

롱런의 비결

1UP

00

HI-SCORE
14000

2UP

00

▶ New Game
Options
Quit

2020.09.10

Analyst 황현준

인터넷/게임/엔터

Summary



게임 업종의 주가는 업체별 신작 출시에 따라 크게 좌우된다. 하지만 게임을 비롯한 콘텐츠 산업 전반에서 신규 콘텐츠에 대한 불확실성이 높아지고 있어 게임 출시 관련하여 주가 방향성을 예단하기에는 더 어려워질 것으로 예상된다. 이에 따라 중장기/모멘텀 투자 관점에서 보다 안정된 투자를 하기 위해서는 흥행 및 성과에 대한 리스크를 축소할 수 있는 게임을 찾는 것이 우선 요소가 될 것으로 보인다.

MMORPG, 그 중에서도 흥행 롱런 게임 IP 활용한 모바일 MMORPG가 불확실성을 줄일 수 있는 게임이라고 판단된다. MMORPG는 기본적으로 게임성에 기반하여 유저층이 형성되고, 콘텐츠 업데이트 등을 통해 결말없이 계속 이어지는 가운데 유저는 캐릭터를 성장시키고 다른 이용자와 상대적 강함을 겨루면서 시간/돈/관계 등이 지속 매몰된다. 이러한 매몰이 축적될수록 이용자는 게임에 지속 Lock-in되고 게임이 롱런하는 요인으로 작용한다.

기흥행한 롱런 MMORPG IP를 활용한 모바일게임은 1) 트래픽 확보, 마케팅비 절감 등의 이점을 누리며 출시 초기 흥행 및 성과에 대한 불확실성을 축소할 수 있고, 2) 시간/비용/관계 매몰에 기반한 MMORPG의 이용자 Lock-in 요인이 압도적인 휴대성에 기반한 모바일에서 더 강하게 발생하면서 게임의 라이프 사이클을 길게 더 가져갈 수 있으며, 3) MMORPG 장르 특성상 경쟁 유도적 요인이 강하여 과금 요소 적용을 통한 매출 발생이 용이하다고 판단된다.

이를 토대로 리니지M/2M의 흥행에 이어 롱런 온라인 PC MMORPG 블레이드앤소울/아이온의 모바일 확장이 순차적으로 예정되어 있는 엔씨소프트를 탑픽으로 제시한다. 그리고 내년 상반기까지 20년차 무 IP의 모바일 확장이 이어질 웹젠과, 출시 6주년에도 저력을 입증한 글로벌 흥행 모바일 게임 서머너즈워 IP의 MMORPG가 21년 상반기 출시 예정인 컴투스를 차선호주로 추천한다.

Contents

I. 게임 산업 투자 전략.....	4
이제는 불확실성을 줄이는 게임 찾아야 할 때.....	4
롱런 게임 IP 활용 MMORPG 를 보자.....	5
롱런 IP 를 보유한 사업자의 리레이팅을 고려하자 : 엔씨소프트!, 웹젠/컴투스:	6
II. Old IP 전성기.....	9
Old IP 재생산이 대세.....	9
팬덤이 확보된 IP 활용은 앞으로도 지속될 것.....	10
환경적/감성적 변화에 기인한 Old 게임 IP 확장.....	13
III. MMORPG 롱런의 비결.....	15
MMORPG는 롱런 IP 의 가치가 높다고 판단	15
MMORPG 란?.....	16
MMORPG 롱런의 비결: 시간/돈/관계의 양상불.....	17
과금이 유리한 MMORPG.....	18
MMORPG, 앞으로는?.....	21
IV. Coverage Recommendation.....	23
엔씨소프트(036570).....	24
웹젠(069080).....	27
컴투스(078340).....	30

I. 게임 산업 투자 전략

이제는 불확실성을 줄이는 게임 찾아야 할 때

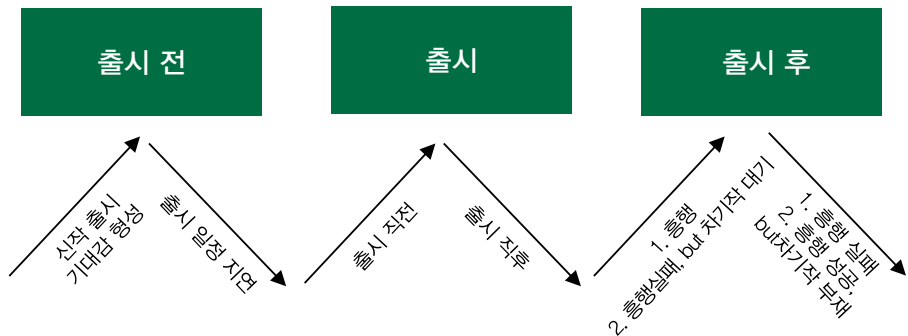
게임업종
주가는 신작
출시에 크게
좌우

게임업종의 주가는 업체별 신작 출시에 따라 크게 좌우된다. 신작 출시에 대한 기대감이 형성되는 시기에는 강세, 출시 일정이 지연되면 약세, 출시 직전에는 다시 강세, 그리고 출시 후에는 약세의 패턴을 보이는 경우가 많다. 이에 따라 게임 업종에 대한 투자에서는 게임 출시에 따른 성과, 지역 확장 계획, 차기작 등에 기반한 중장기 접근과 더불어 모멘텀 중심의 투자 전략도 유효하다.

불확실성을
축소하는
게임을 찾는게
우선

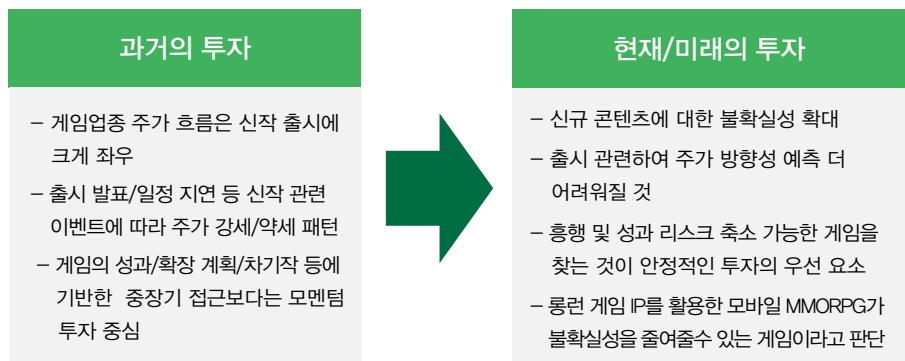
하지만 과거보다 다양한 채널을 통한 콘텐츠 소비가 가능해지고 콘텐츠의 절대적 양도 함께 증가함에 따라 게임을 비롯한 콘텐츠 산업 전반에서 신규 콘텐츠에 대한 불확실성이 높아지고 있어 게임 출시와 관련하여 주가 방향성을 판단하기에는 더 어려워질 것으로 예상된다. 이에 따라 중장기/모멘텀 투자 관점에서 보다 안정된 투자를 위해서는 흥행 및 성과에 대한 리스크를 축소할 수 있는 게임을 찾는 것이 우선 요소가 될 것으로 보인다.

도표 1. 일반적인 게임업종 주가 흐름



자료: DB금융투자

도표 2. 게임업종 투자 패러다임의 변화가 필요



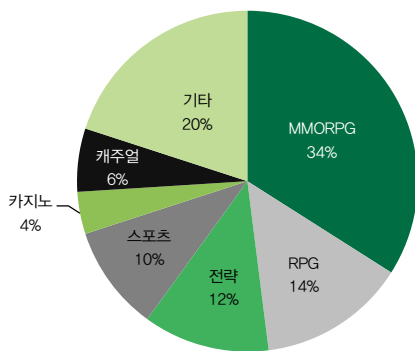
자료: DB금융투자

롱런 게임 IP 활용 MMORPG를 보자

롱런 게임 IP
활용 모바일
MMORPG가
불확실성을
줄일 수 있는
게임

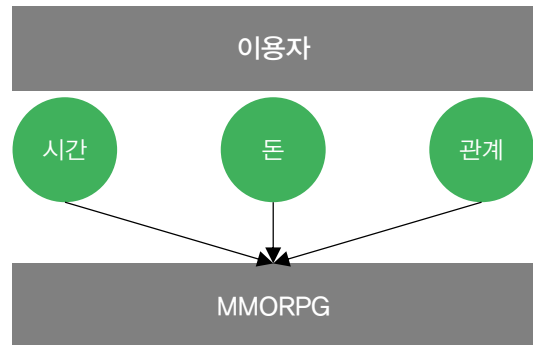
국내에서 대세인 MMORPG, 그 중에서도 흥행 롱런 게임 IP 활용한 모바일 MMORPG가 불확실성을 줄일 수 있는 게임이라고 판단된다. 이는 1) 오리지널의 흥행을 통해 이용자 기반 확보가 확인된 IP를 활용함으로써 초기 트랙픽 확보, 마케팅비 절감 등의 이점을 누리며 출시 초기 흥행 및 성과에 대한 불확실성을 축소할 수 있고, 2) 이용자층이 유지되어 롱런한 게임 IP에, 모바일에서 더 강해지는 시간/비용/관계 매물에 기반한 MMORPG의 이용자 Lock-in 요인이 더해지면 게임의 라이프 사이클을 길게 가져갈 수 있으며, 3) MMORPG 장르 특성상 경쟁 유도적 요인이 강하여 과금 요소 적용을 통한 매출 발생이 용이하기 때문이다.

도표 3. 국내 모바일 게임 매출 순위 Top 50 장르별 비중



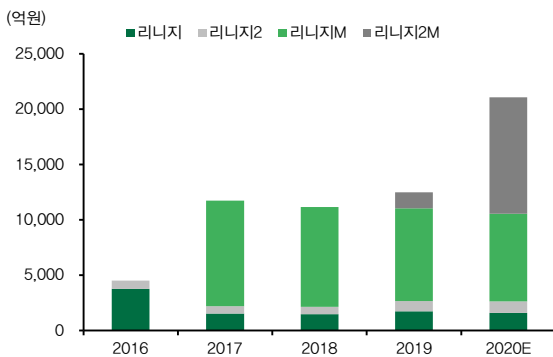
자료: 앱애니, DB금융투자

도표 4. 3대 매물로 이용자 Lock-in하는 MMORPG



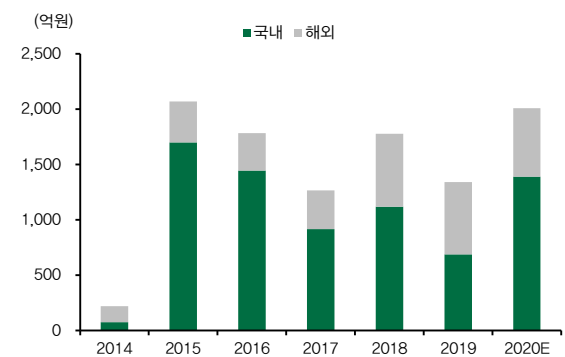
자료: DB금융투자

도표 5. 엔씨소프트 리니지 시리즈 매출액 추이



자료: 엔씨소프트, DB금융투자
주: 로열티 매출 제외

도표 6. 웹젠 류IP 매출액 추이



자료: 웹젠, DB금융투자

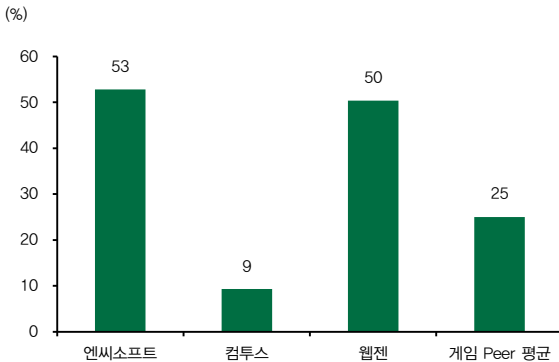
롱런 IP를 보유한 사업자의 리레이팅을 고려하자 : 엔씨소프트!, 웹젠/컴투스!

엔씨소프트
타픽 제시,
웹젠/컴투스
차선호주 추천

이를 토대로 리니지M/2M의 흥행에 이어 롱런 온라인 PC MMORPG 블레이드앤소울/아이온의 모바일 확장이 순차적으로 예정되어 있는 엔씨소프트를 타픽으로 제시한다. 그리고 내년 상반기까지 20년차 무 IP의 모바일 확장이 이어질 것으로 보이는 웹젠과, 출시 6주년에도 저력을 입증한 글로벌 흥행 모바일 게임 써머너즈워 IP의 MMORPG가 21년 상반기 출시 예정인 컴투스를 차선호주로 추천한다.

