



| 게임 |

크래프톤(259960.KS)

inZOI with PUBG!

1H24 Review

동사는 1H24 매출액 1조 3,729억 원, 영업이익 6,426억 원으로 역대 최대 반기 매출을 기록했다. 동사는 1)지속적인 업데이트를 통해 강력한 트래픽과 수익성 상승이 보장된 메가 IP를 보유하고 있으며 2)다양한 장르의 신규 IP 출시를 앞두고 있고 3)독자적인 개발 스튜디오 확보와 2PP 투자를 통해 장기적인 파이프라인 확보가 가능한 기업으로 향후 밸류에이션 상승을 기대한다.

[Investment Point 1] 효자 IP, 배틀그라운드

배틀그라운드는 YTD +37.5%의 트래픽 상승을 이루며 견조한 매출 성장을 보이고 있다. 이는 신규 맵 업데이트, 성장형 스킨 출시, 콜라보의 다양화 등 꾸준히 새로운 콘텐츠를 업데이트 한 결과다. 배틀그라운드 PC는 '25년 언리얼 엔진 5 도입, '26년 UGC 모드 출시를 통한, 배틀그라운드 모바일은 주요 시장인 중국과 인도에서의 강력한 입지를 바탕으로 지속적인 성장이 전망된다.

[Investment Point 2] One IP? No! Let's inZOI

동사는 인조이(4Q24), 다크앤다커(4Q24), 서브노티카2('25) 등의 신작 출시를 앞두고 있어, 기대작인 인조이를 중심으로, 연 매출 1551억의 기여와 함께 One-IP 리스크를 해소할 것으로 전망한다. 4Q24 출시 예정 신작 인조이는 독점 중인 기존 경쟁작의 교체수요를 이끌고 글로벌 메가 IP로 자리잡을 것으로 전망되며, 이후 One-IP 리스크 해소와 함께 밸류에이션 상승을 이끌어 낼 것으로 전망한다.

[Investment Point 3] Scale-up the Creative

동사는 중장기적 성장 전략으로 Scale-up the Creative를 제시하며 13개의 독자적인 게임 개발 스튜디오를 보유하고 있다. 추가로, 2PP(2nd Party Publishing) 형태의 적극적인 IP 투자를 진행하고 있다. 동사의 매출액 대비 지분법 적용 투자지분 취득 비중 추이는 '23년 10%대로 글로벌에서도 높은 수준을 보여주고 있다. 배틀그라운드의 높은 수익성이 해당 전략의 배경이 되며 향후 동사는 다양한 장르의 메인 게임을 보유한 글로벌 게임사로 도약할 전망이다.

Valuation

동사의 Valuation 방식으로 Peer Group PER Valuation을 사용하였으며, **목표주가 516,000원, 상승여력 52.7%**와 함께 **투자 의견 BUY**를 제시한다.

Investment Fundamentals

(억원, 원, 배)

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	18,854	18,540	19,106	27,593	30,079
영업이익	6,506	7,516	7,680	12,345	13,665
순이익	5,199	5,002	5,941	12,225	12,882
EPS	11,446	10,194	12,221	25,597	26,620
PER	40.2	15	18.3	21.4	20.1
PBR	4.89	1.61	1.69	2.35	2.00
OPM	34.51	40.54	40.20	44.73	45.41
ROE	17.9	10.3	11.1	19.4	17.5

투자 의견

BUY

목표주가

516,000원

현재주가(10.02)

338,000원

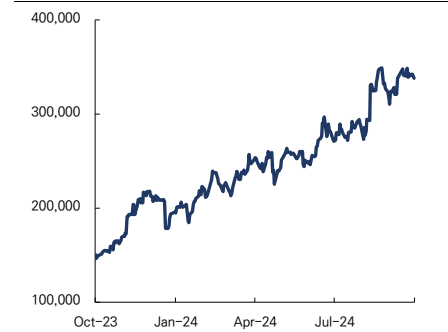
상승여력

52.7%

Stock Data

KOSPI(10/2)	2561
KOSDAQ	762
시가총액	16조 1,892억원
발행주식수(주)	47,897,003
52주 최고/최저(₩)	355,000/145,900
외국인지분율(%)	41.31
주요주주(%)	장병규 외 29인 21.28%
	Image Frame Investment 13.87%
주가상승률(%)	1개월 -1.7%
	6개월 39.1%
	12개월 129.1%

Stock Price



Research Team 1

팀장	38기 황선우	economic0628@naver.com
	38기 김범석	beoms0409@gmail.com
	38기 한지선	hjs2520@gmail.com
	39기 원준식	jswon2117@naver.com
	39기 이영서	lys03@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Intro	1
산업분석	1
- ‘해외 게이머 확보’가 곧 게임업계 승리자	
- 플레이타임이 점점 감소하는 주요 시장	
- 기존과는 달라진 게임의 ‘Rule’	
- 무한한 확장성, ‘UGC’	
- 생산성 확대의 Key, 생성형 ‘AI’	
기업분석	5
- 기업개요	
- 실적을 뒷받침하는 재무구조	
II . Investment Point	7
1. 효자 IP, 배틀그라운드	7
- 탄탄한 배틀그라운드	
- 아직 끝나지 않았다	
- 모바일은 화평정영이 캐리한다	
- 기회의 땅 인도를 장악할 BGMI	
2. One IP? No! Let’s inZOI	10
- Welcome to inZOI	
- 다크앤다커M, 원작이 보증하는 흥행	
3. 글로벌 게임사를 향해	13
- Scale-up the Creative	
- 2PP를 통한 추가 IP 확보	
III . Risk	15
- 특허권 분쟁, 결과가 이미지를 결정한다.	
IV . Estimation Logic	16
V . Valuation	19

I . Intro

팬데믹 이후 게임 업체들은 비용통제적 기조를 유지하고 있다. 국내 게임사들은 글로벌 게임 시장의 성장을 기반으로 해외 게이머를 확보하고자 하며, 라이브 서비스 게임과 UGC 및 생성형 AI 도입으로 수익성과 비용통제를 목표로 하고 있다. 본 팀은 1)기존 라이브 서비스 게임의 PLC가 길어지는 상황에서 입증된 IP를 보유하고 있고 2)UGC 도입으로 추가적인 트래픽 상승이 가능하며 3)지속적인 신작 출시와 함께 상승 모멘텀을 가진 기업을 중장기적 성장성을 보유한 기업이라고 판단하였으며, 해당 조건을 충족함과 동시에 하반기 밸류에이션 상승을 이끌어 낼 기업으로 크래프톤을 제시한다.

산업분석

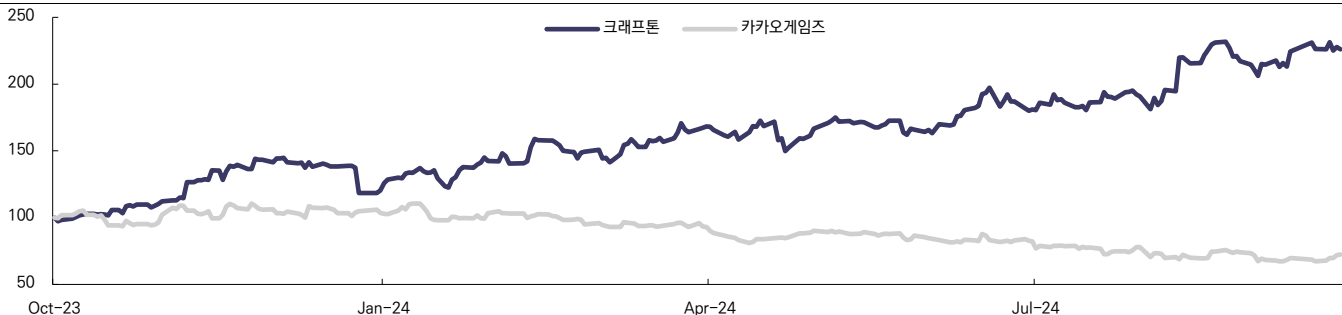
‘해외 게이머 확보’가 곧 게임업계 승리자

팬데믹 시기의 높은 성과가 게임사들의 사업 확장으로 이어졌고, 게임 산업 전반의 매출 하향 평준화가 이루어진 현재 되려 부담으로 작용하고 있다. 이에 공통적으로 비용통제적 기조(인건비, 마케팅비 집행 통제)를 통해 이익 상승을 이끌어 낼 수 있는 비용 구조를 이끌어 냈지만, **국내/해외 매출 비중 여부에 따라 주가흐름은 서로 다른 방향성을 보였다.**

국내외 매출 비중에 따른 주가 방향성 차이

미소를 지은 게임사는 **‘해외 매출 비중이 80% 이상’인 기업들이다.** ‘23년 국내 게임 시장은 YoY -10.9% 역성장을 보인 반면 글로벌 게임 시장은 YoY +4.3%로 성장했기 때문이다. 근시일 내 출시될 신작 여부와 관계없이, 주 유저층 및 **매출이 해외에서 창출된 기업들은 상대적으로 견조한 이익과 주가 방어력을 보였다.**

카카오게임즈(국내 매출 83%) 대비 크래프톤(해외 매출 94%) 주가 추이 (과거 1개년, '23년 10월=100)

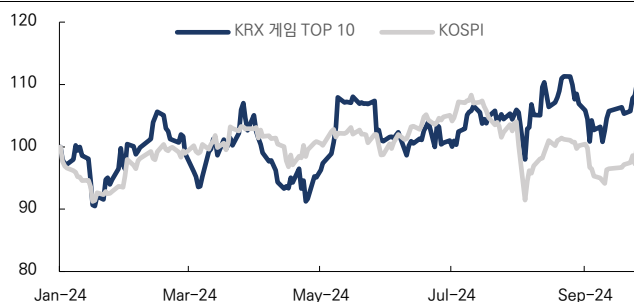
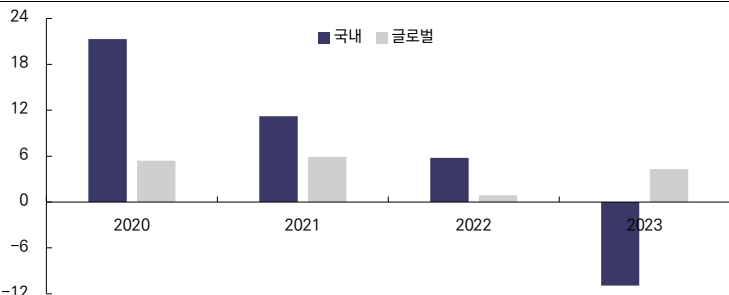


출처: KRX, RFS Team 1

글로벌/국내 게임 시장 성장률 추이(YoY)

(단위: %)

KOSPI 대비 KRX 게임 TOP 10 지수 추이 (YTD, '24년 1월=100)



출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 1

출처: KRX, RFS Team 1

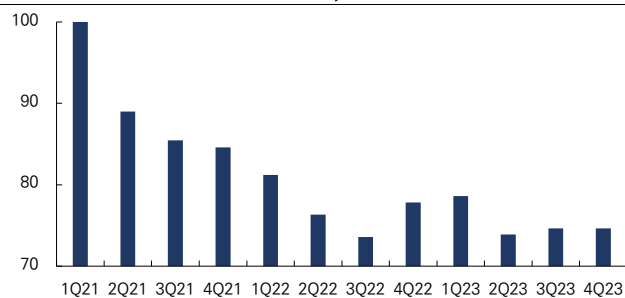
OTT 및 숏폼은
게임의 대체재

플레이 타임이 점점 감소하는 주요 시장

팬데믹 이후 지난 3년간 수많은 신작의 출시가 있었지만, **글로벌 게이머들의 총 게임 플레이 타임은 감소했다**. 일상 회복으로 오프라인 활동이 증가했고, 게임의 대체재인 OTT 및 영상물을 시청하는 시간이 늘어났기 때문이다. 이러한 현상은 PC/콘솔에서 더욱 두드러진다. 사람들이 모바일 환경에 노출되는 시간이 점차 늘어나는 반면, 상대적으로 요구되는 플레이 타임은 PC/콘솔이 길기 때문이다.

