

카검을 보라(BORA), 카카오게임즈

0. Intro

1. "Dream" comes true: How and Why?

2. 그 'Dream'을 그려 '드림'!

3. 본업 comes true

4. Valuation: PER Valuation

5. Appendix

<Earning Table>

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	21'1H	2021E	2022E
영업수익	420,805	391,040	495,521		1,078,649	1,571,649
모바일	202,079	181,526	248,938		846,430	1,253,169
PC	186,176	162,437	183,838		108,586	124,000
기타	32,550	47,077	62,745		123,633	194,480
영업수익 YoY(%)		-7.1%	26.7%		117.7%	45.7%
영업비용	373,622	356,038	429,000		968,196	1,369,237
영업이익(손실)	47,183	35,002	66,521		110,453	202,412
OPM(%)	11.21%	8.95%	13.42%		10.24%	12.88%
기타수익	6,739	1,149	4,232		5,472	5,472
기타비용	22,763	19,244	25,387		22,609	22,576
금융수익	9,746	11,802	57,358		57,059	57,059
금융비용	9,631	7,615	23,164		23,337	23,337
지분법이익	0	0	666		51,137	72,070
지분법손실	2,867	950	2,289		2,289	2,289
법인세비용차감전	28,408	20,143	77,936		175,886	288,810
법인세비용	9,511	11,277	10,425		42,993	74,528
당기순이익	18,897	8,866	67,511		132,893	214,282
지배주주순이익	18,969	10,996	85,971		146,183	235,710

Rating

Buy

목표주가:

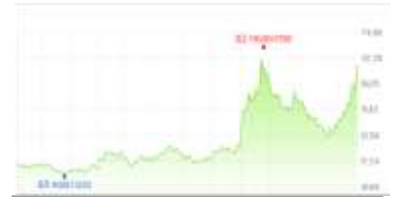
Bull 151,300 원/ Bear 120,700 원

현재주가: 97,900 원

상승여력: 55% / 23%

12M 추가추이

시가총액 73,125 억원



Balance sheet data

순자산 10,253 억원

PBR 3.39 배

ROE 12.12%

Earning data

PER 33.33 배

12M EPS 3,272 원

EV/EBITDA 38.63 배

주요 주주

카카오 외 14인 50.85%

SMIC 3 팀

팀장 43 기 박규형

팀원 43 기 김필호

44 기 김영서

44 기 김용준

44 기 오유진

0. Intro

바야흐로 대 메타버스 시대가 도래했다. 분야를 막론하고 가상세계의 무한한 잠재성을 현실에 접목시켜 새로운 가치를 창출하려는 시도들이 이어지고 있는 것이다. 우리는 이 세계에서 무엇을 할 수 있을까? 아니, 그 이전에 메타버스란 대체 무엇을 의미하는 걸까?

0.1. Persona: 게임과 메타버스

기본적으로 메타버스란 공간적, 물리적 제약을 받지 않고 타인과 상호작용을 할 수 있는 세계를 의미한다. 또한 각자의 아바타를 통해 현실에서의 내 모습에 구애받지 않고 고유한 아이덴티티를 창의적으로 나타낼 수 있는 장소이다. 궁극적으로는 인간의 상상력을 자극하며 기존에는 없던 새로운 경험을 할 수 있는, 무궁무진한 부가가치가 만들어지는 진정한 가상세계를 뜻한다.

메타버스는 게임에 다름 아니다!

이는 게임이 갖고 있는 특성과도 정확히 대응된다. 글로벌 통합 서버에서 다양한 인종과 국가의 유저들과 만나 게임을 하고 소통을 하는 모습은 전혀 생소한 일이 아니다. 각각의 게임마다 존재하는 아바타와 장신구를 통해 자신의 캐릭터를 꾸미고 뽐내는 것도 우리에게 이미 익숙한 모습이다. 새로운 생명체, 대륙과 해양, 기계장치들이 존재하는 판타지 세계관 기반의 MMORPG 게임은 사람들의 상상력을 자극하고 꿈을 꾸게 만든다. 우리는 이미 오래전부터 게임이라는 메타버스와 함께 살아가고 있었던 것이다.

0.2. 게임에 주목할 때

따라서 메타버스에 대한 관심=>게임에 대한 관심으로 이어져야 할 것!

메타버스라는 키워드에 불을 지핀 로블록스, 포트나이트 등도 모두 게임인 점을 상기해보자. 게임과 메타버스의 속성이 거의 동일하다는 특징은 실제 기업들이 가상세계를 접목하여 콘텐츠를 생산할 때에도 게임을 최우선적으로 고려할 수밖에 없다는 점을 의미한다. 따라서 앞으로 출시될 가까운 미래의 메타버스 콘텐츠는 게임이 중심이 될 것이며, 상술하였듯이 메타버스의 최종적인 지향점도 게임의 속성과 아주 유사하다는 점에서 단기적으로나 중장기적으로나 게임은 메타버스를 관통하는 중요한 키워드로 자리잡을 것이 너무나도 자명하다. 이것이 바로 메타버스가 산업의 트렌드로 자리잡기 시작한 지금, 다른 무엇보다 게임에 더욱 주목해야할 근거가 된다.

그림 0-1. 메타버스 게임: 로블록스



출처: 구글, SMIC 3팀

그림 0-2. 메타버스 게임: 포트나이트



출처: 구글, SMIC 3팀

메타버스 내 게임 산업 정착 요건

물론 그 중요성과 밀접한 연관성이 존재하더라도, 메타버스 산업 내에서 게임이 단순히 트렌드를 넘어 안정적인 BM으로 자리잡기 위해서는 해결해야하는 문제들이 존재한다. 첫째로, **기업 입장에서 수익모델이 필수로 요구된다.** 서버를 구축하고 콘텐츠를 제공하는 데에 기존보다 더 많은 비용이 들기 때문에 보다 지속적인 수익을 창출하여야 한다. 둘째로, **유저 입장에서 메타버스 내의 게임이 단순히 오락거리가 아닌 공간 내에서의 활동을 통해 현실의 가치로도 이어지는 매개체여야 한다.** 그렇지 않다면 메타버스로 구현한 게임은 '세계'라는 의미로 확장될 수 없고, 사용자가 그 공간에 오랜 시간 체류해야 할 의미가 퇴색되게 된다.

그 과정에서 토큰 이코노미의 중요성

이를 해결하고 기업과 유저 모두 생태계 내에 지속적으로 자리잡도록 하는 것이 바로 토큰 이코노미이다. 블록체인 시스템을 기반으로 하는 토큰 이코노미는 기업이 메타버스 게임 콘텐츠를 구축할 유인으로 작용하고, 유저로 하여금 게임을 꾸준히 그리고 더 열심히 플레이 하도록 만드는 촉매제 역할을 한다.

본 보고서에서는 토큰 이코노미의 정의, 구조와 장점 등을 설명하고 이것이 NFT와 함께 결합하여 게임 체계를 어떻게 혁신적으로 바꿔 놓을 수 있을지 그 미래를 제시할 것이다. 그리고 이러한 경제 체계를 효과적으로 구축할 역량과 가능성이 가장 높은 동사에 주목, 앞으로의 산업에서 동사가 선도적인 player로 자리잡을 수 있음을 논증할 것이다.

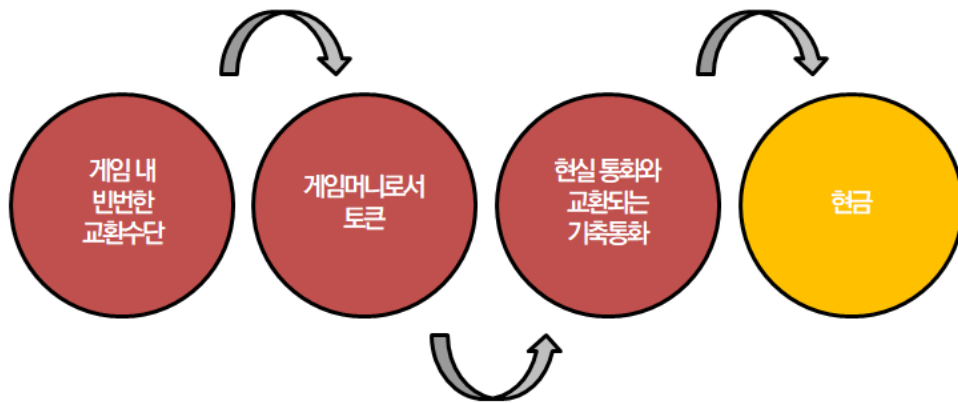
1. "Dream" comes true : How and Why?

1.1. 토큰 이코노미의 정의와 특성

토큰 이코노미란? 토큰 이코노미란 **토큰을 매개로 게임 속의 재화가 현실과 자유롭게 교환되는 경제**를 말한다. 기존의 아이템매니아와 같이 거래 대상과 직접 매칭되어 불연속적으로 재화가 오고 가는 것이 아닌, 실제 통화처럼 대상을 지정하지 않고 유량적인 거래가 이루어지는 시스템을 의미하기에 '경제'라는 용어가 사용된다.

매개체로서 토큰과 기축통화의 필요성 게임 내에서 활용되던 아이템이 현실의 화폐와 시공간의 제약 없이 교환되기 위해서는 필연적으로 둘 사이에서 연결해주는 매개체가 존재해야 한다. 이 매개체는 1) **가상 재화와 연동되는 토큰**과 2) **현실 통화와의 점점인 기축통화**가 존재한다.

그림 1-1. 토큰 이코노미의 개념도



출처: SMIC 3팀

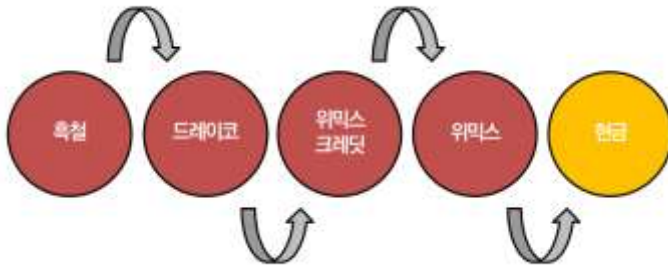
상단의 그림에서 알 수 있듯이, **토큰 이코노미 하에서 가상 세계의 재화는 중간 단계인 게임머니로서의 토큰과 기축통화를 지나 현실 세계의 통화로 교환된다.** 세부적인 단계에는 사소한 차이가 있을 수 있으나 현재 토큰 이코노미를 구현한 메타버스 게임들은 거의 대부분이 이러한 구조로 이루어져 있다.

1.2 아직 낯설죠?

사례1: 미르4 글로벌 위메이드의 MMORPG 게임인 미르4 글로벌에서 가장 빈번하게 사용되는 재화는 **흑철**이다. 흑철은 게임머니로서의 토큰에 해당하는 **드레이크**와 교환되며, 드레이크는 다시 현실과의 매개체이자 토큰 이코노미의 기축통화인 **위믹스**로 바뀐다. 빗썸 등 코인 거래소에 상장 되어있는 위믹스를 매도하여 현금화하는 것으로 **실질적인 가치(원화)**를 얻게 된다.

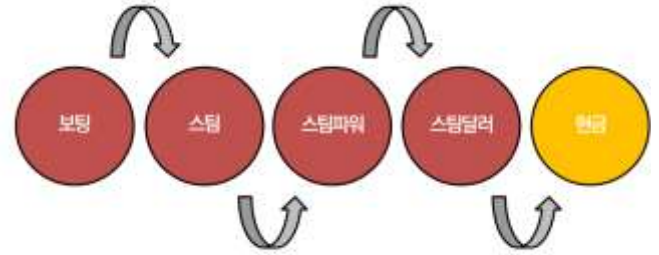
사례2: 스팀잇 블록체인 기반 SNS인 스팀잇에서도 그 구조는 동일하다. 게시글을 작성하여 유저들의 **보팅**을 받는다. 보팅은 토큰에 해당하는 **스팀파워**와 교환되며, 스팀파워는 다시 현실 통화와의 매개체이자 플랫폼의 기축통화인 **스팀달러**로 전환되어 **현금화**가 가능해진다.

그림 1-2. 미르4 토큰 이코노미 개념도



출처: SMIC 3팀

그림 1-3. 스팀잇 토큰 이코노미 개념도



출처: SMIC 3팀

1.3. WHY 토큰 이코노미?

토큰 이코노미가 좋은 이유, P2E를 통해 조망하다!

그렇다면 이러한 토큰 이코노미가 메타버스와 게임에 적용되고 활발하게 연구되고 있는 이유는 대체 무엇일까? 도대체 어떤 매력이 있기에 기존의 게임들에 다소 복잡한 경제 시스템을 적용하면서까지 토큰 이코노미를 실현하려고 하는 것일까? 이는 유저와 게임사 모두에게 큰 효용을 가져다 주는 P2E(Play to Earn) 모델과 밀접한 연관이 있다.

기존 시스템의 문제: 낮은 신뢰, 비연속적 거래, 높은 수수료

즐기기 위해서가 아니라 돈을 벌기 위해 게임을 하는 P2E(Play to Earn) 모델은 게임 속 재화를 현실의 돈으로 언제든지 변환할 수 있다는 토큰 이코노미 시스템을 만나 그 꿈을 실현할 수 있게 되었다. 물론 기존에도 아이템베이나 아이템매니아를 통해 돈을 위해서 게임을 플레이하는 유저들은 존재했었다. 그러나 아이템을 현실 통화로 교환하는 과정에서 판매자와 구매자 간에 신뢰도 문제를 비롯해 앞서 언급한 현실 통화와의 비연속적인 교환시스템과 높은 수수료 등의 이유로 P2E 모델은 일반 대중에게까지 전파되지 못한 상황이었다.

1.3.1. 완전히 뒤바뀐 상황: 대중에게 판이 깔리다

게임에 대한 시각 변화

상술한 것처럼 거래 상의 투명성과 연속성이 확보되자 대중들도 게임에 대한 인식과 진입장벽이 더욱 낮아졌다. 게임을 즐기지만 해도 현실에서의 실제 가치를 창출할 수 있게 되자 기존 유저들은 플레이 타임을 늘리는, 게임을 단순 오락거리로 치부하고 마다한 이들도 게임에 대한 시각이 변화하기 시작한 것이다.

NFT 기술 접목-> 정체성 보유-> 유저 크리에이티브-> 소유욕과 NFT 가치 상승!

예를 들어 보자. 블록체인 생태계를 적용하면서 NFT 기술을 접목시킬 수가 있게 되었고, 유저들이 자신만의 고유한 개성을 발휘하여 게임 내에서 하나의 정체성을 보유하는 것이 가능해졌다. NFT를 통해 나만이 갖고 있는 아이템의 실존이 기술적으로도 가능해졌고, 그러한 실존적인 객체가 무수하게 조합되면서 전혀 다른 새로운 존재를 탄생시키게 되었다. 이는 유저가 게임 내에서 창작을 주도하는 유저 크리에이티브(User-Creative) 로 자리잡을 유인이 되었다. 게임 내 재화가 서버 내에서 유일하다는 점은 유저에게 굉장한 자부심 외에도 그러한 고유성을 획득하고자 하는 소유욕도 함께 증가시켜 전체적인 NFT

가치 상승을 불러일으킨다. 이는 유저들의 수익으로 이어져 결국 P2E 모델의 선순환을 불러온다.