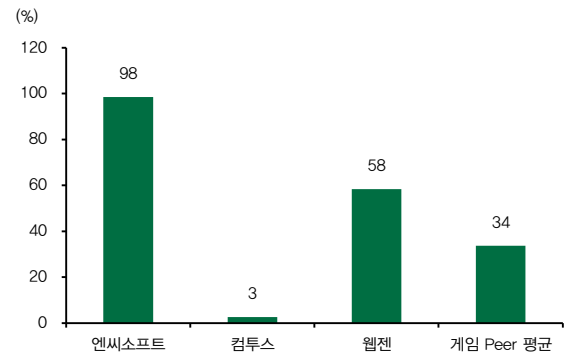
엔씨소프트, 웹젠은 롱런 중인 흥행 게임 IP를 보유하고 있고 이를 기반으로 이용자 Lock-in 및 BM, 적용이 유리한 장르인 모바일 MMORPG 출시를 통해 신규 콘텐츠의 불확실성을 축소하며 성과를 내고 있다. 이에 힘입어 엔씨소프트와 웹젠은 올해 괄목할만한 실적 개선이 예상되는 상황이지만 올해 예상 실적 대비 현재 추가 밸류에이션은 여전히 Peer 대비 낮은 수준이다. 불확실성이 높고 콘텐츠 장르 간에도 경쟁이 심화되고 있는 시장 환경에서 기대 효용이 큰 IP를 보유하고 있는 사업자들은 분명 유리한 위치를 점하고 있다고 생각한다. 출시 지연 이슈만 없다면 엔씨는 올해 하반기/내년, 웹젠은 올해 하반기/내년 상반기, 컴투스는 내년 상반기에 IP 확장 전략을 통한 성과가 본격화될 것으로 보임에 따라 이 구간에서 밸류에이션 리레이팅이 필요하다고 판단된다.

도표 7. 엔씨/컴투스/웹젠/게임 Peer 20E 매출액 성장률



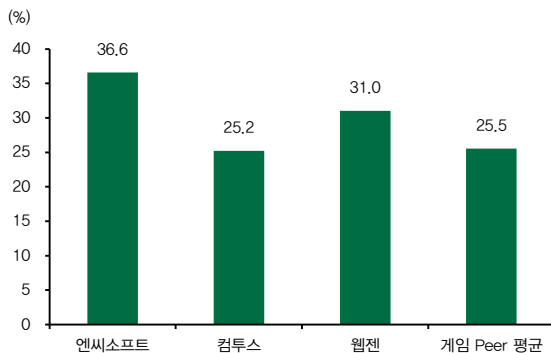
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 8. 엔씨/컴투스/웹젠/게임 Peer 20E 영업이익 성장률



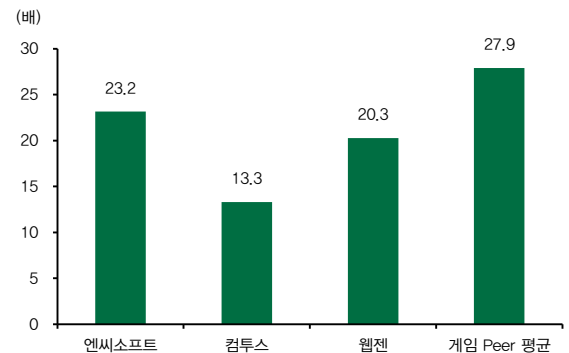
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 9. 엔씨/컴투스/웹젠/게임 Peer 20E 영업이익률



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 엔씨/컴투스/웹젠/게임 Peer 20E PER



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 11. 게임업종 Peer Valuation Table

(단위: 억원, %, 배)

		시총	매출액		영업이익		OPM		PER		PBR		ROE	
			2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E
국내	엔씨소프트	178,267	17,012	36,929	4,790	9,513	28.2	25.8	31.1	14.7	4.5	3.5	14.7	27.1
	넷마블	166,036	21,787	30,295	2,027	4,446	9.3	14.7	49.1	42.7	3.3	2.8	7.2	7.2
	컴투스	16,701	4,693	6,969	1,260	2,021	26.8	29.0	11.7	9.4	1.6	1.2	14.1	14.1
	웹젠	13,436	1,761	3,112	518	1,183	29.4	38.0	11.9	13.7	3.1	2.1	17.4	17.4
	펄어비스	26,617	5,359	6,989	1,506	2,488	28.1	35.6	14.2	12.2	3.5	2.3	20.4	20.4
해외	Blizzard	724,350	75,641	103,240	18,733	43,031	24.8	41.7	31.5	21.1	4.1	3.1	15.8	15.8
	ea	446,366	55,131	79,531	11,093	27,827	20.1	35.0	29.6	19.7	4.6	3.3	15.3	15.3
	netease	796,544	99,943	163,854	23,266	39,884	23.3	24.3	20.8	19.6	5.0	3.7	19.2	19.2
	take two	219,610	29,720	54,274	2,302	13,746	7.7	25.3	59.4	20.2	5.9	4.3	21.3	21.3
	nexon	248,012	26,586	38,945	10,111	18,511	38.0	47.5	11.2	15.9	3.1	2.2	14.9	14.9
	zynga	111,767	15,406	34,488	-3,173	6,554	-20.6	19.0	NA	18.2	4.8	3.4	20.0	20.0
	sega	35,621	33,312	38,803	1,314	3,117	3.9	8.0	115.9	15.9	1.0	1.0	6.1	6.1
	nintendo	868,252	120,589	149,075	25,081	47,978	20.8	32.2	19.5	22.4	4.1	3.4	15.6	15.6
	tencent	7,503,841	636,510	1,232,855	187,881	370,022	29.5	30.0	34.1	23.5	7.7	4.9	21.9	21.9

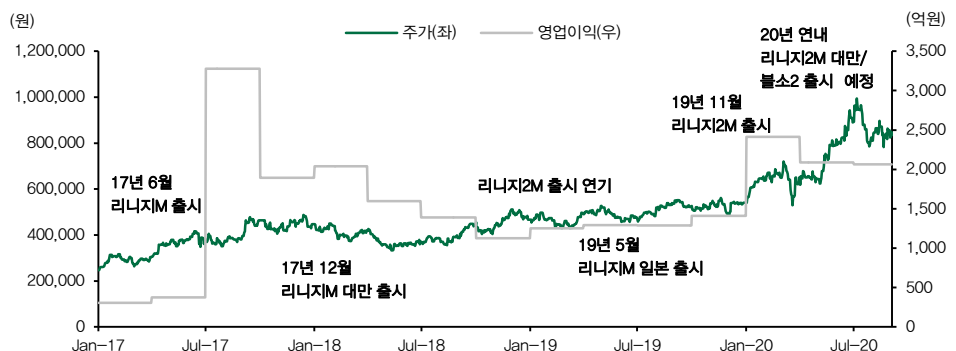
자료: Bloomberg, DB금융투자

주: 시가총액은 9/8 종가 기준

엔씨소프트: 레벨업의 시간이 다가온다

엔씨소프트 주가는 19년 하반기부터 리니지2M 영향권이었다. 출시전부터 기대감이 본격 반영되었고 출시 후 흥행에 성공하면서 주가는 크게 상승했다. 최근 리니지2M 매출순위 하락 등의 이유로 주가는 조정 받았지만 다시 레벨업 구간에 진입하고 있다고 판단된다. 이는 하반기 리니지2M 공성전 업데이트 및 해외 확장 모멘텀과 더불어 블레이드앤소울2 출시가 예정되어 있기 때문이다. 원게임의 흥행성, 모바일의 접근성, 진화하고 있는 엔씨의 과금시스템, MMORPG 장르적 특성 등 블소2의 흥행 리스크를 축소하는 요인들은 충분하다. 리니지2M이 엔씨의 20년 실적을 견인한 것과 같이 블소2는 21년 실적 개선을 이끌 것으로 보이고 오리지널이 해외에서도 의미있는 매출이 발생한 것을 감안하면 해외 성과에 대한 기대감이 기존 모바일 게임보다 크게 반영될 수 있을 것으로 보인다. 그리고 블소2 다음에는 아이온2가 기다리고 있다.

도표 12. 엔씨소프트 주가/영업이익 추이 및 주요 이벤트



자료: Dataguide, DB금융투자

웹젠: 뮤, Reboot

웹젠의 주력 IP인 뮤는 중국에서 인기가 있다. 이에 힘입어 14년 전반기적을 시작으로 중국에서 다수 모바일화되었다. 웹젠 주가는 17년 하반기 중국 신작 모멘텀이 집중되면서 크게 상승하였다. 하지만 18년 초 기적MU:각성까지 중국에서 흥행하며 실적이 개선되었음에도 불구하고 이후 중국 기대 신작 출시 부재로 주가는 부진했다. 올해에는 국내 출시한 뮤 아크엔젤/R2M이 흥행했고, 중국에서 성과가 확인된 뮤IP를 활용한 모바일 게임 진흥지인이 올해 하반기, 전반기적2가 내년 상반기 중국 출시가 기대되어 17년 하반기 이상의 모멘텀/성과가 예상됨에 따라 목표주가를 4.7만원으로 상향 제시한다.

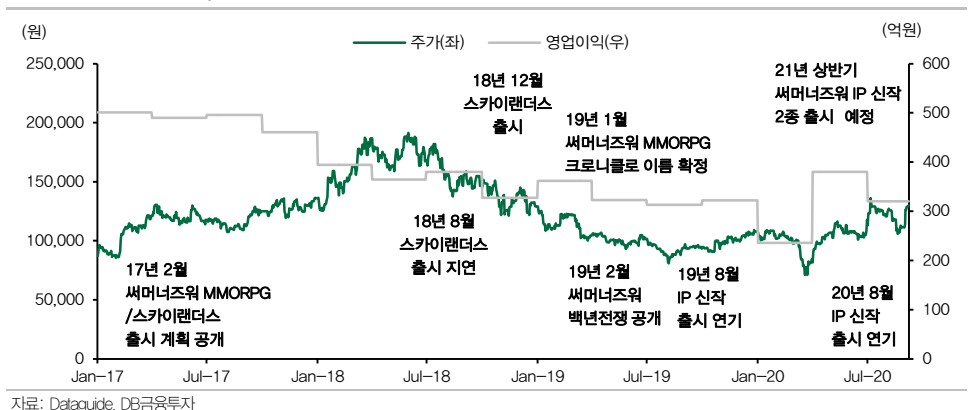
도표 13. 웹젠 주가/ 영업이익 추이 및 주요 이벤트



컴투스: 의미있는 기다림

컴투스는 써머너즈워가 글로벌 흥행 모바일 게임으로서의 입지를 재차 확인하며 양호한 실적 흐름을 지속하고 있으나 써머너즈워 IP 활용 신작 출시가 늦어지면서 주가가 18년 하반기부터 지지부진한 모습이다. 하지만 여전히 저력있는 써머너즈워 IP를 활용한 MMORPG의 출시를 컴투스의 지속적인 기대요인이다. 21년 상반기에는 출시되길 기대하며 MMORPG 크로니클 이전인 1Q21에 출시 예정인 실시간 전략 게임 백년전쟁에서 써머너즈워 IP 파워가 어느 정도 효과를 낼지도 관전 포인트이다.

도표 14. 컴투스 주가/ 영업이익 추이 및 주요 이벤트



II. Old IP 전성기

Old IP 재생산이 대세

Old 게임 IP 재생산 활발

최근 국내 모바일 게임 매출 순위를 살펴보면 리니지M/2M, 바람의 나라: 연, 뮤: 아크엔젤 등 과거 흥행한 온라인 PC 게임 IP 기반의 게임들이 다수 상위권에 랭크되어있다. 그리고 게임 장르로 보면 MMORPG(Massively Multi-player Online Role Playing Game)가 대세인 모습이다.

콘텐츠 흥행의 불확실성이 더 높아지는 가운데 IP 확장 전략 확대

게임을 비롯하여 영화, 드라마 등 콘텐츠 시장 전반에서 기흥행한 오리지널 콘텐츠 IP를 재생산하여 활용하는 경우가 늘고 있다. 이는 이용자가 콘텐츠에 할애 가능한 시간은 제한적인 가운데 과거보다 다양한 채널을 통한 콘텐츠 소비가 가능해지고 콘텐츠의 절대적인 양도 함께 증가함에 따라 콘텐츠의 흥행에 대한 불확실성이 더 높아지고 있기 때문이다. 이에 따라 다수의 콘텐츠 사업자들은 오리지널 콘텐츠의 흥행을 통해 이용자 기반 확보가 확인된 IP를 활용함으로써 초기 트래픽 확보, 마케팅비 절감 등의 이점을 누리며 리스크를 축소하는 전략을 취하고 있다.

