다. 2017년과 2018년에는 영업이익이 역성장하는 모습을 보였는데 이는 2015년 출시한 ABEMA TV 출시 초기 적자폭 확대에 의한 것이었다. 그러나 **ABEMA TV의 규모가 커지고, ABEMA TV를 기반으로 한 추가 서비스들이 성장하며 매출액 대비 적자 폭을 크게 줄여 나가고 있다.** 그 결과 2020년에는 10%의 영업이익 성장을 이루어냈다.

그림 1-1. 사업부 별 매출 비중



출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

그림 1-2. 매출액과 영업이익(단위: 백만 엔)



출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

2. 투자포인트 1: 잘 키운 말딸, 기업 하나 먹여살린다!

일본 모바일시장을
집어삼킨 장안의
화제작, 우마娘

동사의 떠오르는 신동력은 IP를 기반으로 한 육성 시뮬레이션 모바일 게임 우마무스메이다. 우마무스메 Pretty Derby(ウマ娘 プリティーダービー)는 일본에서 출시되어, 약 한 달 반만에 500만 다운로드를 돌파하며 일본 모바일 시장 내 돌풍을 이끌고 있다. 워낙 경이로운 수치를 기록한 탓에, 일본 시장이나 게임 스트리밍에 관심조차 없던 사람들도 우마무스메가 도대체 어떠한 이유로 이렇게 높은 실적을 기록하였는지 주목하기 시작하였다.

우마무스메 소개

그렇다면 우마무스메는 무엇인가? 우마무스메는 말(ウマ, 우마)과 딸스메(娘, 무스메)가 합쳐진 이름이다. 간단하게 설명하면, 경주마들을 모티브로 한 소녀 캐릭터들을 육성해 경주하고, 좋은 성적을 거두면 무대에서 노래를 부르게 되는 육성 시뮬레이션 모바일 게임이다. 말과 미소녀, 처음 접하는 사람에게는 도무지 이해가 가지 않는 컨셉이다.

편견에서 벗어나
수치를 직시하라.

하지만, 편견에서 벗어나 유연한 사고로 우마무스메를 바라보지 않으면, 뛰어난 투자 기회를 놓치게 되는 것이다. 일본 게임 산업은 우리가 아는 한국 게임 시장과 다르고, 동사의 우마무스메는 여타 게임들과 차별된다. 따라서, 본 보고서에서는 투자 관점에서 우마무스메의 실적이 얼마나 경이로운지, 그리고 게임의 성공 요인이 무엇인지, 마지막으로 일본 게임 산업의 특성과 매출의 지속 여부에 대한 유의미한 통찰을 제공하고자 한다.

2.1. 우리는 말딸의 시대에 살고 있다.

10일 만에
500억원 벌어들인
우마무스메

우마무스메의 매출은 실로 경이롭다. 우마무스메는 2월 24일 출시된 이래, 10일 만에 500억원, 한 달 만에 1000억원 이상의 매출을 기록하였다. 이에 Cygames의 매출도 MoM 268%로 기하급수적으로 증가하였다. 출시 한달 만에 동사 영업이익 비중의 절반 이상을 벌어들인 셈이다.

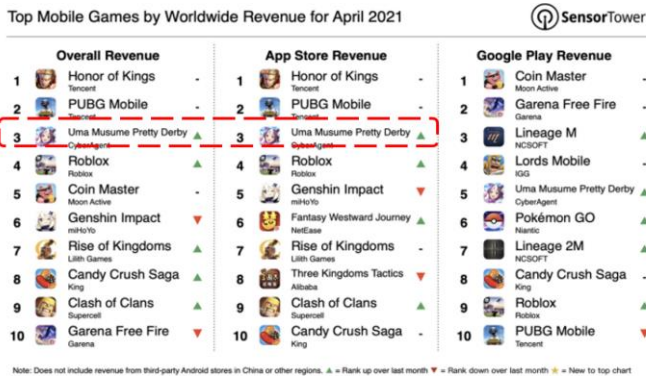
일본 내수만으로
세계 3위 매출!

그렇다면, 이를 2020년 말에 대히트 친 원신(原神)의 실적과 비교해 보도록 하겠다. 원신은 출시 이래 한 달 만에 약 2,450억원의 매출을 올린 압도적인 매출을 보여준 게임이었다. 그런데 Sensor Tower에 따르면 우마무스메의 4월 실적은 2021년 4월 글로벌 최고의 매출 모바일게임 순에서 3위, 원신이 4위 수준의 매출을 기록하였다. 2020년 9월 출시된 원신은 중국, 일본, 대만 등 글로벌 서비스가 제공되는데 반해, 우마무스메는 아직 일본 매출만 산정되었고, DMM(PC)판은 제외되었다는 점을 고려하면 원신을 뛰어넘는 놀라운 수준의 흥행을 한 것이다.

출시 이래 1위를
놓치지 않는
우마무스메

이와 같은 돌풍을 일으킨 우마무스메와 같은 유저층을 보유한 타 일본 가챠(ガチャ)형 과몰입게임들의 매출은 3월달에 꺾이는 양상을 보인다. 우스갯소리로 벽람항로, 라스트오리진, 소녀전선, Fast/Grand Order, 원신(原神) 유저들은 다 경마하러 갔다는 밈(meme)이 일본 트위터에 확산될 정도였다.

그림 2-1. 세계 모바일 게임 매출 3위, 우마무스메



출처: Sensor Tower, SMIC 1팀

그림 2-2. 일본 내 타 히트작 대비 압도적인 화제성



출처: Google Trend, SMIC 1팀

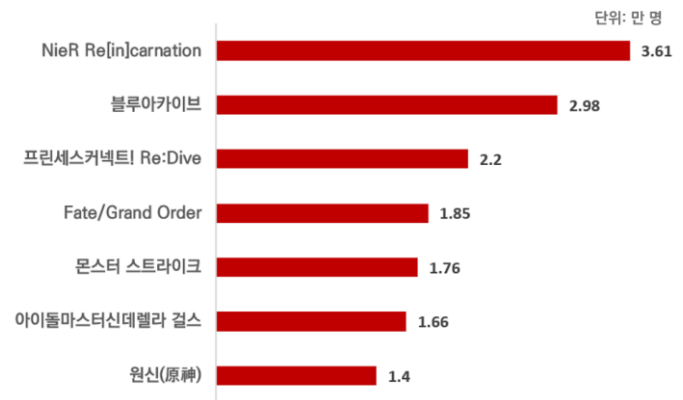
출시 직후 2월 말부터 5월 중순 보고서 작성 시점까지, 우마무스메는 몬스터스트라이크, 등 차트를 장기집권한 게임들을 제치고 일본 iOS/Google Play store에서 1위를 굳건히 유지하고 있다. Cygames의 주요 매출이 그랑블루판타지(グランブルーファンタジー), 드래곤퀘스트(ドラゴンクエスト) 등 5년 이상 된 과거 히트작들에서 나오는 상황에서, 우마무스메의 폭발적인 매출은 앞으로도 동사의 영업이익에 크게 기여할 것으로 사료된다.

그림 2-3. 일본 iOS/Google Playstore 1위 유지



출처: games-i, SMIC 1팀

그림 2-4. 우마무스메로 유입된 타 모바일 게임 유저수



출처: iGage, SMIC 1팀

2.2. 가차형 의인화 로그라이크 육성 게임!

우마무스메란?

우마무스메의 이례적인 실적을 분석하기 위해서는, 우마무스메는 과연 어떤 게임인가에 대한 이해가 선행되어야 한다. 따라서 2.2.에서는 우메무스메의 플레이 방법과 게임 구조의 특징을 설명하고자 한다.

2.2.1. 우마무스메 플레이 방법

우마무스메는 실존하는 경주마를 의인화한 여러 캐릭터들이 등장한다. 말의 귀, 꼬리와 초인적인 주력을 가진 캐릭터들을 '우마무스메'라고 한다. 우마무스메들은 평소에는 '트레

센 학원'을 다니며 훈련에 임하고 레이스가 열리면 출전하여 다른 우마무스메들과 경쟁한다.

‘육성’ 파트

게임은 크게 두 부분으로 나눌 수 있는데, **우마무스메를 훈련하는 ‘육성’ 파트와 육성이 끝난 우마무스메를 이용하여 다른 플레이어나 AI와 겨루는 ‘PVP-PVE’ 파트**가 있다. 육성을 위해서 플레이어는 보유한 여러 우마무스메 중 육성하고 싶은 우마무스메를 선택한다. 선택한 우마무스메는 트레센 학원의 신입생이 되고 플레이어는 학원에 부임한 신입 트레이너가 되어 3년간 우마무스메를 육성하게 된다. 다만 육성을 시작하면 매 기간마다 달성해야하는 8-11개의 목표가 주어지는데, 만약 목표 달성에 실패하게 되면 3년이 지났는지 여부와 무관하게 그 즉시 육성이 종료된다. 한 번 육성이 종료되면 그 우마무스메의 능력치나 스킬 등은 절대 변하지 않는다.

‘PVP PVE’ 파트

이렇게 육성이 종료된 우마무스메는 명예의 전당에 꼭 분류된다. 그리고 플레이어는 이 명예의 전당에 오른 우마무스메들을 데리고 PVP나 PVE를 즐길 수 있다.

그림 2-5. 우마무스메 육성 과정과 육성 완료 화면



출처: 우마무스메

그림 2-6. 우마무스메 PVP 화면



출처: 우마무스메

2.2.2. 우마무스메와 육성 시뮬레이션

육성 시뮬레이션의 세 가지 특징

RPG 게임의 레벨을 올리는 파트에서 파생된 육성 시뮬레이션 게임 장르의 시초는 '프린세스 메이커'이다. 전쟁 고아가 된 소녀를 8년 동안 맡아 키우는 육성 게임 프린세스 메이커의 구조는 세 가지 요소로 축약할 수 있다. **1) 캐릭터의 체력, 능력, 기술 등이 수치로 표현된다. 2) 캐릭터의 수치는 각종 활동을 통해 올리거나 낮출 수 있고 플레이어는 이러한 활동을 선택할 수 있다. 3) 수치에 따라 캐릭터의 상태, 행동, 이벤트, 엔딩 등이 변화한다.** 이는 육성 시뮬레이션 게임의 세 가지 기본 요소이다.

그 특성 우마무스메도 가지고 있음

우마무스메는 플레이 스토어 등에서 육성 시뮬레이션 게임으로 분류되는 만큼 앞서 말한 **세 가지 요소가 전부 포함되어 있다.** 우마무스메의 체력, 컨디션, 능력은 등급과 수치로 표현되고 휴식이나 외출, 다섯 가지 훈련 등을 통해 해당 수치를 변화시킬 수 있다. 또한 체력이 낮으면 훈련에 실패하기도 하고, 컨디션이 나쁘면 훈련 효율도 떨어지고 경

주에서도 제 실력을 다 펼치지 못한다. 능력 수치가 낮으면 경주 우승이 힘들고 결국 최종 레이스에 다다르지 못하여 낮은 등급의 엔딩을 맞게 된다.

2.2.3. 우마무스메와 로그라이크

로그라이크의 특징

우마무스메는 육성 시뮬레이션의 기본 요소를 충실하게 따르고 있지만 다른 육성 시뮬레이션 게임과는 다른 특징들이 여럿 보인다. 이는 **우마무스메가 육성 시뮬레이션 게임인 동시에 로그라이크 게임**이기 때문이다. 로그라이크 게임이란 목표가 명확한 스테이지를 여러 번 반복해서 플레이해야 하지만 매 회차마다 이전 회차와는 다른 경험을 할 수 있는 게임일 일컫는다. 각각의 플레이마다 새로운 경험을 할 수 있는 이유는 두 가지인데 플레이 도중 발생하는 여러 이벤트 대부분을 랜덤성에 의존하고 한 회차를 끝내면 다음 회차에 도움이 되는 여러 계승 요소를 남길 수 있기 때문이다.

반복해서 플레이

우마무스메는 3년 동안 우마무스메를 키워서 명예에 전당에 올리는 한 사이클을 계속 반복해야 하는 게임이다. 물론 육성 파트 외에 육성한 우마무스메로 PVP와 PVE를 즐기는 파트도 존재하지만 여기서 좋은 결과를 내기 위해서도 결국 육성을 반복하여 좋은 우마무스메를 키워야한다.

수많은 랜덤성

그러나 **훈련과 경주 과정에서 많은 부분이 무작위로 결정**되기 때문에 설령 같은 우마무스메를 같은 일정으로 육성한다고 해도 매 회차마다 다른 이벤트가 발생하고 다른 결과가 나온다. 플레이어는 육성할 우마무스메를 선택한 직후 6개의 서포트카드를 선택하게 되는데 데 각 서포트 카드는 훈련을 돕고 훈련 과정에서 특정 이벤트를 발생시키는 역할을 한다. 그러나 이벤트 발생 여부, 발생 시점, 발생 후 변화할 능력치 종류와 변화하는 정도 모두 랜덤이다. 또한 플레이어는 이벤트와 레이스 우승을 통해 모은 스킬 포인트를 이용해 경주에 도움이 되는 스킬을 얻을 수 있다. 그러나 스킬 발동 타이밍과 빈도는 랜덤이다. 이 외에도 휴식을 통한 체력 회복 정도, 레이스 당일 날씨, 시작 시 출발 번호 배치, 경기장 노면 상태 등이 모두 랜덤이다.

‘계승’ 제도

랜덤성과 더불어 우마무스메의 ‘계승’ 제도 역시 매 육성 회차에 새로운 경험을 하도록 만드는 요소다. **우마무스메는 육성이 완료된 우마무스메의 능력치 중 일부를 다음에 육성할 우마무스메에게 넘길 수 있는 계승 제도가 존재한다.** 플레이어는 육성한 우마무스메를 고른 후 명예에 전당에 올라간 우마무스메 중 2명을 ‘부모마’로 선정할 수 있다. 그리고 3년간의 학원 생활 중 두 번 부모마의 능력치를 계승받는 이벤트가 발생한다. 물론 어떤 능력치를 얼마나 이어받을지는 무작위로 결정된다.