그림 1-4. 유저 크리에이티브: 갯앰프드 게임 스킨



출처: 구글, SMIC 3팀

그림 1-5. 유저 크리에이티브: 로블록스 오징어 게임



출처: 구글, SMIC 3팀

1.3.2. 돈 되니까 더 좋다!

그렇다면 게임사는 왜 토큰 이코노미를 게임에 적용하고자 할까? 역시 이유는 간단하다. 토큰 이코노미를 통해 수익을 낼 수 있기 때문이다. 간단히 정리하면 게임사가 토큰 이코노미로부터 얻는 수익은 아래와 같다.

돈이 되는 토큰 이코노미: 환전 수수료 & 거래 수수료!

- 1) 게임 내 재화가 가상 토큰으로 전환될 때의 전환 수수료
- 2) 게임 내 유저 크리에이티브 아이템 및 캐릭터가 NFT 마켓에서 거래될 때의 거래 수수료

이 중에서 1)을 먼저 살펴보자. 실제로 **미르4 글로벌에서 1)과 관련하여** 발생한 9월 30일 하루 수수료 매출은 2.4억원으로, 연으로 환산하면 700억이 넘는 금액에 달한다. **그리고 이는 2020년 위메이드 전사 매출의 절반에 해당하는 양이다.** 이러한 수수료 매출은 플랫폼을 구축하기만 하면 반영구적으로 수취할 수 있고, 이익 단으로 직결되는 비율이 다른 매출보다 높기 때문에 기업의 수익레벨을 상당부분 제고할 수 있다.

여기에 한 술 더 떠서, 2)에 해당하는 NFT 시장이 활성화되면 그 잠재성은 가히 압도적이다. 본 보고서의 말미에 구체적인 수식을 통해 그 잠재력을 자세히 가능해볼 예정이지만, 결론을 먼저 말하자면 각 유저가 제작한 고유의 아이템을 조합하여 생성할 수 있는 새로운 아이템 종류의 수는 무한대에 가깝다. 이러한 NFT 거래에서 발생하는 수수료도 많은 이익을 가져다줄 것이다.

1.4. WHY 동사?: 토큰 이코노미, 그건 뭐 아무나 하나

지속가능한 이코노미를 위한 특성

그렇다면 이러한 토큰 이코노미를 너도나도 구축하면 되는 일 아닌가 하고 반문할 수 있다. 물론 그렇지만 결코 쉽지 않다. 단순한 '토큰 시스템'을 넘어 **성공적인 '토큰 이코노미'**를 구축하기 위해서는 **지속가능성이 담보** 되어야하기 때문이다. 지속가능성을 실현

하기 위한 전략은 무엇이고, 어떠한 역량들이 요구될까? 그리고 동사는 이러한 능력을 보유하고 있을까?

본 절에서는 '지속가능한 토큰 이코노미'의 일반적인 특성을 분석하기 위해 각 단계마다의 재화 및 화폐가 갖는 특성을 고려하여 다음과 같은 5가지의 요소를 추출하였다.

1) 게임 내 재화 2) 연동되는 토큰 3) 기축통화 4) 자체 플랫폼 5) 강력한 IP

① 게임 내 재화

토큰과 연동되는 재화는 (A) 필수재 (B) 소모적 (C) 제한적이라는 특성을 갖는다.

필수재: 변동성이 안정적

(A) 필수재

만약 토큰과 연동된 재화가 아무도 사용하지 않는 재료이거나 게임 내에서 널리 유통되지 않는 물품이라면, 수요와 공급의 불안정성이 심할 것이다. 반면 필수재는 수급의 흐름과 유통이 다른 재화에 비해 압도적으로 양호하고 거래되는 규모도 크다. 게임과 실물경제를 잇는 토큰 이코노미가 안정적으로 지속되기 위해서는 **인게임 재화의 변동성이 안정적이어야 하고, 따라서 연동되는 재화는 기본 강화재료와 같은 필수재이다.**

소모적: 가치의 유지

(B) 소모적

필수재인만큼 누구나 쉽게 얻을 수 있고, 공급 또한 큰 규모로 이루어진다. 만약 소모되지 않고 게임 내에 **지속적으로 축적된다면 결국 넘쳐나는 재화로 인해 가치의 유지가 어려울 것이다.** 연동되는 재화를 소모성을 띠는 재료로 설정하여 게임 내 풀린 물량이 쉽게 공급되는 만큼 동시에 빠르게 사라질 수 있도록 한다.

제한적: 무한한 공급 불가능->가치 보존 및 시세 안정화

(C) 제한적

공급되는 **재화의 양을 시스템적으로 제한하여 물리적으로 무한한 공급이 불가능하게 설정한다.** 상한선이 존재하지 않으면 초과 공급으로 인해 연동되는 토큰의 가치가 하락하면서 P2E의 본질을 훼손하게 되고, 이는 유저의 이탈로 이어진다.

토큰 가치의 안정성 =토큰 이코노미의 안정성

② '게임' 토큰

게임 내 재화와 상호 교환되는 게임 토큰의 가치 **변동성이 억제되지 않거나, 하루에 만들어지는 토큰의 수가 무제한이라면 게임 내의 경제와는 별개로 토큰 이코노미 자체가 붕괴되고 경제 시스템의 유지가 불가능하게 된다.** 따라서 **토큰의 안정성을 담보하기 위해서는 (A) 전체 공급량을 제한 (B) 토큰을 소모하는 NFT 상점을 운영 (C) 변동 교환비를 적용하는 방식이 요구된다.**

(A) 전체 공급량을 제한

하루에 생성되는, 즉 게임 내 재화에서 토큰으로 전환되는 총량을 제한하여 **토큰 공급의 상한선을 설정한다.** 이는 게임 내의 이슈로 인한 급작스러운 게임 내 재화 공급 증가가 발생하더라도 브레이크를 걸어주는 역할을 한다.

(B) 토큰을 소모하는 NFT 상점을 운영

게임에서 활용되는 **희귀 장비나 특별 소모품 등을 NFT 샵에서 판매**한다. 이를 통해 토큰의 수요를 새로이 창출하여 토큰 가치의 하락을 방지하거나 오히려 상승시키게 된다.

(C) 변동 교환비를 적용

또한 재화를 토큰으로 변환하는 과정에서 **교환비를 고정하여 적용하는 것이 아니라, 소모되는 재화의 양이 매일 점진적으로 증가하도록 설계**하여 토큰의 공급량 함수를 완만하게 조절할 수 있다. 공식 예시는 다음과 같다.

$$1\text{TOKEN} = X + \frac{1}{a} \cdot \sum_{\text{Launching Date}}^{\text{Exchange Date}} P$$

X: 토큰 1개 교환에 드는 재화의 양 a: 변환계수 P: 재화의 서버 전체 누적생산량

예를 들어 토큰 1개당 재화가 1개의 교환비를 갖고 있다고 가정하자. 현재까지의 재화는 누적 1억개가 생산이 되었고 변환계수를 100억이라고 하면, 토큰 1개당 소모되는 재화는 1.01개이다. 시간이 지나면서 서버 전체의 누적 생산량은 점진적으로 증가하기에, 토큰을 1개 얻는 데에 소모되는 재화의 양도 증가하게 되는 구조이다.

③ **기축통화=최종 토큰=현실 통화와 직접 교환되는 토큰**

기축통화의 안정성
필요

바로 위와 연결되는 내용이다. 단 주의해야 할 것이, 여기서 말하는 토큰은 ②의 게임 토큰이 아니라 **최종적으로 현실 통화와 바로 연결되는 보라 또는 위믹스와 같은 최종 토큰을 의미한다**. 최종 토큰을 실물 경제로 가져오는 현금화 단계에서, 실링 토큰의 가치가 안정적이라고 해도 **최종 토큰의 가치 변동성이 크면 안정적인 현금 창출이 어렵다**고 할 수 있다. 따라서 기축통화의 수급을 적절히 통제해야 한다. 이는 공급 측면에서 실현할 수 있다.

예를 들어, 초기에 코인 등 기축통화를 발행할 때 **전체 유통물량을 제한하여 가치의 변동이 일정 수준으로 유지될 수 있도록 조절**하는 것이다. 기축통화의 가치가 너무 하락하면 P2E의 매력이 하락하기에 생태계가 유지되지 않는다. 따라서 시장 질서가 교란되지 않는 선에서 일정 가치 이하로 떨어지지 않는 것을 목표로만 최소한으로 개입한다.

④ **자체 플랫폼**

수수료와 부가가치
오롯이 가져갈 자체
플랫폼의 중요성!

재화, 토큰 그리고 기축통화를 설계하여 수익모델을 만들었다고 하더라도 그 과정에서 창출되는 각종 수수료와 부가가치를 오롯이 가져갈 수 있는 **자체 플랫폼이 존재하지 않는다면 매력도는 떨어질 수밖에 없다**. 반면 **자체 플랫폼을 보유한 기업은** 자사의 기축통화를 유통시키고 이 과정에서 다른 기업들에게 수수료를 수취함으로써 **타사의 IP를 본인의 이익으로 끌어올 수 있게 된다**.

⑤ **강력하고 확장성 있는 IP**

게임성 있고 재미있는 IP 필요: 이는 단순히 추상적인 이야기가 아니다!

상술한 시스템들이 체계적으로 갖춰져 있더라도 결국 **게임성이 떨어지거나 재미가 없어 유저가 유입되지 않는다면** 경제 시스템이 절대로 갖춰질 수 없는데, 이는 결코 추상적인

차원의 이야기가 아니며 다음 식을 통해 그 원인을 분석해볼 수 있다.

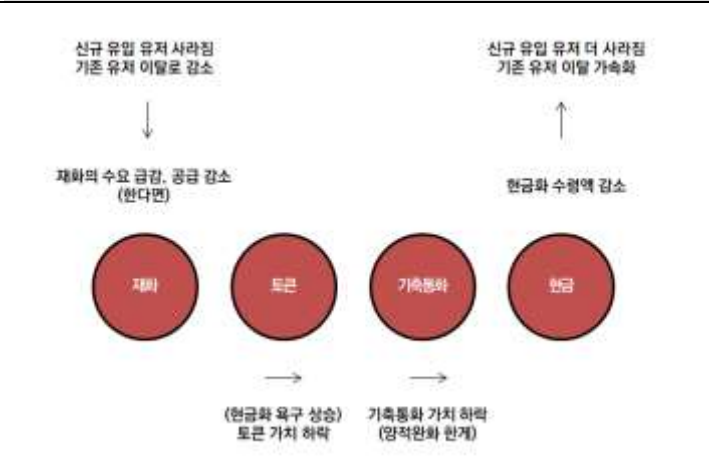
$$\text{토큰의 원화가치} = \text{기축통화의 원화가치} \cdot \text{교환비} \left(\text{단, 교환비} = \frac{\text{토큰}}{\text{기축통화}} \right)$$

$$\text{기축통화의 원화가치} = \text{토큰의 원화가치} \cdot \text{교환비} \left(\text{단, 교환비} = \frac{\text{기축통화}}{\text{토큰}} \right)$$

악순환 발생 과정

재화 ↔ 토큰 ↔ 기축통화 시스템이 구축된 상태에서, 게임이 인기가 없어 극단적으로 서비스가 종료 예정인 상태라고 가정해보자. 이때는 게임 내 재화를 현금화하려는 수요만 존재하여 재화가 모두 게임 토큰으로 교환된다. 이러한 현금화 수요 때문에 게임 토큰은 매일 상한선까지 공급되기만 하고 게임을 하는 유저는 없어 토큰의 수요는 없으므로, 토큰의 가치가 매일 떨어질 것이다. 동시에 토큰과 기축통화의 교환비도 급락하여 기축통화의 원화가격은 더욱 큰 폭으로 하락한다. 설령 소위 '토큰 통화 정책'으로 게임사가 교환비를 강제로 유지시키거나 상승시켜도 이러한 악순환이 반복되고, 한계에 다다르면 토큰과 기축통화의 가치가 0에 수렴하게 된다. **짐바브웨 달러로 전략하는 것이다!**

그림 1-6. 게임이 망했을 때의 악순환 고리 그림 1-7. 화폐가치 폭락의 결과: 짐바브웨 100조 달러



출처: SMIC 3팀



출처: 구글, SMIC 3팀

결국 중요한 것은 "IP": 게임의 본질은 언제 어디에서나 '게임성'

이는 혁신적인 플랫폼도 결국 강력하고 확장성 있는 IP가 선제적으로 확보되어야 성공적으로 작동할 수 있다는 점을 시사한다. 신규 유저가 지속적으로 유입이 되고 게임이 흥런하면서 수요가 꾸준히 창출되어 경제 시스템의 붕괴가 발생하지 않는 것이 중요하다. **첫째도 IP, 둘째도 IP이다.**

토큰 이코노미에 대해 소결하자면 다음과 같다. 시스템을 구축하기 위해서는 **1) 게임 내 재화 2) 재화와 연동되는 토큰 3) 현금화 가능한 기축통화** 이 3가지만 존재하면 가능하다. 그러나 지속가능성을 담보하고 효용성을 극대화하기 위해서는 **4) 자체 플랫폼과 5) 확장성 있는 IP** 라는 두 요소가 추가적으로 요구된다.

그리고 이 모든 것을 다 갖춘 동사!

게임 내 재화는 게임 제작 과정에서 새로이 기획하면 되는 부분이기에 일정 정도 역량을 보유한 게임사들에게는 충분히 실현 가능한 부분이다. 그러나 나머지 요소들, 특히 자

체 플랫폼과 확장성 있는 강력한 IP까지 확보하는 것은 결코 쉽지 않다. 그러나 동사는 이들을 모두 이미 보유하고 있으며, 따라서 새로운 토큰 이코노미 생태계가 등장한다면 그것은 동사의 플랫폼이 될 가능성이 매우 높다. 아래의 표는 동사가 토큰 이코노미의 구현에 있어서 얼마나 앞서고 있는지를 보여준다.

그림 1-8. 동사, 한 발 앞서다: 토큰 이코노미 구축을 위한 조건 비교

게임사	위메이드	카카오게임즈	nc소프트	게임빌	컴투스
대표 IP	미르4	프렌즈, 오딘	리니지	프로야구 시리즈	서머너즈워
게임내 재화	게임 제작 역량과 관련				
토큰	드레이크, 토네이도, CQ	셀	X	X	X
기축통화	위믹스	보라, 클레이튼	X	X	X
자체플랫폼	위믹스 월렛	보라월렛, 클립	X	X	X

출처: SMIC 3팀

1.5. 명석은 다 깔렸다

웨이투빗 인수와 보라토큰 개발

동사의 자회사는 2021년 6월 가상자산 프로젝트 기업인 웨이투빗을 인수했다. 웨이투빗은 이더리움 메인넷을 기반으로 하는 보라(BORA) 토큰을 개발한 기업이다. 보라 토큰은 상술한 경제 시스템에서 '기축통화'의 역할을 하는 상단에 위치하고, 재화와 연동되는 '토큰'은 셀이라는 이름의 보라 토큰에서 파생된 토큰이 위치한다. 그리고 이것들을 '보라월렛' 하에 두고 있다. 또한 동사의 모회사는 자회사 그라운드 X를 통해 클레이라는 메인넷 코인을 개발해 보유하고 있다. 클레이는 다시 클레이튼이라는 토큰으로 파생되고 이 둘을 클립이라는 월렛에 포함시키고 있다.