도표 15. 국내 모바일 게임 매출 Top 20(9월1일 구글플레이 기준)

순위	게임이름	장르	제작사	비고	순위	게임이름	장르	제작사	비고
1	리니지M	MMORPG	엔씨소프트	Old IP 확장	11	그랑삼국	롤플레이	유주게임즈	
2	바람의 나라: 연	롤플레이	넥슨코리아	Old IP 확장	12	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	넷마블체리	Old IP 확장
3	리니지2M	MMORPG	엔씨소프트	Old IP 확장	13	AFK 아레나	롤플레이	릴리스 게임즈	
4	뮤 아크엔젤	MMORPG	웹젠	Old IP 확장	14	리니지2 레볼루션	MMORPG	넷마블네오	Old IP 확장
5	KartRider Rush+	레이싱	넥슨코리아	Old IP 확장	15	스테리테일	MMORPG	4399 코리아	
6	기적의 검	롤플레이	4399 코리아		16	슬램덩크	스포츠	DeNA 홍콩 Ltd	
7	라그나로크 오리진	MMORPG	그라비티	Old IP 확장	17	A3: 스틸얼라이브	배틀로얄MMO	이데아 게임즈	Old IP 확장
8	V4	MMORPG	넷게임즈		18	프린세스 커넥트! Re:Dive	롤플레이	사이게임즈	
9	라이즈 오브 킹덤즈	전략	릴리스 게임즈		19	킹덤 : 전쟁의 불씨	MMORPG	파우게임즈	
10	가디언 테일즈	RPG	콩 스튜디오		20	피파 온라인 4 M	스포츠	EA 코리아	

자료: 앱애니, DB금융투자

도표 16. 영화/방송/게임 분야의 대표적 IP 확장 전략 케이스 Marvel



팬덤이 확보된 IP 활용은 앞으로도 지속될 것

팬덤이 확보된
IP는 사업자
가치 Up

IP 확장에 활용되는 콘텐츠의 특징은 특정 콘텐츠의 경험가치를 공유하는 '팬덤'을 보유하고 있다는 점이다. 음악 시장에서 아티스트 및 제작사의 성공 요인으로 작용하는 팬덤은 이제 콘텐츠 산업 전역에서 핵심 요소로 잡고 있다. 팬덤은 콘텐츠를 소비함과 더불어 선호하는 콘텐츠에 대한 충성도를 보이며 사업자의 수익 창출 측면에서도 중요한 역할을 한다. 이에 따라 유의미한 팬덤 기반이 갖춰진 콘텐츠는 IP로서의 가치가 형성되고 이러한 콘텐츠는 오리지널의 변형, 수정, 가공 등을 통해 2차 생산되어 활용되고 있다. 특히 최근 다양한 채널을 통한 콘텐츠 소비가 자리잡으면서 멀티 플랫폼으로 확장(콘텐츠 프랜차이즈)이 용이해짐에 따라 콘텐츠 IP의 사업적 가치는 더욱 높아지고 있다.

IP 활용성은
게임>음악>
영화>드라마

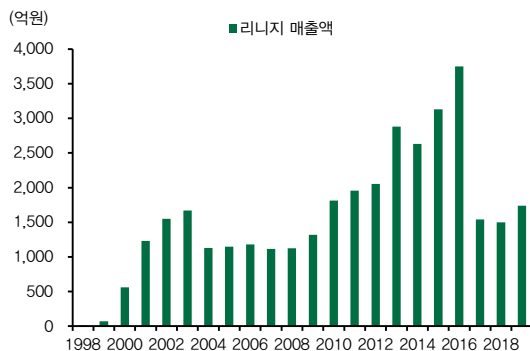
콘텐츠 장르별로 보면 국내 콘텐츠 중 IP 활용성은 게임>음악>영화>드라마 순서로 높은 것으로 보인다. 이는 팬덤 충성도, 콘텐츠 라이프사이클, 콘텐츠 안정성, 그리고 장르/플랫폼/라이선싱 등에 기반하여 비교했을 때 개별 콘텐츠 중심으로 형성되어 인기의 수명이 짧은 국내 드라마/영화나 인적 자원에 기반하여 안정성 측면에서 역점이 있는 음악보다 게임이 우위에 있다고 판단되기 때문이다. 특히 오랜 기간 서비스되면서 유저 기반이 유지되고 수익 기여가 지속되는 게임의 IP일수록 활용성은 높다고 판단된다.

도표 17. 국내 콘텐츠 장르별 IP 가치 평가

	게임	음악(아이돌)	영화	드라마
팬덤 충성도	●	●	X	X
라이프 사이클	●	▲	▲	X
콘텐츠 안정성	●	X	▲	▲
콘텐츠 IP 확장성	●	●	▲	▲
장르 확장성	X	X	▲	▲
플랫폼 확장성	●	●	▲	▲
라이선싱 확장성	●	●	X	X

자료: DB금융투자

도표 18. 팬덤을 기반으로 흥행하고 있는 엔씨소프트 리니지



자료: DB금융투자

도표 19. 펍지 배틀그라운드 팬들의 캐릭터 코스프레



자료: DB금융투자

주요 IP에 대한 확장 전략에 주목

모바일을 중심으로 재편되고 게임 시장에서 Old 온라인 PC게임 IP의 모바일 확장이 활발하다. 엔씨소프트, 웹젠, 넥슨 등 국내 주요 게임 사업자들은 장기간 동안 서비스되면서도 여전히 인기 있는 Old 온라인 PC게임 IP를 보유하고 있으며 이들의 모바일 확장을 통해 성과를 내고 있다. 빅히트를 친 Old PC온라인 게임IP라고 해서 모바일로 확장했을때 흥행이 보장되는 것은 아니다. 유명 IP를 활용해 출시 전 이슈 물이를 했음에도 불구하고 기대 이하의 게임성으로 혹평을 받으며 흥행 실패한 게임이 다수 존재한다. 하지만 다양한 콘텐츠 사업자들 간 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 앞으로도 게임 산업에서 콘텐츠 IP의 중요성은 더욱 부각될 것으로 보임에 따라 주요 IP에 대한 확장 전략에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

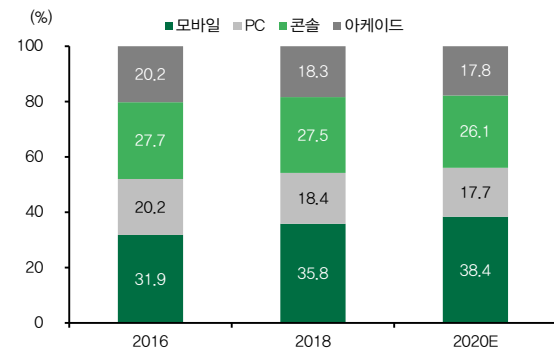
도표 20. 20년 8월 온라인 PC 게임 관심 순위

순위	게임명	장르	개발사/퍼블리셔	출시일	순위	게임명	장르	개발사/퍼블리셔	출시일
1	배틀그라운드	FPS	크래프톤/카카오	2017. 12. 21	26	뮤	MMORPG	웹젠/웹젠	2001. 11. 19
2	리그오브레전드	AOS	라이엇/라이엇	2011. 12. 04	27	R2	MMORPG	웹젠/웹젠	2006. 10. 26
3	오버워치	FPS	블리자드/블리자드	2016. 05. 24	28	그라나도에스파다	MMORPG	아이엠씨/한빛소프트	2006. 07. 28.
4	검은 사막	MMORPG	펄버비스/펄버비스	2015. 07. 14	29	리니지2	MMORPG	엔씨/엔씨	2003. 10. 01
5	메이플스토리	MMORPG	위젯스튜디오/넥슨	2003. 04. 29	30	디지털마스터즈	MMORPG	무브게임즈/무브게임즈	2009. 10. 30
6	마인크래프트	샌드박스	모장/엑스박스 게임	2011. 11. 18	31	라그나로크	MMORPG	그라비티/그라비티	2002. 08. 01
7	던전앤파이터	액션 RPG	네오플/넥슨	2005. 08.10	32	아키에이지	MMORPG	엑스엘/엑스엘	2013. 01. 16
8	하스스톤	CCG	블리자드/블리자드	2014. 03. 13	33	천상비	MMORPG	네오위즈/네오위즈	2001. 07. 20
9	피파온라인4	스포츠	EA코리아/넥슨	2018. 05. 17	34	크리티카	액션 RPG	올엠/올엠	2013. 02. 26
10	서든어택	FPS	넥슨지티/넥슨	2005. 08. 23	35	던전스트라이커	액션 RPG	게임브리오/한게임	2013. 05. 15
11	로스트아크	MMORPG	스마일게이트/스게	2019. 10. 27	36	스타크래프트2	RTS	블리자드/블리자드	2010. 07. 27
12	리니지	MMORPG	엔씨/엔씨	1998. 09. 03	37	DK온라인	MMORPG	rpg팩토리/마상소프트	2012. 03. 29
13	에오스	MMORPG	엔비어스/엔비어스	2016. 10. 06	38	테라	MMORPG	크래프톤/넥슨코리아	2011. 01. 25
14	월드오브워크래프트	MMORPG	블리자드/블리자드	2019. 08. 27	39	능력자X	TPS	JCE/마상소프트	2012. 05. 10
15	아이온	MMORPG	엔씨/엔씨	2008. 11. 25	40	드래곤네스트	롤플레이	아이덴티티/아이덴티티	2010. 03. 04
16	디아블로3	액션 RPG	블리자드/블리자드	2012. 05. 15	41	로한	MMORPG	엔엑스쓰리/플레이워드	2019. 06. 27
17	사이퍼즈	액션	네오플/넥슨	2011. 06. 30	42	라테일	MMORPG	엑토즈/엑토즈	2006. 07. 21
18	아스타온라인	MMORPG	폴리곤게임즈/NHN	2013. 10. 16	43	그랜드체이스	RPG	코그/카카오게임즈	2018. 01. 30.
19	블레이드앤소울	MMORPG	엔씨/엔씨	2012. 06. 30	44	EZ2ON	리듬게임	레트로게임즈/유폴레이	2007. 12. 23
20	메이플스토리2	MMORPG	위젯스튜디오/넥슨	2015. 07. 07	45	건즈온라인	TPS	마이애트 엔터/넷마블	2004. 02. 14
21	로스트사가	액션	위메이드/위메이드	2009. 02. 26	46	천하제일상 거상	MMORPG	에이케이/에이케이	2002. 05. 01
22	클로저스	액션	나딕게임즈/넥슨	2014. 12. 23	47	마비노기	MMORPG	데브캣스튜디오/넥슨	2004. 06. 22
23	아크로드2	MMORPG	웹젠/웹젠	2013. 10. 17	48	하운즈	RPS	넷마블네오/넷마블	2013. 02. 21
24	구미호온라인	MMORPG	기린게임/IMI	2013. 07. 30	49	데카론	MMORPG	유비판/유비판	2005. 05. 03
25	히어로즈오브더스톰	전략	블리자드/블리자드	2015. 06. 02	50	나이트온라인	MMORPG	노아시스템/엠게임	2002. 07. 15

자료: 게임치트100, DB금융투자

주: 모바일 확장된 온라인 PC게임은 굵게 표시

도표 21. 글로벌 게임 시장 플랫폼별 점유율 추이



자료: KOCCA, DB금융투자

도표 22. 혹평을 받은 유명 IP 기반 게임도 다수



자료: Youtube, DB금융투자

도표 23. 주요 게임사별 보유 IP 및 모바일 확장 일정

	게임	출시 시기	모바일 게임	출시 시기	개발/퍼블리싱	지역	비고
엔씨소프트	리니지	1998.09	리니지M	2017.06	엔씨/엔씨(대만:감마니아)	국내/대만/일본	프로젝트 TL PC/콘솔 출시예정
	리니지2	2003.10	리니지2:레볼루션 리니지2M	2016.12 2019.11	넷마블체리/넷마블 엔씨/엔씨	국내/글로벌 국내	넷마블 라이선싱 20년 대만 출시 예정
	블레이드앤소울	2012.06	블소:레볼루션 블소2	2018.12 4Q20 예정	넷마블체리/넷마블 엔씨/엔씨	국내/글로벌 국내	넷마블 라이선싱 20년 출시 예정
	아이온	2008.11	아이온2	21년 예정	엔씨/엔씨	국내	21년 출시 예정
웹젠	뮤	2001.11	뮤 오리진	2015.04	천마시공/웹젠	국내/북미/유럽	전민기적 한국버전
			뮤 오리진2	2018.06	천마시공/웹젠	국내/북미/유럽	기적MU:각성 한국버전
			뮤 아크엔젤	2020.05	37게임즈/웹젠	국내	정령성전 한국판으로 추측
			전민기적	2014.12	천마시공/킹넷	중국/대만	대만은 현지 퍼블리셔
			기적:최강자	2017.12	룽투/룽투	중국	
			기적MU:각성	2018.01	천마시공/텐센트	중국	
			정령성전	2019.07	37게임즈/37게임즈	중국/대만	대만은 현지 퍼블리셔
			진홍지인	3Q20 예상	천마시공/아워팜	중국	출시 일정 웹젠측 언급 아님
			전민기적2	2H20 예상	천마시공/텐센트	중국	출시 일정 웹젠측 언급 아님
	R2	2006.10	R2M	2020.08	웹젠/웹젠	국내	
펄어비스	SUN	2007.04	미정	미정	현지업체/현지업체	중국	
	검은 사막	2014.12	검은사막M	2018.02	펄어비스/펄어비스	국내/일본/글로벌	
	EVE	2003.05	EVE Echos	3Q20	CCP/넷이즈	중국 제외 글로벌	중국 출시 예정
넥슨	메이플스토리	2003.04	메이플스토리M	2016.10	넥슨/넥슨	중국 제외 글로벌	
	마비노기	2004.06	마비노기M	21E (예상)	넥슨/넥슨	미정	
	바람의 나라	1996.04	바람의 나라:연	2020.07	슈마켓/넥슨	국내	
	카트라이더	2004.06	카트라이더 러쉬+	2020.05	넥슨/넥슨	국내/아시아	중국: 텐센트/넥슨 자회사 퍼블리싱
	던전앤파이터	2005.08	던전앤파이터M	2020.09	네오폴/넥슨(중국:텐센트)		
컴투스	서머너즈워		백년전쟁	1Q21 예상	컴투스/컴투스	글로벌	
			코로나클	2Q21 예상	컴투스/컴투스	글로벌	

