

게임

지스타 참관 후기: 기묘한 트렌드 변화

역대 최대 규모의 지스타

11월 16일부터 19일까지 4일간 2023년 지스타가 진행됐다. 국내 게임사들이 점점 더 지스타에 참가를 많이하는 트렌드는 이미 2~3년전부터 이어져왔는데 이번에는 오랫동안 참가를 안했던 엔씨소프트까지 참가하며 게임사 라인업이 풍성해졌다. 메인 스폰서인 위메이드, 엔씨소프트, 크래프톤, 넷마블, 웹젠 등 다양한 기업들이 참가했다. 또한 대부분의 게임사들이 2024년에 2023년 대비 다양한 신작 라인업을 갖추고 있었던 만큼 볼 거리 또한 풍성했다.

자세히 보아야 보이는 기묘한 트렌드 변화

이번 주요 게임사들의 신작들에서 개발 트렌드가 변화하고 있다는 점이 느껴졌다. 크래프톤의 다크앤다커 모바일, 엔씨소프트의 배틀크리쉬, 프로젝트G, 넷마블의 일곱개의 대죄 오리진 등 대형 개발사들의 핵심 라인업은 대체로 유저들의 집중력과 컨트롤을 요하는 게임들이었다. 오랫동안 국내 게임사들이 게임을 개발해 올 때 유저 개입을 최소화하고(자동사냥, 방치형) 편의성을 키우며 과금 모델을 중심으로 발전해왔던 것과는 다른 스타일임을 확인할 수 있었다. 디바이스 확장뿐만 아니라 모바일에서도 과거와는 다른 방식으로 유저들의 변화한 취향에 적응하고자 하는 노력이 이루어지고 있었다.

트렌드 변화의 득과 실

오랫동안 편의성, 그리고 과금 모델을 중심으로 발전해온 국내 게임사들에 대한 유저 비판이 거뒀던 만큼 이런 트렌드 변화는 어쩔 수 없는 일이었을 것이다. 그러나 모바일게임이 오랫동안 편의성을 추구해온 것은 유저들이 모바일에서는 복잡한 컨트롤, 높은 개입을 원하지 않았기 때문이기도 하다. 그 만큼 이런 트렌드 변화가 모바일 환경에서 오랫동안 유저들이 익숙했던 스타일과는 다소 다른 방식의 시도이기 때문에 흥행에 대한 불확실성이 다소 높아진다는 해석 또한 가능하다. 특히 높은 유저 개입이 필요한 게임은 그 만큼 게임의 디테일한 완성도가 더 높아야 하기 때문에 향후 게임사들의 신작은 유저들의 더 높은 기준을 통과해야 할 것이다.

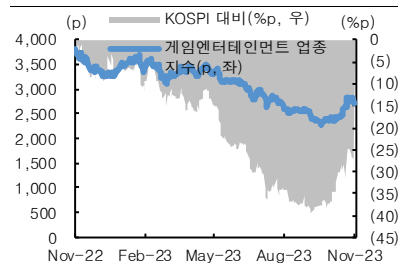
비중확대(유지)

종목	투자 의견	목표주가
엔씨소프트	매수	270,000원
크래프톤	매수	240,000원
넷마블	중립	-

주요 종목 valuation

		2022A	2023F	2024F
엔씨소프트 (036570)	PER(x)	20.9	23.9	16.9
	PBR(x)	2.6	1.5	1.5
	EV/EBITDA(x)	11.2	13.8	6.8
	DY(%)	1.5	2.7%	2.7%
크래프톤 (259960)	PER(x)	15.8	12.7	13.9
	PBR(x)	1.6	1.6	1.4
	EV/EBITDA(x)	6.3	8.3	6.5
	DY(%)	0.0%	0.0%	0.0%
넷마블 (251270)	PER(x)	NM	-250.9	68.6
	PBR(x)	0.9	0.7	0.7
	EV/EBITDA(x)	55.6	32.3	15.5
	DY(%)	0.0%	0.0%	0.0%

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

어쨌든 걸어가야 할 길

어쨌든 국내 게임사들에게는 필요한 변화의 과정을 겪고 있다. 높은 편의성, 그리고 과금모델 기반의 게임은 이미 국내 기업들이 충분히 잘 만드는 분야이나 이것 만으로는 전방 시장이 국내에 한정되며 해외 진출에 제약이 따른다는 것은 과거 성과를 통해서 이미 확인되었다. 특히 국내 대형 게임사들은 지난 몇 년간 국내 시장에서의 성과를 바탕으로 인력을 공격적으로 늘려온 만큼 늘어난 개발력을 기반으로 다양한 시도를 하고 이를 해외 시장 공략으로 이어지도록 하는 성장 과정이 새롭게 필요해졌다. 2023년 지스타에서는 이러한 과정을 확인할 수 있었다. 단기적으로 투자 아이디어로 연결될 만한 강력한 신작은 보이지 않았으나 장기적으로는 분명히 긍정적인 방향으로 산업이 변화하고 있다.

