



VIP IP가 꽃피운 Kraftmanship

26E EPS 33,658원에 Target PER 17.8x를 적용한 목표주가 600,500원, 투자 의견 Conviction BUY를 제시한다. 국내 게임사들은 이따금大作 게임을 만들어내며 게이머들을 열광시켰지만, 두 번째 기회를 잡는 데에는 번번이 실패해 왔다. 그런 가운데 PUBG라는 공전의 히트작과 RPG 레거시를 손에 쥔 동사의 도전정신은 남다르다. 동사는 모바일 플랫폼을 통해 블록버스터 게임의 아성이 미치지 못한 시장을 공략하는 한편, 전사적 역량을 쏟아부어 메이저 장르의 높은 벽을 넘으려 한다. 동사는 더 멀리, 더 높이 날 준비가 되었고, 활주로 앞에 선 비행기 티켓을 살 기회는 지금뿐이다.

Point ①. Road to India

누구도 걸어본 적이 없는 인도를 향한 길. 그 길에 누구보다 빨리 발을 내디딘 동사의 IP는 VIP가 될 준비를 마쳤다. 지금껏 한국에서 등장하지 못했던 역대급 MEGA IP <PUBG>. PUBG가 가진 TAM의 끝은 어디일까? 지금껏 투자자들에게 “성장 가능성이 높다” 정도로 제시되었던 인도 시장. 인도 게임 시장의 개화기부터 앞으로의 성장 전략까지 엄밀히 분석하였고, 이를 통해 PUBG IP가 모바일 게임에서 인도의 다른 어떤 게임과 비교해 보아도 구조적으로 성장 가능성이 가장 높음을 제시한다.

Point ②. Time to inZOI

어느 순간 동사에게 붙여진 꼬리표, ‘PUBG 원툴’. 기업 가치의 퀀텀 점프를 위해서는 One IP 리스크를 해소해 주가를 누르던 천장을 부셔야 한다. 내년 출시되는 라이프 시뮬레이션 게임 <inZOI>가 바로 그 주인공이다. 심즈 시리즈가 20년간 독점하던 시장에 드디어 발생한 균열, 그리고 그 균열을 통해 벽을 허물 수 있는 인조이의 잠재 가치를 조명한다. 인조이를 필두로, 게임 스튜디오의 멀티 레이블화로 인해 발생할 동사의 중장기적 변화, 그리고 이에서 파생되는 모멘텀까지 샅샅이 알아보자.

Bull case 추정 손익계산서									
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
영업수익	1,087	1,670	1,885	1,854	1,911	1,373	2,991	3,644	3,802
YoY(%)	-2.9%	53.6%	12.9%	-1.7%	3.1%	48.3%	56.5%	21.9%	4.3%
영업비용	728	897	1,235	1,102	1,143	730	1,583	1,667	1,736
영업이익	359	774	651	752	768	643	1,408	1,977	2,066
OPM(%)	33.0%	46.3%	34.5%	40.5%	40.2%	46.8%	47.1%	54.3%	54.3%
기타손익	6	(105)	108	(59)	76	287	49	49	49
금융손익	(3)	(2)	4	26	29	14	29	29	29
지분법손익	(1)	(0)	(1)	(35)	(44)	(19)	(27)	(27)	(27)
세전순이익	362	667	761	684	829	923	1,459	2,029	2,117
법인세비용(수익)	83	111	231	169	235	233	405	563	588
계속영업순이익	279	556	530	515	594	690	1,054	1,465	1,529
중단영업순손실	-	-	(10)	(15)	-	-	-	-	-
당기순이익	279	556	520	500	594	690	1,054	1,465	1,529
NPM(%)	25.6%	33.3%	27.6%	27.0%	31.1%	50.3%	35.2%	40.2%	40.2%

Rating

Conviction Buy

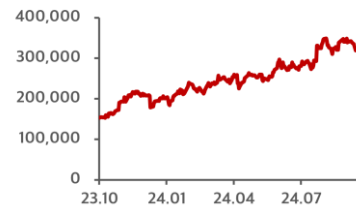
현재주가: 331,500 원

Bull Case TP: 600,500 원

상승여력: 81%

12M 추가추이

시가총액 15 조 8,779 억 원



B/S data (1H24)

자산 총계 7 조 1,465 억 원

부채 총계 1 조 511 억 원

자본 총계 6 조 954 억 원

Valuation (24F)

PER 15.4 x

EPS 18,441 원

ROE 15.54 %

주요 주주

장병규 외 31인 21.3%

IMAGE FRAME INVESTMENT(HK)

LIMITED 13.9%

SMIC 3 팀

팀장 49 기 이재영

팀원 49 기 김태인

50 기 이재현

50 기 최고운

50 기 최규호

CONTENTS

1. 세계시장의 벽을 넘어 - 산업 분석	3
2. 배틀로얄에서 꽃피운 Kraftmanship - 기업 분석	5
3. IP가 VIP - Preview	8
4. Road to India - Point ①	9
5. Time to inZOI - Point ②	15
6. 투자 전략	21
7. Valuation	23
8. Appendix	31

1. 세계시장의 벽을 넘어 - 산업 분석

1.1. 게임 산업 벨류체인

개발사와 퍼블리셔 게임산업의 벨류체인은 **개발사-퍼블리셔-플랫폼-유저**로 구분된다. 개발사는 컨셉 기획, 프로그래밍, 디자인 등 게임 출시 전까지의 과정과, 업데이트/밸런싱 등 게임의 보수를 담당한다. 운영과 마케팅, 유통은 퍼블리셔의 소관이다. 동사와 같은 대형 퍼블리셔는 일부 게임은 IP를 구매해 유통하지만 직접 신작을 개발하기도 하는 **개발사이자 퍼블리셔**다. 플랫폼은 유저에게 직접 게임을 판매한다. 모바일, PC, 콘솔 각각 운영체제에 특화된 거대 독과점 기업들이 포진하고 있다.

독과점 체제의 플랫폼 플랫폼 중 PC게임의 **디지털 플랫폼 스팀(Steam)의 성장세가 두드러진다**. 06년 7개였던 연간 출시 게임 수는 연평균 34% 성장해 지난해 14,401개의 신작을 쏟아냈다. 일일 활동유저 수는 24년 상반기 3,300만 명에 이르는 초대형 플랫폼으로 성장했다. 게임의 노출도로 직결되는 압도적 트래픽은, 동사의 PUBG PC와 인조이를 비롯해 퍼블리셔/개발사들이 스팀을 통한 게임 유통을 선택하는 이유다.

1.2. 주저앉아버린 국내 시장과 글로벌로 향하는 게임사

국내 게임 시장 과밀화 국내 게임 산업은 **과밀화라는 구조적 문제**에 봉착했다. 22, 23년 국내 PC/콘솔 시장의 게임 이용률과 시장 규모 모두 역성장했다. 모바일 시장 역시 동기간 하락세를 보였다. 물론 이는 코로나 피크와 리오프닝의 영향으로 모바일 시장은 1H 24 다시 YoY 양수를 기록했다. 그럼에도 동기간 꾸준한 성장률을 보인 개발도상국이나 피어 시장인 유럽, 북미 시장을 고려하면 국내 시장의 부진은 자명하다.

글로벌 성장 선진국 둔화 글로벌 게임산업은 시장의 성숙도에 따라 유저 수, 시장 규모, ARPU 등이 상이하다. 글로벌 게임산업 유저수는 23년 6%의 성장했으나 시장 규모 성장은 0.5%에 그쳤다. 이는 게임산업 점유율 상위권의 **북미, 유럽, 아시아-태평양 지역의 유저수 증가율 둔화**로 인해 시장 성장률이 각각 0.4%, 1.2%, -0.2%에 머물렀기 때문이다. 시장 성숙도가 높은 선진국 시장의 모바일과 PC게임 ARPU는 50~80달러 수준이다. 동사의 신작 인조이의 출시가가 약 50달러 수준으로 예상되는 것과도 연관 지을 수 있다.

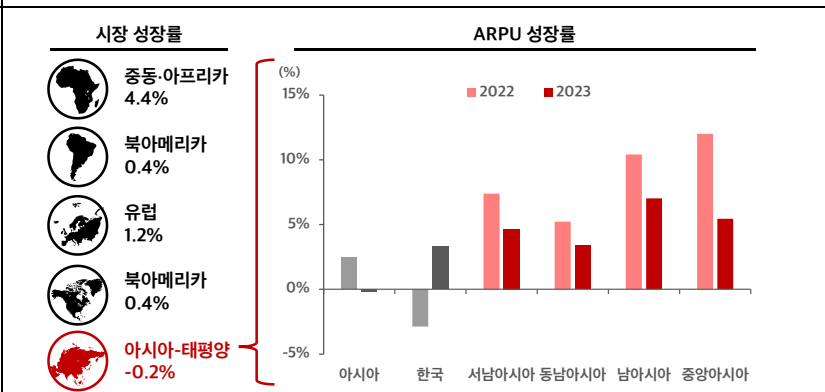
기회의 땅 개발도상국 한편 -0.2%의 성장률이 아시아 전 지역을 대변하지 않는다. 지난 2년간 ARPU 성장률 -2.9%, 3.3%로 제자리걸음을 한 한국과 달리, 남아시아, 중동 등 **동북아 외 지역 ARPU는 5~10% 사이 성장세**를 보였다. 게다가 이 지역은 소득 증가에 따른 기기 성능 발전이 선진국보다 잣고, 게임 문화 고착화가 덜해 신규 게임에 우호적이다. 이러한 소비성향의 개발도상국은 글로벌 확장을 갈망하는 기업에게 **기회의 땅**이다. 국내 게임사의 2가지 선택지는 **1) 선진국 시장에서의 PC/콘솔 게임 성공, 2) 소비 잠재력이 높은 개발도상국 신시장 발굴**이다. PC/콘솔 게임은 여전히 메가 IP의 원천이 되고, 모바일 게임은 IP의 확장성과 생명력을 뒷받침하는 개발도상국 시장을 열어야 한다.

도표 1-1. 게임 산업 개념, 용어 정리

트래픽 지표
MAU(Monthly Active User): 30일 동안 앱을 사용하는 순 유저 수
DAU(Daily Active User): 24시간 동안 앱을 사용하는 순 유저 수
CCU(Concurrent connected User): 동시 접속자
UV(Unique Visitor): 일정기간 내에 앱에 접속한 실제 유저 수
NRU(New Registered User): 신규 가입자 수
매출 지표
PU(Paying User): 구매 유저
PUR(Paying User Rate): 구매 유저 비율
ARPU(Average Revenue Per User): 이용자 당 평균 매출
ARPPU(Average Revenue Per Paying User): 구매자 당 평균 매출
CCU(Concurrent connected User): 동시 접속자
과금 방식
F2P(Free-to-Play): 무료 플레이 게임
DLC(Downloadable Contents): 앱 내 다운로드가 가능한 콘텐츠
MTX(Micro Transactions): 소액 인앱 결제
P2W(Pay-to-Win): 성능형 과금 방식

출처: 동사, SMIC 3팀

도표 1-2. 글로벌 게임 시장 성장률 및 지역별 ARPU



출처: Newzoo, SMIC 3팀

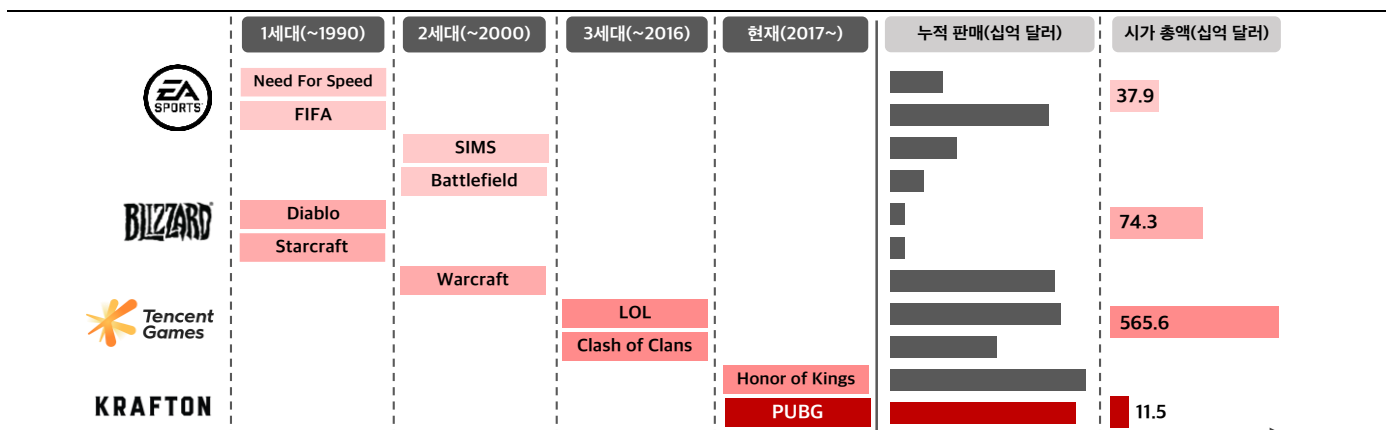
1.3. 글로벌 게임사들의 도약기

<p>메가 IP 글로벌 도약의 발판</p>	<p>메가 IP는 단순히 하나의 게임 이상의 확장성을 갖는다. 일례로 EA의 FIFA는 출시 이후 지금까지 시즌마다 업데이트를 거치며 도합 3억 2,500만 장의 누적 판매량을 기록했다. 블리자드 역시 90년대 디아블로, 스타크래프트 출시 후 후속작들까지 연달아 흥행했다. PC로 출시되었던 단일 모드 게임들은 콘솔/모바일 플랫폼으로 확장하거나 후속작을 출시하며 메가 IP로 성장했다.</p>
<p>2nd 메가 IP에 비로소 왕국이 된다</p>	<p>왕국을 건설한 게임사들은 1차 메가 IP를 기반으로 성장한 후, 2차 메가 IP에 대한 기대감을 실적으로 실현하면서 비상했다. 이때 2차 IP를 획득한 방식은 크게 자체 개발과 IP 구매로 나뉜다. EA는 90년대 FIFA와 니드포스피드의 흥행 이후, 00년대 심즈 시리즈의 IP 획득과 배틀필드 출시로 대성공을 이뤘다. 블리자드 역시 04년 다시 한번 공전의 히트작 워크래프트를 성공시켰다.</p>
<p>추락하던 비행기도 끌어올린다</p>	<p>글로벌 기업이라고 부침이 없었던 것은 아니다. 그때마다 다수의 메가 IP는 각각 회생 기회를 뜻하기에 주가 회복에 대한 투자자들의 믿음의 근거가 되었다. EA는 08년 이후 5년간 신작 부진과 과도한 인수합병으로 인해 부침을 겪었지만, FIFA 얼티밋팀 출시, 배틀필드2의 성공 등으로 14년 주가는 고점을 돌파했다. 각기 시기는 다르지만, 2차 IP 성공은 주가의 지지선을 만들었다.</p>

1.4. 두터운 글로벌 진입장벽

<p>다운로드 1억회 매출 10억 달러</p>	<p>블록버스터 게임이란 세계적 흥행을 이뤄낸 대작 게임으로, 장르의 인기나 게임의 특성에 따라 매체, 기관마다 기준은 상이하다. 본서는 상위 50개 정도의 기업이 분류되는 기준에 따라 전체 수익 10억 달러 이상 또는 다운로드 1억 회 이상인 게임을 블록버스터 게임으로 정의했다.</p>
<p>장르별 블록버스터 진입장벽</p>	<p>블록버스터 게임들은 장르별로 진입장벽을 형성한다. 이들은 충성고객을 잡아두고 신규 유저들의 게임 탐색 과정에서 우선적인 선택지가 된다. 따라서 특정 장르에서의 글로벌 히트를 위해서는, 1) 신규 유저에게 더 매력적인 선택지가 되거나 2) 기존 유저를 빼앗아오거나 3) 블록버스터가 없거나 적어 경쟁강도가 낮은 시장을 공략해야 한다. 가령 슈팅장르는 10개, RPG(MMORPG 포함)장르는 19개, 액션&어드벤처 게임은 12개의 블록버스터 게임이 포진해있지만, 시뮬레이션 장르의 경우 타이틀 게임 심즈와 심시티를 제외하면 단 2개의 흥행작이 있을 뿐이다.</p>
<p>더 높이, 더 멀리 날 준비가 되었다</p>	<p>그런 점에서 동사는 그간의 성과가 놀랍고 앞으로의 전략은 영리한 기업이다. 동사는 도메스틱 히트작을 글로벌 블록버스터 IP로 키워냈다. 그리고 이제 신규 IP로 시뮬레이션 장르에 도전한다. 성벽은 높지만 주인은 자리를 비웠고, 동사의 성장동력은 거대하다. 의심의 눈초리로 전망치를 파헤치는 투자자에게, 활주로 앞에 선 비행기의 마지막 티켓을 구매할 기회를 소개한다.</p>

도표 1-3. 글로벌 게임사 메가 IP 연혁



출처: 각사, SMIC 3팀

2. 배틀로얄에서 꽃피운 Kraftmanship - 기업 분석

2.1. 기업 개요

RPG의 DNA

동사는 글로벌 게임 IP PUBG: BATTLEGROUNDS(이하 PUBG)를 기반으로 게임 개발과 퍼블리싱 사업을 운영한다. 블루홀 스튜디오라는 사명으로 테라를 출시하며 데뷔한 동사는, 2017년 PUBG를 선보이며 본격적으로 글로벌 게임시장에 도전장을 내밀었다. PUBG는 1인칭의 몰입감, 플레이 환경, 커스터마이징 등 동사가 RPG 명가를 꿈꾸며 축적한 역량을 배틀로얄 장르에 입혀내며 메가 IP로 거듭났다.

배틀로얄의 왕으로

배틀로얄이란 다수의 플레이어가 제한된 공간/시간 내에 승자를 가려내는 경쟁게임 장르다. 동사는 H1Z1, Arma 등에서 **게임 내 플레이모드였던 배틀로얄을 장르화**하며 유행을 선도했다. PUBG의 인기 요인으로 1) 1인칭 시점과 랜덤 요소에서 오는 높은 몰입감 2) 스트리밍 플랫폼에서의 유행 및 e스포츠 생태계 조성, 3) 커스터마이징 욕구를 극대화한 트렌디한 콜라보 등을 꼽을 수 있다. 동사는 PC 업데이트와 모바일 확장을 성공적으로 이뤄내며 **배틀로얄 1위**를 지키고 있다.

2.2. 사업 부문 및 과금 방식

PUBG 서비스 구분과 매출 인식

PUBG는 **퍼블리셔, 플랫폼, 지역에 따라 다르게 운영된다**. 우선 PUBG PC는 디지털 게임 플랫폼 Steam을 통해 유통된다. 동사는 판매액의 20%를 Steam에 수수료로 지급한다. 모바일 사업부는 한국·일본 지역의 PUBG 모바일, 인도의 BGMI, 중국의 화평정영, 그 외 지역의 글로벌 PUBG 모바일로 구분된다. 화평정영과 글로벌 PUBG 모바일은 텐센트가 퍼블리싱을 맡고 동사는 **판매액의 약 17%**를 자문 수수료 명목으로 지급받는다. PUBG 모바일과 BGMI는 동사가 직접 퍼블리싱을 맡아 판매액을 매출로 인식하고, IOS/Android에 20~30%의 수수료를 지급한다.

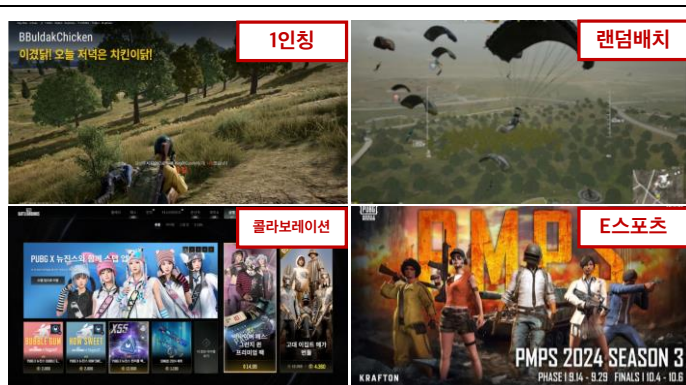
과금 유도를 하지 않는 동사

동사는 **Q 성장에 초점을 맞춘 과금 방식**을 도입했다. 글로벌 경쟁작 Free Fire의 P2W(Pay-to-Win) 방식, SIMS의 DLC(Downloadable Contents) 전략과 대비되는 **F2P(Free-to-Play)와 유료 패키지 전략**이다. P2W는 게임의 승률에 영향을 미치는 캐릭터/아이템을 유료화해 충성유저가 결제할 수밖에 없게 만드는 과금 방식이며, DLC는 게임 내 일부 맵, 퀘스트 등 플레이 환경을 유료화해 MTX를 유도한다.