자료: 각사 DB금융투자

주: 컴투스 서머너즈워는 모바일 게임 IP

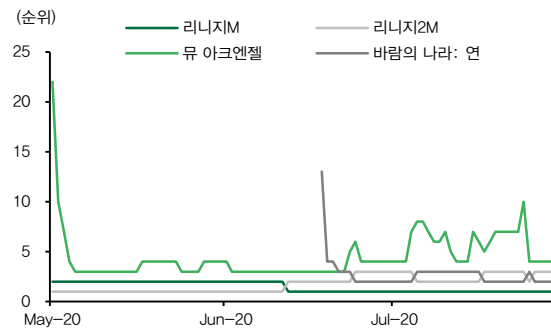
환경적/감성적 변화에 기인한 Old 게임 IP 확장

환경/감성적
변화에 기인한
Old 온라인
PC게임 IP의
모바일 확장

최근 Old 온라인 PC게임 IP의 모바일 확장 게임들의 흥행이 이어지고 있는 가운데 이러한 트렌드는 크게 환경/감성적 변화에 기인한 경우로 구분할 수 있다. 환경적 측면에서 모바일은 PC/콘솔 대비 조작 편의성, 작은 화면, 네트워크 안정성, 기기 사양 등에서 성능적 제한이 컸다. 하지만 스마트폰/네트워크 사양의 업그레이드로 모바일에서 PC/콘솔과 같이 넓은 세계관, 전장, 캐릭터 액션/총돌, 대규모 전투 등이 구현 가능해지면서 MMORPG 등 장르 특성상 사양적으로 무거운 게임의 모바일 출시가 용이해졌다. 이러한 환경적 변화의 영향으로 온라인 PC게임 IP의 모바일 확장이 본격화되었다.

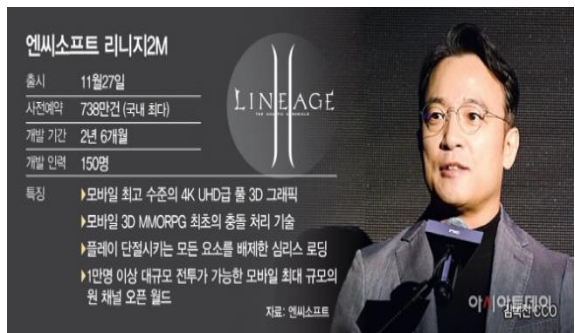
이에 힘입어 엔씨소프트 리니지1/2, 웹젠 뮤 등 유명 온라인 PC게임들이 다수 모바일로 재생산되었다. 리니지 시리즈는 16년 넷마블 리니지2:레볼루션을 시작으로 모바일로 확장되었고 엔씨가 개발한 리니지M/리니지2M은 출시 후 지속 국내 매출 상위권을 점유하며 엔씨 실적을 견인하고 있다. 뮤는 14년 중국 천마시공이 개발한 전민기적을 시작으로 국내/중국에서 수차례 모바일화되어 뮤P 매출이 레벨업되었고 19년 중국 출시된 정령성전의 한국버전으로 알려진 뮤 아크엔젤이 인기를 끌고 있다.

도표 24. 환경적 변화로 모바일화된 Old 온라인게임 IP의 흥행



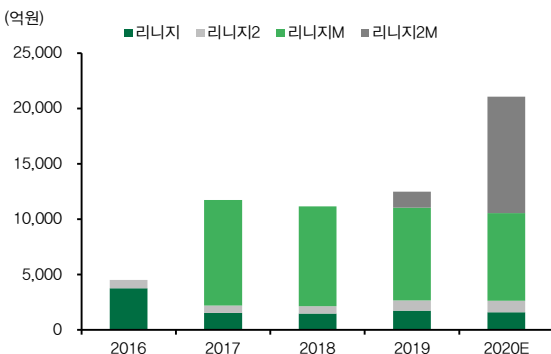
자료: 앱애니, DB금융투자

도표 25. 환경적 변화에 힘입어 모바일 게임 기술적 혁신 지속



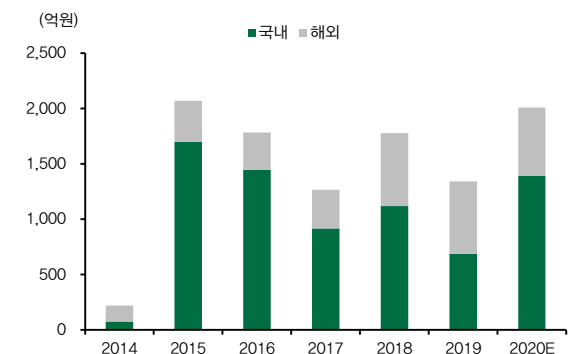
자료: 아시아투데이, DB금융투자

도표 26. 엔씨소프트 리니지 시리즈 매출액 추이



자료: 엔씨소프트, DB금융투자,
주: 로열티 매출 제외

도표 27. 웹젠 뮤P 매출액 추이



자료: 웹젠, DB금융투자

두번째는 감성적 변화에 기인한 Old 게임 IP의 모바일화이다. 최근 복고풍을 의미하는 레트로(Retro)는 국내 방송, 음악, 유통 등 여러 산업을 관통하는 키워드로 부각되고 있으며 게임 시장에도 파급되고 있다. 넥슨의 KartRider Rush+(20년 5월 출시)와 바람의 나라:연(20년 7월 출시) 등은 기존 PC버전과 큰 차이 없이 옛감성을 불러일으키며 중장년 층에게는 향수를, 젊은 세대에게는 신선한 경험을 제공하며 최근 흥행 중인 대표적인 레트로 게임이다.

이들 게임은 그래픽 등 사양 측면에서 보면 다른 여러 최신 게임에 비하여 오히려 다운그레이드된 느낌이다. 하지만 레트로 열풍과 함께 카러플은 단기간에 일 최대 이용자 357만명, 바람의 나라:연은 다운로드수 300만건을 기록하는 등 많은 이용자를 확보하며 국내 모바일 게임 매출 순위 상위권에 머물고 있다. 이에 힘입어 넥슨은 사상 최대 국내 2분기 매출액을 기록하였으며 3분기에는 바람의 나라:연 실적이 반영되면서 국내 매출 호조가 이어질 것으로 보인다.

도표 28. 최근 방송/음악 레트로 열풍의 주역 싸소리



자료: MBC, DB금융투자

도표 29. 레트로 아이템 공표



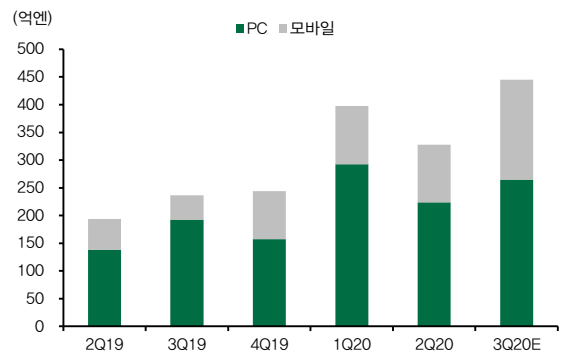
자료: 한경, DB금융투자

도표 30. 3040의 추억을 자극한 바람의 나라:연



자료: 넥슨, DB금융투자

도표 31. 넥슨 국내 매출액 추이



자료: 넥슨, DB금융투자

III. MMORPG 롱런의 비결

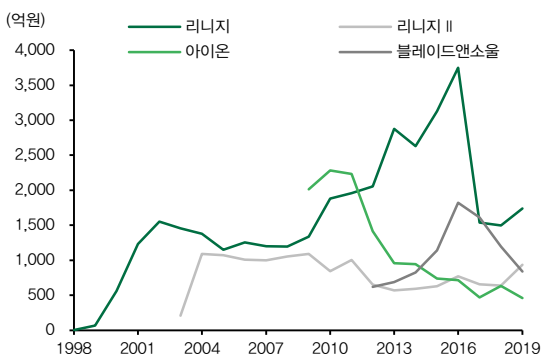
MMORPG는 롱런 IP의 가치가 높다고 판단

MMORPG는
롱런 IP로서
가치가 높다고
판단

IP 활용이 콘텐츠 산업의 성공요인으로 자리잡으면서 Marvel처럼 창조적 세계관 제시, 다양한 캐릭터 설정 등으로 지속 확장하는 롱런 IP가 주목받고 있다. 국내 게임사업자들이 강점이 있는 MMORPG는 롱런 IP로서 가치가 높다고 판단된다. 이는 1) 닫힌 결말로 완료되는 패키지 게임과 달리 주기적인 업데이트를 통한 세계관 확장/캐릭터 설정 등으로 다양한 방향으로 진행할 수 있고, 2) 시간/돈 등 매몰 비용이 큰 장르적 특성이 이용자를 Lock-in하며, 3) 유저 간 협력/경쟁/관계 등 게임 내 사회적 상호 작용을 통해 형성되는 관계가 충성도를 높이는 등의 롱런 요소들을 갖추고 있기 때문이다.

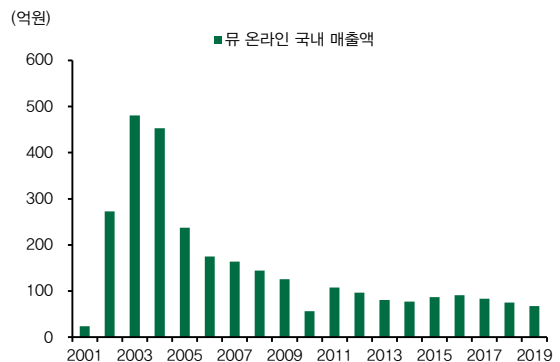
국내 대표 온라인 PC MMORPG인 엔씨 리니지1,2/아이온/블소, 웹젠 뮤 등은 전언한 롱런 요소들에 힘입어 전성기 대비 줄었지만 출시된지 장기간이 지났음에도 신성 유저들을 기반으로 꾸준히 매출이 발생하고 있다. 이러한 게임은 접근성이 압도적인 모바일에서 시간의 매몰이 더 크게 발생할 수 있기 때문에 모바일 확장 시 롱런 가능성이 높아 IP 활용 측면에서 타 콘텐츠 IP보다 유리하다고 판단된다.

도표 32. 엔씨 대표 온라인 PC 게임 매출액 추이



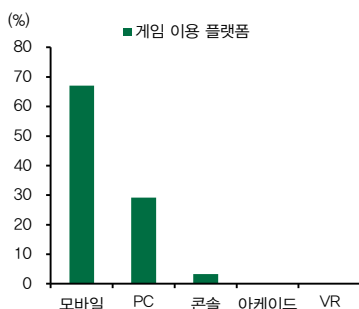
자료: 엔씨소프트, DB금융투자

도표 33. 뮤 온라인 매출액 추이



자료: 웹젠, DB금융투자

도표 34. 주 게임 이용 플랫폼



자료: KOCCA, DB금융투자

도표 35. 게임 플랫폼별 이용 횟수

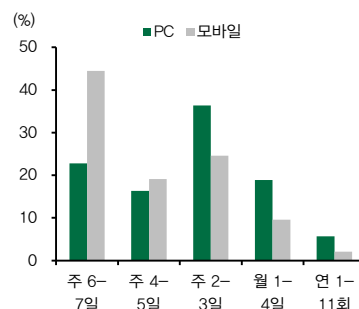
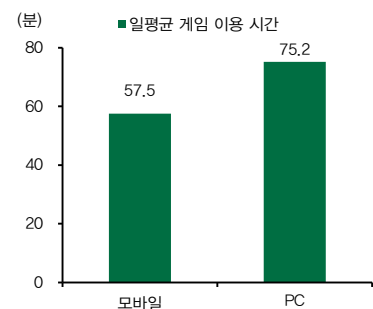


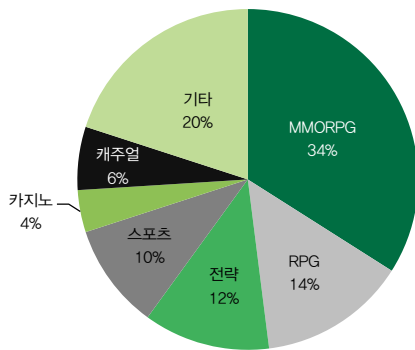
도표 36. 게이머 일평균 게임 이용시간



MMORPG란?