그림 2-7. 우마무스메 체력, 컨디션, 능력



출처: 우마무스메

그림 2-8. 우마무스메 서포트카드와 부모마 선택



출처: 우마무스메

2.3. 우마무스메의 차별점

육성 시뮬레이션과 로크라이크를 통합했다는 사실 자체도 우마무스메의 매력 중 하나지만, 경이로운 매출을 설명하기 위한 근거로는 빈약하다. 따라서 [2.3. 우마무스메의 차별점]에서는 **우마무스메의 매출을 이끌어낸 보다 직접적인 원인들을 분석하고자 한다.**

2.3.1. 무자비한 BM 구조

게임사의 주 매출은 가차 시스템이 도입된 캐릭터 수집에서

가차 시스템의 과금 요소는 캐릭터 수집, 캐릭터 육성, 편의 기능 3가지로 분류할 수 있다. 캐릭터를 뽑거나 스킨을 구매하는 파트가 캐릭터 수집이고, 장비를 강화하거나 캐릭터의 레벨을 올리는 파트가 캐릭터 육성이자. 편의기능은 인벤토리를 확장하는 등 주 플레이와는 무관한 파트들을 통칭한다. **가차 시스템이 도입되어 게임사의 매출 대부분이 발생하는 과금 요소는 바로 캐릭터 수집이다.**

캐릭터 가차 = 일반 뽑기, 픽업 뽑기

캐릭터 가차는 크게 일반 뽑기와 픽업 뽑기 두 종류가 있다. 일반 뽑기는 등급에 따라 모든 캐릭터의 획득 확률이 동일하다. 즉 등급이 높은 캐릭터일수록 획득 확률이 낮긴 하지만, 등급이 같은 캐릭터들의 획득 확률은 모두 동일하다. 픽업 뽑기는 특정 캐릭터의 뽑기 확률이 같은 등급의 다른 캐릭터보다 더 높은 구조의 가차를 말한다. 일반적으로 새로운 캐릭터가 나왔을 때 플레이어들이 해당 캐릭터를 얻기 용이하도록 기간제로 실시한다.

다만 수백 만원을 지불하고도 원하는 캐릭터를 얻기 못하는 사태를 방지하기 위해 대부분의 게임사들은 소위 '천장'을 만든다. 뽑기를 할 때마다 마일리지가 쌓이고 마일리지를 모아 원하는 캐릭터를 구매하는 등의 제도를 도입하여 아무리 운이 없는 사람도 천장 금액을 들이면 원하는 캐릭터를 얻을 수 있는 구조이다.

우마무스메 과금구조 평범?

일견 **우마무스메의 과금 구조는 평범해 보인다.** 가차 구조가 타 게임의 평균에서 크게 벗어나지 않기 때문이다. 평균적으로 가차형 게임에서 최고 등급의 캐릭터를 뽑을 확률은 2.5~3%이고 픽업 뽑기 확률은 0.7~1%다. 천장은 게임마다 변동성이 심하지만 보통

30~80만원 정도에 형성된다. 새로운 픽업 뽑기는 2~3주마다 등장한다. 우마무스메의 최고 등급 확률은 3%, 픽업 확률은 0.75%, 천장은 대략 66만원, 뽑기 갱신 주기는 2주다.

그림 2-9. 게임의 과금 요소	그림 2-10. 우마무스메 가차 구조 비교															
<p style="color: red; font-size: small;">주로 여기에서 매출 발생</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <p style="color: red; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">캐릭터 수집</p> <p style="font-size: 0.8em;">- 캐릭터 뽑기 - 스킨 구매</p> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <p>캐릭터 육성</p> <p style="font-size: 0.8em;">- 장비 강화 - 아이템 파밍 등</p> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <p>편의 기능</p> <p style="font-size: 0.8em;">- 인벤토리 확장 - 자동 / 소탕권</p> </div> </div>	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 20%;"></th> <th style="width: 30%;">기존 게임</th> <th style="width: 50%;">우마무스메</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>최고 등급 확률</td> <td>2.5 ~ 3%</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>픽업 뽑기 확률</td> <td>0.7 ~ 1%</td> <td>0.75%</td> </tr> <tr> <td>천장</td> <td>30만원 ~ 80만원</td> <td>약 66만원</td> </tr> <tr> <td>뽑기 갱신 주기</td> <td>2주 ~ 3주</td> <td>2주</td> </tr> </tbody> </table>		기존 게임	우마무스메	최고 등급 확률	2.5 ~ 3%	3%	픽업 뽑기 확률	0.7 ~ 1%	0.75%	천장	30만원 ~ 80만원	약 66만원	뽑기 갱신 주기	2주 ~ 3주	2주
	기존 게임	우마무스메														
최고 등급 확률	2.5 ~ 3%	3%														
픽업 뽑기 확률	0.7 ~ 1%	0.75%														
천장	30만원 ~ 80만원	약 66만원														
뽑기 갱신 주기	2주 ~ 3주	2주														

출처: SMIC 1팀

출처: SMIC 1팀

NO! 잔인한 과금 구조

그럼에도 우마무스메의 BM이 무자비한 이유는 3가지다. **1) 우마무스메와 서포트카드 뽑기가 분리되어 있다. 2) 무료 배포 재화가 적다. 3) 할인 패키지가 매우 제한적이다.**

과금 부담이 2배

우마무스메에서 가차로 얻어야 하는 재화는 두 종류다. 육성 대상인 우마무스메와 육성을 돕는 서포트 카드 모두 뽑기로만 획득 가능하다. 캐릭터와 장비를 모두 가차로 뽑는 경우는 흔하기 때문에 여기까지는 일반적이라고 할 수 있다. 문제는 한 가차에서 두 종류 재화가 나오지 않고 각 뽑기가 완전히 분리되어 있다는 점이다. 그러나 **우마무스메는 육성마 뽑기와 서포트카드 뽑기가 따로 있기 때문에 체감되는 과금 부담이 훨씬 크다.** 다른 게임은 한 번의 뽑기에 최고 등급 캐릭터 또는 최고 등급 장비를 뽑을 확률이 3%+3%=6%라면 우마무스메는 3%+0% 혹은 0%+3%=3%이기 때문이다.

무료 배포 재화 ↓

또한 우마무스메는 무료로 배포하는 재화가 비교적 적다. 일반적으로 게임에서 콘텐츠를 클리어 하면 유료 재화를 얻을 수 있고 이벤트나 푸시 알림을 통해 운영진이 유료 재화를 배포하기도 한다. 그러나 우마무스메는 미션을 달성을 통해 제공되는 재화 외에는 얻을 수 있는 재화의 양이 매우 적다. 플레이 초반 주어진 미션을 모두 달성한 이후에는 과금 외에 유료 재화를 얻을 수 있는 통로가 거의 없는 구조다. 더 좋은 성능을 가진 육성마나 서포트카드가 2주마다 새롭게 등장하는 **상황에서 이미 주어진 유료 재화들을 모두 소진한 플레이어가 게임을 계속 따라가고 싶다면 결국 과금을 하는 수밖에 없다.**

할인 패키지 X

마지막으로 **우마무스메는 할인 패키지를 거의 제공하지 않는다.** 여러 재화들을 묶어서 정가보다 저렴한 가격에 판매하는 패키지가 아예 없는 것은 아니지만, 딱 5회까지만 구매할 수 있고 그 이후로는 오직 정가로만 재화를 구매할 수 있다. 대부분의 모바일 게임에서 할인 패키지 구매 가능 회수가 주마다, 혹은 월마다 갱신된다는 점을 고려하면, 우마무스메가 매우 무거운 과금 구조를 가지고 있다는 사실을 알 수 있다.

그림 2-11. 우마무스메와 경쟁 게임의 과금 구조 비교

	우마무스메(うま娘)	Fate/Grand Order	원신(原神)	Princess Connect! Re:Dive
가챠 시스템 존재함	o	o	o	o
메인 요소와 서브 요소 존재함	o	o	o	x
메인 요소와 서브 요소 가챠	x	o	o	x
주기적 할인팩 존재함	x	o	o	o
천장이 존재함	o	x	o	o

출처: SMIC 1팀

2.3.2. 트렌드에 도전하는 우마무스메

무거운 과금 구조 ≠트렌드

[2.3.1. 무자비한 BM 구조]에서 나타난 우마무스메의 무거운 과금 구조는 모바일 게임 트렌드와 대조된다. 최근 모바일 게임은 효율적인 재화 구성을 플레이어에게 부담이 되지 않는 저렴한 가격에 판매하는 구조가 일반적이다. 이를 통해 소과금 플레이어를 끌어들이고 기존 무과금 플레이어가 과금하도록 유도하려는 의도다.

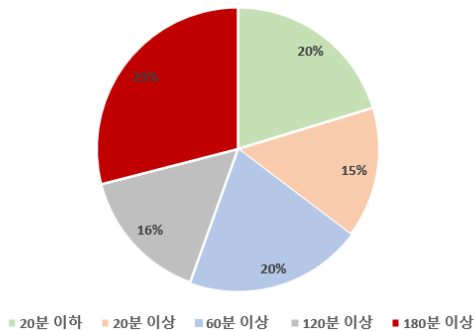
긴 플레이 타임 ≠트렌드

우마무스메가 트렌드에 반하는 점은 과금 구조만이 아니다. 우마무스메는 기본적인 플레이 시간이 길다. 매 육성 마다 30분에서 2시간가량의 시간이 소요되기 때문에 평균 일일 사용 시간이 133분에 달한다. 게다가 전체 플레이어 중 하루 3시간 이상 우마무스메를 플레이하는 플레이어는 29%다. 심지어 우마무스메는 육성 과정에 등장하는 텍스트가 매우 많고 유의미하기 때문에 플레이 시간동안 내내 화면에 집중해야 한다. 출퇴근 시간이 가볍게, 부담없이 할 수 있는 캐주얼 게임을 지향하는 최근 모바일 게임 트렌드와는 상반된 특징이다.

그런데 왜 인기?

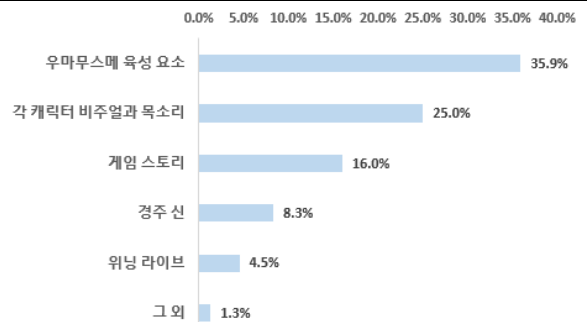
그럼에도 불구하고 우마무스메가 큰 인기를 끌고 더 큰 매출을 이뤄낼 수 있는 이유는 무엇일까? 결국 우마무스메가 플레이어의 애착과 경쟁심을 효과적으로 자극하기 때문이다. 따라서 이리지는 내용에서는 우마무스메의 애정 요소와 경쟁 요소를 구체적으로 분석해보고자 한다.

그림 2-12. 우마무스메 평균 플레이 타임



출처: i-Gage,SMIC 1팀

그림 2-13. 타 게임과의 플레이 타임 비교



출처: i-Gage ,SMIC 1팀

2.3.3. 애정을 가지게 만드는 요소

1) 실제 경마의 구체적 반영

경마를 자세하게 반영!

우마무스메는 실존하는 경주마를 의인화하며 모든 캐릭터를 디자인했다. 그러나 단순히 미소녀 캐릭터에 귀와 꼬리를 단 단계에 그치진 것이 아니다. 원본 경주마의 이름, 색, 성격, 능력, 일화까지 매우 구체적으로 반영했다.

예시로 우마무스메에는 '골드쉽'이라는 이름을 가진 캐릭터가 등장한다. 경주마 골드쉽을 의인화한 캐릭터인데, 하얀 털을 가진 골드쉽은 모래보다 풀에서 더 좋은 기량을 보이고 단거리 보다 중장거리 경주에 강했다. 또한 경주 초반에는 후미에서 달리며 체력을 비축하다가 중후반부에 빠른 속력을 내어 앞 말들을 추월하는 추입 전략을 주로 사용했다. 또한 골드쉽은 기행마라고 불릴 정도로 성격이 독특했다. 기수나 주변 사람을 발로 차는 일도 다반사고, 우승이 유력했던 경기에서 출발 직전 로데오하는 바람에 출발이 늦어져 결국 좋은 성적을 거두지 못한 일화도 있었다. 그래서 우마무스메 골드쉽 또한 성격이 활달하며 말투가 독특하고 우승 세리머니로 플레이어를 발로 차는 듯한 행동을 한다.

경마를 알면 매력

이 외에도 경기 방식, 경기 구조 등 다양한 부분에서 실제 경마를 세밀하게 재현했다. 기존에 경마를 즐기던 사람이라면 필연적으로 매력을 느낄 수밖에 없는 지점이다. 일본의 경마 시장은 전 세계에서 가장 큰 규모를 가지고 있고 연 매출은 24조가 넘는다. 이처럼 경마가 일종의 레포트처럼 받아들여 지는 일본에서는 더더욱 많은 사람들이 우마무스메에 관심과 애정을 가지게 됐을 것이다.

경마를 몰라도 매력!

물론 경마를 잘 모르는 사람들도 세부적인 설정에서 충분히 매력을 느낄 수 있다. 경마를 소재로 하지만 베팅 같은 도박 요소를 모두 배제했기 때문에 설정이 섬세하게 짜인 달리기 스포츠 게임으로만 받아들일 수 있기 때문이다. 실제 경마 일화를 차용했다는 사실을 건어내고 봐도 우마무스메의 구체적이고 개성적인 캐릭터 디자인과 성격과 많은 분량의 시나리오는 플레이어가 게임에 애착을 가질 유인을 제공한다.

2) 박진감 넘치는 경주 장면

좋은 그래픽+멋진 카메라 워크+실감나는 중개 = 😊

우마무스메의 또다른 매력은 뛰어난 그래픽과 카메라 워크를 기반으로 만들어진 실감나는 경주 장면이다. 레이싱 출발부터 결승선을 통과한 후까지 플레이어는 마치 실제 경마와 같은 박진감 넘치는 경기를 볼 수 있다. 실시간으로 사회자가 상황을 중개하면서 더 높은 현실감과 긴장감을 조성한다. 경기가 과열됨에 따라, 크고 높아지는 사회자의 목소리는 그래픽과 카메라 워크와 더불어 플레이어가 플레이어가 육성한 우마무스메의 역량을 가장 생생하게 느낄 수 있도록 돕는다.

그림 2-14. 경주마 골드샵과 우마무스메 골드샵



출처: 우마무스메

그림 2-15. 우마무스메 경주 장면



출처: 우마무스메

이 외에도 로그라이크적 특징이 반영된 우마무스메 육성 과정, 메인 시나리오와 캐릭터 별 스토리, 워닝 라이브, 빠른 로딩 속도 등 우마무스메의 다양한 요소가 플레이어의 애착을 이끌어낸다.