무료화와 정가제도 영리하게

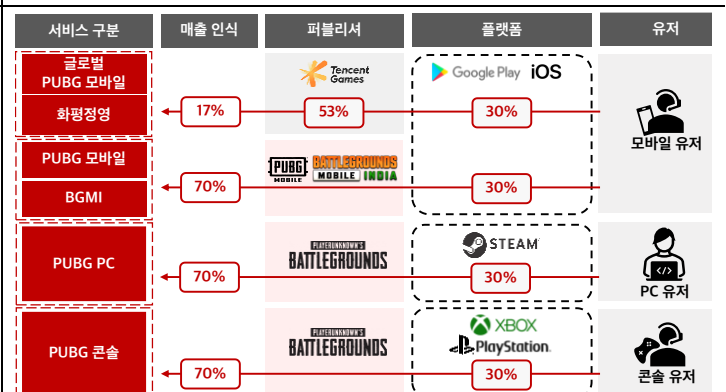
동사는 **PUBG IP를 무료화하고 신작 인조이는 정가제**를 채택했다. PUBG IP는 **우수한 수익모델을 도입해 오히려 매출 성장**을 이뤘다. 각종 콜라보레이션을 통해 승률에 영향을 미치지 않고 캐릭터를 트렌디하게 꾸미고 싶은 니즈를 공략했다. 강제성 없이 영리하게 유저의 마음과 실적을 모두 잡은 것이다. 메가 IP 후보 인조이는 **약 50 달러로 제약 없는 플레이**가 가능하다. 인조이의 시연 영상이 공개되자 심즈와 같은 DLC 과금에 대한 우려가 있었지만, 개발자가 직접 인앱 결제 최소화를 공언했다.

도표 2-1. <PUBG> 화면 개요



출처: SMIC 3팀

도표 2-2. 동사 게임별 매출인식 단계



출처: SMIC 3팀

2.3. 운영과 마케팅

업데이트는 동사는 운영과 마케팅, 양단에서 모두 훌륭한 행보를 이어왔다. 그 중 **맵과 스킨의 업데이트**는 캐릭터의 성능 업그레이드가 없는 배틀로얄 플레이어들에게 **새로운 플레이 환경을 제공해 트래픽과 매출 성장 유인**이 된다. 동사는 그동안 10개의 대형맵을 출시해 게임성을 발전시켰다. 지난해 말 출시한 론도맵은 역대 가장 활동 가능 지역이 넓은 맵으로, 새로운 무기와 맵 맞춤형 이동 수단으로 유저들의 호평을 받았다. 반복적인 배틀로얄 장르에 더해진 플레이 환경의 다양성은 트래픽 증가로 이어졌다.

뉴진스는 동사의 특기할 만한 행보로 **콜라보레이션** 역시 주목받아 마땅하다. 마케팅 전략이자 훌륭한 수익화 전략으로, 동사는 올해 6월 뉴진스와의 콜라보레이션으로 화제성을 모았다. 이 밖에도 모바일 PUBG에서는 맥라렌, 부가티 등 슈퍼카 브랜드와 인게임 이동수단 콜라보레이션을 진행했고, BGMI, 화평정영에서는 지역 유저를 타겟한 연예인, 브랜드와 협업을 진행했다. 이러한 동사의 행보는, 언론의 이목을 집중시켜 **게임의 인지도** 자체를 끌어올리는 한편, **유저들의 팬심과 커스터마이징 욕구**를 자극했다.

신작=기대감 게이머와 투자자를 흥분시키는 **게임산업의 기대감은 '신작'**이다. 동사는 CBT(Closed Beta test)와 OBT(Open Beta Test), 개발자 다이어리 등 다양한 미디어 홍보 후, 게임쇼에서 신작을 공개한다. 특히 독일의 게임스컴과 국내 지스타를 통한 **'라이브 이벤트'**가 하이라이트다. 라이브 시연 중개로 게임성을 직접 보여주어 시장의 평가가 완성되는 것도 이 시점이다. 특히 신작을 기다리는 투자자가 많은 동사의 라이브 이벤트는 그동안 주가의 상승과 하강의 변곡점이 되었다.

2.4. 재무 분석

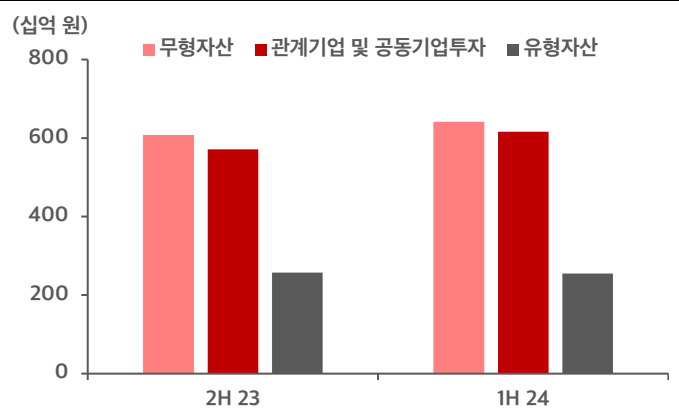
안정적 재무구조 동사는 다수의 신작 프로젝트와 독립 개발사 지분투자를 진행하면서도 건실한 재무구조를 유지했다. 1Q 부채비율은 17.2% 수준으로 전반기 15.9% 대비 소폭 상승했으나 여전히 안정적인 수준이다. 자산 구조는 낮은 유형자산 비중이 특징이다. 동사의 무형자산과 관계기업 및 공동기업투자는 각각 유형자산의 2.5배, 2.4배 수준으로 **게임 IP의 자산 비중이 높고 개발사 지분투자에 집중**하고 있는 게임사 특징을 반영한다. 게임사의 또 다른 특징인 높은 인건비 비율의 개선은 실적 강세의 신호다. 1H 24 인건비 비율은 19.6%로 전반기 24% 대비 감소세를 기록했다. 상반기 대다수 게임사가 인력을 감축한 가운데 **유일하게 직원 수를 늘린 동사**지만, 영업 레버리지 효과 덕에 인건비 비율은 오히려 감소했다.

리스크는 없고 호재는 있다 마지막으로 최근 리스크를 해소하고 호재를 확인해보자. 지난 2월 카카오게임즈가 동사 주식을 대상으로 교환사채를 발행했다. 그러나 이는 주식총수 대비 1.7%에 불과하고, 인수자가 주가 상승에 베팅했다는 해석도 있었다. 여기에 더해 동사는 지난해 자사주 소각 관련 주주환원 정책을 발표했고, 올해 5월에 공시대로 1,200억 원을 소각했다. 이제 본서가 주목하는 주가 상승 동력을 살펴볼 때다.

도표 2-3. 동사의 운영 및 마케팅 행보

연도	PUBG 대형맵 업데이트	
2021	태이고 추가 - 3년만의 대형맵으로 한국을 모티브로 삼은 첫번째 맵	
2022	데스틴 추가 - 미국 텍사를 모티브로 삼고, 늘지대 지형 추가	
2022	비켄디 추가 - 설원과 눈보라를 배경으로 케이블카 이동수단 추가	
2024	론도맵 추가 - 홍콩, 중국 등 중화권을 보티브로, 대나무 무기화	
연도	지역 타겟 콜라보 사례	
2023	화평정영 - 춘절에 맞춰 영화 대화서유와 콜라보레이션을 진행	
2023	BGMI - 발리우드 스타 란비르 싱 외모, 음성, 동작을 구현한 현지화	
2024	BGMI - 발리우드 대작 칼키 2898 AD와 콜라보레이션을 진행	
연도	PUBG PC/모바일 콜라보레이션	
2021	Tesla(차량)	2023 드래곤볼(테마)
2021	BLACKPINK(의상, 테마)	2024 람보르기니(차량)
2022	Spiderman(의상, 테마)	2024 벤틀리(차량)
2022	McLaren(차량)	2024 NewJeans(의상, 테마)

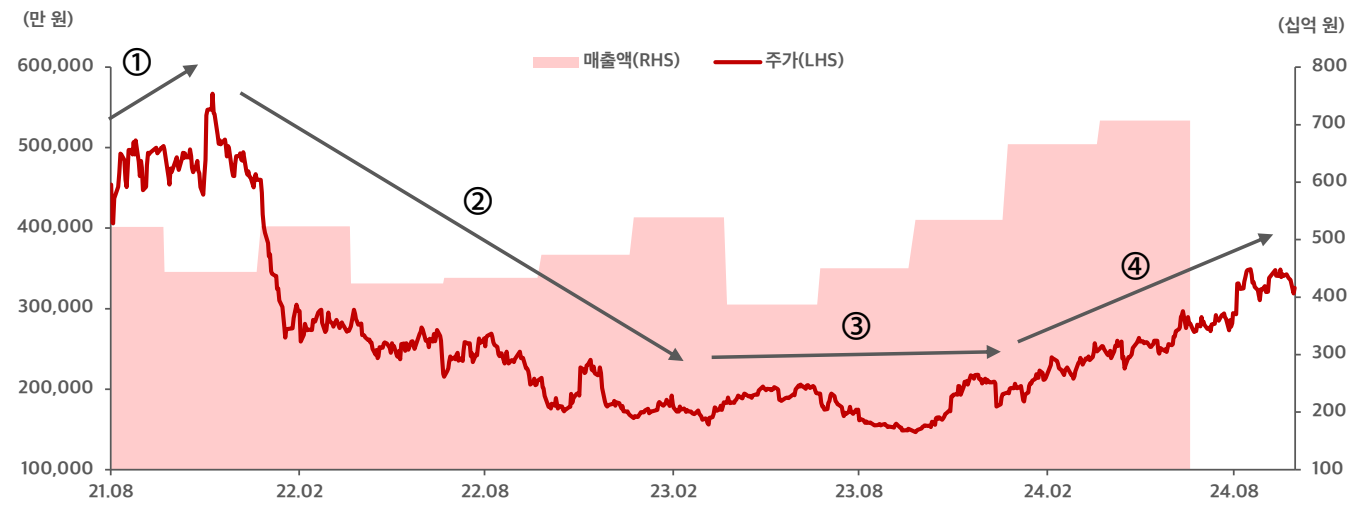
출처: 동사, SMIC 3팀

도표 2-4. 동사 관계기업 및 공동기업투자, 유·무형 자산

출처: DART, SMIC 3팀

2.5. 주가분석

도표 2-5. 동사 주가 및 매출 추이



출처: KRX, DART, SMIC 3팀

Phase ①: 공모가 산정 논란과 짧은 전성기	IPO 당시 공모가 논란이 있었다. 1차 공모가 산정에서 Peer 기업에 디즈니, 워너뮤직 그룹이 포함되어 벨류에이션이 과도했다는 비판이 있었고, 금감원의 중재로 국내 Peer 선정 후에는 할인율을 낮추어 공모가를 높였다는 우려가 일었다. 그러나 동사는 이후 21년 연말까지 전성기를 맞이했다. 20년 연말 실적 OPM 46.3%는 게임사임을 감안해도 눈에 띄는 성과였고, 신작 '배틀그라운드 뉴스테이트' 사전 예약이 한국 게임 역사상 최대인 5,000만 명을 돌파하며 업계의 관심이 집중되었다. 매출·이익 실적과 신작 기대감 드라이버는 주가를 11월 장중가 58만 원선까지 끌어올렸다.
Phase ②: 신작 부진으로 주가 폭락	신작 배틀그라운드 뉴스테이트(21.11 출시)의 부진으로 4Q 21 매출은 정체, 이익은 감소했다. 뉴스테이트는 성적은 기대감에 크게 못 미쳐, 출시 당일 20만명이던 DAU는 3개월만에 2만 9천명 수준으로 급락했다. 전작 PUBG와의 차별화 실패가 원인으로 지목되었다. 여기에 공모가 산정 때부터 제기되었던 고평가 논란에 21년 실적 부진이 합쳐져 주가는 폭락했다. 이후 1Q22부터 4개 분기 동안 매출과 이익이 개선되는 구간도 있었지만, 후속 신작 부진과 인도 시장에 대한 우려로 주가 반등에 실패했다.
BGMI는 규제 또다시 신작 부진	22년 7월 인도 측 대중국 제재의 일환으로 텐센트가 퍼블리싱을 맡은 인도 BGMI의 서비스가 중단되었다. 여기에 시장이 주목하던 또 하나의 신작 칼리스토 프로토콜의 12월 공개 직후 주가는 저점으로 내려앉았다. 칼리스토 프로토콜은 출시 직후부터 최적화 문제로 논란이 되었고, 이후에도 스토리, 액션, 난이도 조절 등에서 문제를 노출하며 게임성이 기대에 미치지 못한다는 평가를 받았다.
Phase ③: 숨고르기 횡보세	23년 3월 주가는 저점을 기록했지만, 주주환원 정책과 1Q 실적으로 주가가 짧게 반등했다. 그러나 23년 연중 주목할 만한 신작 발표 계획이 없어, 주가는 9월까지 횡보했다. 다만 재개된 BGMI의 실적 반영, 중국이 시장 내 모바일, PC 회복세에 힘입어 연말부터 목표가는 향상되었다.
Phase ④: 메인 IP의 반전 +신작 기대감	23년 12월 이후 우상향을 그렸다. PUBG가 장기 집권에 성공하면서 한때 16만 명까지 떨어졌던 PUBG PC 동시 접속자 수는 24년 10월 30만 명까지 꾸준히 증가했다. 여기에 BGMI, 화평정영 글로벌 모바일 시장에서의 성과가 더해져 지난해 4분기 실적부터 3개 분기 매출, 영업이익이 컨센서스를 상회했다. 여기에 신작 인조이에 대한 기대감까지 업고 주가는 상승세를 그리고 있다.

어제까지 동사 주가의 Driver는 ①PUBG의 실적과 ②신작에 대한 기대감이었다.

시장이 다가올 PUBG의 글로벌 확장과 인조이의 성공에 집중하는 이유다.

4분기 연속 어닝 서프라이즈를 기록하며 연일 최고치를 경신하는 동사의 실적. 이 실적의 중심에는 PUBG라는 메가 IP의 힘이 있었다. 이만하면 잘했다고 생각할 법도 하지만 동사는 아직도 새로운 미래를 구상하고 있다. 동사가 그리는 그림이 무엇인지, 다음과 같은 순서로 감상해 보자.

Preview : 동사의 중심이 되는 IP는 일회성으로 소진되지 않는 종류의 것임을 설명한다.

Point ① : 동사가 BGMI를 통해 인도에서 발견할 새로운 기회를 살펴본다.

Point ② : inZOI가 동사의 새로운 메가 IP가 될 가능성이 높은 이유를 알아본다.

3. IP가 VIP - Preview

과거 온라인 게임
트렌드

온라인 게임의 트렌드가 바뀌고 있다. 과거에는 **게임의 수명이 짧고, 매출의 대부분이 출시 초기에 집중된 구조**였다. 게임사들은 흥행 가능성이 높은 신작을 빠르게 찍어내는 것에 집중했고, 운 좋게 터진 히트작이 게임사의 **고유 IP로 자리 잡아 캐시카우** 역할을 해주기를 기대했다. 이런 히트작들은 강력한 IP를 바탕으로 한 수익 창출을 목표로 리메이크나 후속작이 자주 출시됐다.

히트작의 수명이
길어지는 중

출시 후 오랜 시간이 지났음에도 **매출과 동시 접속자 수가 상승**하는 게임이 늘어나고 있다. 이는 경험을 통해 쌓아 올린 노하우에 의한 좋은 게임성이 이미 접해 본 게임에 대한 지루함을 극복할 때 발생한다. 게임사는 캐시카우 노릇을 톡톡히 해주는 **히트작의 인기를 유지**하기 위해 **많은 투자**를 하고, 이것이 게임의 추가적인 성장으로 이어져 새로운 유저를 불러들이는 **선순환 구조**다. 실제로 <카운터스트라이크>나 <리그 오브 레전드> 같은 게임들은 출시 이후 15년이 지났지만, 여러 업데이트와 콘텐츠 추가를 성공적으로 거치며 견조한 실적을 보인다.

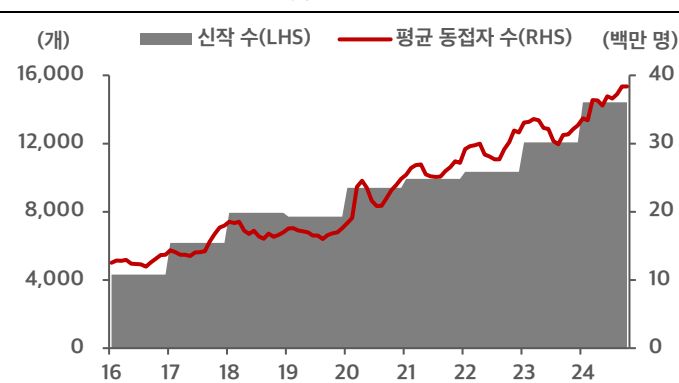
게임 산업 성장
수혜는 메가 IP

이에 따라 자연스럽게 히트작, 또는 **메가 IP의 가치가 높아지고 있다**. 게임 시장의 크기는 PC와 모바일 모두에서 커지고 있지만, 이 수혜가 모두에게 공평하게 돌아오는 것은 아니다. 히트작들이 수명뿐만 아니라 **M/S 또한 키워 나가고** 있기 때문이다. 세계 최대 PC 게임 유통 플랫폼인 Steam의 사용자 수와 신작 수는 꾸준히 증가하는 추세이다. 그러나 소비자의 선택은 갈수록 **인기 많은 게임에 집중**되는 추세이고, 증가한 파이는 히트작의 전유물이 되고 있다.

PUBG IP의 강력함

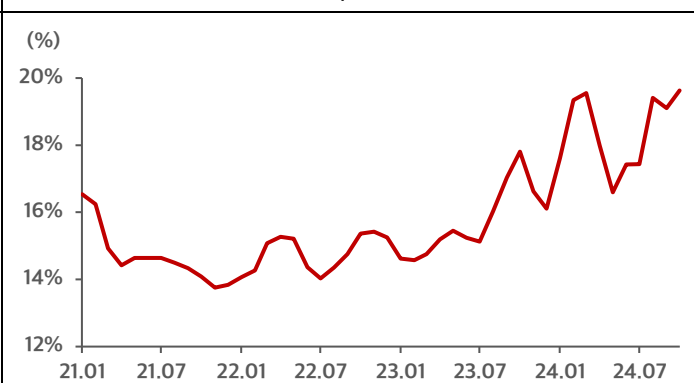
동사의 **PUBG IP**는 강력하다. PUBG PC는 **역사상 가장 많이 팔린 PC 게임**이자, 5번째로 많이 팔린 비디오 게임이다. PUBG PC의 전성기는 일평균 동접자 수가 100만 명을 가뿐히 넘기던 **17년 말에서 18년 초 사이**였다. 그러나 불거진 핵 이슈, 포트나이트 등의 경쟁자 등장, 그리고 콘텐츠 부족으로 사용자 수가 점진적으로 감소했고, 이대로 PUBG PC는 과거의 영광만 남은 채 잊혀 갈 것으로 보였다. 그러나 동사는 **22년 초 단행한 무료화** 이후 늘어난 이용자 수를 공격적인 콘텐츠 추가로 잔류시키며 **제2의 전성기**를 구가하고 있다. 기존 IP의 강력함을 재증명했을 뿐만 아니라, 포화되었다고 여겨진 PC 배틀로얄 시장에서도 성장 여력이 존재함을 증명한 셈이다.

도표 3-1. Steam 신작 수 및 평균 동접자 수 추이



출처: Steam, SMIC 3팀

도표 3-2. Steam 전체 대비 top 20 게임 동접자 수 비중 추이



출처: Steam, SMIC 3팀

4. Road to India, 크래프톤 웨이 - Point ①

동사는 PC 시장에서 역대급 성공을 거둔 PUBG라는 최강의 IP를 모바일로 성공적으로 이식하며 연타석 흥륜을 쳐냈고, 이제 인도 시장이라는 새로운 타석에서 세 번째 흥륜을 칠 준비를 하고 있다. 혹자는 BGMI가 이미 커질 만큼 커졌고, 인도 시장의 낮은 구매력이 동사의 주류를 방해할 수 있다고 말한다. 그러나 BGMI가 인도에서 게임을 넘어 스포츠, 그리고 문화로 자리 잡게 될 과정을 살펴보면, 아직도 인도 시장에서 남은 기회가 무궁무진하다는 것을 알게 될 것이다.

4.1. PC가 낡으시고 모바일이 기르시니

게임 시장
대세는 모바일

게임 시장의 헤게모니는 PC에서 모바일로 옮겨가는 중이다. 세계적으로 스마트폰 침투율이 높아지고, 특히 인도와 동남아 등 개발도상국의 보급률이 폭발적으로 증가하며 모바일 게임 시장의 성장을 견인하고 있다. 또한, 스마트폰의 성능이 상향 평준화되며 이제는 저가형 기기로도 고사양 게임을 즐길 수 있게 됐다. PC 게임과 비교했을 때 진입장벽이 낮고, 짧은 시간 내에 즐길 수 있는 특성과 더불어 모바일 게임은 PC, 콘솔에 비해 압도적으로 큰 시장 규모를 가지게 됐다.