국내 게임 시장을 견인하고 있는 장르인 MMORPG(Massively Multi-player Online Role Playing Game, 다중접속 온라인 롤플레이팅 게임)는 기본적으로 동시에 수많은 이용자가 가상공간에 접속하여 캐릭터 통한 역할 수행을 즐기는 게임이다. 닫힌 결말로 완료되는 패키지 게임이나 여럿의 게이머가 단판 승부를 벌이는 온라인 멀티플레이 게임과는 달리, MMORPG는 게임 이용자들이 하여금 게임 세계 속에서 스스로의 캐릭터를 성장시키는 가운데 누적적이고 반복적인 게임 이용, 아이템 등 옵션에 대한 구매활동, 캐릭터를 통한 사회적 활동 등을 수반하는 장르이다.

도표 37. 국내 모바일 게임 매출 순위 Top 50 장르별 비중



자료: KOCCA, DB금융투자

도표 38. 엔딩영상이 포인트인 파이널판타지(패키지 게임)



자료: 스퀘어에닉스, DB금융투자

도표 39. 캐릭터를 통한 사회적 활동을 수반하는 MMORPG



자료: 엔씨소프트, DB금융투자

도표 40. 단판에 승부가 나는 멀티플레이게임 카트라이더



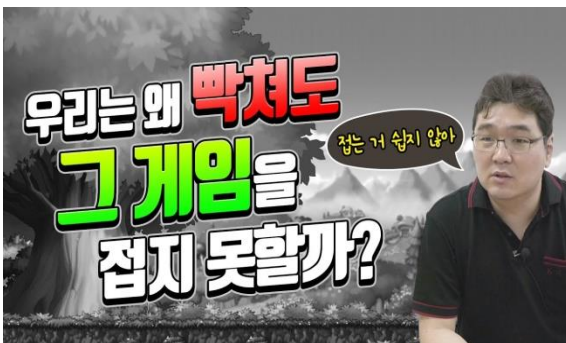
자료: 넥슨, DB금융투자

MMORPG 통련의 비결: 시간/돈/관계의 양상불

리니지, 뮤 등 MMORPG가 통련할 수 있었던 이유 중 충성 팬덤의 유지가 크게 기인했다고 판단된다. MMORPG는 기본적으로 게임성에 기반하여 유저층이 형성되고, 콘텐츠 업데이트 등을 통해 결말없이 계속 이어지는 가운데 유저는 캐릭터를 성장시키고 다른 이용자와 상대적 강함을 겨루면서 시간/돈/관계 등이 지속 매몰된다. 이러한 매몰이 축적될수록 이용자는 게임에 지속 Lock-in되고 게임의 통련 요인으로 작용한다.

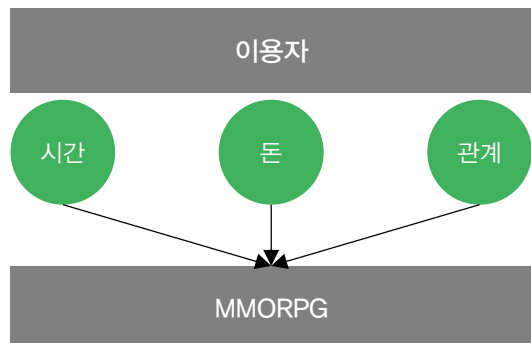
- 1) 시간의 매몰: MMORPG는 타 장르에 비해 게임을 진행한 시간이 플레이어의 강함에 매우 직접적인 영향을 준다. 이는 게임에 시간을 더 많이 투자할수록 캐릭터의 경험치가 쌓이고 레벨이 올라가는 등 성장이 누적되고 이는 곧 게임 내 강함의 척도가 되기 때문이다. 이에 따라 MMORPG는 플레이타임 자체가 진입장벽이 되기도하고 압도적인 접근성에 기반한 모바일 환경에서는 시간의 매몰이 확대될 수 있다.
- 2) 비용의 매몰: MMORPG에서 비용의 매몰을 통해 캐릭터를 강하게 만들 수 있다. 돈을 투자하여 경험치를 빠르게 획득하거나, 좋은 장비/스킬을 갖추거나, 스탯을 올리는 등 캐릭터를 더 강하게 할 수 있으며 유저는 강해진 캐릭터를 통해 상위 던전 출전, 혈맹 내 입지 상승, 캐릭터에 대한 만족도 개선 등 게임에서 느끼는 재미가 확대될 수 있다. 상대적 강함을 겨루는 MMORPG 특성상 다른 유저들의 돈의 투자가 지속된다면 이용자는 현상 유지나 더 강해지기 위해서는 비용의 매몰이 수반될 필요가 있다.
- 3) 관계의 매몰: MMORPG는 이용자들이 혈맹 등의 커뮤니티에 소속되어 각자 역할을 하면서 함께 전쟁을 치루고 승리했을 때 얻는 쾌감, 유대감 등이 게임의 핵심 재미 요소이며 게임을 진행할수록 이를 통한 사회적 상호작용을 통해 관계가 쌓이게 된다. 이러한 관계는 단순히 목적을 위해 협동하는 것 뿐만 아니라 연대감을 느끼고, 구성원으로서 사회적 위치가 형성되며, 공동체에 대한 애착이 생기는 등으로 연결된다. 세력 내 이용자의 위치/역할이 중요하거나 관계가 지속 매몰될수록 세력 및 구성원에게 미치는 영향은 더 커질 수 있다.

도표 41. 중년게이머 김실장이 말하는 MMORPG 지속의 이유



자료: Youtube, DB금융투자

도표 42. 3대 매몰로 이용자 Lock-in하는 MMORPG



자료: DB금융투자

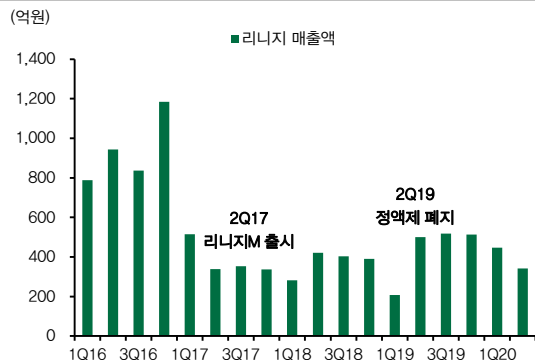
과금이 유리한 MMORPG

게임에서 매출은 다양한 아이템, 스킬 판매 등 게임 내 비즈니스 모델을 통한 이용자 과금으로부터 발생한다. 이에 따라 게임 사업자는 이용자 기반 확보/유지가 중요하지만 대부분의 게임은 출시 후 시간이 지날수록 게임성 저하, 다른 콘텐츠 소비, 과금 유도 스트레스 등의 이유로 이용자들이 이탈하면서 일반적으로 이용자 규모가 유지되기 힘들다.

결국 게임이 롱런하기 위해서는 충성 이용자층과 함께 가야하는데 이를 위해서는 앞서 살펴본 바와 같이 게임성에 기반하여 이용자의 시간/비용/관계가 지속 매몰되어야한다. 물론 게임 출시가 오래되면 기존 유저들이 많이 매몰된 점이 진입 장벽이되어 신규 유저 유입 측면에서는 약점이 될 수도 있다. 하지만 오래된 게임의 이슈는 이용자 기반 확대보다는 유지이며 누적된 매몰 비용을 통해 이용자 Lock-in이 잘된 게임일수록 BM의 적응이 유리하다고 판단된다. 특히 이용자/세력 간 상대적 강함을 겨루는 MMORPG는 과금을 유도하는 BM이 자리잡기 용이한 장르적 특성을 갖고 있다고 판단된다. 상대가 과금을 통해 더 강해지면 이용자도 간극 유지를 위해 과금에 대한 니즈가 생기기 때문이다.

MMORPG는 모바일을 중심으로 메인스트림 과금제가 정액제에서 부분유료화로 넘어오면서 이용자들의 과금이 확대될 수 있는 구조가 되었다. 부분유료화 과금제가 자리잡으면서 게임 사업자 측면에서는 다양한 BM 전략을 통해 더 많은 수익을 내는 것이 가능해졌다. 일례로 엔씨소프트는 리니지M 출시 후 매출이 감소세였던 리니지의 이용자 확보 및 서비스 장기화를 위해 19년 5월 21년만에 정액제(이용권 월 2.97만원)를 폐지하고 부분유료화로 전환하였다. 고정 수익은 없어졌지만 이용권을 없앤 대신 수치 단계별로 경험치/아이템 획득 확률 추가 효과가 있는 소모성 버프 아인하사드의 축복을 개편하고 30일간 축복 수치와 관계없이 버프를 무제한 제공하는 아이템 아인하사드의 가호(월 5만원)를 출시하는 등 리니지M 운영을 통해 확인된 BM을 리니지에도 적용하였다. 초기에는 아인하사드의 가호가 더 비싼 정액제라는 등 부분유료화에 대한 부정적 평가도 있었지만 엔씨의 BM 전략과 더불어 19년 6월 PC 온라인 게임 결제 한도 폐지에 힘입어 리니지의 매출은 일부 반등한 모습이다.

도표 43. 리니지 분기 매출 추이



자료: 엔씨소프트, DB금융투자

도표 44. 월 5.5만원 리니지 아인하사드의 가호



자료: 엔씨소프트, DB금융투자

정액제 과금제에서는 MMORPG 이용자로부터 발생될 수 있는 매출이 제한적이기 때문에 이용자의 규모 확보 및 유지가 우선이었다. 아이템 획득 등을 통한 이용자의 성장은 게임 사업자의 수익과 크게 연결되지 않았고 오히려 이용자 이탈 요인이되는 콘텐츠 소진으로 이어졌기 때문에 사업자는 성장의 균형을 맞추며 게임을 이끄는 역할이 중요했다. 하지만 부분유료화 모델에서 이용자의 성장을 위한 과정이 사업자의 수익과 직결될 수 있다. 이에 따라 사업자는 이용자의 과금을 통한 성장을 유도함과 더불어 성장의 상한선을 늘리는 BM을 도입하면서 수익을 극대화하고 있다.

리니지2M의 경우 리니지M의 유사하지만 버전업된 과금시스템을 운영하고 있다. 클래스, 아가시온, 스킬북, 강화, 소모품, 컬렉션 등의 다양한 과금 요소가 있으며 소모품 등 일부를 제외하고 엔씨가 공시한 확률에 따라 획득 가능하다. 유료 재화인 다이아의 가격은 1,200개에 3.3만원이며 이를 통해 아이템을 구입할 수 있고 사냥을 통해서도 벌 수 있는 인게임 재화인 아데나를 사용하여 일부 아이템 구입이 가능하다. 무과금으로도 재화를 모으며 게임을 즐기는 유저들도 있지만 아이템 획득을 위해 수천만원을 투자하거나, 투자를 하고도 원하는 아이템을 얻지 못한 게이머를 종종 볼 수 있다. 잘 드롭되지 않는 전설 등급 스킬북은 유료 재화를 사용하여 뽑기를 통해 획득할 수 있는데 1회 시도 비용은 약 180만원, 확률은 약 10%로 기대 비용은 1,800만원 수준이다. 이와 같은 과금 요소들에 대해 게임을 하지 않는 사람의 입장에서 이해하기 힘들고 불만을 가지고 있는 이용자들도 많지만 엔씨는 이를 활용하여 매출을 올리고 있다.