2.3.4. 경쟁심을 자극하는 요소;

1) PVP와 실시간 PVP 도입

PVP → 더 오랜 플레이 + 더 많은 과금!

경쟁심을 자극하는 가장 기본적인 요소는 PVP이다. PVP를 통해 플레이어는 다른 플레이어와 자신을 비교하게 되고 호승심을 느끼게 된다. 따라서 단순히 캐릭터를 모두 모으고 시나리오를 읽는 단계 이상의 능력치를 바라게 되고 이는 자연스럽게 더 많은 과금으로 이어진다. 여기에 더해 PVP 시스템은 플레이어가 캐릭터 수집과 시나리오 정독을 끝낸 후에도 계속 과금과 게임을 이어 나갈 유인이 된다.

실시간 PVP도 도입 예정

더 나아가 5월 내에 실시간 PVP가 업데이트 된다는 발표가 있었다. 양측 플레이어 모두 실시간으로 경주의 과정을 지켜보고 있는 실시간 PVP는 플레이어의 경쟁심과 과금 강도를 더욱 강화할 것으로 예상된다.

2) 절대적으로 유리한 육성마와 전략 부재

무조건 유리하면 안됨

절대적으로 유리한 육성마나 전략이 있다면 플레이어가 게임에 흥미를 잃게 될 확률이 높다. 해당 육성마를 보유하지 않은 플레이어는 무조건 지고, 보유한 플레이어는 무조건 이긴다면 경쟁의 의미가 사라지기 때문이다. 유리한 전략도 한 가지로 고정되어 버리면 플레이어가 경쟁에서 개입할 수 있는 요소가 사실상 사라져 버린다.

그러나 우마무스메에서는 무조건적으로 유리한 우마무스메나 전략이 존재하지 않는다. [2.2.3. 우마무스메와 로그라이크]에서 설명했듯이 경주는 우마무스메의 능력치뿐만 아니

라 랜덤적인 요소에도 영향을 받기 때문이다. 도망, 선행, 선입 투입 4가지 종류가 있는 경주 전략의 유용성은 심지어 우마무스메의 능력치와 랜덤 요소뿐만 아니라 경쟁 우마무스메가 선택하는 전략이 무엇인가에까지 영향을 받는다. 마치 가위바위보처럼 무조건적인 전략이 존재하지 않기 때문에 플레이어는 상대방의 생각을 유추하여 자신의 우마무스메와 전략을 선택해야한다. 이런 요소는 플레이어가 경쟁의 승패에 더욱 큰 의미를 부여하도록 만들어 경쟁심을 자극한다.

그림 2-16. 우마무스메와 경쟁 게임의 플레이 요소 비교

	우마무스메(うま娘)	Fate/Grand Order	원신(原神)	Princess Connect! Re:Dive
의인화	○	○	x	x
상세한 스토리	○	○	x	x
미디어믹스	○	○	x	○
뛰어난 그래픽	○	x	○	x
다각도의 카메라	○	x	○	x
로딩 시간	○	x	○	○
pvp 존재	○	x	x	○
실시간 pvp 존재	예정	x	x	x

출처: SMIC 1팀

2.4. 우마무스메의 인기는 어디까지?

과연 지속
가능한가?

게임의 정성적인 분석에서 한 발짝 떨어져, 현실적으로 이와 같은 호실적이 지속될지 의문을 제기할 수 있다. 실제로 게임주에 투자할 때, 투자자들이 가장 크게 우려하는 부분은 게임 매출의 지속 가능성이다. 게임이 흥행을 하더라도 장기적인 흥행을 할 것이라는 확신을 가지지 어려울뿐더러, 대부분의 한국 게임들이 반짝 흥행에 그치기 때문이다.

이러한 의구심을 불식시키기 위해 본 절에서는 우마무스메의 장기적인 흥행을 기대할 수 있는 일본 게임 시장의 IP활용 전략, 그리고 추가적인 해외 매출 확장 가능성 여부를 수치적으로 증명하고자 한다.

2.4.1. 일본 모바일 게임 시장은 다르다!

한번 히트 치면
몇 년은 지속되는
일본 모바일게임
시장

일본 게임 시장의 규모 및 유저 특성은 한국과 다르다는 것을 절대 간과해서는 안된다. 일본 게임 시장은 한국 게임시장의 약 3배를 뛰어넘는 규모를 가지고 있으며, 무엇보다 인기 게임 순위가 쉽게 바뀌지 않는 시장이다. Top 30개 게임들은 전체 일본 모바일 게임 시장의 약 50% 이상을 차지하고 있으며, 한 번 대히트를 친 게임들이 장기집권을 한다. 실제로 17년과 20년의 iOS/Android 랭킹을 확인하면, 겹치는 타이틀들이 대다수이다.

우마무스메도
이미 61회의 1위
기록

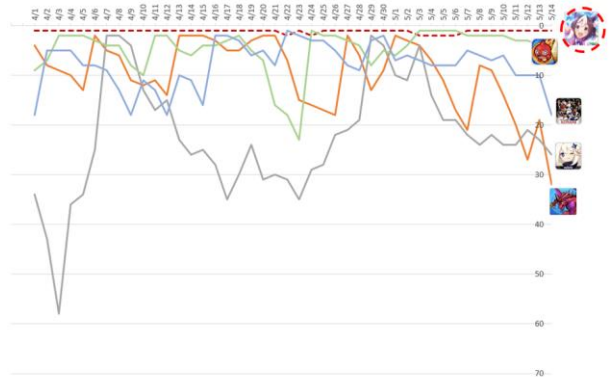
물론, 모든 히트작이 장기집권을 하는 것은 아니다. 하지만, Game-i 통계에 따르면, 등장 직후 1위를 연속적으로 기록한 게임들은 평균적으로 2-3년, 길게는 5년 넘게 Top 20 랭킹 순위 안에 드는 경향이 있다. 몬스터 스트라이크(モンスターストライク)는 2012년부터 현재까지 Top 10 안에 이름을 올렸으며, 2015년부터 집계해 총 1위(매출 기준)를 806회, Fate/Grand Order도 446회를 하였다. 우마무스메는 출시된 지 약 3달만에 랭킹 1위를 무려 61회 달성하며, 일본 모바일 게임 중에서도 이미 이례적인 수치를 보이는 중이다. 따라서, 선례들과 같이 우마무스메 역시 장기집권이 가능성이 충분할 것으로 사료된다.

그림 2-17. 종합 1위 기록 순위: 우마무스메, 61회의 1위

アプリ	回数	初週	最終
アブリ	806回	2015-12-03	2021-05-06
モンスターストライク	446回	2015-12-10	2021-02-12
Fate/Grand Order	221回	2015-12-01	2021-03-27
パズル＆ドラゴンズ	74回	2016-02-05	2021-02-19
ドラゴンボールZ ドッカンバトル	74回	2018-06-06	2021-03-20
異世界行動	70回	2019-09-14	2021-03-30
ドラゴンクエストウォーク	61回	2021-02-26	2021-05-14
ドラゴンクエストビルドラーズ	55回	2019-01-20	2021-04-22

출처: Game-i, SMIC 1팀

그림 2-18. 출시 이래 1위를 놓치지 않은 우마무스메



출처: Game-i, SMIC 1팀

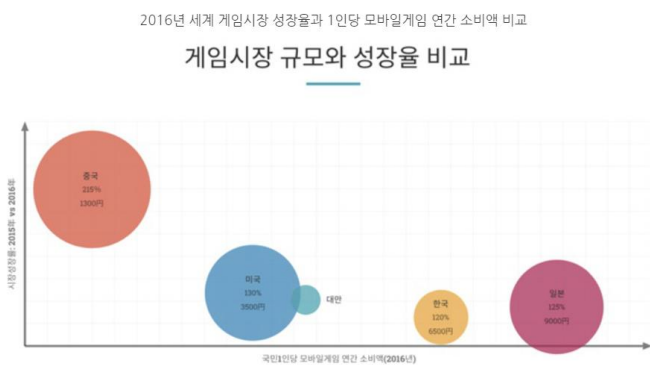
일본 게임유저
높은 수익성,
LTV(Life-Time)

이처럼 일본 게임시장 판도가 쉽게 바뀌지 않는 이유는 타 어느 국가에 비해 자신이 좋아하고 즐기는 게임에 대해 **고객 충성도가 높으면서도 ARPPU(과금유저 평균 과금액)이 높아**, 지속적인 이익 확보가 가능하기 때문이다. 실제 일본의 국민 1인당 모바일 게임 연간 1인당 소비액은 한국의 약 1.4배 수준으로 세계 최고 수준을 자랑하고 있다.

매출 지속되는
매력적인 일본
시장

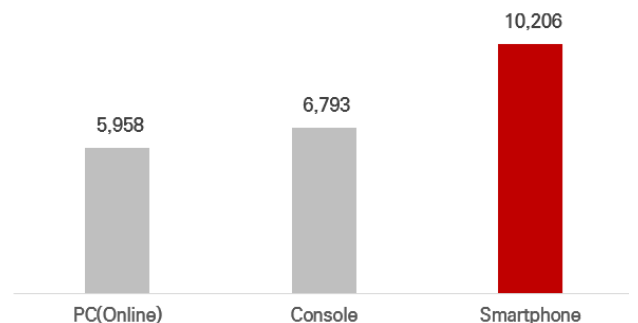
달리 말하면, **충성도가 높은 일본게임유저를 확보할 시, 세계 어떠한 국가에서 서비스를 하는 것보다도 ROI가 높아질 수 있다는 것이다.** 동사가 2014년 그랑블루 판타지(グランブルーファンタジー)와 드래곤퀘스트가 아직까지도 Cygames의 주 매출이라는 점도 일본 게임 시장의 장기적인 지속성에 대한 반증이다. 이처럼 게임에 대한 충성도와 몰입도가 높은 일본의 게임 유저들이 열광하고 있는 **우마무스메 역시 다른 일본 히트작들과 같이 장기적으로 높은 수익을 유지할 것이다.**

그림 2-19. 일본 게임시장 규모와 연간 소비액



출처: Famitsu Game Whitepaper

그림 2-20. 일본 모바일 게임 ARPPU (단위: 엔)



출처: 4gamer, SMIC 1팀

2.4.2. 미디어 믹스와 IP의 환상적인 조합

멀티 콘텐츠로 확장
전개

단순히 게임만 잘 만들고, 일본 게임 유저들이 장기적으로 높은 수익을 유지하는데 일조한다는 것만으로, 지속적인 매출을 유지할 수 있는 것일까? **우마무스메 유저들의 충성도**

와 몰입도를 더욱 극대화시킬 수 있었던 배경에는 미디어믹스와 IP의 조합이 있다.

미디어 믹스를 통해 성공!

우마무스메 역시 훌륭한 스토리텔링과 철저한 OSMU(One Source Multi-use) 기획력을 바탕으로 **캐릭터 IP 중심 게임 세계관을 조성하였다**. 우마무스메는 게임이 출시됨과 동시에, 애니메이션을 포함해서 게임 외적으로 다양한 콘텐츠를 동시에 전개하여 게임을 띄우는 다양한 장치들을 마련하였고, 게임을 플레이하기 위한 주변 요건들을 정비하였다. 이처럼 선제적으로 패키지 마케팅을 한 덕분에 게임 론칭 전 고정 팬층이 탄탄하게 형성되었으며, 모바일 게임도 이에 힘입어 입소문을 타게 된다.

애니메이션으로 기대감은 고점을 향해~!

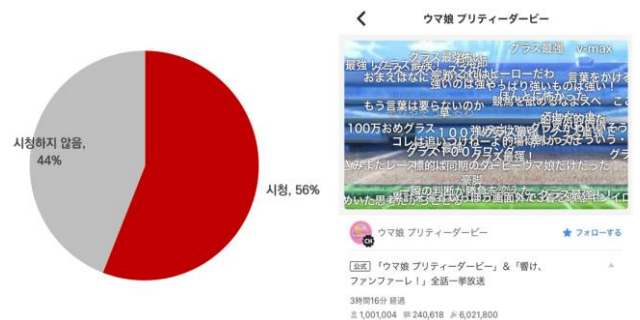
결정적으로 우마무스메는 애니메이션을 방영하며 출시 전 모바일 게임에 대한 기대감을 배가시켰다. 18년도 말 1기, 21년 2월 게임 출시 직전 애니메이션 2기를 방영한다. 특히, 니코생방송(ニコ生)에서 방영한 2기 애니메이션은 약 153만명을 동원하여 역대 1위의 시청자수를 기록하였고, 만족도도 99.2%로 역대 2위에 달했다. 모바일 게임 유저들의 약 절반 이상이 애니메이션판을 시청하였으며, 애니메이션을 통해 우마무스메 캐릭터에 이미 익숙해진 유저들이 다수 있다는 것은 그만큼 **게임유저들의 충성도에 대한 반증**이다.

그림 2-21. Niconico tv 역대 생중계 시청자수 1위

1위 153万来場		ウマ娘 プリティーダービー & 響け、ファンファーレ! 全話 2021年4月3日
2위 149万来場		アイドルマスターアニメシ리즈 全話 2017年9月16日
3위 122万来場		ウマ娘 プリティーダービー Season 2 全話 2021年4月4日
4위 105万来場		鬼滅の刃 全26話 2020年1月1日

출처: Niconico tv, SMIC 1팀

그림 2-22. 우마무스메 애니 높은 시청률과 만족도



출처: Niconico tv, SMIC 1팀

IP 중심 장기 흥행을 누릴 우마무스메

재차 언급하지만, 일본 유저들은 미디어믹스 및 작품(IP포함)을 통해 익숙해진 캐릭터 및 IP에 대해서 충성도와 몰입도가 높은 경향성을 띤다. **미디어 믹스 중심의 마케팅 전략을 충실하게 이행해 왔고, 그만큼 높은 기대감과 만족도를 불러일으킨 우마무스메야말로, 일본 시장의 새로운 포켓몬으로 성장할 가능성을 가지고 있다.**

2.4.3. 적어도 이 정도는 간다, Bear Case

적어도 일본 시장은 짝 잡는다!

앞선 논리에 따르면, 우마무스메는 2022년까지 일본 시장 내 유의미한 매출이 지속가능할 것으로 확신한다. 일본 시장 내 매출은 MAU*Paying ratio*ARPPU로 추정하였다.