그라운드 X를 통한 메인넷 개발

위메이드의 사례

현재 토큰 이코노미를 가장 먼저 구현한 위메이드는 위메이드트리를 통해 기축통화인 위믹스를 개발, 드레이크, 토네이도, CQ의 3가지 토큰을 보유하고 있으며 이를 위믹스 월렛 하에 두어 자체 플랫폼을 형성하였다. 그라운드 X의 클레이는 위믹스 월렛에도 포함되어 있는데, 이는 향후 토큰 이코노미를 형성할 때를 대비해 먼저 산업에 진출한 위메이드와 전략적인 제휴를 맺기 위한 목적으로 판단된다.

보라 플랫폼은 NFT 마켓 추구!

중장기적으로 보라 플랫폼은 동사의 IP를 비롯해 보라 전용 게임뿐만 아니라 글로벌 시장에서 유통되는 각종 NFT 거래를 지원하는 NFT 마켓 설립을 추구한다. 따라서 향후 메타버스로 확장을 원하는 업체들 및 그들이 발행한 NFT와 호환되는 압도적인 범용성을 겸비한 플랫폼-메타버스 시대의 중심 교환수단으로 자리잡을 잠재력이 충분하다.

그림 1-9. 그라운드X, 위메이드트리, 웨이투빗 비교

	그라운드X	위메이드트리	웨이투빗
메인넷 코인	클레이	이더리움	이더리움
코인 파생 토큰	클레이튼	위믹스	보라(BORA)
토큰 파생 토큰	-	드레이크, 토네이도, CQ	셀
윌렛	클리프	위믹스 윌렛	보라 윌렛

출처: SMIC 3팀

1.6. 이미 움직이고 있다

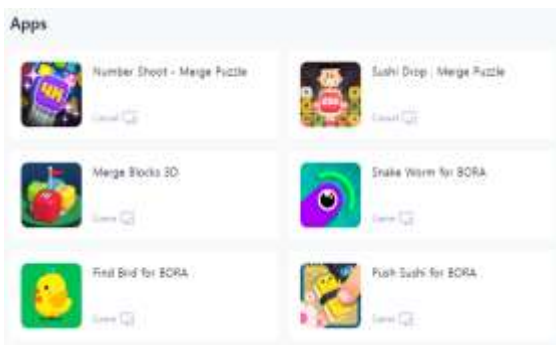
보라를 기축통화로 하는 토큰 이코노미 구축

보라(BORA)는 자체 홈페이지를 통해 토큰 이코노미를 구축하려는 시도를 하고 있는데, 총 6가지의 싱글 캐주얼 게임을 제공하고 있다. 게임의 스테이지를 클리어하면 게임 내 재화가 쌓이고 이를 셀로 변환하는 방식으로 가장 단순한 토큰 이코노미의 구조를 띠고 있다. 당장은 복잡한 수요와 공급의 조절 등을 필요로 할 만큼 게임에서 창출할 수 있는 재화의 가치가 높지 않으며, 혼자 하는 간단한 게임이기에 부가적인 시스템을 요구하지는 않는다.

지금의 모습, '선배' 위메이드의 행보와 유사하다

이는 본격적인 토큰 경제를 구축하여 미르4 글로벌을 출시하기 전 위메이드가 보여준 행보와 매우 흡사하다. 위메이드는 'TORNADO' 토큰을 적용한 캐주얼 게임 '버드토네이도'를 2020년 12월 31일에 출시한 것을 시작으로 전기 H5, 크립토네이도, 아쿠아토네이도를 순차적으로 론칭했다. 이후 시스템의 안정성과 가능성에 대한 테스트를 마친 2021년 8월 미르4 글로벌에 토큰 이코노미를 적용했고 선풍적인 인기를 끄는 데에 성공했다.

그림 1-10. 게임이 망했을 때의 악순환 고리



출처: SMIC 3팀

그림 1-11. 화폐가치 폭락의 결과: 짐바브웨 100조 달러



출처: 구글, SMIC 3팀

게임 제작 역량도 확충

이러한 성공을 목도한 동사에게 유일하게 부재한 것은 토큰 이코노미 전용으로 설계된 게임이다. 그러기 위해서는 IP뿐만 아니라 게임 제작역량 또한 중요한데, 동사는 M&A와 지분투자를 통해 기존의 퍼블리싱에 집중된 사업구조에서 탈피하여 게임 제작사로서의 자격도 갖춰가고 있다. 대표적으로 최근 오딘의 제작사 라이온하트에 대규모 지분투자를 집행하여 IP와 제작능력이라는 두 마리 토끼를 동시에 잡는 모습을 보여주었다.

1.7. 강력한 IP까지 보유: 카카오프렌즈

**강력한 IP: 카카오
프렌즈 보유!**

상술하였듯이 이러한 체계에도 이를 실현할 근간인 IP가 부재하면 지속할 수 없게 된다. 그러나 동사는 **토큰 이코노미를 실현하기 위한 최적의 IP인 프렌즈 IP를 보유하고 있다.** 프렌즈 IP는 1) 막강한 인지도와 2) 뛰어난 확장성이라는 2가지 압도적인 강점이 있다.

1.7.1. 글로벌 전략에도 통할 높은 인지도

**글로벌적으로 인
지도 우월**

먼저 **인지도 측면에서** 동사가 보유한 프렌즈 IP의 역량에는 의심의 여지가 없다. 실제로 프렌즈 IP는 2016년을 기점으로 국내 캐릭터 선호도와 호감도, 인지도 설문에서 거의 매년 압도적인 1위를 기록하고 있는 상황이며, 2018년 이후 서구권과 동남아시아의 백화점과 번화가에서도 팝업스토어를 론칭한 바 있다.

1.7.2. 무한한 확장이 가능한 범용성과 다양성

**확장성 측면에서
도 우월하다고?**

확장성 측면에서도 동사는 동일한 캐릭터를 활용해 프렌즈마블, 프렌즈팝콘, 프렌즈레이싱, 프렌즈팝, 프렌즈타운, 프렌즈사천성, 프렌즈샷 등의 게임을 연이어 출시하고 있다. 동사가 보유한 프렌즈 IP는 장르를 막론하고 출시되는 모든 게임에 폭 넓게 적용되고 있으며, 이는 토큰 이코노미와 블록체인 생태계에서 무한한 가치를 창출할 근간이 된다.

그림 1-12. 카카오 프렌즈 IP



출처: 카카오프렌즈, SMIC 3팀

그림 1-13. 프렌즈 IP 활용 게임들



출처: 카카오게임즈, SMIC 3팀

프렌즈 IP는 토큰 이코노미에서 다음과 같이 유기적으로 작동할 것으로 기대된다. 먼저 1) 캐릭터의 높은 인지도가 **게임의 진입장벽을 낮추고** 2) NFT에 대한 수요를 불러일으키며, 3) IP의 확장성이 토큰 이코노미 생태계의 **안정성을 담보**하고, 4) **더 높은 매출 잠재력을 가진 장르로의 유저 유입**을 낚는 선순환을 불러일으킬 것이다.

1.7.3. 작동 과정

1) 높은 인지도를 통한 진입장벽 완화

**신규 게임의 진입장
벽을 낮추는 프렌
즈 IP**

우선 동사가 구축할 토큰 이코노미의 첫 단계에서, **프렌즈 IP의 높은 인지도는 우선 신규 게임의 진입장벽을 낮추는 기능을 한다.** 앞서 언급한 것처럼 동사의 프렌즈 캐릭터들은 그 자체만으로도 엄청난 규모의 팬을 보유하고 있으며, 해당 IP가 사용되었다는 이유만으로 상품을 구입하는 경우가 흔하게 발생한다.

실제로 RPG가 우세한 국내 모바일 게임 시장에서 동사가 출시한 프렌즈마블, 프렌즈팝콘, 프렌즈레이싱, 프렌즈팝, 프렌즈타운, 프렌즈사천성 등의 게임은 시장에서 주로 외면받던 단순 퍼즐 게임임에도 불구하고 대부분 매출 10위권 안에 진입하는 데 성공하였다. 즉, **프렌즈 IP의 높은 인기는 진입장벽을 낮추고 더 많은 신규 유저들이 동사의 토큰 이코노미에 유입될 수 있도록 함으로써** 시스템이 성공적으로 정착할 수 있는 기반이 되어 준다.

NFT 수요도 창출하는 프렌즈 IP!

2) NFT 수요 창출

여기에 **프렌즈 IP의 인지도는 게임 내 출시되는 NFT 상품들의 수요까지 창출한다.** 아직 토큰 이코노미가 적용되지도 않은 현재 단계의 프렌즈마블에서조차, 희귀한 캐릭터들은 20만원 이상의 높은 가격으로 개별 거래되는 경우가 흔하다. 다시 말해, 실제로 토큰 이코노미가 적용된 동사의 게임이 출시되고 그 안에서 프렌즈 IP를 활용한 NFT들이 출시된다면 그 수요는 프렌즈 캐릭터들의 인기와 함께 폭발적으로 상승할 것이다.

그림 1-14. 2019년 캐릭터 호감도 순위	그림 1-15. 프렌즈마블 계정 거래 사례																		
<table border="1"> <caption>2019년 캐릭터 호감도 순위</caption> <tr><th>순위</th><th>캐릭터</th><th>호감도 (%)</th></tr> <tr><td>1위</td><td>카카오프렌즈</td><td>26.8%</td></tr> <tr><td>2위</td><td>뽀롱뽀롱 뽀로로</td><td>10.5%</td></tr> <tr><td>3위</td><td>핑구는 풋발러</td><td>5.3%</td></tr> <tr><td>4위</td><td>마블</td><td>4.4%</td></tr> <tr><td>5위</td><td>포켓몬스터</td><td>3.4%</td></tr> </table>	순위	캐릭터	호감도 (%)	1위	카카오프렌즈	26.8%	2위	뽀롱뽀롱 뽀로로	10.5%	3위	핑구는 풋발러	5.3%	4위	마블	4.4%	5위	포켓몬스터	3.4%	
순위	캐릭터	호감도 (%)																	
1위	카카오프렌즈	26.8%																	
2위	뽀롱뽀롱 뽀로로	10.5%																	
3위	핑구는 풋발러	5.3%																	
4위	마블	4.4%																	
5위	포켓몬스터	3.4%																	

출처: 한국콘텐츠진흥원, SMIC 3팀

출처: 헝그리앱, SMIC 3팀

프렌즈 IP의 확장성은 토큰 이코노미의 '지속성'을 담보!

3) 확장성을 통한 토큰 이코노미의 지속성 담보

나아가 토큰 이코노미가 적용된 동사의 게임은 한 두 개에서 그치는 것이 아니라 무궁무진하게 증가할 수밖에 없다. 바로 프렌즈 IP의 확장성 때문이다. 동사의 프렌즈 캐릭터들은 출시되는 수많은 게임에서 제한이나 한계 없이 사용되고 있다. 즉 동사는 같은 IP를 무한히 재활용해 새로운 장르와 게임에 자유롭게 적용할 수 있는 것이다. 토큰 이코노미 구축의 네 가지 조건에서 살펴본 것처럼, 이러한 **IP의 확장성은 경제 시스템 자체의 안정성과 지속성을 담보하는 데 핵심적인 역할을 한다.**

다른 장르로의 확장 가능성?

4) 다른 장르로의 확산전파

나아가 프렌즈 IP가 여러 장르로 확장될 수 있다는 것은, 토큰 이코노미가 단순 퍼즐 게임에서 점차 **매출 잠재력이 큰 다른 장르들로 확대 적용될 수 있음을 의미한다.** 예컨대 초기 슈팅 게임에만 토큰 이코노미가 적용된다면 동사가 얻는 수익도 제한적이지만, IP 자체의 확장성으로 인해 MMORPG와 같이 매출 잠재력이 더 큰 장르로까지 토큰 이코노미가 적용된다면 해당 게임에서 발생하는 MAU와 매출액, 거래 대금의 규모는 초기의 캐주얼 게임들과는 비교가 되지 않을 것이다.

2. 그 Dream을 그려 '드림'!

그렇다면 이러한 IP를 활용하여 동사는 어떠한 미래를 그릴 수 있을까? 완전히 정확한 수치를 가늠하는 것은 어렵지만, 본 보고서는 실현 가능하다고 보이는 몇 가지 경우를 제시하여 독자의 상상에 도움을 주고자 한다. 이를 통해 동사가 지닌 잠재성과 무한한 가능성을 선제적으로 알아보는 혜안을 얻을 수 있게 될 것으로 기대한다.

2.1. 거대한 프렌즈 월드를 상상해보다.

2.1.1. 토큰 이코노미의 시작

토큰 이코노미 정착 초기의 게임은 캐시슬라이드와 다른 없을 것!

토큰 이코노미가 본격적으로 형성되기 전의 단계이다. 동사가 초기 단계에 출시할 게임은 스테이지를 깰 때마다 토큰을 지급하는 싱글 및 캐주얼 형식의 종류가 주를 이루며, 현재 존재하는 비슷한 게임의 예를 고려해봤을 때 초기 단계의 게임에서는 토큰이 게임 내 재화와 교환되는 것이 아닌, 토큰 자체가 게임머니로서 기능하게 될 것이다. 해당 단계에서 출시되는 게임 내 토큰 경제는 단순히 게임을 하고 아주 소소한 돈을 버는 소위 '캐시슬라이드' 형식을 띠기에 큰 부가가치를 창출하지는 않지만, 토큰 이코노미의 근간을 이루는 토큰 거래량을 축적시키면서 메타버스 생태계를 구축하기 위한 포석을 쌓는 단계이다.

