



게임

비중확대 (유지)

다가오는 호황

 **신한투자증권**
기업분석부

강석오 책임연구원
☎ 02) 3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

김동석 연구원
☎ 02) 3772-2677
✉ dongseok.kim@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

경기와 상관없이 성장하는 게임 산업

2H23 게임산업 호황 전망

많은 산업들이 매크로 상황에 영향을 받지만, 게임 개발사들은 콘텐츠의 퀄리티와 상업성을 갖춘 신작이 나오기만 하면 고성장이 나타난다. 과거의 사례를 예로 들자면 금융위기로 인해 사람들의 소비력이 크게 감소했던 2008년~2009년에는 닌텐도가 '닌텐도 위(Wii)'의 흥행으로 연간 6조원 이상의 영업이익을 내며 큰 성장을 기록했고, 성장주가 가장 무서워하는 매크로 이슈인 미국 기준금리가 2015년말부터 2018년까지 우상향했음에도 엔씨소프트는 <리니지> IP를 모바일에 이식해 좋은 성과를 내면서 주가도 큰 폭으로 상승했다.

해외로 나가야 고성장 가능

해외 시장 성과가 결정지를 이익과 멀티플

2010년대 모바일 게임 시장이 고성장을 이루며 전체 게임 시장의 절반을 차지하게 되었지만, 여전히 나머지 절반은 PC와 콘솔 플랫폼으로 큰 규모를 차지하고 있다. 특히 두 번째로 큰 콘솔 플랫폼은 북미/유럽, 일본이 한국(국내 시장 비중 약 5%)보다 훨씬 커서 완전히 다른 유저 성향을 고려한 장르, 플랫폼의 신작이 필요하다. 북미/유럽에서의 성과가 극소수 기업에게서만 나타났기 때문에 국내 기업이 해당 지역들에서 성과를 낼 수 있다는 기대감 자체가 적어, 향후 플랫폼 확장 및 장르 다각화로 유의미한 실적 성장을 기대할 수 있는 기업에 더 많은 관심이 쏠릴 것으로 전망한다.

중국을 비롯한 해외 시장에서의 성과가 나타날 경우 밸류에이션 멀티플에 프리미엄이 있을 가능성이 높다. 단순히 단기 실적이 성장한 것뿐만 아니라, 한국 외 지역의 게이머 성향에 맞는 신작을 개발할 수 있는 역량이 인정됨에 따라 실적 성장의 지속가능성이 높아지기 때문이다. 해외에서의 성과가 기대되는 네오위즈, 데브시스터즈, 넥슨게임즈와 같은 기업은 이미 주가 상승이 시작되었고 실제 성과가 나타날 시 더 가파른 상승세가 나타날 것으로 전망한다.

투자의견 비중확대(Overweight), 호황을 앞둔 지금이 투자 적기

Top Picks: 네오위즈, 데브시스터즈

중국 외자판호를 발급받아 하반기에 중국에서의 성과가 나옴과 함께, 별도로 준비하고 있는 신작의 성과가 함께 나타나는 기업에 주목할 필요가 있다. 결국 모든 투자포인트의 성과는 해외 매출 비중 증가로 이어져야 하는데 단순히 중국 진출뿐만 아니라 플랫폼/장르 다각화 역량도 고려하지 않을 수 없다. <고양이와 스프>의 중국 퍼블리싱 계약을 체결했고 올해 <P의거전>, <브라운더스트2>, <금색의갯슈>로 장르/플랫폼 다각화를 보여줄 네오위즈(투자의견 매수, 목표주가 6.8만원), 그리고 <쿠키런:킹덤>의 중국 출시가 멀지 않았고 <오브스메시>, <마녀의성>, <프로젝트B> 등 모든 차기 신작을 글로벌 유저를 타겟으로 하는 데브시스터즈(투자의견 매수, 목표주가 10만원) 두 종목을 탐픽으로 제시한다.

II. 1H23 요약 - 변화와 기회

중국 외자판호 추가 발급, 국내 시장은 큰 지각 변동 발생

외자판호 발급으로 중국에서의 성장 기회 발견

중국 외자판호 발급 - 현지 시장 개방 지속

22년 12월, 23년 3월 두 차례 한국 게임에 대한 외자판호가 발급되면서 전 세계 게임시장 규모 1위 국가인 중국에서 성장의 기회가 마련되었다. 유의미한 성과를 낼 수 있는 대형작들 다수가 판호를 받음에 따라 향후에도 중국 게임 시장은 개방될 가능성이 높으며, 중국 게임 기업들의 성장을 위해서라도 판호 발급은 지속될 것으로 전망한다.

최근 한/중 정치 리스크가 부각되며 주가가 하락하기도 했다. 그러나 그 후로도 <로스트아크>, <쿠키런:킹덤>, <블루아카이브> 등 판호 받은 게임 모두에 대한 출시 프로세스가 이상없이 빠르게 진행되고 있다. 텐센트/넷이즈 등 과거 3년간 중국 정부의 게임 산업 규제 하에서 과할 정도로 조심히 눈치를 봤던 것을 돌아쳐보면, 이러한 상황에서도 사전예약 및 마케팅, CBT를 진행한다는 것은 국내 투자자들의 우려 대비 현지의 시장 개방 분위기는 달라지지 않았음을 보여준다.