4Q23 PC/콘솔 게임의 평균 플레이 타임은 1Q21 대비 -26% 감소했다. 이러한 추세는 국내도 마찬가지다. '23년 전체 게임 이용률은 62.9%로 '19년 65.7% 이후 최저를 기록했다. 결국 글로벌/국내 게임사들은 신작으로 성공하려면 **게이머들의 줄어드는 게임 플레이 타임 내에서 수익성을 확보하고 매출을 극대화해야 한다**.

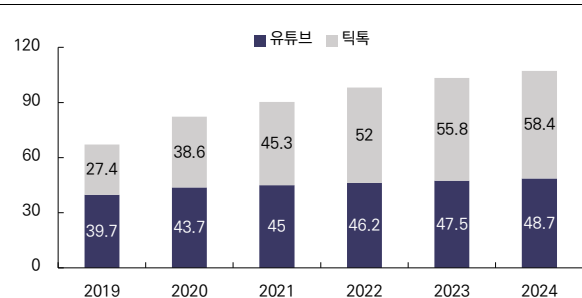
PC/콘솔 게임 플레이 타임 (1Q21 = 100, 직전 분기 대비)



출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 1

미국 일평균 1인당 유튜브/틱톡 사용 시간

(단위: 분)



출처: Youtube/Tik Tok, RFS Team 1

기존과는 달라진 게임의 'Rule'

기존 흥행 게임의
PLC 확대 중

PLC:
Product Life Cycle,
제품 수명 주기

통상적으로 게임사들의 매출은 분기별, 연도별 편차가 크다. 신작 출시 이후 1년 내에 대부분의 매출이 집중되며 계절성이 존재하기 때문이다. 또한, **과거 게임의 PLC(Product Life Cycle)는 길지 않았고, 다음 게임이 연이어 흥행하지 못하면 매출 절벽이 발생했다**. 그러므로 게임사가 구조적으로 성장하기 위해서는 매년 신작을 출시하거나 라이브 서비스 게임으로 매년 더 높은 매출을 발생시켜야 한다.

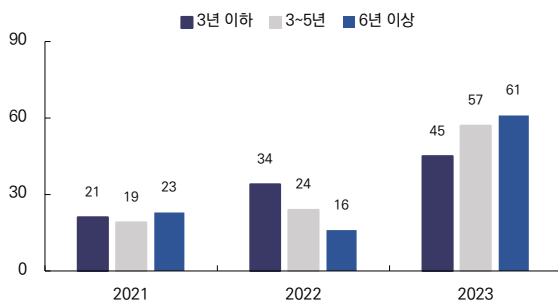
하지만 게임 시장의 'Rule'이 변하고 있다. **과거 대비 기존 흥행 게임의 PLC가 길어지고, 출시된 지 5년이 넘었음에도 매출과 트래픽이 오히려 오르는 게임들이 늘어나고 있다**. '21년에는 출시 3년 이하인 게임이 전체 PC/콘솔 플레이 타임의 21%, 6년 이상인 게임이 23%였지만, '23년에는 45%, 61%로 격차가 확대되었다. 이를 증명하듯 'BIG 5(포트나이트('17년 출시), 로블록스('06년 출시), 리그오브레전드('09년 출시), 마인크래프트('11년 출시), GTA5('13년 출시)가 전체 플레이타임의 27%를 차지한다.

출시 후 기간 별 PC/콘솔 플레이 타임 비중

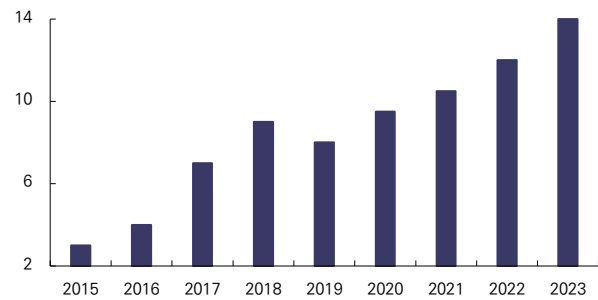
(단위: %)

스팀 출시 PC 게임 수

(단위: 천 개)



출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 1



출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 1

라이브 서비스 게임은
비용통제와 수익증대를
동시에 타겟 가능

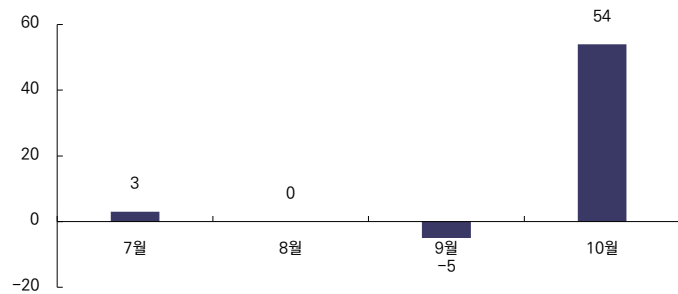
기존 흥행 게임의 PLC가 길어진 현재, 게임 업계의 눈은 지속적인 업데이트를 통해 **적은 비용으로도 트래픽과 수익성**이라는 두 마리 토끼를 다 잡을 수 있는 **라이브 서비스 게임**에 쏠리고 있다.

패키지 게임은 완결이 있는 게임이다. 그렇기 때문에 BM은 **최초 구입 시 발생하는 1회성 매출이 큰 비중을 차지**하고, 추가 콘텐츠를 포함한 확장팩 DLC(Downloadable Content)로 추가 수익을 창출한다. 다만 퍼블리싱 플랫폼을 보유한 기업을 제외하고는 PC의 경우 총 매출의 약 15%, 모바일 게임은 총 매출의 약 30%를 지급하고 시작한다. 퍼블리싱까지 외주를 맡기면 평균 30~40% 로열티를 추가로 지급해야 하는데, 실물 패키지의 비중이 높을 경우 제작 비용까지 추가해서 지급해야 하기에 수익성은 더욱 떨어진다. 또한, 출시 이후 DLC나 후속 작품에 대한 의사 결정이 지연되는 과정에서 인건비가 추가된다면 **손익분기점은 더욱 높아진다**.

반면 라이브 서비스 게임은 출시 후 지속적으로 콘텐츠가 업데이트 되는 게임이다. 게이머들의 니즈에 맞춘 업데이트와 다양한 콜라보를 통해 1)기존 게이머뿐만 아니라 **신규, 복귀 게이머들의 유입**을 이끌어 **트래픽이 지속적으로 증가**할 수 있으며 2)가격 저항이 낮고 3)Paying User의 포진을 통해 **높은 수익성**을 확보할 수 있다. 완결이 있어 흥행에 실패하면 개발비 등 막대한 기회비용이 발생하는 패키지 게임과 달리 업데이트만으로도 **비용통제와 수익증대**라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있다.

로블록스('23년 10월 업데이트) 트래픽 전동기비 증감 추이

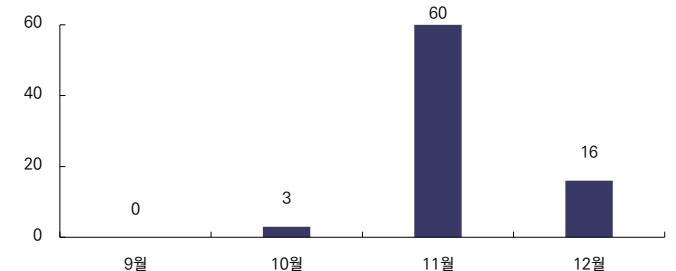
(단위: %)



출처: Roblox, RFS Team 1

포트나이트('23년 11, 12월 업데이트) 트래픽 전동기비 증감 추이

(단위: %)



출처: Fortnite, RFS Team 1

최근 SONY는 패키지 게임 개발비가 크게 증가하면서 막대한 기회비용이 발생하는 패키지 게임 대신 한번 흥행하면 꾸준한 캐시카우 역할을 하는 라이브 서비스 게임 개발에 집중하겠다는 의지와 함께 '25년 3월까지 신작 출시는 없다고 하였다. 락스타게임즈도 정통 패키지 콘솔 게임인 GTA 시리즈의 온라인, 라이브 서비스화를 통해 트래픽과 수익성을 확보하고 있다. 기존의 패키지 게임 업체들 또한 **기존 게임을 라이브 서비스로 확장**하여 수익성과 트래픽을 확보하고 있다는 점에서 **향후 라이브 서비스 게임이 주류 시장**을 이룰 것으로 전망한다.

무한한 확장성, 'UGC'

이제는 게임 업체의 게임 제작을 넘어서 **게이머가 직접 게임의 콘텐츠를 만들어가는 UGC**가 주목받고 있다. UGC는 사용자가 직접 에디터로 콘텐츠를 제작해 게임에 적용할 수 있는 형태를 의미한다. 마인크래프트, 로블록스 등 샌드박스 게임들이 대표적인 UGC 게임이다.

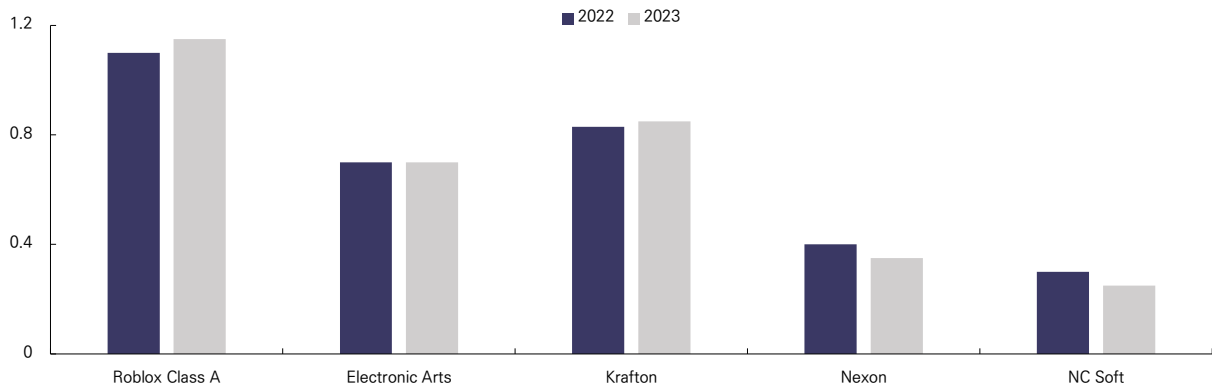
다양한 UGC를 갖춘 게임은 무한한 확장성을 가지며 게이머들을 기존 게임에 오랜 기간 체류시킬 수 있다. 그리고 **UGC로 인한 트래픽 확장은 또 다른 창작으로 이어지는 선순환 구조를 형성**한다. 게이머들이 원하는 니즈를 해당 게임 내에서 모두 해소할 수 있는 만큼 UGC 기능을 갖춘 게임이 해당 장르의 대표작으로 자리잡은 후에는 다음 세대의 게임으로 교체되기 전까지는 지배력을 확장할 수 있다.

UGC 도입은 트래픽
상승의 선순환 구조 형성

특히 UGC는 엔데믹 이후 증가한 고정비에 대한 부담으로 비용통제적 기조를 이어가는 게임 업체에 경제적 이점을 준다. 게임산업의 심화에 따라 게이머들의 눈높이는 높아지고, 각자가 원하는 니즈는 다양해지고 있지만, 게임사들의 자원은 한정되어 있다. **UGC처럼 콘텐츠 자체를 게이머가 만들게 한다면 게임사는 일부 밸런스 조절과 최적화만을 제공해도 게이머들의 수요를 충족할 수 있다.** UGC 게임의 대표인 로블록스가 자체 개발, 퍼블리싱까지 모두 수행하면서도 '23년 종업원 1인당 매출액이 1.1백만 달러로 가장 높은 수치를 보일 수 있는 비결이다.