동사 실적의 가장 큰
드라이버: 모바일

동사의 경우도 이 트렌드를 크게 벗어나지 않는다. PUBG의 유명세는 PC 시장에서의 성공 덕분이었지만, 18년 2월 PUBG 모바일이 출시된 이후 대부분의 매출은 모바일에서 발생하고 있다. 출시 직후에는 PC 게임과 크게 차이 나지 않았던 PUBG 모바일은, 이제 아이템이나 미니게임 등 독자적인 콘텐츠를 활용해 성장하고 있다. 즉, 동사는 PC 시장에서의 대성공으로 검증된 메가 IP를 활용해 모바일에서 결실을 보았고, 이는 동사의 핵심 사업 중 하나가 되었다.

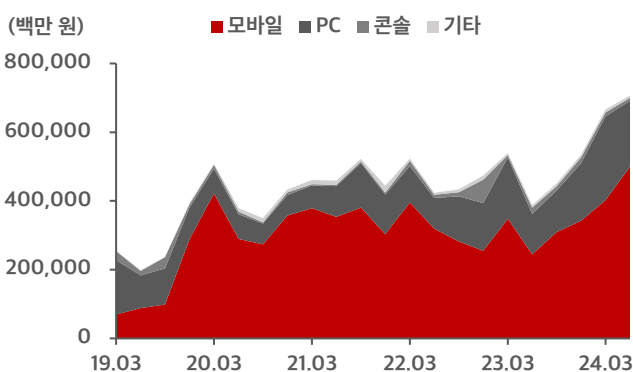
인도 스마트폰 시장
빠른 성장

과거 인도는 낮은 구매력으로 인해 스마트폰으로 인한 매출이 크지 않은 시장이었다. 연평균 수입이 240만 원 정도로 매우 낮은 시장에서 연봉의 절반을 스마트폰에 투자할 사람은 14억 명이라는 시장 규모에도 불구하고 많지 않았다. 그러나 스마트폰 제조사들이 인도 시장을 선점하기 위해 저가형 모델을 앞다퉈 출시하며 스마트폰 인구는 19년 이후 CAGR 44%의 빠른 성장세로 증가하고 있고, 현재는 인도 인구의 절반 가까이가 스마트폰을 보유하고 있다.

인도 시장의 특징:
높은 Q, 낮은 P

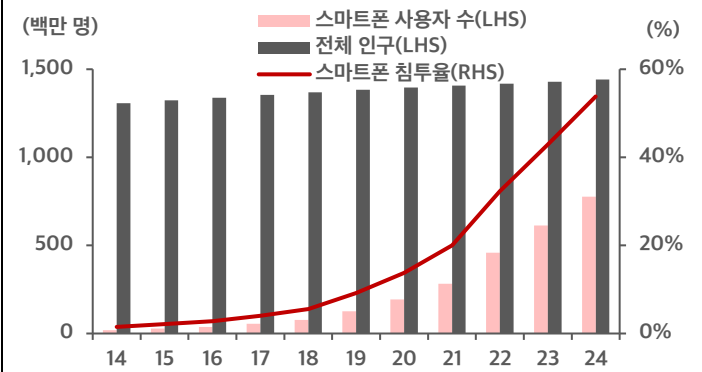
인도 스마트폰 시장을 관통하는 키워드는 '저가'이다. 23년 기준 인도의 스마트폰 평균 판매가는 34만 원 정도로, 샤오미, 삼성, 비보, 오포 등의 저가형 모델을 보유한 회사가 90% 이상의 M/S를 가져가는 형국이다. 이에 더해 인도의 한 달 평균 통신비는 2천 원 정도로, 전 세계에서 가장 싼 수준이다. 이렇게 극단적으로 마진이 낮아지는 이유는 M/S를 늘림으로써 보유할 수 있는 Q가 압도적으로 높기 때문이다. 즉, 인도의 모바일 산업에서 경쟁력은 곧 낮은 P를 의미한다.

도표 4-1. 동사 사업부문별 매출 추이



출처: DART, SMIC 3팀

도표 4-2. 인도 스마트폰 사용자 수와 침투율 추이



출처: Statista, 세계은행, SMIC 3팀

모바일 게임 시장
성장은 필연적

스마트폰 시장의 성장과 함께 인도 모바일 게임 시장의 성장이 이루어지고 있고, 그 성장은 앞으로 계속될 것이다. 23년 기준 인도의 **모바일 게임 인구는 5억 7천만 명**으로, 스마트폰 사용자 중 92%에 육박했다. 이는 인도의 게임 시장의 성장세가 **스마트폰 시장과 동행**한다는 뜻이다. **평균 연령이 30.8세로 젊고**, 인구 구조상 **청년층이 전체 인구에서 차지하는 비중이 더욱 늘어나게 될 것**이라는 점에서, 인도 모바일 게임 인구가 앞으로도 계속 증가할 것임은 분명하다.

고사양 게임 수요 ↑
동사에게 호재

이와 동시에 고사양 게임에 대한 인도 시장의 수요가 늘어나고 있다. 과거 인도에서 인기가 많은 게임은 <캔디크러쉬사가>와 같은 저사양 게임이었으나, 저가형 스마트폰의 성능이 향상되며 점점 **고사양 게임으로 M/S가 이동**하는 추세이다. 고사양 모바일 게임은 액션 게임과 스포츠 게임으로 분류되는데, <Free Fire MAX>와 함께 인도의 액션 게임 시장에서 독점적 지위를 형성한 동사의 **BGMI는 앞으로 발생할 폭발적인 Q의 수혜를 입기 가장 좋은 입지에 놓여 있다.**

4.2. 기회의 땅, 인도

인도 유저
레퍼런스 확보 노력

BGMI는 PUBG 모바일과 근본을 같이하는 게임이다. 앱스토어와 플레이스토어를 통해 게임을 무료로 다운로드 받을 수 있고, 100인의 플레이어가 정해진 맵 안에서 배틀로얄 방식으로 최후의 1인 또는 1개 팀을 가린다는 점, 게임 엔진이나 그래픽까지 동일하다. 현금으로 게임 속 화폐인 UC를 구매해 캐릭터 의상이나 무기 스킨을 구매할 수 있다는 점도 공유하는데, UC의 가치가 18원 정도라는 점까지 같다. BGMI는 **Free-to-Win** 구조의 BM을 영위해 게임 내에서 구매한 의상이나 스킨은 캐릭터의 생김새만 달라지게 할 뿐, **플레이에 실질적으로 영향을 끼치지 않는다.**

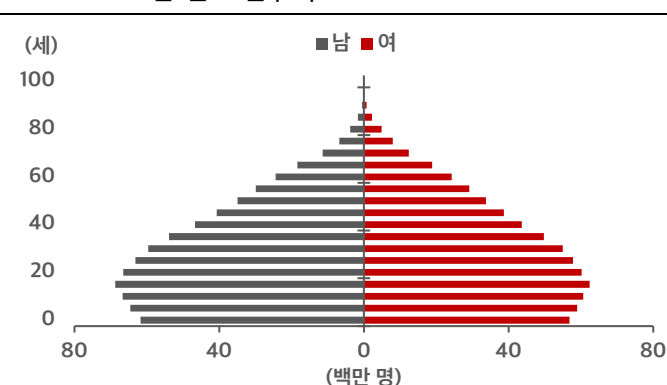
국민 게임은
보이스챗에서부터

BGMI는 이미 전략적으로 인도 시장에 침투해 **누적 다운로드 1억 건, 누적 이용자 1억 8,000만 명**을 돌파한 **국민 게임**이 되었다. 인도는 영토가 넓어 다른 곳에 사는 친구와 직접 만나서 취미를 즐기기 어려운 환경이다. 친구와 함께 모바일 게임을 통해 온라인으로 소통하려고 해도, 플레이 도중 채팅을 보내기 어려운 문제점이 있다. **보이스챗이 지원되는 BGMI는 이 불편함을 완벽하게 해소함으로써 인도 청년층 사이에서 만남의 장과 같은 역할을 하고 있다.**

인도 시장에
딱 맞는 BM

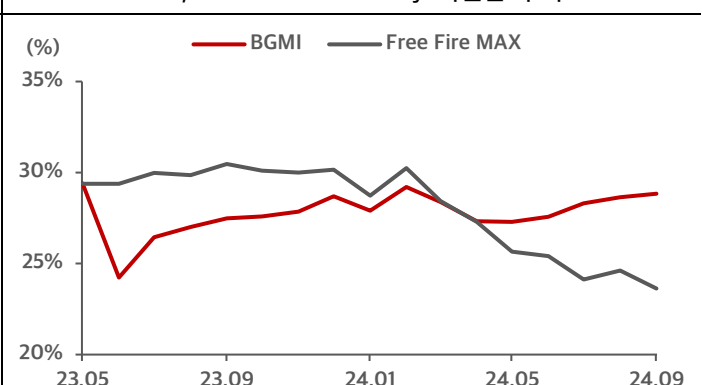
BGMI의 BM은 인도 시장에서 강력해지는 구조다. 상술했다시피 인도 시장의 특징은 높은 Q와 낮은 P인데, 이는 높은 MAU와 **상대적으로 낮은 ARPU를 보이는 모바일 게임 시장**에서도 통용되고, **BGMI의 Free-to-Win 사업 구조가 경쟁력을 가지는 이유**다. 반면, 최대 경쟁자인 <Free Fire MAX>는 과금을 통해 캐릭터나 무기 스킨을 획득하여 자동 HP 회복, 사거리 향상 등의 특수 능력을 누릴 수 있는 **Pay-to-Win** BM을 가진다. 소극적인 소비 성향을 지닌 인도 시장에서 이러한 과금 구조는 지속 가능하지 않고, 이에 따라 BGMI의 상대적 리텐션이 늘어나는 추세다.

도표 4-3. 20년 인도 인구 구조



출처: UN, SMIC 3팀

도표 4-4. BGMI, Free Fire MAX 7-day 리텐션 추이

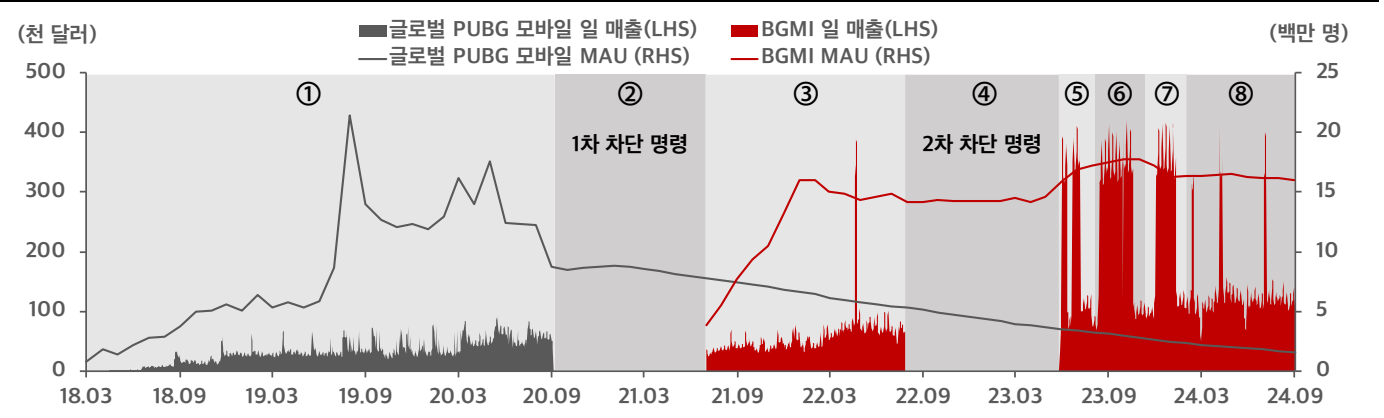


출처: AppMagic, SMIC 3팀

4.3. BGMI가 걸어온 길

지금은 인도 최고의 인기 게임으로 자리매김한 BGMI이지만, 그 과정은 절대 순탄치만은 않았다. BGMI가 개척할 길을 논하기에 앞서, 지금까지 걸어온 길을 아래 도표와 함께 알아보자.

도표 4-5. BGMI, 글로벌 PUBG 모바일의 일 매출 및 MAU 추이



출처: AppMagic, SMIC 3팀

첫 번째 도전과
첫 번째 퇴출

① 동사는 텐센트가 18년 3월에 퍼블리싱한 **글로벌 PUBG 모바일로 인도 시장에 진출했다**. 글로벌 PUBG 모바일은 빠른 속도로 성장했고, 특히 19년 7월 MAU 200만 명을 돌파하며 **첫 번째 전성기**를 맞았다. 그러나 청소년의 게임 중독과 폭력성을 유발하고, 유저의 개인정보가 무단으로 중국에 위치한 서버로 전송된다는 의혹 또한 존재했다. ② 20년 6월 중국과 인도 사이 국경분쟁의 여파로 인도군 20명이 사망한 이후, 20년 9월 **인도 정부는 이에 대한 보복으로 틱톡, 위챗 등 117개의 중국산 앱과 글로벌 PUBG 모바일을 차단하는 결정을 내렸다**.

직접 퍼블리싱한
BGMI로 다시 데뷔

③ 글로벌 PUBG 모바일이 앱스토어와 플레이스토어에서 차단된 이후에도, 이미 게임을 받은 유저들은 계속 게임을 사용할 수 있었다. 지속적인 수요를 확인한 동사는 **직접 퍼블리싱한 BGMI를 통해 인도에 재진출**했고, 이전에 문제가 되었던 데이터 보안 문제는 서버를 인도와 싱가포르에 구축함으로써 해결했다. BGMI는 글로벌 PUBG 모바일이 이미 휩쓸고 지나간 인도 시장에 빠르게 안착했고, 동사 또한 **인도 법인을 통해 사업 확장에 박차를 가했다**. 출시 후 1년 만에 누적 다운로드 수 1억 명을 돌파한 BGMI의 미래는 이때까지만 해도 밝기만 한 것처럼 보였다.

두 번째 시련
강해져서 돌아오다

④ 22년 7월, 인도 정부는 돌연 **현지 앱 마켓에 BGMI에 대한 차단 명령**을 내렸다. 구체적인 사유는 공개되지 않았으나, **텐센트와의 관계에 따른 개인정보 침해 의혹** 때문으로 알려져 있다. 퇴출 이후 동사는 현지 스타트업에 대한 투자를 지속적으로 이어 나가고, 싱가포르에 있던 서버를 다시 말레이시아로 이동시키는 등 인도 시장에 대한 진심을 피력하기 위해 노력했다. ⑤ 당국과의 협상 끝에 BGMI는 **10개월 만인 23년 5월에 서비스를 재개**했고, 바로 역대급 매출을 기록함과 동시에 차단 이전과 비교해 **10% 증가한 MAU를 보여주며 화려하게 복귀**했다.

감 잡은 동사
실적으로 증명

BGMI 재개 이후 동사는 공격적인 **이벤트와 콜라보**를 통해 좋은 실적을 보이는 중이다. ⑥ 동사는 23년 8월 업데이트를 통해 인도 전통 의상을 게임 내에서 구매할 수 있는 **독립기념일 이벤트**와 드래곤볼 슈퍼에 등장하는 캐릭터로 직접 플레이할 수 있는 **콜라보**를 공개했다. 23년 10월 진행된 **인도 최대 규모의 e스포츠 대회인 BGIS 결승전**과의 시너지로 BGMI는 동 기간 동안 300억 원의 판매액을 기록했다. ⑦ BGMI는 23년 12월 **발리우드 최고의 인기 배우인 Ranveer Singh와의 콜라보**를 진행했고, 이 역시 흥행하며 200억 원의 매출을 발생시켰다.

24년의 정체
규제 리스크

⑧ 24년 들어 BGMI는 출시 3주년 이벤트와 람보르기니 콜라보를 통해 **최고의 실적**을 이어가고 있다. 그러나 규제에 대한 불안으로 **이용자 확장성은 억제**되고 있는 상황이다. 24년 3월에는 정부에서 세 번째 차단을 검토하고 있다는 소식이 여러 현지 매체를 통해 보도되자, 매출마저 일시적으로 감소했다. 결국 BGMI의 운명은 **인도 규제 당국에 의해 좌지우지**되는 상황이다.

4.4. BGMI가 걸어갈 길

동사가 쌓아가는
현지 레퍼런스

23년 5월 두 번째 차단이 해제된 이후로 동사는 **현지 레퍼런스**를 쌓기 위해 부단한 노력을 기울였다. 23년 10월, 동사는 대한민국-인도 수교 50주년을 기념해 한국 PUBG 모바일 선수들과 인도 BGMI 선수들이 경쟁할 수 있는 **친선전을 개최**했다. 또한, 인도 게임 스타트업을 발굴하고 지원할 목적의 **인큐베이터를 설립**했고, 세 번째 차단에 대한 보도가 나온 이후인 24년 7월에는 **향후 3년간 인도 시장에 2,000억 원을 투자**하기로 했다. 동사가 인도의 게임 생태계를 이끌어가고 있는 상황에서, 인도 규제 당국의 칼날이 동사를 향할 가능성은 거의 없다.

Case Study:
Liên Quân Mobile

규제 리스크가 해소된 동사는 비로소 인도 시장에서 날개를 펴고 날아갈 것이다. 이를 논증하기 위해 동사의 BGMI와 상황적으로 동일한, **베트남의 <Liên Quân Mobile>**(이하 RoV)을 살펴볼도록 하자. RoV는 텐센트가 개발하고 Level Infinite, Garena가 퍼블리싱하는 AOS 게임으로, 중국에서 <Honor of Kings>, 이외 나라에서 <Arena of Valor>라는 이름으로 알려져 있다.

- ① 강력한 IP
- ② 국민 게임
- ③ Free-to-Win
- ④ 매크로
- ⑤ Q ↑, P ↓

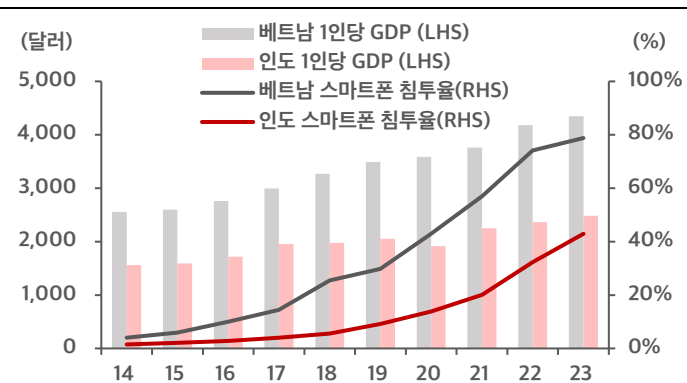
먼저 RoV와 BGMI는 각각 리그 오브 레전드, PUBG라는 **강력한 IP를 바탕으로 만들어진 모바일 게임이라는 공통점**이 있다. 두 게임 모두 이를 바탕으로 빠르게 각 나라의 모바일 게임 시장을 장악했고, 현재는 **국민 게임**의 위치에 이르게 되었다. BM 또한 비슷한데, 대부분의 매출이 게임 플레이에 영향을 끼치지 못하는 캐릭터 스킨 판매를 통해 발생하는 **Free-to-Win 구조**이다.

두 게임이 처한 **매크로적인 상황** 또한 비교할 수 있다. 인도의 **1인당 GDP**는 2,400 달러 정도로, **베트남의 10년 전 수치와 비슷**하다. 또한, 43%인 인도의 스마트폰 보급률은 5년 전 수치와 비슷하다. 추가적으로, **베트남 시장도 개발도상국 특유의 높은 Q와 낮은 P**라는 특성을 인도와 공유한다. 따라서, 5-10년 후 인도의 모습을 현재의 베트남에서 엿볼 수 있을 것이다.

5년 전 RoV로
동사를 예측하자

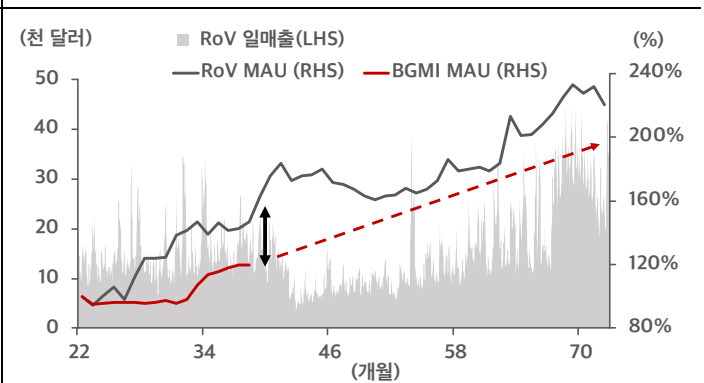
공교롭게도 RoV는 BGMI가 인도에 상륙하기 5년 전인 **16년 10월 베트남에서 출시**됐다. 두 게임의 출시 이후 행보를 비교해 보면, 베트남 1위 게임으로 자리 잡고도 성장을 지속한 RoV의 과거와는 다르게, BGMI의 현재는 규제 리스크로 인한 불안으로 억눌려 있음을 확인할 수 있다. P에 대한 상방이 닫힌 베트남 시장 속에서 **끊임없는 변신을 통해 Q의 성장을 끌어낸 RoV처럼, 리스크가 해소된 BGMI는 인도 시장에서 폭발적으로 늘어날 Q의 수혜를 온전히 받을** 예정이다.