부분유료화 과금제가 자리잡으면서 확률형 아이템 등 과도한 과금 유도 BM에 관한 논란이 있지만 국내 주요 MMORPG들은 지속 매출 상위권에 자리잡고 있다. 이는 이용자 간의 경쟁을 유도하는 MMORPG의 장르적 특성에 기인한다. 그리고 부분유료화에서는 1) 이용자 간의 강함의 간극을 과금을 통해 메울수 있고, 2) 이용자 간 간극이 벌어지더라도 세력 내 각자의 위치/역할에 적합한 과금을 통해 공동체를 강하게 만들수 있다는 점이 MMORPG의 과금 요인으로 작용하고 있다고 판단된다. 이러한 구조로 충성 이용자 기반이 자리잡으면 비용이 더 크게 매몰되면서 이용자 Lock-in 효과도 부각되고, 게임의 라이프 사이클은 길어지며, 사업자는 롱런 게임 운영을 통해 BM 적용에 따른 효과/부작용 등에 대한 이해도가 높아져 더 효율적인 BM 전략을 구사하는 선순환이 가능할 것으로 보인다

도표 45. 리니지M/2M 과금 요소(19년 버전)



자료: 리니지2M 커뮤니티, DB금융투자

도표 46. 위치에 맞는 과금으로 세력을 강하게 하는 것이 핵심



자료: DB금융투자

도표 47. 리니지2M 스킬 뽑기

스킬 레벨	대표 스킬 이름	스킬에 필요한 주요 아이템 가격	확률	과금액
전설	로알 소드 마스터리/벤전스/ 브루탈 어택/체인 스트라이크/ 트루임팩트/듀얼 임팩트/ 로알 듀얼 마스터리/버서커/ 브레이킹 아머/크루얼 슬래셔/ 로알 폴암 마스터리/롤링 썬더/ 애플루트 스피어/어스퀘이크 스톰프/ 임모탈/로알 대거 마스터리/ 마리오네트/쉐도우 스텝/ 로알 보우 마스터리/애플루트 피어싱 툼/로알 오브 마스터리 셀레스티얼 쉘드/그라비티 로알 스텝 마스터리/쓰러스터 III 이터널 라이프	약 180만원 :아데나 * 54,000,000, 마력이 깃든 잉크 (전설), 마력이 깃든 잉크 (전설) (각인), 마력이 깃든 양피지*23,800	약 10%	1800만원~2000만원

전설-영웅-위귀-고급-일반으로 스킬 레벨 구성

자료: DB금융투자

도표 48. 리니지2M에 적용된 신규 BM 속련도



자료: 엔씨소프트, DB금융투자

도표 49. 속련도 시스템 내용

- 리니지 시리즈를 포함한 타게임에서 없었던 독자적인 과금 요소
- 경험치로 무기 속련도를 높이던 기존 시스템과는 달리 과금 유도
- 속련도 레벨은 총 9단계로 구성,
- 단계를 올릴 때마다 슬롯을 오픈하여 다양한 스탯 효과를 획득
- 슬롯 오픈하여 효과 습득 위해 약 14.4만 다이아(약 36만원) 필요
- 획득 스탯종류/개수/배경색(그린/블루/퍼플) 모두 랜덤
- 빙고처럼 일렬을 한 색으로 통일 시 추가 스탯 수여
- 원하는 보상을 위한 추가적인 뽑기 유도
- 특정 슬롯을 잠근 채 초기화 가능, 다만 필요 재화 증가
- 추가 1회 뽑기 당 최대 17.6만원 과금

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

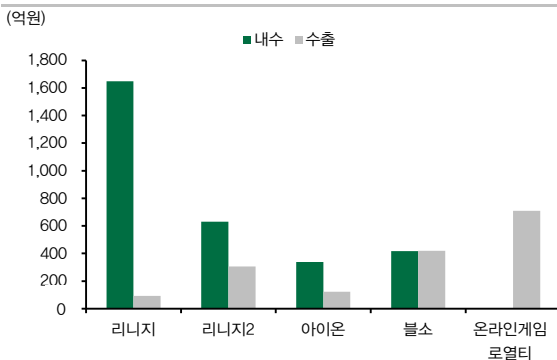
MMORPG, 앞으로는?

기존 게임을
포기할 만한
게임성/흥행성
이 필요

국내 게임 시장은 모바일 MMORPG가 대세이다. 하지만 이용자 Lock-in 요인이 강한 MMORPG의 특성상 새로운 게임이 나와도 이용자 기반 확보가 점차 힘들어질 것으로 보인다. 기존 유저들이 많이 매몰된 게임들은 진입장벽이 높아 국내에 여전히 새로운 MMORPG에 대한 잠재 수요가 있을 수 있다. 그리고 해외로 확장하여 글로벌 게이머들을 공략할 수도 있다. 그리하여 신규 MMORPG가 잠재 수요 및 글로벌 이용자를 흡수하고 Lock-in하여 또 하나의 롱런 게임으로 거듭날 가능성도 있다.

그렇지만 국내에서 PC 온라인 MMORPG가 대세였을 시절에도 대부분의 게임들의 해외 성과가 국내 만 못했다. 모바일에서도 북미/일본 주요 시장에서 MMORPG의 인기는 국내와 분명한 온도차가 있고 중화권에서는 MMORPG가 인기 있지만 지금 중국 메인랜드는 국내 게임의 진출이 어려운 상황이다. 결국 차기 MMORPG들은 당분간은 국내를 중심으로 성과를 내야한다.

도표 50. 19년 연씨 주요 PC온라인 게임별 국내외 매출액

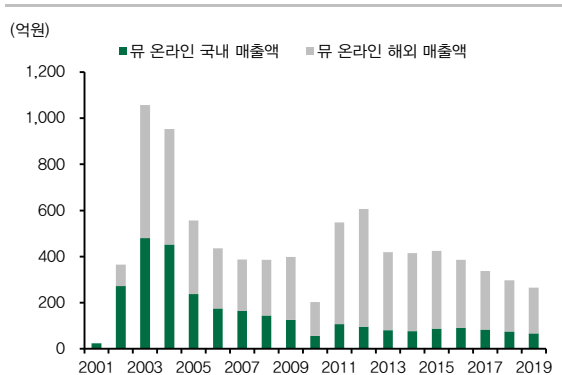


자료: 연씨소프트, DB금융투자

주1: 리니지 대만, 리니지2/아이온 유럽 로열티 매출은 해외에 미포함.

주2: 온라인게임 로열티 매출액은 당사 추정치

도표 51. 뮤 온라인 국내/해외 매출액 추이



자료: 웹젠, DB금융투자

주: 2014년부터는 당사 추정치

도표 52. 미국/일본/대만 모바일 게임 매출 Top 10

미국				일본			대만		
순위	게임이름	장르	제작사	게임이름	장르	제작사	게임이름	장르	제작사
1	Pokémon GO	어드벤처	Niantic	Fate/Grand Order	롤플레이	Aniplex	리니지M	MMORPG	엔씨소프트
2	Coin Master	캐주얼	Moon Active	몬스터 스트라이크	액션	XFLAG	성성Online	카지노	Wanin
3	Candy Crush Saga	캐주얼	King	디즈니 트윙스티드	어드벤처	Aniplex	에오스 레드	MMORPG	BluePotion
4	ROBLOX	어드벤처	Roblox	포켓몬 고	어드벤처	Niantic	진민시공X시속열차2	전략	KingsGroup
5	Garena Free Fire	액션	Garena	퍼즐앤드래곤	퍼즐	GungHo	최강와우	롤플레이	Leiting
6	Gardenscapes	캐주얼	Playrix	드래곤퀘스트 텍트	롤플레이	스퀘어에닉스	의적MU: 고시대	MMORPG	GM99
7	Homescapes	캐주얼	Playrix	파워풀 프로 야구	스포츠	KONAMI	SLAM DUNK	스포츠	DeNA
8	레이드: 그림자의 전설	롤플레이	Plarium	프로야구스피릿츠A	스포츠	KONAMI	명일방주	전략	X.D.Global
9	Slotomania™	카지노	Playtika	마법소녀 마도카	롤플레이	Aniplex	곤전기원M	롤플레이	Lucky Koi
10	Bingo Blitz	캐주얼	Playtika	방치소녀	롤플레이	C4GAMES	가디언 테일즈	롤플레이	Kakao

자료: DB금융투자

흥행 확인된 IP
활용 전략을
구사하는 신규
MMORPG가
유리

하지만 국내에서 MMORPG 인구가 계속 증가하지 않는 이상 결국 기존에 다른 MMORPG의 트래픽을 일부 뺏아와야 하는데 그러기 위해서는 기존 게임의 매몰된 시간/돈/관계를 포기할만한 게임성/흥행성 등의 요인이 필요할 것으로 생각된다. 이에 따라 오리지널 게임을 통해 흥행이 확인된 IP 활용 전략을 구사하는 새로운 MMORPG가 출시 전 이슈화, 초기 트래픽 확보, 마케팅비 절감 등의 이점을 누리며 성과를 낼 가능성이 높아보임에 따라 향후 주요 사업자의 IP기반 모바일 MMORPG 출시에 주목할 필요가 있다고 판단된다. 특히 오리지널 IP의 게임성/흥행성과 더불어 기존 게임에서의 경험 누적을 통해 지속 업그레이드되는 과금 시스템이 탑재될 엔씨의 차기 MMORPG 블레이드앤소울2의 성과가 기대되는 상황이다.

도표 53. 20/21년 출시 예정인 엔씨 블소2/아이온2



자료: 엔씨소프트, DB금융투자

도표 54. 출시 예정으로 알려진 전민기적2



자료: 텐센트, DB금융투자

도표 55. 9월 출시 예정인 넥슨 IP 활용작 던전앤파이터M



자료: 넥슨, DB금융투자

도표 56. 2Q21 출시 예정인 싸머너즈워:크로니클



자료: 컴투스, DB금융투자



Coverage Recommendation

- › 엔씨소프트(036570)
- › 웹젠(069080)
- › 컴투스(078340)

Buy

엔씨소프트

036570

목표주가(유지) 1,200,000원 현재주가(09/08) 811,000원 Up/Downside +48.0% 투자의견(유지) Buy

2020. 09. 10

레벨업의 시간이 다가온다

레벨업의 시간이 다가온다: 최근 리니지2M 매출 순위가 하락 등의 이유로 주가는 연중 고점 대비 약 17% 조정 받았다. 하지만 다시 레벨업 구간에 진입하고 있다고 판단된다. 이는 하반기 리니지2M 공성전 업데이트 및 해외 확장 모멘텀과 더불어 블레이드앤소울2 출시가 예정되어 있기 때문이다. 원게임의 흥행성, 모바일의 접근성, 진화하고 있는 엔씨의 과금시스템, MMORPG 장르적 특성 등 블소2의 흥행 리스크를 축소하는 요인들은 충분하다.

리니지2M이 엔씨의 20년 주가/실적을 견인한 것과 같이 블소2는 21년 주가/실적을 이끌 것으로 보인다. 그리고 오리지널이 해외에서도 의미있는 매출을 창출한 것을 감안하면 해외 성과에 대한 기대감이 기존 모바일게임보다 크게 반영될 것으로 보인다. 그리고 블소2 다음에는 아이온2가 기다리고 있어 엔씨의 레벨업 스토리는 21년 이후까지 이어질 것으로 예상된다.

게임업종 Top Pick 유지: 동사에 대한 매수 전략이 계속 유효할 것으로 판단된다. 롱런 PC 온라인 MMORPG IP 리니지1/2, 블레이드앤소울, 아이온이 순차적 모바일 확장 중인 가운데 점차 버전업 되고 있는 과금체계를 통해 가시성 높은 성과가 이어질 것으로 보인다. 이는 불확실성이 확대되고 있는 콘텐츠 산업에서 우위를 점할 수 있는 요소라고 판단되며 이에 따른 프리미엄 적용 가능할 것으로 보인다. 이와 더불어 연내 블소2 출시, 리니지2M 지역 확장 등 동사 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 예상되는 이벤트들이 가까워지고 있다는 점을 감안하여 투자의견 Buy와 목표주가 120만원을 유지한다. 게임업종 Top Pick 의견을 유지하고 최근 주가 조정을 매수 기회로 삼기를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,715	1,701	2,644	3,412	4,197
(증가율)	-2.5	-0.8	55.4	29.1	23.0
영업이익	615	479	981	1,432	1,725
(증가율)	5.1	-22.1	104.9	45.9	20.5
지배주주순이익	418	358	746	1,064	1,275
EPS	19,061	16,320	33,999	48,474	58,061
PER (H/L)	27.1/17.3	34.5/26.0	23.9	16.7	14.0
PBR (H/L)	4.8/3.1	4.9/3.7	5.8	4.5	3.5
EV/EBITDA (H/L)	15.6/9.5	20.6/15.2	15.5	10.4	8.2
영업이익률	35.9	28.2	37.1	42.0	41.1
ROE	16.4	14.7	26.7	30.1	28.1

52주 최저/최고	485,000/995,000원
KOSDAQ /KOSPI	878/2,402pt
시가총액	178,047억원
60일-평균거래량	132,672
외국인지분율	49.3%
60일-외국인지분율변동주이	-2.7%p
주요주주	김택진 외 9 인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.2	1.8	46.9
상대기준	-8.2	-7.5	22.9