글로벌 게임사 종업원 1인당 매출액

(단위: 백만 달러)



출처: 각 사, RFS Team 1

생산성 확대의 Key, 생성형 AI

게임 산업 전반의 성장이 둔화하는 현 상황에서 **생성형 AI는 비용(C) 절감의 Key로 평가받고 있다.** 새로운 기술 도입에 대한 실무자들의 적응 과정, 고도화에 따라 게임산업 창작/개발 전반의 생산성 향상에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

생성형 AI의 도입

- 1) 비용절감
- 2) UGC 생태계 촉진

글로벌 게임사들은 이미 적극적으로 AI를 도입하고 있다. EA(Electronic Arts)의 CEO 앤드류 월슨은 개발 프로세스의 50% 이상이 생성형 AI의 발전으로 개선 가능하다고 판단하며, 현재 도입을 준비 중에 있다고 설명했다. 국내에서도 생성형 AI에 대한 기대감이 확인된다. 한국콘텐츠진흥원의 설문조사에 따르면 콘텐츠 산업 내에서 생성형 AI가 긍정적인 영향을 줄 것이라는 답변을 한 비율은 게임이 70.9%로 가장 높다. 또한, 실제 업무에 생성형 AI를 도입한 비율도 21.8%로 가장 높았다. **글로벌과 국내 게임사들의 생성형 AI 도입은 향후 필연적이다.**

또한, **생성형 AI의 도입은 UGC 생태계를 더욱 촉진한다.** 제작의 하들이 낮아지면서 게이머들은 기존보다 고도화된 방식으로 게임 내에서 원하는 콘텐츠를 구현할 수 있다. 로블록스는 '23년 로블록스 어시스턴트라는 생성형 AI 도구를 무료로 출시했고, 연내 출시 예정인 크래프톤의 인조이 역시 AI를 활용한 커스텀 기능이 탑재되어 있다. **성장이 둔화된 게임산업에서 UGC 게임은 두각을 나타내고 있으며, 생성형 AI의 본격화로 앞으로 비중이 더욱 커질 전망이다.** 지속적인 트래픽 상승을 이끌어내는 라이브 서비스 게임의 UGC에 생성형 AI가 도입될 경우 지속적인 게이머 유입과 함께 더욱 풍부한 콘텐츠와 수익성 확대가 기대된다.

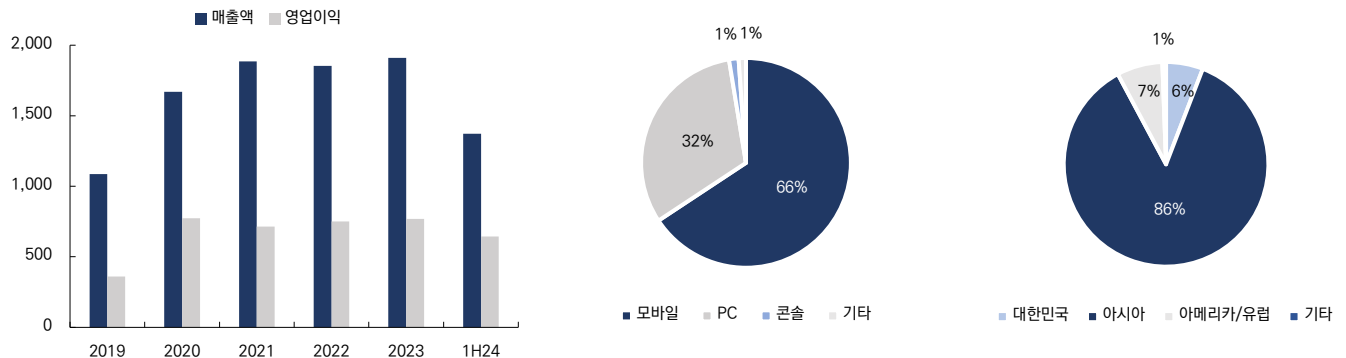
이에 본 팀은 1)기존 라이브 서비스 게임의 PLC가 길어지는 상황에서 **입증된 IP를 보유하고 있고 2)UGC 도입으로 추가적인 트래픽 상승이 가능하며 3)지속적인 신작 출시와 함께 상승 모멘텀**을 가진 기업을 중장기적 성장성을 보유한 기업이라고 판단하였으며, 해당 조건을 충족함과 동시에 하반기 밸류에이션 상승을 이끌어 낼 기업으로 크래프톤을 제시한다.

기업분석

기업개요

동사는 게임 제작 및 퍼블리싱을 주요 사업으로 영위한다. 글로벌 IP인 배틀그라운드 등을 보유하여 200개국 이상에 게임 서비스를 제공하고 있으며, '24년 반기 **누적 매출액의 94%가 해외에서 발생**하고 있을 만큼 차별화된 크리에이티브를 가진 글로벌 스튜디오를 통해 다채로운 장르의 게임이 서비스되고 있다.

크래프톤 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 십억원) 1H24 크래프톤 매출액 비중 (단위: %) 1H24 크래프톤 국가별 매출액 비중 (단위: %)



출처: 크래프톤, RFS Team 1

출처: 크래프톤, RFS Team 1

출처: Dart, RFS Team 1

B2P(Buy-to-Play)

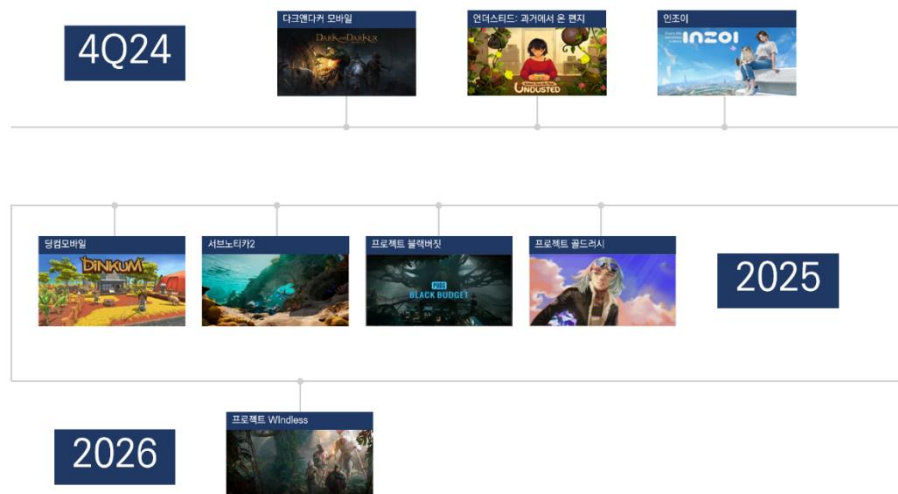
: 패키지 게임

F2P(Free-to-Play)

: 부분 유료화 게임

'22년 1월, 동사의 배틀그라운드 PC(이하 배틀그라운드) 및 콘솔 버전은 **F2P 서비스 방식을 도입**했다. 배틀그라운드는 충분한 이용자수가 확보되어야 게임 플레이가 가능하지만, 이용자수가 지속적으로 우하향 곡선을 그리면서 무료화라는 특단의 조치를 내린 것으로 판단한다. 서비스 방식을 전환하면서 배틀그라운드 최고접속자수는 70만 명을 기록하였고, 이후 신규 콘텐츠 등의 도입으로 이용자의 내부 결제를 유도함으로써 수익을 확보하고 있다. 배틀그라운드 모바일의 경우에도 무료 다운로드가 가능하지만, 게임 내에서 시즌패스 등을 구매할 수 있는 In-App Purchase를 시행하고 있다. 동사는 지배적인 PUBG IP를 기반으로 '24년 하반기 신작 출시가 예정되어 있기에 **One-IP 리스크를 해소함과 동시에 지속적인 매출 성장을 전망**한다.

동사 신작 라인업 (예정)



출처: 언론 종합, RFS Team 1

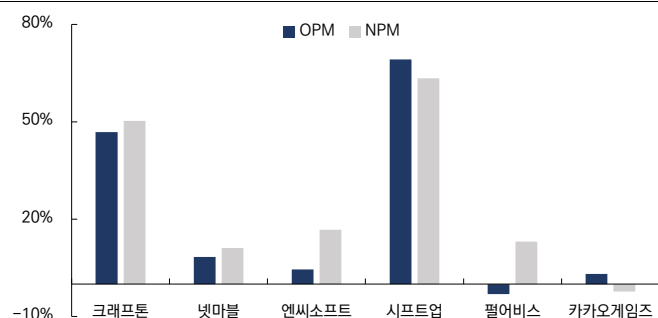
실적을 뒷받침하는 재무구조

꾸준한 OPM/NPM

동사는 기대 실적보다 높은 실적 달성을 가능케 할 **건전한 재무구조를 보유하고** 있다. 수익성 측면에서는 OPM과 NPM이 Peer 대비 높은 것을 확인할 수 있다. 1H24 기준, 동사의 **OPM/NPM은 46.8%/50.3%**로, 넷마블 8.4%/11.1%, 엔씨소프트 4.5%/16.7%, 시프트업 69.3%/63.4%, 펠어비스 -3.1%/13.1%, 카카오게임즈 3.1%/-2.3%와 비교하여 높은 마진을 형성하고 있다. 이는 1)동사의 높은 매출 비중을 차지하는 모바일 게임 중 '화평정영'을 퍼블리싱을 하는 텐센트에게 **로열티만 받는 형식으로 매출을 발생**시키며 2)독자적 개발 스튜디오와 함께 자체 IP 비중이 높아 **지급수수료 비중이 낮기** 때문이다. 동사의 OPM 및 NPM은 '19년 이후로 각각 40%, 30%대를 유지하고 있어 효율적인 영업활동으로 이익 창출을 실현하고 있다고 판단한다.

Peer 대비 OPM/NPM 비교

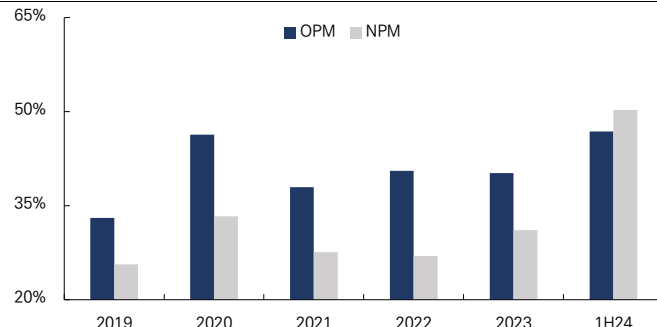
(단위: %)



출처: 각사, RFS Team 1

크래프톤 5개년 OPM/NPM 추이

(단위: %)



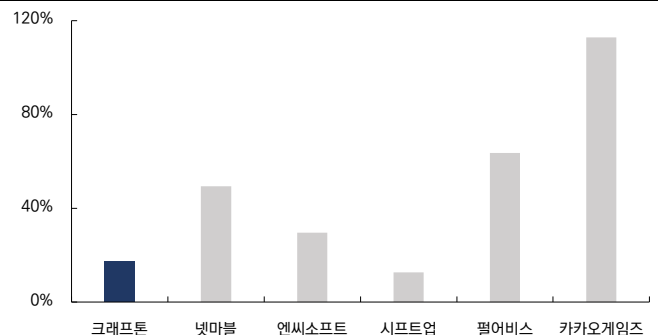
출처: Dart, RFS Team 1

높은 유동비율과 낮은 부채비율

안정성 측면에서는 Peer 대비 낮은 부채비율을 확인할 수 있다. 1H24 기준, 동사의 **부채비율은 17.2%**로 엔씨소프트 29.6%, 네오위즈 20.1%, 카카오게임즈 112.9%, 컴투스 43.8%, 넷마블 49.3%와 비교해서 재무 안정성이 매우 양호한 수준을 보인다. 이는 동사가 외부자금에 크게 의존하지 않고, **자체적인 수익 창출 능력**이 뛰어나다고 판단되며, 부채비율이 지속해서 낮아짐으로써 높은 마진과 함께 이자로 유출되는 현금이 적은 선순환 구조가 강화될 것으로 전망된다. 또한, 1H24 동사의 **유동비율은 646.8%**로 전년도 대비 하락세를 보였지만, 여전히 높은 비율을 보여 부채 청산 대비에도 문제가 없을 것으로 예상된다.