DL 추정

1) DL 추정: Fate/Grand Order의 발매 초기 연도별 DL 성장률을 적용하여 추정하였다. 이 때, FGO는 일본 IP를 이용해 일본 개발사가 개발한 매출 1위 가챠형 게임이고, 타겟층이 유사하여 적절한 peer이라고 판단하였다. Fate/Grand Order과 프리코네 역시 발매 초기

DL 증가율이 가파르게 올라가다가 점차 둔화하는 추이를 보였기에, 둔화 추세를 고려하여 월별 DL 성장률을 추정하였다.

MAU 추정

2) MAU 추정: 우마무스메의 2~3월 데이터를 바탕으로 WAU: DL 비중이 약 0.33임을 추산하였다. 해당 비율이 2021년에도 유지될 것으로 가정하였으며, 2022년도에는 WAU: DL 비율이 매달 5%씩 감소한다고 가정하였다. 이는 다운로드 수가 누적으로 집계되지만, Active User은 누적 개념으로 집계되지 않기 때문이다.

Paying Ratio 추정

3) Paying Ration 추정: 2021년 2~4월의 Paying ratio 통계는 약 20%정도로 추정된다. 본 보고서의 논리 상 해당 비중이 유지된다고 보기에 무리가 없다고 판단하였으며, 2022년에는 동사의 타 게임들과 유사한 수준의 감소세를 보일 것이라고 가정해, 보수적으로 18%를 적용하였다.

ARPPU 추정

4) ARPPU 추정: 2021년 4월 ARPPU는 3월대비 약 6% 감소하였다. 과거 Fate/Grand Order 및 동사의 타 게임 타이틀들의 ARPPU 추이를 감안하면, 2021년에는 해당 추세가 유지될 것으로 가정하였다. 2022년에는 구체적인 추정이 불가능하다고 판단하여 flat으로 가정하였다.

그림 2-23. Bear Case 매출 추정

	20/12 1Q21	21/03 2Q21	21/06 3Q21E	21/09 4Q21E	21/9 2021E	22/9 2022E
Revenue (JPY mn)	-	14,621	47,805	48,724	111,150	165,124
#DL (cumulative, 000)	-	5,000	8,000	10,000	6,938	15,000
MAU (000)	-	1,600	3,733	4,560	3,510	4,561
Paying ratio (%)	-	20%	20%	20%	20%	18%
ARPU (JPY)	-	4,569	6,402	5,343	3,958	3,017
ARPPU (JPY)	-	22,845	32,012	26,713	19,792	16,760
Monthly grossing (JPY mn)	-	7,311	23,902	24,362	13,894	13,760

출처: SMIC 1팀

2.5. 해외 진출의 Potential이 남아있다!

**추가적인 Upside:
해외 매출**

일본에서만 매출이 기대되는 것은 아니다. Cygames는 올해 3월, 라이브 이벤트에서 우마무스메의 한국과 중국 서비스 출시 예정임을 발표하였다. 한국 모바일게임 시장의 경우 일본의 1/3 수준으로 작으며, 프린세스커넥트를 보더라도, **한국 매출이 동사 입장에서 유의미하다고 보기는 어렵다.**

**중국에서의 성공
가능성**

반면, 동사에게 있어 일본 내수 시장 외 가장 중요한 해외 시장은 바로 중국이다. 일례로 동사의 프리코네의 중국서비스가 시작된 직후, 2020년 2Q 상황이 좋지 않았던 동사의 매출 실적은 바로 전년 수준으로 회복되었다. 이처럼 중국 서버는 한국, 일본, 타이완 등 나머지 서버를 모두 합친 매출과 맞먹는 수준의 **매출을 낼 수 있는 시장 규모를 가지고 있는 매력적인 시장**이다. 따라서, 중국 시장에서의 성공 가능성을 분석해 볼 것이다.

1) 퍼블리싱 계약 비리비리 성공사례

**퍼블리셔 예상
Bilibili**

퍼블리셔에 따라 해당 국가의 매출이 좌지우지될 가능성이 크기 때문에, 누가 해외 퍼블리셔인지는 상당히 중요한 문제이다. 과거 동사가 퍼블리싱 계약건을 맡긴 회사는 과거

내역을 고려하면, 중국의 엔터테인먼트 온라인 플랫폼 Bilibili(비리비리)가 2022년 상반기에 우마무스메를 중국 서버에 제공할 것으로 전망된다.

**애니메이션 시장에
일가견 있는
Bilibili**

더불어, Bilibili는 2차원 (애니메이션) 모바일 게임을 출시하는 데 일가견이 있다. 중국 2차원 모바일 게임 시장은 일본과 유사하게 IP 외 기존에 검증된 애니, 만화, 소설, 게임, 등의 IP에서 파생된 게임일수록 접근성이 높다. Bilibili는 우마무스메 애니메이션판의 판권을 이미 구매하였기 때문에, 탄탄하게 미디어 믹스 바탕의 마케팅 전략을 펼쳐 나간다면, 중국에서도 준수한 매출 실적도 기대할 수 있을 것이다.

2) 중국에서 이미 올라가고 있는 우마무스메 기대감

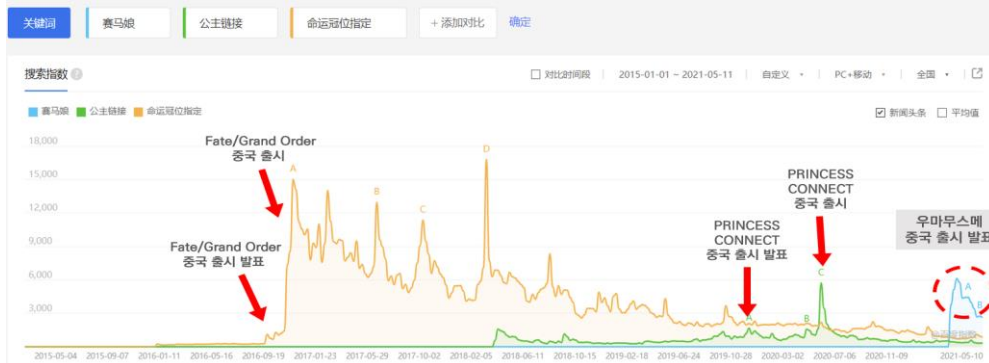
**중국 출시
성공 사례 Peer
선정**

중국에서 가장 큰 매출을 올린 일본 IP 모바일 게임은 Fate/Grand Order이다. 또한 동사에서 개발한 게임 중 동사와 유사한 캐릭터와 구성을 구사하는 것은 '프린세스 커넥트! Re:Dive' 이다. 프린세스 커넥트! Re:Dive' 역시 2020년 4월 17일 중국 출시 직후 무료 게임 1위, 매출 3위에 올랐다는 점에서 벤치마킹 할만한 peer라고 판단하였다.

**앞선 Peer들보다
높은 기대감 형성**

이 세 타이틀에 대한 중국 바이두의 통계 트렌드를 통해서, 우마무스메의 화제성을 분석해 보았다. 두 게임의 출시 시기, 퍼블리싱 계약건을 나온 시기를 고려해보면, 우마무스메는 중국 출시 발표 시점에서 이미 Fate/Grand Order, 그리고 프리코네을 뛰어넘는 기대감이 형성되었음을 확인할 수 있다. 출시가시화가 되기도 전에 이미 Bilibili 게임 랭킹 지수 26위를 차지하며 기대감이 Build-up 되고 있다는 것을 확인할 수 있다.

그림 2-24. 우마무스메 화제성



출처: SMIC 1팀

2.5.3. Bull Case 매출 추정

앞서 보고서에서 주장한 바에 따라, 일본 내수 시장의 지속적인 매출을 등에 업고, 중국 시장에서의 매출이 다음 Bear Case와 같이 이어진다면, 동사는 근래 보지 못할 수준의 영업이익을 기록할 것으로 사료된다. 매출 추정은 다음과 같은 단계로 진행하였다.

1) 동사의 첫 달 매출은 원신(原神)의 중국 출시 직후 매출을 참고하였다. 프린세스 커넥트의 경우 출시 후 첫 달 매출이 이례적으로 좋았으나, Fate/Grand Order 등 Peer을 고려하였을 때, 원신의 매출이 하방이라고 판단하였기 때문이다.

2) 동사가 Peer로 삼은 원신과 프린세스 커넥트는 첫 두 달 매출이 200%~400%가량 급등한 직후, 약 50% 떨어지고, 이후 MAU와 매출이 유지되며, 상당히 유사한 추이를 띄었다. 따라서, Peer들의 평균 MoM%를 1) 매출에 곱했다. 이는 [2.5.1. 중국]에서 제시한 화제성 지표, 그리고 Peer들의 매출 수준과 비교하더라도 무리가 없다고 판단하였다.

3) 수익률(take rate)은 동사가 개발사로서 약 50%를 가져간다는 것을 확인하였다.

그림 2-25. Bull Case 매출 추정

	20/12	21/03	21/06	21/09	21/9	2022E				22/9
	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	1Q	2Q	3Q	4Q	2022E
Domestic Revenue (JPY Mill)	-	14,621	47,805	48,724	111,150	47,707	45,173	40,245	31,999	165,124
Overseas Revenue (JPY Mill)	-	-	-	-	-	-	19,398	17,287	14,999	51,684
CyberAgent Take Rate(%)	-	-	-	-	-	-	50%	50%	50%	50%
	-	-	-	-	-	-	9,699	8,644	7,499	25,842
Total Revenue	-	14,621	47,805	48,724	111,150	47,707	54,872	48,889	39,498	190,965
#DL (cumulative, 000)	-	5,000	8,000	10,000	6,938	11,500	18,582	20,371	22,031	22,031
MAU (000)	-	1,600	3,733	4,560	3,510	5,271	7,134	6,357	5,193	5,989
Paying ratio (%)	-	20%	20%	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%
ARPU (JPY)	-	4,569	6,402	5,343	3,958	3,017	3,017	3,017	3,017	3,017
ARPPU (JPY)	-	22,845	32,012	26,713	19,792	16,760	16,760	16,760	16,760	16,760
Monthly grossing (JPY Mill)	-	7,311	23,902	24,362	13,894	15,902	21,523	19,177	15,666	18,067

출처: SMIC 1팀

3. 투자포인트 2: 황소개구리 등장~ Abema TV

동사는 꾸준히 신규 성장동력을 개척

동사는 인터넷 산업에 혁신이 발생할 때마다 그에 맞는 신규 성장동력을 개척해 왔다. 2004년 인터넷이 보급되자 인터넷 광고시장에 집중하고 일본 최대 블로그 플랫폼인 아메바를 선보였다. 2012년에는 스마트폰이 보급되자 모바일 게임의 성장성을 알아보고 모바일 게임 시장에 진출했다.

2016년, 동사는 스트리밍 시장의 성장을 예상하고 Abema TV를 출시했다. 우리는 Abema TV의 ① 방송 ② OTT ③ 부가사업의 경쟁력을 성장성을 분석할 것이다.

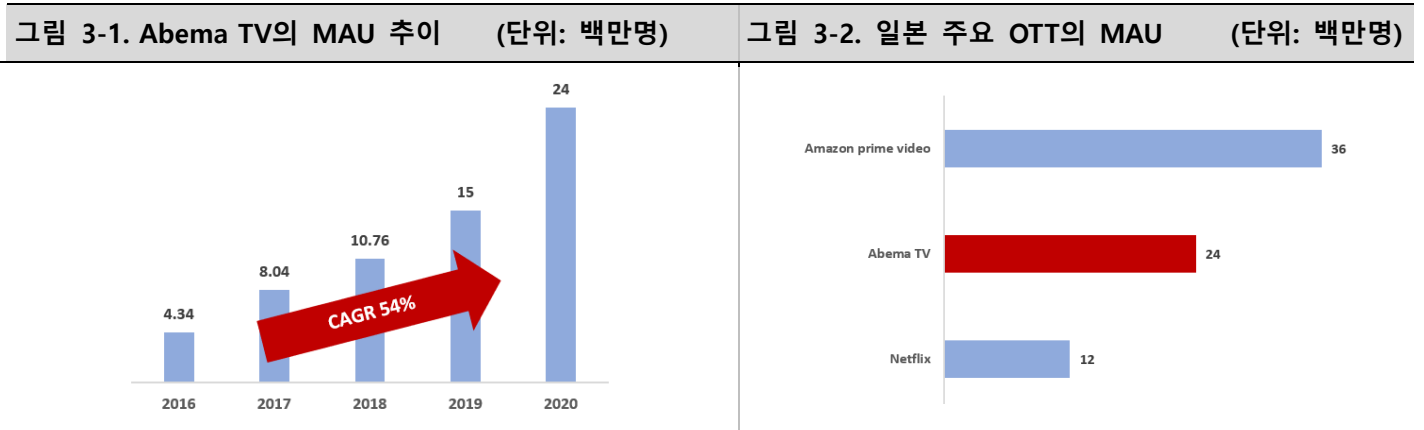
3.1. 일본 열도를 휩쓰는 Abema TV 열풍

일본 최초의 온라인 방송국

2016년, Abema TV는 일본 최초의 온라인 방송국으로 시작되었다. Abema TV는 출시되자마자 돌풍을 일으켰고, MZ 세대를 중심으로 출시 이후 MAU 성장률이 CAGR 54%에 달할 만큼 급격히 성장했다. Abema TV이용자 중 10~35세 비중은 60%에 달한다.

Amazon prime video에 이은 일본 2위 방송 플랫폼

Abema TV의 MAU를 일본 주요 OTT의 MAU와 비교해도 아메바 TV의 열풍을 느낄 수 있다. 아마존 프라임 비디오는 아마존 프라임 회원의 무료 부가서비스 중 하나로, 낙수효과를 받는다. 이러한 아마존 프라임에 이은 MAU 2위라는 것 자체가 동사의 인기를 증명한다. 넷플릭스와 비교하면 약 2배의 인구가 Abema TV를 사용하는 것이다.



출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

출처: App Ape, SMIC 1팀

3.2. Abema TV의 BM

Abema TV는 크게 온라인 방송, OTT, 부가서비스를 제공하는 온라인 TV이다. 각 부분에 BM에 대해 간략히 설명하고자 한다.