도표 57. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,588	4,108	3,978	5,338	7,311	5,386	5,840	8,003	17,012	26,440	34,121
YoY	-24.5	-5.9	-1.5	33.6	103.8	31.1	46.8	49.9	-0.8	55.4	29.1
PC	1,239	1,543	1,540	1,433	1,390	1,360	1,319	1,264	5,756	5,333	5,378
리니지	207	501	518	514	448	343	394	406	1,741	1,590	1,623
리니지2	216	212	230	278	264	258	271	262	936	1,055	1,002
아이온	123	124	132	81	101	82	86	69	460	338	316
블레이드앤소울	233	211	215	180	196	198	208	177	839	779	776
길드워2	163	159	151	113	125	101	101	101	587	427	435
기타	84	147	156	101	76	107	112	92	487	388	359
로열티	213	189	138	166	178	273	148	157	709	633	867
모바일	2,348	2,564	2,438	3,906	5,922	3,926	4,521	6,739	11,428	21,108	28,743
리니지M	1,944	2,202	2,092	2,145	2,120	1,599	2,069	2,131	8,383	7,919	8,186
리니지2M				1,439	3,411	1,973	2,100	3,027	1,439	10,511	11,165
블레이드앤소울2								1,234		1,234	5,659
아이온2											
기타	44	36	41	45	40	43	47	45	166	175	247
로열티	361	326	305	277	350	312	305	303	1,440	1,269	1,143
영업비용	2,792	2,814	2,689	3,927	4,897	3,296	3,751	4,682	12,222	16,626	19,803
YoY	2.9	1.6	1.5	36.8	75.4	17.1	39.5	19.2	11.1	36.0	19.1
인건비	1,432	1,258	1,161	1,699	2,118	1,623	1,656	1,788	5,551	7,186	7,671
매출변동비 및 기타	1,051	1,184	1,172	1,672	2,235	1,387	1,666	2,369	5,079	7,657	9,975
마케팅비	190	242	228	413	396	129	269	362	1,073	1,156	1,451
상각비	120	130	127	143	148	156	159	163	520	626	707
영업이익	795	1,294	1,289	1,412	2,414	2,090	2,089	3,321	4,790	9,815	14,318
YoY	-61.0	-18.9	-7.2	25.4	203.6	61.5	62.0	135.3	-22.1	104.9	45.9
OPM	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.8	35.8	41.5	28.2	37.1	42.0
순이익	747	1,169	1,136	542	1,954	1,584	1,596	2,446	3,593	7,581	10,660
YoY	-37.3	-16.6	9.7	-30.4	161.6	35.5	40.5	351.7	-14.7	111.0	40.6
NPM	20.8	28.4	28.6	10.1	26.7	29.4	27.3	30.6	21.1	28.7	31.2

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유형자산	1,576	2,088	2,695	3,619	4,711
현금및현금성자산	186	303	42	822	1,767
매출채권및기타채권	179	271	269	328	384
재고자산	1	2	2	3	4
비유형자산	1,365	1,259	1,207	1,191	1,210
유형자산	234	350	300	285	305
무형자산	54	50	48	47	46
투자자산	951	747	747	747	747
자산총계	2,941	3,346	3,945	4,854	5,964
유동부채	473	450	455	463	471
매입채무및기타채무	166	195	200	208	216
단기차입금및단기차입	5	11	11	11	11
유동성장기부채	150	0	0	0	0
비유동부채	89	384	384	384	384
사채및장기차입금	0	249	249	249	249
부채총계	562	834	840	847	856
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	436	436	436	436
이익잉여금	2,164	2,382	2,974	3,873	4,973
비지배주주지분	11	13	14	16	18
자본총계	2,379	2,512	3,105	4,006	5,108

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	353	392	750	1,036	1,253
당기순이익	421	359	748	1,066	1,277
현금유출이없는비용및수익	233	200	331	453	533
유형및무형자산상각비	28	52	92	82	84
영업관련자산부채변동	-56	-71	-65	-89	-85
매출채권및기타채권의감소	45	-106	2	-59	-56
재고자산의감소	0	-1	0	-1	-1
매입채무및기타채무의증가	-1	3	5	8	9
투자활동현금흐름	68	-234	-60	-91	-131
CAPEX	-27	-51	-41	-67	-102
투자자산의순증	386	205	0	0	0
재무활동현금흐름	-424	-46	-117	-165	-176
사채및차입금의 증가	5	211	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-155	-125	-108	-155	-165
기타현금흐름	2	6	-835	0	0
현금의증가	-2	118	-262	780	945
기초현금	187	186	303	42	822
기말현금	186	303	42	822	1,767

자료: 엔씨소프트, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715	1,701	2,644	3,412	4,197
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,715	1,701	2,644	3,412	4,197
판매비	1,100	1,222	1,663	1,980	2,472
영업이익	615	479	981	1,432	1,725
EBITDA	643	531	1,074	1,514	1,809
영업외손익	23	17	31	29	24
금융손익	26	38	20	19	17
투자손익	-2	-19	-3	-3	-3
기타영업외손익	-1	-2	14	13	10
세전이익	637	496	1,012	1,460	1,749
중간사입이익	0	0	0	0	0
당기순이익	421	359	748	1,066	1,277
지배주주지분순이익	418	358	746	1,064	1,275
비지배주주지분순이익	3	1	1	2	2
총포괄이익	80	264	748	1,066	1,277
증감률(%YoY)					
매출액	-2.5	-0.8	55.4	29.1	23.0
영업이익	5.1	-22.1	104.9	45.9	20.5
EPS	-5.2	-14.4	108.3	42.6	19.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	33,999	48,474	58,061
BPS	107,923	113,836	140,795	181,760	231,843
DPS	6,050	5,220	7,500	8,000	8,500
Multiple(배)					
P/E	24.5	33.1	23.9	16.7	14.0
P/B	4.3	4.8	5.8	4.5	3.5
EV/EBITDA	14.0	19.7	15.5	10.4	8.2
수익성(%)					
영업이익률	35.9	28.2	37.1	42.0	41.1
EBITDA마진	37.5	31.2	40.6	44.4	43.1
순이익률	24.6	21.1	28.3	31.2	30.4
ROE	16.4	14.7	26.7	30.1	28.1
ROA	13.0	11.4	20.5	24.2	23.6
ROC	65.6	30.6	65.9	93.8	105.6
안정성및기타					
부채비율(%)	23.6	33.2	27.0	21.1	16.8
이자보상배율(배)	184.7	56.9	105.2	139.1	153.5
배당성향(배)	29.6	30.0	20.7	15.5	13.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

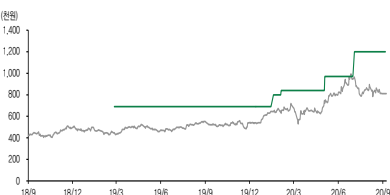
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엔씨소프트 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
19/03/06	Buy	690,000	-25.6	-6.4							
20/01/28	Buy	800,000	-18.4	-16.0							
20/02/13	Buy	840,000	-22.5	-11.1							
20/05/13	Buy	970,000	-12.7	2.6							
20/07/13	Buy	1,200,000	-	-							

BUY(유지)

웹젠

069080

목표주가(상향)

47,000원

현재주가(09/08)

36,450원

Up/Downside

+28.9%

투자의견(유지)

Buy

2020. 09. 10

뮤, Reboot

뮤, Reboot: 웹젠의 주력 IP 뮤는 중국에서 인기가 있다. 이에 힘입어 14년 전민기적을 시작으로 중국에서 다수 모바일화되었다. 웹젠 주가는 17년 하반기 중국 신작 모멘텀이 집중되면서 크게 상승하였지만 18년 초 기적MU:각성까지 중국에서 흥행하며 실적이 개선되었음에도 불구하고 이후 중국 기대 신작 출시 부재로 주가는 부진했다. 올해에는 국내 출시한 뮤 아크엔젤과 R2M이 흥행했고, 중국에서 성과가 확인된 뮤IP를 활용한 모바일 게임 진흥지인이 올해 하반기, 전민기적2가 내년 상반기 중국 출시가 기대되어 17년 하반기 이상의 모멘텀/성과가 예상된다.

웹젠은 보유하고 있는 롱런 흥행 게임 IP를 기반으로 이용자 Lock-in 및 BM, 적용이 유리한 장르인 모바일 MMORPG 출시를 통해 신규 콘텐츠의 불확실성을 축소하며 성과를 내고 있다. 이에 힘입어 올해/내년 괄목할만한 실적 개선이 예상되는 상황이지만 밸류에이션은 Peer 대비 낮은 수준이다. 불확실성 높은 시장 환경에서 기대 효용이 큰 IP를 보유하고 있는 사업자들은 분명 유리한 위치를 점하고 있다고 판단되고 IP 확장을 통한 성과가 본격화되는 이 구간에서 리레이팅이 필요하다고 판단된다.

목표주가 상향: 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 4.7만원으로 상향한다. 목표주가 상향의 주원인은 뮤 아크엔젤과 R2M의 흥행과 더불어 3Q20 진흥지인, 2Q21 전민기적2 출시를 반영하여 20년/21년 영업이익 추정치를 20%/52% 상향 조정한 것이다. 이를 감안하여 12개월 Forward 예상 실적에 뮤 IP 전성기였던 17년을 포함한 과거 3개년 평균 PER인 19배를 적용하였다. 신작 흥행에 따른 실적 호조 및 주요 기대작 출시에 대한 기대감이 유효한 구간이라고 판단됨에 따라 동사에 대한 매수 전략을 추천한다.

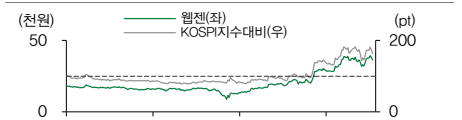
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	219	176	280	313	350
(증가율)	31.6	-19.6	59.1	11.6	12.0
영업이익	69	52	86	120	157
(증가율)	56.5	-24.8	65.3	40.4	30.8
지배주주순이익	50	43	66	90	120
EPS	1,426	1,207	1,861	2,554	3,407
PER (H/L)	30.1/9.7	18.6/10.7	19.6	14.3	10.7
PBR (H/L)	4.8/1.6	2.2/1.3	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA (H/L)	16.1/3.3	9.9/4.5	12.6	8.7	6.0
영업이익률	31.5	29.4	30.6	38.4	44.9
ROE	17.3	12.7	16.9	19.3	21.1

Stock Data

52주 최저/최고	8,800/39,200원
KOSDAQ /KOSPI	878/2,402pt
시가총액	12,871억원
60일-평균거래량	1,193,032
외국인지분율	27.8%
60일-외국인지분율변동주이	+1.2%p
주요주주	김병관 외 2 인 27.2%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-4.0	68.0	103.1
상대기준	-6.2	44.0	45.9

도표 58. 웹젠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	415	434	474	438	344	602	879	977	1,761	2,801	3,128
YoY	-24.1	-11.3	-25.9	-14.6	-5.2	75.2	46.0	11.2	-19.6	59.1	11.6
게임 매출	415	434	474	437	342	601	878	977	1,760	2,798	3,126
뮤	310	321	380	329	254	448	620	635	1,341	1,957	2,082
R2	22	26	18	32	18	29	153	232	98	432	613
샷온라인	16	13	14	14	11	17	19	19	56	66	64
메틴2	16	18	22	23	25	63	44	46	79	178	180
Webzen.com	10	10	9	12	10	16	14	17	41	57	58
기타	40	45	31	28	26	28	27	27	144	108	128
기타 영업수익	0	0	0	1	1	1	1	1	1	3	2
영업비용	323	341	288	291	248	438	633	626	1,241	1,945	1,925
인건비	111	126	118	122	123	126	130	169	478	546	584
감가상각비	12	12	12	14	13	15	14	14	48	54	55
무형자산상각비	7	7	5	7	1	0	0	0	26	1	0
지급수수료	146	130	110	111	83	218	364	352	496	1,016	1,028
광고선전비	29	47	14	15	7	57	90	53	105	207	142
기타	18	18	29	22	22	23	37	39	87	120	116
영업이익	92	93	185	148	96	164	245	351	520	856	1,202
YoY	-62.0	-27.5	-7.1	24.7	4.3	74.3	32.3	136.3	-24.5	64.7	40.4
영업이익률	22.1	21.5	39.2	33.7	27.8	27.3	27.9	35.9	29.5	30.6	38.4
순이익	100	76	154	92	69	148	180	247	424	644	883
YoY	-40.3	-39.1	-0.3	69.4	-31.4	92.6	17.2	165.2	-15.4	52.0	37.1
순이익률	24.1	17.5	32.4	21.1	20.0	24.6	20.5	25.3	24.1	23.0	28.2