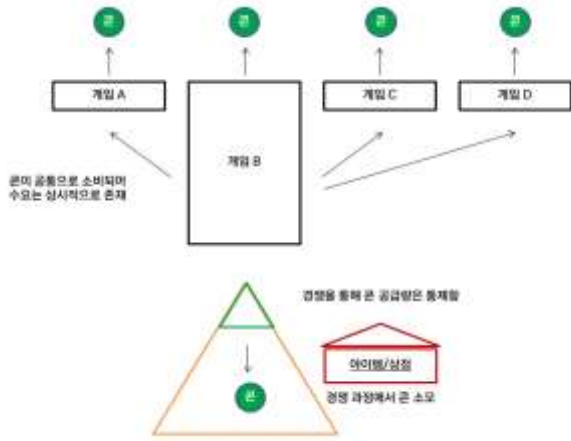
수요: 동일한 종류의 토큰 "콘" 지급
->꾸준한 수요처 생성

그럼에도 기본적으로 P2E 모델을 지향하기에 수요와 공급을 적절히 조절하여 토큰의 가치가 일정하거나 상승하도록 해야 한다. 따라서 보라게임과 같이 각 게임마다 상이한 토큰을 지급하는 것이 아닌, 현재 프렌즈 모바일 게임에서의 시스템을 그대로 차용하여 동일한 종류의 토큰인 '콘'을 지급한다. 이는 출시되는 모든 캐주얼 프렌즈 게임에 콘이 통용되게 함으로서 꾸준한 수요처를 생성하는 효과를 지닌다. 여기에 추가로 스테이지 클리어에 도움을 주는 아이템을 콘을 통해 구매하게 하여 추가적으로 콘을 소비하게 한다.

공급: 다양한 방식으로 일일 콘 지급량 제한

또한 공급단에서도 모든 사람들에게 콘을 지급하는 것이 아닌 스테이지를 많이 클리어하거나 슈팅 게임에서는 누적 점수가 높은 순서로 랭킹을 매겨 상위 몇% 에게만 콘을 지급하는 방식을 택할 수 있다. 이를 통해 캐주얼 싱글 게임임에도 불구하고 경쟁의식을 유도해 더욱 더 많은 콘을 소비하게 하는 선순환 효과를 지닐 수 있다.

그림 2-1. 선순환 구조



출처: SMIC 3팀

그림 2-2. 초기 단계 예시: 크립 토네이도 for WEMIX



출처: 위메이드트리

2.1.1.1. 플랫폼 수수료 매출추정

수수료 매출 추정

이러한 초기단계 시스템 하에서는 **NFT모델로 수익을 창출하지는 않고, 큰 거래를 통해 발생한 수수료 매출만 인식한다.** 그리고 애초에 거대한 수익을 창출하려는 의도가 아닌, **토큰 이코노미의 초석을 놓고 다양한 실험을 하는 단계이기에 관련 수수료 매출은 매우 작을 것이다.** 이 수수료 매출이 어느정도 인식될지는 구체적으로 산정하기란 불가능에 가깝지만, 독자의 상상을 자극하고 가이드라인들 제시하고자 대략적으로 추산해보았다. 매출산정 논리는 다음과 같다.

- ㉠ 프렌즈게임즈의 게임매출액은 2020년 86억 9천만원으로 YoY 19.6% 증가하였다.
- ㉡ 게임매출액이 YoY 19.6% Flat하게 성장한다고 가정한다.
- ㉢ 현재 프렌즈게임즈의 해외매출은 0이고 메타버스를 접목한 P2E 모델은 글로벌을 타겟으로 출시될 것이 자명하기에 상술한 매출액 증가율은 지극히 보수적인 추정이다.
- ㉣ 미르4 기준으로 산출한 매출액에서 플랫폼 수수료가 차지하는 비율은 4.8% 수준이다.
- ㉤ MMORPG는 인앱에서 결제하는 과금 강도가 캐주얼게임보다 강한 것이 일반적이다.
- ㉦ 프렌즈게임즈는 인앱 결제강도가 상대적으로 낮기에 매출에서 플랫폼 수수료가 차지하는 비율은 4,8%의 2배 수준인 9.6%라 가정한다.
- ㉧ 2023년 예상매출액은 124억 3천만원 수준으로, 2023E 플랫폼 수수료는 **약 12억**이다.

3.1.2 토큰 이코노미의 정착과 확산: 가칭 'Infinity Friends', 출시!

본격적으로 실시간 멀티 게임을 론칭하는 단계이다. 팀전략 배틀게임, 레이싱 등 경쟁을 유도하는 게임들이 대부분이다. 본 보고서에서는 동사가 향후 출시할 수 있는 게임을 하나 제언하는 동시에, 거기서 **창출될 수 있는 수익을 제시하는 식으로 동사의 토큰 이코노미(와 그 수익) 발생 과정을 보이고자 한다.**

팀전략 배틀 게임을 제언하다: 인피니티 프렌즈

본 보고서는 'Infinity Friends'라는 글로벌 타겟으로 출시하는 팀전략 배틀게임을 상상해 보았다. 본 게임에서 한 진영은 5명의 프렌즈 친구들로 구성된다. 이때 기본 캐릭터마다 고유의 특성이 존재하고, 심지어는 각 캐릭터의 신체 부위별로 고유의 특성이 다르다. 즉, 프렌즈 캐릭터 중 튜브의 물갈퀴나 프로도의 개목걸이마다 부여되는 능력치가 상이

한 것이다. 예를 들어 튜브의 물갈퀴는 수(水)속성 공격에 저항을 부여하고, 프로도의 개목걸이는 캐릭터가 체력이 낮아졌을 때 전장에서 도망칠 확률을 낮춰주는 식이다.

그림 2-3. 인게임 캐릭터 NFT 예시



출처: 카카오프렌즈, SMIC 3팀

그림 2-4. 맵 NFT 예시



출처: Minecraft, SMIC 3팀

즉 기본 캐릭터와 착용 무기, 방어구, 장신구에 따라 나만의 캐릭터의 고유 능력이 무궁무진하게 조합이 된다. [그림 3-3]과 같이 '제이지 가발을 쓴 프로도의 개목걸이를 찬 튜브의 물갈퀴를 신은 채로 콘의 손을 잡고 있는 어피치'와 같은 나만의 고유한 능력을 지닌 캐릭터를 얼마든지 만들 수 있는 것이다.

무궁무진한 경우의 수=무궁무진한 Q!

그렇다면 그 가능한 경우의 수는 얼마일까? 카카오프렌즈의 캐릭터는 총 7명으로 구성된다. 무기, 방어구와 장신구가 각 10개씩만 존재한다고 가정해도 만들어낼 수 있는 나만의 고유한 캐릭터의 종류는 $7 \cdot 10^3$, 즉 7천 가지이다. 여기에 Infinity Friends는 한 팀에 5명 구성이므로 가능한 팀 조합 경우의 수는

$$7000C_5 = 139,858,350,021,251,400$$

무려 14 경(京) 가지이다. 그리고 이 가짓수는 동사의 입장에서는 NFT 수수료를 받을 수 있는 Q가 되며, 유저의 입장에서는 가능한 팀 구성 및 창작 시 로열티 수익 창출 Q가 된다(물론 이는 바둑의 가짓수와 같은 최상단의 가능성일 뿐이지만).

다양한 맵 구상도 가능->엄청난 Q 추가!

한편, Infinity Friends에서는 캐릭터뿐만 아니라 플레이 하는 맵도 유저가 다양하게 조합하여 매번 새롭게 게임을 즐길 수 있다. 본 게임의 맵은 N*N의 다양한 블록으로 구성되며, 각 블록마다 각각 얼음, 화염, 바다 등 속성이 달라, 위치마다 유리하고 또 필요한 캐릭터 및 신체부위의 능력도 상이하다.

아무 금전적 보상이 없었을 때도 유저의 창작욕은 불탔다->수익성까지 담보된다면?

따라서, 유즈맵처럼 오픈된 소스 위에서 유저들은 다양한 조각과 특성, 장애물 등을 덧입혀 무궁무진한 맵을 재창출할 수 있다. NFT화 된 맵의 조각들이 서로 재조합되며 시시각각 새로운 맵이 등장하는 현상이 일상이 될 것이다. 상술한 스타크래프트나 워크래프트의 경우 유저들은 유저맵 창작에 따른 로열티 수수료가 전혀 없었는데도 수백 만가지의 맵을 제작 및 배포하였다. 근데 이러한 상황에서 맵이 NFT화되어 창작자의 수익 창출 역시 가능해진다면 어떻게 될까? 엄청난 Q가 추가될 것이다. 또한 맵 제작 자체는 그 난이도가 쉽지 않아 P 측면에서도 더 높게 책정될 것이며 이러한 요인으로 인해 사람들이 더 시간을 많이 쏟게 되고, 플랫폼에 Lock-in 될 것이다.

그리고 게임사는 모든 경우에서 수수료 발생 가능!

가장 놀라운 것은 이렇게 캐릭터와 맵을 거래하는 모든 과정에서 수수료가 발생한다는 점이다. 초기 단계에서 발생했던 콘(토큰)에 매겨지는 수수료뿐만 아니라 다양한 NFT 캐릭터를 거래할 때에도 수수료를 인식할 수 있다. 그렇다면 이러한 NFT 거래의 잠재적 가치는 과연 어느 정도일까?

P 산출

P를 산출하기 위해 유사한 종류의 게임을 살펴보자. NFT화된 용을 교배하여 배틀을 하는 '엑시인피니티'는 용 한 마리의 최저가가 35\$이며 최고가는 한화로 약 8억 원에 달하는 경우도 있다.

그림 2-5. 엑시 인피니티의 공룡들

그림 2-6. 크립토 키티의 글로벌 평균 가격



출처: Axie Infinity

출처: NFT-Stats

또 다른 NFT 게임인 '크립토키티'는 NFT화 된 나만의 고양이를 육성하거나 새로운 고양이를 교배하며 스스로 만족감을 느끼는 방식으로, 경쟁 심리를 부추기는 엑시인피니티와는 상이하게 경쟁 구도가 전무하여 그 구매 유인이 상대적으로 적을 것이 분명한데도 캐릭터 NFT의 글로벌 평균은 약 \$211로 22만원 수준에서 형성되고 있다. 본 보고서는 위 두가지 경우의 수를 모두 고려하여 Infinity Friends의 평균 NFT의 가격을 약 100,000원이라고 가정하였다.

Q 추정

이제 가능한 경우의 수(Q)를 가정해보겠다. 상술했듯이 맵과 캐릭터에 따라 무한한 Q가 가능하지만, 전체 유저 숫자로 프렌즈 IP의 대표작인 프렌즈 마블의 출시 후 순이용자 숫자인 190만을 동사의 가능한 Q로 가정하였다. 현재 프렌즈게임즈가 글로벌 매출이 전무하다는 점과 다른 플랫폼으로도 확대 적용될 수 있다는 점을 고려하면 오히려 해당 숫자는 보수적일 수 있다.

'오직 한 게임에서' 발생 가능한 'NFT' 수수료 매출액=95억!

여기에 현재 모바일 게임의 아이템 거래 및 NFT 거래에 적용되는 수수료율 5%를 적용하여 100,000*1,900,000*0.05=95억 원이 나온다. 오직 '한 게임'의 'NFT'에서만 말이다.

본 보고서는 토큰 이코노미 관련 수익의 대부분을 차지할 토큰 환전 수수료를 전혀 고려하지 않았다. 동사의 다른 프렌즈 IP 게임인 프렌즈 팝콘 등도 MAU 기준 100만을 달성한 적이 있고 앞서 말했듯 해외 진출을 아직 하지 않았다는 사실을 고려하면, 동사가 프렌즈 IP 내 토큰 이코노미를 실현 완료하였을 때 발생하는 수익은 상상 이상일 것이다. 물론 본 보고서는 상상력을 제시한 것일 뿐, 그 하방에 대해서는 각자의 상상에 맡기는 바이다.

2.2. 오딘2의 미래 모습 상상하기

오딘2, 토큰 이코노미 무조건 차용한다

이제 보다 현실적인 예로 돌아가보자. 상술하였듯이 동사는 현재 토큰 이코노미에 필요한 모든 조건을 갖추었지만, 유일하게 전용 게임만이 존재하지 않은 상태이다. 국내에서 압도적인 매출 순위를 보여준 양질의 오딘 IP를 근시일 내 동사가 활용하지 않을 리가 없다는 사실은 자명하다. 사실 토큰 이코노미 정착 초기에 발생하는 수수료 수익은 크지 않을 수 있지만, P2E 도입으로 인한 유저 수 확보에 따른 기타 수익의 증가 효과가 매우 큼이 미르4를 통해서 증명되었기 때문이다(P2E 정착 후 MAU 3배 이상 증가). 또한 라이온하트의 인수로 인해 오딘의 IP를 글로벌 사업에 적용할 유인과 근거도 마련되었다.

예상되는 오딘2 토큰 이코노미 구조

오딘2는 미르4와 동일한 MMORPG 체계이기에 토큰 이코노미의 경제 체계도 유사한 구성을 띠 것으로 예상된다. 따라서 오딘2는 흑철과 같이 장비의 강화, 각인, 아바타, 룬 등에 활용되는 새로운 재화가 등장할 것으로 예상된다. 또한 이 재화가 가칭 '오딘 토큰'과 같은 토큰에 연동되고, 이 토큰이 다시 보라로 이어져 보라 생태계를 구축할 것이다.

2.2.1. 오딘2의 플랫폼 수수료 매출추정

아직 출시하지 않은 오딘2의 매출액을 현 시점에서 구체적으로 산출하는 것은 불가능에 가까울 것이다. 그러나 미르4와의 비교를 통해 간접적으로 그 매출의 정도를 가능해보는 정도는 가능하다. 따라서 이 수치를 제시하여 향후 오딘2의 잠재성을 파악하고자 한다.

상술하였듯이 토큰 이코노미 모델에서 게임사의 토큰 수수료는 토큰의 원화가치에 수수료율을 곱해 산출한다. 이는 즉 게임 내에서 유통되는 재화와 이에 연동되는 토큰의 평균 가격이 얼마나 비싼지, 그리고 해당 재화 및 토큰의 거래량이 얼마나 많은지에 따라 결정된다고 할 수 있다.

먼저 P를 선정하기 위해 국내 기준으로 오딘과 미르의 경제 규모를 비교해보고자 하였으나, 흑철에 대비되는 필수 재화가 오딘에는 존재하지 않았다. 이에 각 게임마다 유사한 등급의 장비를 제작하는 데에 드는 비용을 파악하여 이를 각 게임에서 유통되는 재화의 평균 P로 산정하였다. 이때 각 서버 별 시세의 상단과 하단을 조사하여 산출에 반영하였고, 그 결과 물가 차이는 최소 1.15배에서 최대 1.99배까지 차이나는 것으로 도출되었다.

그림 2-7. 미르4 영웅등급 무기 제작 소요비용

미르4 영웅등급 무기 제작			
재료	필요 개수	금화 가격	금화 개수
STEEL	300	200	60,000
EVIL MINDED ORB	100	95	9,500
MOON SHADOW STORY	100	240	24,000
DRAGON SCALE	1	-	-
흑철	2,560	100,000	
동전	2,560	800,000	120
동전 해당 금화 교체비		0.00015	
			93,620
금화 시세	5.5	Bear	514,910
	7.9	Bull	739,598

출처: SMIC 3팀

그림 2-8. 오딘 전설등급 무기 제작 소요비용

재료명	개당 가격(다이아)	필요 개수/골드	소요 다이아	1다이아당 원화	
나무	0.036	10,000	360	bear	bull
위그드람	5	20,000	100,000	7.2원	8.7원
연마석	0.894	20,000	17,880	851,328원	1,028,688원
골드	1/6000	130,000,000	총합 118,240개	21,667원	21,667원

출처: SMIC 3팀

유통되는 재화의 거래량은 출시 후 같은 시기의 MAU를 비교하여 산정하였다. 출시 후 3개월 동안 미르4의 MAU 상단은 약 70만명이고, 오딘의 MAU 하단은 110만명 수준으

로 집계되었다. 두 지표를 비교하여 오딘이 평균 1.57배의 거래량을 더 발생시킨다고 추정하였다.

