

검증된 게임을 빠르게 낚아채다.

BUY

Valuation

Target Price: 20,389~26,481

Price: 17,950

Margin of Safety: 14~48%

MktCap.(100mn): 4,087

ROE: 14.54%

Op.Magin: 26.4%

PER: 18.21

PBR: 2.82

Dividend Yield: 0.7%

Major Sh.Holder: CJ(26.40%)

KOSPI 비교 차트

기업분석 4팀

박준범, 안혜진, 엄찬식,

이종민

● 서든어택이라는 훌륭한 Cash Cow의 존재.

게임포털 넷마블은 2000년 출시 이래로 내외부적으로 그 규모를 성장시켜 왔으며 현재 월간 810만 명의 방문고객을 확보하여 매출액 기준 업계 1위의 게임 포털로 발전하였다. 넷마블의 대표적 게임이라고 할 수 있는 서든 어택은 2005년에 출시된 이래로 온라인게임 유저들 사이에서 폭발적인 인기를 누려왔고, 2007년 9월말 기준으로도 PC방 점유율 1위를 차지하고 있다. 서든어택은 CJ인터넷 수익의 30.3%를 차지하며 스테디셀러 게임으로 자리잡았고, 그 실적이 최소한 내년까지 지속될 것이라 예상되므로, 현재 시점에서 넷마블의 캐쉬카우 역할을 톡톡히 하고 있다 말할 수 있다.

● CJ인터넷의 전략적 강점

CJ인터넷이 퍼블리싱에서 가지는 가장 큰 강점은 신속한 의사결정을 통한 재빠른 게임 선정이다. 경쟁사 넥슨의 관계자에 따르면, 어떤 게임을 놓고 입찰할 때 가장 발 빠르게 움직이는 게 CJ인터넷이라고 한다. 게다가 이러한 퍼블리싱 능력이 양적인 의미가 아니라 질적인 면에서 우수하다는 점이 동사의 강점이라 할 수 있다.

CJ인터넷은 유료화를 성공적으로 진행시켜 게임 서비스를 수익으로 연결시키는 유료화 노하우를 구축해왔고, 이는 앞으로 출시될 게임에도 적용되어 효과적인 수익창출을 가능케 할 것이다. 게다가 CJ인터넷의 자회사인 '애니파크'는 '마구마구' 라는 게임을 통해 놀라운 유료화 역량을 보여주고 있다.

● 국내 게임포털 시장의 성장성

2006년 기준으로 국내 온라인게임시장 규모는 세계 1위이다. 2007게임백서에 의하면 2009년 까지 매년 19.08%의 성장을 이어갈 것으로 예측된다. 온라인 게임시장 내 포털게임시장이 차지하는 비율은 37% 이다. 게임포털을 통한 퍼블리싱은 게임실패에 대한 리스크를 분산시켜주고, 게임홍보효과를 극대화할 수 있다는 점에서 게임개발업체들에게 그 선호도가 높아지는 추세이다.

I. CJ인터넷의 cash cow, 서든어택

업계 1위 온라인 게임포털

1.1 국내 선두 게임포털, 넷마블

게임포털 넷마블은 2000년 출시 이래로 우수 온라인 게임업체들을 인수하고 반다이코리아, 일본 Sega, KOEI사와 퍼블리싱 계약을 맺는 등 내외부적으로 그 규모를 성장시켜 왔으며 현재 월간 810만 명의 방문고객을 확보하고 있으며 매출액 기준 업계 1위의 게임 포털로 발전하였다.

자체개발과 퍼블리싱의 동시진행으로 안정적인 게임소스 확보

넷마블은 개발 초기단계부터 투자하고 참여하는 자체 개발방식과 타 게임 개발 업체에서 제작된 게임을 퍼블리싱 하는 방식으로 게임을 확보하고 있으며 현재 넷마블의 주력 타이틀인 서든어택과 마구마구 등은 모두 퍼블리싱 된 게임들이다. 퍼블리싱은 게임개발업체로부터 게임에 대한 판권을 구입하거나 게임개발업체와 계약관계를 맺고 게임을 포털에 채널링하는 방식으로 게임을 확보하는 방법이다. 퍼블리싱의 경우 게임개발에 소요되는 기간 동안 높은 수준의 투자액에 대한 리스크를 지지 않아도 된다는 이점이 있는 동시에 개발된 매력적인 게임을 경쟁사에게 뺏길 수 있다는 리스크가 동시에 존재한다. 따라서 동사는 자체개발과 퍼블리싱을 동시에 진행하여 안정적으로 게임을 확보하고 있으며 현재 당사는 자체 개발된 게임 40여종과 퍼블리싱 게임 20여 타이틀을 포털 내에 보유하고 있다.

그림 1. CJ인터넷의 퍼블리싱 능력



자료: CJ인터넷

아이템 판매가 전체매출의 95%를 차지

포털의 수익구조를 살펴보면 게임의 이용요금은 기본적으로 무료이며, 기본 게임에서 더 좋은 사양을 원할 경우 현금으로 충전된 캐쉬를 지불해야 한다. 이 때 발생하는 아이템 매출액이 게임포털 수익의 95%를 차지하고 있으며 나머지 5%는 게임포털에 게시되는

광고수익이다. 아이템 매출이 전체 수익에서 차지하는 비중이 절대적인 만큼 게임에서 유료화 아이템의 성공여부가 그 게임의 성패, 나아가 회사의 가치를 좌우한다고 말할 수 있다.