[그림 1] 유저 컨트롤이 중요했던 크래프톤의 다크앤다커 모바일



자료: 크래프톤, 한국투자증권

[그림 2] 엔씨소프트의 난투형 게임인 배틀크러쉬



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 3] RTS 장르인만큼 높은 유저개입이 필요한 프로젝트G



자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 4] 젤다의전설, 원신과 동일한 시스템 일곱개의 대죄 오리진



자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 1〉 2024년 주요 게임사들 신작 리스트

기업	출시일정	게임	장르	플랫폼
엔씨소프트	2024	TL(Throne and Liberty)	MMORPG	PC/콘솔
		배틀크러쉬	난투형 대전 게임	모바일/스위치
		블레이드&소울 S	수집형 RPG	모바일
		Project G	MMORTS	모바일
	2025	Project E	비공개	-
		Project M	인터랙티브 무비	콘솔
		Project LLL	슈팅	PC/콘솔
		아이온2	MMORPG	모바일
크래프톤	2024	Dark and Darker Mobile	Extraction PRG	모바일
		Project inZOI	라이프 시뮬레이션	PC
		Project Black Budget	PvPvE 루터슈터	PC/콘솔
	2025 이후	Project Gold Rush	PvPvE 샌드박스	PC/콘솔
		The Next Subnautica	서바이벌 어드벤처	PC/콘솔
		Project Windless(눈물을 마시는 새)	오픈월드 RPG	PC/콘솔
		Project Impact	미공개	-
넷마블	1H24	킹아서: 레전드 라이즈	수집형 전략 RPG	모바일/PC
		아스달 연대기: 세 개의 세력	MMORPG	모바일/PC
		나 혼자만 레벨업: ARISE	액션 RPG	모바일/PC
		파라곤: 디 오버프라임	TPS MOBA	PC/콘솔
		모두의마블2: 메타월드	캐주얼	모바일/PC
		레이븐2	MMORPG	모바일/PC
		제2의나라: 크로스월드	MMORPG	모바일
카카오게임즈	1H24	가디시오더	액션 RPG	모바일
		에버소울	수집형 RPG	모바일
		오딘: 발할라 라이징	MMORPG	PC/모바일
		롬(R.O.M)	MMORPG	PC/모바일
		아키에이지 워	MMORPG	PC/모바일
		Project V	로그라이크 캐주얼 RPG	모바일
펄어비스	2024	붉은사막	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔
	2025 이후	DokeV	수집형 오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔
		플랜8	엑소슈트 MMO 슈터	PC/콘솔
NHN	2024	다키스트데이즈	좀비 아포칼립스	PC/모바일
		프로젝트 G	IP 기반 RPG	-
		우파루오딧세이 글로벌	소셜 네트워크	-
		히든위치	퍼즐	-
		프로젝트 D	액션	-
네오위즈	2024	Oh My Anne	퍼즐	모바일
		고양이와 스프 IP SNG	SNG	모바일
		프로젝트 IG	방치형 ARPG	모바일
		고양이와 스프: 매직 레시피	시뮬레이션	모바일
		영웅전설: 가가브 트릴로지	수집형 RPG	모바일
		킹덤2	MMORPG	모바일
		P의 거짓 확장 DLC	소울라이크 액션 RPG	PC/콘솔
컴투스	2024	던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까 IP 기반 신작	RPG	PC/모바일
		BTS 쿠키온: TinyTAN 레스토랑	쿠키 시뮬레이션	모바일
		골프스타 챔피언쉽	스포츠	모바일
		스타시드: 아스니아트리거	수집형 RPG	모바일
	2025	프로스트펑크: 비온드 더 아이스	생존형 건설 경영 시뮬레이션	모바일
		더 스타라이트	MMORPG	PC/콘솔/모바일
위메이드	2024	미르의 전설2: 기연	MMORPG	PC
		어비스리움 오리진	캐주얼	-
		레전드 오브 이미르	MMORPG	PC/모바일

자료: 각 사, 언론종합, 한국투자증권

〈표 2〉 게임 peer valuation

(단위: 십억원, %)