최종적으로 두 지표를 곱하여 유통되는 재화의 거래금액이 1.8배에서 최대 3.1배까지 차이가 나는 것을 알 수 있었다. 미르 4의 2021년 3분기 플랫폼 수수료 매출액이 17억 이므로, 오딘2의 같은 기간 플랫폼 수수료 매출은 약 30억에서 52억으로 추정된다. 오딘2가 2023년 1월 1일에 출시된다 가정하여 1년으로 Timespan하면 오딘2로 인해 동사가 벌어들이는 플랫폼 수수료 매출액은 최소 120억 최대 208억으로 추정된다.

2.3. 궁극적인 지향점은 어떻게 될까?

이러한 세계관이 점점 더 커지고 자생하며 지속가능한 수준까지 도달하면 동사의 수많은 메타버스들과 그 각각의 토큰 이코노미는 최종적으로 어떤 모습에 도달할까? 적어도 우리가 유추할 수 있는 부분은 확실히 존재한다.

상상 가능한 동사의 '확장된 메타버스' 안에서는 다른 게임이라고 하더라도 토큰과 NFT가 자유롭게 통용된다. 프렌즈 마블, 프렌즈 팝콘, 그리고 우리가 상상한 Impossible Friends와 같은 게임들은 '특정 게임'이 망하더라도 해당 게임에서 사용하고 있던 재화를 그대로 다른 곳으로 옮겨올 수 있다. 이는 즉 세계관의 규모가 커지고 안정적이게 됨에 따라 내가 하고 있는 게임이 설령 망하더라도 토큰과 NFT의 가치가 유지된다는 것을 함의한다.

이러한 세계관이라는 거대한 우산 아래에서 유저들은 보호를 받으며 창작에 열성을 다하게 되고, 토큰과 NFT의 거래는 무한하게 유지되어 이는 신용과 가치의 무한 창출로 이루어질 것이다. 이를 통해 게임사는 방대한 유저라는 양질의 DB와 수수료 수익을, 유저는 더 많은 창작 기회와 지적재산권을 얻게 되는 것이다.

이러한 미래가 실제로 어떤 모습으로 구현될 지 알 길은 없다. 다만, 아래의 그림을 통해 동사가 그릴 수 있는 토큰 이코노미의 큰 세계관을 하나로 정리해보고자 한다.

그림 2-9. 상상해 본 궁극적인 동사 메타버스 생태계의 구조



출처: SMIC 3팀

3. 본업 comes true: 국내로, 해외로

동사의 매출 동력인 MMORPG는 출시 직후 유저 수와 매출이 기하급수적으로 늘다가 일정 시간이 지난 후 그 효과가 점차 희미해진다. 특히 국내 MMORPG 시장은 규모의 한계가 분명히 존재하고 끊임없이 경쟁자가 등장하므로 매출의 상방이 제한적이다. 본 절에서는 동사가 기존에 보유한 본업 능력을 극대화하여 또 다른 성장의 길을 열어갈 것임을 보일 것이다.

3.1. 달려라 우마무스메!

22년, 우마무스메
국내 출격

우마무스메는 일본어로 말을 뜻하는 '우마'와 딸 혹은 아가씨를 뜻하는 '무스메'가 합쳐져 만들어진 단어이다. 한마디로 '말딸'인데, 우마무스메 프리티 더비(이하 '우마무스메')는 경주마와 소녀 캐릭터를 결합한 우마무스메, 즉 말딸을 육성하고 경주를 진행하는 서브컬처 게임이다. 동사는 일본 Cygames의 우마무스메 IP를 국내에 퍼블리싱하여 이르면 2022년부터 게임을 배급할 예정이다.

그림 3-1. '우마무스메 프리티 더비' 한국판 공식 포스터



출처: 동사 IR

그림 3-2. 2Q21 글로벌 모바일 게임 매출 순위



출처: APP ANNIE, SMIC 3팀

3.1.1. 서브컬처 게임은 주류가 될 수 있다

서브컬처 게임은
비주류? NO!

서브컬처는 어떤 사회의 주요한 문화와 대비되는 개념으로서, 하위문화라고 불린다. 흔히 말하는 오타쿠(オタク)가 이에 속한다. 이러한 서브컬처를 활용한 게임 역시 통념상 매니아악하여 국내에서는 비주류에 속한다는 편견이 있다. 하지만 이제는 그렇지 않다. MMORPG가 대세인 국내 게임 시장에서 현재까지 출시된 수많은 서브컬처 게임들은 하나의 트렌드를 만들며 높은 매출 순위를 기록해왔다.

프리코네와 원신은
서브컬처 게임의
인기 반영

2017년 소녀전선을 시작으로 명일방주, 원신, 파이널 기어, 백야극광 등의 게임이 출시되었으며, 동사 또한 2019년 프린세스 커넥트! Re:Dive (이하 '프리코네')를 퍼블리싱하였다. 특히, 동사의 프리코네는 애플 앱스토어 매출 1위, 구글 플레이스토어 매출 4위를 기록하기도 했다. 글로벌 매출 1위, 국내 매출 3위를 기록했던 원신의 활약도 돋보인다. 출시 후 두 달 동안 약 4,317억 원의 매출을 기록했는데, 우리나라가 네 번째로 큰 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다.

그림 3-3. '프린세스 커넥트! Re:Dive' 국내 매출 순위



출처: APP ANNIE

그림 3-4. 3Q21 '원신' 구글 플레이스토어 게임 매출 순위



출처: 모바일인덱스, SMIC 3팀

**서브컬처 게임은
주류이자 핵심!**

이처럼 서브컬처 게임은 국내의 마니아층을 포섭하며 성장해왔다. 이 서브컬처 게임 이용자들은 특히 타 장르 유저보다 ARPU와 재접속률이 높고 이러한 추세를 장기간 유지하기 때문에 게임사 입장에서도 중요한 수요층임이 분명하다. 서브컬처 게임은 이제 하나의 주류임이 분명하고, 게임사에게도 핵심적인 매출 동력이 되었다.

3.1.2. 서브컬처 게임 1인자, 이제는 동사의 것

**우마무스메,
일본은 1위
글로벌은 2위**

우마무스메는 크게 우마무스메를 훈련시키는 '육성'과 육성이 끝난 우마무스메로 경주를 진행하는 'PVP/PVE'를 즐길 수 있다. 육성과 경주라는 두 가지 트랙을 바탕으로 우마무스메는 2021년 2월 출시 직후 일본 양대 마켓에서 매출 1위를 기록했고, 지난 2분기 글로벌 게임 매출 2위를 달성했다. 출시 당시만 해도 우마무스메의 BM 구조가 정교하지만 과금을 유도하므로 성공에 대한 우려가 많았다. 하지만 높은 게임성으로 이러한 단점을 극복하고 놀라운 수익성을 기록했다.

**우마무스메와 유사한
프리코네, 역시 과금
에 대한 우려**

그렇다면 우마무스메가 동사의 채널을 통해 국내에서 성공을 거둘 수 있을지 가늠해보자. 우마무스메와 동일하게 Sygames가 제작하고 동사가 국내 퍼블리싱을 맡은 프리코네의 사례는 좋은 방증이다. 일본에서 출시된 프리코네가 가진 가장 큰 문제점 역시 무.소.과금 유저들에게 불리한 게임이라는 것이었다. 기본적인 재화 공급이 적고, 한정 캐릭터 위주의 가차 시스템으로 인해 게임 후반부로 갈수록 진행이 어려웠다.

동사의 해결책

그러나, 동사는 프리코네를 국내에서 퍼블리싱하며 두 가지 정책을 도입하였다.

- ① 미래시
- ② 천장 시스템

① **미래시**: 일본 서버의 이벤트가 14개월의 시차를 두고 국내 서버에서 발생하게 하여 이벤트를 예측하고 전략을 짜도록 돕는 제도

② **천장 시스템**: 일정 금액 이상 과금을 투자하면 무조건 원하는 아이템을 얻는 시스템

그림 3-5. '프린세스 커넥트! Re:Dive' 가차 확률

■ 락업 1회 증가

등급	등급별 확률	등급별 캐릭터 수	개별 캐릭터 확률	동일 캐릭터 획득 시 여신석 보상 지급 수
1	77.8%	11	7.0909%	1
2	18.9%	21	8.8571%	10
3	3.6%	20	8.124%	50
이리아(크레스마스)	1.4%	1	1.400%	50

※ 개별 캐릭터 확률은 (확률/등급별 캐릭터 수)로 확인할 수 있습니다.
 ※ 이미 보유한 캐릭터는 여신석 보상으로 지급됩니다.
 ※ 10회 뽑기 시 2등급 이상 캐릭터가 1명 확률로 지급됩니다.
 ○ 10회 뽑기 시 1~9번째 캐릭터 확률: 1회 뽑기와 동일
 ○ 10회 뽑기 시 10번째 캐릭터 확률: 2등급 95%, 3등급 5% (이리아(크레스마스) 1.4%)
 ○ 이벤트로 ★2 스타를 확률 2배가 적용된 확률입니다. (1/20 14.59%)

출처: 동사 IR

그림 3-6. 국내 유저들이 제작한 미래시 계획표



출처: 카카오톡 챗봇 '알려주는 시오리 땅'

프리코네의 성공,
우마무스메도 성공
가능성 ↑

위와 같은 제도를 통해 동사의 프리코네는 국내 유저들로부터 높은 매출 순위라는 보답을 받았다. 우마무스메는 BM 논란에도 불구하고 흥미를 자아내는 랜덤성 전개와 육성 및 경쟁 시스템으로 유저들을 끌어모으고 있으며 국내에서도 무난하게 안착할 것으로 평가된다. 여기에다 동사가 다가오는 퍼블리싱 과정에서 유저 친화 정책을 도입한다면 우마무스메는 국내에서도 성공적으로 달릴 수 있을 것이다.

3.1.3. 새로운 꿈, 우마무스메+NFT

우마무스메 IP의
토큰 이코노미
확장성 구상

우마무스메는 일본에서 게임이 출시되기도 전에 음반, 애니메이션 등 미디어 믹스를 통해 IP를 공개함으로써 흥행을 유도했고, 이를 토대로 IP 확장성을 입증했다. 그렇다면 동사가 구축한 토큰 이코노미 생태계가 우마무스메 IP에 더해지면 어떠한 꿈이 탄생할 수 있을까? 본 절에서는 동사가 우마무스메의 차기작까지 퍼블리싱하였을 때 토큰 이코노미가 어떻게 IP를 확장할 수 있을지 구상하도록 할 것이다.

3.1.3.1. 서브컬처+NFT


서브컬처+NFT
→ 온센무스메

구체적인 활용 방안을 그려내기 위해 앞서 실현 가능성을 알아보자. 지난 5월, 우마무스메와 유사한 캐릭터인 온센무스메(온천딸)가 NFT 기술과 결합돼 관광 활성화 프로젝트에 활용되었다. 실제 온천을 의인화한 온센무스메와 NFT를 결합해 지역 축제와 연관된 지역 화폐로 사용한 것이다. 온센무스메는 현재 게임 프로젝트가 종료됐음에도 여전히 미디어 믹스가 진행 중이고, 이러한 IP 확장이 토큰 이코노미까지 이어졌다. 온센무스메보다 확장 가능성이 더 큰 우마무스메 IP 역시 토큰 이코노미와의 결합이 결코 불가능하지 않다.

3.1.3.2. 경마+NFT

경마+NFT
→ 더비스타즈

경마는 말의 혈통과 능력의 고유성이 중요하므로 NFT와 결합될 가능성이 높다. 실제로 NFT를 경마 게임에 도입한 제드 런과 DERACE, 더비스타즈가 존재한다. 이들은 NFT 경주마를 직접 구매해 경마를 진행하고, 교배를 통해 더 나은 NFT 경주마를 얻어 거래하는 것을 목표로 한다. 특히 더비스타즈는 우마무스메와 유사한 게임 환경을 지닌다. 상용화된 NFT 경마 게임이 존재하며, 우마무스메의 시스템과 유사한 게임 환경이 갖춰져 있다는 점을 고려하면 우마무스메와 NFT의 결합이 머지 않았다고 판단한다.

그림 2-7. '온센무스메' 게임 화면	그림 2-8. 우마무스메와 더비스타즈의 유사한 게임 환경								
	<table border="1"> <tr> <th>우마무스메 프리티 더비</th> <th>더비스타즈</th> </tr> <tr> <td>우마무스메 육성 및 교배 후 PvP</td> <td>NFT 경주마 육성 및 교배 후 PvP</td> </tr> <tr> <td>우마무스메:서포트</td> <td>경주마:아바타</td> </tr> <tr> <td>계승제도</td> <td>유전제도</td> </tr> </table>	우마무스메 프리티 더비	더비스타즈	우마무스메 육성 및 교배 후 PvP	NFT 경주마 육성 및 교배 후 PvP	우마무스메:서포트	경주마:아바타	계승제도	유전제도
우마무스메 프리티 더비	더비스타즈								
우마무스메 육성 및 교배 후 PvP	NFT 경주마 육성 및 교배 후 PvP								
우마무스메:서포트	경주마:아바타								
계승제도	유전제도								

출처: Edia

출처: Sygames, UNOPND, SMIC 3팀

3.1.3.3. 서브컬처+경마=우마무스메, 그리고 NFT

서브컬처+경마
→ 우마무스메는
필연적으로 NFT화

서브컬처와 경마가 합쳐진 우마무스메는 결국 동사의 토큰 이코노미와 동반될 수 있을 것이다. 예를 들면, 우마무스메 NFT나 서포트 NFT를 활용하여 더 나은 육성 및 경주 결과를 만들어내고, 교배를 통해 좋은 혈통을 가진 다음 세대 우마무스메 NFT를 만들어낼 것이다. 또한, 이러한 우마무스메 NFT와 서포트 NFT를 거래할 수 있도록 하여 궁극적인 P2E 시스템을 구축할 것으로 구상한다. 이 과정에서 동사의 토큰 이코노미 생태계는 중심 역할을 하게 될 것이다. 앞서 밝혔듯이, 원신이나 우마무스메와 같은 서브컬처 게임들은 수익성이 보장되기 때문에 NFT 및 토큰 이코노미와 결합된다면 IP의 확장은 무궁무진해질 것이다.

그림 3-9. 가상의 '홀썩썩 우는 라이스 사워' 우마무스메 NFT 그림 3-10. '우마무스메 프리티 더비' 가상 토큰 이코노미



출처: SMIC 3팀



출처: SMIC 3팀

3.2. 오딘, 일어나 해외 가야지!