표1. 넷마블의 수익구조

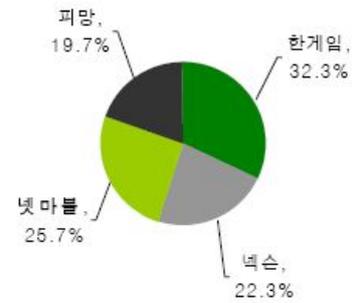
프리미엄 서비스	추가적인 게임머니 제공 및 VOD와 같은 엔터테인먼트 콘텐츠를 제공하는 월정액권 판매
아바타 콘텐츠	아바타를 꾸미거나 추가적인 게임머니를 획득하기 위한 아바타 제공
아이템 콘텐츠	게임 내에서의 우월한 지위 및 게임을 보다 즐길 수 있는 게임 아이템 제공
엔터테인먼트 콘텐츠	영화, 만화 등 VOD콘텐츠 구매를 통한 추가적인 게임머니 제공

그림 2. 온라인 게임포털, 넷마블



자료: CJ인터넷

그림 3. 게임포털 시장점유율



자료: 동부증권 리서치 센터

1.2 현재 출시된 게임들

넷마블에서 현재 출시된 게임은 60여 개가 있으며, 이들은 미니게임과 캐주얼게임, 온라인 게임으로 구분된다. 장르별로는 액션, 아케이드, 스포츠, 카드 보드게임, 그리고 MMORPG(Massively Multi-player Online Role Playing Game)¹ 등 다양한 게임들이 있다. 넷마블의 매출구성을 살펴보면 서든어택, 그랜드체이스, 마구마구, SD건담파이터 네 게임이 차지하는 비중이 압도적이며 이들은 당 게임포털 사이트를 대표하며 매출성장을 견인해왔다.

¹ MMORPG란 (Massively Multiplayer Online Role Playing Game)을 줄여서 말하는 것이며, 동시에 수천 명 이상의 플레이어가 인공적으로 구현된 게임 속 가상 현실세계에 접속하여 각자의 역할을 맡아서 플레이 하는 온라인 네트워크 게임을 칭하는 것이다.

서든어택(FPS)은 CJ인터넷 수익의 30.3%를 차지하는 효자게임으로 자리잡았음.

서든어택

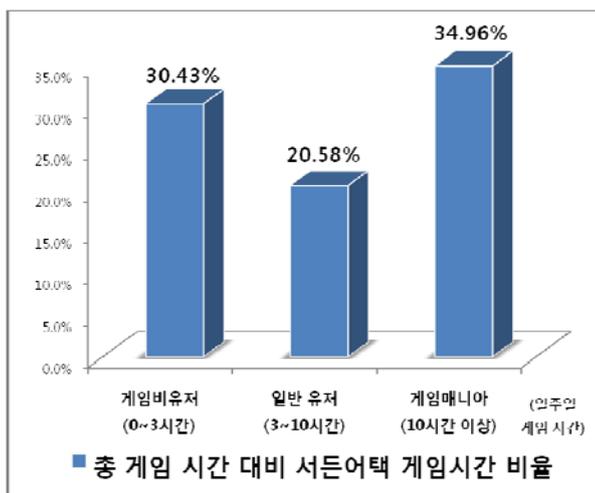
FPS게임(1인칭 슈팅게임)인 서든 어택은 2005년에 출시된 이래로 온라인게임 유저들 사이에서 폭발적인 인기를 누려왔고, 2007년 9월말 기준으로 PC방 점유율 1위(14.8%)를 차지하며 CJ인터넷 수익의 30.3%를 올리고 있다. 최근에는 그 성장세가 둔화되는 경향을 보이고 있으나 서든어택은 여전히 그 인기를 과시하며 넷마블의 캐쉬카우 역할을 하고 있는 것이다.

서든어택은 게임을 좋아하는 성향과 관계 없이 다양한 사람들이 즐기는 게임이다.

그림3의 그래프는 리서치 4팀에서 실시한 설문조사를 바탕으로 작성되었다. (조사 대상자는 모두 남성이며 나이를 구분하지 않았다.) 일주일 게임 시간을 기준으로 설문 작성자를 아래와 같은 세 그룹으로 나누었으며, 각각의 그룹에서 일주일 동안 서든어택 게임 시간을 물어보았다. 그 결과 게임 매니아는 34.96%, 게임 일반 유저는 20.58% 그리고 게임 비유저는 30.43% 의 시간을 서든 어택을 하는데 사용하는 것으로 조사되었다. 게임 매니아층은 MMORPG 를 즐기는 사람들이 주를 이룬다. 많은 시간이 소요되는 MMORPG 를 하면서도 서든어택에 34.96% 의 시간을 사용한다는 것은, 서든어택이 MMORPG 와 경합하는 성향의 게임이 아니라는 것을 보여준다. 결론적으로 게임을 좋아하는 경향과 관계 없이, 다양한 사람들이 서든어택을 즐기고 있다고 할 수 있다.

그림4의 표는 게임전문 리서치 업체인 게임트릭스에서 매주 PC방 게임 이용 순위를 조사한 자료이다. 아래에서 보는 것처럼 47주 동안 서든어택이 1위의 자리를 지켜왔음을 볼 수 있다. 2위인 스타크래프트와의 격차가 크다는 점도 주목할 만하다.

그림4. 총 게임 시간 대비 서든어택 게임시간 비율



자료: SMIC Research 4 team

그림5. 10월 둘째 주 PC방 게임 이용 순위

순위	게임정보	점유율
1	서든어택	14.21%
2	스타크래프트	8.88%
3	월드 오브 워크래프트	7.58%
4	리니지 2	6.77%
5	스페셜포스	6.29%
6	리니지	5.86%
7	워크래프트 3	4.97%
8	던전 앤 파이터	4.58%
9	오디션	3.35%
10	카트라이더	1.86%

자료: 게임전문 리서치 게임트릭스

타 게임과 비교한 서든어택의 매력 : 실력이 승패를 좌우, 저사양

서든어택은 게임유저에게 무기를 기본으로 제공하며 캐쉬 아이템 자체가 타 게임과 비교했을 때 기본 무기와 크게 차별화되지 않고 캐쉬 캐릭터의 가격도 비싸지 않으나, 게임의 승패에서 경험치가 중요한 요소로 작용하여 유저들로 하여금 지속적인 게임이용을 유도한다. 또한 게임에 고사양의 컴퓨터를 요구하지 않아 확산이 용이하며 사람들이 접속하기 쉽다는 장점이 있다. 서든어택은 위와 같은 매력을 바탕으로 탄탄한 유저 커뮤니티를 형성하고 있으며 장기적인 매출성장을 보여줘 왔다.