온라인 방송 = 방송국

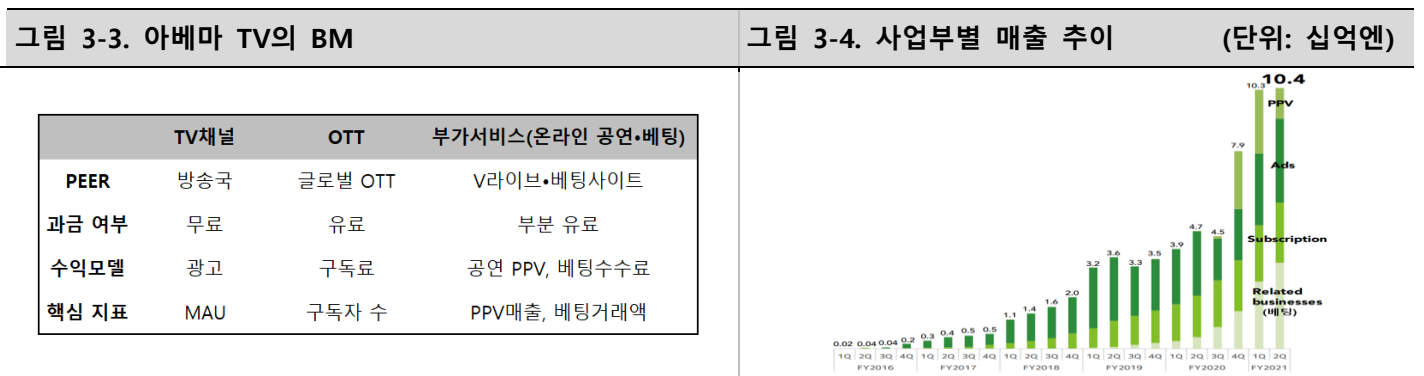
온라인 방송 부문은 지상파 방송국과 비슷한 BM이다. 동사는 뉴스, 예능, 드라마, 애니채널 등 26개에 달하는 채널을 운영하고 있다. 전 채널 무료로 시청이 가능하며, 수익 모델은 광고이다. 핵심 지표는 MAU(월간 실사용자 수)이다. MAU가 상승할수록 광고 단가가 증가하기 때문이다.

OTT = 글로벌 OTT

OTT 부문은 넷플릭스, 아마존 프라임 등의 글로벌 OTT와 비슷한 BM이다. 동사의 OTT는 애니, 영화, 예능 등을 서비스하며, Abema 프리미엄을 구독하면 모든 콘텐츠를 무제한으로 시청할 수 있다. 타 OTT와의 차별화를 위해 오리지널 예능, 오리지널 드라마 등에 공격적으로 투자하고 있으며, 핵심 지표는 구독자 수이다.

부가서비스 = 온라인 공연, 스포츠 베팅

부가서비스 부문은 Abema TV의 MAU에 기반한 온라인 공연, 스포츠 베팅 시스템이 있다. 수익 모델은 온라인 공연의 경우 PPV 매출에 연동된 수수료, 스포츠 베팅의 경우 베팅 수수료이다. 기타 부문 매출은 21년 2분기 기준으로 광고 매출과 맞먹을 정도로 빠르게 성장하였다.



출처: SMIC 1팀

출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

3.3. 온라인 방송 1위 사업자, Abema TV

3.3.1. 온라인 TV 시장의 성장

일본 방송 사업자는 전송 방식에 따라 지상파, 케이블, 온라인 TV로 나뉜다. 지상파, 케이블 방송국은 전파를 받는 안테나 또는 케이블이 필요하다. 따라서 전통적인 매체인 TV로밖에 시청할 수 없다. 온라인 TV는 온라인 방송과 OTT를 포함한다. **스트리밍 기술을 이용해 언제, 어디서든 스마트폰 또는 PC를 통해 시청할 수 있다**

일본 온라인 TV 시장은 급성장 중

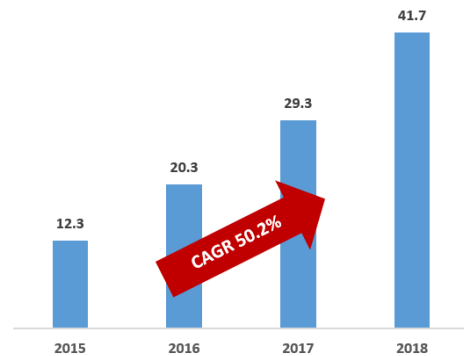
일본은 전통적으로 TV를 통해 지상파 방송을 보는 것이 TV 시청 문화였다. **하지만 스마트폰 사용에 익숙한 MZ세대를 시작으로 온라인 TV 시장은 급성장하고 있다.** 온라인 TV 광고시장의 성장이 그것을 반증한다.

그림 3-5. 일본 방송 사업자 구분

지상파 TV	온라인 TV	
NHK TV 도쿄 TV 아사히 닛폰TV 후지TV	온라인 방송+OTT	아베마TV
	일본 OTT	dTV Tver
	글로벌 OTT	Netflix Amazon prime video Hulu

출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

그림 3-6. 일본 온라인 TV 광고시장 규모 (단위: 십억엔)



출처: KISDI, SMIC 1팀

3.3.2. Abema TV의 성공 요인

Abema TV 온라인 방송의 성공 요인은 ① 다양한 전문 채널 운영 ② 지상파에 없는 프로그램 방영으로 정리할 수 있다.

1) 다양한 전문 채널 운영

지상파 방송국의 한계

기존 일본 지상파 방송국의 한계는 채널의 다양성과 전문성이 부족하다는 것이었다. 각 지상파 방송국은 주요 채널 1,2개 정도만 운영하며, 주요 프로그램은 뉴스, 종합정보 쇼, 토크쇼 등으로 한정되어 있다. 애니메이션 등 MZ세대에게 인기있는 장르도 전문 채널을 편성하지 않는다. 프로그램별로 주요 채널의 일부 시간대에 방영하며, 그마저도 심야 시간대 등인 경우가 많다.

Abema TV는 26개의 다양한 전문 채널 편성

반면 Abema TV 는 무려 26개의 채널을 운영한다. 뉴스, 예능, 애니, 드라마, 스포츠 등 **채널의 전문성과 다양성을 모두 갖추었다.** 이러한 파격적인 변화는 지상파에 흥미를 잃었던 MZ세대에게 혁신으로 다가왔다. 또한 쇼기, 마작, 경륜 등 다양한 채널을 편성해 MZ세대뿐 아니라 윗 세대도 지속적으로 유입되고 있다.

그림 3-7. 닛폰 TV 평일 편성표

방영 시간대	방송 타이틀	제작 콘텐츠
4:30 - 5:50	Oh!4 NEWS LIVE	아침 보도 프로그램
5:50 - 8:00	ZIP!	아침 종합 인포테인먼트 쇼
8:00 - 10:25	숫키리!!	아침 와이드 쇼
10:25 - 11:30	바게트	아침 종합정보 쇼
11:30 - 11:45	NNN 스트레이트뉴스	낮 스트레이트 뉴스
11:55 - 13:55	히루난데스!	낮 버라이어티 쇼
13:55 - 15:50	정보 라이브 미야네야	오후 인포테인먼트 쇼
15:50 - 19:00	news every.	저녁 종합뉴스 쇼
23:00 - 23:59	NEWS ZERO	심야 종합뉴스 쇼

출처: Nippon TV, SMIC 1팀

그림 3-8. 동사의 채널 현황

News	News	Breaking News	
Variety Show	SPECIAL	SPECIAL2	GOLD
Anime	ABEMA Anime	Anime LIVE	Anime for ALL
Drama	Drama	Korean, Chinese	K WORLD
Sports	Keirin(Cycle Race) motorcycle race	Fighting Sports	Sports
Interest	Japanese Chess	Mar-jong	Dplay by Discovery
	HIPHOP	Fishing	RADIO

출처: ABEMA TV, SMIC 1팀

2) 지상파에 없는 프로그램 방영

지상파에서는 다루기 어려운 프로그램 방영

Abema TV 는 지상파에서 다루지 못했던 프로그램을 거리낌 없이 편성한다. 예를 들면 논란이 일었던 연예인의 복귀 방송을 편성하는데, 화제성이 매우 높다. '야구치 마리'는 과거 국민 아이돌로 불리었으나 불륜을 저질러 한동안 TV에서 볼 수 없었다. 지상파와 달리 Abema TV는 복귀를 허용했고, 그녀의 복귀는 엄청난 화제를 불러일으켰다.

MAU가 높아질수록 대형 프로그램 방영 증가

또한 압도적인 MAU로 인해 Abema TV의 채널을 찾는 대형 프로그램이 많다. 일례로, 2017년 11월 일본의 원조 아이돌이라 불리는 스마프(SMAP) 멤버들의 복귀 방송은 지상파가 아닌 Abema TV에서 방영되었다. 그들의 72시간에 걸친 생방송 동안 합계 시청자 수는 7400만을 넘었고 Abema TV의 파급력을 확인할 수 있었다.

3.3.3. 온라인 방송의 경쟁우위, 지속될 것인가?

Abema TV의 경쟁사가 진입하는 상황에 대한 우려가 있을 수 있다. 우리는 경쟁사의 진입을 제한하는 Abema TV의 경쟁우위가 ① 자금력 ② MAU 에서 비롯된다고 판단했다.

1) 자금력

강력한 자금력이 없으면 진입 불가

Abema TV의 성공은 동사의 강력한 자금력이 있었기에 가능했다. 26개의 채널을 무료로 운영하기 위해 동사 미디어사업부는 연평균 200억엔에 달하는 적자를 감당했으며, 지금도 MAU를 늘리기 위한 투자는 계속되고 있다. 즉 신규 진입자는 Abema TV와 경쟁을 시작하려면 최소한 1000억엔은 각오해야 한다고 추정할 수 있다.

2) MAU

프로그램 공급자의 선호도 격차

Abema TV는 현재 유일한 온라인 방송사이고, MAU는 2400만에 달한다. 프로그램 제작사는 자신의 프로그램을 최대한 MAU가 높은 채널에 송출시키고 싶을 것이다. 즉 신규 진입자는 MAU를 끌어올릴 때까지 아베마 TV보다 불리한 환경에서 경쟁할 수밖에 없다.

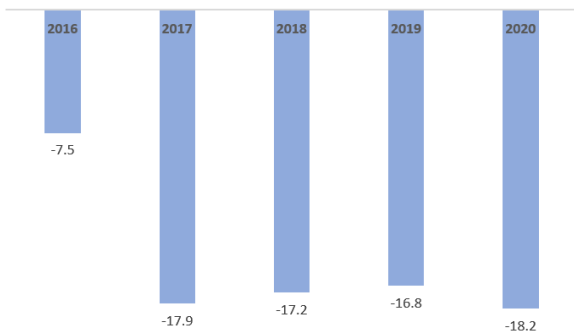
광고매출의 격차

또한 MAU가 많을수록 MAU 1인당 광고매출도 높다. 같은 수의 채널을 운영한다고 가정하면, 비용은 신규 진입자와 Ameba TV 모두 동일하다. 하지만 이미 2400만의 MAU를 확보한 Ameba TV의 광고매출이 훨씬 높을 수밖에 없다.

Abema TV라는 강력한 1위 사업자 존재

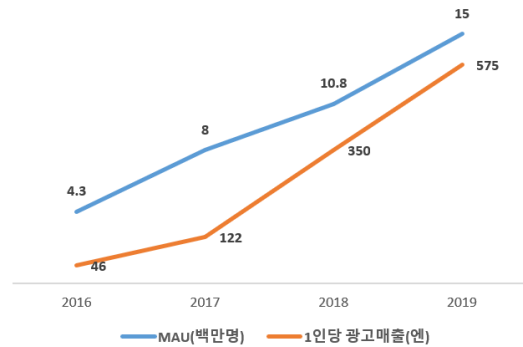
마지막으로, 경쟁자가 없을 때 성장하기 수월한 것은 모두가 아는 사실이다. 아베마 TV가 처음 온라인 방송에 진출했을 때에는 경쟁자가 없었다. 하지만 지금 진출하는 경쟁자는 MAU를 높이기 훨씬 어려울 것이다. **Abema TV라는 강력한 1위 사업자의 고객을 뺏어와야 하기 때문이다.**

그림 3-9. 동사 미디어사업부 적자규모 (단위: 십억엔)



출처: 동사 사업보고서,SMIC 1팀

그림 3-10. MAU와 1인당 광고매출 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

3.4. OTT 시장에서의 성장

일본은 OTT 성장이 다른 국가에 비해 느리고, 세계적으로 많은 구독자 수를 갖고 있는 넷플릭스가 상대적으로 위세를 떨치지 못하고 있다. 이는 일본만의 독특한 특징 때문이다. 우리는 ① 그 특징을 알아보고 ② Abema TV의 OTT 서비스가 강점을 가질 수 있는 이유를 설명하고자 한다.

3.4.1. 일본 OTT 시장의 특징

1) 뒤늦은 성장세를 보이는 일본 OTT 시장

일본의 OTT 구독률이 낮은 이유 = 녹화 문화

일본은 타 선진국에 비해 OTT 구독률이 낮으며, 낮은 성장률을 보이고 있었다. 그 배경에는 TV 녹화라는 일본 특유의 문화가 있다. 일본인들은 보고 싶은 프로그램을 본방송으로 보지 못하면 예약 녹화기능을 통해 녹화를 했다가 나중에 보는 것이 보편화되어 있다. 뿐만 아니라 야외에서 공공 Wifi를 사용할 수 있는 곳이 적어 OTT 서비스보다는 집에서 비디오를 보는 경우가 많았다..

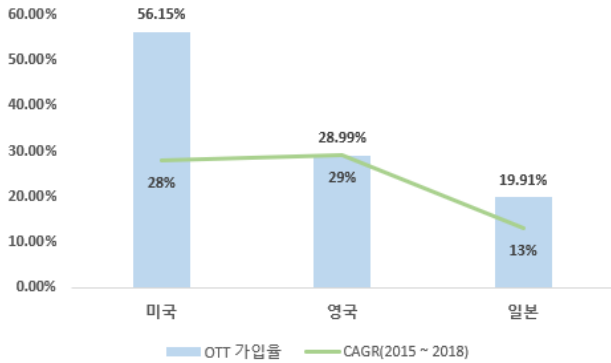
타 선진국과 비교

2018년 기준으로 일본 내 OTT 가입자 수는 2500만명이었는데, 총 인구의 약 20%에 해당하는 비율이었다. 이에 반해 미국은 56%, 영국은 28%의 구독률을 기록했다. 일본은 2015-18 OTT 구독자 성장률도 13%로 미국과 영국의 연 평균 성장률 28%, 29%를 밑돌았다. 일본 OTT시장 1위가 Amazon의 낙수효과를 받는 Amazon prime vidio인 점도 고려해야 한다.