		NCsoft	Krafton	Netmarble	Com2us	Pearl Abyss	Activision Blizzard	EA	Square Enix	Nexon
매출	2021A	2,309	1,885	2,507	559	404	10,082	6,530	3,621	2,862
	2022A	2,572	1,854	2,673	717	386	9,729	8,162	3,796	3,483
	2023F	1,845	1,790	2,587	842	345	13,164	9,726	3,319	3,675
	2024F	2,144	1,976	2,896	929	608	12,968	9,871	3,066	4,061
영업이익	2021A	376	651	151	53	43	3,732	1,213	517	955
	2022A	559	752	(109)	(16)	16	2,158	1,318	616	1,021
	2023F	181	693	(25)	(20)	(10)	4,863	1,744	429	1,214
	2024F	321	700	95	23	137	5,117	2,890	393	1,385
영업이익률	2021A	16.3	34.5	6.0	9.4	10.6	37.0	18.6	14.3	33.4
	2022A	21.7	40.5	(4.1)	(2.3)	4.2	22.2	16.1	16.2	29.3
	2023F	9.8	38.7	(1.0)	(2.3)	(2.9)	36.9	17.9	12.9	33.0
	2024F	15.0	35.4	3.3	2.5	22.6	39.5	29.3	12.8	34.1
순이익	2021A	397	520	240	129	59	3,091	971	295	1,198
	2022A	436	500	(819)	33	(43)	1,955	921	530	988
	2023F	222	642	(66)	48	20	4,492	1,050	476	1,029
	2024F	303	590	51	33	152	4,708	2,493	305	1,089
PER	2021A	33.3	37.5	42.6	14.6	142.1	18.9	45.7	27.2	17.3
	2022A	20.9	15.3	—	21.2	—	37.8	34.8	12.7	25.8
	2023F	24.7	15.4	—	17.8	154.4	22.5	29.3	15.5	21.7
	2024F	17.8	16.5	70.7	15.7	19.0	22.0	18.8	17.7	20.2
PBR	2021A	4.1	4.7	1.8	1.6	11.8	2.9	4.9	3.0	2.4
	2022A	2.8	1.5	0.9	0.6	3.7	3.1	4.6	2.3	3.0
	2023F	1.7	1.7	0.8	0.5	3.7	3.4	4.5	2.4	2.7
	2024F	1.6	1.5	0.8	0.5	3.1	3.0	4.7	1.8	2.3
PSR	2021A	5.7	10.6	4.1	3.4	20.9	5.9	7.0	2.2	7.2
	2022A	3.5	4.2	1.9	1.0	6.7	8.0	5.1	1.8	7.3
	2023F	3.0	5.5	1.7	0.7	7.8	7.6	4.5	2.2	6.1
	2024F	2.6	5.0	1.5	0.7	4.4	7.8	4.7	1.8	5.5
ROE	2021A	12.6	17.9	4.3	12.1	8.8	16.5	10.9	11.6	14.9
	2022A	13.7	10.3	(14.6)	2.9	(6.1)	8.2	10.2	19.3	11.8
	2023F	6.3	12.0	(1.6)	3.9	3.1	14.3	10.8	16.4	13.3
	2024F	8.7	10.1	0.7	2.7	17.9	14.1	22.4	10.9	12.8
EV/EBITDA	2021A	25.1	26.1	33.6	25.9	121.1	12.0	26.3	10.8	14.5
	2022A	11.0	6.0	48.6	45.2	57.5	25.0	20.2	7.3	18.1
	2023F	14.5	8.8	34.7	63.4	153.3	17.6	16.1	11.1	13.6
	2024F	9.6	8.8	19.2	14.6	14.9	16.9	13.9	8.2	11.9

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 커버리지 valuation

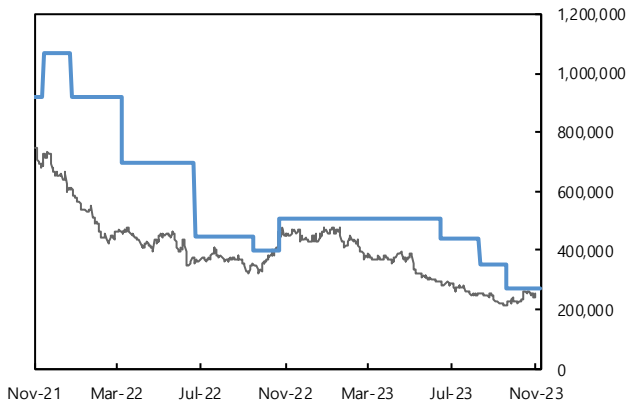
투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
크래프톤 (259960)	투자의견	매수	2021A	1,885	651	520	12,022	94,107	38.3	4.89	17.9	27.6	0.0
	목표주가(원)	240,000	2022A	1,854	752	500	10,666	104,151	15.8	1.61	10.3	6.3	0.0
	현재가 (11/17, 원)	193,100	2023F	1,798	724	713	15,198	121,205	12.7	1.59	13.0	8.3	0.0
	시가총액(십억원)	9,338	2024F	2,065	755	654	13,938	135,489	13.9	1.43	10.5	6.5	0.0
			2025F	2,221	743	639	13,630	149,476	14.2	1.29	9.3	6.3	0.0
엔씨소프트 (036570)	투자의견	매수	2021A	2,309	375	397	19,318	171,471	33.3	3.75	12.6	26.1	0.9
	목표주가(원)	270,000	2022A	2,572	559	436	21,456	173,629	20.9	2.58	13.7	11.2	1.5
	현재가 (11/17, 원)	244,000	2023F	1,811	125	207	10,190	164,613	23.9	1.48	6.7	13.8	2.7
	시가총액(십억원)	5,356	2024F	2,264	290	293	14,427	159,518	16.9	1.53	10.0	6.8	2.7
			2025F	2,788	585	517	25,476	164,642	9.6	1.48	17.6	3.3	2.7
넷마블 (251270)	투자의견	중립	2021A	2,507	151	240	2,933	72,095	42.6	1.73	4.3	40.9	0.4
	목표주가(원)	—	2022A	2,673	(109)	(819)	(9,998)	68,250	NM	0.88	(14.6)	55.6	0.0
	현재가 (11/17, 원)	47,950	2023F	2,614	(47)	(16)	(191)	68,132	(250.9)	0.70	(0.3)	32.3	0.0
	시가총액(십억원)	4,121	2024F	3,071	87	57	699	68,863	68.6	0.70	1.0	15.5	0.0
			2025F	3,140	103	68	830	69,719	57.8	0.69	1.2	14.1	0.0