Peer 대비 부채비율 비교

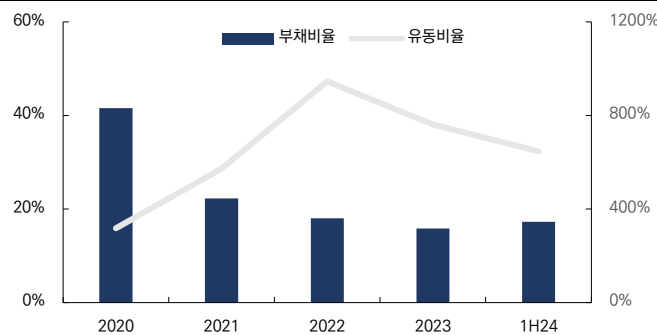
(단위: %)



출처: 각사, RFS Team 1

크래프톤 부채비율/유동비율 추이

(단위: %)



출처: Dart, RFS Team 1

동사의 PER은 1H24년 기준 18.57배로, 업종 평균인 39.26배를 크게 밑돌고 있다. 이를 통해, PER 멀티플의 상방이 열려 있다고 판단하며, 배틀그라운드를 통한 매출 성장과 하반기 신작 출시를 통해 밸류에이션 상승을 이끌어 낼 것이라 전망한다.

II. Investment Point

Investment Point 1. 효자 IP, 배틀그라운드

배틀그라운드는 탄탄한 트래픽과 매출을 기반으로 지속적인 성장세를 유지하고 있다. '24년 콜라보 콘텐츠, '25년 언리얼 엔진 5 도입, '26년 UGC 모드 출시로 트래픽과 수익성의 지속적인 우상향이 기대된다. 배틀그라운드 PC는 다양한 콘텐츠 업데이트를 통하여, 배틀그라운드 모바일은 주요 시장인 중국과 인도에서의 영향력을 바탕으로 동사의 지속적인 매출 성장에 기여할 것을 전망한다.

탄탄한 배틀그라운드

배틀그라운드는 출시 8년차에도 견조한 성장을 보이고 있다. 신규 맵 업데이트, 성장형 무기 스킨 출시, 콜라보의 다양화 등 꾸준히 새로운 콘텐츠를 업데이트하며 수익원을 창출한 결과다. **수익 성장의 주요 동력은 바로 트래픽이다.** 배틀그라운드의 동시접속자수는 '23년 7월을 기점으로 반등하여 현재까지 우상향하고 있다.

3Q23부터 지속적인 배틀그라운드 트래픽 의 우상향

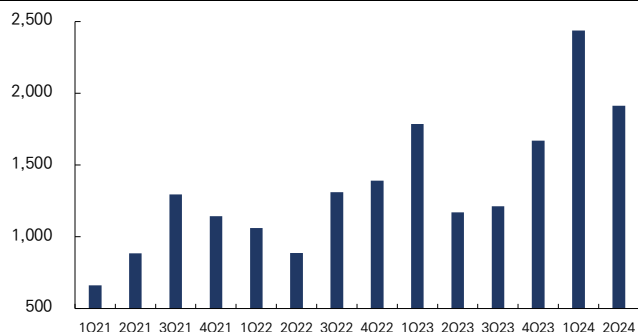
4Q23, 동사는 신규 맵 '론도' 업데이트와 '제작소 패스: 2023 블랙마켓' 오픈으로 일평균 최고동접자수 468,592명을 기록하며, PC 매출액은 1,671억원(QoQ +37.8%, YoY +20.1%)을 달성했다. 신규 맵의 성공적인 런칭 효과로 인해 트래픽이 크게 증가했다.

이러한 트래픽을 바탕으로, **1Q24**에는 '7주년 기념 업데이트'와 '성장형 무기 시즌별 이벤트'를 통해 일평균 최고동접자수 565,546명과 매출액 2,437억원(QoQ +45.8%, YoY +36.5%)을 달성하며 성장을 이어갔다.

2Q24에는 **에란겔 클래식 모드** 업데이트와 **뉴진스 콜라보레이션**을 통해 일평균 최고동접자수 633,643명, 매출액 1,913억원(QoQ -21.5%, YoY +63.5%)을 기록했다. 비록 성수기인 전분기 대비 매출은 감소했지만 여전히 전년 동기 대비 큰 폭의 성장을 이루며, 지속적인 업데이트를 통해 **트래픽 및 매출 증가가 가능한 라이브 서비스 게임임을 증명했다.**

배틀그라운드 매출액 추이

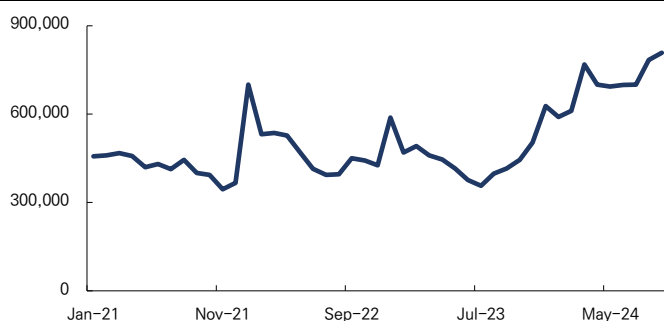
(단위: 억원)



출처: 크래프톤, RFS Team 1

배틀그라운드 동시접속자수 추이

(단위: 명)



출처: SteamDB RFS Team 1

아직 끝나지 않았다

남은 하반기에는 3Q24 람보르기니와의 콜라보, 4Q24 블랙마켓 오픈을 기반으로 지속적인 트래픽 증가와 매출 성장이 전망된다.

예정 업데이트

3Q24, 람보르기니 콜라보

4Q24, 블랙마켓 재오픈

'25년, 언리얼 엔진 5 도입

'26년, UGC 모드 도입

→ 지속적인 트래픽 상승
가능

3Q24에 진행된 람보르기니 콜라보로 일평균 최고동접자수는 646,708명을 기록하였으며, 람보르기니 콘텐츠는 역대 슈퍼카 콘텐츠 중 유료화 측면에서 가장 성과가 좋았던 것으로 파악되는 만큼 매출액 2,340억원(QoQ +22.3%, YoY +15.7%)을 전망한다.

4Q24에는 블랙마켓을 오픈하여 성장형 아이템을 출시할 예정이다. 블랙마켓은 4Q23에 10만명 이상의 트래픽과 ARPU 모두 성장을 일으켰으며, 지난해보다 높은 유저 수를 유지하고 있는 현재 상태를 미뤄보아 매출액 2,708억원(QoQ +15.7%, YoY +62.1%)을 달성할 것으로 전망한다.

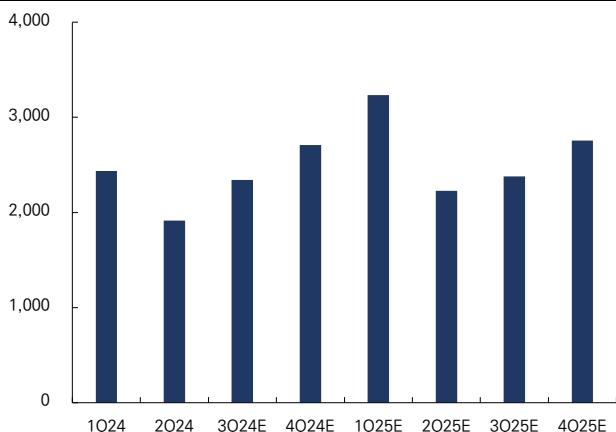
'25년에는 언리얼 엔진5 업그레이드를 통한 트래픽 성장을 전망한다. 엔진의 변경으로 환경에 대한 묘사, 광원 효과 등 보다 실사에 가까운 그래픽 제공이 가능해질 예정이다. 이는 게이머들의 몰입을 이끌어 내 배틀로얄 장르 1위 입지를 굳건히 하고, 100억 달러의 가치를 창출할 수 있는 메가 IP로 성장을 이끌 수 있을 것이다.

'26년에는 배틀그라운드 UGC 모드가 도입될 예정이다. 배틀그라운드 모바일에서는 '23년 3월에 UGC 모드를 출시하여 서비스 중이다. 출시 이후 좀비, 레이스, 저격 등 다양한 모드의 맵이 플레이되고 있다.

UGC 모드 도입으로 모바일 매출액은 직전 분기 대비 36.7% 증가하였다. 배틀그라운드에 UGC 모드가 도입된다면 배틀그라운드 모바일에 있는 다양한 맵들과 더불어 기존 게임에서 더욱 확장된 경험을 제공할 수 있을 것이다. 이를 통하여 게이머들을 배틀그라운드 내에 계속 체류시켜 트래픽을 증가시키고 지속적인 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다.

배틀그라운드 매출액 전망

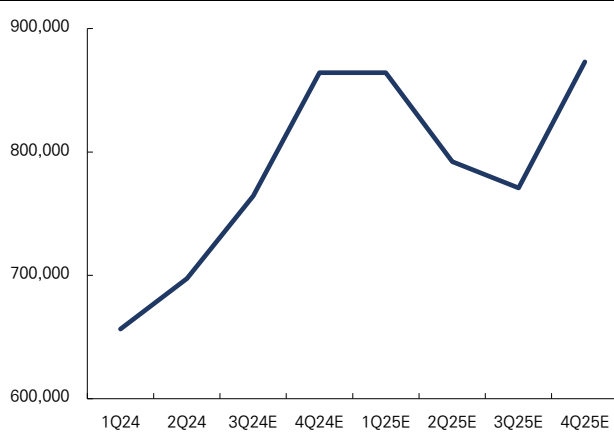
(단위: 억원)



출처: 크래프톤, RFS Team 1

배틀그라운드 동시접속자수 전망

(단위: 명)



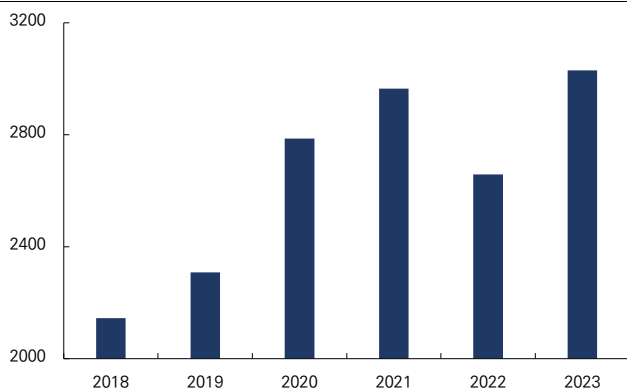
출처: SteamDB, RFS Team 1

모바일은 화평정영이 캐리한다

‘23년 중국 게임 시장의 매출액은 ‘22년 대비 13.95% 증가한 3,029억 위안을 달성하며 처음으로 3,000억 위안을 넘어섰다. 유저 규모 또한 ‘22년 대비 0.61% 증가한 6억6,800만명에 달해 사상 최대치를 달성하였다. ‘23년 모바일게임 시장의 매출액은 2,268억 위안으로 전체 매출의 75%를 차지하며, **모바일게임이 중국의 게임시장을 주도함**을 보여줬다.

중국 게임 시장 매출액 추이

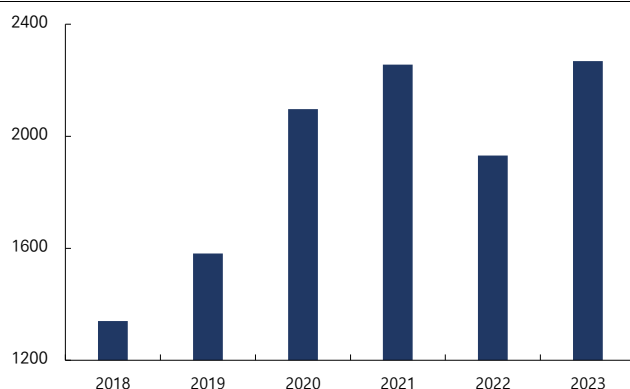
(단위: 억 위안)



출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 1

중국 모바일게임 시장 매출액 추이

(단위: 억 위안)



출처: 한국콘텐츠진흥원, RFS Team 1

배틀그라운드 모바일 중
화평정영은 매출액의
약 60%를 차지하는
중요 시장

화평정영은 배틀그라운드 모바일의 중국 버전으로, 텐센트가 퍼블리싱을 담당하고 있다. 적극적인 콘텐츠 업데이트, 과금방식 개선, 마케팅 프로모션 등 다양한 정책을 진행하며 매출성장을 이끌어내고 있다.