최근 일본 OTT 시장은 높은 성장

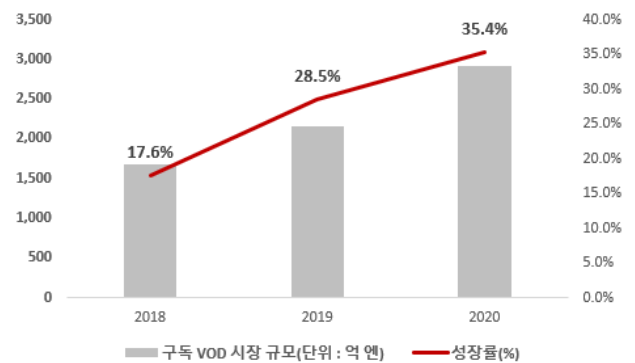
그러나 최근 들어 일본 내 MZ 세대를 중심으로 OTT 침투율이 높아지고 있다. 그에 따라 2019년에는 일본의 OTT 시장 규모가 28%, 2020년에는 35% 성장하며 뚜렷한 성장세를 보이고 있다.

그림 3-11. 2018년 일본 OTT 가입자 비교



출처: KISDI, SMIC 1팀

그림 3-12. 최근의 일본 OTT 시장 성장세



출처: KOTRA, SMIC 1팀

2) 높은 자국 콘텐츠에 대한 수요

일본인들의 자국 콘텐츠에 대한 높은 수요

일본인들은 해외 콘텐츠보다는 자국 내 콘텐츠에 대한 높은 선호를 보인다. 일본 임프레스 종합연구소에 따르면 일본인들이 OTT에서 주로 시청하는 동영상 장르에 대해 일본 영화(55.7%), 일본 드라마(43.6%), 애니메이션(43.2%) 순으로 응답했다. 전체 일본인이 아닌 OTT에 가입한 일본인들을 대상으로 한 설문임에도 일본 콘텐츠 선호도가 높다. 이는 넷플릭스 등 글로벌 OTT가 가진 해외 콘텐츠가 일본에서는 큰 매력으로 작용하지 않는다는 것을 의미한다. 반대로, 일본 OTT 입장에서는 경쟁이 가능한 상황인 것이다.

3.4.2. 동사 OTT의 경쟁력

1) TV 아사히와의 합작 채널, Abema TV

일본 방송국은 크게 1개의 공영 방송국과 5개의 대형 민영 방송국으로 이루어져 있다. TV 아사히는 5개의 대형 민영 방송국 중에서도 TV도쿄, 후지TV와 함께 상위 3개 방송국에 해당한다.

TV 아사히와 동사의 합작품 Abema TV

동사의 Abema TV는 2015년에 TV 아사히와 손을 잡고 설립되어 TV 아사히와 긴밀한 관계를 갖는다. Abema TV내 카테고리 분류에 드라마, 영화, 애니메이션과 같은 일반적인 분류 외에 'TV 아사히' 분류가 따로 있을 정도다.

TV 아사히가 양질의 콘텐츠 공급

Abema TV가 TV 아사히와 손을 잡음으로써 이들이 제작하는 양질의 프로그램을 안정적으로 공급받을 수 있다는 장점이 있다. 예를 들어, TV 아사히에서 1999년부터 방영되어 온 인기 버라이어티 'London Hearts(ロンドンハーツ)'는 Abema TV에서만 제공하고 있다.

2020년부터 합작 오리지널 드라마 제작

또한 2020년부터 TV 아사히와 합작하여 오리지널 드라마를 제작하기 시작했다. 그 중 드라마 '사랑해야 할 사람이 있어서'는 동 시간에 방영된 드라마 중 최고 시청률을 기록하며 큰 인기를 끌었다. 오리지널 드라마의 성공은 구독률을 높이는 데 도움이 된다.

2) Abema TV와 연계

OTT 구독 시
광고 제거 기능

앞서 살펴봤듯, 동사는 일반적인 OTT 서비스 제공자와 다르게 실시간 방송도 제공하며 그 속에 광고를 삽입하고 있다. 하지만 Abema TV는 광고 건너뛰기가 없어 무조건 전체 광고를 시청해야 한다. OTT 구독 시에는 이 광고를 보지 않을 수 있는 혜택을 제공한다.

유튜브 프리미엄
기능과 동사의
구독 기능 유사

이와 비슷한 모델로 '유튜브 프리미엄'이 있다. 광고 제거 기능을 제공하면서 추가로 별도의 콘텐츠를 제공한다는 점이 동사의 구독 모델과 유사하다. 유튜브 프리미엄은 2015년 10월 출시된 이후 높은 성장을 보이고 있다.

Abema TV의 OTT
구독자 역시 크게
성장할것

Abema TV의 구독 서비스도 2017년 4월 출시 이후, 2017년 8만명에서 2020년 약 92만 명의 구독자 수를 확보하며 빠른 성장세를 보이고 있다. 유튜브 프리미엄이 유튜브의 성장률을 초과해 2016년부터 약 4년 간 20배 이상의 성장을 보인 것처럼, Abema TV의 OTT도 충분한 성장 가능성을 갖고 있다.

3.5. AbemaTV 와 연계된 부가서비스

동사는 Abema TV를 기반으로 부가적인 서비스를 추가하여 제공하고 있다. 이 서비스들은 Abema TV라는 기존 플랫폼을 바탕으로 큰 비용 없이 추가 매출을 발생시킬 수 있어 동사의 수익성을 높일 수 있다.

3.5.1. 온라인 베팅 시스템, WINTICKET

온라인 베팅
시스템 WINTICKET

Abema TV와 연결된 첫번째 부가서비스로 온라인 베팅 시스템 WINTICKET이 있다. 동사는 경륜과 오토바이 경주에 대한 온라인 베팅 시스템을 2019년 4월에 개시했다.

그 중 온라인 경륜 베팅 시장은 빠른 성장 속도를 보이고 있다. 2010년부터 연 평균 약 12%의 성장률을 보이고 있으며, 그 성장률이 시간이 갈수록 가팔라지는 추이를 보인다

기존의 경륜 베팅
시스템과의 차별점

Abema TV의 WINTICKET은 기존의 온라인 베팅 시스템과 다른 차별점으로 온라인 경륜 베팅 시장 내 점유율이 급증하고 있다. 우선 WINTICKET은 Abema TV에 있던 경륜 채널과 결합하여 제공되어 경기를 보면서 베팅을 진행할 수 있다는 강점이 있다.

그림 3-13. 온라인 경륜 베팅 시장 성장세(단위: 십억엔)

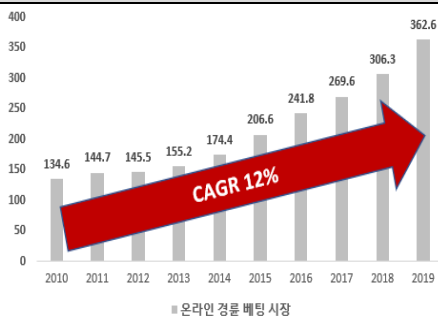


그림 3-14. 타사(좌)와 WINTICKET(우)의 시스템 비교



출처: Statista, SMIC 1팀

출처: Keirin.jp, 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

그리고 ABEMA TV에서는 전(前) 아이돌, 모델, 중년 배우 등 유명 연예인이 나오는 베틱 방송을 진행하며 다양한 연령층이 WINTICKET에 관심을 가질 수 있도록 유도하고 있다. 동시에 경륜에 대한 베틱을 처음 경험하는 사람들도 쉽게 접할 수 있도록 다양한 정보를 제공하고 있다.

**WINTICKET
폭발적 성장 중**

이러한 차별화 덕분에 WINTICKET은 2019년에 출시된 후 매 분기 QoQ 40%가 넘는 폭발적인 성장을 보이고 있다. 가까운 시일 내에 동사 미디어 부문의 중요한 수익원으로 부상할 것으로 예상된다.



출처: ABEMA TV, SMIC 1팀

출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

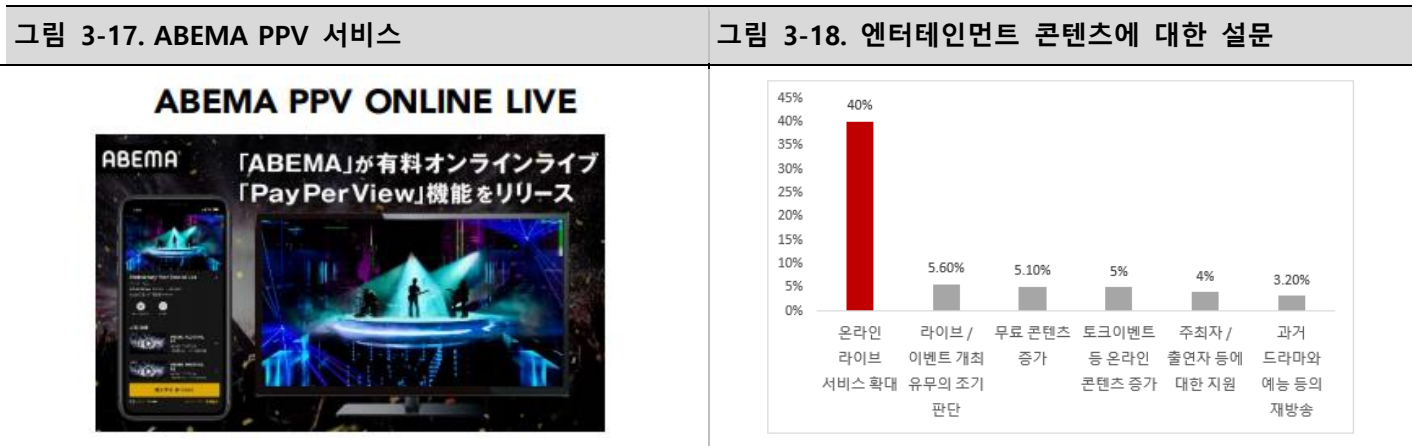
3.5.2. 온라인 라이브 공연

**실시간 라이브
공연 PPV**

동사는 온라인 라이브 공연을 판매하는 PPV(페이퍼뷰) 서비스를 2020년 출시하였다. 이 서비스에서 제공되는 무대는 일반적인 콘서트 뿐만 아니라 레슬링, 연극 등 다양한 카테고리 포함한다.

**코로나 영향으로
온라인 공연 수요
증가**

COVID-19의 영향으로 공연이 중단되자 소비자들은 공연에 대한 갈증을 느끼게 되었다. COVID-19 이전 공연을 소비하던 소비자가 엔터테인먼트 콘텐츠에 바라는 점으로 가장 높은 비율을 차지한 것이 '온라인 서비스 확대'였다.



출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

출처: KOTRA, SMIC 1팀

이러한 상황에서 **Abema TV의 온라인 공연 서비스는 공연에 대한 수요를 충족시켜줄 최적의 대안이다.** 실시간 채팅, 멀티 뷰 시스템 등으로 현장에서 볼 때의 감정을 최대한 느낄 수 있고, Abema TV는 공연하는 아티스트의 굿즈 판매를 통해 추가적인 수익을 얻을 수 있다.

온라인 공연에서 플랫폼의 중요성

한편 **온라인 공연 수요가 증가하면서 플랫폼의 중요성이 높아졌다.** 온라인 공연을 위한 플랫폼이 되기 위해서는 기존에 많은 사람이 사용하는 플랫폼일수록 유리하기 때문이다.

타 플랫폼 대비 동사 플랫폼의 강점

그런 점에서 **동사의 플랫폼이 타사 대비 더 높은 인기를 누릴 수 있다.** 동사는 경쟁사 대비 높은 MAU를 유지하고 있고, 특히 여러 방송으로 엔터테인먼트 분야에서 인기를 끌었기 때문이다.

COVID-19 이후에 유지될 온라인 공연 수요

COVID-19 종식 이후 **오프라인 공연과 온라인 공연은 보완 관계로 공존할 수 있을 것이다.** 온라인 라이브 공연은 기존 공연보다 절반 이상 저렴하고, 원하는 장소에서 볼 수 있기 때문이다. 설문 결과 COVID-19 종식 후에도 온라인 공연을 유료로 이용할 의향이 있다고 답한 비율이 47%에 달했다.

3.5. 미디어사업부 매출추정

동사 미디어사업부 매출은 크게 광고매출, 구독매출, 온라인 공연 매출, 스포츠 베팅 매출, 블로그&데이팅앱 매출로 나뉜다. 매출추정 논리는 다음과 같다.

1) MAU

Abema TV 매출의 기반이 되는 MAU는 넷플릭스의 5~7년차 구독자 성장률 CAGR인 20.8%를 적용했다. 코로나 이전 Abema TV의 성장률이 39%였다는 점을 감안하면 무리한 추정이 아니다.

2) 광고매출

과거 광고매출/MAU를 구해 MAU 1인당 광고매출을 추정하였다. MAU규모가 커질수록 1인당 광고매출이 증가하는 것을 확인했다. MAU 1인당 광고매출은 2020년 코로나 19로 인한 광고경기 급랭으로 인해 급감했다. 하지만 계속 MAU가 증가하는 점을 고려해 2021년에는 2019년 수준의 회복, 2022년에는 MAU 증가율인 20.8% 증가한다고 가정하였다. 과거 MAU 증가율보다 1인당 광고매출 증가율이 높았던 점을 고려하면 무리한 추정이 아니다.

3) 구독매출

MAU*구독비율로 구독자 수를 추정했다. 구독비율 증가세는 2020년 코로나 19로 인한 콘텐츠 제작 차질로 인해 둔화되었으나, 2021,22년 예년의 성장률을 회복한다고 가정했다. 그리고 월 구독료를 곱해 구독매출을 추정했다.

4) 온라인 공연매출

2021년 회계연도까지는 일본의 코로나가 공연을 다시 열 수준으로 종식되기 어렵다고 가정했다. 따라서 2020년 발생한 분기 공연매출을 연율화해서 추정했다. 2022년에는 코로나 수혜가 종료되지만, 온라인 공연 수요가 완전히 사라지지는 않을 것이라고 생각해 21년 대비 50%로 추정했다.

5) 스포츠 베팅 매출 추정

전체 온라인 경륜 베팅 시장규모는 과거 10년 CAGR 12%를 적용했다. 최근 성장률은 12%를 상회하는 것을 고려하면 12%는 보수적인 추정이다. 동사의 시장점유율은 라쿠텐사의 온라인 경마 사업의 초기 시장점유율 추이를 참고했다. 동사가 베팅 시스템과 스포츠 채널을 접목한 최초의 사례인 것을 감안하면 무리한 추정은 아니다.