2023년 3월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	중국 퍼블리셔	장르	플랫폼
쿠키런: 킹덤	데브시스터즈	관유게임즈(Sohu 자회사)	수집형 RPG	모바일
블루아카이브	넥슨게임즈	상하이로밍스타(요스타 자회사)	수집형 RPG	모바일
메이플스토리: H5	넥슨(라스타)	라스타	방치형 RPG	모바일
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	넷마블(고단샤)	Wuxi Qiku	MMORPG	모바일
오디션: 모두의 파티	티쓰리	넷이즈	리듬/캐주얼	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2022년 12월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	중국 퍼블리셔	장르	플랫폼
제2의나라: 크로스월드	넷마블네오	텐센트	MMORPG	모바일
샵타이탄	카밤 (넷마블 자회사)	미공개	시뮬레이션	모바일
A3: 스틸 얼라이브	넷마블엔투	넥스트월드게임즈	MMORPG	모바일
메이플스토리M	넥슨	텐센트&세기천성	MMORPG	모바일
로스트아크	스마일게이트알파지	텐센트	MMORPG	PC
에픽세븐	슈퍼크리에이티브	즈롱게임즈	수집형 RPG	모바일
그랑사가	엔픽셀	쿠카게임즈	MMORPG	모바일
뮤: 레전드	웹젠	벨로프	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

국내 게임시장 변화

- 1) 캐주얼 장르 부각
- 2) 서브컬처 인기
- 3) 새로운 MMO 등장

국내 게임시장 매출순위 지각 변동

상반기 국내 모바일 게임 시장은 큰 지각 변동이 있었다. 1) 서브컬처를 포함한 캐주얼 장르가 작년에 이어 계속 주목받고 있으며, 2) MMORPG로 견고하게 형성된 매출 순위 최상위권에 새로운 게임들이 등장했다.

전 세계적으로 캐주얼 게임의 인기가 높아지고 있다. 두 가지 이유로 추정하는데 첫째, 외부 활동이 늘어남에 따라 어느 환경에서도 접근성/편의성이 높기 때문이다. 둘째, MZ세대의 소비성향상 만족도가 높은 콘텐츠에 돈을 아끼지 않지만 콘텐츠 소비속도가 빠르고 콘텐츠 소모시간이 짧기 때문이다. 서브컬처 게임 또한 과금 강도는 높지만 한 스테이지를 즐기는데 1~2분 수준의 짧은 플레이타임이 요구되기 때문에 유저 소비성향 및 플레이 환경이 달라짐에 따라 수요가 증가했다는 판단이다. <우마무스메>, <디스라이트>, <승리의여신:니케>, <화이트아웃서바이벌> 등 세로형 게임이 최근 좋은 성과를 보이는 이유이기도 하다.

서브컬처 게임은 수 년 전부터 게임 산업에서 큰 주목을 받기 시작했고, 국내 모바일 게임 매출 순위에서도 트렌드가 많이 변했음을 알 수 있다. 시프트업이 개발한 국산 서브컬처 신작 <승리의여신:니케>가 2022년 11월 출시된 후 우리나라뿐만 아니라 전 세계적인 흥행에 성공했고, 한국 모바일 매출 순위 상위권을 유지하고 있다. 그리고 4월 26일에 출시된 호요버스의 신작 <붕괴:스타레일>은 매니아들의 전유물이었던 턴제 RPG의 진입장벽을 낮춰 대중화에 성공하며 국내에서도 MMORPG 못지 않은 성과를 기록 중이다.

한편 개발사들에게 대규모 캐시카우 역할을 해주는 MMORPG, 특히 수 년간 매출 순위 줄 세우기를 했던 <리니지> IP가 힘을 잃기 시작했다. 3월 출시된 카카오게임즈의 <아키에이지 워>, 넥슨의 <프라시아 전기>, 4월 출시된 위메이드의 <나이트 크로우>는 모두 매출 순위 최상위권에 위치하며 점유율을 빼앗고 있다. 특히 <나이트 크로우>는 출시된 지 2주 지난 5월 9일부터 구글플레이 매출순위 1위를 일주일 넘게 유지하고 있다. 국내에서 모바일 MMORPG의 인기가 여전히 높지만 추가적인 모바일 MMORPG 수요는 제한적일 것으로 예상해 캐시카우에 대한 프리미엄이 있었던 기업들은 위태로워졌다는 판단이다.

국내 모바일 게임 매출 순위 (안드로이드 기준)

순위	게임명	순위	게임명
1위	나이트크로우	7위	프라시아 전기
2위	리니지M	8위	리니지2M
3위	붕괴: 스타레일	9위	데블M
4위	아키에이지워	10위	FIFA 모바일
5위	오단: 바칼라 라이징	11위	WOS
6위	리니지W	12위	로블록스

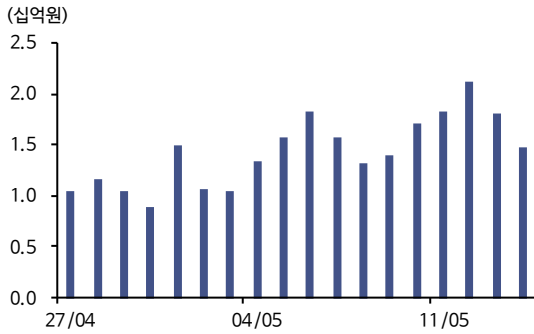
자료: Mobile Index, 신한투자증권

흥행 성공한 서브컬처 신작 <니케>, <스타레일>



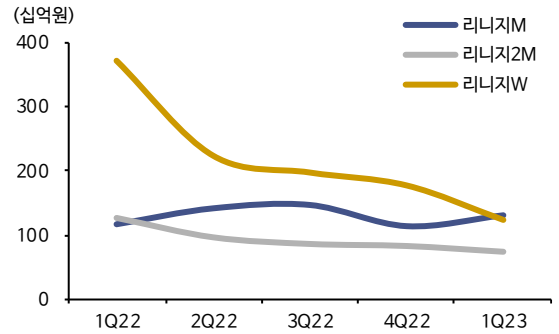
자료: 회사 자료, 신한투자증권

<나이트 크로우> 초기 일매출 추정치



자료: Sensor Tower, 신한투자증권 추정

<리니지> IP 모바일 게임 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

편의성과 접근성이 높은 세로형 게임들의 좋은 성과 (<우마무스메>, <WOS>)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 대형 개발사들의 마케팅비 축소 기조