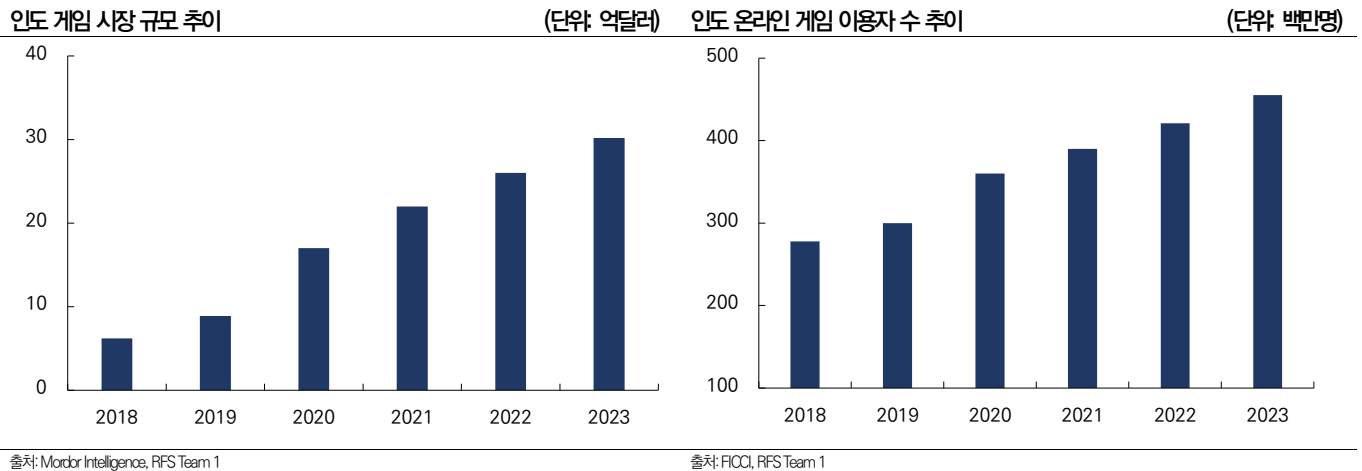
다채로운 콜라보와 업데이트를 기반으로 **‘23년 화평정영 매출액은 1조1491억원을 기록하였는데, 이는 ‘23년 중국 iOS 매출 2위에 달하는 수치이다. ‘24년에도 3월 5주년 업데이트, 6월 여름 시즌 업데이트, 8월 중국 인기 캐릭터 알리 더 폭스와의 콜라보레이션을 진행하는 등 지속적으로 다양한 콘텐츠를 제공하고 있어 탄탄한 매출 성장이 기대된다.**

2Q24 아시아 매출액은 QoQ 552억원 증가하여 6,202억원을 기록했으며, 전체 매출에서 아시아가 차지하는 비중은 QoQ 2.87%p 증가한 87.72%에 달한다. 또한, 매출 변동비인 앱 수수료는 775억원을 기록했는데, 이는 QoQ 84억원 감소한 수치이다. 아시아 집중도가 높고 앱 수수료가 감소한 것으로 보아, **화평정영 매출이 모바일 게임 매출 증가에 크게 기여한 것으로 판단된다.** 다양한 콘텐츠 업데이트를 바탕으로 화평정영의 매출 성장이 기대됨에 따라, 동사의 모바일 매출 성장도 지속적으로 성장할 것으로 전망한다.

기획의 땅 인도를 장악할 BGMI

신흥시장으로의
선제적 진입을 통한
시장 지배력 확보

인도 게임 시장은 ‘24년 34억 9천만 달러에서 ‘29년 72억 4천만 달러로 **CAGR +15.68%**가 예상되는 고성장 시장이다. 글로벌 게임 시장의 연평균 성장률이 5~6% 수준인 점을 고려하면 **인도는 성장 잠재력이 큰 기획의 땅**이라고 할 수 있다. 동사는 2021년 e스포츠 기업 노드원게이밍, 게임스트리밍 플랫폼 로코인터랙티브를 시작으로 **다양한 전방산업의 인도기업들에 투자**하고 있다. 이러한 투자를 바탕으로 동사는 **‘23년 하반기 인도 모바일 게임시장 매출 1위**를 달성하는 성과를 보였다. 강력한 입지를 바탕으로 동사의 인도 시장에서의 성장이 기대된다.



BGMI는 배틀그라운드 모바일의 인도 버전으로 **현지화 콘텐츠 강화 전략에 따라 성장세**를 보여주고 있다. '23년 5월 재출시 이후 빠르게 성장하여 **누적 다운로드 1억건, 누적 매출 1억달러**를 돌파하였다. 모바일 양대 시장에서 꾸준히 상위권을 유지 중이며, 다양한 업데이트를 통하여 지속적으로 신규 유저 유입을 이끌어내고 있다. '24년에는 발리우드 영화 마케팅, UC 보너스 챌린지, 프로 크리켓팀 콜라보레이션 등 다양한 지역 마케팅과 현지 콘텐츠 확장을 진행하였다. 4Q24에는 인도 연휴 기간인 **디왈리 업데이트가 예정**되어 있는 만큼 추가적인 성장이 기대된다.

Investment Point 2. One IP? No! Let's inZOI

동사는 인조이(4Q24), 다크앤다커(4Q24), 서브노티카2('25) 등의 신작 출시를 앞두고 있어, 기대작인 인조이를 중심으로, 연 매출 1551억의 기여와 함께 One-IP 리스크를 해소할 것으로 전망한다. 4Q24 출시 예정 신작 인조이는 독점 중인 기존 경쟁작의 교체수요를 이끌고 글로벌 메가 IP로 자리잡을 것으로 전망되며, 이후 One-IP 리스크 해소와 함께 밸류에이션 상승을 이끌어 낼 것으로 전망한다.

Welcome to inZOI

라이프 시뮬레이션 장르: 신작 주세요

현 라이프 시뮬레이션 게임의 **독과점 시장**을 동사의 **잠재력**으로 판단하며, **글로벌 IP로의 성장 가능성**을 제시한다. 인조이는 라이프 시뮬레이션 게임으로, 동일 장르 게임인 '심즈'의 과도한 점유에 비해 경쟁작이 없다는 점에서 **기존 유저의 유입을 기대할 수 있는 긍정적인 환경**에 놓여있다. 20년 이상 서구권에서 흥행을 이어온 라이프 시뮬레이션 장르에서 '심즈'의 점유율은 약 97%이다. 그러나 '심즈4'의 기능 저하와 출시연도인 '14년 이후 유저의 기대를 만족하는 신작 출시가 없어 **교체수요가 존재**하는 상황이다. 또한 '심즈'는 게임 내 맵, 모션, 캐릭터 커스터마이징 등의 요소가 서구 문화를 기반으로 개발되어, 다양한 인종을 구현하며 인조이의 **아시아 시장 공략이 특히 용이**할 것으로 예상된다.

라이프 시뮬레이션 게임
의 교체수요 존재
→ 동사의 잠재력

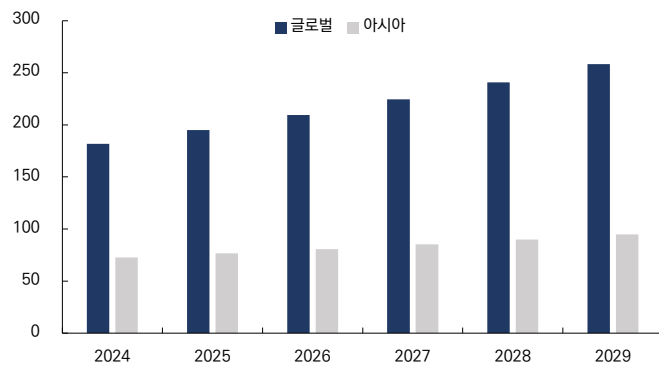
게다가 **시뮬레이션 게임 시장의 총 수익 규모**는 '24년 약 182억 달러에서 **CAGR +7.28% 성장**하여 '29년 약 268억 달러까지 확대될 전망이며, 그 중 아시아는 '24년 약 73억 달러에서 CAGR +5.43% 성장하여 '29년 약 95억 달러까지 확대될 전망이다. **블루오션인 라이프 시뮬레이션 장르의 팬덤과 아시아의 신규 유저를 기능성 높은 잠재 고객**으로 판단하여, 글로벌을 겨냥한 인조이의 성공적인 시장 안착을 전망한다.

시뮬레이션 게임 시장 규모

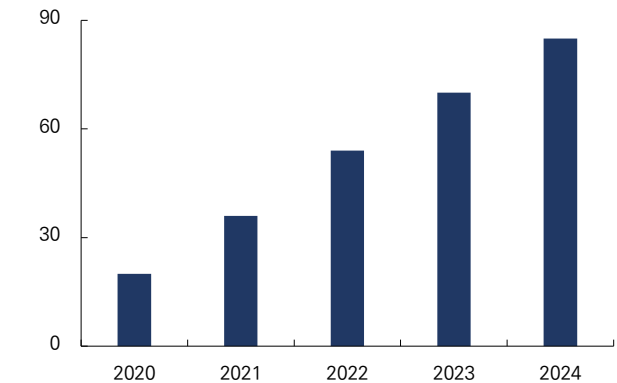
(단위: 억달러)

심즈4 연도별 전세계 플레이어 수

(단위: 백만명)



출처: Statista, RFS Team 1



출처: SensorTower, RFS Team 1

강력한 대체재, inZOI

언리얼 엔진5:

최신 3D 그래픽 솔루션
창작 툴

LLM(Large Language Model):

텍스트를 생성하고 대화형
질문을 생산하는 거대 언
어 모델

인조이는 '심즈'에 비해 1)직접 조종 방식 추가 2)언리얼 엔진5를 활용한 실사 그래픽 3)생성 AI 커스터마이징 4)LLM 활용 NPC 대화를 제공한다는 점에서 우위를 차지해, 기존 유저와 새로운 유저 양측을 유인할 충분한 조건을 갖추었으며, 이를 바탕으로 연 매출 957억에 도달할 것으로 전망된다.

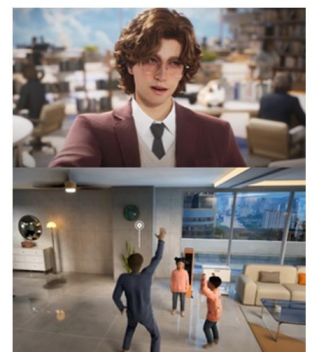
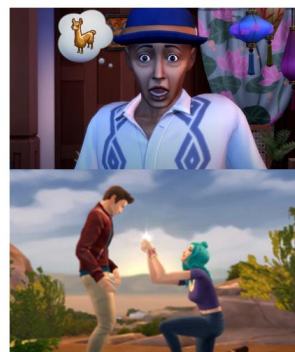
인조이는 특히 '심즈'의 기존 이동 방식인 마우스 클릭 방식에 더해 직접 조종 방식이 추가되었다는 점에서 차별적인 경쟁력을 보여준다. 또한 기존 카툰풍의 서구 캐릭터 중심의 '심즈'와 달리 실사 그래픽의 250개 이상의 커스터마이징 옵션을 통해 기존 심즈 유저와, 신규 유저인 아시아, 중동 남미 유저 타겟팅이 동시에 가능하다. 게다가 이와 같은 커스터마이징에 AI 텍스처를 활용한 UGC 모드 적용으로 게임산업 트렌드에 부합하는 모습을 보인다. LLM을 활용한 NPC 대화로 정해진 답변이 아닌 생성형 상호작용이 가능하며, 다양한 기능적 측면에서 유저 유인책을 보유했다.