최소한 내년 초까지는 견조한 실적을 예상한다.

2분기 PC방 일 평균 총사용 시간 평균이 723,646시간에서 3분기 779,381시간으로 7.7% 상승하였다. 이미 정점에 있는 게임으로 큰 폭의 추가 점유율 확대는 어려울 것으로 예상된다. 하지만 4분기와 1분기의 계절적인 성수기를 맞으면서 최소한 지금과 같은 규모는 유지할 것으로 예상된다.

마구마구

월평균 20억 매출을 올리고 있는 마구마구

마구마구는 캐주얼 야구게임으로 과거와 현재를 아우르는 실제 야구스타들을 조합할 수 있는 카드덱 시스템을 도입하여 다양한 연령층의 유저들이 즐길 수 있는 게임이다. 마구마구는 2007년 월평균 20억 원대의 매출을 올리며 선전하고 있고 서든어택과 함께 넷마블의 대표적인 스테디셀러로 자리잡았으며, 액션게임인 그랜드체이스나 SD건담캡슐파이터 또한 꾸준한 수익을 창출하고 있다.

그림 6. CJ인터넷의 스테디 셀러

타이틀	장르	월간 UV	타이틀	장르	월간 UV
서든어택	FPS	2,121,738	고스톱	웹보드	198,306
핑크맞고	웹보드	408,987	뉴포커	웹보드	170,210
대박맞고	웹보드	349,523	SD건담캡슐파이터	액션	166,933
그랜드체이스	액션	341,383	대박맞고플러스	웹보드	164,512
바둑	웹보드	278,093	DJMax	캐주얼	154,282
마구마구	스포츠	224,846	장기	웹보드	130,563
사천성	웹보드	218,713	미니파이터	액션	121,912
야채부락리	RPG	212,585	바닐라캣	캐주얼	102,827
건즈	액션	200,456	스톤에이지	RPG	101,959

자료: 동부증권 리서치 센터

1.3 안정적인 재무구조

11.86%의 낮은 부채 비율과 1033억원의 유동자금

CJ인터넷은 2006년 말 기준으로 11.86%의 낮은 부채비율(=부채총계 207억 원/자기자본 1745억 원)을 가지고 있으며 현금 및 단기금융상품이 1033억 원이나 되어 유동성 측면에서 매우 안정적인 재무구조를 보여주고 있다.

비록 동사는 지분법평가에서 64억대의 손실을 기록하고 있으나 이러한 손실도 점차 개선되는 양상을 보인다. 지분법평가손실의 50%는 자회사인 CJIG로부터 나오고 있고, 나머지는 일본법인 투자 분야에서 발생하고 있는데, CJIG의 실적이 개선됨에 따라 이러한 지분법 손실



은 감소하고 있다. 해외자회사에 대한 손실도 내년도 중국법인에 대한 지분법투자증권에서 발생할 지분법 이익이 당초 예상보다 20억 정도 크게 증가하여 2007년도 예상 지분법평가 손실은 47억 규모로 축소될 전망이다.

해외에서 검증된 게임을 신속한 의사결정과정을 통해 선정한다.

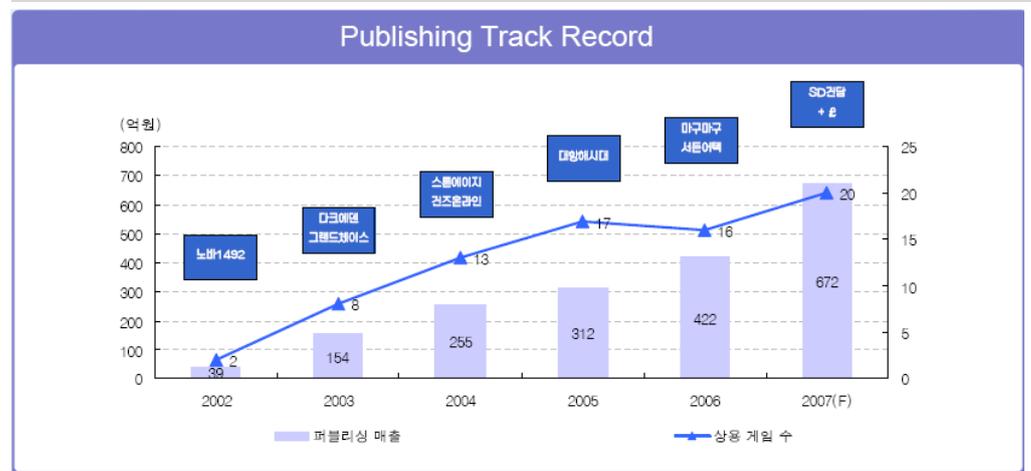
II. CJ 인터넷의 핵심역량

2.1 퍼블리싱; 검증된 게임을 재빠르게 낚아채다.

CJ 인터넷 퍼블리싱의 가장 큰 장점은 신속성 이다. 경쟁사 넥슨의 관계자에 따르면, 어떤 게임을 놓고 입찰할 때 가장 발 빠르게 움직이는 게 CJ인터넷이라고 한다. 그 원동력은 효율적인 조직운용에 따른 신속한 의사결정에서 나온다. CJ 인터넷에서 퍼블리싱의 결정권은 소수에게 집중되어 있기 때문에 촉각을 다투는 입찰과정에서 경쟁력을 발휘한다. 일반적인 퍼블리싱 업체의 경우 게임 선택에 많은 시간과 신중을 기한다. 여러 실무자간의 충분한 토의를 한 뒤, 다시 상부에 보고하는 등의 절차가 복잡하다. 이것이 실패할 게임의 선택을 막아주는 이점도 있으나, 이로 인해 좋은 게임을 놓치는 사례도 비일비재 하다고 한다.

