

게임

중국에서 불어오는 봄바람

중국, 또 한번 국내 게임사들에게 판호 발급

지난 3월 20일 중국 국가신문출판서가 3월 외국인 게임들을 대상으로 하는 외자 게임 판호 리스트를 공개했다. 이번 판호에는 일곱개의 대좌: Grand Cross(넷마블), 블루아카이브(넥슨게임즈), 쿠키런 킹덤(테브시스터즈), 메이플스토리 IP기반 게임(넥슨), 클럽오디션(T3엔터) 등이 포함되어 있다. 2022년 12월에 넷마블의 게임 3종 등 7종의 게임이 판호를 발급받은 이후 3개월만에 또다시 국내 게임들이 판호를 획득했다. 이를 통해 게임 산업에 대한センチ먼트가 개선될 것이다.

판호와 관련된 중국의 분위기 변화

판호와 관련된 중국의 분위기가 변화하고 있다. 과거에도 국내 게임들이 판호를 발급받은 사례가 종종 있었으나 최근에는 불과 3개월만에 12개나 되는 게임들이 판호를 발급받았고 발급의 주기도 짧아졌다. 아직 예단하기는 이르지만 국내 기업들에 대한 판호 발급 재개라는 구조적 변화가 중국 내에서 일어나고 있다. 그리고 이는 단순히 판호를 발급받은 기업들만이 아니라 국내 게임 섹터 전반의 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 수 있는 유의미한 변화라고 판단한다.

판호 발급 재개가 구조적 변화 시 대형사들의 투자 매력도 높아짐

판호 발급과 관련된 가장 단순한 투자 전략은 판호를 발급받은 기업들을 확인 후 매수하는 전략이다. 그러나 판호 발급 후의 높은 주가 변동성과 경쟁 심화로 중국 시장에서 흥행 여부가 보장되지 않았다는 점을 고려할 때 이는 하책이라 판단한다. 따라서 판호 발급 재개가 구조적인 변화라고 가정, 장기적으로 중국 시장에서 흥행 경쟁력이 있는 기업들을 접근하는 것이 보다 나은 전략일 것이다. 여전히 중국 게임사 대비 개발력이 우수한 엔씨소프트와 크래프톤 등 대형사 중심의 매수 전략이 유효하다. 특히 두 기업은 2023년 컨센서스 기준 PER이 각각 17.3배와 15.3배로 밸류에이션 매력도가 높아 이와 같은 접근 방식이 더욱 효과적일 것이다.

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
엔씨소프트	매수	510,000원
크래프톤	매수	200,000원

정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

중국에서의 흥행력과 관련된 베팅 또한 유효

중국에서의 흥행 경쟁력 관점에서 또 하나 눈여겨보아야 할 것은 중국에서 인지도 높은 IP를 활용해 제작된 게임, 그리고 서브컬처 장르이다. 넷마블의 일곱개의 대죄와 같이 전 세계적으로 인지도가 높은 애니메이션 IP를 활용한 게임 혹은 블루아카이브처럼 IP 없이도 아시아 전반에서 높은 흥행 가능성을 보유한 게임들에 대해 개별적으로 투자하는 전략도 유효하다.

〈표 1〉 2023년 3월 20일 중국 외자판호 발급 게임

게임명	장르	개발사	플랫폼	퍼블리셔
일곱개의 대죄: Grand Cross	수집형 RPG	넷마블 (넷마블에프엔씨)	모바일	—
블루 아카이브	수집형 RPG	넥슨게임즈	모바일	상하이 로밍스타
메이플스토리 H5	방치형 액션 RPG	넥슨	모바일	—
쿠키런: 킹덤	수집형 RPG	데브시스터즈	모바일	관유게임즈
오디션 IP 게임	리듬	T3 엔터테인먼트	모바일	—

자료: 중국 국가신문출판서, 한국투자증권

〈표 2〉 2022년 12월 28일 중국 외자판호 발급 게임

게임명	장르	개발사	플랫폼	퍼블리셔
메이플스토리 M	MMORPG	넥슨	모바일	—
제 2 의나라: Cross World	MMORPG	넷마블 (넷마블네오)	모바일	아이드림스카이 (텐센트)
A3: Still Alive	MMORPG	넷마블 (넷마블엔투)	모바일	NextWorld Games
샵사이트	시뮬레이션	넷마블 (Kabam)	모바일	—
로스트아크	MMORPG	스마일게이트알피지	PC	텐센트
그랑사가	MMORPG	엔픽셀	모바일	링시게임즈
에픽세븐	RPG	슈퍼크리에이티브	모바일	즈롱게임즈

자료: 중국 국가신문출판서, 한국투자증권

〈표 3〉 Peer valuation table

(단위: 십억원, %)