3.2.1. 동사에게 해외 진출이 필요한 이유

해외 진출은
국내 게임사의
필연적인 선택

국내 MMORPG 시장의 규모는 제한적이며 파이가 큰 글로벌 시장에서 매출 활로를 여는 것이 기업의 미래를 결정한다. 동사는 2019년 전년 대비 매출이 역성장했는데, 이는 해외 매출이 정체된 상태에서 국내 매출이 상대적으로 크게 줄었기 때문이다. 2H20부터 가디언테일즈의 글로벌 배급이 성공적으로 이뤄지며 해외 매출과 전체 매출이 동반 상승했으나, 1H21에 다시 해외 매출이 감소하며 국내 매출이 정체된 상태에서 전체 매출이 QoQ 감소하였다. 동사의 경쟁 개발사들은 이미 활발히 글로벌 출시를 진행하고 있으며,

동사는 이러한 시장 트렌드의 내재화가 가장 시급한 국내 게임 업체이다. 동사가 여러 개발사들의 선례를 따를 수 있다면 구조적인 성장을 이뤄낼 수 있을 것으로 판단한다.

그림 3-11. 시가총액 상위 4개 게임사의 해외 진출 성공 사례

게임사	시기	사례
크래프톤	'19→'20	백그라운드 글로벌 매출 상승으로 국내 매출 감소 방어
엔씨소프트	'21 1Q→2Q	리니지 시리즈의 글로벌 매출 상승으로 국내 매출 감소 방어
넷마블	'19→'20	블레이드앤소울 레볼루션의 아시아 매출 상승으로 국내 매출 감소 방어
펄어비스	'18→'19	검은사막 모바일의 글로벌 매출 상승으로 국내 매출 감소 방어 및 총매출 상승

출처: 각 사 IR, SMIC 3팀

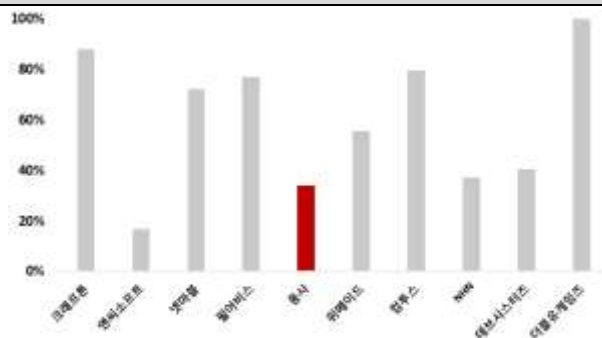
동사는 두 번째로 낮은 해외 비중=그만큼 업사이드가 높다!

실제로 동사는 시총 상위 10개 게임사 중 20년 기준 해외 매출 비중이 두 번째로 낮다. 동사보다 수출 비중이 낮은 엔씨소프트는 고유한 리니지 IP로 이미 글로벌 진출을 했음에도 수치가 낮다는 점을 고려하면, 이제 막 오딘 IP를 내재화한 동사는 글로벌 진출의 가장 큰 수혜를 입을 국내 게임 업체이다.

해외 진출로 국내 매출 감소 방어!

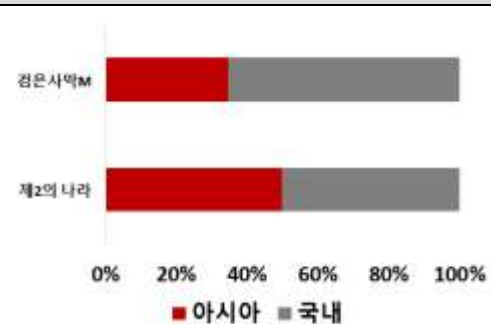
그렇다면 동사가 해외 진출에 성공했을 때 매출의 상방이 어느 정도까지 확장될 수 있을지, 업계 사례를 통해 살펴보고자 한다. 동사와 비슷한 규모의 개발사이며, 장르 및 초기 진출 국가가 유사한 넷마블의 '제2의 나라'와 펄어비스의 '검은사막M'은 국내와 함께 아시아 일부 국가에만 출시했음에도 국내 매출의 절반 이상을 기록했다. 동사가 곧 내재화한 IP의 아시아 진출을 시작한다는 점, 그리고 이미 설치된 법인을 통해 아시아 이외 지역의 진출까지 계획하고 있다는 점은 오딘 IP의 국내 매출 감소가 해외 매출 증가로 방어될 수 있음을 설명하는 매력적인 요소가 된다.

그림 3-12. 시총 상위 10개 게임사 2020년 해외 매출 비중



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

그림 3-13. 검은사막M 및 제2의 나라 출시 직후 매출 비중



출처: APP ANNIE, SMIC 3팀

3.2.2. 매력적인 오딘 IP 내재화!

21년 최고의 게임 오딘 IP 내재화!

2021년 11월 1일, 동사는 라이온하트 스튜디오의 최대 주주가 되면서 오딘: 발할라 라이징(이하 '오딘')의 IP를 내재화했다. 기존에는 오딘의 국내 및 대만 퍼블리싱만 맡았다면, 이제는 개발부터 전세계 배급까지 모두 진행할 수 있게 되었다. 오랜 시간 매출 1위를 기록한 리니지 IP를 제치고 오딘 IP는 국내를 평정했으며, 이제는 글로벌 진출을 앞두고 있다. 그렇다면 오딘 IP는 과금을 유도하는 '리니지라이크' 게임으로 분류됨에도 불구하고 어떻게 유저들의 수요를 흡수한 것일까?

그림 3-14. '오딘: 발할라 라이징' 공식 포스터



출처: 라이온하트 스튜디오

그림 3-15. 오딘 구글 플레이스토어 매출 순위



출처: 모바일인덱스, SMIC 3팀

무·소과금 유저와 중·고과금 유저의 공존

간단히 말하면, 무·소과금 유저와 중·고과금 유저를 공존시키며 국내 MMORPG의 트렌드 변화를 선도했기 때문이다. 리니지 시리즈의 과도한 과금 유도 정책은 무·소과금 유저에게는 높은 진입 장벽, 중·고과금 유저에게는 과도한 지출이라는 결과를 불러왔다. 그러나, 오딘은 게임 설계 단계부터 두 집단의 플레이 성향을 고려하여 과금 유도 요소를 조절했고, 특히 소외받던 무·소과금 유저들이 게임의 토대가 된다는 점을 증명했다. 예를 들어, 오딘에는 리니지와 달리 장비 뽑기가 없는데, 다이아를 충당하기 위해 드랍 장비를 파는 무·소과금 유저와 중·고과금 유저 사이에서 거래가 발생한다. 이 과정에서 재화가 빠르게 순환되며, 결국 게임 전체의 시스템이 방대해져 개발사의 수익성까지 이어진다.

이는 MMORPG의 새로운 트렌드

이는 무·소과금 유저 없이는 중·고과금 유저가 게임에 유입될 요인이 없다는 MMORPG의 새로운 트렌드를 보여주는 것이다. 경쟁작인 리니지M은 논란 이후 강제로 과금 요소를 삭제해다가 기존 중·고과금 유저들의 이탈을 불러왔고, 일일 사용자 및 매출 지표가 동시에 하락했다. 그러나 오딘은 제작 단계부터 지향하는 바가 달랐고, 출시 이후에도 여전히 무·소과금 유저들을 위한 업데이트를 지속 진행하고 있다. 리니지라이크 게임이라는 별명이 무색하게 무·소과금 유저의 니즈에 더 집중하고 있음에도 오딘은 리니지 시리즈 초기 출시 당시보다 더 높은 ARPPU를 기록하고 있다.

3.2.3. 오딘 IP는 해외에서도 성공할 수 있다

앞서 동사에게는 해외 진출이 필수적이며 그 밑바탕에는 매력적인 오딘 IP가 있음을 살펴보았다. 본 절에서는 동사의 해외법인이 있는 아시아와 서구권, 특히 진출 가능성이 높은 대만과 동남아시아, 북미·유럽 각 시장의 특성과 국내 게임의 성공 사례, 오딘이 선보일 수 있는 강점을 고찰하여 오딘의 해외 성공이 머지 않았음을 고찰할 것이다.

① 대만

오딘의 글로벌 진출 시작점 대만은 중국 진출이 판호 문제로 막힌 상황에서 국내 게임사에게 기회의 땅이 된 지역이다. 대만 유저들은 MMORPG 요소의 PVP와 모바일 및 PC 플랫폼을 선호한다는 점에서 국내 유저들과 비슷한 성향을 보이고, 실제로도 한국 게임에 대한 긍정적 이미지를 지녀 대만은 국내 게임사들이 글로벌 진출을 할 때 가장 먼저 선택하는 곳이 되었다. 과거 엔씨소프트의 리니지M은 국내 성공 이후 첫 해외 진출 거점으로 대만을 선택하였고, 첫 해에 약 5,000억 원의 매출을 기록하였다.

대만, 국내와 환경 유사하여 게임사 진출 ↑

성공 가능 요인

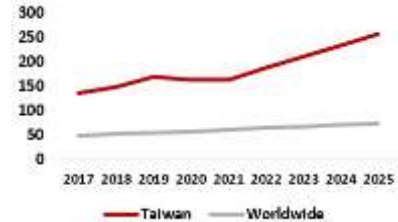
- ① 대만 유저의 성향
- ② MMORPG→PVP

리니지M과 동일한 장르이면서 PVP를 주요 특성으로 갖는 오딘은 대만에서도 국내에서

만큼의 성공을 거둘 수 있다. 오딘은 견고한 세계관을 보유하고, 무분별한 학살을 막아 누구나 PvP를 즐기도록 했다. 따라서 대만에서도 인기를 얻을 것으로 기대하며, 유저들의 ARPU가 높은 대만 시장에서 추가적인 수혜를 입을 수 있다. 유의미한 성공 가능성이 가장 높은 대만을 시작으로 동사는 오딘의 글로벌 성공을 가늠할 수 있을 것이다.

그림 3-16. 리니지M 대만 진출 당시 게임 매출 순위 그림 3-17. 대만 및 전세계 ARPU 비교 (단위: 달러)

순위	게임(국가/개발사)
1위	리니지M(한국/엔씨소프트)
2위	신마지탑(홍콩/매드 헤드)
3위	킹스레이드(한국/베스파이터렉티브)
4위	라그나로크M(한국/그라비티)
5위	페이트 그랜드 오더(일본/코모에)



출처: APP ANNIE, SMIC 3팀

출처: Statista, SMIC 3팀

② 동남아시아

동남아, 국내와 선호 유사, 과금도 적극적

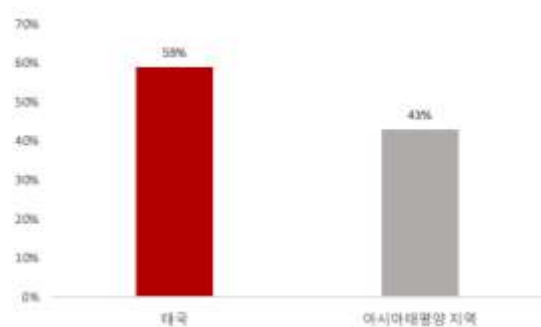
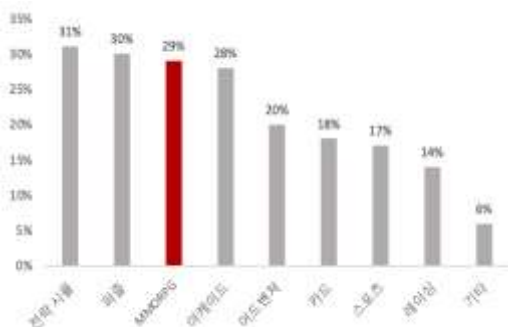
동남아시아는 모바일 게임이 가장 빠르게 성장하는 시장이며, 국민의 소득 증가 및 통신 환경의 발전이 그 원동력이 되고 있다. 국가별로 상이하지만 게임에 대한 선호도가 국내와 비슷하고, 한국 게임에 대한 인지도가 높으며, 무엇보다 성장 여력이 가장 큰 시장이다. 베트남 내에서는 MMORPG에 대한 선호도가 최상위권이며, 동사의 법인이 위치한 태국은 아시아태평양 지역보다 높은 유료 게임 인구 비중을 기록하는 등 동남아시아는 동사에게 새로운 기회의 땅이 될 수 있다.

성공 가능 요인

- ① 유사 사례
- ② 남성 유저 多
- ③ 현지 플랫폼 확보

그라비티의 라그나로크X는 개화 이전에 동남아시아 시장에 진출하여 태국 및 인도네시아, 필리핀 매출 1위를 기록했다. 라그나로크 IP 역시 오딘과 마찬가지로 북유럽 신화에 기반을 둔 MMORPG라는 점에서 오딘 또한 동남아시아 모바일 게임 시장에서 성공할 수 있음을 가늠할 수 있다. 특히 동남아시아 지역은 남성 게이머의 비중이 높은 시장인데, 오딘은 남성(70.2%)이 여성(29.8%)보다 두 배 이상 많이 참여하고 있기 때문에 현재 동사는 동남아시아 퍼블리셔 글로벌하우스를 인수해 각 게임의 마케팅, 운영, 현지화 작업을 준비 중이다.

그림 3-18. 베트남 내 게임 유저 장르 선호도 그림 3-19. 태국 및 아태 지역 유료 게임 인구 비중



출처: Kotra, SMIC 3팀

출처: Niko Partners, SMIC 3팀

③ 북미·유럽

북미·유럽, 콘솔 선호하고 과금 적대적

글로벌 게임 시장의 55%를 차지하고 있는 북미·유럽은 전통적으로 콘솔 플랫폼을 선호하기 때문에 모바일과 PC 게임 위주의 국내 게임사들이 파이를 차지하기 어려웠다. 또한,

과금에 대한 거부감이 심하기 때문에 국내 게임들의 현지화가 필수적이었다. 실제 북미 지역 성공 사례만 봐도 넷마블의 '마블 콘테스트 오브 챔피언'은 현지에서 익숙한 마블 IP를 활용했으며, 펠어비스의 '검은사막'은 콘솔 버전을 공략해 높은 매출을 기록했다.

성공 가능 요인

- ① 크로스플랫폼
- ② 현지 연계 가능

이처럼 앞서 언급한 대만이나 동남아시아 시장보다 동사의 진입이 어렵지만, 플랫폼 활용 및 적절한 현지화가 이뤄진다면 흥행 가능성이 높다. 이러한 점에서 동사의 오딘은 그 가능성의 연장선상에 있다고 할 수 있다. 오딘은 제작 당시부터 크로스플랫폼 방식으로 제작되어 모바일과 PC를 자유롭게 넘나들 수 있고, 콘솔로의 확장까지 염두에 뒀다. 실제로 동사는 엘리온과 디스 테라 콘솔 버전을 통해 북미·유럽에서 그 가능성을 엿보고 있다. 또한, 현재 균형있는 과금 유도 정책과 서구권에서 친숙한 북유럽 신화 세계관, 현지 유저들이 선호하는 심리스 오픈 월드는 오딘이 손쉽게 현지화될 수 있다는 여지를 내포하고 있다. 진입하기는 어렵지만 한 번 진입하면 글로벌 게임 시장의 큰 일부분을 차지할 수 있고, 유저들은 게임에 대한 높은 충성도를 갖기 때문에 북미·유럽은 오딘이 장기적으로 노려야 할 핵심적인 시장이라고 할 수 있다.