CJ인터넷이 퍼블리싱 하고자 하는 게임은 검증된 게임이다. 특히 'KOEI', '반다이', 'SEGA' 와 같은 일본의 유명한 게임개발업체에서 흥행시킨 게임을 퍼블리싱하는 것으로 유명하다. 그렇기 때문에 게임의 검증에 들어가는 불필요한 절차를 과감히 생략하고 원하는 게임을 빠르게 선택하는 것이 CJ인터넷에게는 현명한 처사이다.

그림 7. CJ인터넷의 퍼블리싱 매출액



자료: CJ인터넷

2. 뛰어난 유료화 노하우

에니파크와 같은 우수한 유료화 노하우를 가진 업체를 인수하였다

서든 어택이 기존 FPS 게임 시장의 선두였던 스페셜 포스를 잠재울 수 있었던 원동력은 유료화 노하우이다. 스페셜 포스의 경우 무기, 방어구를 구입함으로써 전투력의 상승을 꾀할 수 있다. 언뜻 생각하기에 유저들이 경쟁적으로 아이템 구매를 할 것 같지만, 실력으로 승부하는 유저들의 불만이 먼저 터져 나오기 마련이다. 서든 어택을 보면, 아이템 구매를 통해 높일 수 있는 능력치는 극히 제한적이다. 아이템이 없는 초보유저나, 호화스러운 아이템으로 무장한 유저나 결국 실력으로 승부를 내도록 만든 게임이다. 이 경우 유저 1인당

구매하는 아이템 수는 감소한다. 하지만 서든어택은 폭발적인 유저수의 증가를 통해 이를 충분히 보상했다. 이는 CJ인터넷이 유료화로 인한 유저 감소에 대한 민감도를 정확히 알고 있음을 보여준다. 오픈 베타에서 높은 유저수를 기록하다 유료화 시점에서 무너진 수많은 게임들을 보면, 게임의 흥행에서 유료화 역량이 얼마나 중요한지 알 수 있다.

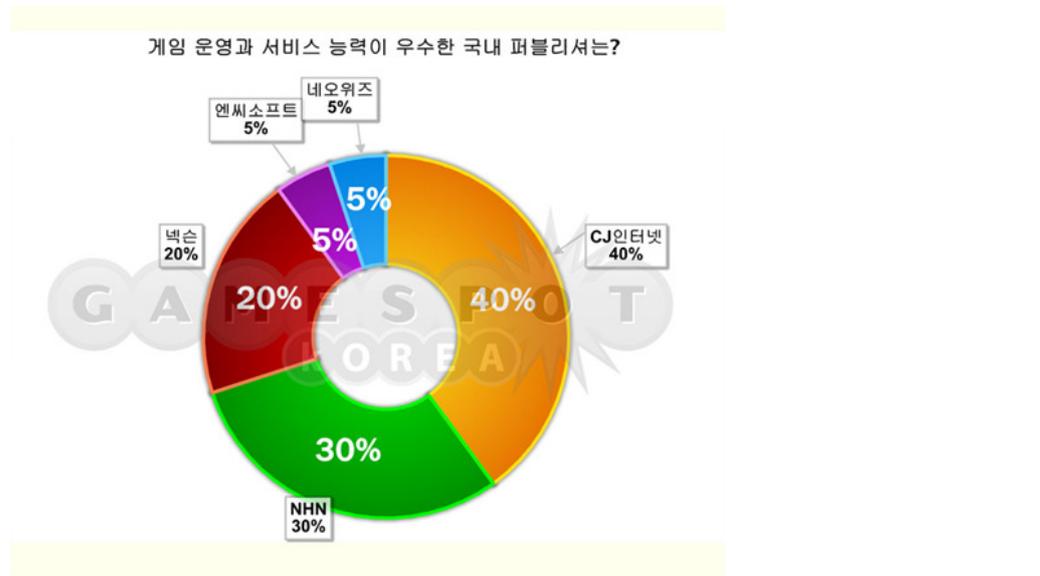
마구마구는 동시 접속자 수가 1만명, 한달 매출액이 20억에 달하는 게임이다. 서든어택의 동시 접속자 수가 14만명, 한달 매출액이 40억에 달하는 것과 비교해보자. 마구마구의 수익성이 수치상으로 7배 좋다는 것을 알 수 있다. 이와 같이 놀라운 수익모델을 만들어낸 것은 CJ인터넷이 아닌 마구마구의 개발업체 '애니파크'이다. 애니파크는 2005년 CJ인터넷에 인수된 게임개발업체이다. 애니파크는 서울대 전기공학부 그래픽스&미디어랩의 석사 연구원을 중심으로 2000년 3월 설립된 게임 개발 업체이다. 현재 11명의 임원진 중에 CEO를 비롯한 7명이 서울대학교 졸업생이다. 퍼블리싱 업체가 게임 개발업체를 인수하는 것은 시너지효과를 노린 것이고, 앞으로 나올 게임들을 CJ인터넷을 통해 퍼블리싱할 것으로 판단된다. 그리고 애니파크의 뛰어난 유료화 역량은 CJ인터넷의 유료화 역량으로 연결될 것이다.

2.3 운영과 서비스 능력

국내 게임업체 담당자들이 인정한 최고의 운영, 서비스 능력

지난 10월 23일, 게임 스팟에서는 국내 게임개발사와 퍼블리싱 업체 담당자 20명을 대상으로 운영과 서비스 능력을 보여주는 퍼블리싱 능력에 대한 주관식 설문을 실시했다. 게임의 운영과 서비스의 노하우를 판가름 짓는 퍼블리싱 능력은 전체 응답자의 40%(8명)가 중국 MMORPG '완미세계'로 국내 시장에서 좋은 성적을 거두고 있는 CJ인터넷을 꼽았다.