심즈 vs 인조이 기능 비교

그래픽 비교 (좌-심즈, 우-인조이)

심즈4	인조이
2014 출시	2025 출시 예정
마우스 조종 방식	마우스 조종 방식 + 직접 조종 방식
자체 개발 엔진	언리얼 엔진5
카툰풍 그래픽	실사 그래픽
	커스터마이징 기능 확장
	LLM 활용 NPC 대화 제공
	도시 편집 기능
	온디바이스 AI 기술 적용

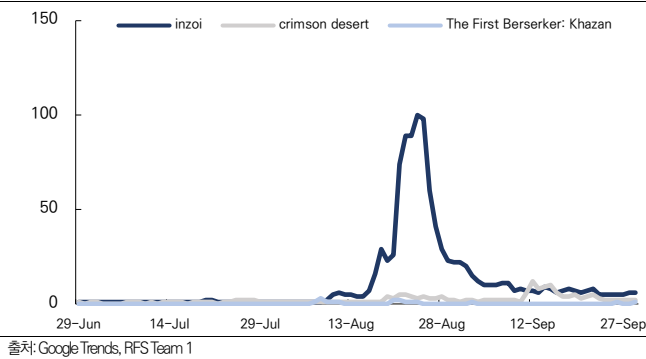
출처: 각사, RFS Team 1



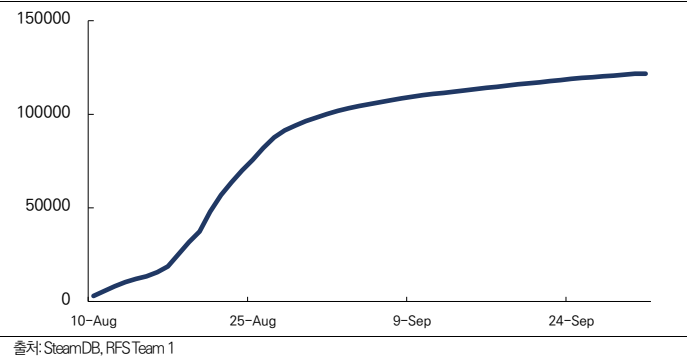
출처: Youtube trailer, RFS Team 1

‘심즈4’의 흑평(그래픽 및 기능 단순화)과 대체제인 ‘라이프 바이 유’의 개발 중단에 인조이는 더욱 유리한 요건을 갖추었다. 게임스컴 어워드의 Most Entertaining 부문 후보 선정, 커스터마이징 데모판의 스팀 최고 동접자수 1만 8천명, 순위 60위라는 기염을 토하며 글로벌 유저의 기대가 확인되었다. 현재 기대되는 신작 순위 13위, 팔로워수 12만 명에 다름써 출시 전 기대감이 나타나, 현재 독점 중인 ‘심즈’의 경쟁작으로서의 도전이 안정적으로 이루어질 것이 예상된다. 이에 심즈4의 발매가와 스팀 팔로워 데이터를 기반으로 추정한 인조이의 **연간 매출액 957억**을 전망한다.

게임스컴 어워드 후보(국내작) 구글 트렌드 지표



인조이 스팀 팔로워 수 추이



다크앤다커M, 원작이 보장하는 흥행

다크앤다커 모바일(이하 다크앤다커M)은 4Q24 출시되어 596억원의 연 매출을 달성할 전망이다, 이는 동사의 노하우에 기반하여 드러나는 **1)PC 원작의 수요 2)게임스컴 2024 3)글로벌 베타 테스트**에서 비롯된다.

‘23년 PC 버전으로 먼저 출시된 다크앤다커는 배틀로얄과 던전 크롤러가 병합된 익스트랙션 RPG 게임이다. 동사는 다크앤다커에 배틀그라운드와 흥행 요소를 첨가하여 동사의 연륜을 더했다. 해당 전략이 성공했는지는 **1)PC 원작의 수요 2)게임스컴 2024 3)베타 테스트**로부터 확인할 수 있다.

PC 버전 최고 동접자 수
5만7천명

1)다크앤다커M의 원작 PC 버전은 스팀 **최고 동접자 수 5만7천명**에 다르는 흥행을 보여주었다. 스팀 최대 플레이 게임 18위에 해당하는 오버워치2의 동접자 수가 5만4천명에 이르는 것과 비교하면 그 흥행 정도를 유추할 수 있다. 또한 9월29일 기준 동접자 수 2만 4천명으로 스팀 최대 플레이 게임 순위 94위로 여전히 100위권 내를 유지 중이며, **모바일 버전으로 본 수요가 연결될 것으로** 예상된다.

2)**게임스컴 2024** 시연에서 다크앤다커M은 **3일만에 참가자 수 1만명을 돌파**했으며 그 중 91%가 만족, 83%가 추천 의향이 있으며, 80% 이상이 공식 출시 후 게임 플레이 계획이 있다고 응답하며 글로벌 수요가 확인되었다.

1일 플레이 평균
CBT 약 1만1천 시간,
GBT 약 1만7천 시간

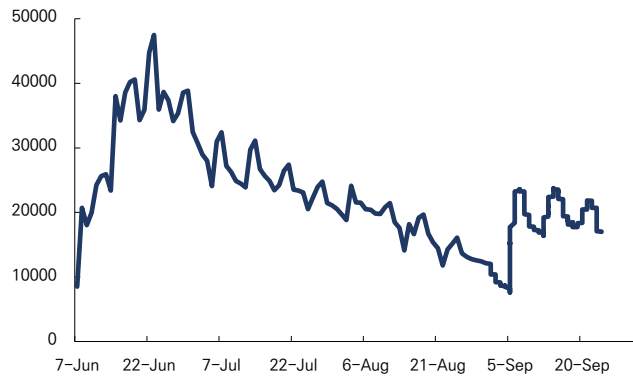
3)또한 다크앤다커M은 ‘24년 4월 진행된 1차 베타 테스트와 ‘24년 8월 진행된 글로벌 베타 테스트에서 이미 호평을 받은 상태이며, 특히 한국, 일본 등 아시아 지역에서 반응을 얻고 있다. **1차 CBT의 경우 5만명이 참여**하여, 5일 간 총 플레이 5만6천 시간을 기록하였다. 일반적인 베타 테스트 참여자가 1만명 내외인 것에 비해 5배에 이르는 참여도로 나타난다.

이후 8월 **글로벌 베타 테스트**는 한국, 미국, 일본, 튀르키예 등 주요 국가에서 진행되었으며, 테스트 **사전 예약의 목표치 돌파에 서버 용량을 2배로 확대**하며 마찬가지로 높은 참여도를 보였다. 글로벌 테스트 기간 12일간 총 플레이 시간 21만 시간, 가장 오래 플레이한 시간 91시간을 기록하며, 1차 테스트보다 **1일 플레이 시간 +55% 증가**한 수치와 함께 글로벌 인기를 증명했다.

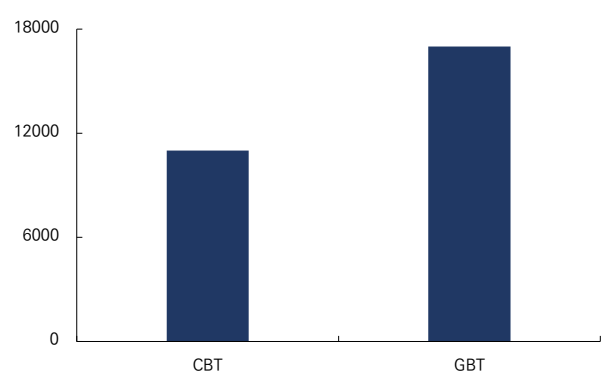
이처럼 원작과 사전 테스트의 반응으로 흥행이 일부 보장되었다고 판단할 수 있다. PC 원작과 유사한 수요를 예상하며 연 매출 596억원에 도달할 것으로 전망한다.

다크앤다커 PC 동접자 수

(단위: 명) 다크앤다커 MCBT, GBT 일평균 플레이 시간



출처: SteamDB, RFS Team 1



출처: 언론종합, RFS Team 1

Investment Point 3. 글로벌 게임사를 향해

동사는 중장기적 성장 전략으로 Scale-up the Creative를 제시하며 13개의 독자적인 게임 개발 스튜디오를 보유하고 있다. 추가로, 2PP(2nd Party Publishing) 형태의 적극적인 IP 투자를 진행하고 있다. 배틀그라운드와 높은 수익성이 해당 전략의 배경이 되며 향후 동사는 다양한 장르의 메인게임을 보유한 글로벌 게임사로 도약할 전망이다.

Scale-up the Creative

'24년은 Scale-up the Creative 전략이 결실을 맺을 원년

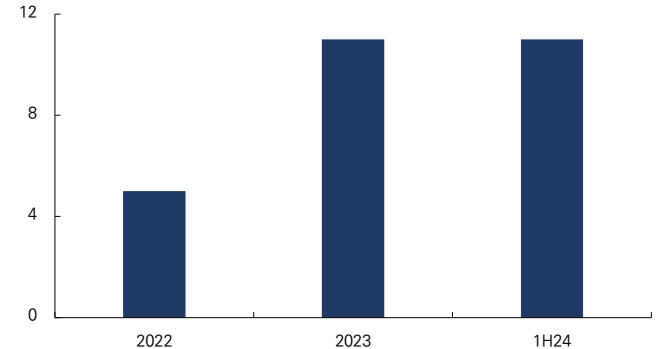
동사는 '23년 중장기 성장 전략으로 Scale-up the Creative를 제시하며 13개의 독자적인 게임 개발 스튜디오를 확보하였다. 해당 전략은 개발 스튜디오에서부터 IP를 확보하고 동사의 퍼블리싱 역량을 통해 해당 IP의 경쟁력을 강화하는 전략이다. '24년 하반기는 동사의 블루홀 스튜디오에서 개발을 시작한 인조이와 다크앤다커M의 출시와 함께 해당 전략이 결실을 맺을 원년이 될 전망이다.

크래프톤 크리에이티브 스튜디오 현황

개발 스튜디오	장르	비고
핍지	배틀로얄, 서바이벌	[배틀그라운드], [뉴스테이트 모바일] 개발
블루홀	MMORPG	크래프톤 내 In-House 스튜디오 형태에서 '20년 분할 신설, [테라] 개발
라이징윙스	캐주얼	[볼링킹], [디펜스 더비] 등 모바일 게임 개발
드림모션	액션, 전략	[로닌: 더 라스트 사무라이] 등 모바일게임 전문 개발사
스트라이킹 디스토크스	서바이벌, 호러	미국 소재 스튜디오로 [칼리스토 프로토콜] 제작
언노운윙즈	액션, 어드벤처	미국 소재 스튜디오로 [서브노티카] 개발
5인덱스	액션, 실시간대전	[스매시 레전드], [토이클래시] 등 개발
네온 자이언트	액션슈터	스웨덴 소재 스튜디오로 [디 어센트] 개발
몬트리올 스튜디오	미정	캐나다 소재 스튜디오로 판타지 소설 '눈물을 마시는 새' IP 기반 게임 제작 중
프라하 스튜디오	액션 어드벤처	체코와 한국 개발팀 공동 제작 PvEvP 액션 어드벤처 샌드박스 게임 제작 목표
블루게임즈	시뮬레이션	크래프톤 인큐베이팅 프로그램 영업 양수
플라이웨이게임즈	퍼즐	[트리니티 서바이버즈] 개발
탱고 게임웍스	리듬	일본 소재 스튜디오로 [하이파이 러시] 개발

출처: Dart, RFS Team 1

연도별 Creative 확보 수



탱고 게임웍스 인수

→ 일본 시장 진출의 신호탄

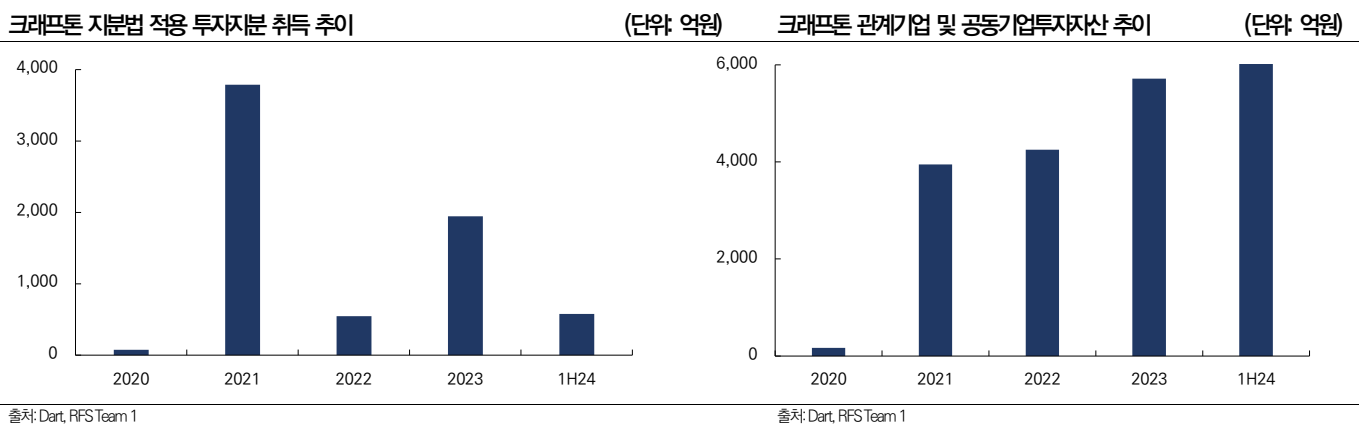
동사는 해당 전략의 일환으로 '24년 8월, 일본의 '탱고 게임웍스'를 인수하며 Scale-up에 대한 확고한 의지를 내보였다. 이는 동사의 첫 번째 일본 게임 스튜디오 투자이며 이 과정에서 엑스박스 및 제니맥스와 협력하여, 탱고 게임웍스의 인기 IP인 '하이파이 러시(Hi-Fi RUSH)'도 확보하였다.