		Krafton	NCSOft	Netmarble	Com2us	Pearl Abyss	Activision Blizzard	EA	Square Enix	Nexon
매출	2020A	1,670	2,416	2,485	509	489	9,536	6,546	2,886	3,237
	2021A	1,885	2,309	2,507	559	404	10,082	6,530	3,621	2,862
	2022F	1,854	2,572	2,673	717	386	9,729	8,162	3,796	3,483
	2023F	1,816	2,561	2,922	836	467	12,396	9,312	3,398	4,010
영업이익	2020A	774	825	272	114	157	3,224	1,708	356	1,231
	2021A	651	376	151	53	43	3,732	1,213	517	955
	2022F	752	559	(109)	(17)	17	2,158	1,318	616	1,021
	2023F	644	553	53	30	71	4,349	2,708	477	1,295
영업이익률	2020A	46.3	34.1	10.9	22.4	32.2	33.8	26.1	12.3	38.0
	2021A	34.5	16.3	6.0	9.4	10.6	37.0	18.6	14.3	33.4
	2022F	40.5	21.7	(4.1)	(2.3)	4.3	22.2	16.1	16.2	29.3
	2023F	35.4	21.6	1.8	3.6	15.2	35.1	29.1	14.0	32.3
순이익	2020A	556.3	587.4	313.0	80.4	100.9	2,591.0	3,593.0	232.2	621.0
	2021A	519.9	396.9	240.2	129.4	59.4	3,091.1	971.0	294.7	1,197.9
	2022F	500.2	452.3	(819.2)	34.0	(41.1)	1,955.3	921.2	530.1	988.1
	2023F	531.6	470.6	46.2	46.7	76.4	3,997.1	2,178.8	453.5	1,049.9
PER	2020A	—	32.7	34.4	23.9	31.5	31.6	9.6	27.0	50.0
	2021A	37.5	33.3	42.6	14.6	142.1	18.9	45.7	27.2	17.3
	2022F	15.3	21.7	—	22.6	42.1	37.8	34.8	12.7	25.8
	2023F	15.3	17.3	104.4	19.4	34.2	20.8	18.9	16.7	23.5
PBR	2020A	—	6.1	2.0	2.0	4.9	4.7	3.9	2.6	4.0
	2021A	4.7	4.1	1.8	1.6	11.8	2.9	4.9	3.0	2.4
	2022F	1.6	2.4	0.9	0.7	3.5	3.1	4.6	2.3	3.0
	2023F	1.4	2.2	1.0	0.8	3.5	2.9	4.2	2.4	2.7
PSR	2020A	—	7.9	4.3	3.8	6.5	8.9	5.3	2.2	9.6
	2021A	10.6	5.7	4.1	3.4	20.9	5.9	7.0	2.2	7.2
	2022F	4.2	3.8	1.9	1.1	7.1	8.0	5.1	1.8	7.3
	2023F	4.6	3.3	1.8	1.1	5.9	6.6	4.3	2.2	6.2
ROE	2020A	61.9	20.8	6.3	8.5	16.5	15.8	47.5	10.0	8.5
	2021A	17.9	12.6	4.3	12.1	8.8	16.5	10.9	11.6	14.9
	2022F	10.3	16.9	(14.6)	4.1	9.0	8.2	10.2	19.3	11.8
	2023F	9.9	13.4	0.4	3.6	14.5	12.6	20.8	15.0	12.6
EV/EBITDA	2020A	—	19.6	22.6	10.4	15.8	20.5	14.6	11.4	19.2
	2021A	26.1	25.1	33.2	25.9	121.1	12.0	26.3	10.8	14.5
	2022F	6.3	9.3	48.6	30.0	56.7	25.0	20.2	7.3	18.2
	2023F	7.5	9.9	22.0	18.3	27.4	15.7	12.9	10.8	14.4

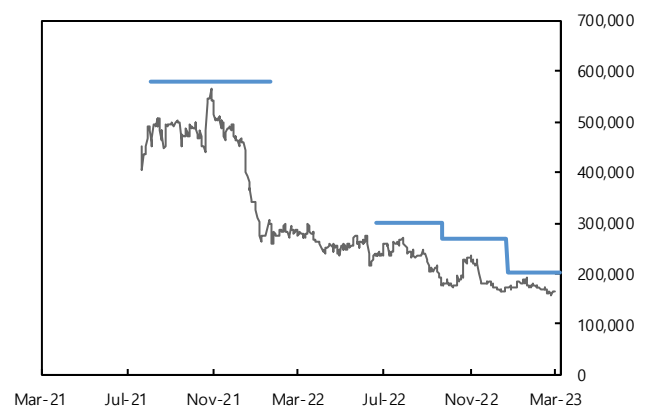
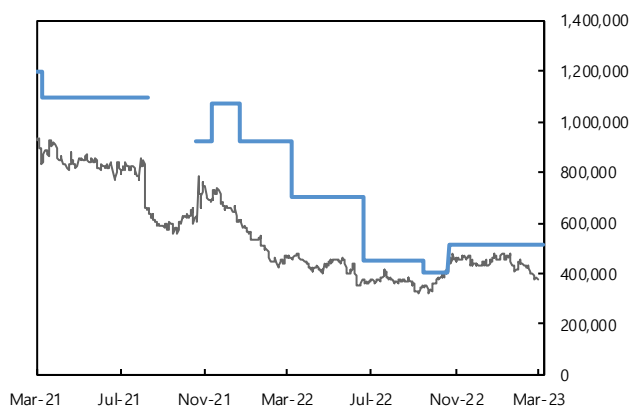
자료: Bloomberg, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	2021.02.24	매수	1,200,000원	-22.0	-19.0	크래프톤 (259960)	2022.10.05	매수	400,000원	-7.2	3.0
	2021.03.29	매수	1,100,000원	-24.0	-15.9		2022.11.11	매수	510,000원	-	-
	2021.08.30	중립	-	-	-		2021.08.24	매수	580,000원	-21.7	-2.2
	2021.11.08	매수	920,000원	-23.5	-14.6		2022.02.10	중립	-	-	-
	2021.12.02	매수	1,070,000원	-37.4	-31.1		2022.07.11	매수	300,000원	-20.5	-10.3
	2022.01.12	매수	920,000원	-45.6	-34.2		2022.10.11	매수	270,000원	-29.8	-12.4
	2022.03.28	매수	700,000원	-38.8	-31.4		2023.01.12	매수	200,000원	-	-
	2022.07.11	매수	450,000원	-18.2	-8.4						

엔씨소프트(036570)

크래프톤(259960)



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 3월 21일 현재 엔씨소프트, 크래프톤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 엔씨소프트, 크래프톤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.