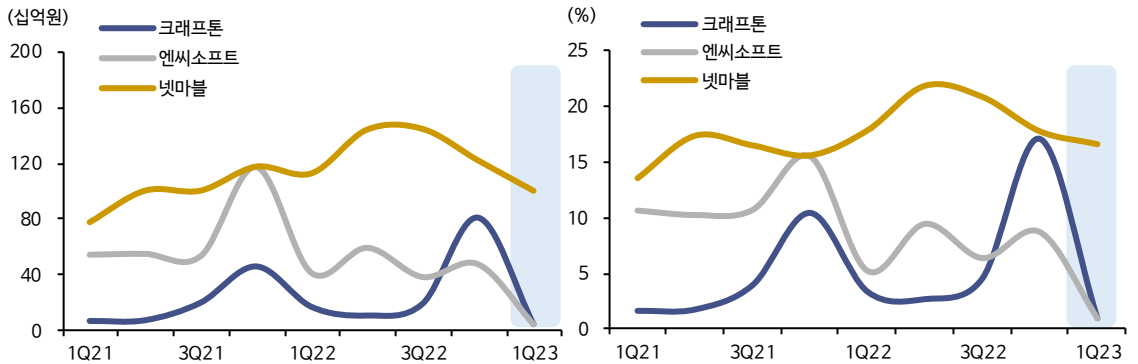
국내 게임사 마케팅비 축소 국면

1분기 실적에서의 특이사항은 전반적으로 마케팅비를 크게 줄였다는 것이다. MS, 메타, 트위터, 구글 등 해외 소프트웨어 기업들이 작년부터 대규모 구조조정을 진행 중인 것과 달리 국내 개발사들은 고용 유연성이 낮기 때문에 인건비보다는 마케팅 비용 축소에 초점을 두고 있다.

크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블 세 기업의 1Q23 마케팅비는 각각 51억원, 47억원, 1,003억원을 기록했고, 매출액 대비 마케팅비의 비중은 각각 0.9%(2022년 7%), 1%(2022년 7.3%), 16.6%(2022년 19.6%) 수준이다. 각 기업들의 절대적인 마케팅비 규모 자체도 감소했고, 매출액 대비 마케팅비의 비중도 2022년 연평균 수준보다 크게 감소했음을 확인했다.

크래프톤과 엔씨소프트는 기존작들이 대규모 마케팅 없이도 캐시카우 역할을 하는 반면, 넷마블은 캐주얼과 소셜카지노 장르의 비중이 높아 꾸준한 마케팅비가 집행되는 편이다. 세 기업 모두 1분기 중 신작이 부재했음을 고려하더라도 크래프톤과 엔씨소프트는 서비스 중인 작품의 수 대비 역대 최저 수준의 비용 집행을 통해 실적 서프라이즈를 기록했다. 2020~2022년 개발자들의 연봉 인상 및 인력 확충으로 늘어난 인건비를 감당하기 어려워졌고, 신작의 흥행 성공률이 낮아짐에 따라 비용을 줄이는 전략을 선택한 것으로 보인다. 세 기업뿐만 아니라 게임 개발사 대부분 신작 개발에 필요한 자금의 규모가 커지면서 기존작의 마케팅비를 축소하는 국면이다.

크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블 마케팅비 / 매출액 대비 마케팅비 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

III. 2H23 전망 - 다가오는 호황

2H23 게임 업종 투자의견: 비중확대 (Overweight)

국내외 개발사들은 코로나19 기간 중 인력 부족과 재택근무의 비효율로 인해 신작 개발 기간이 많이 길어졌다. 2022년까지 출시하지 못했던 다수의 신작들이 PC/콘솔/모바일 전 플랫폼에서 2023년 하반기에 쏟아져 나올 예정이다. 국내 게임사가 개발 중인 게임은 글로벌 신작들과 장르가 많이 겹치지 않아 경쟁강도 심화에 대한 우려는 제한적일 것으로 보이며, 그보다 해외 시장에서의 흥행을 목표로 하는 신작들이 실적 성장을 이끌면서 주가 상승이 나타날 가능성이 높다는 판단이다. 또한 전 세계 1위 시장 규모를 자랑하는 중국이 외자판호 발급을 재개하면서 한국 게임들이 중국에서 준수한 성과를 보일 것으로 기대한다. 2023년 하반기 게임 산업에 대한 투자의견을 Overweight로 제시하고, 아래의 투자 포인트들이 동시에 적용될 수 있는 기업들에서 투자의 기회가 있을 것으로 전망한다.