그림 10. 국내 게임개발사와 퍼블리싱 업체 담당자 20명을 대상으로 설문조사



자료: Game Spot Korea

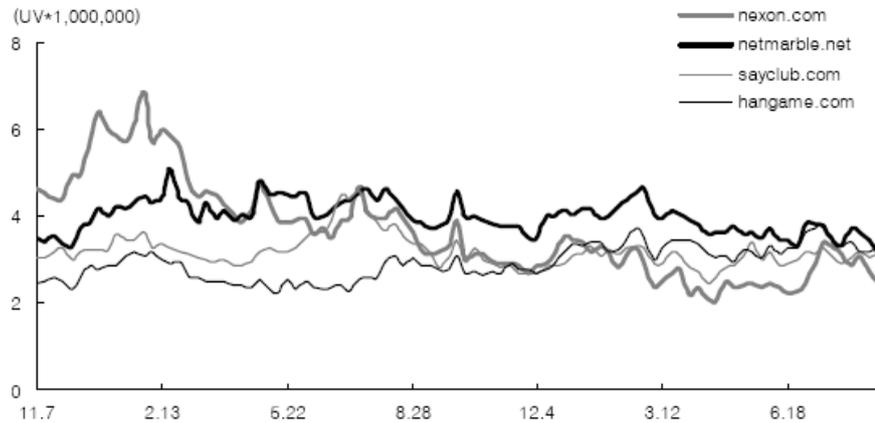
이미 시장은 5개 업체에 의해 정리된 상태이며, 새로운 업체가 진입한다 해도 파이를 넓히기 어려운 치열한 상황이다.

Ⅲ. 경쟁 현황

CJ인터넷 2007년 상반기를 기준으로 전체 매출의 95%정도가 게임포털인 넷마블을 통해서 발생하고 있다. 현재 국내 게임 포털 업체 시장은 한게임과 네오위즈게임즈, 넥슨 그리고 CJ인터넷으로 4강 체제를 이루고 있다.

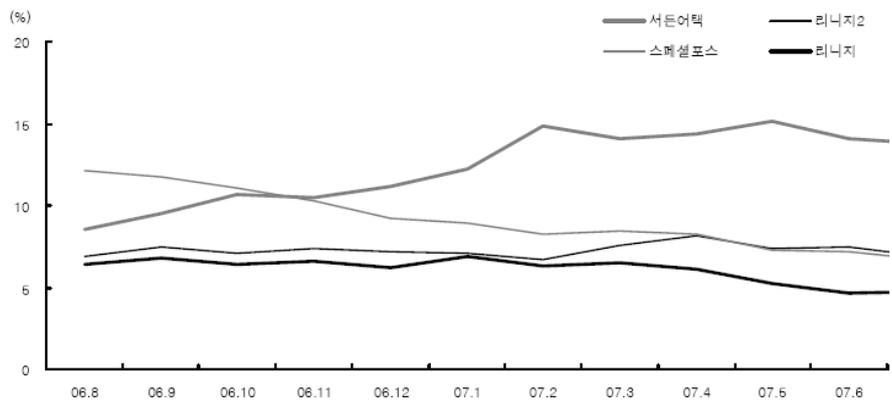
온라인 게임 산업의 규모가 점차 커짐에도 불구하고, 게임 업체들의 증가와 대형업체의 게임 포털 사업 진출 및 콘텐츠 출시 경쟁 등으로 인하여 시장의 경쟁은 점차 심화되고 있다.

그림 11. 게임포털 순방문자 주간 그래프



자료: 코리안 클릭

그림 12. 상장사 주요 게임 PC방 점유율



	8	9	10	11	12	07.1	2	3	4	5	6	7	8
서든어택	8.6	9.6	10.7	10.6	11.2	12.3	14.9	14.0	14.4	16.2	14.0	13.8	13.6
스페셜포스	6.9	7.6	7.1	7.4	7.0	7.1	6.7	7.6	8.2	7.4	7.6	6.9	6.9

자료: 게임 트리스

그림 13. FPS 장르 게임 비교					그림 14. 스포츠 장르 게임 비교			
FPS	서든어택	스페셜포스	아바	워록	스포츠	마구마구	피파온라인	프리스타일
서비스 개시	2005.07	2007.03.15	2007.05.31	2005.04	서비스 개시	2006.03	2006.04	2006.05
제작사	게임하이	드래곤플라이	레드덕	넥슨	제작사	애니파크	EA/네오위즈	이씨엔터테인먼트!
유통사	CJ인터넷	네오위즈	네오위즈	넥스	유통사	CJ 인터넷	네오위즈게임즈	이씨엔터테인먼트!
시스템권장사양	CPU 펜티엄4 2GHz RAM 512MB 이상	CPU 펜티엄 3 1.2GHz, RAM	CPU 펜티엄4 2.4GHz, RAM	CPU 펜티엄4 2.0GHz, RAM	시스템권장사양	CPU 펜티엄3 1.4GHz, RAM 512MB 이상	CPU 펜티엄4 1.8GHz, RAM 512MB 이상	CPU 펜티엄3 1.4GHz, RAM 256MB 이상
사용시간점유율	13.72%	6.43%	1.35%	0.65%	사용시간점유율	0.53%	2.62%	1.14%