도표 4-6. 인도와 베트남 1인당 GDP 및 스마트폰 침투율 추이



출처: World Bank, Statista, SMIC 3팀

도표 4-7. 출시 후 BGMI MAU 및 RoV 일매출과 MAU 추이

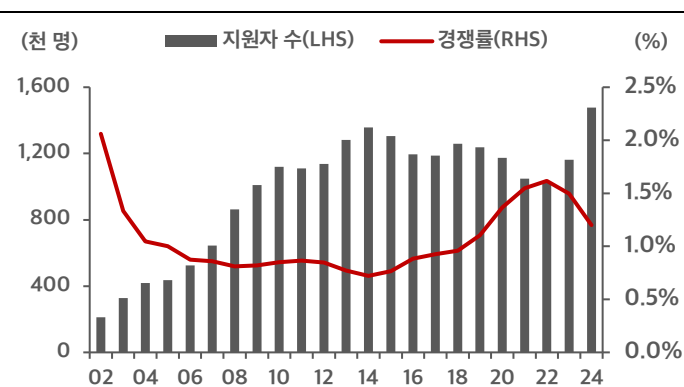


출처: AppMagic, SMIC 3팀

4.5. 게임에서 스포츠로, 스포츠에서 문화로

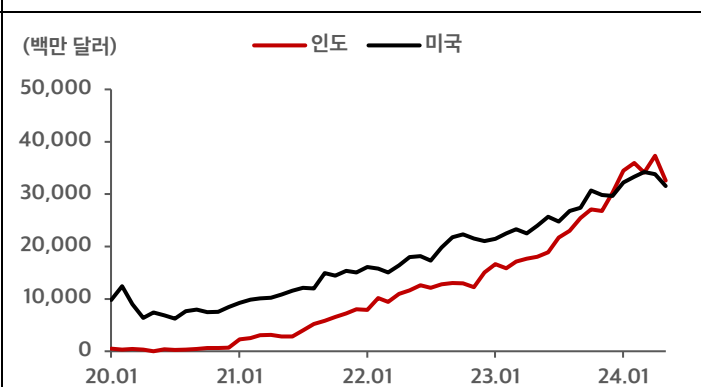
인도에서 떠오르는 e스포츠	동사는 인도에서 국민 게임의 위치로 등극했지만, 여기서 멈추지 않고 e스포츠라는 새로운 시장을 개척 하고 있다. 원래 인도 스포츠 시장은 압도적인 인기를 자랑하는 크리켓과 국기인 카바디가 대부분을 차지하고, 축구와 배드민턴, 필드하키가 나머지를 나눠 갖는 구조였다. 그러나 지난 몇 년간 e스포츠는 크리켓과 카바디 다음으로 인도에서 가장 인기 많은 스포츠로 성장했다.
인도 e스포츠 모바일 기반	다른 나라와 구별되는 인도 e스포츠만의 특징은 모바일 기반 이라는 점이다. 인도의 PC 침투율은 모바일 침투율보다 현저히 낮다. 따라서 BGMI처럼 PC 게임이 원작인 경우에도 대부분의 시청자는 모바일 버전을 더 친숙하게 느끼고, PC 버전을 플레이해 본 경험조차 없는 경우도 많다. 즉, 인도 e스포츠의 성장세는 스마트폰의 대중화와 모바일 게임의 발전 을 등에 업고 발생한 것이다.
폭발적인 인기의 BGMI 대회	BGMI는 인도의 e스포츠 시장에서도 압도적인 인기를 자랑한다. 동사가 매년 공식적으로 주최하는 BGMI 대회는 프로 선수들로 구성된 팀만 참가할 수 있는 BMPS 와 누구나 온라인 예선에 참가할 수 있는 BGIS 가 있다. 두 대회 모두 총상금 3억 원, 1등 팀에게는 1억 원 가량의 상금을 지급하는데, 이는 인도의 소득 수준을 고려했을 때 엄청난 금액 이다. 특히 BGIS 결승전은 인도 e스포츠 최대 행사로, 21년 대회는 인도 e스포츠 역사상 최초로 TV 생중계 되며 동시 시청자 수 2,400만 명, 전체 시청자 수 2억 명 을 끌어모으는 압도적인 성과를 기록했다.
현실성 + 자유도 = 좋은 e스포츠 종목	BGMI가 e스포츠로서 성공할 수 있었던 것은 게임 내 현실성과 자유도의 적절한 조화 로 인한 보는 재미 덕분이다. 실제 총기류, 반동, 탄 낙차가 게임 속에서 고증되었다는 점은 게임성에 현실감을 불어넣어 주고, 선수들이 넓은 맵을 돌아다니며 생기는 돌발상황은 콘텐츠에 자유의 날개를 달아준다. BGMI를 한 번도 플레이해보지 않은 사람도 e스포츠 경기를 시청하는 데 지장이 없고, 이는 e스포츠 종목으로서의 확장력 이 뛰어남을 의미한다. 즉, e스포츠 종목으로서 BGMI의 성장은 PUBG PC가 스트리밍 방송에서의 인기를 통해 빠르게 성장 한 과정과 일맥상통한다.
인도에서 만연한 한탕주의	프로 선수를 준비하는 인도 유저도 늘어나고 있다. 아직도 인도에 존재하는 카스트 제도의 잔재 로 많은 인도인은 어떤 집안에서 태어났는지에 따라 인생의 대부분이 결정된다. 인도 IIT 입시에서는 매년 150만 명의 수험생이 1만여 자리를 놓고 다툰다, 동시에, 생활비를 들고 옵션 시장에서 도박과 다름없는 트레이딩을 하는 개인 투자자의 증가로 최근 인도 옵션 거래량은 무려 미국을 추월 했다. 명문대에 입학해 고연봉의 직장에 취직하거나, 단 한 번의 운 좋은 거래로 대박이 터져 부자가 되는 것 이외에는, 정해진 삶에서 벗어날 방법이 없기 때문이다.

. 도표 4-8. IIT-JEE 지원자 수 및 경쟁률 추이



출처: JEE, SMIC 3팀

. 도표 4-9. 인도와 미국의 월별 옵션 거래액 추이



출처: Bank of America Global Research, SMIC 3팀

인도에서 e스포츠는 좋은 커리어 옵션

이러한 상황에서 e스포츠 선수는 매력적인 선택지다. 큰 노력과 비용이 필요한 IIT 입시나 투자금을 모두 잃을 수 있는 위험이 있는 옵션거래와 달리, BGMI는 별다른 투입 없이 스마트폰 한 대만 있으면 시작할 수 있다. 반면 프로게이머로서 성공했을 때 보상은 어마어마한 편이다. 일반적으로 BMPS에 출전할 정도의 탑급 프로팀에서 활동하는 선수는 보통 5-8,000만 원 사이의 연봉을 받고, 대회 상금이나 스트리밍 방송으로 인한 추가 수익의 가능성도 열려 있다.

치열한 프로 경쟁 동사에게는 선순환

BGMI에서 프로 수준의 경쟁이 점점 치열해지고 있다. BGIS 2023은 40만 명의 유저가 선수로 등록했는데, 프로에게 합숙 과외까지 받으며 준비하는 비선수 팀도 다수였다. 험난한 경쟁을 뚫고 23년 결승전에 진출한 16팀 중 24년 결승전에 다시 진출한 팀은 단 하나밖에 되지 않을 정도로 현재 BGMI의 프로 생태계는 역동적인 상황이다. e스포츠를 통해 생성되는 콘텐츠는 치열한 경쟁 속에서 더욱 다채로워지고, 이는 외부로부터의 관심을 불러와 더욱 수준 높은 경쟁의 장을 촉진할 것이다. 더 많은 콘텐츠로 다시 이어지는 선순환 속에서, 동사의 입지는 더욱 견고해진다.

BGMI e스포츠 순조롭게 성장 중

현재 인도 시장은 이 순환의 태동기에 있다. 24년 현재까지 인도 전역에서 열린 BGMI 관련 e스포츠 대회는 36개인데, 동사가 주최한 대회는 전술한 BMPS, BGIS와 예선전을 포함한 5개 대회 뿐이다. 나머지 31개 대회는 NODWIN Gaming, ESL 등 타 엔터사들이 자체적으로 주최한 것이다. 이는 동사가 조성한 생태계가 인도 내에서 유기적으로 성장한다는 증거다.

Free Fire는 완전히 다른 모습

이러한 현상은 BGMI의 최대 경쟁자인 Free Fire의 상황과 판이하다. 동 기간 전 세계에서 24개의 Free Fire 관련 e스포츠 대회가 열렸는데, 이 중 타사가 주최한 대회는 16개뿐이다. 전체 대회의 상금에 대한 기여도 또한 동사는 35%에 불과하지만, Free Fire의 개발사인 Garena는 85%로, e스포츠 생태계 내 상금의 대부분을 자체 조달했다. 이는 인도 시장을 놓고 동사와 경쟁하는 Free Fire가 BGMI만큼 e스포츠 시장에서 큰 성공을 맞보지 못하고 있다는 뜻이다.

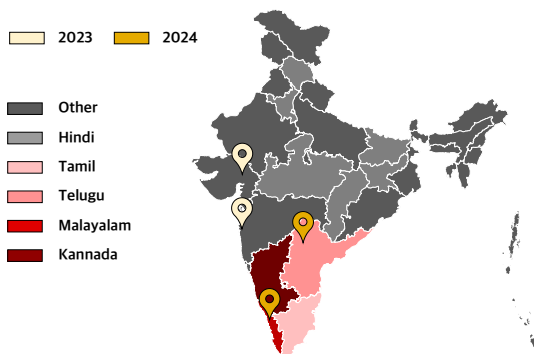
e스포츠를 발판으로 인도 남부 확장

동사는 e스포츠를 인도 내 다른 지역으로 진출하기 위한 발판으로도 삼고 있다. 동사는 팬데믹 기간 비대면으로 진행되었던 BGMI e스포츠 대회를 23년 처음으로 현장에서 개최하면서 BGIS를 서부의 뭄바이, BMPS를 중북부의 아마다바드에서 진행해 긍정적인 반응을 끌어냈다. BGMI는 인도 남부보다 북부에서 인기가 많은 편인데, 동사는 24년에는 BGIS를 하이데라바드, BMPS를 고치에서 개최하며 남부 지역의 유저층 확장을 위한 기틀을 마련했다.

남부 언어 추가 소득: 남부 > 북부

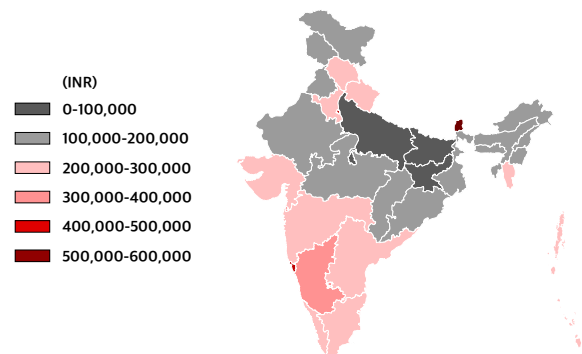
e스포츠 확대와 더불어 동사는 보이스챗에 Malayalam, Telugu, Tamil, Kannada 등 인도 남부에서 주로 사용되는 언어를 추가하며 남부 시장을 지속적으로 공략하고 있다. 인도 남부의 소득이 북부보다 높은 만큼, 동사의 노력은 P와 Q 모두에서 긍정적인 변화를 불러올 것으로 기대된다.

도표 4-10. 인도 지역별 사용 언어와 BGMI 대회 개최지



출처: Census of India 2011, 동사 IR, SMIC 3팀

도표 4-11. 인도 지역별 평균 소득 수준



출처: Census of India 2011, SMIC 3팀

5. Time to inZOI - Point ②

Point ①에서는 동사의 첫 메가 IP인 PUBG가 단순한 캐시카우를 넘어서 지속적인 매출 성장이 가능함을 논증하였다. Point ②에서는 동사는 단일 IP 우려를 해소하며, 주가를 누르던 보이지 않는 천장을 깰 것이라 주장한다. 본서에서는 Next Level을 책임질 게임으로 <inZOI>를 조명한다.

5.1. 모니터 속 또 다른 나, inZOI

인조이를 통해
살아보는 조이의 삶

기업 가치의 퀀텀 점프를 위해 필요한 두 번째 Mega IP, 그 중심엔 내년 초 얼리 액세스가 계획된 inZOI(이하 인조이)가 있다. 인조이는 라이프 시뮬레이션 장르 게임으로, 샌드박스라 일컫는 게임 스타일을 가지고 있다. 샌드박스라 승리나 미션을 완수하는 게임들과는 달리 플레이어에게 높은 자유도가 부여되는 게임을 뜻한다. 인조이에서는 자유롭게 조이(ZOI)라 불리는 캐릭터를 커스터마이징, 조작하며 조이의 인생을 시뮬레이션할 수 있다. 게임 과정에서 조이가 사는 환경부터 성격까지 모든 것을 유저가 결정하며, 각 요소의 디테일함이 게임의 성패를 가르는 요소이다.

인조이, 실사화의
정점을 찍다

인조이의 그래픽은 불쾌한 골짜기를 가뿐히 뛰어넘었다. 라이프 시뮬레이션의 디테일함은 그래픽에서부터 비롯된다. 인게임에서 사실대로 살아가기 위해서는 비주얼 퀄리티가 핵심이다. 3D 그래픽에서 가장 뛰어난 언리얼 엔진 5를 사용해 골격부터 얼굴의 모든 부분을 자유자재로 조정해 유저의 ZOI를 흡사 사람처럼 구현할 수 있다. 표정부터 그림자까지 모든 부분이 전혀 이질감이 없다. 또한, 마치 조이가 실제 도시를 누비는 듯 도시 환경과 건축물까지 완벽히 실사화되었다.

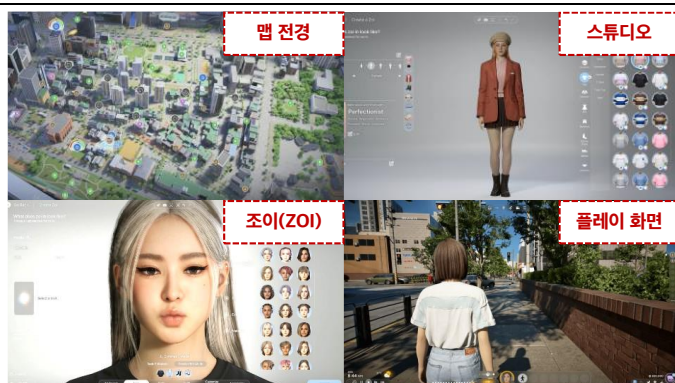
동사의 새로운
대어(大魚)로 주목

인조이는 동사의 야심작이다. 22년 이후 새로운 성장을 이끌 신작의 부재는 오랫동안 동사의 발목을 잡아 왔다. 인조이는 신작에 목말랐던 동사가 가장 애지중지 키운 작품인 것이다. 동사가 운영 중이거나 개발하는 수십 개의 게임 중 개발자 수가 100명이 넘는 게임은 'PUBG', '다크앤다커 모바일', 그리고 '인조이' 뿐이다. 그만큼 인조이는 동사의 미래 먹거리라는 희망으로 큰 투자를 받고 있다. 기대감을 한껏 안은 인조이의 가치는 출시 전 프리시즌부터 증명되기 시작한다.

게이머를 사로잡은
최고의 기대작

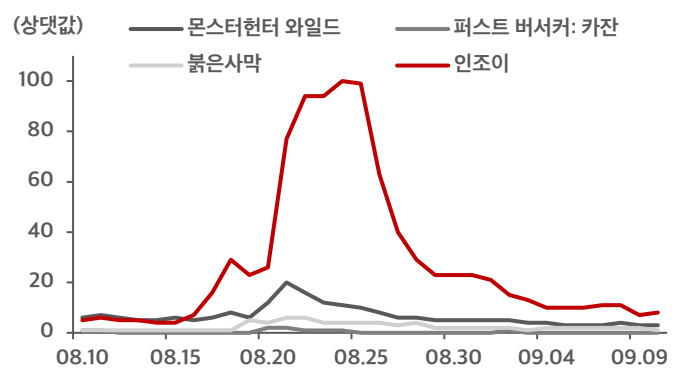
게임스컴 2024의 최대 수혜 게임은 인조이다. 인조이는 Most Entertaining Award 수상 후보 자격으로 행사에 참여했다. 아쉽게 수상에는 실패했지만, 부스 대기 시간 5시간을 기록하는 등 현장에서 글로벌 게임에 준하는 주목을 받았다. 이런 관심은 데이터로 보여진다. 인조이를 제치고 상을 수상한 '몬스터 헌터 와일드'를 비롯해 한국의 기대작들로 꼽힌 넥슨의 '퍼스트 버서커: 카잔', 펠어비스의 '붉은 사막'보다 압도적으로 높은 Google Trend 지표를 보여주었다. 유저들의 관심도 지속적으로 이어졌다. 게임스컴이 종료된 후 대부분의 게임 검색 빈도는 다시 행사 이전 수준으로 회귀했지만, 인조이는 행사 후에도 이전 대비 2~3배 높은 검색 빈도를 보이는 중이다.

도표 5-1. <inZOI> 화면 개요



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 5-2. 게임스컴 2024 주요 작품 검색 추이



출처: Google Trends, SMIC 3팀

5.2. 철용성을 부של 시간

라이프 시뮬레이션
절대 강자: <심즈>

인조이가 속한 라이프 시뮬레이션 장르에는 <심즈>라는 **절대 강자**가 존재한다. 04년 출시되어 다음 해 2월까지 1,600만 장이 판매되며 라이프 시뮬레이션 장르를 개척함과 동시에 신드롬을 불러일으켰다. 젊은 남성층에 집중되었던 비디오게임의 팬층을 **여성**과 **라이트 게이머**로 확장시킨 게임이라는 평을 받았고, 14년 출시된 <심즈 4>가 여전히 타이틀 홀더로 군림하고 있다. 출시된 지 어언 20년이 지난 심즈는 꾸준히 글로벌 게임 매출 십 위권에 이름을 올리며 장수 게임의 건재를 보여준다. **글로벌 라이프 시뮬레이션 게임 4개 중 심즈의 점유율은 93%**에 달한다.

심즈의 철용성에
금이 가다

평생 무너지지 않을 것 같았던 심즈의 해자에 드디어 틈이 보인다. 게임 비평 사이트 Metacritics에서 <심즈 4>의 **전문 비평가 평점(METASCORE)은 70점**, 유저들에게는 평균적으로 **‘Generally Unfavorable’**이라는 평을 받았다. 과거<심즈 1~3>가 모두 METASCORE 80점 후반대, 유저들에게는 ‘Generally Favorable’이라는 평을 받았던 것과 사뭇 비교되게 **혹평을 받는 중이다**. **트래픽** 역시 22년 10월 부분 유료화 전환 이후 **계속 정체하는 중**이며, 성장성은 찾을 수 없다.

심즈가 아닌 돈즈
피말리는 과금 구조

상술한 심즈의 균열은 고급화되어가는 **과금구조에서 기인한 유저 피로도 증가**에서 나타난다. 10년 동안 <심즈 4>에 출시된 DLC는 **83개**에 달한다. 2~3달에 한 번 꼴로 출시되는 44,000원의 DLC는 유저들에게 분명히 부담으로 다가온다. EA는 현재 노후화된 게임의 본질적 개선보다 DLC를 **고급화시켜 판매하는 것에만 치중**하고 있다. <심즈 4>가 F2P로 전환되었음에도, 현실적으로 게임을 플레이하기 위해서는 **약 100만 원 정도의 DLC**를 구매해야 하는 것으로 알려진다.

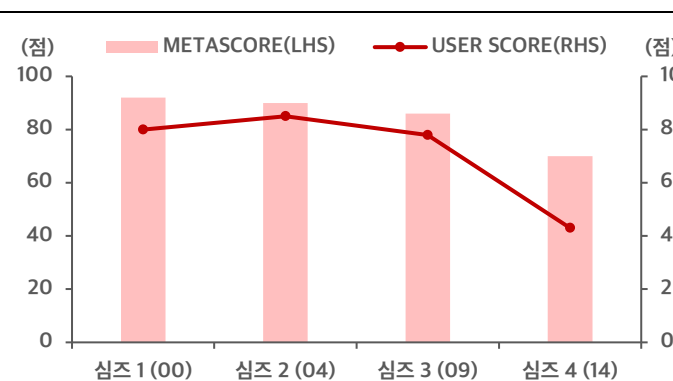
인조이, 지금이
기회다.

이에 더해 EA는 심즈 유저들의 니즈를 전혀 간파하지 못하고 있다. <심즈 3>에서 극찬을 받았던 요소 중 하나는 로딩 없이 모든 세계를 돌아다닐 수 있는 **오픈 월드 기능**이었다. 인조이 역시 이 오픈 월드를 벤치마킹해 구현하였다. 혁신적인 기능으로 평가받은 **오픈 월드가 정작 <심즈 4>에서는 사라지는 등** 심즈 시리즈가 발매될수록 유저들에게 불만을 사며 오히려 **퇴행하는 모습**을 보인다. 오죽하면 <심즈 4>가 <심즈 1>보다 **콘텐츠가 적다**는 피드백이 들려올 정도이다.