경기과 상관없이 성장하는 게임 산업

과거 사례들을 살펴보았을 때, 게임 산업은 경기민감도가 매우 낮음

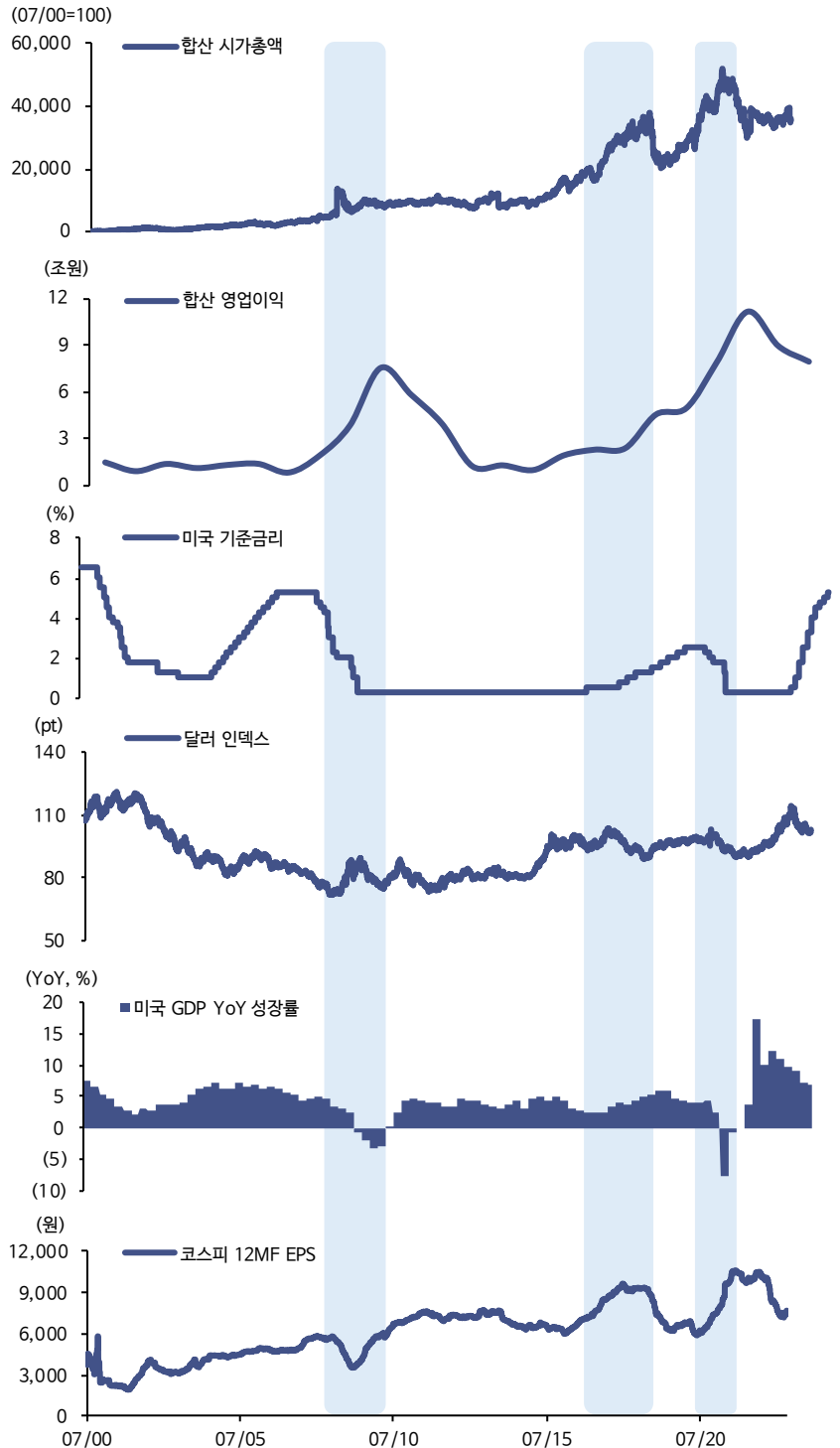
과거 경기침체 구간에도 성장한 게임 산업

많은 산업들이 매크로 상황에 영향을 받지만, 게임 개발사들은 콘텐츠의 퀄리티와 상업성을 갖춘 신작이 나오기만 하면 고성장이 나타난다. 과거의 사례를 예로 들자면 금융위기로 인해 사람들의 소비력이 크게 감소했던 2008년~2009년에는 닌텐도가 '닌텐도 Wii'의 흥행으로 연간 6조원 이상의 영업이익을 내며 큰 성장을 기록했고, 성장주가 가장 무서워하는 매크로 이슈인 미국 기준금리가 2015년말부터 2018년까지 우상향했음에도 엔씨소프트는 <리니지> IP를 모바일에 이식해 좋은 성과를 내면서 주가도 큰 폭으로 상승했다.

또 과거 1년간 뉴스에 가장 많이 보였던 단어 중 하나는 '인플레이션'이다. 원자재 가격 상승뿐만 아니라, 게임 개발에서의 원가 개념인 인건비가 개발자 부족으로 인한 연봉 상승으로 비용 부담이 생겼다. 과거 콘솔 플랫폼의 AAA 게임 기준 평균 패키지/다운로드 가격은 5~7만원 정도에 형성되어 있었으나, 최근에는 6~9만원 수준의 가격대가 형성되었다. 그럼에도 <엘든링(64,800원)>, <호라이즌 포비든웨스트(79,800원)>는 각각 출시 후 1년간 2천만장, 840만장을 판매하며, 높은 퀄리티의 콘텐츠와 IP는 가격과 상관없이 높은 판매량을 기록할 수 있음을 보여줬다. 올해 6월 6일에 출시되는 <디아블로4>는 스탠다드 버전이 84,500원임에도 불구하고 전 세계 게이머들이 출시만을 기다리고 있다.

시간이 갈수록 IMF, OECD, 한국은행, 그리고 당사는 2023년 한국 경제성장을 하향 조정하고 있는데, 이에 따라 경기에 덜 민감한 게임 산업이 주목받을 수 있다는 판단이다. 탐다운 측면뿐만 아니라 퀄리티 측면에서의 기대작도 올해 하반기 다수 출시되며 EPS 성장을 이끌 것이고, 오랜 기간 막혀있었던 중국 시장이 마침내 열리며 사업에 우호적인 환경까지 만들어졌기 때문이다. 따라서 소프트웨어 산업 내 인터넷/플랫폼 산업 대비 게임 기업들에 대한 투자를 추천한다.

게임 섹터 vs. 매크로 지표



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

주: 시가총액과 영업이익은 엔씨소프트, 블리자드, 닌텐도 합산 기준

해외로 나가야 고성장 가능

해외 시장에서의 성과는 실적 성장 및 멀티플 리레이팅으로 이어질 것

높은 ARPU 기반으로
성장해온 국내 게임 시장
한계에 봉착

국내 상장사 대부분 2015년 이후 MMORPG에 집중하며 국내 유저들의 높은 ARPPU를 기반으로 큰 규모의 매출을 발생시킬 수 있었다. 많은 기업들이 캐시 카우 몇 개씩을 보유하게 되었고, 이는 한국 게임산업이 인구 규모 대비 유의미한 시장을 형성할 수 있었던 요인이기도 하다. 그러나 2020년 이후 '양산형 MMORPG'라는 단어가 나올 정도로 콘텐츠, BM 등 모든 면에서 비슷한 신작들이 출시되었고, 이미 만들어져있는 BM에 아트만 바꾼 게임들이 악평을 받으며 흥행에 실패하는 사례가 많아졌다. 엔씨소프트의 주가 하락의 가장 큰 원인으로 <리니지>식 모바일 MMORPG의 양산이자 한국과 대만 외 지역에서의 성과가 부족했다는 것이었다.