자료: 언론 정리, 네이버 검색

자료: 언론 정리, 네이버 검색

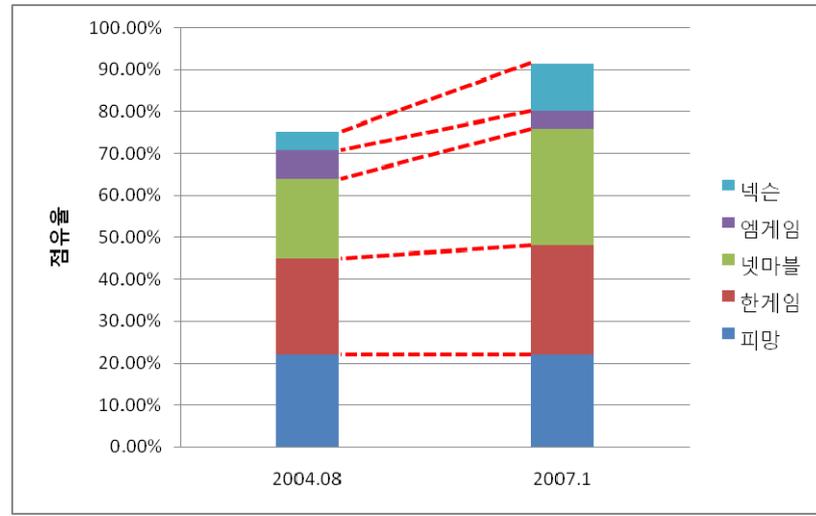
그림 15. RPG 장르 게임비교

RPG	완미세계	World of warcraft	리니지2	메이플스토리	R2
서비스 개시	2007.09.19	2005.01.13	2003.10.01	2003.04	2006.07
제작사	완미시공	블리자드	엔씨소프트	넥슨	NHN게임즈
유통사	CJ인터넷	손오공	엔씨소프트	넥슨	NHN
시스템권장사양	CPU 펜티엄4 2.4GHz, RAM 512M 이상	CPU 펜티엄4 1.5Ghz, RAM 1GB 이상	CPU 펜티엄4 2.4GHz, RAM 1G 이상	CPU 펜티엄3 700MHz, RAM 128MB 이상	CPU 펜티엄4 2.6GHz, RAM 512M 이상
사용시간점유율	0.90%	7.66%	7.01%	1.88%	0.90%

자료: 언론 정리, 네이버검색

온라인 게임 산업은 초기 투자비용 부담이 작고 기술적인 구현이 어렵지 않다. 또한 진입에 대한 특별한 법적 규제가 없으며 사용자들의 전환비용이 낮다. 이로 인하여 많은 기업들의 시장진입과 퇴출이 빈번하게 일어나고 있다. 그러나 온라인게임의 특성상 다른 신규업체가 출현한다 하더라도 개발비와 마케팅비(100억 정도), 서버 투자비 등의 많은 소요와 (40억~50억 규모의 초기 자본 필요) 우수한 콘텐츠 확보의 어려움으로 인하여 성공적인 시장 진입이 쉽지는 않다. 따라서 시장 선점을 통하여 전략적인 진입 장벽을 구축한다면 선점효과가 크다고 볼 수 있다. 현재까지, 자금 및 양질의 콘텐츠, 우수한 인력과 회원기반 등에서 경쟁력을 가진 몇몇 업체가 시장을 주도하여 왔으며 이러한 과점화 현상은 당분간 지속될 것으로 전망된다. 다음의 그래프를 통해서 선두 업체들의 점유율 변화가 거의 없음을 알 수 있다.

그림 16. 게임포털 점유율 변화



자료: 랭키닷컴

IV. CJ인터넷이 출시할 게임들

게임업체의 미래를 예측하는 것은 곧 새로 나올 게임을 예측하는 것이다. 하지만 새로 나올 게임의 흥행가능성을 정량적으로 설명하고, 확신하는 것은 불가능에 가깝다. 이에 대해 리서치4팀은 과거 게임 경험이 풍부하다고 판단되는 팀원이 직접 출시될 게임들을 체험해봄으로써 내린 예측을 활용하기로 했다. 주관적인 판단은 최대한 배제하면서 조심스럽게 CJ인터넷의 미래를 예측해 보았다.

1. 새롭게 퍼블리싱 되는 게임들

① 진삼국무쌍

**CJ인터넷의 차기 기대작
진삼국무쌍: PS2를 통해
전세계 게이머에게
검증됨**

진삼국무쌍은 KOEI사에서 W-Force를 통하여 퍼블리싱한 액션게임이다. KOEI는 일본 게임 회사이며 국내에선 PC전략 시뮬레이션 게임의 선두주자인 삼국지 시리즈를 출시한 회사로 가장 유명하다. 진삼국무쌍은 PS2의 역사와 함께 발전해온 대표적인 액션게임이라 할 수 있다. (PS2는 미국 내 누적 점유율 35%, 일본 60%, 국내 콘솔 시장의 80%의 누적 점유율을 보일 정도로 독보적인 게임 콘솔이다.) 실제 2006년 출시 이후 한달 넘게 전체 게임 소프트웨어 판매실적 1위를 차지하였다. 다른 액션게임과의 차별화 된 점은 한국인에게 매우 친숙한 삼국지를 소재로 하고 있다는 것이다. 게다가 일대 다수의 결투 시스템이 매우 훌륭하게 구현되어 게이머들에게 큰 즐거움을 선사한다.

진삼국무쌍은 원래 PS2 게임으로 전세계 게이머들에게 검증을 받았고 국내에도 상당한 매니아 층을 확보하고 있다. CJ인터넷은 이 게임을 온라인 게임의 형태로 변형하여 2008년 출시할 예정이다. 기존 인기 게임을 온라인화 하여 성공한 사례로는 FIFA-Online, 대항해시대 등이 있다.

그림 17. 진삼국무쌍4 게임 장면



자료: <http://blog.naver.com/dantejjang>

② 드래곤볼 온라인

만화 드래곤볼 시리즈의 친숙함을 이용한 유저 자극

일반용 대전 액션 게임으로 출시가 되던 '드래곤볼 시리즈'를 Bandai&Namco 사에서 새롭게 MMORPG의 형식으로 바꾸었다. 2008년 오픈베타가 예정되어있다. 인터페이스는 'WOW'와 비슷하다. 다만 액션의 요소가 많이 추가된 점, 그리고 매우 친숙한 스토리와 함께 자신의 캐릭터를 자유롭게 Customizing할 수 있다는 점이 주목할 만하다.