탱고 게임웍스는 '10년에 설립된 일본의 게임 개발사이며 대표작으로 평가받는 리듬 액션 게임인 '하이파이 러시'는 출시 직후 가파른 스팀 팔로워 수 증가와 함께 글로벌 게임 시장에서 큰 인기를 얻었다. 이를 증명하듯, 해당 게임은 더 게임 어워드 2023 '최고의 오디오 디자인상', 제 24회 게임 개발자 회의 '최고의 오디오상'과 제 20회 BAFTA '최고의 애니메이션상'을 수상하였다. 동사는 이번 인수를 통해 '하이파이 러시' 차기작 개발을 진행할 예정이며 **일본 시장 진출의 첫 신호탄**으로 작용할 전망이다.

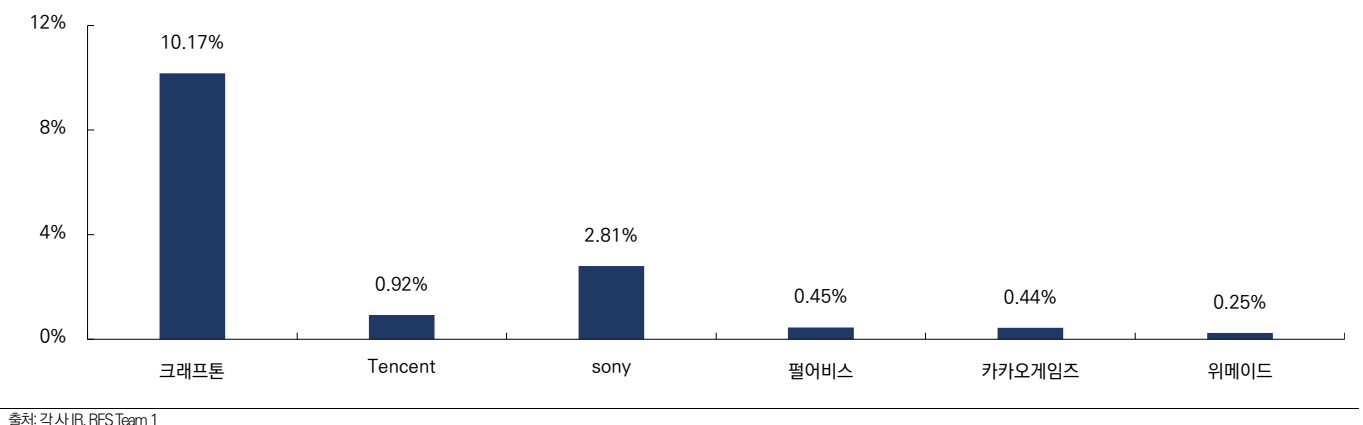
2PP를 통한 추가 IP 확보

동사는 2PP(2nd Party Publishing)형태로 적극적인 IP 투자를 지속하고 있다. 해당 투자방식은 타사 게임의 배급(퍼블리싱)만 담당하는 것이 아닌 지분 투자가 병행되는 방식을 뜻한다. 동사는 자체적으로 개발한 1st Party 게임을 성장동력으로 삼으며, 타사 개발 2nd Party 게임에 대한 투자와 퍼블리싱을 통한 IP 확보와 함께 향후 **다양한 장르의 메인게임을 보유한 글로벌 게임사로 도약할** 전망이다.

동사는 '21년부터 누적 27건의 IP 투자를 진행하였으며, 유가증권시장 상장연도인 '21년 지분법 적용 투자 지분 금액이 약 3,700억원으로 제일 높으며 그 이후로 지분법 손익이 적용되는 **관계기업 및 공동기업투자 자산이 꾸준히 우상향** 중에 있다.



글로벌 게임사 매출액 대비 지분법 적용 투자지분 취득 비중 추이('23년)



Scale-up과 2PP 투자
로 적극적인 IP 확장,
글로벌 게임사를 향해

글로벌 퍼블리셔를 목표로 하는 동사는 1Q24 데브시스터즈와 '쿠키런' 시리즈의 퍼블리싱 계약을 맺었다. 인도 모바일 게임 환경을 고려하였을 때, 저사양 기기에서도 안정적인 서비스 제공이 가능한 직관적인 '쿠키런'의 게임구조와 동사의 퍼블리싱 역량이 더해져 **인도에서의 성공적인 IP 확장이 전망된다**.

이외에도, 동사는 다크앤다커M에 이어 일본 포켓페어의 팰월드 IP를 활용한 **팰월드M 개발에 착수하며 시장의 주목을 받고 있다**. 해당 IP는 1Q24 출시 5일만에 당시 스팀 전 세계 동시 접속자 2위를 기록할만큼 증명된 IP이다.

동사가 외형 성장 전략을 꺾할 수 있는 배경에는 메가 IP인 배틀그라운드와 높은 수익성과 타사 대비 높은 영업이익률에 있다고 판단하며, 라이브 서비스 게임의 PLC가 증대되고 있는 현 상황 배틀그라운드의 수익성은 유지될 것으로 전망한다. 본 팀은 해당 전망과 함께 향후 동사의 투자규모가 유지될 것이라 판단하며, 이는 동사가 **적극적인 IP 확장과 함께 글로벌 게임사로 도약할 것이라는 전망의 배경**이 된다.

III. Risk

특허권 분쟁, 결과가 이미지를 결정한다

특허 소송으로 인한
개발 중단 리스크
세부 내용 미공개로
포기는 시기상조

동사는 '24년 9월 닌텐도의 포켓페어 특허권 침해 소송 제기'로 인해 '팰월드' 모바일 개발 중단 리스크를 갖고 있다. 만약 동사와 포켓페어가 '팰월드'를 그대로 모바일화하는 계약을 맺었다면 판결에 따라 '팰월드'를 활용한 모바일 게임의 유통이 어려워질 수 있다.

그러나 동사가 '팰월드'의 저작권만 가져온 경우라면, 모바일 개발 사업 진행에는 차질이 없을 것으로 판단된다. 실제로 과거 동사의 사례를 보면, 저작권만 가지고 와서 자체적인 모바일 게임을 개발하면 특허 침해에 대한 문제는 발생하지 않았다. '23년 8월, 동사는 '다크앤다커' 모바일 버전 출시를 위해 인디 게임 제작사 '아이언메이스'와 독점 라이선스 계약을 맺었는데, '다크앤다커'는 넥슨코리아에서 개발 중인 프로젝트의 주요 자료를 무단 도용해 만든 게임이라는 의혹이 있던 게임이었다. 동사는 원작의 이름만 가져다 쓰고, 그 외엔 독자적으로 개발한 소스를 사용해 원작 느낌을 구현했기에 문제가 되지 않았고, 소송 역시 영업비밀 및 저작권 침해금지에 따른 가처분 신청을 법원이 기각했다.

현재 동사는 팰월드 모바일 게임 제작팀을 꾸리고 프로그래머, 그래픽 디자이너 등 개발 인력을 모집했다. 물론 특허권 관련 소송은 저작권 침해와는 달리 승소의 확률이 조금 더 높은 편이지만, 출시 초 1개월 만에 누적 판매량 1,500만 장을 달성한 팰월드 모바일 개발을 포기하기엔 시기상조의 조치이다.

팰월드(상) 및 닌텐도 포켓몬스터(하) 캐릭터 비교



다크앤다커 표절 / 팰월드 특허권 침해 소송 진행 사항

다크앤다커 표절 논란	
2023.02	다크앤다커 표절 논란 발발
2023.03	게임 플랫폼 스팀, 다크앤다커 판매 중단
2023.04	넥슨코리아, 제작사 아이언메이스 소송
2023.08	크래프톤, 다크앤다커 모바일 출시 계약
팰월드 특허권 침해 소송	
2024.01	포켓페어, 신작 '팰월드' 출시 포켓몬스터 유사성 논란
2024.09	닌텐도, 제작사 포켓페어 소송 제기

출처: 포켓몬 도감, 팰 도감, RFS Team 1

출처: 언론 종합, RFS Team 1

IV. Estimate Logic

매출액 추정

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	5,387	3,871	4,503	5,346	6,659	7,070	6,622	7,242	8,011	7,063	7,282	7,723
PC	1,785	1,170	1,213	1,671	2,437	1,913	2,340	2,708	3,233	2,227	2,379	2,756
QoQ	28.3%	-34.4%	3.6%	37.8%	45.8%	-21.5%	22.3%	15.7%	19.4%	-31.1%	6.8%	15.9%
모바일	3,482	2,449	3,091	3,427	4,023	4,999	4,081	4,139	4,200	4,260	4,320	4,385
QoQ	36.7%	-29.7%	26.2%	10.9%	17.4%	24.3%	-18.4%	1.4%	4.4%	1.4%	1.4%	4.4%
콘솔	72	190	120	174	115	88	124	125	113	112	119	117
QoQ	-89.3%	162.8%	-36.7%	44.5%	-34.0%	-23.6%	41.6%	0.8%	-9.7%	-0.4%	5.5%	-1.2%
inZOI								75	149	149	149	149
Dark&Darker M								120	239	239	239	239
기타	48	61	79	74	85	70	77	76	77	75	76	76

1) PC 추정

동사의 배틀그라운드 매출, 즉 PC 매출을 추정하기 위하여 과거 분기별 평균 PU와 분기별 매출액을 이용하여 분기별 ARPU를 구하였다. 1Q23부터 2Q24까지의 PU와 Revenue의 상관관계는 0.84로 유의미하였다. 추가적으로 1Q23과 1Q24의 ARPU와 2Q23과 2Q24의 ARPU 금액과 증감추이가 유사한 것을 보아 계절성을 증명할 수 있었다. 이는 2Q24 PU가 늘었지만 Revenue는 감소한 것의 원인으로 해석할 수 있다.

'23년의 ARPU의 계절성을 이용하여 3Q24와 4Q24의 ARPU를 추정하였으며, 1Q25의 ARPU는 1Q23과 1Q24의 평균값을 이용하여 추정하였다. 이후 계절성을 이용하여 '25년 세 분기의 ARPU를 추정하였다.

4Q24 PU는 블랙마켓 재오픈으로 인하여 전년동기인 4Q23 블랙마켓으로 인한 유입효과를 적용하여 추정하였다. 해당 유입 규모와 과거 PU 데이터를 확인한 결과, 다음 분기 무리한 PU의 확장을 전망하기는 어렵다고 판단하였고 Flat하게 적용하여 1Q25 PU를 추정하였으며 이후 과거 3개년의 계절성을 적용하여 '25년 세 분기의 PU를 추정하였다. Flat하게 적용한 1Q25의 PU 또한, YoY +31.6%이므로 투자포인트와 일치함을 확인하였고 달성 가능한 가정이라고 판단한다.

이를 통해 분기별 ARPU와 PU를 곱하여 매출액을 추정하였다.