‘심즈의 귀환’은
나오지 않는다

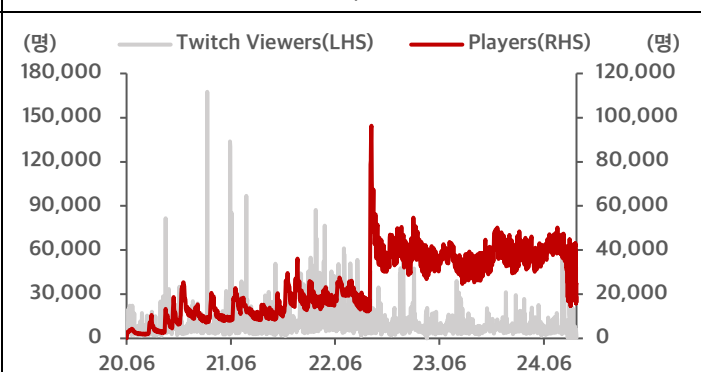
심즈 유저들은 떠날 준비를 마쳤다. 유저들은 <심즈 4>의 문제점들이 <심즈 5>에서 개선될 것이라 기대해왔다. 하지만 올 9월 EA는 <심즈 5>를 발매할 계획은 **없으며**, 대신 F2P, 멀티플레이어 기반의 프로젝트 ‘르네’를 준비 중이라 말했다. ARPPU를 **조금 낮추더라도** **작은 소액 결제를 유도하려는 전략**으로, 심즈에는 **계속해 DLC만을 출시할 것**이라 밝혔다. EA는 심즈 유저들에게 끝까지 DLC를 판매하면서 돈을 쥐어짜려는 것이다. 이와 함께 아직까지 심즈를 플레이하는 유저들에게 그들이 사랑했던 **다양한 콘텐츠의 싱글플레이게임 ‘심즈’는 없을 것**이라 단언하였다.

도표 5-3. The Sims 1~4 평점



출처: Metacritic, SMIC 3팀

도표 5-4. <The Sims 4> 트래픽, 트위치 시청자 수 추이



출처: SteamDB, SMIC 3팀

인조이, 성벽을
부술 공성무기

인조이, 심즈의 TAM으로 진입할 시간이다. 심즈 트래픽이 정체되었다는 것은 **유저들이 속된 말로 고였다는 것**을 의미한다. 이들이 심즈에 오래 머무는 이유는 라이프 시뮬레이션 장르에서 오랫동안 독점한 **심즈를 대체할만한 게임이 없었기 때문이다**. 그동안 몇몇 라이프 시뮬레이션 게임이 심즈의 아성에 덤비며 시장에 진입했지만, 철옹성에 막혀 쓰러지고 말았다. 하지만, 상술하였듯 심즈는 가장 어두운 암흑기를 맞이하는 중이고, 지금이 동사에게는 **시장 침투의 적기**이다.

심즈의 아성에
도전한 세 게임

인조이의 라이브 시뮬레이션 침투를 향한 **독주**가 시작되었다. 최근 **인조이의 경쟁작**으로 주목받았던 작품으로는 <심즈 2> 제작사 Paradox의 <Life By You>와 카툰풍의 인디게임 <Paralives>를 들 수 있다. <Life By You>의 경우, 심즈 시리즈의 영광을 이끌었던 Paradox가 제작해 큰 기대를 모으며 심즈의 큰 대항마로 주목받았고, 23년 9월 얼리 액세스 출시를 예정하였다. 하지만, 출시를 무기한 연기한 끝에 **24년 6월 개발 실패를 선언**, 개발 중이던 스튜디오가 폐쇄되었다.

인조이, 인기 지표로
확인된 선두주자

인조이의 인기 지표가 <Paralives>를 넘어선다. 현재 Steam 위시리스트 Top 50 중 시뮬레이션 장르는 위 두 게임만이 위치한다. Steam 위시리스트는 출시 예정 작품의 프로모션 등의 알림을 받을 수 있는 기능이다. **위시리스트로 단순한 팔로워 지표보다도 적극적으로 구매 의사를 표시하는 유저층을 조사할 수 있다**. 10월 11일 기준 Steam 위시리스트 순위에서 인조이는 12위, <Paralives>는 15위를 기록하며 **잠재적인 고객 수요에서 인조이가 앞섭**을 확인할 수 있다. 또한, 인조이의 팔로워는 12만 명대로 **Steam 출시를 앞둔 한국 게임 중 출시 전 가장 높은 수치**이다.

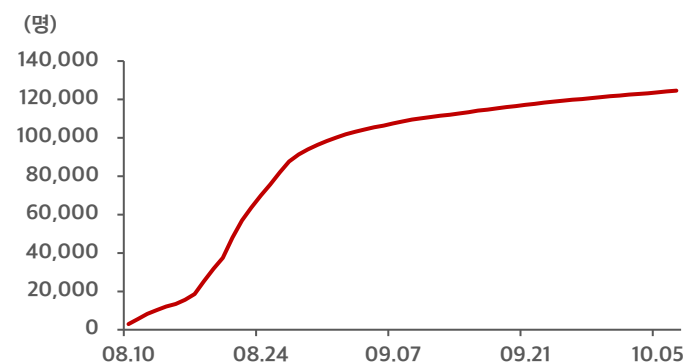
인디게임은 견줄 수
없는 대형작의 위엄

<Paralives>는 라이프 시뮬레이션이라는 장르에서 성공하기 어렵다. <Paralives>는 개발진이 10명 내외인 **인디게임**이다. 인디게임의 특성상, **출시가 연기될 여지**가 높다. 실제로 19년 6월 게임이 처음 공개되었지만, 5년이 넘게 흐른 지금까지 공식 출시일은 발표되지 않은 상태이다. 또한, 라이프 시뮬레이션은 장르 특성상 **세부적인 디테일들이 특히 강조될 수밖에 없다**. 이런 작업의 경우, 절대적으로 **많은 시간과 인력이 투입될수록 퀄리티가 증가**한다. 개발진 규모가 10배가 넘는 **인조이가 <Paralives>보다 우위인 이유**이다. 인조이는 심즈의 성벽을 부술 유일한 게임이다.

보다 다양하게
TAM을 확장하다

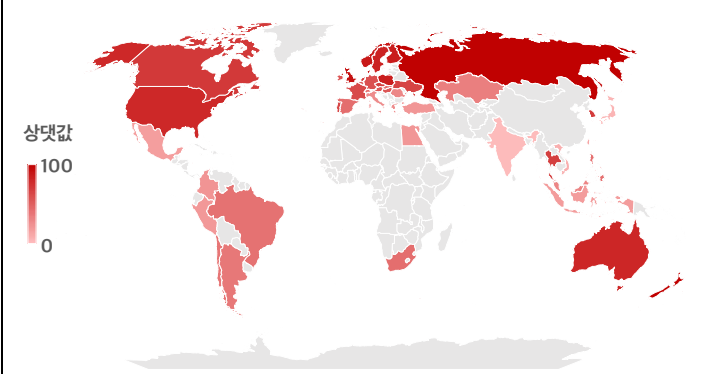
심지어 인조이의 TAM은 심즈보다 넓다. 심즈의 주요 타겟은 서구권이다. 따라서 신발을 신고 집에 들어가는 등 **아시아권 유저들을 위한 디테일이 부족한 면**이 있다. 인조이도 서구권 시장 공략을 최우선 목표로 삼는다. 여기서 한발 더 나아가 서구권 유저들뿐만 아니라, **심즈의 침투율이 낮은 동양 유저들에게까지 접근해 TAM을 확장**시킨다. 국내에서 제작한 만큼, 아시아권 유저들을 위한 디테일도 잘 구성되어 있는 것이다. 한국과 미국을 배경으로 한 두 월드를 공개하며, 장기적으로는 지역 편중 없는 **글로벌 라이프 시뮬레이션 게임**이 될 가능성을 엿볼 수 있다.

도표 5-5. 인조이 팔로워 수



출처: SteamDB, SMIC 3팀

도표 5-6. <Sims> 지역별 관심도



출처: Google Trends, SMIC 3팀

그런데 왜?
심즈에 열광합니까?

지피지기면 백전백승, 인조이가 심즈를 무너뜨릴 수 있을까? 우선 심즈를 분석해 보자. 라이프 시뮬레이션 시장으로 침투하는 인조이의 경쟁자가 없다고 하더라도, 절대 왕좌 심즈를 무너뜨리지 못하면 말짱 도루묵이다. 그렇다면 **유저들은 왜 심즈에 열광하는 것일까?** 심즈의 시니어 프로듀서 그랜트 로디크는 심즈 플레이어들을 **‘① 광기를 즐기는 사람, ② 스토리 작가, ③ 건축가형, ④ 커스터마이저’ 4가지 유형으로 분류**다. 이들은 다시 **행동의 자유도(①, ②)와 디자인(③, ④)으로 세분화**할 수 있다. 인조이는 과연 심즈 유저들의 두 니즈를 충족시킬지 살펴보도록 하자.

말하는 대로 이루어진다

인조이에서는 무한한 스토리라인으로부터 자유도를 부여받는다. <심즈 4>는 이전 시리즈에서 보여주었던 정교한 관계 형성 등 **감정선이 사라졌다는 평이 존재**한다. 반면 인조이는 조이에게 여러 기질을 부여해 대화하는 상대방과 **어떤 관계를 맺는지, 또 어떤 기질을 가졌는가에 따라 대화가 달리** 진행된다. 또한, **악한 행동을 지속적으로 행할 시** 기존 조이는 할 수 없던 범죄와 같은 **‘광기가 느껴지는 행위’까지 인게임에서 허용**되면서 유저 입맛에 맞는 스토리를 만들 수 있다.

이는 세계적 수준의 AI 기술력으로부터

인조이에서 만들어지는 무한의 스토리, **탄탄한 AI 기술력**이 있기에 가능하다. 심즈를 비롯해 대부분의 NPC를 이용하는 게임은 개발자가 **직접 스크립트를 작성**하기에, 대화에 분명한 **한계가 존재**한다. 인조이는 동사 AI 팀의 지원으로 대화하는 경우의 수에 **물리적 제약을 허물 수** 있었다. 동사는 **세계적 수준의 AI 기술력**을 보유하고 있다. 지난 한 해 동안 열린 3대 메이저 AI 학회에 발표된 논문 수를 살펴보았을 때, 글로벌 게임사 시총 14위인 동사는 Microsoft, Tencent, Sony AI에 이어 **4번째로 많은 논문**을 발표하여, **AI 기술력의 경쟁사 대비 우위**를 숫자로 보였다.

라이프 시뮬레이션의 정수: Customizing

디자인 분야에서도 단언컨대 **인조이는 결코 넘을 수 없는 벽**이다. 커스터마이징은 라이프 시뮬레이션의 정수라 해도 과언이 아니다. 유저들은 인게임에서 옷과 건축물을 꾸미며 캐릭터의 인생을 살아간다. 이 과정에서 가장 중요한 것은 **디자인의 퀄리티**이다. 인조이의 최대 장점은 **실사화와 그래픽**이다. **창작물의 텍스처부터 소재, 패턴까지 모두 세분화**되어 무한에 가까운 옵션을 제공하며, **디자인을 역시 AI의 도움**을 받아 기존에 전문가들이 다루는 **프로그램의 심화 기능마저 간단히 구현** 가능하다. 이러한 결과로 심즈가 감히 비교조차 힘든 높은 퀄리티를 보여준다.

인정 욕구를 캐치한 플랫폼 Canvas

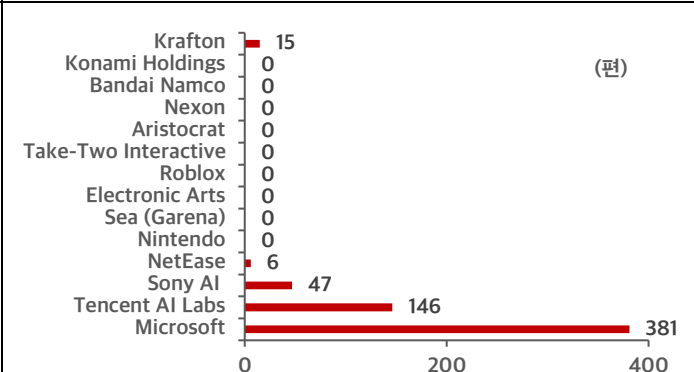
창작물 공유 플랫폼 역시 인조이에 완벽하게 구현되었다. 유저들이 자신들만의 작업물을 **창작**하는 것은 결국 **인정 욕구**로 이어진다. 싱글플레이게임에서 만든 작품들을 자랑할 수 있도록 **플랫폼 Canvas**를 개발하였다. Canvas는 공개된 지 **이틀 만에 10만 개가 넘는 창작물이 업로드**되었으며, 이는 사람들이 **커스터마이징을 자랑하는 게 얼마나 중요한지**를 보여주는 결과로 이어졌다. 최고의 커스터마이징 툴로 유저가 원하는 모든 것을 제작할 수 있고, 이를 넘어 **창작물을 마음껏 뽐낼 수 있는 플랫폼**마저 마련한 인조이, 심즈에서 유저들이 느꼈던 **Enjoy 너머를 선물**한다.

도표 5-7. <The Sims 4>, <inZOi> 플레이 화면 비교



출처: inzoiresource, SMIC 3팀

도표 5-8. 주요 게임사별 AI 논문 실적 비교



출처: Paper Copilot, SMIC 3팀

심즈 → 인조이 사양 Check! 심즈에서 인조이로 전환하는 유저들의 PC 사양은 예상외로 큰 벽이 아니다. 심즈 4와 인조이는 최소/권장 사양 면에서 큰 차이가 나는 것은 사실이다. 하지만 최근 심즈 4의 트렌드는 어마어마한 DLC를 구입하는 것에 더해 Mod 등 추가 기능을 설치해 플레이하는 것이다. 심즈 4는 더 이상 사무용 컴퓨터로 구현되는 **라이트 게임이 아닌 것이다**. 신규 유저의 유입이 정체되는 상황에서 **대부분의 심즈 4 유저들은 최근 출시되는 고사양 PC를 갖춰** 것이라는 추론이 가능하다.

인조이로의 신규 유입 사양 Check! 신규로 유입되는 유저들에게는 더욱 문제가 되지 않을 것이다. Steam에서 공개한 자료에 따르면 **60%의 유저가 요구 사양을 만족**한다. 올해 초 3달 만에 1,200만 장을 판매한 <Palworld>도 **인조이와 유사한 사양을 요구**한다. <Palworld>가 Steam 판매량 1위를 달성한 것을 볼 때, 높은 사양에서 플레이할 수 있는 유저들은 많다. 게임의 흥행 향방을 결정하는 요소는 **사양이라는 리스크보다는 화제성이라는 업사이드**라는 것을 알 수 있다. 또한, 동사는 게임 출시 직전까지 **최적화에 온 힘을 쏟을** 것이므로, 정식 출시 시에는 **요구 사양이 하향될 여지까지** 충분히 존재한다.

인조이: 실사화를 살린 매출 다각화 인조이는 유의미한 인게임 광고 매출을 발생시킬 수 있다. 라이프 시뮬레이션인 만큼 의상부터 가구, 자동차까지 **우리 주변의 모든 소비재와 콜라보**할 수 있는 것이다. 실사화가 장점이라 제품들이 플레이에 이질감 없이 잘 녹아들 수 있어 기업들에게도 매력적으로 다가온다. 실제로 개발진은 몇몇 기업들과 콜라보에 대해서 의견을 조율 중임을 밝혔다. DLC를 출시하지 않으며 **유저들에게 과금 부담을 낮추고 동시에 기업으로 매출원을 다각화하며 수익성까지** 책임질 수 있다.

실패를 통해 배운 성공의 조건 동사의 타율이 이전까지는 좋지 못했다. 동사는 상장 이후 기대를 모았던 21년 PUBG 모바일을 발전시킨 <뉴스테이트 모바일>, 22년 공포게임 <칼리스토 프로토콜>이 **모두 실패**한 역사가 있다. 두 게임 모두 공개 직후 빈약한 콘텐츠를 비롯한 **전반적인 게임 완성도 문제가 지적**되었다. 특히, <칼리스토 프로토콜>의 경우에는 출시 1달 만에 Steam 매출 순위 200위 아래로 하락하며 실패했다. 게임이라는 장르의 스토리, 퀄리티 등 수십 개의 요소 사이의 **유기적 연결이** 필수이고, 하나라도 유저들의 만족을 사지 못한다면 **시장은 냉정히 등을 돌린다**는 것을 알 수 있다.

최고의 요리사 동사 + 최고의 재료 인조이 인조이는 성공의 재료부터가 이전 동사의 게임들과 다르다. 인조이는 싱글 시뮬레이터이기에 **개 인간의 호불호 차이를 적게 고려**해도 되고, 장르의 특성상 게임사의 자질 중 하나였던 **스토리 역량이 유저에게 전가**된다. 즉, 인조이는 기업 입장에서는 발매 후 **흥행 실패의 리스크가 최소화**된 최고의 재료인 것이다. 이미 동사는 PUBG를 유저, 커뮤니티와 적극적인 소통을 통해서 스노우볼링시키며 **세계 최고의 IP로 키워낸 노하우**를 가진 회사이다. 인조이와 PUBG는 초기에는 게임 시장에서 **변두리에 위치**했다는 유사점을 가진다. 신규 유저들의 유입이 적은 저변에서부터 팬층이 형성되면서 주류 게임으로 확산시키는 동사의 역량을 다시 한번 볼 수 있을 전망이다.

도표 5-9. <inZOI>, <The Sims 4>, <Palworld> 사양 비교

게임	구분	그래픽 카드 사양	플레이 가능 Steam 유저 비율
inZOI	최소 사양	NVIDIA GeForce RTX 2060 (8 GB) AMD Radeon RX 5600 XT	60%
	권장 사양	NVIDIA GeForce RTX 3070 (8 GB) AMD Radeon RX 6800 XT	32%
The Sims 4	최소 사양	NVIDIA GeForce 6600 ATI Radeon X1300	100%
	권장 사양	NVIDIA GTX 650 AMD Radeon HD 7750	100%
Palworld	최소 사양	NVIDIA GeForce GTX 1050 (2 GB)	71%
	권장 사양	NVIDIA GeForce RTX 2070	49%

출처: 각사, Steam, SMIC 3팀

도표 5-10. <뉴스테이트 모바일>, <칼리스토 프로토콜> 분석

구분	뉴스테이트 모바일	칼리스토 프로토콜
출시연도	2021.10	2022.12
플랫폼	모바일	PC, 콘솔
흥행 부진 원인	PUBG 모바일에 비해 부족한 콘텐츠	부족한 스토리 개연성 반복되는 내러티브
출시 전 판매량 추정치	연매출 0.5~2.2조 원	1년간 300~500만 장↑
출시 후 실제 판매량	연매출 300억 원 ↓	1년간 약 200만 장

출처: SMIC 3팀

5.3. Global Game Franchise: Krafton

인조이의 흥행이 보증되었다. <PUBG>와 <inZOI>라는 두 개의 MEGA IP를 보유한 동사. 무기는 준비되었고, 이전 EA, Blizzard와 어깨를 나란히 하는 Global Game Franchise가 되기 위한 중장기적 전략을 변화할 시간이다. MEGA IP와 함께하는 Krafton, 소작농에서 지주가 될 시간이다.

타석에 많이 들어서야 안타도 많이 나온다

게임 흥행으로 기업 가치가 결정되는 동사, 많은 씨앗을 뿌려야 한다. 동사는 지금까지 **연당 1개 정도의 기대작들이 출시**되었으며, 23년에는 대형작을 단 하나도 발매하지 못해 주가가 지지부진했다. 지금껏 볼 수 있듯 게임은 하나에 집중해도 성공하기 어렵기 때문에 **여러 게임을 동시에 퍼블리싱하기도 어렵다**. 그렇다면 인조이가 발매된 후 다른 신작의 부재로 주가의 모멘텀이 사라지는 것일까? 틀린 말이다. 동사는 이제 **'퀄리티 있는 다작'을 향해 투자하기로 결정했다**.

게임계의 하이브: 멀티레이블화

이는 **2PP 전략으로 게임 출시를 다각화**하며 가능해진다. PUBG부터 지금까지 대부분의 게임이 동사가 자체 제작하거나 지분투자한 소수의 자회사에서 발매된 게임들이었기에 발매될 수 있는 **게임 수의 절대적 한계**가 존재한다. 따라서 동사는 **2PP(지분투자 + 퍼블리싱) 전략을 통해 여러 신작들을 확보**하기 위해 노력하는 중이다. 반년 만에 11개의 기업에 지분투자를 추가적으로 단행해 현재 **27개의 기업에 지분투자** 중이다. 이를 바탕으로 연간 4~5개의 게임밖에 출시하지 않았던 동사는 위 전략으로 **26년까지 32개 이상의 게임을 발매**하며 글로벌 게임사에 성큼 다가선다.