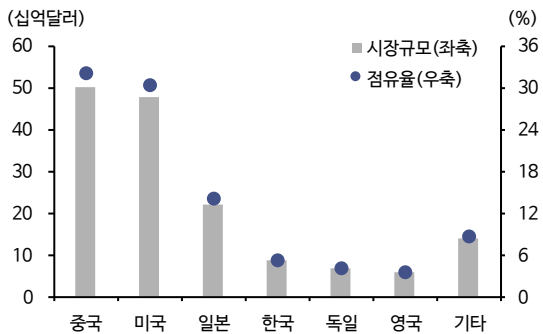
글로벌 대비 한국 시장규모
약 6% → 해외 진출 필요

한국은 전 세계 게임 시장의 6%를 차지한다. 북미/유럽, 중국 등 한국 개발사들이 진출하지 않은 시장이 너무 많이 남아있다. 오랜 기간 영위했던 사업 모델을 수정하고, 게임 장르나 플랫폼을 다각화하여 해외 게이머들의 입맛에 맞는 신작을 단기간에 출시하는 것이 쉬운 일은 아니지만, 부진한 실적에도 불구하고 주식 시장의 투자자들은 충분히 기다려줬다는 판단이다. 2021~2022년 출시되었어야 했던 신작들이 계속 연기되었고, 리오프닝이 1년 정도 진행되었다는 점을 고려했을 때 더 이상의 신작 연기는 과거 대비 주가에 더 큰 악영향이 있을 것으로 전망한다. 심지어 앞서 언급했듯이 게임 산업이 충분히 주목받고 성과를 낼 수 있는 환경이 만들어졌음에도 불구하고 하반기 중 결과물이 없다면 주가가 유지되기 어려울 것으로 보인다.

글로벌 성과가 결정지을
이익과 멀티플

반대로 중국을 비롯한 해외 시장에서의 성과가 나타날 경우 밸류에이션 멀티플에 프리미엄이 있을 것으로 전망한다. 단순히 단기 실적이 성장한 것뿐만 아니라, 한국 외 지역의 게이머 성향에 맞는 신작을 개발할 수 있는 역량이 인정됨에 따라 실적 성장의 지속가능성이 높아지기 때문이다. 해외에서의 성과가 기대되는 네오위즈, 테브시스터즈, 넥슨게임즈와 같은 기업은 이미 주가 상승이 시작되었고 실제 성과가 나타날시 더 가파른 상승세가 나타날 것으로 전망한다.

국가별 게임 시장 규모



자료: Newzoo, 신한투자증권 추정

엔씨소프트: 해외 성과 부진, 신작 흥행 실패



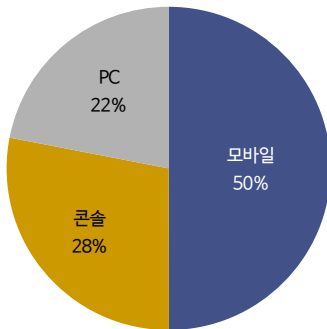
자료: QuantiWise, 신한투자증권

해외 성과 기대 포인트 1 - 플랫폼 다각화

콘솔 시장 진출 가속화

2010년대 모바일 게임 시장이 고성장을 이루며 전체 게임 시장의 절반을 차지하게 되었지만, 여전히 나머지 절반은 PC와 콘솔 플랫폼이 큰 규모를 차지하고 있다. 특히 두 번째로 큰 콘솔 시장은 한국(시장 비중 5%)보다 북미/유럽, 일본이 훨씬 커서 완전히 다른 유저 성향을 고려한 신작이 필요하다. 최근 콘솔/PC 시장에서는 AAA 게임 중엔 액션 어드벤처와 슈팅, 중소형작 중엔 캐주얼 장르의 인기가 많아 한국 개발사들의 기존 방향성을 크게 바꾸는 시도가 필요하다.

글로벌 플랫폼별 게임 시장 점유율 (2022년 기준)



자료: Newzoo, 신한투자증권 추정

국내 개발사의 PC/콘솔 기대작

게임명	개발사	플랫폼	출시일정
P의거짓	네오위즈	PC/콘솔	23년 8월
쿠키런: 오븐스매시	데브시스터즈	모바일/PC	2H23
TL	엔씨소프트	PC/콘솔	2H23
레전드오브이미르	위메이드	PC/콘솔	2H23

자료: 회사 자료, 신한투자증권

해외 성과 기대 포인트 2 - 장르 다변화

장르 다변화 가속화

다양한 장르의 신작을 준비하는 것은 크게 두 가지 효과를 가져올 수 있는데 첫째는 다양한 유저 Pool을 확보함에 따라 해외 진출이 용이해지며, 둘째는 PLC나 BM이 다른 게임들이 누적되며 장기적으로 안정적인 현금 흐름을 기록할 수 있다는 것이다. 한국과 북미/유럽 유저들의 성향이 크게 달라 장르 다변화는 필수적이면서도 성공시 추가 측면에선 크게 리레이팅 될 수 있는 요소다. 그 예로 액티비전 블리자드는 여러 장르의 대작을 준비할 뿐만 아니라 퍼즐 게임인 <캔디 크러시사가>를 통해 꾸준한 현금흐름을 유지하고 있어 안정적 성장이 가능하다

미국 앱스토어 게임 매출 순위 (iOS 기준)

순위	게임명	순위	게임명
1위	캔디크러시사가	6위	Gardenscape
2위	로얄매치	7위	Homescape
3위	클래시오브클랜	8위	붕괴:스타레일
4위	로블록스	9위	코인마스터
5위	CoD:모던워페어	10위	포켓몬 GO

자료: Mobile Index, 신한투자증권

국내 개발사의 MMORPG 외 기대 신작

게임명	개발사	장르	출시일정
나혼자만레벨업	넷마블	수집형 RPG	2H23
쿠키런:마녀의성	데브시스터즈	퍼즐어드벤처	2H23
디즈니나이츠사가	조이시티	수집형 RPG	2H23
애니팡코인즈	위메이드플레이	슬롯	2Q22

자료: 회사 자료, 신한투자증권

플랫폼 경쟁 심화에 따른 개발사 IP 가치 상승

아마존/넷플릭스/엔비디아 신규 플랫폼 사업자로 등장

개발사 투자에 적극적인
글로벌 빅테크 및 플랫폼

PC에서는 스팀, 콘솔에서는 마이크로소프트/소니/닌텐도, 모바일에서는 구글/애플로 기존 플랫폼사들이 지배적인 영향력을 가지고 있는 가운데, 아마존/넷플릭스/엔비디아/에픽게임즈/메타 등 다양한 신규 플랫폼들이 등장하며 게임 사업에 새롭게 진출하고 있다. 아마존은 규모있는 대작, 넷플릭스는 글로벌 대중성이 있는 모바일 게임, 엔비디아는 자사 클라우드 게이밍 플랫폼에 온보딩할만한 트랙픽 높은 게임 중심으로 IP 확보에 나섰다. 에픽게임즈는 스팀의 경쟁자가 되기 위해 장르/규모 가리지 않고 에픽스토어에 입점시키고 있다. 각 기업들의 전략은 조금씩 다르지만 게임 IP를 공격적으로 확보하고 있고, 향후 개발역량을 내재화하기 위해 개발사 투자나 인수에도 적극적이다.