자료: 각 사, 한국투자증권

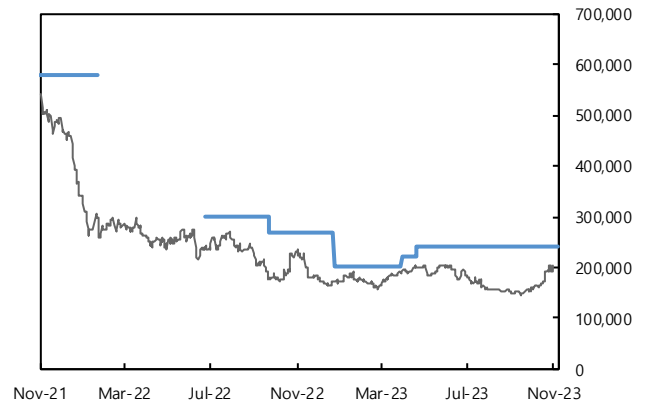
투자의견 및 목표주가 변경내역

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)	2021.11.08	매수	920,000원	-23.5	-14.6	넷마블 (251270)	2022.07.11	매수	300,000원	-20.5	-10.3
	2021.12.02	매수	1,070,000원	-37.4	-31.1		2022.10.11	매수	270,000원	-29.8	-12.4
	2022.01.12	매수	920,000원	-45.6	-34.2		2023.01.12	매수	200,000원	-12.1	-4.0
	2022.03.28	매수	700,000원	-38.8	-31.4		2023.04.18	매수	220,000원	-12.0	-7.7
	2022.07.11	매수	450,000원	-18.2	-8.4		2023.05.09	매수	240,000원	-	-
	2022.10.05	매수	400,000원	-7.2	3.0		2021.07.26	매수	175,000원	-29.8	-18.6
	2022.11.11	매수	510,000원	-21.3	-6.0		2022.02.09	매수	140,000원	-26.8	-20.0
	2023.07.05	매수	440,000원	-38.4	-33.1		2022.05.12	매수	100,000원	-25.6	-16.5
	2023.08.31	매수	350,000원	-31.6	-27.4		2022.07.14	매수	80,000원	-21.2	-8.1
크래프톤 (259960)	2023.10.10	매수	270,000원	-	-		2022.10.13	중립	-	-	-
	2021.08.24	매수	580,000원	-21.7	-2.2		2023.10.13	1년경과	-	-	-
	2022.02.10	중립	-	-	-						

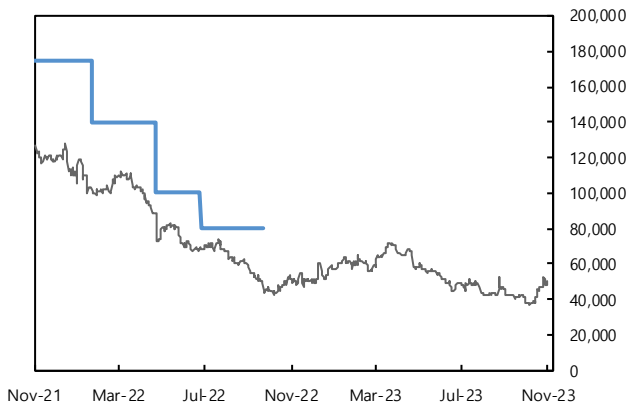
엔씨소프트(036570)



크래프톤(259960)



넷마블(251270)



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 11월 20일 현재 엔씨소프트, 넷마블, 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 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 (2023. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.1%	12.9%	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.