인조이와 함께 태어날 게임 친구들

기대작들이 당장 다음 분기부터 등장하기 시작한다. 본서에서는 인조이가 PUBG와 같이, 새로운 장르를 개척하며 잠재 시장이 크다는 점에서 주목했고, Mega IP로의 성장이 확실하다고 판단해 집중적으로 조명하였다. 하지만 인조이, PUBG와 함께 100명이 넘는 개발팀을 보유한 <다크앤다커 모바일>을 전작 IP의 흥행을 이어나갈 <서브노티카 2>, 새롭게 시도하는 Extraction Shooter 장르의 프로젝트 <블랙 버짓> 등 동사가 뿌린 여러 씨앗들이 **1년 내 피어날 것**으로 기대된다.

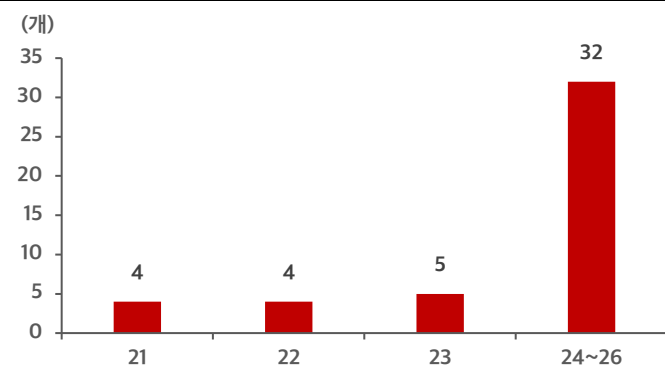
빠른 시일 내 만나는 D&D Mobile

단기에 만날 수 있는 씨앗은 <다크앤다커 모바일>이다. 올 6월 Steam에 출시된 아이언 메이스의 <다크앤다커> IP 독점 판권을 확보한 동사의 자체 제작 게임이다. <다크앤다커>는 RPG, 배틀로얄의 성격을 합친 중세 배경의 Extraction RPG 게임이다. 출시 이후 2~3만 명의 트래픽을 꾸준히 보이며 흥행이 입증된 IP를 사용한다는 점에서 어느 정도의 성공은 보장되었다고 판단한다.

D&D Mobile에 대한 소고

<다크앤다커 모바일> 발매 전 지표는 뛰어나다. 베타테스트 당시 서버 용량을 2배로 늘렸고, 게임스컴에서 모바일 게임 중 가장 큰 시연 공간을 부여받은 대형작으로 주목받았다. 본서는 다크앤다커 IP가 이미 존재하기에 동사의 두 번째 메가 IP 탐색에 인조이가 더 적합하다고 판단해 인조이를 집중적으로 조명했을 뿐이다. <다크앤다커 모바일> 역시 높은 성공 가능성을 가지며 이익 상승을 견인할 게임임에는 의심의 여지가 없고, 주가에도 좋은 모멘텀으로 작용할 것이다.

도표 5-11. 크래프톤 출시 예정 게임 수 추이



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 5-12. 크래프톤 주요 신작 일정

출시	작품명	장르	플랫폼	개발/퍼블리싱
4Q24	다크앤다커 모바일	익스트랙션 RPG	모바일	자체개발
4Q24	쿠키런(인도)	캐주얼	모바일	퍼블리싱
4Q24	언더스티드: 과거에서 온 편지	캐주얼	모바일/PC	자체개발
4Q24~1Q25	인조이	라이프 시뮬레이션	모바일/PC	자체개발
2025	딩컴 모바일	오픈월드 시뮬레이션	모바일	자체개발
2025	서브노티카 2	서바이벌/어드벤처	PC/콘솔	자체개발
2025	프로젝트 <블랙 버짓>	익스트랙션 RPG	PC/콘솔	자체개발
2025	프로젝트 <골드 러시>	액션/어드벤처	PC/콘솔	자체개발
2026~	눈물을 마시는 새 IP 활용	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발

출처: 동사, SMIC 3팀

Surprise! - 상반기 수고했고, 하반기도 잘해보자.

투자자들의 시선은 동사의 3Q 실적 발표에 쏠려있다. 1H24 동사가 보여줬던 퍼포먼스에 대한 의심의 눈초리를 거두지 않았기 때문이다. 동사의 연속된 어닝 서프라이즈는 우연일까? 동사의 실적을 분기 단위로 짚어보며, 하반기 실적 발표와 주가 모멘텀에 대해 알아보자.

① 1Q24 Surprise: 매출 6,659억 원 (+23.6% YoY) / 영업이익 3,105억 원 (+9.7% YoY)

준비된 게임에게
기회는 온다.

“올해 최고의 신작은 PUBG”라는 말이 나올 만큼 기존 IP가 재유행하는 모습을 확인할 수 있었다. 22년 1월 무료화 전환 이래 최고 MAU를 기록했으며, 무료화 직후 급증했던 트래픽 수준에 다시 근접했다. 무료화 이후 PUBG PC는 지속적인 업데이트를 통해 재정비 시간을 갖쳤고, LoL과 발로란트에게 실망한 유저들이 이탈한 시기와 맞물렸다. 준비된 게임에게 기회가 온 것이다.

MAU와 ARPPU의
완벽한 하모니

시작은 론도맵 업데이트였다. 지난해 12월 론도맵 출시 직후 PUBG PC 트래픽이 50% 급증했고, 1분기에 10~15% 트래픽이 추가로 증분했다. 또한 지형파괴가 가능해졌으며, 핵유저 단속은 연간 33% 증가하며 인게임 내 퀄리티를 높여왔다. P 측면에서도 신규 유료화 콘텐츠와 성장형 무기 스킨이 재출시되며 매출 성장에 기여했다. 모바일 또한 점진적인 트래픽 증가 추이 속 벤틀리 차량 스킨 판매로 호조를 맞이했다. P와 Q의 하모니는 어닝 서프라이즈를 야기하기 충분했다.

② 2Q24 Surprise: 매출 7,070억 원 (+82.7% YoY) / 영업이익 3,321억 원 (+152.6 % YoY)

매출↑↑ 변동비↓
나야, 화평정영

동사는 비수기였던 2분기에 작년 대비 100%가 넘는 매출을 달성했다. 2분기 호실적의 주인공은 화평정영이었다. 전체 모바일 수익이 전년 대비 2배 규모로 성장했고, 특히 아시아향 매출은 500억 원 이상 증가했지만, 매출과 연동되는 앱수수료는 감소하였다. 앱수수료로 설명되지 않는 수익은 순매출로 인식되는 화평정영향 수익이다. 평소보다 1,000억 원 높은 수상한 차액분은 화평정영의 흥행으로 지급받은 로열티라는 주장이 유력하나, 앱스토어에서 화평정영의 매출 순위가 상승하지 않았음을 고려할 때, 재계약 관련 일회성 매출이라는 의혹도 존재한다.

업데이트와 콜라보

화평정영의 독무대는 아니었다. 에란겔 클래식 맵 서비스로 지난 론도 맵 출시 이후 이어진 트래픽의 상승세를 지속할 수 있었고, 뉴진스와의 콜라보가 유저들에게 높은 호응을 얻었다. 모바일 또한 중동 인기 배우와의 콜라보, 성장형 의상 스킨이 흥행하며 트래픽과 매출 상승을 겪었다. 다만, 여러 P, Q 상승의 정황적 증거에도 불구하고 이번 어닝 서프라이즈에는 화평정영향 로열티 수익의 공이 컸던 것으로 보인다. 사측은 2분기 매출 증가가 IP 성과에 따른 정기적인 매출 인식이라고 밝혔지만, 계약 내용은 공개하지 않았다.

③ Can 3Q24 beat the consensus?

가차 BM의 정착

우연의 연속이라기에는 심상치 않다. 무료화 이후 PUBG는 지속적인 업데이트와 콜라보가 매출 상승을 견인하고 있다. 사측의 1년 대계에는 콜라보와 부분 유료화에 대한 로드맵이 있으며, 이는 일회성 수익이라 치부할 수 없다. 화평정영의 로열티 수익이 반복 매출인지에 대한 답은 알 수 없다. 하지만 적어도 PUBG IP의 수익화 모델이 다시금 상승궤도에 올랐다는 것은 분명하다.

7,8월 역대급 실적?

분기 단위의 실적은 귀납적 추론으로 예측할 수 없다. 우리에게 주어진 최선은 과거와의 비교를 통한 합리적 예측일 뿐이다. 전통적으로 여름방학이 속한 7, 8월은 게임 산업의 성수기다. 다만 9월 개학 시기가 포함되어 있어 1, 4분기 만큼의 극성수기로 분류되지 않는다. 사측은 7월에 역대 최고 실적을 달성했다고 언급했고, 8월도 이와 유사한 수준이라 밝혔다. 이는 람보르기니 콜라보 효과가 기인한 것으로 보인다. 일회성 매출을 차치하고도 호실적은 계속될 것이다.

투자전략 - 그래서 사? 말야?

신작 게임 = 신약?

게임 기업의 신작 출시는 **바이오 기업**의 신약 개발 과정과 닮아있다. 임상 1, 2상 단계에서 성공 여부를 예측하기 어렵듯, 신작 게임의 hit-ratio를 예측하는 것은 매우 어려운 일이다. 내부적으로도 신작 게임의 흥행 여부를 기획 단계에서 것은 ‘운’의 영역에 가깝다. 따라서 게임기업의 매매전략은 신작으로 인한 **기대감**, 그리고 **실제 실적**을 바라보고 거래하는 방법으로 나눌 수 있다.

신작 플레이:
‘잘 된 게임’에
투자할 것

① **신작 플레이** : 신작 타임라인에서 투자자가 해야 할 일은 ‘**잘 될**’ 게임을 **일찍** 알아보는 것이다. 신작 타임라인에 따라 주가 흐름은 다음과 같은 양상을 보인다. 1) **신작 출시**에 따른 **기대감이 커질수록 주가는 상승**한다. 2) 신작 **출시 후 성과**에 따라 주가가 하락 혹은 상승한다. 1)의 과정에서 **게임쇼, 베타 테스트** 등을 통해 기대감이 형성되며 2)의 과정에서는 **트래픽과 MAU** 등 실적을 유추할 수 있는 지표, 혹은 실적을 통해 성공여부를 눈을 확인한다.

실적 플레이:
‘되고 있는’ 게임에
투자할 것

② **실적 플레이** : 하지만 신작만으로 게임주에 투자하는 것은 도박에 가까워 **기보유 파이프라인의 어닝** 또한 고려해야 한다. 결국 게임 기업의 **펀더멘탈**을 결정하는 것은 이미 ‘**잘 된**’ 게임이고, **PUBG IP의 지속적인 성장**은 **동사의 퀄리티**를 보여준다. 따라서 기존 IP의 실적을 기준으로 투자기간을 설정해야 한다. 결국 ① **신작 플레이**와 ② **실적 플레이**를 모두 고려해 투자하는 것이 합리적이다. 동사는 인조이와 PUBG로 두가지 매매법을 모두 적용시킬 수 있다.

신작 모멘텀
① 지스타2024
② D&D, 인조이

가까운 시일 내에 도래하는 **신작 모멘텀**과 **실적 모멘텀**들을 [도표 6-1]에 정리하였다. 동사의 실적발표는 11월 중순에 예정되어 있다. 이와 맞물려 11월 14일부터 17일까지 **지스타2024**가 예정되어 있다. **지난 8월 열린 게임스컴**에서 호평을 받았던 신작들을 조금 더 선명하게 볼 수 있는 기회이다. 이어 **1Q24 다크앤다커** 출시가 예정되어 있고, **1Q25에는 인조이**가 출시할 예정이다.

실적 모멘텀
① PC 콜라보
② 태이고 업데이트

실적을 예상할 수 있는 모멘텀도 존재한다. 지난 2Q에 **뉴진스, Myriam Fares의 콜라보**로 **APRU 증가**가 예상되었고, **에란겔 클래식 맵 업데이트**로 **MAU 증가**가 예상되었던 것처럼, 3Q에는 **람보르기니 콜라보**를 진행했고, **태이고 맵 업데이트**를 진행했다. 각 세부시장 별 이벤트도 존재한다. 4Q24에는 인도 최대 명절인 디왈리가, 1Q25에는 중국의 춘절이 기다리고 있다.

본서에서 추천하는 **투자전략**은 다음과 같다. 먼저 **3Q 실적 발표 전까지 모멘텀이 부재한 상황**에서, 주가가 크게 상승할 트리거는 없다. 이를 **매수구간**으로 잡고 **3Q 어닝 비트, 11월 신작 기대감**으로 이어지는 **상승분**을 기대한다. **롱텀**으로는 본서의 **Bull-case**에 따라 **25E까지 실적과 멀티플의 상승분**을 최대한 이용하는 시나리오를 생각한다. Case 분류는 **매출추정**에 자세히 서술했다.

도표 6-1. 동사 주가 모멘텀 타임라인

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
실적발표	2/8: 4Q23 실적 발표	5/6: 1Q24 실적 발표	8/12: 2Q24 실적 발표	3Q24 실적 발표	4Q24 실적 발표
이벤트	2/10: 중국 춘절		8/21: 게임스컴	10/31: 인도 디왈리 11/4: 지스타	1/29: 중국 춘절
PUBG	3/19: 벤들리 콜라보 (M)	5/14: 에란겔 클래식 맵 (PC) 5/17: SSC 노스 아메리카 콜라보 (M) 6/3: 중동 인기배우 콜라보 (M) 6/12: 뉴진스 콜라보 (PC, M)	7/10: 람보르기니 콜라보 (PC) 9/20: 폭스바겐 콜라보 (M)	미정	미정
신작				다크앤다커 모바일 출시	인조이 출시

출처: 동사 IR, SMIC 3팀

7. Valuation - PER Method

7.1. 영업수익 추정

본 영업수익 추정은 게임별로 영업수익 발생 추이가 다른 점을 고려하여 각 게임별로 논리를 차용해 엄밀히 수행하였다. 동사의 다양한 게임 중, <PUBG PC>와 <PUBG 모바일>, <inZOI>를 중심으로 추정하였다. 특히 본 보고서에서 주목하는 <BGMI>의 양적 성장과, <inZOI>의 초기 흥행 정도를 기준으로 Bull, Base, Bear case를 나누어 영업수익을 추정하였다.

[PC] PUBG PC

PUBG PC은 F2P BM을 가지고 있기에 신규 유저 수가 아닌, **접속 유저 수가 매출에 큰 영향**을 미친다. 따라서 ① 분기 평균 CCU에 ② CCU 당 분기 매출액(ARPCCU)을 곱하여 매출을 추정하였다. Steam에서 제공하는 게임의 경우, 분기 평균 CCU값을 제공한다. 게임 업계에서도 해당 데이터를 보수적으로 인식하는 만큼, 해당 값을 그대로 사용하였다. 그 값을 토대로 기존 매출액에 역산하여, CCU 당 분기 매출액을 추정, 추이를 확인하였다.

① 분기 평균 CCU는 3Q23 이후로 하락없이 **폭발적인 성장중**이다. 이전까지는 성수기인 1분기와 큰 이벤트가 있는 4분기에는 유저 수가 증가하고, 나머지 2,3분기엔 유저 수가 떨어지는 **계절성을 명확히 보여주었다**. 본 보고서는 이번 구조적 성장에서 3Q23 평균 CCU의 2.5배 정도까지 성장할 것이고, 그 고점은 전통적 성수기인 1Q25에 달성할 것이라 추정한다.

CCU 고점은 <카운터 스트라이크 2(이하 카스2)>의 성장 추이를 사용하여 추정하였다. <카스2>는 현재 Steam 동시 접속자 1위인 FPS 게임으로, 글로벌 IP를 통해 2014년부터 장기적인 성장 중이다. BM 또한 F2P, F2W 구조로 PUBG PC와 동일하다. 강력한 IP를 통해 세계를 향해 나아가는 PUBG PC와 거의 동일한 Peer인 것이다.

<카스2>는 14년, 19년, 22년 총 3번 구조적 성장을 하였으며, **매 성장마다 시작 시점 대비 2~3배 정도의 CCU 고점에 도달한** 후에 성장률이 둔화되었다. PUBG PC의 현재 CCU 또한 3Q23 대비 58% 상승했으며, 이는 <카스2>의 성장기의 추이와 매우 비슷하다. 따라서 CCU 고점 또한 비슷하게 시작 시점 대비 2배에 도달할 것이라 추정하였다.

② CCU당 분기 매출액의 YoY 성장률로는 8%를 적용하였다. 24년 2분기 말~3분기 초, 뉴진스/람보르기니의 콜라보와 같은 프리미엄 BM의 등장으로 CCU 당 매출액 상승이 더 가팔라질 것이라고 예상하지만, 보수적으로 2Q24 YoY 성장률을 적용하였다. 상기 논의를 종합한 PUBG PC 영업수익 추정 Table은 다음과 같다.

(단위:십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
영업수익	439	252	363	406	566	422	889	1,099	1,187	1,282	1,384
Average CCU (명)	368,059	215,206	177,918	205,400	195,112	270,155	288,511	326,776	326,776	326,776	326,776
당기 ARPCCU (원)	1,192,346	1,170,100	2,040,211	1,975,977	2,902,841	1,561,916	3,081,636	3,363,180	3,632,235	3,922,813	4,236,638

[PC] inZOI

인조이의 매출 추정은 ① 첫 분기 New User의 Bull, Base, Bear case를 각각 산정한 후, ② <The Sims 4>의 출시 직후 QoQ, YoY를 각 Case에 동일하게 적용시켜 산출하였다. 게임의 가격은 현재 Steam 상위 게임들의 가격인 40~60 달러와 유사할 것이라 전망, 중앙값인 50달러(67,500원)를 flat했다 마지막에 Steam 매출 수수료를 제하여, 최종적으로 산출하였다.

User의 경우, Steam 팔로워 수를 통해 예측할 수 있다. 인조이의 현재 팔로워 수는 12만 명대이다. 20년대 주요 게임들 중 출시 한 달 전 비슷한 팔로워 수를 보인 게임들을 분석해보았을 때 ([Appendix 8.1] 참조), 인조이는 출시 직전 팔로워 20만 명은 달성 가능할 것으로 사료된다. 아직 인조이 출시가 3달 정도 남았다는 점과 인조이 팔로워 증가 추세가 비슷한 팔로워 순위군에 있는 게임들 중 가장 빠르다는 점은 보수적인 추정의 근거가 된다.

출시 직전 팔로워 20만 명대의 <Cities: Skylines 2>, <Biomutant>와 같은 게임들이 분기 판매량 100만 장을 기록한 경우, 흥행이라 판단하였다. 본서에서는 인조이의 시장 침투력을 높게 판단했으므로, Bull Case에는 첫 분기 판매량을 100만 장으로 설정, Base Case에서는 20% 할인 적용하였다. Bear Case에서는 인조이의 팔로워 수가 20만 명일 때, 게임 판매 실적을 공개한 게임들의 판매량은 팔로워 수의 최소 3배는 넘기는 추이를 보여 이를 반영한 60만 명을 가정하였다.

상기 논의를 종합한 inZOI 영업수익 추정 Table은 다음과 같다.

inZOI 영업수익 추정 Table								
(단위: 십억 원)	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Bull Case	47.3	63.4	31.2	29.6	171.4	109.1	107.5	103.2
QoQ/YoY(%)	-	34.3%	-50.9%	-5.0%	-	-36.4%	-1.4%	-4.0%
판매량	1,000,000	1,342,576	659,341	626,374	3,628,290	2,308,607	2,275,993	2,184,165
Base Case	34.0	45.7	22.4	21.3	123.4	78.5	77.4	74.3
QoQ/YoY(%)	-	34.3%	-50.9%	-5.0%	-	-36.4%	-1.4%	-4.0%
판매량	800,000	1,074,061	527,473	501,099	2,902,632	1,846,886	1,820,795	1,747,332
Bear Case	28.4	38.1	18.7	17.8	102.9	65.4	64.5	61.9
QoQ/YoY(%)	-	34.3%	-50.9%	-5.0%	-	-36.4%	-1.4%	-4.0%
판매량	600,000	805,546	395,604	375,824	2,176,974	1,385,164	1,365,596	1,310,499

[Mobile] <PUBG M>

PUBG M의 경우, 지역에 따라 세분화하여 영업수익을 추정하였다. 본 보고서의 핵심이 되는 인도 시장(BGMI)의 경우, 성장성을 자세히 보여주기 위해 ① MAU와 ② ARPU를 곱하여 매출을 추정하였다. 화평정영은 Q의 성장을 기준으로, 다른 시장의 경우 과거의 일매출액을 기준으로, 미래의 일매출을 시장의 성장성에 따라 보수적으로 가정한 후 적용하여 영업수익을 추정하였다.

① BGMI의 MAU는 본 보고서의 핵심으로, 게임에서 스포츠로, 스포츠에서 문화로 나아감에 따라 전례없는 성장을 이뤄낼 것이라 예상한다. 따라서 투자 포인트의 논리에 따라 베트남의 국민 게임인 <ROV>의 성장곡선을 따라갈 것이라 가정하였다.