전통적인 플랫폼 강자들에게 신규 플랫폼 사업자들의 등장은 분명 위기다. 신규 사업자들 모두 글로벌 시장에서 큰 영향력을 가지고 있는 서비스를 영위하고 있고, 충분히 대규모 투자가 가능하기 때문이다. 특히 미디어에 집중했던 기업들은 향후 매출 규모를 늘리고 수익성을 높이기 위해 차기 신사업으로 게임을 골랐고 매우 공격적인 투자를 집행할 가능성이 크다. 개발비용 대비 게임은 어떠한 형태의 콘텐츠들보다 수익성이 높고 흥행시 오랜 기간의 PLC를 가져 지속가능성도 높기 때문이다.

IP/개발력 보유한 개발사
투자 매력도 상승

반면 IP를 보유하고 새로 개발하는 게임사 입장에서는 더 비싼 값을 불러줄 고객이 늘어남에 따라 향후 기업 가치에는 긍정적이라는 판단이다. 이미 대부분의 유저를 데리고 있는 기존 플랫폼들은 작게든 크게든 점유율이 낮아질 가능성이 높아 경쟁력을 갖추기 위해 더 많고 좋은 IP를 확보하려 하고 있다. 신규 플랫폼 사업자들은 새로운 유저 유입을 위해 글로벌 기대작들을 비싼 값에 조달하고 수익 배분(RS)도 좋은 조건을 제시하는 모습이다. 마이크로소프트/소니/넷플릭스/텐센트는 출혈 경쟁을 피하기 위해 유명 IP를 보유하고 있는, 또는 개발력이 뛰어난 스튜디오를 아예 인수하는 모습이 근 몇 년간 자주 보인다.

단순히 글로벌 초대형 개발사들의 이야기는 아니다. 마이크로소프트는 네오위즈의 <P의거짓>을 자사 구독 서비스인 Xbox GamePass에 Day 1 라인업으로 포함시키는 계약을 체결했고, 마케팅도 지원하고 있다. 위메이드에도 200억원 규모의 투자를 진행하고 최근에는 콘솔 게임 출시를 협의 중이라는 정보도 공개됐다. 아마존은 스마일게이트의 <로스트아크>를 북미에서 흥행에 성공했으며, 엔씨소프트의 차기작 <TL>의 글로벌 퍼블리싱도 맡는다. 텐센트와 소니는 비상장사인 시프트업과 파트너십을 맺으며 텐센트는 <승리의여신:니케> 글로벌 퍼블리싱을, 소니는 <스텔라 블레이드>의 PS 독점 출시를 맡았다. 글로벌 플랫폼들이 한국 개발사를 눈여겨 보고 있다는 것 자체가 흥행 가능성이 있는 게임이면 바로 컨택이 가능하다는 뜻이고, 많은 플랫폼이 한국의 AAA급 게임을 탐내고 있는 만큼 MG나 RS 조건이 향후에 계속 좋아질 것으로 예상된다.

글로벌 플랫폼의 게임 개발사 인수 / 투자 내역

투자 주체	투자 대상	보유 지분 (%)	투자 금액 (억달러)	투자 대상의 주요 IP
마이크로소프트	ZeniMax	100	75	〈엘더스크롤〉, 〈Quake〉
	Activision Blizzard	100	686.8	〈디아블로〉, 〈콜 오브 듀티〉
	Ensemble Studios	100	1	〈에이지 오브 엠파이어〉
	Rare Studios	100	3.8	〈동키콩〉
	Mojang Studios	100	25	〈마인크래프트〉
소니	Epic Games	14	10	〈포트나이트〉
	Bungie	100	36	〈헤일로〉
	Savage Game Studios	미공개	미공개	미공개
	Insomniac Games	100	2.3	〈마블 스파이더맨〉
	Firewalk Studios LLC	100	미공개	미공개
넷플릭스	Next Games	100	0.7	〈기묘한 이야기: 퍼즐 이야기〉
	Boss Fight Entertainment	미공개	미공개	〈던전 보스〉
	Night School Studios	미공개	미공개	〈Oxenfree〉
텐센트	Riot Games	100	4	〈LoL〉
	Sumo Group	100	12.7	〈Forza Horizon〉
	Ubisoft	5	3	〈어쌔신 크리드〉
	Epic Games	40	3.3	〈포트나이트〉
	Supercell	84	86	〈클래시 오브 클랜〉
	From Software	16	11.6	〈엘든링〉
	Activision Blizzard	5	미공개	〈디아블로〉, 〈콜 오브 듀티〉
	Bluehole	12	미공개	〈PUBG〉
	Funcom	29	1.5	〈Conan Exiles〉
	Grinding Gear Games	80	미공개	〈Path of Exile〉
	시프트업	20	미공개	〈승리의여신:니케〉
디즈니	Playdom	미공개	7.6	〈Gardens of Time〉
	New Horizon Interactive	미공개	3.5	〈클럽 펭귄〉
메타	Armature Studio	100	미공개	〈레지던트 이블〉
	Camouflaj	100	미공개	〈마블 아이언맨 VR〉
	Twisted Pixel	100	미공개	〈Wilson's Heart〉

자료: Reuters, Bloomberg, 언론 보도, 신한투자증권

PIF의 게임사 투자 확대

PIF도 투자 지속

사우디 국부펀드 PIF(Public Investment Fund) 또한 게임을 비롯한 콘텐츠 기업에 대규모 투자를 집행하고 있다. 사우디의 PIF와 게임 사업 그룹 Savvy Games는 글로벌 개발사에 장르, 지역, 규모 가리지 않고 공격적인 투자를 진행하고 있다.