6) 블로그&데이팅앱 매출 추정

과거부터 꾸준히 CAGR 12% 성장을 보여 왔고, 크게 부침이 있는 사업이 아니므로 CAGR을 적용했다.

그림 3-19. 미디어사업부 매출추정

		2016	2017	2018	2019	2020	2021(E)	2022(E)
광고	MAU(백만명)	4.3	8.0	10.8	15.0	24.0	29.0	35.0
	MAU 1명당 광고매출(엔)	46.1	121.7	350.0	574.9	311.6	574.9	694.5
	매출(백만엔)	200	978	3766	8623	7480	16668	24322
구독	MAU(백만명)		8.0	10.8	15.0	24.0	29.0	35.0
	구독비율		1.0%	2.0%	2.9%	3.0%	4.0%	5.0%
	구독자 수(명)		80000	220000	440000	729000	1159680	1751117
	월 구독료(엔)		960	960	960	960	960	960
	매출(백만엔)		922	2534	5069	8398	13360	20173
온라인 공연	매출(백만엔)					2400	7970	3985
스포츠 베팅	온라인 경륜 베팅 시장규모(백만엔)				360000	403200	451000	505000
	점유율(%)				0.03%	0.7%	3.0%	5.4%
	매출(백만엔)				108	2822	13530	27270
블로그&데이팅앱	매출(백만엔)	22900	26500	31900	32700	35900	40208	45033
전체매출(백만엔)		23100	28400	38200	46500	57000	91735	120783

출처: SMIC 1팀

4. Valuation – PER Method

특정 기업의 적정 가치는 그 나라의 회계 기준으로 산출된 재무제표를 바탕으로 평가될 것이라는 가정 하에, 일본 회계연도를 기준으로 Valuation을 진행하였다.

4.0 PER Valuation Method 선정 논리

동사는 게임 부문의 폭발적인 영업이익 성장을 앞두고 있고, 중장기적으로는 아메바 TV로 대표되는 미디어 부문의 영업이익 성장이 기대된다. 투자포인트에서 밝혔듯이, 동사의 영업이익은 “오마무스메”의 성공과 함께 가파르게 상승할 것으로 예상된다.

INTRO에서 밝혔듯, 동사의 주가는 게임 신작, 미디어 부문의 영업이익 성장 기대감에 따라 움직여왔다. 따라서 동사의 적절한 가치를 평가하기 위해, 폭발적인 영업이익 증가분을 반영해 줄 수 있는 PER Valuation Method를 활용하는 것이 합리적이라 판단하였다.

4.1 매출추정

게임 사업부와 미디어 사업부의 매출 추정 논리는 투자포인트 1,2에서 설명하였다.

<Bear>

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Internet Advertising	208,183	241,452	256,645	269,396	304,687	322,968
Game Business	140,301	146,553	152,225	155,861	244,829	289,051
Media Business	25,653	31,490	46,576	57,098	91,735	120,783
Other business	13,504	17,598	18,947	19,599	19,599	19,599
Investment development	6,790	4,263	6,428	4,092	5,393	5,393
(-) Elimination with other corporation	23,069	21,844	27,210	27,481	24,901	24,901
Total Sales/Revenues	371,362	419,512	453,611	478,566	641,343	732,893

<Bull>

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Internet Advertising	208,183	241,452	256,645	269,396	304,687	322,968
Game Business	140,301	146,553	152,225	155,861	244,829	314,892
Media Business	25,653	31,490	46,576	57,098	91,735	120,783
Other business	13,504	17,598	18,947	19,599	19,599	19,599
Investment development	6,790	4,263	6,428	4,092	5,393	5,393
(-) Elimination with other corporation	23,069	21,844	27,210	27,481	24,901	24,901
Total Sales/Revenues	371,362	419,512	453,611	478,566	641,343	758,735

4.1.1 인터넷 광고 사업부 매출 추정 논리

1) 과거 일본 광고 시장에서 가장 많은 비중을 차지하던 매체는 바로 TV였다. 하지만 2019년을 기점으로, 인터넷 광고 시장이 TV 광고 시장을 능가하며 빠르게 시장을 점유해가고 있다. 실제로 2021년의 경우, 일본 전체 광고 시장의 성장률은 2.3%에 그치지만, 인터넷 광고 시장 성장률은 13.1%에 달한다.

2) 동사 IR 자료에서 확인할 수 있듯이, 동사는 일본 내 인터넷 광고 1위 기업으로 기존 Yahoo, Google, Youtube, Line, TikTok 등 대형 플랫폼의 레퍼런스를 지니고 있다. 동사가 타 경쟁사 대비 지닌 경쟁 우위는 다음과 같다.

3) 동사는 인터넷 광고 1위 업체이다. 인터넷 광고 시장에서 가장 중요한 지표는 ROI이다. 투자금 대비 높은 광고 성과를 지니기 위해서는 광고주와 타겟 소비계층을 연결해주는 것이 중요하다. 즉, 방대한 양의 빅데이터를 바탕으로 소비계층의 특성을 파악하는 것이 중요하다. 시장 1위인 기업이 계속해서 점유율을 유지할 수밖에 없는 이유이다. 실제로 동사가 매년 시장 성장률을 능가하는 매출 성장을 보였다는 사실은 이를 증명한다.

4) NIKKEI Advertising Research Institute에 따르면, 일본의 인터넷 광고 시장은 COVID-19의 기저효과로 인해 2021년 13.1%로 성장할 것으로 예상된다. **따라서 동사의 인터넷 광고 사업부 매출 성장률이 2021년에는 13.1% 성장할 것으로, 2022년에는 평년 성장률인 6%만큼 성장할 것으로 추정하였다.** 동사가 시장 점유율 1위를 유지하고 있다는 점, 항상 시장을 능가하는 성장을 해왔다는 점에서 이는 무리한 추정이 아니라고 생각한다.

4.1.2 Other Business 매출 추정 논리

Other Business 매출은 크게 3개의 자회사로 구성되어 있다. マクアケ는 클라우드 펀딩을 운영하는 회사이고, シーエーモバイル는 팬사이트 사업과 스마트폰 서비스의 운영을 담당하는 연결 자회사이고, ゼルビア는 일본 프로 축구팀을 운영하고 있다. Other Business의 매출은 최근 4년동안 꾸준히 증가하는 모습을 보였으나, 각 사업부의 합리적인 추정이 어려워 2020년 값을 2022년까지 flat하게 추정하였다.

4.1.3 Investment Development

동사는 인터넷 관련 신규 스타트업 사업에 적극적으로 투자하고 있다. Investment Development 관련 매출은 이와 관련된 투자 수익에서 비롯된 매출이다. 동사는 현재 약 81개의 회사에 투자를 진행하고 있다. 81개 각각의 기업의 전망을 알아보는 것은 현실적으로 불가능해, 2017~2020년 4년 평균 매출액을 2022년까지 flat하게 적용해주었다. 내부 거래의 경우에도 2017~2020년 4개년 평균 값을 2022년까지 flat하게 적용해주었다.

4.2 매출원가

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
COGS	248,386	289,496	320,311	337,918	365,884	395,744
Advertising & Media Expense	199,454	241,150	262,014	280,810	305,802	333,018
Personnel	6,210	6,079	6,406	6,083	6,194	6,194
Outsourcing	20,616	23,449	23,062	23,992	24,919	25,882
Overhead Cost	20,864	18,238	27,226	26,358	27,944	29,625
Other	1,242	579	1,602	676	1,025	1,025

1) 매체선전비의 경우, 동사가 Media 사업 부문을 빠르게 육성시키며 매년 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 동사가 앞으로도 Media 사업 부문을 키울 것이라 밝힌 만

금, 2017~2020년 평균 성장률인 8.9%를 2021년과 2022년에 곱해주어 추정하였다.

2) 경비, 외주비용의 경우, 매년 꾸준히 증가하는 경향성을 보여 2017~2020년 평균 상승률을 곱해주어 추정하였다.

3) 그 외의 항목의 경우 4년간 평균값을 활용하여 계산해주었다.

4.3 판매관리비

<Bear>

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Total SG&A	92,276	99,852	102,474	106,768	118,686	126,184
Advertisement cost	32,000	29,100	27,200	29,900	32,000	32,000
Personnel	27,500	30,800	33,000	31,600	32,717	33,874
Office cost	6,500	7,800	8,500	8,700	11,737	13,412
Sales related costs	4,800	5,000	5,100	6,300	7,889	9,015
Depreciation	8,450	8,771	8,924	8,719	8,716	8,716
Amortization	250	227	205	0	171	171
Other	12,776	18,154	19,545	21,549	25,457	28,997

*Other: Outsourcing expenses, R&D expenses, enteratinment expenses etc.

<Bull>

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Total SG&A	92,276	99,852	102,474	106,768	118,686	126,975
Advertisement cost	32,000	29,100	27,200	29,900	32,000	32,000
Personnel	27,500	30,800	33,000	31,600	32,717	33,874
Office cost	6,500	7,800	8,500	8,700	11,737	13,885
Sales related costs	4,800	5,000	5,100	6,300	7,889	9,332
Depreciation	8,450	8,771	8,924	8,719	8,716	8,716
Amortization	250	227	205	0	171	171
Other	12,776	18,154	19,545	21,549	25,457	28,997

*Other: Outsourcing expenses, R&D expenses, enteratinment expenses etc.

1) 인건비의 경우 2017~2020년 인건비 상승률 평균 값을 곱해주어 2021, 2022년 값을 추정하였다.

2) 사무관리비, 영업비의 경우 매출액 대비 비율이 일정하게 유지되고 있다. 따라서, 4개년치 매출액 대비 비율 평균치인 1.83%, 1.23%를 예상 매출액에 곱해주었다.

3) 아웃소싱 비용, R&D 비용 및 기타 비용은 2017년부터 꾸준히 상승하는 추세를 보여 2017~2020년 상승률을 반영해주어 추정하였다.

4) 광고 비용의 경우, 코로나 회복으로 인해 Media, Advertising 사업이 개선될 것으로 예상하여 2017년 값을 2021년, 2022년에 적용해주었다.

5) 나머지 값의 경우 합리적인 추정이 어려워 4개년 평균 값을 flat하게 적용해주었다.

4.4 영업 외 손익

Non-operating income

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Interest income	21	91	140	135	164	200
Dividends income	104	110	110	118	111	111
Gain on valuation of investment securities	31	70	92	132	81	81
Subsidy income	-	25	71	63	53	53
Other	231	76	122	71	125	125
Total non-operating income	387	372	535	519	534	570

Non-operating expenses

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Interest expenses	13	10	11	14	15	17
Equity in losses of affiliates	2200	1773	605	367	486	486
Foreing exchange losses	-	-	37	71	54	54
Other	133	187	214	84	155	155
Total non-operating expense	2346	1970	867	536	710	712

Extraordinary income

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Gain on sales of subsidiaries and affiliates' stocks	-	281	749	79	370	370
Gain on sales of property	275	2	147	9	-	-
Other	393	698	1016	0	527	527
Total extraordinary gain	668	981	1912	88	896	896

Extraordinary loss

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Impairment loss	3186	4741	9502	4589	4172	4172
Relocation expenses	-	127	2769	-	-	-
Other	155	630	714	1160	665	665
Total extraordinary loss	3341	5498	12985	5749	4837	4837

Non-operating Income/expense 추정 논리

이자수익의 경우, 현금성자산과 금융기관 예치금의 규모와 유효이자율을 적용해 추정해 주었고, 이자비용의 경우 장단기 차입금의 규모 변화와 유효이자율을 적용하여 추정해주었다. 계열사 지분 손실은 2017년 이후 매년 꾸준히 감소하는 모습을 보여, 2019~2020년 값의 평균을 flat하게 적용해주었다. 그 외의 항목은 매년 꾸준한 값을 기록하고 있어, 4개년치 평균값을 flat하게 적용하여 주었다.

Extraordinary Income/loss 추정 논리

손상차손은 2019년에 일회성 비용이 반영되어, 2019년 값을 제외한 2017,2018,2020 3개년 평균값을 flat하게 적용해주었다. 투자자산처분이익, 기타 사항은 매년 꾸준히 값이 발생해 4개년치 평균값을 flat하게 처리하였다. 그 외의 항목은 변동성이 크고, 합리적인 추정이 어려워 '0'으로 flat처리하였다.

4.5 유효법인세율/지분법 추정

<Bear>

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Pre tax profit(income before tax)	24,678	24,049	19,421	28,202	156,773	210,965
Income Taxes	12,380	13,931	13,358	13,946	69,764	93,879
Effective Tax Rate(%)	50.2%	57.9%	68.8%	49.5%	44.50%	44.50%

<Bull>

JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Pre tax profit(income before tax)	24,678	24,049	19,421	28,202	156,773	236,016
Income Taxes	12,380	13,931	13,358	13,946	69,764	105,027
Effective Tax Rate(%)	50.2%	57.9%	68.8%	49.5%	44.50%	44.50%

동사가 최근 4년간 받아온 유효법인세율의 평균인 56.6%와 일본 최대 법인세율인 32.4%를 평균한 값인 44.5%를 유효법인세율로 추정하였다. 동사는 이연법인세 자산을 6천억 정도 축적하고 있고, 2021년 2분기까지 유효법인세율을 34.4%를 받았다는 점에서 이는 무리한 추정이 아니라고 생각한다.

동사는 현재 자회사에 대한 손익계산서를 공개하지 않고 있고, 자회사의 숫자 또한 117개에 달해 비지배지분에 대한 구체적인 추정이 불가능하다. 따라서 동사의 사업 보고서에 기입된 2021년 2분기(누적) 당기순이익 대비 지배지분 비율과 4개년 평균 지배지분 비율의 평균인 53.52%를 2021년과 2022년에 곱해주었다. 향후, 동사의 지배비율이 높은 게임 부문에서 폭발적인 매출 성장이 이뤄낼 것이라는 점에서 이는 무리한 추정이 아니라고 생각한다.

4.6 Target Multiple 선정 논리

본 보고서에서는 Historical PER Method를 활용하였다. 이유는 다음과 같다. (1) 동사는 현재 Game, Advertising, Media의 3가지 사업부를 영위하고 있고, 현재 일본 내에서 동사와 같은 사업 부문을 영위하고 있는 기업은 없다. 따라서 Peer 기업을 살펴보는 것은 타당하지 못하다고 판단하였다. (2) 또한 동사는 2012년부터 게임 신작을 꾸준히 출시해오고 있었고, 이에 대한 기대감에 따라 주가가 변동을 겪었었다. 따라서 게임 신작의 실적 기대감이 향후에도 비슷한 양상으로 반영될 것이다.