<ROV>의 MAU 추이를 얼마나 따라갈 것인지에 따라 Bull, Base, Bear Case를 나누어 추정하였다. Bull case의 경우 24~25년의 MAU 성장률로, <ROV> 릴리즈 초반 급격한 성장세를 제외한 2019년의 MoM 성장률인 3.6%를 차용하였다. 26년 이후의 추정은 YoY 30%를 사용하였다. 18년부터 지금까지 <ROV>의 MAU 성장률이 2.3%인 것을 고려하면 합리적 추정이라고 사료되며, 26년 이후로는 성장률 둔화를 고려하였다. Base case의 경우 성장률을 50% 할인하여 추정하였으며, Bear case에선 성장률을 0 flat 처리하였다.

② BGMI의 ARPU는 출시부터 지금까지의 MAU 데이터를 토대로 역산하여 추이를 발견, 소급 적용하였다. 1H24의 ARPU를 초기 값으로 적용, 인도의 연 평균 GDP 성장률인 7.2%을 ARPU의 성장률로 차용하였다. 이는 BM의 성장을 가정하지 않은 값으로, 보수적인 추정이라 판단한다. 이를 바탕으로 추정한 Bull Case BGMI 영업수익 Table은 다음과 같다.

Bull Case BGMI 영업수익 추정 Table

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
BGMI 영업수익			38	82	98	90	253	413	576	803	1,119
Average MAU (천 명)			2,828	5,641	6,104	6,103	7,533	11,478	14,922	19,399	25,218
연 평균 ARPU (원)			23,037	24,919	27,524	29,496	33,592	36,011	38,604	41,383	44,363

화평정영의 경우 **분기별 평균 다운로드 수 데이터(Q) 추이**로 영업수익 추이를 추정하였다. 20년 ~23년 분기별 다운로드 수와 분기 영업수익의 상관계수는 0.77로, 높은 상관관계를 보인다. 화평정영 신규 다운로드 수는 1H24동안 YoY 18% 성장하였으며, **3Q24에는 YoY 35% 성장**하였다. 따라서 25년까지 YoY 20% 성장할 것으로 추정하였으며, 26년 이후로는 Flat하여 추정하였다.

그 외의 다른 시장의 경우, 23년부터 24년 반기까지의 **일매출 평균을 Flat하여 추정**하였다. 이런 방식의 매출 추정은 큰 성장이 일어나지 않는 안정된 시장임에 기인한다. MAU 등 유저수를 지표로 하는 추정 방식은 변동성이 크기에 안정적인 시장에는 어울리지 않는다. 또한, 기타 시장 같은 경우 상위 10개의 나라의 비중이 50%도 되지 않아 시장의 특징이 잘 드러나지 않는다. 매출 Driver를 찾을 수 없기에, **23년부터의 일매출 평균을 이용하여 추정**하였다. 상기 논의를 모두 종합한 Bull Case PUBG M 영업수익 Table은 다음과 같다.

PUBG M 영업수익 Table

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
PUBG M 영업수익	537	1,308	1,408	1,253	1,245	902	1,963	2,205	2,367	2,594	2,910
인도 (BGMI)			38	82	98	90	253	413	576	803	1,119
% of Mobile Sales			2.7%	6.5%	7.9%	10.0%	12.9%	18.7%	24.3%	30.9%	38.4%
중국 (화평정영)	176	710	670	635	580	453	828	910	910	910	910
% of Mobile Sales	32.7%	54.3%	47.6%	50.6%	46.6%	50.2%	42.2%	41.3%	38.4%	35.1%	31.3%
한국/일본	153	204	237	220	215	237	345	345	345	345	345
% of Mobile Sales	28.4%	15.6%	16.9%	17.5%	17.3%	26.3%	17.6%	15.6%	14.6%	13.3%	11.8%
기타 국가	217	428	510	398	450	312	537	537	537	537	537
% of Mobile Sales	40.4%	32.7%	36.2%	31.8%	36.1%	34.5%	27.3%	24.3%	22.7%	20.7%	18.4%

[최종 영업수익 추정]

콘솔의 경우, <칼리스토 프로토콜>이 출시된 22년의 영업수익을 제외하고 19~23년 영업수익을 **avg flat** 처리하였다. PC, Mobile 내의 기타 게임 및 기타 사업부의 영업 수익은 최근 추이가 유지됨을 가정하여, 22년부터 지금까지의 영업수익을 **avg flat**하였다. D&D Mobile의 경우, 시장 컨센서스를 차용했다.

상기 논의를 모두 종합한 **최종 영업수익 Table**은 다음과 같다.

크래프톤 영업수익 Table

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
영업수익	1,087	1,670	1,886	1,854	1,911	1,373	2,991	3,644	3,802	4,112	4,522
YoY(%)	-2.9%	53.6%	12.9%	-1.7%	3.1%	-	56.5%	21.9%	4.3%	8.2%	9.9%
PC	451	265	398	465	584	435	927	1,309	1,334	1,428	1,526
PUBG	439	252	363	406	566	422	889	1,099	1,187	1,282	1,384
inZOI								171	109	108	103
기타게임	12	13	35	59	18	13	38	38	38	38	38
Mobile	546	1,341	1,417	1,253	1,245	902	1,988	2,260	2,392	2,609	2,920
PUBG M	537	1,308	1,408	1,253	1,245	902	1,963	2,205	2,367	2,594	2,910
인도 (BGMI)			38	82	98	90	253	413	576	803	1,119
중국 (화평정영)	176	710	670	635	580	453	828	910	910	910	910
한국/일본	153	204	237	220	215	237	345	345	345	345	345
기타 국가	217	428	510	398	450	312	537	537	537	537	537
다크앤더 M							25	55	25	15	10
기타게임	8	34	9	0	0	0	0	0	0	0	0
콘솔	80	29	20	104	56	20	46	46	46	46	46
기타	11	35	51	32	26	15	29	29	29	29	29

7.2. 비용 추정

(1) 영업비용 추정

영업비용 추정									
(단위:십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
영업수익	1,087	1,670	1,885	1,854	1,911	1,373	2,991	3,644	3,802
YoY(%)	-2.9%	53.6%	12.9%	-1.7%	3.1%	48.3%	56.5%	21.9%	4.3%
영업비용	728	897	1,247	1,102	1,143	730	1,583	1,667	1,736
영업비용율(%)	67.0%	53.7%	66.1%	59.5%	59.8%	53.2%	52.9%	45.7%	45.7%
OPM(%)	33.0%	46.3%	33.9%	40.5%	40.2%	46.8%	47.1%	54.3%	54.3%
앱수수료/매출원가	184	151	193	207	227	163	518	608	675
% of sales	16.9%	9.0%	10.3%	11.2%	11.9%	11.9%	17.3%	16.7%	17.7%
급여 및 상여	145	284	297	283	329	197	390	413	438
% of sales	13.3%	17.0%	15.8%	15.3%	17.2%	14.3%	13.0%	11.3%	11.5%
퇴직급여	8	10	14	23	29	12	29	29	29
% of sales	0.7%	0.6%	0.7%	1.2%	1.5%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%
복리후생비	27	38	43	59	69	42	75	83	91
% of sales	2.5%	2.2%	2.3%	3.2%	3.6%	3.1%	2.5%	2.3%	2.4%
광고선전비	44	43	82	130	66	34	86	69	55
% of sales	4.0%	2.5%	4.4%	7.0%	3.5%	2.5%	2.9%	1.9%	1.4%
감가상각비	36	41	61	74	76	41	75	85	96
% of sales	3.3%	2.4%	3.2%	4.0%	4.0%	3.0%	2.5%	2.3%	2.5%
무형자산상각비	2	3	6	30	31	11	25	26	27
% of sales	0.2%	0.2%	0.3%	1.6%	1.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
지급수수료	187	272	360	325	259	138	311	280	252
% of sales	17.2%	16.3%	19.1%	17.5%	13.6%	10.0%	10.4%	7.7%	6.6%
주식보상비용	59	37	167	(64)	28	77	44	44	44
% of sales	5.5%	2.2%	8.9%	-3.4%	1.4%	5.6%	1.5%	1.2%	1.1%
기타	37	19	24	35	29	15	29	29	29
% of sales	3.4%	1.1%	1.3%	1.9%	1.5%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%

게임 개발 비즈니스를 영위하는 동사의 핵심은 '게임'과 이를 만드는 '사람'이다. 두 키워드는 동사의 비용구조에도 고스란히 드러난다. 제조업의 up-side는 유형자산으로 결정되지만, 동사의 Capa는 인력으로 결정된다고 해도 과언이 아니다. 따라서 게임 판매에 따라 증가하는 '앱수수료', 게임 개발에 필요한 고정비적 성격의 띄는 '지급수수료', 개발자를 포함한 임직원에게 지급되는 '인건비', 기타 금액적 중요성의 띄는 비용 항목 위주로 엄밀히 추정하였다.

수수료 추정									
(단위:십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
PC 매출	451	265	398	465	584	435	927	1,309	1,334
모바일 매출	546	1,341	1,417	1,253	1,245	902	1,988	2,260	2,392
앱수수료	184	151	193	207	227	163	518	608	675
Steam	439	252	363	406	566	422	889	1,099	1,187
Google / App store	370	631	785	700	763	639	1,135	1,295	1,458
지급수수료	187	272	360	325	259	138	311	280	252

- ① 앱수수료: 게임 개발사인 동사에게 앱수수료와 지급수수료는 매출원가 성격이 강한 비용 결정이다. 이러한 앱수수료는 PC 매출에 연동되는 Steam향 수수료와 모바일 매출에 연동되는 Google / App Store향 수수료로 구분할 수 있다. Steam의 경우 기본 수수료는 30%이며, 매출 100만 달러가 넘으면 25%, 5,000만 달러가 넘으면 20%로 낮아진다. 동사의 PC 매출 규모로 미루어볼 때, 동사가 지급하는 수수료율은 20%일 것으로 판단된다. 모바일 매출은 순매출로 인식하는 화평정영 로열티 수익을 제하고, 수수료율 30%를 가정하여 추정하였다.

- ② **지급수수료**: 지급수수료의 경우 **외주용역비 성격의 띵다**. <칼리스트 프로토콜>의 사례에서 알 수 있듯이, **게임 개발 종료와 함께 지급수수료의 크기가 감소하는 양상을 확인할 수 있다**. PUBG PC에서 진행하는 E스포츠 대회 비용, INZOI와 다크앤다커 등 **신작 게임 개발 진척에 따른 외주개발비가 발생한다는 것을 고려해 추정하였다**.

인건비 추정									
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
종업원 수 추정 (명)	2,647	2,786	2,933	3,088	3,250	3,400	3,500	3,600	3,700
Mixed 1인당 급여 (백만 원)			60	59	53	62	62	62	62
총 인건비	180	331	354	365	427	251	495	526	559
급여 및 상여	145	284	297	283	329	197	390	413	438
급여	41	33	175	183	173	106	218	224	230
상여	104	251	122	100	157	91	172	190	208
퇴직급여	8	10	14	23	29	12	29	29	29
복리후생비	27	38	43	59	69	42	75	83	91

- ③ **인건비**: 동사의 인건비성 비용은 **급여 및 상여, 퇴직급여, 복리후생비**로 구분할 수 있다. 급여 및 상여의 경우 **직원 수에 Mixed 1인당 급여를 곱하여 추정하였다**. 동사 IR을 통해 확인한 결과, 현재 동사의 **임직원 수는 3,400여 명에 달한다는 사실을 확인했다**. 이미 상반기에 **150명이 순증했고, 8월에 일본 탱고 게임스튜디오로부터 50명을 더 영입한다는 사실을 고려했다**. 이후의 연도에는 기업의 성장에 따라 **일정 규모 이상의 인력을 채용할 것이라 가정하였다**. Mixed 1인당 급여의 경우 현재 6,000만 원 수준이 유지되고 있지만, 임직원 중 **개발자 비중이 70% 차지한다는 점을 고려해 미국 개발자 연봉 상승율을 적용해 주었다**.

급여 이외의 인건비 항목을 추정한 방법은 다음과 같다. 먼저, **상여와 복리후생비**는 영업수익과 양의 상관관계를 가지고 있음을 확인하였다. 따라서 **영업수익의 증가에 따라 연동해서 추정하였다**. **퇴직급여**는 영업수익과 동행하지 않는다 판단, **3yrs avg. flat** 처리하였다.

- ④ **광고선전비**: 3Q24는 **인조이, 다크앤다커 모바일을 게임스컴에서 선보였고, 이러한 마케팅비가 광고선전비로 재무제표에 반영될 것으로 예상한다**. 또한 **4Q24, 1Q25 연말아 신작 출시 타임라인이 잡혀있다**. 과거 동사가 <칼리스트 프로토콜>과 <문 브레이커> 관련 마케팅활동을 진행했던 **3Q22의 광고선전비가 74.6% 증가한 것을 고려해 3Q24에 50%의 증가폭을 가정하였다**. 광고선전비는 3Q에 피크를 달성한 후 **3yrs avg.에 수렴할 것이라 가정하였다**.

- ⑤ **상각비 및 기타 비용**: **감가상각비 및 무형자산상각비는 유지와 확장 Capex에 주의하여 추정하였다**. 동사의 경우 **무형자산을 유형자산의 2배 이상 보유하고 있다**. 상각 가능한 무형자산인 **소프트웨어, 산업재산권, 회원권 및 기타 무형자산의 취득 추이를 고려해 Capex를 추정하였다**. 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.4]에 수록하였다.

주식보상비용의 경우 **주가변동에 따라 달라진다**. 하지만 **산술적으로 비례하지 않으며, 상장 이후에는 리드급 인력 이외에는 부여하지 않았기에, 3yrs avg. flat** 처리하였다. 그 외의 비용은 **변동비 및 고정비로 분류한 후 영업수익과 연동하거나 3yrs avg. flat을 적용했다**.

(2) 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업외손익	2,549	(106,829)	111,721	(72,291)	166,929	77,980	77,980	77,980
기타손익	5,631	(104,582)	107,829	(98,413)	138,323	49,246	49,246	49,246
기타수익	36,362	47,871	156,843	283,726	476,348	305,639	305,639	305,639
기타비용	30,731	152,454	49,014	382,138	338,025	256,393	256,393	256,393
금융손익	(3,082)	(2,247)	3,892	26,121	28,606	28,734	28,734	28,734
금융수익	5,685	3,460	10,875	33,721	37,538	36,686	36,686	36,686
금융비용	8,767	5,707	6,983	7,599	8,932	7,952	7,952	7,952

기타손익은 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 flat 처리하였다. 동사는 수출 비중이 90% 이상 차지하는 기업으로 외환차익과 외환환산이익, 외환차손과 외환환산손실이 매년 유사하게 발생하기에 해당 계정들을 3yrs avg. flat 처리하였다. 이자손익 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행했다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.5]에 수록하였다.

(3) 법인세비용 추정

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
세전순이익	361,845	666,768	761,169	683,877	828,615	1,462,876	2,142,050	2,270,467
법인세비용	82,986	110,501	230,914	168,702	234,555	406,251	594,862	630,525
유효법인세율(%)	22.9%	16.6%	30.3%	24.7%	28.3%	27.8%	27.8%	27.8%

유효법인세율은 직전 3개년 Average로 flat 처리한 후, 세전순이익에 적용하였다.

(4) 최종 손익계산서 Table

Bull case 추정 손익계산서									
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
영업수익	1,087	1,670	1,885	1,854	1,911	1,373	2,810	3,622	3,829
YoY(%)	-2.9%	53.6%	12.9%	-1.7%	3.1%	48.3%	104.7%	28.9%	5.7%
영업비용	728	897	1,235	1,102	1,143	730	1,399	1,531	1,610
영업이익	359	774	651	752	768	643	1,412	2,091	2,219
OPM(%)	33.0%	46.3%	34.5%	40.5%	40.2%	46.8%	50.2%	57.7%	58.0%
기타손익	6	(105)	108	(59)	76	287	49	49	49
금융손익	(3)	(2)	4	26	29	14	29	29	29
지분법손익	(1)	(0)	(1)	(35)	(44)	(19)	(27)	(27)	(27)
세전순이익	362	667	761	684	829	923	1,463	2,142	2,270
법인세비용(수익)	83	111	231	169	235	233	406	595	631
계속영업순이익	279	556	530	515	594	690	1,057	1,547	1,640
중단영업순손실	-	-	(10)	(15)	-	-	-	-	-
당기순이익	279	556	520	500	594	690	1,057	1,547	1,640
NPM(%)	25.6%	33.3%	27.6%	27.0%	31.1%	50.3%	37.6%	42.7%	42.8%

상기 논의를 종합한 Bull-case 추정 손익계산서이다. Base와 Bear-Case 손익 계산서는 [Appendix 8.6] 에 첨부하였다.

7.3. Why Peer Historical PER?

동사의 Valuation을 위해 PER Method를 사용하였다. 기존 메가 IP가 견인하는 '실적'과, 새로운 신작 게임에 대한 '기대감'을 가장 잘 설명할 수 있는 방법이기 때문이다.

크게 보고, 많이 먹자.

상반기 실적발표에서는 동사의 탑라인과 바텀라인이 증가하는 모습을 확인할 수 있었다. 하지만 로열티 수익에 대한 리커링 여부는 투자자들에게 혼란을 가중시켰다. 본서는 분기 단위의 실적 이 아닌, 장기적인 성장성에 집중했다. 투자포인트에서는 동사가 마주할 수 있는 2가지 업사이드 인 1) 인도 시장에서의 MAU 성장, 2) 신작 inZOI를 통한 멀티플 리레이팅에 대해 이야기하였다.

Why not Historical?
→ 현저히 낮은 PER

동사의 과거에서 멀티플의 단서를 찾기는 어렵다. 동사는 21년 공모가 책정 당시 피어 그룹으로 월트디즈니, 워너뮤직의 멀티플을 차용하였다. 과도한 멀티플 산정과 함께 거품 논란이 일었고, 뉴스테이트의 흥행 실패 이후 PER은 13x ~ 18x 수준에 머물러왔다. 글로벌 피어 대비 낮은 멀티플을 받은 근본적인 이유는 PUBG IP에만 의존하는 동사의 매출 구조 때문이었다. 'One IP'라는 꼬리표와 동사는 PER 20x의 벽을 넘지 못했다. 본 보고서의 Bull Case에서는 인도 시장에서의 성공으로 PUBG가 'The Only IP'로 재평가 받고, 새로운 IP인 inZOI의 흥행을 가정한다. One IP라는 오명을 벗은 Bull Case 시나리오에서는 동사의 Historical PER를 사용할 수 없다.

Why not 국내 peer?
→ 1등을 비교할 수 x

동사는 명실상부 국내 '게임 대장주'이다. 동사는 몸집과 탑라인의 질적 측면에서 모두 압도적 퀄리티를 자랑한다. 동사는 10월 기준 시가총액 15조원이며 글로벌로 바라봐도 10위권 안에 속한다. OPM 또한 22년 이후 40%를 유지한다. 다른 게임사들이 기존IP 노후화, 비용 효율화 실패 등으로 마진이 출렁이지만, 동사는 편안하고 높은 이익률을 유지하고 있다. 국내 게임사 중 유일하게 동사 보다 높은 OPM을 보여주는 시프트업은 올해 하반기 IPO했을 뿐만 아니라 <스텔라 블레이드> 출시 이후 다음 신작출시예정인 27년으로 상황적 유사성을 공유하고 있지 않다.

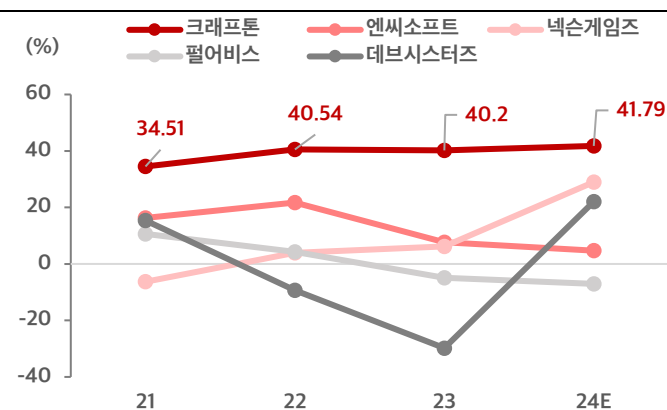
해외로 눈을 돌리지만
Tencent는 안돼

답은 해외에서 찾아야 한다. 동사 처럼 메가 IP를 보유하고 있어 지속적인 현금흐름 창출이 가능하고, 새로운 전략을 시도하고 있는 글로벌 게임사로 범위를 좁혀야한다. 동사와 PUBG IP 로열티 계약을 맺고 있고, 전략적 방향성이 유사한 Tencent는 논의 대상에서 제외하였다. 먼저 홍콩 증시에 상장되어 있기에 한국 증시와 일대일 비교가 어렵다. 또한 SNS와 핀테크, 온라인 광고 사업 또한 영위하는 종합 IT 기업이기에 pure 게임 개발사인 동사와 비교하기에 부적절하다.