액티비전 블리자드나 테이크투 인터랙티브, 캡콤, 닌텐도, EA 같은 글로벌 초대형 개발사뿐만 아니라 한국 기업인 넥슨과 엔씨소프트에도 각각 9%가 넘는 지분을 사들였다. 주요 투자대상을 살펴보면 적어도 몇 개의 고객층성도 높은 IP를 보유하고 있고, 향후 높은 퀄리티의 신작을 개발할 수 있는 역량도 보유하고 있다는 공통점이 있다. 언론에 따르면 국내 개발사들과도 지속적인 IR 미팅을 통해 추가적인 투자를 검토하고 있다.

사우디가 이렇게 게임 산업에 적극적인 이유는 네옴시티의 주요 사업이자 향후 사우디의 미래 먹거리라는 판단 때문이다. 네옴시티에는 총 9개의 핵심 산업을 육성할 계획인데 그 중 하나가 게임을 비롯한 미디어 콘텐츠 산업이다. 유가가 급등하며 큰 돈을 벌어들인 사우디는 국가의 지속가능한 성장을 위해 비석유 산업에 투자하고 있다. 최종적인 목적은 게임 산업 내 신흥국인 사우디를 향후 게임 개발의 성지로 만들기 위함인데, 사우디가 지분 투자한 일부 스튜디오들은 수년 내에 네옴시티로 본사를 이전하는 계획을 가지고 있다.

게임 개발사에 아낌없는 투자를 진행하는 만큼 유치한 자본이 차기 신작에 사용될 수 있다는 점을 고려하면, 이러한 투자는 한국을 비롯한 전 세계 개발사들에게 선순환을 만들어낼 것으로 전망한다. 투자로 인해 신작의 퀄리티와 성과가 높아지고, 플랫폼들은 경쟁적으로 값을 높여가며 IP를 확보하려고 하면서 좋은 IP를 개발할 수 있는 기업의 가치는 지속 상승할 전망이다.

사우디 PIF 게임 개발사 투자 내역

투자 대상	지분 (%)	투자 금액 (억달러)	투자 대상의 주요 IP
Capcom	5.1	3.3	《록맨》, 《스트리트 파이터》
Koei Tecmo	5	미공개	《삼국지》, 《대항해》
Nintendo	8.3	30.5+	《마리오》, 《포켓몬》
넥슨	8.1	17.4	《던전앤파이터》, 《메이플스토리》
TakeTwo Interactive	9.9	10	《GTA》
Activision Blizzard	13.3	29	《디아블로》, 《콜 오브 듀티》
EA	5.1	19	《피파》
SNK	96.2	미공개	《메탈 슬러그》
Embracer Group	8.1	10.5	《툼 레이더》, 《이블데드》
엔씨소프트	9.3	9.0	《리니지》

자료: Reuters, 언론 보도, 신한투자증권 추정

중국 시장이 열린다

외자판호 발급 받은 게임들, 하반기 정식 출시하며 실적 성장 기대

중국 시장에서
유의미한 성과 기대

2016년 한한령으로 중국 진출이 막혔고, 그동안 중국 게임 시장은 급속도로 성장했다. 2017년에는 전 세계 시장 규모 1위에 올랐으며, 한국 대비 8배 이상의 규모인 것으로 추정된다. 그동안 중국 게임 시장도 트렌드가 많이 변했는데, 과거에는 우리나라와 비슷하게 MMORPG와 슈팅이 가장 인기 있었다면, 최근 모바일 플랫폼에서는 MOBA, 수집형RPG, 슈팅 중심의 인기가 두드러진다. 그리고 최근 판호를 발급 받은 한국산 게임들도 이러한 트렌드에 대부분 부합해 유의미한 성과를 기대해도 좋을 전망이다.

2022년 12월 8개, 2023년 3월 5개의 한국 개발사 게임이 중국 외자판호를 발급 받았고, CBT/사전예약/마케팅 등 예상보다 현지 퍼블리셔들의 출시 프로세스가 빠르게 진행됨에 따라 하반기 중 대부분 정식 출시가 가능할 것으로 전망한다. 일부 게임들은 이미 구체적인 출시 또는 테스트 일정이 공개되고 있는데, 데브시스터즈의 <쿠키런:킹덤>은 4월말에 사전예약을 시작한 후 5월과 여름 중 CBT를 진행한다는 사실이 알려졌고, <블루아카이브>는 6월 중 CBT 예정이다. 스마일게이트의 PC MMORPG <로스트아크>는 4월 얼리 액세스 이후 6월 정식 출시를 발표했다. 그 외에도 <제2의나라>는 6월초 테스트 시작, <일곱개의대죄>는 5월 30일 테스트 시작, <메이플스토리M>은 가을에 출시된다.

외자판호 발급 받은 게임 중 주요 기대작 예상 출시 일정

게임명	개발사	예상 출시 일정	중국 퍼블리셔	장르	플랫폼
쿠키런:킹덤	데브시스터즈	23년 10월	텐센트 / 창유 공동 퍼블리싱	수집형 RPG	모바일
블루아카이브	넥슨게임즈	3Q23	상하이로밍스타(요스타 자회사)	수집형 RPG	모바일
일곱개의대죄	고단샤(넷마블)	2H23	Wuxi Qiku	MMORPG	모바일
로스트아크	스마일게이트알피지	23년 6월 (확정)	텐센트	MMORPG	PC
에픽세븐	슈퍼크리에이티브	3Q23	즈롱게임즈	수집형 RPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권 추정

<쿠키런:킹덤> 5월 19일 중국 CBT 확정 공지



자료: 회사 자료, 신한투자증권

<블루아카이브> 중국 사전예약 진행 중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

산업 트렌드에 부합하는 게임들의 좋은 성과 기대

한국 게임, 중국에서 통할까?

중국 시장에서 더 이상 한국 게임의 영향력이 크지 않다는 의견도 있다. 당사 또한 모바일 MMORPG와 슈팅을 제외한 모든 장르에서 중국 게임사들의 개발력이 앞서기 시작했다고 판단한다. 그러나 한국에서 개발한 게임이 중국에서 무조건적으로 통하지 않는다고 판단하는 것은 아니다.