“우마무스메” 출시 전까지, 동사 게임 사업부 매출 1위는 바로 “GrandBlue Fantasy”였다. 본 게임은 출시 후 약 3년 이상 일본 게임 시장에서 꾸준한 사랑을 받아왔다. 앞서 투자 포인트에서 밝혔듯이, 동사의 “우마무스메” 또한 향후 꾸준한 매출 성장이 기대된다는 점에서 합리적인 비교 시점이라고 판단하였다. 따라서 GrandBlue Fantasy가 출시되었던 2014년 3월 이후, 동사가 1년동안 받았던 PER Multiple인 26.0를 Target Multiple로 제시한다.

“우마무스메”의 영업이익이 GrandBlue Fantasy와 비교하여 약 8배 이상 크다는 점, 동사의 Media 사업 부문의 영업이익이 과거와 달리 빠르게 성장할 것이라는 점에서 이때의

Multiple을 가져오는 것은 오히려 보수적인 추정이다.

앞선 보고서의 논의를 종합하여, Bear Case 목표주가 3,230엔 상승여력 53.9%, Bull Case 목표주가 3,610엔 상승여력 72.0%, Strong Buy를 제시한다.

<Bear>		<Bull>	
2021-09 목표주가		2021-09 목표주가	
유통가능주식수(주)	505,706,400	유통가능주식수(주)	505,706,400
당기순이익(백만엔)	62,664	당기순이익(백만엔)	70,105
2022E EPS(원)	124	2022E EPS(원)	139
Target PER	26.00	Target PER	26.00
목표주가(엔)	3,230	목표주가(엔)	3,610
현재주가(엔)	2,099	현재주가(엔)	2,099
상승여력	53.9%	상승여력	72.0%

4.7 매력적인 투자 지표

<BEAR>

JPY Millions		17/9	18/9	19/9	20/9	2021 1Q	2021E 2Q	2021E 3Q	2021E 4Q	21/9	22/9
		2017	2018	2019	2020					2021	2022
Revenue Total		140,301	146,551	152,224	155,861	29,954	63,983	85,910	87,362	244,829	289,051
	YoY%										
OP Total		28,437	26,831	28,989	30,556	1,157	6,214	5,879	5,979	78,751	109,211
	YoY%										
OPM		20.3%	18.3%	19.0%	19.6%	3.9%	9.7%	6.8%	6.8%	32.2%	37.8%
Domestic				136,196	133,487						
Overseas				16,028	22,374						

동사의 게임 사업 부문 예상 영업이익을 살펴보면, Bear Scenario에서도 연 1조 9백억원에 달한다. 시가총액이 18조인 엔씨소프트의 2020년 영업이익이 8,250억원이라는 점에서 동사의 시가총액인 11조는 상당히 저평가 되어있음을 확인할 수 있다.

리니지가 높은 소비자 충성도를 가지고 있지만, 일본 모바일 시장 특히 "우마무스메"의 소비자 충성도가 높다는 점을 고려하면, "우마무스메"의 매출이 빠르게 성장하며 동사의 주가가 상승하는 것은 전혀 무리한 추정이 아니라고 생각한다.

5. Appendix

5.1 Bear Case Earning Table

		Earning Table(Bear)					
JPY millions		2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E
Total Sales/Revenues		371,362	419,512	453,611	478,566	641,343	732,893
	YoY(%)		13.0%	8.1%	5.5%	34.0%	14.3%
COGS		248,386	289,496	320,311	337,918	365,884	395,744
Gross Profit		122,976	130,016	133,300	140,648	275,459	337,149
	GPM(%)	33.1%	31.0%	29.4%	29.4%	43.0%	46.0%
Selling General & Administrative Cost		92,276	99,852	102,474	106,768	118,686	126,184
Operating Profit		30,700	30,164	30,826	33,880	156,773	210,965
	OPM(%)	8.3%	7.2%	6.8%	7.1%	24.4%	28.8%
Non-operating income		387	372	535	519	534	570
Non-operating expenses		2,346	1,970	867	536	710	712
Extraordinary income		668	981	1,912	88	896	896
Extraordinary loss		4,731	5,498	12,985	5,749	4837	4837
Pre tax profit(income before tax)		24,678	24,049	19,421	28,202	156,773	210,965
Income Taxes		12,380	13,931	13,358	13,946	69,764	93,879
	Effective Tax Rate(%)	50.17%	57.93%	68.78%	49.45%	43.20%	43.20%
Net Income		12,298	10,118	6,063	14,256	87,009	117,085
Owners of the parent company		4,024	4,852	1,695	6,608	46,567	62,664
Non-Controlling interest		8,274	5,266	4,368	7,648	40,442	54,421

Fiscal year is October - September

5.2 Bull Case Earning Table

Earning Table(Bull)								
JPY millions	2017-09	2018-09	2019-09	2020-09	2021-09 E	2022-09 E		
Total Sales/Revenues	371,362	419,512	453,611	478,566	641,343	758,735		
		yoy(%)	13.0%	8.1%	5.5%	34.0%	18.3%	
COGS	248,386	289,496	320,311	337,918	365,884	395,744		
Gross Profit	122,976	130,016	133,300	140,648	275,459	362,991		
		GPM(%)	33.1%	31.0%	29.4%	29.4%	43.0%	47.8%
Selling General & Administrative Cost	92,276	99,852	102,474	106,768	118,686	126,975		
Operating Profit	30,700	30,164	30,826	33,880	156,773	236,016		
		OPM(%)	8.3%	7.2%	6.8%	7.1%	24.4%	31.1%
Non-operating income	387	372	535	519	534	570		
Non-operating expenses	2,346	1,970	867	536	710	712		
Extraordinary income	668	981	1,912	88	896	896		
Extraordinary loss	4,731	5,498	12,985	5,749	4837	4837		
Pre tax profit(income before tax)	24,678	24,049	19,421	28,202	156,773	236,016		
Income Taxes	12,380	13,931	13,358	13,946	69,764	105,027		
		Effective Tax Rate(%)	50.17%	57.93%	68.78%	49.45%	43.20%	43.20%
Net Income	12,298	10,118	6,063	14,256	87,009	130,989		
Owners of the parent company	4,024	4,852	1,695	6,608	46,567	70,105		
Non-Controlling interest	8,274	5,266	4,368	7,648	40,442	60,884		

Fiscal year is October - September

5.3 “우마무스메” 제외 게임 사업부문 관련 지표

JPY Millions	17/9 2017	18/9 2018	19/9 2019	20/9 2020	2021 1Q	2021E 2Q	2021E 3Q	2021E 4Q	21/9 2021	22/9 2022
Revenue Total	140,301	146,551	152,224	155,861	29,954	63,983	85,910	87,362	244,829	314,892
戦国英舞-KIZNA(2013/4/15~)										
Revenue	23,328	20,832	18,522	17,418	2,250	3,012	2,359	2,540	10,161	9,459
#DL (cumulative, 000)	5,400	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600
MAU(000)	2,700	2,800	2,744	2,688	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680
Paying Ratio (%)	9.0%	8.0%	7.5%	7.2%	6.2%	8.3%	6.5%	7.0%	7.0%	6.8%
ARPU(JPY)	720	620	563	540	446	598	468	504	504	469
ARPPU(JPY)	8,000	7,750	7,500	7,500	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200	6,900
Monthly Grossing (JPY mn)	1,944	1,736	1,544	1,452	750	1,004	786	847	847	788
ドラゴンクエストモンスターズスーパーライト (2014/1/23~)										
Revenue	2,700	3,024	1,572	1,225	198	198	198	198	792	726
#DL (cumulative, 000)	20,000	25,000	26,000	27,000	27,500	27,500	27,500	27,500	27,500	28,000
MAU(000)	7,400	8,750	7,800	6,750	6,750	5,500	5,500	5,500	5,500	5,040
Paying Ratio (%)	4.0%	4.0%	3.0%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
ARPU(JPY)	152	144	84	76	60	60	60	60	60	60
ARPPU(JPY)	3,800	3,600	2,800	2,700	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
Monthly Grossing (JPY mn)	1,125	1,260	655	510	330	330	330	330	330	302
CyberAgent take rate	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
グランブルーファンタジー (2014/3/10~)										
Revenue	37,908	35,024	27,579	21,147	1,253	5,079	3,612	4,153	14,096	13,215
#DL (cumulative, 000)	16,200	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
MAU(000)	8,100	9,310	7,600	6,650	4,750	6,270	6,270	6,270	5,320	5,320
Paying Ratio (%)	6.5%	5.5%	5.4%	5.0%	2.2%	5.4%	4.0%	4.6%	4.6%	4.5%
ARPU(JPY)	390	314	302	265	88	270	192	221	221	207
ARPPU(JPY)	6,000	5,700	5,600	5,300	4,000	5,000	4,800	4,800	4,800	4,600
Monthly Grossing (JPY mn)	3,159	2,919	2,298	1,762	418	1,693	1,204	1,384	1,175	1,101
アイドルマスターシンデレラガールズスターライトステージ (2015/9/3~)										
Revenue	5,631	4,264	4,510	3,767	818	818	818	818	3,274	3,075
#DL (cumulative, 000)	21,000	26,000	27,000	27,000	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000	28,500
MAU(000)	7,980	9,100	8,640	8,370	7,840	7,840	7,840	7,840	7,840	7,695
Paying Ratio (%)	6.0%	5.5%	6.0%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.6%
ARPU(JPY)	294	195	218	188	174	174	174	174	174	167
ARPPU(JPY)	4,900	3,550	3,625	3,125	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Monthly Grossing (JPY mn)	2,346	1,777	1,879	1,569	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	1,281
CyberAgent take rate	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
シャドウバース (2016/6/17~)										
Revenue	10,931	9,463	11,216	9,707	1,923	1,923	2,000	1,923	7,692	6,960
#DL (cumulative, 000)	12,000	19,000	21,500	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
MAU(000)	3,044	4,378	5,189	5,500	4,620	4,620	4,620	4,620	4,620	4,180
Paying Ratio (%)	7.0%	5.5%	5.5%	5.3%	5.0%	5.2%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
ARPU(JPY)	299	180	180	147	139	139	144	139	139	139
ARPPU(JPY)	4,275	3,275	3,275	2,775	2,775	2,775	2,775	2,775	2,775	2,775
Monthly Grossing (JPY mn)	911	789	935	809	641	641	667	641	641	580
バンドリ！ガールズバンドパーティ！ (2017/3/16~)										
Revenue	4,830	14,850	12,397	13,057	3,063	3,264	3,365	3,164	12,655	11,651
#DL (cumulative, 000)	3,000	10,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
MAU(000)	1,183	3,000	3,644	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,480
Paying Ratio (%)	10.0%	7.5%	6.0%	6.5%	6.1%	6.5%	6.7%	6.3%	6.3%	6.2%
ARPU(JPY)	583	413	284	302	284	302	312	293	293	279
ARPPU(JPY)	5,833	5,500	4,725	4,650	4,650	4,650	4,650	4,650	4,650	4,500
Monthly Grossing (JPY mn)	690	1,238	1,033	1,088	1,021	1,088	1,122	1,055	1,055	971
プリンセスコネクト！Re:Dive (2018/2/15~)										
Revenue	7,299	22,648	29,291	29,291	1,871	7,095	6,740	6,549	22,255	20,653
#DL (cumulative, 000)	1,700	2,300	2,300	2,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,000	3,100
MAU(000)	798	1,398	1,722	1,722	1,320	1,650	1,650	1,650	1,500	1,457
Paying Ratio (%)	14.0%	20.0%	18.0%	18.0%	6.0%	18.2%	17.3%	16.8%	15.7%	15.0%
ARPU(JPY)	1,143	1,350	1,418	1,418	473	1,433	1,362	1,323	1,236	1,181
ARPPU(JPY)	8,167	6,750	7,875	7,875	7,875	7,875	7,875	7,875	7,875	7,875
Monthly Grossing (JPY mn)	912	1,887	2,441	2,441	624	2,365	2,247	2,183	1,855	1,721
ドラガリアロスト (2018/9/27~)										
Revenue	132	960	729	729	203	203	203	203	810	693
#DL (cumulative, 000)	3,000	4,000	4,500	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,500
MAU(000)	1,500	1,600	1,350	1,350	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,375
Paying Ratio (%)	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
ARPU(JPY)	440	250	225	225	225	225	225	225	225	210
ARPPU(JPY)	5,500	5,000	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,200
Monthly Grossing (JPY mn)	660	400	304	304	338	338	338	338	338	289
CyberAgent take rate	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NieR Re[in]carnation (2021年2月前提)										
Revenue					324		810	810	1,944	2,495
#DL (cumulative, 000)					3,000		3,000	3,000	3,000	3,050
MAU(000)					1,800		1,800	1,800	1,800	1,830
Paying Ratio (%)					12.0%		10.0%	10.0%	8.0%	8.0%
ARPU(JPY)					900		750	750	600	568
ARPPU(JPY)					7,500		7,500	7,500	7,500	7,100
Monthly Grossing (JPY mn)					1,620		1,350	1,350	1,080	1,039
CyberAgent take rate					20%		20%	20%	20%	20%
ワマ娘 プリティーダービー 育成シミュレーション (2021年2月前提)										
Revenue (JPY million)					14,621		47,805	48,724	111,150	190,965
#DL (cumulative, 000)					5,000		8,000	10,000	6,938	22,031
MAU(000)					1,600		3,733	4,560	3,510	5,989
Paying Ratio (%)					20%		20%	20%	20%	18%
ARPU(JPY)					4,569		6,402	5,343	3,958	3,017
ARPPU(JPY)					22,845		32,012	26,713	19,792	16,760
Monthly Grossing (JPY mn)					7,311		23,902	24,362	18,894	18,067
Other Titles										
この素晴らしい世界に祝福を！ファンタスティックデイズ(2020/2/7)	54,973	51,663	52,820	59,520	18,375	27,446	13,000	13,280	60,000	55,000
プリンセスコネクト！Re:Dive (中国)				10,000					8,000	5,000
コンソール	7,400	8,750	7,800	6,750			5,000	5,000	27,500	28,000
Other New Titles									5,500	5,040
2021/9新規タイトル									10,000	9,000
2022/9新規タイトル										12,000