글로벌 게임사
딱 기다려

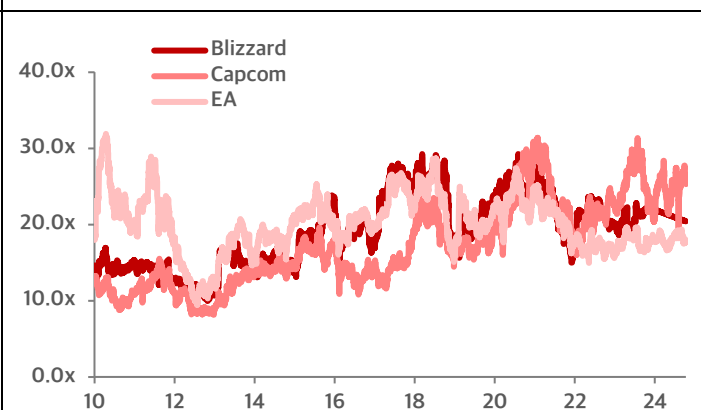
동사는 확실한 파이프라인을 바탕으로 멀티 스튜디오 체제의 다양한 시도를 통해 글로벌 게임사로 변모하고자 한다. 동사가 나아갈 길에 대한 벤치마킹이 되기 위해서는 1) 시총 규모가 동사와 비슷하거나 크고, 2) 블록버스터 게임과 메가 IP를 2개 이상 소유하고 있으며, 3) pure 게임 플레이어이어야 한다. 시총 기준 상위 50개 기업을 리스트업 후 상기 기준을 토대로 필터링했다.

도표 7-1. 국내 게임사 OPM 추이



출처: 네이버 금융, SMIC 3팀

도표 7-2. 글로벌 Game Peer 12mf PER 추이



출처: Bloomberg, SMIC 3팀

7.4. Target Multiple 선정

Bull case: Capcom의 3yrs average 12mf PER 17.3x를 제시한다.

동사 IP의 새로운 성장성이 확인되고, 신작 inZOI가 흥행하면 동사는 글로벌 게임사로 평가받을 것이다. 타겟 기업은 게임 pure 플레이어이자, 동사 보다 몸집이 비슷하거나 큰 기업이어야 한다. Capcom은 <Resident Evil>, <Monster Hunter>, <Street Fighter> 시리즈 등 글로벌 히트작을 보유한 기업이다. 이는 PUBG와 비견되는 대형 IP이며, 성공적인 IP 운영을 통해 지속적인 성장을 이루었다. 지난 8월 진행된 게임스컴에서는 몬스터헌터 와일즈가 4관왕을 차지하면서 화제를 불러 일으켰다. 이어 도쿄에서도 시연을 위한 티켓이 오픈 동시에 마감되며 인기를 입증했다.

다만 1) 몬스터헌터 와일즈가 콘솔 게임인 점, 2) PC/P콘솔 출시 첫 분기에 1,000만장 이상 판매가 가시화된다는 점을 고려해 동사와의 일대일비교가 어렵다고 판단한다. 또한 3) Capcom은 이미 3개 이상의 메가 IP를 보유한 점을 고려해야 한다. 따라서 Capcom의 5yrs average 12mf PER 22.3x에 20%를 할인한 17.8x를 동사 Bull case의 타겟 멀티플로 제시한다.

Base case: 동사의 1yrs average 12mf PER 14.2x를 제시한다.

동사의 PUBG IP가 지속적인 성장을 이루고, 신작 inZOI의 판매량이 컨센서스 만큼 판매될 때를 가정하였다. 이 경우, 동사의 멀티플 리레이팅이 과도하게 일어나지는 않을 것이다. 따라서 올해 PUBG IP의 부분 유료화 BM으로 어닝 컨센을 비트했을 때 받았던 멀티플이 지속될 것이라 가정하였다. 상기 설명하였듯이, 공모 초기 동사의 PER은 멀티플 거품 논란이 있기에 제외하였다.

Bear case: 동사의 1Q23 ~ 2Q23의 average 12mf PER 13.0x를 제시한다.

동사의 영업수익과 PUBG IP의 성장률이 꺾이고, 신작들의 판매량이 저조할 때를 가정하였다. 다운사이드 시나리오에서는 4Q22 출시된 칼리스토 프로토콜 실패 이후 동사에게 부여되었던 멀티플로 회귀할 것이라 가정하였다. 따라서 1Q23 ~ 2Q23의 동사 average 12mf PER을 부여하였다.

상기 논의를 종합하여, 투자포인트에서 제시한 inZOI 온기가 가시화되는 시기인,

2026E EPS 33,658 원에 Target Multiple 17.8 x를 적용한

Bull Case 목표주가 600,500원, 투자의견 Conviction Buy를 제시한다.

Valuation - PER Method (2026E) Bear Case		Valuation - PER Method (2026E) Base Case		Valuation - PER Method (2026E) Bull Case	
2026E 당기순이익 (단위: 십억 원)	1,145	2026E 당기순이익 (단위: 십억 원)	1,305	2026E 당기순이익 (단위: 십억 원)	1,529
유통가능주식수 (단위: 백만 주)	45	유통가능주식수 (단위: 백만 주)	45	유통가능주식수 (단위: 백만 주)	45
2026(E) EPS (단위: 원)	25,205	2026(E) EPS (단위: 원)	28,721	2026(E) EPS (단위: 원)	33,658
Target PER	13.0x	Target PER	14.2x	Target PER	17.8x
목표주가 (단위: 원)	328,700	목표주가 (단위: 원)	407,800	목표주가 (단위: 원)	600,500
현재주가 (단위: 원)	331,500	현재주가 (단위: 원)	331,500	현재주가 (단위: 원)	331,500
상승여력	-1%	상승여력	23%	상승여력	81%

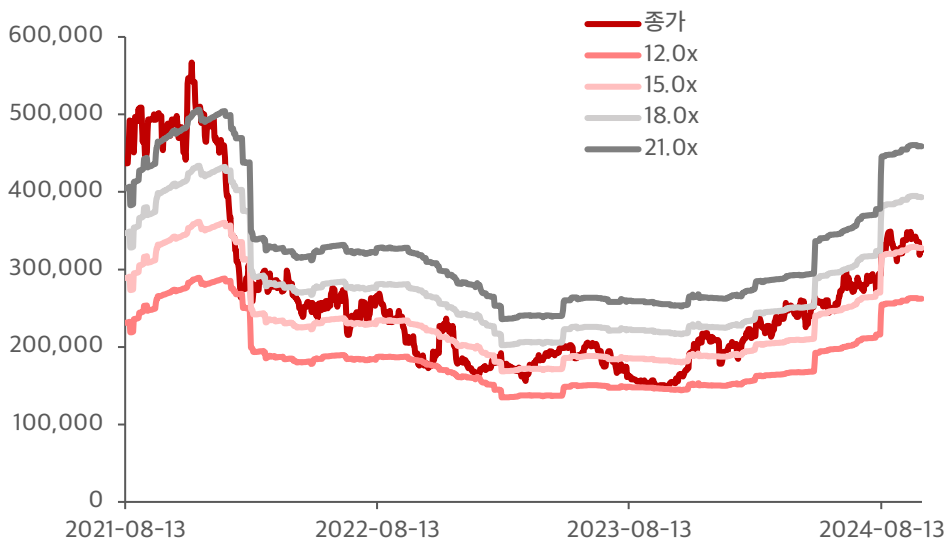
8. Appendix

8.1. BS & CF

재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24
자산	5,717,828	6,037,784	6,440,457	7,146,534
유동자산	3,653,733	3,892,564	3,964,417	4,436,540
현금및현금성자산	3,019,311	674,689	721,049	717,232
유동성당기손익-공정가치측정금융자산	-	2,450,603	2,340,390	2,615,925
매출채권	530,730	525,559	700,401	950,587
기타유동금융자산	57,524	187,187	146,958	89,440
기타유동자산	45,731	49,169	48,968	56,859
당기법인세자산	437	5,356	6,651	6,497
비유동자산	2,064,095	2,145,220	2,476,040	2,709,993
관계기업 및 공동기업투자	394,620	425,297	571,252	615,966
당기손익-공정가치측정금융자산	84,851	142,676	167,156	193,456
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	109,881	83,397	133,473	126,240
유형자산	243,749	223,374	257,029	255,000
무형자산	911,378	867,737	607,782	641,814
투자부동산	183,259	202,173	544,483	551,600
기타비유동금융자산	35,782	74,102	69,151	127,842
기타비유동자산	4,659	28,484	30,116	77,116
이연법인세자산	95,072	96,220	93,452	118,719
파생상품자산	844	1,760	2,145	2,240
부채	1,109,583	921,379	881,636	1,051,092
유동부채	638,188	411,460	520,691	685,890
단기차입금	-	7,000	7,000	7,000
기타유동금융부채	382,490	271,133	281,083	327,150
기타유동부채	104,238	88,569	92,901	118,409
유동성당당부채	37,530	2,903	-	-
당기법인세부채	113,930	41,854	139,706	233,331
비유동부채	471,395	509,919	360,946	365,202
당기손익-공정가치측정금융부채	207,825	234,747	83,902	93,517
순확정급여부채	17,755	13,877	17,081	17,711
충당부채	12,608	13,835	14,039	14,172
기타비유동금융부채	159,157	181,254	146,304	144,152
기타비유동부채	-	-	49,607	42,862
이연법인세부채	74,050	66,206	50,012	52,790
자본	4,608,244	5,116,405	5,558,820	6,095,442
지배기업의 소유주지분	4,608,132	5,111,207	5,554,423	6,092,889
자본금	4,897	4,908	4,924	4,924
자본잉여금	3,839,098	1,448,604	1,472,034	1,473,924
기타자본	206,327	190,113	182,511	146,742
이익잉여금	557,810	3,467,581	3,894,955	4,467,299
비지배지분	112	5,198	4,397	2,552
부채와자본총계	5,717,828	6,037,784	6,440,457	7,146,534

현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24
영업활동으로 인한 현금흐름	713,908	512,703	662,346	405,935
당기손이익	519,878	500,154	594,060	690,030
당기손이익조정을 위한 가감	435,174	360,473	324,468	104,408
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(34,826)	(134,359)	(139,464)	(238,432)
이자 수취	9,829	32,122	36,336	15,847
이자 지급	(11,764)	(1,496)	(8,444)	(4,460)
배당금 수취	571	388	985	42
법인세 납부	(204,952)	(244,579)	(145,595)	(161,499)
투자활동으로 인한 현금흐름	(1,199,699)	(2,862,954)	(394,207)	(210,494)
단기금융상품의 변동	10,610	10,011	11,738	(19,114)
단기대여금의 변동	71	13,343	12,840	4,038
장기금융상품의 변동	(1,161)	(35,797)	(133)	(43)
장기대여금의 변동	(521)	(97,641)	(1,778)	(500)
당기손익-공정가치측정금융자산의 변동	(29,591)	(2,566,987)	216,997	(72,117)
관계기업투자의 취득과 처분	(378,799)	(54,595)	(187,848)	(57,949)
보증금의 증감	(17,477)	(5,185)	(2,485)	(1,298)
리스채권의 증감	867	4,371	10,614	5,488
유형자산의 증감	(60,483)	(26,390)	(33,574)	(14,328)
무형자산의 증감	8,536	4,816	24,652	(3,006)
정보보호금의 증감	360	(903)	-	-
장기선급금의 증감	8	(20,337)	(24,597)	(36,507)
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 취득	(6,132)	(36,872)	(75,524)	(6,267)
투자부동산의 취득	(106,804)	(7,117)	(343,532)	(8,892)
사업결합으로 인한 현금유출	(618,664)	(43,667)	(1,576)	-
파생상품자산의 증가	-	(2)	-	-
파생상품부채의 감소	(520)	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	2,736,157	(56,093)	(225,308)	(229,096)
임대보증금의 증가	1,765	1,131	(700)	-
단기차입금의 차입과 상환	(0)	6,600	-	(69)
주식선택권의 행사	765	113	220	796
비지배지분 증가	0	-	16	14
유상증자	2,772,203	-	-	-
유동성장기차입금의 상환	(1,526)	(135)	-	-
장기차입금의 상환	-	(554)	-	-
당기손익-공정가치측정금융부채의 상환	-	(11,642)	-	-
리스부채의 상환	(37,050)	(51,606)	(56,856)	(30,538)
자기주식의 취득	-	-	(167,988)	(199,300)
현금및현금성자산의 증가(감소)	2,250,366	(2,406,344)	42,831	(33,655)
기초 현금및현금성자산	719,847	3,019,311	674,689	721,049
현금및현금성자산의 환율변동효과	49,098	61,722	3,529	29,839
기말 현금및현금성자산	3,019,311	674,689	721,049	717,232

8.2. PER BAND



8.3. 출시 직전 팔로워 20만 명 이상 주요 게임

게임	출시일	장르	출시 직전 팔로워 수	출시 1달 전 팔로워 수	최고동시접속자 수
Cities: Skylines 2	10/25/2023	도시 건설 시뮬레이션	214,258	171,470	104,697
Dark and Darker	6/7/2024	익스트랙션 RPG	173,934	170,863	57,164
Back 4 Blood	10/13/2021	FPS	169,280	158,893	65,987
Call of Duty	10/28/2022	FPS	198,689	157,023	491,670
Biomutant	5/26/2021	오픈월드 액션 RPG	205,765	149,621	55,048
HUMANKIND™	8/17/2021	턴제 전략	189,431	146,161	55,284
Payday 3	9/21/2023	은행강도 FPS	174,901	142,686	77,938

8.4. 상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물	143	143	143	143	143	143	143
비품	10,659	10,659	10,659	-	-	-	-
시설장치	14,264	14,264	14,264	-	-	-	-
사용권자산	39,205	39,205	39,205	39,205	-	-	-
합 계	64,271	64,271	64,271	39,348	143	143	143

유형자산 CapEx

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물	-	-	-	-	-	-	-
비품	14,683	14,683	14,683	14,683	14,683	14,683	14,683
시설장치	14,319	14,319	14,319	14,319	14,319	14,319	14,319
사용권자산	56,736	56,736	56,736	56,736	56,736	56,736	56,736
합 계	85,738	85,738	85,738	85,738	85,738	85,738	85,738

감가상각비 - CapEx 반영 후

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물	143	143	143	143	143	143	143
비품	15,553	20,448	25,342	14,683	14,683	14,683	14,683
시설장치	17,128	19,991	22,855	11,455	14,319	14,319	14,319
사용권자산	42,042	44,879	47,716	50,553	11,347	11,347	11,347
합 계	74,866	85,461	96,056	76,833	40,492	40,492	40,492

건설중인자산 대체

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	합계
건물	-	-	-	-	-	-
비품	-	1,836	790	1,687	2,562	6,875
시설장치	900	918	1,421	1,213	11,647	16,098
사용권자산	-	-	-	-	-	-
합 계	900	2,753	2,211	2,900	14,209	22,973

무형자산상각비 - CapEx 반영 전

(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
소프트웨어	1,894	1,894	1,894	-	-	-	-
산업재산권	179	179	179	-	-	-	-
회원권	67	67	67	67	67	67	67
기타무형자산	22,557	22,557	22,557	22,557	22,557	22,557	22,557
합계	2,140	24,697	24,697	22,624	22,624	22,624	22,624

무형자산 취득 추정

(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
소프트웨어	1,821	1,821	1,821	1,821	1,821	1,821	1,821
산업재산권	49	49	49	49	49	49	49
회원권	231	231	231	231	231	231	231
기타무형자산	206	206	206	206	206	206	206
합계	2,101	2,307	2,307	2,307	2,307	2,307	2,307

무형자산상각비 - CapEx 반영 후

(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
소프트웨어	2,501	3,108	3,715	2,428	3,035	3,643	4,250
산업재산권	192	204	216	49	61	73	85
회원권	78	90	101	113	125	136	148
기타무형자산	22,578	22,598	22,619	22,639	22,660	22,680	22,701
합계	25,349	26,000	26,651	25,229	25,881	26,532	27,184

8.5. 영업의 손익 추정

기타수익/기타비용 추정

(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기타수익	36,362	47,871	156,843	283,726	476,348	305,639	305,639	305,639
외환이익	15,692	38,549	117,697	195,087	67,795	126,859	126,859	126,859
FVPL 금융자산 처분이익	176	2,155	892	19,094	197,676	72,554	72,554	72,554
FVPL 금융자산 평가이익	1,268	3,338	21,058	43,185	25,181	29,808	29,808	29,808
FVPL 금융부채 평가이익	-	-	-	12,374	149,306	53,893	53,893	53,893
잡이익	19,227	3,829	17,196	13,986	36,389	22,524	22,524	22,524
기타비용	30,731	152,454	49,014	382,138	338,025	256,393	256,393	256,393
외환손실	17,274	128,375	13,234	55,804	51,190	40,076	40,076	40,076
종속기업투자손상차손	866	-	74	176,913	179,155	118,714	118,714	118,714
FVPL 금융자산 처분손실	-	1,721	87	66,346	62,500	42,978	42,978	42,978
FVPL 금융자산 평가손실	2,929	-	1,796	55,444	31,308	29,516	29,516	29,516
FVPL 금융부채 평가손실	8	-	555	7,652	-	2,736	2,736	2,736
잡손실	9,654	22,358	33,268	19,979	13,873	22,374	22,374	22,374

금융수익/금융비용 추정								
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
금융수익	5,685	3,460	10,875	33,721	37,538	36,686	36,686	36,686
이자수익	5,685	3,444	10,875	33,721	37,538	36,686	36,686	36,686
금융보증수익	-	16	-	-	-	-	-	-
금융비용	8,767	5,707	6,983	7,599	8,932	7,952	7,952	7,952
이자비용	8,764	5,666	6,961	7,577	8,910	7,952	7,952	7,952
금융보증비용	3	41	22	22	22	-	-	-

이자수익 및 이자비용 추정								
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
이자수익	5,685	3,444	10,875	33,721	37,538	36,686	36,686	36,686
유효이자율(%)	1.0%	0.3%	0.3%	2.3%	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%
상각후원가 금융자산	575,740	1,253,352	3,641,698	1,461,537	1,637,559	2,246,931	2,246,931	2,246,931
이자비용	8,764	5,666	6,961	7,577	8,910	7,952	7,952	7,952
유효이자율(%)	4.3%	1.9%	1.3%	1.6%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%
상각후원가 금융부채	204,493	296,503	541,647	459,388	434,387	478,474	478,474	478,474

8.6. Base, Bear case 추정 손익계산서

Base case 추정 손익계산서									
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
영업수익	1,087	1,670	1,885	1,854	1,911	1,373	2,966	3,499	3,578
YoY(%)	-2.9%	53.6%	12.9%	-1.7%	3.1%	48.3%	55.2%	18.0%	2.2%
영업비용	728	897	1,235	1,102	1,143	730	1,583	1,667	1,736
영업이익	359	774	651	752	768	643	1,383	1,833	1,842
OPM(%)	33.0%	46.3%	34.5%	40.5%	40.2%	46.8%	46.6%	52.4%	51.5%
기타손익	6	(105)	108	(59)	76	287	49	49	49
금융손익	(3)	(2)	4	26	29	14	29	29	29
지분법손익	(1)	(0)	(1)	(35)	(44)	(19)	(27)	(27)	(27)
세전순이익	362	667	761	684	829	923	1,434	1,884	1,893
법인세비용(수익)	83	111	231	169	235	233	405	563	588
계속영업순이익	279	556	530	515	594	690	1,029	1,321	1,305
중단영업순손실	-	-	(10)	(15)	-	-	-	-	-
당기순이익	279	556	520	500	594	690	1,029	1,321	1,305
NPM(%)	25.6%	33.3%	27.6%	27.0%	31.1%	50.3%	34.7%	37.7%	36.5%

Bear case 추정 손익계산서									
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
영업수익	1,087	1,670	1,885	1,854	1,911	1,373	2,942	3,382	3,418
YoY(%)	-2.9%	53.6%	12.9%	-1.7%	3.1%	48.3%	54.0%	14.9%	1.1%
영업비용	728	897	1,235	1,102	1,143	730	1,583	1,667	1,736
영업이익	359	774	651	752	768	643	1,360	1,715	1,682
OPM(%)	33.0%	46.3%	34.5%	40.5%	40.2%	46.8%	46.2%	50.7%	49.2%
기타손익	6	(105)	108	(59)	76	287	49	49	49
금융손익	(3)	(2)	4	26	29	14	29	29	29
지분법손익	(1)	(0)	(1)	(35)	(44)	(19)	(27)	(27)	(27)
세전순이익	362	667	761	684	829	923	1,411	1,766	1,733
법인세비용(수익)	83	111	231	169	235	233	405	563	588
계속영업순이익	279	556	530	515	594	690	1,006	1,203	1,145
중단영업순손실	-	-	(10)	(15)	-	-	-	-	-
당기순이익	279	556	520	500	594	690	1,006	1,203	1,145
NPM(%)	25.6%	33.3%	27.6%	27.0%	31.1%	50.3%	34.2%	35.6%	33.5%

Notice.

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