PC 매출액 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
PUBG Users	473,564	412,992	390,116	525,205	656,482	697,526	764,249	864,249	864,249	792,031	770,934	872,964
QoQ	-2.5%	-12.8%	-5.5%	34.6%	25.0%	6.3%	9.6%	13.1%	0.0%	-8.4%	-2.7%	13.2%
PUBG Revenue(억원)	1,785	1,170	1,213	1,671	2,437	1,913	2,340	2,708	3,233	2,227	2,379	2,756
PUBG ARPU(원)	376,928	283,354	310,898	318,136	371,198	274,291	306,172	313,300	374,063	281,200	308,535	315,718

2) 모바일 추정

동사의 배틀그라운드 모바일, 즉 모바일 매출은 본 보고서에서 밝힌 주요 시장, 중국과 인도시장의 전망을 이용하여 추정하였다. PUBG M의 이용자 비중은 인도 22.5%와 중국 14.8%이며 각 모바일 게임 시장 CAGR +5.8%, +15.68%의 성장이 전망된다. 이를 활용하여 배틀그라운드 모바일 추정 CAGR로 +4.4%를 제시하며 해당 값으로 동사의 모바일 매출액을 추정하였다.

모바일 매출액												
(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
모바일	3,482	2,449	3,091	3,427	4,023	4,999	4,081	4,139	4,200	4,260	4,320	4,385
QoQ	36.7%	-29.7%	26.2%	10.9%	17.4%	24.3%	-18.4%	1.4%	4.4%	1.4%	1.4%	4.4%

3) 다크앤다커M, 인조이 추정

다크앤다커M의 경우, 다크앤다커PC 추정 연 매출액 300억원(재판 내용)을 이용하여 추정하였다. 다크앤다커PC의 예상 연매출을 통해 분기별 매출액을 도출하였으며 배틀그라운드 모바일/PC 매출 비중(199%)을 이용하여 다크앤다커M의 분기별 매출액을 추정하였다.

인조이의 경우, 동일 장르 독과점 중인 심즈4와 비교하여 매출액을 추정하였다. 심즈4가 F2P로 전환된 '22년 10월까지의 즉, 8개년 누적 판매량은 5,400만장으로 연간 환산 시 약 675만장이다. 현재 스팀 심즈4 팔로워 대비 인조이 팔로워 비중은 약 32%이며, 이를 통해 추정한 인조이의 연간 예상 판매량은 218만장이다. 이에 심즈4 발매가격인 4.4만원을 예상 발매가격으로 이용하여 인조이 연간 매출액을 추정하였다.

4) 콘솔 및 기타 추정

콘솔과 기타 부문의 추정은 전체에서 차지하는 비중이 극소하며 콘솔의 경우, 뚜렷한 성장여력은 없다고 판단하였다. 이에 4분기 이동평균을 적용하여 추정하였다.

비용 추정

계정과목 (단위: 억)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
영업수익(매출액)	5,387	3,871	4,503	5,346	6,659	7,070	6,622	7,242	8,011	7,063	7,282	7,723
QoQ	13.7%	-28.2%	16.3%	18.7%	24.6%	6.2%	-6.3%	9.4%	10.6%	-11.8%	3.1%	6.1%
영업비용	2,557	2,556	2,611	3,703	3,555	3,750	3,826	4,118	4,240	3,925	4,049	4,201
of Sales(%)	47%	66%	58%	69%	53%	53%	58%	57%	53%	56%	56%	54%
인건비	1,008	1,032	1,023	1,209	1,214	1,296	1,356	1,443	1,541	1,377	1,441	1,514
of Sales(%)	18.7%	26.7%	22.7%	22.6%	18.2%	18.3%	20.5%	19.9%	19.2%	19.5%	19.8%	19.6%
앱수수료/매출원가	467	322	599	879	859	775	888	972	1,015	891	949	999
of Sales(%)	8.7%	8.3%	13.3%	16.4%	12.9%	11.0%	13.4%	13.4%	12.7%	12.6%	13.0%	12.9%
지급수수료	616	706	649	619	613	764	764	764	764	764	764	764
of Sales(%)	11.4%	18.2%	14.4%	11.6%	9.2%	10.8%	11.5%	10.6%	9.5%	10.8%	10.5%	9.9%
광고선전비	51	87	181	342	124	212	253	273	250	242	257	268
of Sales(%)	0.9%	2.2%	4.0%	6.4%	1.9%	3.0%	3.8%	3.8%	3.1%	3.4%	3.5%	3.5%
주식보상비용	100	91	(198)	283	421	352	215	318	327	303	290	309
of Sales(%)	1.9%	2.3%	-4.4%	5.3%	6.3%	5.0%	3.2%	4.4%	4.1%	4.3%	4.0%	4.0%
기타	314	319	356	369	323	349	349	347	342	347	346	346
영업이익	2,830	1,314	1,892	1,643	3,104	3,321	2,796	3,124	3,771	3,138	3,233	3,522
영업이익률(%)	53%	34%	42%	31%	47%	47%	42%	43%	47%	44%	44%	46%

1) 인건비 추정

동사의 인건비 축소 기조는 '23년 이후로 끝난 것으로 판단하였으며, 더불어 지분투자와 크리에이티브 확보와 함께 향후 인건비 상승을 전망한다. 동사의 4분기 평균 매출액 대비 인건비 비중을 사용하여 매출액 상승분이 인건비에 반영되게 추정하였다.

2) 앱수수료/매출원가 추정

앱수수료와 매출원가는 매출과 연관되어 있는 항목으로 동사의 4분기 평균 매출액 대비 앱수수료/매출원가 비중을 이용하여 매출액 상승 및 하락분과 동행하도록 가정하여 추정하였다.

3) 지급수수료 추정

게임사의 지급수수료의 경우, IP 사용료가 대부분을 차지한다. 동사의 사업내용과 본 보고서에서 밝혔듯이, 동사는 게임 개발 시 IP를 차입하는 구조가 아닌 자체 개발 스튜디오를 통해 독자적 개발 혹은 지분법 투자로 IP를 취득하는 형태로 사업을 영위하기 때문에 추가 상승요인은 없다고 판단하여 직전분기인 2Q24 지급수수료를 Flat하게 적용하여 추정하였다.

4) 광고선전비 추정

동사의 광고선전비의 경우, 하반기 신작 출시와 대형 콜라보 이벤트 등으로 지속적으로 상승할 것으로 전망된다. 이에 4분기 평균 매출액 대비 광고선전비 비중을 이용하여 매출액 상승분이 광고선전비에 반영되게 추정하였다.

5) 주식보상비용 추정

주식보상비용의 경우, 향후 동사의 계획을 알기 어려우므로 4분기 이동평균을 사용하여 추정하였다.

V. Valuation

Peer Group PER Valuation

항목	내용	단위	비고
12M Fwd 당기순이익	11,949	(억 원)	(A) 추정
유통주식수	47,897,003	(주)	(B)
12M Fwd EPS	24,946	(원)	(C)=(A)/(B)
Target PER	20.7	(배)	(D) Peer
적정주가	516,015	(원)	(E)=(C)X(D)
목표주가	516,000	(원)	
현재주가	338,000	(원)	
상승여력	52.7%	(%)	

출처: RFS Team 1

동사의 가치평가 방식으로 **Peer Group PER Valuation**을 채택하였다.

동사는 기존 메인 IP를 기반으로 당기순이익이 지속적으로 상승하고 있으며, 4Q24 신작 출시 모멘텀을 보유하고 있어 그 기대감을 반영하기에 PER Valuation이 적합하다고 판단하였다.

동사는 글로벌 퍼블리셔를 목표로 하고 있으며, 지분 투자를 통해 IP를 확보하거나 타사 게임을 퍼블리싱을 맡는 등의 퍼블리싱으로 영역을 넓히고 있다. 해당 사업내용과 유사하며 글로벌 퍼블리셔로 자리매김한 텐센트와 게임 개발만을 담당하는 시프트업을 제외한 국내 게임사 시가총액 상위 3개사를 선정하여 Peer Group으로 선정하였다. 이에 **Target PER 20.7배**를 적용하였다.

이에 동사의 **목표주가 516,000원**, **상승여력 52.7%**로 **투자의견 BUY**를 제시한다.

예상 포괄손익계산서 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,854	1,911	2,759	3,006
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,854	1,911	2,759	3,006
판매비와관리비	1,102	1,143	1,525	1,641
조정영업이익	752	768	1,234	1,365
영업이익	752	768	1,234	1,365
비영업손익	-59	76	368	308
금융손익	26	29	26	26
관계기업등 투자손익	-35	-44	-26	-5
세전계속사업손익	684	829	1,624	1,694
계속사업법인세비용	169	235	401	406
계속사업이익	515	594	1,223	1,288
중단사업이익	-15	0	0	0
당기순이익	500	594	1,223	1,288
지배주주	500	595	1,226	1,275
비지배주주	0	-1	-3	12
총포괄이익	536	593	1,051	1,193
지배주주	536	594	1,055	1,181
비지배주주	0	-1	-4	12
EBITDA	859	876	1,264	1,481
FCF	486	628	774	806
EBITDA 마진율 (%)	46.33	45.85	45.81	49.27
영업이익률 (%)	40.54	40.2	44.73	45.41
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.98	31.09	44.29	42.81

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	513	662	954	957
당기순이익	500	594	1222	1287
비현금수익비용가감	360	324	257	400
유형자산감가상각비	76	77	86	96
무형자산상각비	32	31	22	24
기타	253	216	149	280
영업활동으로인한자산및부채의변동	-134	-139	-92	-83
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	-148	-177	-102
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-60	-39	-62	-87
법인세납부	-245	-146	-277	-259
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,863	-382	-166	51
유형자산처분(취득)	-26	-34	-14	0
무형자산감소(증가)	5	25	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-124	20	164	-2
기타투자활동	-2,718	-381	-314	55
재무활동으로 인한 현금흐름	-56	-225	-268	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	31	-56	-31	6
자본의 증가(감소)	-2,390	23	2	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	2,303	-248	-239	-11
현금의 증가	-2,345	46	520	1,003
기초현금	3,019	675	721	1,241
기말현금	675	721	1,241	2,244

예상 재무상태표 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	3,893	3,964	4,756	5,839
현금 및 현금성자산	675	721	1,201	1,951
매출채권 및 기타채권	526	700	983	1,099
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,692	2,543	2,572	2,789
비유동자산	2,145	2,476	2,586	2,541
관계기업투자등	1,054	1,611	1,744	1,820
유형자산	223	257	211	114
무형자산	868	608	631	607
자산총계	6,038	6,440	7,342	8,380
유동부채	411	521	611	655
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0
단기금융부채	64	73	99	110
기타유동부채	347	448	512	545
비유동부채	510	361	410	431
장기금융부채	375	215	230	230
기타비유동부채	135	146	180	201
부채총계	921	882	1,021	1,086
지배주주지분	5,111	5,554	6,321	7,282
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,449	1,472	1,474	1,474
이익잉여금	3,468	3,895	4,842	5,803
비지배주주지분	5	4	0	12
자본총계	5,116	5,558	6,321	7,294

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	15	18.3	21.4	20.1
P/CF (x)	9.58	10.27	11.85	9.64
P/B (x)	1.5	1.6	2.3	2
EV/EBITDA (x)	9.6	10.7	12.2	11.5
EPS (원)	10,194	12,221	25,597	26,620
CFPS (원)	17,541	18,854	27,384	33,652
BPS (원)	104,137	114,849	131,971	152,285
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
매출액증가율 (%)	-1.7	3	44.37	8.95
EBITDA증가율 (%)	19.6	2	44.29	17.17
조정영업이익증가율 (%)	15.5	2.2	60.68	10.62
EPS증가율 (%)	-10.9	19.9	109.45	4.00
매출채권 회전율 (회)	3.52	3.12	3.28	2.89
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	0	0	0	0
ROA (%)	8.5	9.5	16.7	15.2
ROE (%)	10.3	11.1	19.4	17.5
ROIC (%)	45.2	42.8	66.3	58.9
부채비율 (%)	18	15.9	16.1	14.9
유동비율 (%)	946	761.4	778.4	891.5
순차입금/자기자본 (%)	-55.6	-52.2	-49.4	-48.9
조정영업이익/금융비용 (x)	8.45	8.63	13.13	14.52