자료: 웹젠 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	284	238	305	397	512
현금및현금성자산	65	48	8	93	201
매출채권및기타채권	32	36	49	51	54
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	113	176	172	171	172
유형자산	39	37	36	35	36
무형자산	32	31	28	28	28
투자자산	32	81	81	81	81
자산총계	397	414	479	569	686
유동부채	68	42	43	45	43
매입채무및기타채무	29	12	12	15	13
단기차입금및단기차채	1	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	15	16	16	16	16
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	83	58	59	61	59
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	195	237	303	393	513
비자배주주지분	0	0	-1	-3	-5
자본총계	314	356	420	508	626

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	82	20	46	82	107
당기순이익	50	42	64	88	118
현금유출이없는비용및수익	12	7	24	31	42
유형및무형자산상각비	7	8	8	6	5
영업관련자산부채변동	9	-34	-17	-4	-9
매출채권및기타채권의감소	-7	-6	-13	-2	-2
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	0	2	-2
투자활동현금흐름	-65	-29	7	5	1
CAPEX	-3	-3	-5	-5	-6
투자자산의손증	-22	-49	0	0	0
재무활동현금흐름	-5	-7	-3	-2	-1
사채및차입금의 증가	0	4	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-91	0	0
현금의증가	13	-17	-40	85	108
기초현금	52	65	48	8	93
기말현금	65	48	8	93	201

자료: 웹젠 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	219	176	280	313	350
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	219	176	280	313	350
판매비	150	124	195	193	193
영업이익	69	52	86	120	157
EBITDA	76	59	93	126	163
영업외손익	0	5	4	1	4
금융손익	6	10	9	8	7
투자손익	-1	-2	-1	-2	-2
기타영업외손익	-5	-3	-4	-5	-1
세전이익	68	57	89	121	162
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	42	64	88	118
지배주주지분순이익	50	43	66	90	120
비지배주주지분순이익	0	0	-1	-2	-2
총포괄이익	49	42	64	88	118
증감률(%YoY)					
매출액	31.6	-19.6	59.1	11.6	12.0
영업이익	56.5	-24.8	65.3	40.4	30.8
EPS	66.3	-15.4	54.2	37.3	33.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	1,426	1,207	1,861	2,554	3,407
BPS	8,878	10,064	11,924	14,478	17,885
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	14.9	13.5	19.6	14.3	10.7
P/B	2.4	1.6	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	6.6	6.4	12.6	8.7	6.0
수익성(%)					
영업이익률	31.5	29.4	30.6	38.4	44.9
EBITDA마진	34.7	33.8	33.4	40.2	46.4
순이익률	22.9	24.0	23.0	28.3	33.7
ROE	17.3	12.7	16.9	19.3	21.1
ROA	13.9	10.4	14.4	16.9	18.8
ROIC	64.2	25.5	28.3	38.7	49.2
안정성및기타					
부채비율(%)	26.4	16.4	13.9	12.0	9.5
이자보상배율(배)	5,545.8	324.6	25.3	48.7	301.5
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행횟수상 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이전율은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전율은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

웹젠 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	과리율(%)	일자	투자이전	목표주가	과리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
19/03/06	Buy	25,000	-31.5 -11.0				
20/02/10	Buy	23,000	-37.4 -26.7				
20/03/27	Buy	18,000	-1.3 25.3				
20/06/23	Buy	25,000	28.3 56.8				
20/09/10	Buy	47,000	-				

Buy

컴투스

078340

목표주가(유지) 145,000원 현재주가(09/08) 127,900원 Up/Downside +13.4% 투자 의견(유지) Buy

2020. 09. 10

의미있는 기다림

의미있는 기다림: 컴투스는 2분기 서머너즈워 6주년 프로모션 효과 등에 힘입어 활성 이용자가 크게 증가하며 분기 최대 매출을 기록하였다. 2분기 증가한 활성 이용자를 기반으로 3분기에는 서머너즈워 대규모 업데이트 효과, 글로벌 게임 IP 스트리트파이터와의 콜라보레이션, 월드아레나 챔피언십 등에 힘입어 동사 실적은 건조한 모습을 이어갈 것으로 보인다.

써머너즈워가 최근까지도 글로벌 흥행 모바일 게임으로서의 입지를 재차 확인하며 양호한 실적 흐름을 지속하고 있으나 서머너즈워 IP 활용 신작 출시가 지연되는 점이 아쉬운 부분이다. 하지만 여전히 저력있는 써머너즈워 IP를 활용한 MMORPG의 출시는 컴투스의 지속적인 기대 요인이라고 판단된다. 21년 상반기 중에는 출시될 것이라며 써머너즈워 MMORPG 크로니클보다 먼저 1Q21에 출시 예정인 실시간 전략 게임 백년전쟁에서 써머너즈워 IP 파워가 어느 정도 효과를 낼지도 관전 포인트이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 14.5만원 유지: 통련하고 있는 써머너즈워 IP를 보유하고 있다는 점은 신규 콘텐츠에 대한 불확실성이 확대되고 있는 콘텐츠 산업에서 우위를 점할 수 있는 요소라고 판단된다. 특히 이용자 Lock-in 요인이 강한 MMORPG로의 확장은 향후 동사의 레벨업 포인트로 작용할 것으로 기대된다. 아직 출시까지는 시간이 많이 남아있지만 흥행/성과에 대한 리스크를 축소할 수 있는 동사 신작 출시의 의미있는 기다림이 될 것으로 판단된다. 투자 의견 Buy 목표주가 14.5만원을 유지한다.

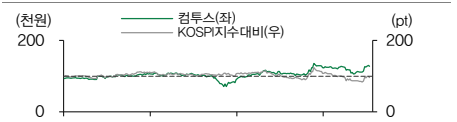
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	482	469	500	706	777
(증가율)	-5.2	-2.6	6.6	41.2	10.0
영업이익	147	126	124	232	309
(증가율)	-24.7	-14.1	-1.4	86.7	33.3
지배주주순이익	130	112	117	195	257
EPS	10,075	8,693	9,124	15,123	19,992
PER (H/L)	19.0/11.7	14.9/9.0	14.0	8.5	6.4
PBR (H/L)	2.9/1.8	1.8/1.1	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA (H/L)	11.8/5.8	7.0/2.7	5.1	3.3	1.6
영업이익률	30.4	26.8	24.8	32.8	39.8
ROE	16.2	12.7	12.1	17.5	19.5

Stock Data

52주 최저/최고	71,100/136,000원
KOSDAQ /KOSPI	878/2,402pt
시가총액	16,456억원
60일-평균거래량	103,968
외국인지분율	36.0%
60일-외국인지분율변동주이	+1.5%p
주요주주	게임빌 외 4인 29.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.6	19.5	37.2
상대기준	-0.8	2.5	-1.4

도표 59. 컴투스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,077	1,242	1,162	1,216	983	1,476	1,232	1,309	4,696	5,001	7,059
YoY	-5.5	0.0	-3.1	-1.8	-8.7	18.9	6.1	7.7	-2.5	6.5	41.2
지역별											
국내	202	239	257	269	238	273	265	277	967	1,053	1,609
해외	874	1,003	905	947	745	1,203	968	1,032	3,730	3,948	5,451
게임별						0.79					
서머너즈워	850	970	900	958	853	1,172	996	1,046	3,678	3,989	4,369
백년전쟁					0	0	0	0	0	0	866
크로니클						0	0	0	0	0	1,187
기타	227	272	262	258	130	304	236	263	1,018	1,011	637
영업비용	775	919	848	884	747	1,094	906	1,012	3,426	3,759	4,741
인건비	140	168	161	176	164	203	179	196	645	741	781
로열티	33	53	26	24	37	42	30	27	136	136	140
지급수수료	390	456	426	440	372	535	447	479	1,712	1,834	2,596
마케팅비	146	164	160	146	82	211	160	209	616	663	844
기타	66	78	75	98	92	103	90	100	316	385	380
영업이익	302	323	314	332	236	382	326	298	1,270	1,242	2,318
YoY	-23.7	-11.5	-17.5	1.5	-21.8	18.2	4.0	-10.4	-13.4	-2.3	86.7
OPM	28.0	26.0	27.0	27.3	24.0	25.9	26.5	22.7	27.1	24.8	32.8
순이익	281	336	259	247	294	301	298	257	1,123	1,150	1,907
YoY	-4.4	14.8	-18.4	-11.3	4.6	-10.4	15.0	4.1	-9.4	2.4	65.7
NPM	26.1	27.0	22.3	20.3	29.9	20.4	24.2	19.7	23.9	23.0	27.0

자료: 컴투스, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	774	766	872	1,019	1,263
현금및현금성자산	33	36	89	202	426
매출채권및기타채권	69	56	58	67	73
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	135	239	225	256	248
유형자산	3	15	-23	7	-2
무형자산	2	20	24	24	25
투자자산	101	168	188	188	188
자산총계	909	1,005	1,106	1,284	1,520
유동부채	63	71	74	77	79
매입채무및기타채무	36	32	35	39	40
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	9	9	9	9
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	65	80	83	86	87
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	209	208	208	208	208
이익잉여금	675	770	870	1,048	1,288
비자배주주지분	0	6	3	0	-6
자본총계	844	925	1,024	1,197	1,433

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	129	130	166	184	283
당기순이익	130	110	115	191	252
현금유출이없는비용및수익	18	32	89	69	131
유형및무형자산상각비	3	7	75	31	76
영업관련자산부채변동	14	1	5	-2	-2
매출채권및기타채권의감소	11	5	-1	-9	-6
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	3	4	1
투자활동현금흐름	-78	-89	-82	-53	-41
CAPEX	-2	-4	-36	-60	-66
투자자산의손증	-61	-70	-20	0	0
재무활동현금흐름	-44	-37	-18	-17	-17
사채및차입금의 증가	0	9	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	-1	0	0	0
배당금지급	-18	-17	-17	-17	-17
기타현금흐름	0	0	-14	0	0
현금의증가	7	3	53	113	224
기초현금	26	33	36	89	202
기말현금	33	36	89	202	426

자료: 컴투스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	482	469	500	706	777
매출원가	59	69	70	95	102
매출총이익	423	400	431	611	674
판매비	276	274	306	379	365
영업이익	147	126	124	232	309
EBITDA	149	133	200	263	385
영업외손익	25	22	34	33	42
금융손익	15	21	27	33	41
투자손익	5	-3	1	-1	0
기타영업외손익	5	4	6	1	1
세전이익	171	148	158	265	350
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	130	110	115	191	252
지배주주지분순이익	130	112	117	195	257
비지배주주지분순이익	0	-2	-2	-4	-5
총포괄이익	126	109	115	191	252
증감률(%YoY)					
매출액	-5.2	-2.6	6.6	41.2	10.0
영업이익	-24.7	-14.1	-1.4	86.7	33.3
EPS	-9.0	-13.7	5.0	65.7	32.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	10,075	8,693	9,124	15,123	19,992
BPS	65,600	71,478	79,294	93,109	111,793
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
Multiple(배)					
P/E	12.8	12.4	14.0	8.5	6.4
P/B	2.0	1.5	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	6.5	5.3	5.1	3.3	1.6
수익성(%)					
영업이익률	30.4	26.8	24.8	32.8	39.8
EBITDA마진	31.0	28.3	39.9	37.2	49.6
순이익률	26.9	23.4	23.0	27.0	32.5
ROE	16.2	12.7	12.1	17.5	19.5
ROA	14.8	11.5	10.9	16.0	18.0
ROIC	78.6	40.9	50.1	93.9	116.4
안정성및기타					
부채비율(%)	7.7	8.6	8.1	7.2	6.1
이자보상배율(배)	6,125.8	439.3	216.9	404.9	539.6
배당성향(배)	13.3	15.5	14.6	8.8	6.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 정보와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

컴투스 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
19/03/06	Buy	140,000	-28.0 -18.2				
19/07/24	Buy	115,000	-14.6 -5.2				
20/02/17	Buy	140,000	-34.7 -25.9				
20/03/27	Buy	110,000	-7.9 5.8				
20/05/14	Buy	140,000	-20.0 -2.9				
20/07/15	Buy	160,000	-22.4 -20.4				
20/08/12	Buy	145,000	-				

MEMO



MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com
----	-------	---------	------------

글로벌크레딧	유승우 팀장	3426	seyoo
--------	--------	------	-------

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국전략	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

금융	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
----	--------	------	-----------

조선/기계/철강	김홍균 수석연구위원	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤희 수석연구위원	3367	uhno
에너지/케미칼	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hjpark
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj
연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92

크로스융합파트

스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam



산업분석2팀

IT총괄/전기전자	권성률 팀장	3724	srkwon
-----------	--------	------	--------

음식료/유통	차재현 수석연구위원	3378	imcjh
반도체/IT소재장비	여규진 연구위원	3713	kjsyndrome
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
자동차/운송	김평모 연구위원	3053	pmkim
인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구위원	3385	realjun20
헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo
미디어/통신서비스	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.