그림 18. 드래곤볼 온라인 게임장면



자료: <http://cafe.naver.com/tefung.cafe>

중국, 대만에서의 폭발적 호응을 발판으로 한국 시장에 진출

③ 완미세계

완미세계는 중국 게임 개발사인 완미시공에서 개발한 MMORPG게임이며 올해 9월에 오픈 베타가 시작되었다. 이 게임의 강점은 공중 전투가 가능한 MMORPG라는 것이다. 기존 게임 중 공중 이동이 가능한 게임으로 WOW가 있었지만 공중 전투가 가능하진 않다. 이동 시스템과 퀘스트 시스템이 매우 편리하게 되어있고, Pet 시스템이 매우 매력적이다. 더불어 성형 시스템으로 각자의 캐릭터를 자기 맘대로 Customizing 할 수 있었다는 점이 이 게임의 강점이다. 현재 게임순위 13위에 랭크 되어 있고, RPG 장르 순위에는 로한, 메이플 스토리, 뮤, R2등 쟁쟁한 게임들을 제치고 5위를 기록하고 있다. 현재 동시 접속자수가 3만 명 이상이다.

그림 19. 완미세계 게임 장면



초반 기대에 약간 못미치는 이스 온라인

자료: 완미세계 홈페이지(www.wanmi.netmarble.net)

④ 이스 온라인

이스 온라인은 과거 팔콤사에서 1인용 RPG게임으로 선보였던 '이스'시리즈를 팔콤사와 CJ 인터넷이 공동 개발하여 선보인 기대작이다. '이스'시리즈는 상당 수의 매니아 층이 확보되어 있기에 온라인 게임으로의 개발전환에 많은 기대를 받았다. 그러나 오픈 베타 시작 후 시장에서의 반응은 부정적이다. 실제로 이 게임을 해본 결과 '이스온라인'과 '리니지2'가 너무나 흡사한 모습을 보이고 있다는 느낌을 받았다.

그림 20. 이스온라인 게임장면

그림 21. 리니지2 게임장면



자료:이스온라인 홈페이지(netmarble.net/ysonline)

자료:리니지2 플레이포럼(www.playforum.net/lineage2)

왼쪽은 '이스온라인'이고, 오른쪽은 '리니지2'이다' 인터페이스, 화면구성, 플레이 방식까지 '리니지2'와 별반 다를 게 없다. 추후 패치와 업데이트의 내용이 '이스온라인'의 부진을 만회할 수 있을 요소가 될 것이다.

2. 자체 제작 게임

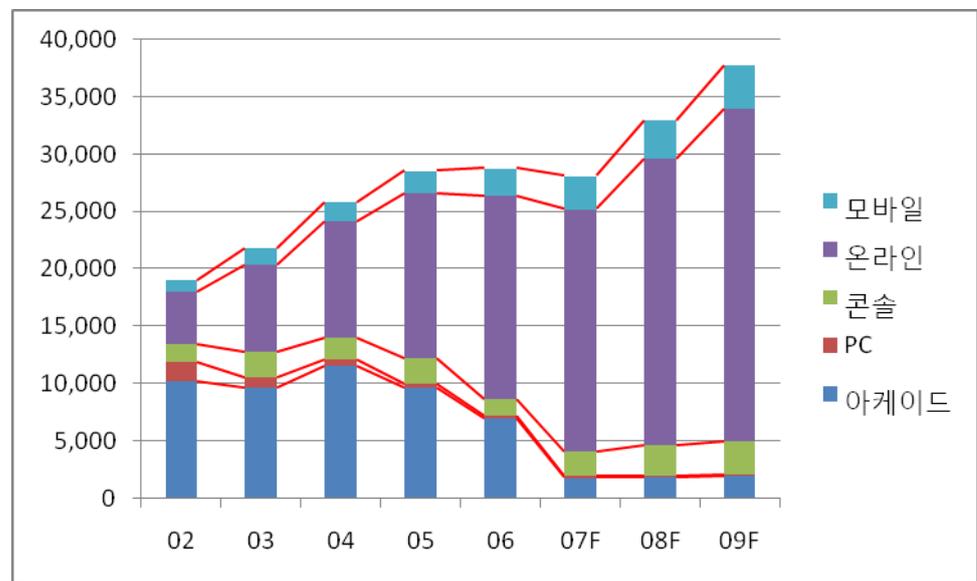
일반 캐주얼 게임이나 보드게임과 같은 저비용 게임의 경우에는 주로 자체 개발이 이루어지고 있다. 지금 CJ인터넷이 개발중인 게임으로 프리우스 온라인과 아니마 온라인이 있다. 프리우스 온라인의 경우 기존의 MMORPG에 충실하면서도 깔끔하고 아름다운 그래픽을 티저사이트를 통해 공개한 이후로 많은 관심을 받고 있다. 아니마 온라인의 경우에는 '감성 RPG'를 표방하여 기존의 대중적 세계관을 배제하고 유저와 모험 중에 만나는 동반자인 아니마와 거대한 소환체인 가이거즈의 세가지 요소를 중심으로 한 세계를 표방하고 있다. 아직 공식 사이트가 있지 않은 관계로 게임성과 전망성에 대해 확실하게 예측하는 것은 힘들어 보인다.

이 밖에도 많은 캐주얼 게임과 '슈퍼 몽키펀'과 같은 레이싱 게임들을 자체 제작하고 있으며 이것들은 CJ인터넷의 이용자 층을 더욱 두텁게 하고 회사 자체적으로 수익구조를 개선시키는 데 많은 도움이 될 것으로 예상하고 있다.

V. 국내 온라인 게임시장의 성장성

국내 게임 시장의 규모는 점차적으로 증가하고 있으며, 그 중 온라인 게임 시장규모는 더욱 빠르게 성장하고 있다. 2006년 국내 온라인게임시장은 전체 게임시장의 61.7%를 차지했는데 이는 전년대비 23.4% 늘어난 수치이다. 전체 국내 게임시장의 전년 대비 성장률이 0.9%에 불과한 점과 비교하면 큰 수치이다. 게다가 국내 온라인게임시장 규모는 2006년 기준 세계 1위이다. 국내 콘솔게임과 PC게임시장의 세계시장 순위가 15위로 추정되고 있는 것을 감안하면, 한국의 온라인게임시장이 얼마나 우수한지 알 수 있다.