3.3. 매출 추정

3.3.1. PC 게임 매출 추정

PC 게임은 유의미한 매출이 발생하는 배틀그라운드와 엘리온을 중심으로 매출 추정을 진행했다.

㉠ **배틀그라운드**: 3Q21에 약 70억 원의 매출을 기록했다. 배틀그라운드는 출시된 지 3년이 지났으며 게임의 수명을 고려했을 때 매출 안정세에 접어들었다고 판단한다. 한편, 3Q20부터 2Q21까지는 매출이 소폭 감소했는데 동사 IR에 따르면 PC방 영업 축소에 따른 영향이 있었다고 한다. 따라서, PC방 영업 재개와 함께 매출이 유의미한 증가를 보일 것으로 예측되나 정확한 추정이 불가하므로 3Q20의 값을 flat 적용하였다.

㉡ **엘리온**: 국내 매출은 순위가 일정하게 유지되고 있으므로 3Q21의 값을 flat 적용한다. 한편, 4Q21부터 북미·유럽에 진출하므로 해외 매출은 게임 성격이 유사하다고 평가받는 블레이드앤소울의 북미·유럽 진출 사례를 고려하였다. 4Q21의 해외 매출은 국내 출시 첫 분기의 매출을 그대로 적용하였으며 이후 추이는 블레이드앤소울의 해외 매출 추이를 반영했다.

㉢ **그 외**: 나머지 PC 게임은 매출 순위가 일정하고, 추가 퍼블리싱 계획이 없으므로 21년 최저 매출이었던 2Q의 값을 flat 적용한다. 위드 코로나와 함께 PC방 수요가 증가할 것으로 기대되며, 연계 사업을 영위하는 동사가 수혜를 입을 것임이 예상되므로 이는 보수적인 추정이다.

그림 3-20. PC 게임 매출 추정

(단위: 백만 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
PC 게임	51,088	18,748	17,950	20,800	36,400	34,400	26,300	26,900	108,586	124,000

출처: SMIC 3팀

3.3.2. 모바일 매출 추정

3.3.2.1. 우마무스메 매출 추정

우마무스메는 1Q21에 출시된다. 우마무스메의 매출을 추정하기 위해 프리코네의 일본 및 국내 매출의 상관관계를 이용했다. 프리코네의 일본 및 국내 출시 이후 동일 기간의 매출을 분석한 결과, 일본 매출의 약 5%에 해당하는 값이 항상 국내 매출로 추산되었다. 따라서 이러한 상관계수를 올해 우마무스메의 일본 매출에 적용하여 22년 우마무스메 국내 매출을 추산하였다. 현재 11월 일본에서 우마무스메는 3Q의 평균 순위인 4위를 그대로 기록하고 있다. 4Q의 정확한 매출 추정이 불가하고 순위 유지가 가능할 것이므로 국내 4Q22 매출 또한 3Q22 값을 flat 적용한다.

그림 3-21. 우마무스메 매출 추정

(단위: 백만 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
우마무스메					30,216	35,330	24,061	24,061		113,669

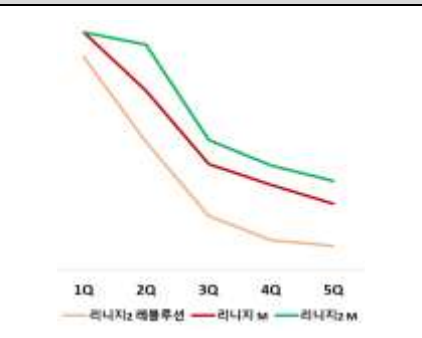
출처: SMIC 3팀

3.3.2.2. 오딘 국내 매출 추정

최근 5년간 국내 모바일 게임 시장에서 장기간 1위를 기록했으며 오딘과 동일한 MMORPG인 넷마블 리니지2 레볼루션, 엔씨소프트의 리니지M 및 2M의 일매출 추이를 고려하였다. 일매출 추이를 보면 출시 분기부터 이후 세 번째 분기까지 급격한 하락을 겪다가 네 번째 분기부터 안정되는 경향을 일정하게 보였으며, 오딘 또한 비슷한 일매출 추이를 보일 것으로 가정하였다.

먼저, 4Q21 일매출은 전 분기 대비 36% 하락을 적용하였다. 리니지W의 침투를 고려한 것이며, 이 수치는 리니지W와 동일한 세계관을 갖는 리니지M이 출시되었을 당시 1위였던 리니지2 레볼루션의 하락률에 근거한다. 이 수치는 실제 세 게임의 일매출 추이와 유사하고, 리니지W에 대한 현재 시장의 평가가 높지 않기 때문에 보수적인 수치라고 판단한다. 22년 1Q~3Q는 앞서 추산한 일매출 추이를 적용하였고, 4Q는 국내 모바일 게임 매출 1~2위 게임의 일매출이 약 10억 원 내외라는 점을 고려하여 10억 원을 적용하였다.

그림 3-22. 리니지 시리즈 일매출 추이 그림 3-23. 오딘 국내 매출 추정



출처: SMIC 3팀

(단위: 백만 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
오딘 국내 매출	13,000	336,100	215,104	151,508	124,085	101,613	92,000		564,204	469,207
일 매출	6,500	3,653	2,338	1,683	1,364	1,104	1,000		4,164	1,288
영업일수	2	92	92	90	91	92	92		186	365

출처: SMIC 3팀

3.3.2.3. 오딘 대만 매출 추정

국내 출시 6개월 후 첫 글로벌 진출 거점으로 대만을 삼았다는 점, 국내 출시 후 압도적인 1위 지위를 가졌다는 점에서 리니지M의 대만 진출 사례를 적용하였다. 리니지M은 치열한 경쟁에도 불구하고 대만 구글 플레이스토어에서 15개월 연속 매출 1위를 기록했

다. 오딘 또한 국내에서의 레퍼런스를 토대로 대만 시장의 파이를 차지할 것으로 판단한다. 리니지M과의 비교를 통해 추산한 1Q22 오딘 대만 매출은 다음과 같다.

이후 매출은 정확한 추정이 불가하므로 1Q22의 값을 flat 적용하였다. 실제로 리니지M은 출시 첫 해 약 5,000억 원의 매출을 기록했고, 오딘의 추정 값을 비교했을 때 합리적이라고 판단한다.

그림 3-24. 1Q22 오딘 대만 매출 추정

	리니지M	오딘(추정)	
대만 출시 3개월 월평균 매출액(백만 원)	43,380	27,162	> 리니지M 출시 3개월 월평균 매출액
대만 MAU(만 명)	150	40	> 리니지M 및 오딘 국내 출시 당시 MAU 고려
대만 PU Ratio	17.50%	17.50%	> 동일 가정
대만 PU(만 명)	26.3	7	> MAU*PU Ratio
대만 MARPPU(원)	164952	388034	> 리니지M 및 오딘 국내 출시 당시 MARPPU 고려
대만 일평균 매출액(백만 원)	1,446	905	

출처: SMIC 3팀

3.3.2.4. 모바일 그 외 매출 추정

오딘과 추후 출시될 우마무스메를 제외하고 유의미한 매출을 발생시키는 게임으로는 달빛조각사와 가디언테일즈가 있다. 달빛조각사는 국내에서 출시된 지 2년이 지났으므로 매출이 일정하게 발생한다. 한편, 올해 2월 글로벌 진출을 했다는 점에서 매출이 소폭 하락할 것으로 예상된다. 전 분기 하락률인 12%를 flat 적용하였다. 가디언테일즈는 국내 및 글로벌 출시 이후 1년이 경과했다. 여전히 매출 하락이 발생하고 있으므로 전 분기 하락률인 9%를 flat 적용하였다. 이외 게임의 매출은 비중이 작고, 하락 변동이 거의 없다. 한편, 추후 신작이 계속 출시되므로 전 분기 상승률인 12%를 flat 적용하였다.

3.3.3. 기타 매출 추정

대부분 스크린 골프 사업 매출이다. 비중이 작고 정확한 추정이 불가하므로 골프 산업의 연평균 성장률인 7.4%를 적용하였다. 실제로 스크린 골프 사업 경쟁사인 골프존의 매출은 매년 20% 상승하고 있으므로 무리한 추정이 아니다.

3.3.4. 총 매출 추정: 결론

그림 2-25. 동사 총 매출 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E
PC	186,176	162,437	183,838	51,088	18,748	17,900	108,586	124,000
모바일	202,079	181,526	248,938	60,128	84,292	410,500	846,430	1,253,169
기타	32,550	47,077	62,745	18,909	26,430	37,800	123,633	194,480
합계	420,805	391,040	495,521	130,125	129,470	466,200	1,078,649	1,571,649

출처: SMIC 3팀

4. Valuation: PER Method

4.1. 매출 추정

[2.3.]에서 매출 모두 제시하였다. 제시되는 전체 Earning Table은 다음과 같다.

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	21'1H	2021E	2022E
영업수익	420,805	391,040	495,521		1,078,649	1,571,649
모바일	202,079	181,526	248,938		846,430	1,253,169
PC	186,176	162,437	183,838		108,586	124,000
기타	32,550	47,077	62,745		123,633	194,480
영업수익 YoY(%)		-7.1%	26.7%		117.7%	45.7%

4.2. 영업 비용 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업수익	420,805	391,040	495,521	1,078,649	1,571,649
영업비용	373,622	356,038	429,000	968,196	1,369,237
영업이익	47,183	35,002	66,521	110,453	202,412
급여	47,003	55,219	80,944	115,095	196,456
퇴직급여	2,842	4,006	5,861	7,882	13,453
주식보상비용	2,080	1,896	1,932	1,932	1,932
복리후생비	6,666	8,894	10,369	16,535	28,224
감가상각비	2,303	3,310	3,823	3,823	3,823
지급임차료	4,200	1,873	1,721	1,721	1,721
지급수수료	238,234	208,277	242,665	720,969	1,013,357
광고선전비	39,728	31,807	31,146	42,883	42,883
리스자산상각비	-	3,392	5,228	5,228	5,228
무형자산상각비	8,649	7,320	9,073	8,348	8,247
대손상각비	333	-76	129	0	0
재상품매출원가	13,919	21,886	27,935	35,757	45,769
기타	7,663	8,234	8,173	8,023	8,143
합 계	373,622	356,038	429,000	968,196	1,369,237

영업 비용 중 가장 많은 비중을 차지하는 급여와 지급수수료 부분에 대해서만 상세하게 추정하였고, 나머지는 급여 및 매출에 연동하여 추정하였다.

1. 급여: 동사의 2년간 임직원 수의 변동폭과 급여 인상폭(약 30%)만 고려하여 2021년 수치 추산하였다. 2022년의 경우 라이온하트의 동사 연결 편입이 확실해지기에 라이온하트의 2020년 기준 평균 연봉과 직원 수 합산하여 2022년 급여를 추산하였고, 기타 확인 가능한 각 자회사 급여 및 임직원 증가 추이를 적용한 결과 영업수익에서의 비중 역시 합당한 수준으로 유지되어 그대로 추산해주었다.

2. 지급 수수료: 게임사의 지급 수수료의 경우 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 첫번째는 모바일 게임에서 발생하는 플랫폼 수수료, 두번째는 퍼블리싱만 하는 경우 본 개발사에게 지급해야 하는 로열티 수수료이다.

1) 모바일 플랫폼 수수료: 구글과 애플에서는 약 전체 게임 매출의 30%를 플랫폼 수수료로 게임사에 부과한다. 따라서 2021년과 2022년의 예상 동사 모바일 게임 매출*0.25를 통해 각 년도의 모바일 플랫폼 수수료를 도출하였다. **그 결과 구한 2021년의 모바일 플랫폼 수수료는 약 2,116억 원, 2022년은 약 3,132억 원이다.**

2) 로열티 수수료: 퍼블리싱 게임 하나당 로열티는 약 60% 정도로 추산된다. 먼저 2021년 PC 게임의 경우 주요 게임 중 검은 사막, 배틀그라운드, 엘리온은 모두 퍼블리싱으로 운영된다. 로열티 수수료는 기타 30% 정도의 플랫폼 수수료 등을 제하고 남은 부분에 대해서만 요구된다. 위 셋 게임의 2021년 예상 매출액에 수수료를 60%를 적용하면 390억 6천만 원, 이터널 리턴을 고려한 기타 퍼블리싱 게임 매출액에 수수료를 적용하면 약 128 억이 도출 되고 이는 총 518억 원의 규모이다.

모바일 게임의 경우 2021년 기준 주요 게임 중 가디언 테일즈와 오딘이 퍼블리싱 형태로 운영되었다. 이들의 매출에 플랫폼 수수료를 제한 로열티 수수료를 따로 계산하고, 라인업 상 기타 게임 매출 중 70%가 퍼블리싱 매출이라고 가정하였을 때 기타 모바일 게임 부문에서 발생하는 로열티 수수료는 $2,822억 \times 0.7 \times 0.7 \times 0.6 = 829억 6680만 원$ 이다. 따라서 도출되는 동사의 2021년 로열티 수수료는 2794억 7200만 원이고, 여기에 (2020년의 전체 지급수수료-당해 로열티 수수료-당해 플랫폼 수수료)를 통해 구해지는 기타 광고 대행 수수료에 매출 연동 추이를 적용한 1,021억 3,700만 원을 더하면 2021년 동사의 총 로열티 수수료는 6,188억 3,100만 원이다.

그 결과 1)과 2)를 더하면 동사의 총 2021년 지급수수료 7,209억 6,900만원이 도출된다. 2022년의 지급수수료의 경우도 동일한 방식으로 추정하였다.

3. 퇴직급여, 복리후생비 등은 급여와 연동하여 산출하였으며, 리스자산상각비, 무형자산상각비, 대손상각비 등은 그 크기가 매우 작아 3년 평균치를 사용하였다.