게임은 개별 “작품”이기 때문에 흥행 가능성에 대해 완성도, 재미, BM 등 다양한 요소들을 고려해야 한다. 여전히 국내 게임사들은 다수의 작품을 흥행시킬 여력이 존재하고 최근 MMORPG 외 다양한 장르 및 플랫폼으로 진출하는 모습들로 인해 성장 가능성은 존재한다고 생각한다. 특히 중국 시장에서 최근에 인기가 많은 캐주얼, 서브컬처 등의 게임들은 국내에서도 좋은 성과가 나타나고 있으며, 게임 산업의 트렌드에 맞는 작품들이 등장한다면 한국 개발사들이 충분히 중국에서 좋은 성과를 거둘 수 있다는 판단이다.

한편, 연간 발급받을 수 있는 판호의 수가 과거에 비해 크게 줄었기 때문에, 판호 발급 가능성은 프로세스를 진행하는 퍼블리셔의 의지에 좌우된다. 퍼블리셔 입장에서든 제한된 수의 판호로 실적 성장을 위해선 어떤 작품의 판호를 우선적으로 받고 출시해야할지, 즉 어떤 게임의 흥행 가능성이 높을지 까다롭게 판단할 수 밖에 없다. 중국뿐만 아니라 전 세계적으로 리오프닝의 영향이 지속되고 있고 최근 게이머들의 성향에서 한 스테이지당 소요하는 플레이 타임이 줄어드는 것을 선호하는 모습이 드러남에 따라, 게임 개발사들도 모바일 플랫폼에서는 하드코어 장르보다 캐주얼 장르를 선호할 것으로 전망한다. <쿠키런:킹덤>이나 <블루아카이브>의 흥행 가능성이 높은 이유이기도 하다.

데브시스터즈의 <쿠키런:킹덤>, 중국 시장에서 가장 큰 성과 기대

중국 시장 개방에 따른 최대 수혜는 데브시스터즈

작년 12월과 이번 3월 외자판호 발급 게임을 모두 포함해 흥행 가능성이 가장 높은 게임은 모바일 플랫폼에서 <쿠키런:킹덤>, PC 플랫폼에선 <로스트아크>를 꼽았다. 또한 빠르게 중국 사전예약자 수가 늘고 있는 <블루아카이브>도 서브컬처 수집형 RPG의 인기와 한국/일본/미국에서 검증된 콘텐츠 퀄리티로 흥행 가능성이 높다는 판단이다. 투자 측면에서는 데브시스터즈를 중국 시장 개방에 따른 최대 수혜 기업으로 판단(투자의견 Buy, 목표주가 10만원)한다. 콘텐츠 자체가 지역이나 유저의 연령, 성별을 가리지 않는 인기를 보일 것으로 예상하며, 최근 캐주얼 게임이 부상하고 있는 중국 시장에서도 유저의 수요를 충분히 충족시킬 수 있는 훌륭한 게임이다. 언급한 게임 중 가장 매출 성과가 클 것으로 예상할 뿐만 아니라 밸류에이션상 상승 여력도 가장 높다는 판단이다.

IV. Top Picks

게임, 경기에 민감하지 않아

산업 특성상 경기에 덜 민감, 신작도 쏟아진다

낮은 경기 민감도,
다가오는 신작 호황

하반기 경기침체가 지속되는 가운데 매크로 환경, 게임 가격 상승에도 실적에는 부정적인 영향이 없는 게임 산업이 호황을 맞이할 것으로 전망한다. 또한 개발자들의 기대 신작 수가 코로나 기간 대비 훨씬 많고, 북미/유럽 및 중국 등 기존 매출이 거의 없는 새로운 시장에서의 성과가 실적 성장뿐만 아니라 멀티플 확대까지 이끌 수 있다는 판단이다. 중국의 경우 한국산 게임들의 경쟁력이 예전에 비해 낮아진 것이 아니냐는 우려가 있지만, 현재 판호를 받고 출시 프로세스가 진행 중인 기대작들은 이미 한/미/일 등 글로벌에서 콘텐츠 퀄리티, BM 적합성, 유저 충성도 및 IP 확장성 등 다양한 정성/정량적인 평가가 긍정적으로 끝난 신작들이다. 또한 중국 시장은 한국 대비 8배 이상 큰 것으로 파악되어, 중국에서의 중박/소박 수준의 성과도 한국 상장사에게 매우 큰 실적으로 다가올 것이다.

투자의견 Overweight, 해외 성과와 중국 시장에 초점

2H23 Top Picks:
네오위즈, 데브시스터즈

중국 외자판호를 발급받아 하반기에 중국에서의 성과가 나옴과 함께, 별도로 준비하고 있는 신작의 성과가 함께 나타나는 기업에 주목할 필요가 있다. 결국 모든 투자포인트의 성과는 해외 매출 비중 증가로 이어져야 하는데 단순히 중국 진출뿐만 아니라 플랫폼/장르 다각화 역량도 고려하지 않을 수 없다. <고양이와 스프>의 중국 퍼블리싱 계약을 체결했고 올해 <P의거짓>, <브라운더스트2>, <금색의갯슈>로 장르/플랫폼 다각화를 보여줄 네오위즈(투자의견 매수, 목표주가 6.8만원), 그리고 <쿠키런:킹덤>의 중국 출시가 멀지 않았고 <오브스메시>, <마녀의성>, <프로젝트B> 등 모든 차기 신작을 글로벌 유저를 타겟으로 하는 데브시스터즈(투자의견 매수, 목표주가 10만원) 두 종목을 탐픽으로 제시한다.

네오위즈 신작 스케줄			
게임명	장르	플랫폼	출시일정
P의거짓	소울라이크	PC/콘솔	23년 8월
브라운더스트2	수집형 RPG	모바일	3Q23
오마이앤	퍼즐	모바일	2H23
금색의 갯슈	수집형 RPG	모바일	4Q23

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 신작 스케줄			
게임명	장르	플랫폼	출시일정
오브스메시	액션배틀	모바일/PC/콘솔	2H23
쿠키런:킹덤(중국)	수집형 RPG	모바일	10월 추정
마녀의성	퍼즐	모바일	2H23
프로젝트B	수집형 RPG	모바일	1H24

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정