4.3. 기타 손익 추정

<기타수익>

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E	
임대료수익	2	2	63	63	63	전년도 값 flat
기타의대손충당금환입	108	53	0	0	0	
유형자산처분이익	12	31	37	37	37	flat
사용권자산처분이익	0	0	13	0	0	
무형자산처분이익	0	291	0	0	0	
기타자산처분이익	294	0	0	0	0	
관계기업투자주식처분이익	6,036	219	1,249	2,502	2,502	average
잡이익	286	552	2,870	2,870	2,870	average
합계	6,739	1,149	4,232	5,472	5,472	

<기타비용>

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유형자산처분손실	113	32	161	0	0
유형자산폐기손실	0	0	1	0	0
사용권자산처분손실	0	0	6	0	0
무형자산손상차손	733	14,006	24,396	19,201	19,201
무형자산처분손실	4	0	3	0	0
기타의대손상각비	3,676	1,731	558	1,988	1,988
기타자산손상차손	0	193	0	0	0
관계기업투자주식처분손실	115	175	0	0	0
관계기업투자주식손상차손	17,118	0	0	0	0
기부금	20	1	94	0	0
지급수수료	393	350	145	296	263
잡손실	591	2,757	23	1,124	1,124
합계	22,763	19,244	25,387	22,609	22,576

기타수익과 기타 비용의 경우 별다른 특이점이 없어 대부분 '0'처리하거나 Flat으로 처리하였다. 다만 무형자산손상차손의 경우 본격적으로 비용에 인식되기 시작한 2019년부터 2020년까지의 평균 값을 사용하였다.

4.4. 금융손익 추정

<금융수익>

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자수익	3,381	2,871	3,008	3,891	3,891
외환차익	1,166	2,187	2,971	2,108	2,108
외화환산이익	4,554	3,260	3,422	3,745	3,745
당기손익-공정가치측정금융자산평가이익	485	2,757	32,125	32,125	32,125
당기손익-공정가치측정금융자산처분이익	0	0	11,647	11,647	11,647
파생상품평가이익	160	727	3,542	3,542	3,542
파생상품거래이익	0	0	642	0	0
합계	9,746	11,802	57,358	57,059	57,059

이자수익의 경우 3개년의 평균 유효이자율과 21년 최신 상각 후 원가 금융자산 장부 금액을 이용하여 2021년의 값을 도출하고, 2022년은 Flat 처리하였다. 한편 공정가치측정금융자산평가/처분이익의 경우 타사의 RCPS나 각종 투자신탁상품의 평가 및 처분 이익과 관련된 것으로, 자의적인 추정이 불가능하여 3개년 Flat 처리하였다.

<금융비용>

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자비용	288	1,206	4,942	7,262	7,262
외환차손	1,535	1,475	2,062	1,691	1,691
외화환산손실	2,901	3,351	5,694	3,982	3,982
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	4,228	971	6,797	6,797	6,797
파생상품평가손실	679	611	3,605	3,605	3,605
기타	0	0	1	0	0
금융수수료	0	0	63	0	0
합계	9,631	7,615	23,164	23,337	23,337

역시 이자비용의 경우 3개년 평균 유효이자율과 21년 최신 이자발생부채 장부 금액을 통해 2021년의 값을 도출하였다. 나머지 항목은 추정이 어려워 3년 평균 혹은 Flat 처리하였다.

4.5. 지분법 손익 추정 & 법인세 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
지분법이익	0	0	666	51,137	72,070
지분법손실	2,867	950	2,289	2,289	2,289

2021년에 오딘을 통해 새롭게 매출이 발생한 라이온하트의 이익에 동사의 지분율을 곱하여 지분법이익을 추가로 인식하였다. 단, 아직 연결 편입이 확정되지 않았기에 **추가 지분 인수 전의 지분율 21.58%**를 이용하였다. 지분법손실의 경우 발생하는 곳을 특정할 수 없어 가장 높았던 2020년의 수치를 Flat 적용하였다.

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
법인세차감전손이익	28,408	20,143	77,936	125,415	217,406
법인세 비용	9,511	11,277	10,425	42,993	74,528
유효 법인세율	33%	56%	13%	34%	34%

법인세의 경우 2018-2020년의 유효법인세율 평균을 적용하여 법인세 비용을 계산하였다

4.6. Valuation: Peer PER Valuation

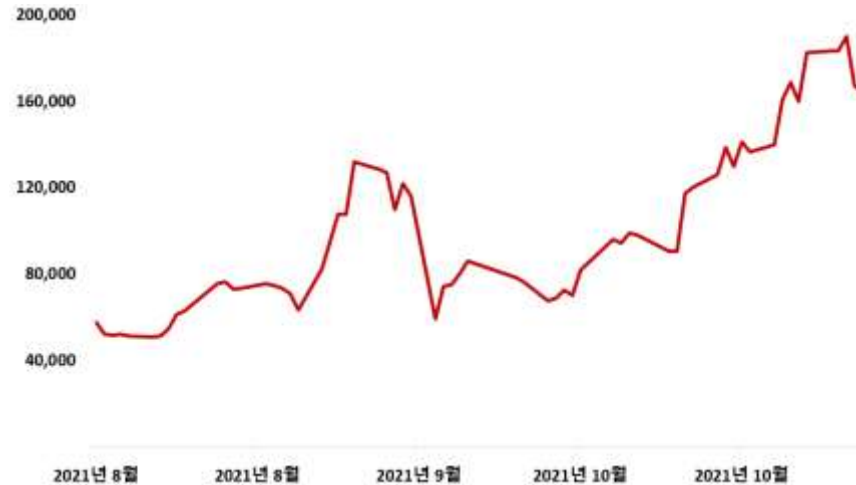
4.6.1. PER Valuation 선정 논리

본 보고서는 PER Valuation Method를 통해 동사의 주가를 산출하였다. **PER은 기업의 수익성과 성장성을 모두 반영하는 지표**이다. 보고서에서 다룬 대로, 동사는 1) 거대한 자금력과 공고한 IP를 바탕으로 기존의 일반 유통사에서 개발을 겸하는 종합 게임사로 거듭날 것이고 2) '그 다음 단계의' 게임의 역사가 될 체제인 메타버스(그리고 그 내에서의 필연적인 경제 체제, 토큰 이코노미)의 환경에 국내 게임사 중 눈에 띄는 가시성을 확보

한 상태(가상 화폐 플랫폼, 강력한 IP의 확장성, NFT 거래소)이다. 이렇게 기존과 전혀 달라질 동사 자체의 기업 체력과 성장성을 평가할 수 있는 가장 잘 평가할 수 있는 Valuation Method는 바로 PER Valuation이라고 생각되었다.

4.6.2. Peer PER 및 Peer Group 선정 논리

한편, PER Valuation 중에는 PEER PER Valuation을 채택했다. 아래는 위메이드의 8월 '미르4' 글로벌 출시 이후 주가 추이 그래프이다.



위메이드는 최근 미르4 글로벌을 출시하면서 최초로 토큰 이코노미의 구체적 모습을 실현했으며, 이를 통해 중국에는 위믹스 토큰이 게임 내에서 거대한 기축통화의 역할을 함과 동시에 그 관련 수수료 매출 역시 게임 전사 매출까지 기대하고 있다고 밝혔다.

그 결과, 위메이드는 미르4 출시 이후 약 5배 정도의 주가 상승이 이루어졌고, 이를 현재 순이익에 대입하면 약 59.3배에 달하는 수준이다. 보통 게임사가 20배 정도의 멀티플을 받는다는 것을 고려했을 때, 이는 과도한 Multiple이라고 볼 수도 있지만 다르게 바라보면 시장이 메타 버스, NFT, 토큰 이코노미에 대해 가지고 있는 기대감과 예상되는 성장성이 그 의구심만큼이나 높게 평가된다는 사실의 반증이기도 하다.

그리고 동사는 보고서 본문에서 상세히 설명했듯이 이 모든 것을 가장 쉽고 가시적으로 할 수 있는 위치에 있다. 먼저 RPG 장르를 보면, 동사는 P2E가 제한되어 리니지 라이크 MMORPG의 순수 재미를 평가할 수 있는 무대인 한국에서 리니지와 미르4보다 2배 이상의 ARPPU를 가지고 있다. 그 다음, 아케이드나 캐주얼 게임 분야에서 프렌즈 IP의 확장성과 유행에 대해서는 말할 필요가 없을 정도이다. 이렇게 P2E 이전에 이미 확보된 게임성 or IP의 우위를 기반으로 그 위에 출시될 동사의 토큰 이코노미 모델은 성공할 가능성이 매우 높을 수밖에 없는 것이다. 기술적인 뒷받침은 물론이다.

4.6.3. Target Multiple 부여 & 목표 주가 산출

위의 논리를 종합하여 본 보고서는 위메이드가 일반 게임사에서 메타버스 및 토큰 이코노미 모델에 진입한 후 부여받은 PER Multiple인 59.33에서 10% 할인한 54배를 동사의 Target PER로 제시하였다. 10% 할인 이유는 1)동사가 토큰 이코노미 및 메타버스로 진출한 시기 즈음에 메타버스 내에서의 토큰 이코노미 및 NFT의 수익성에 대한 불확실성을 감안하였고 2) 그리고 보통 산업의 가장 초기 단계에 가장 높은 멀티플이 형성되기 때문이다. 즉, 지금 위메이드와 게임 내 토큰 이코노미, 그리고 그 확장된 세계관을 통해 부

여부는 멀티플 프리미엄은 결국 그 '수익성'에 대한 '기대감'에서 기반한 것이고, 동사의 진출 시기 즈음에 그 수익성이 컨센 이하로 판단될 가능성을 염두에 둔 것이다.

위의 과정을 통해 도출된 동사의 주가는 아래와 같다.

PER Method(2021E)	
유통가능주식수	84,111,841
지배주주귀속당기순이익	235,710
2022E EPS (원)	2,802.34
Target PER	54.0
목표주가 (원)	151,300
현재주가(원)	97,900
상승여력	55%

이러한 주가가 너무 과하게 느껴지지는 않는가? EA도 아닌 국내 게임사에 Target Multiple 54배는 너무 높은 것이 아닌가하는 의문이 들 수 있지만, 본 보고서의 대답은 '아니다'이다.

본 보고서에서는 동사의 2022E 순이익을 산출할 때 최근 진행된 동사의 라이온하트 인수에 따른 연결 실적과 상승된 EPS를 전혀 반영하지 않고, 단지 지분법 이익만 반영하여 EPS를 산출하였다. 하지만 사실상 동사가 콜옵션을 행사하여 지분을 30.37% 추가로 취득하면서 연결 대상 자회사로 이를 곧 '실제' 연결 편입하기로 결정한 바, 2022년 동사의 예상 EPS는 당연히 라이온하트 연결 실적을 고려하여 산출하는 것이 옳을 것이다.

근미래에 실제 연결 편입이 완료될 경우, 동사의 영업 비용 중 가장 많은 비중(약 80%)을 차지하는 지급수수료에서 라이온하트에 지불하는 로열티 수수료 부분이 내부 거래 취급되어 제외되고 이는 이익단에서 엄청난 상승으로 이어질 것이다.

실제로, 연결 편입을 고려할 경우 오딘의 2022E 매출*(1-플랫폼 수수료 30%)*60%(개발사향 예상 로열티 수수료)만큼이 동사의 2022E 영업 비용에서 제외되며, 그 결과 새로 도출되는 동사의 예상 영업이익과 EPS는 아래와 같다.

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업수익	420,805	391,040	495,521	1,078,649	1,571,649
영업수익 YoY(%)		-7.1%	26.7%	117.7%	45.7%
영업비용	373,622	356,038	429,000	968,196	998,999
영업이익(순실)	47,183	35,002	66,521	110,453	572,650
OPM(%)	11.21%	8.95%	13.42%	10.24%	36%
기타수익	6,739	1,149	4,232	5,472	5,472
기타비용	22,763	19,244	25,387	22,609	22,576
금융수익	9,746	11,802	57,358	57,059	57,059
금융비용	9,631	7,615	23,164	23,337	23,337
지분법이익	0	0	666	666	666
지분법손실	2,867	950	2,289	2,289	2,289
법인세비용차감전이익	28,408	20,143	77,936	125,415	587,644
법인세비용	9,511	11,277	10,425	42,641	199,799
당기순이익	18,897	8,866	67,511	82,774	387,845
지배주주순이익	18,969	10,996	85,971	91,051	329,668

보이는가? 상술한 꿈의 내용을 전혀 서술하지 않고도 동사는 막대한 자금력을 바탕으로 한 개발사 인수를 통해 종합 게임사로 거듭나고 있으며, 이전에 명확한 De-rating 요소였던 퍼블리싱 전문 게임 회사의 낮은 OPM마저 단숨에 PEER인 펄어비스와 NC소프트의 수준까지 따라오게 된다. 그리고 동사의 EPS 역시 기존 대비 1.5배 이상 자연스럽게 커지게 된다.

	2022F PER Multiple
NC소프트	18.9
크래프톤	22.3
넥슨	16.5
넷마블	25.6
EA	60.7
Activision Blizzard	21
Netease	24.2
Tencent	24.8
Average	26.75

아직 메타버스와 NFT 및 토큰 이코노미라는 새로운 가치 창출 시스템이 본격화되지 않은 글로벌 게임사 PEER들은 평균적으로 약 26.75배 정도의 PER Multiple을 부여받고 있다. 하지만 이들과 다르게 동사는 이미 '보라'라는 블록체인 생태계를 구축하여 이를 선제적으로 실험하고 있으며 그 범용성을 위해 1억 가입자를 지닌 카카오 클럽과 연계된 클레이튼과 협업을 맺은 상태이고, 계속 상승했듯이 그 확장성과 지속성을 위한 강력한 IP 역시 보유하고 있다.

이러한 우위 속에서 최근 게임빌과 컴투스, 그리고 특히 위메이드 등이 NFT와 메타버스 진출을 선언하고 실행에 옮기면서 최소 13%~최대 n배의 Re-Rating을 받은 것을 고려할 때, 메타버스와 토큰 이코노미의 실현에 '분명히' 한발짝 앞서 있는 동사에게 글로벌 대형 게임사 평균 PER을 15% 할증한 30.8배의 Multiple을 부여하는 것은 결코 과한 추정치가 아닐 것이다

이제 동사의 새롭게 도출된 PER Multiple과 하방 EPS를 통해 산출한 산출한 동사의 주가 및 상승 여력은 아래와 같다.

PER Method(2021E)	
유통가능주식수	84,111,841
지배주주귀속당기순이익	329,668
2022E EPS (원)	3,919.40
Target PER	30.8
목표주가 (원)	120,700
현재주가(원)	97,900
상승여력	23%

즉, 동사의 경우 2022년에 '확정된' 기본 체력에 기대감만을 반영하더라도 약 23%의 상승여력을 가지고 있는 셈이다.

다만 여기서 추가로 고려해야 할 사항은 동사의 유통가능주식수 산출 시 고려된 CB이다. 동사는 2021년 3월 약 5천억 원 규모의 CB를 발행했다. 하지만 시가 하락에 따른 리픽싱 조항이 없으며, 무이자로 발행되었고, 전체 물량의 약 50%에 대하여 콜옵션을 행사할 수 있는 등 투자자에게 매우 불리한 조건이며, 실질적인 희석 효과는 적을 공산이 크다. 하지만 본 보고서에서는 모든 CB 물량을 유통가능주식수에 더하여 희석 EPS를 산출, 상승여력을 도출하였다.

결론적으로, 위의 논의를 종합하여 목표주가 하단 120,700원, 상승여력 23%, 상당 151,300원, 상승여력 55% 투자의견 BUY를 제시한다.

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.