그림 22. 국내 온라인 게임 시장의 성장추이



자료: 대한민국 게임백서 2007

VI. CJ인터넷의 Risk 요인

1. 출시될 게임들에 대한 불확실성

퍼블리싱 업체는 게임 흥행여부가 회사의 흥망을 좌우하지 않는다.

출시될 게임들이 시장에서 얼마나 인정을 받게 될 것인가는 모든 게임업체들이 피할 수 없는 리스크이다. 클로즈 베타에 이르기까지 대작이라는 평가를 받고 기대를 한 몸에 받는 게임이더라도 막상 오픈 베타 후의 추이를 보면 기대에 못미치는 경우가 많다. 대표적인 예로 2005년 가장 기대를 받으며 리니지, 스타크래프트의 아성에 도전할 대작이라 불리던 Granado Espada와 SUN(Soul of the Ultimate Nation)등은 실제 오픈 베타 이후 유저의 수가 급격하게 줄어들어 많은 손해를 보았다.

하지만 CJ인터넷은 퍼블리싱업체이다. 게임의 흥행에 모든 것이 달려 있는 게임개발업체과는 수익구조면에서 크게 다르다. 퍼블리싱업체는 좋은 게임을 퍼블리싱하여 유저수를 늘리

서든어택이 당분간은 Cash cow 역할을 유지하겠지만, 영원할 수는 없다.

새로 퍼블리싱되는 게임들이 MMORPG에 편중되어있다.

NHN의 퍼블리싱 독점 체제로 인한 위협

고, 유료화를 잘하는 것이 모두 중요하다. 게다가 CJ인터넷은 해외에서 검증된 게임만 퍼블리싱함으로써 게임의 불확실성을 해소하고 있다.

2. 서든어택의 지속 가능성

현재 CJ인터넷의 Cash cow 역할을 하고 있는 서든어택이 앞으로 얼마나 인기를 유지하는지에 따라 CJ인터넷의 실적이 크게 좌우될 수 있다. 그만큼 CJ인터넷의 '서든어택'에 대한 의존도가 높다고 볼 수 있다. 올해 초 기존 FPS에 대항마로 꼽히며 주목을 받았던 A.V.A와 랜드매스, 테이크 다운 등의 게임은 기대에 매우 못 미치는 저조한 성적을 보이며 상반기를 마감했다. 하지만 획기적인 FPS 게임이 출시되어 서든어택을 능가할 가능성을 배제할 수는 없다.

3. 새로 나올 게임장르의 편중화

현재 개발중인 게임을 앞에서 소개했다시피 액션과 MMORPG에 지나치게 편중되었다는 것을 알 수 있다. 특히 자체 개발 중인 것과 퍼블리싱 하는 것을 포함하면 MMORPG의 비중이 너무 높다. 이는 두 가지 측면에서 리스크가 있다.

첫째로, MMORPG시장의 포화상태와 대작의 과점화 현상을 들 수 있다. 리니지2, WOW 등에 의해 절반이상 점유된 MMORPG시장 내에서 일정 파이를 점한다는 것은 매우 어려운 일이다.

두 번째로는 Netmarble 내의 MMORPG 게임 서로간에 자신의 Portion을 침범할 수 있다는 점이다. MMORPG는 일회성이거나 캐주얼한 게임이 아니다. 많은 시간과 노력을 들여서 육성을 해나가야 하는 게임이기 때문에 한번에 여러 가지 게임을 소화해내기가 불가능하다. 따라서 CJ인터넷 내의 게임 중에서도 서로의 영역을 침범하는 경우가 발생할 확률이 높다.

4. NHN의 퍼블리싱 독점

최근 NHN이 파죽지세로 게임사업을 확장하며 국내 게임 퍼블리싱에 박차를 가하고 있다. 올해 들어 지금까지만 9개의 외부작을 퍼블리싱 또는 채널판권을 확보하였으며 계약 막바지에 있는 해외 대작까지 합치면 연말까지 15개의 게임을 퍼블리싱 할 것이라는 예측도 나오고 있다. 이는 지난해까지만 하더라도 고른 균형을 보였던 시장상황을 NHN이 독점하고 있는 것이다. FPS게임인 '울프팀'을 포함하여 '군주스페셜', '테일즈러너', '레퀴엠' 등 많은 게임들을 활발하게 끌어들이고 있는 NHN은 분명 CJ인터넷의 장기적인 성장 맵에 큰 타격을 줄 수 있는 기업이라 볼 수 있다. 하지만 현재까지 출시된 게임의 흥행 여부를 보았을 때 눈에 띄는 성과를 거두고 있지 못하다. 결국 CJ인터넷이 게임의 질적인 면에서 경쟁력을 유지한다면 양적인 면은 중요하지 않은 것이다.



VII. Valuation

퍼블리싱 회사의 미래현금흐름에 대한 정확한 추정은 어렵다. 앞으로 출시될 게임들이 얼마만큼의 유저를 모으고, 거기에서 얼마의 수익을 창출할지 예측할 수 없기 때문이다. 이에 리서치4팀은 게임포털 시장의 규모와 이에 대한 CJ인터넷의 점유율을 예측함으로써 매출액을 추정해 보았고, 이를 바탕으로 DCF를 이용한 가치평가를 하였다.

1. 시장의 성장성 예측

표2. 온라인 게임시장규모 전망

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
온라인게임시장규모(억원)	14,397	17,768	21,144	24,950	28,947

자료: 2007게임백서

표3. 국내 게임포털 시장규모

매출액	2005	2006	2007E
CJ 인터넷	845	1,052	1,540
넥슨	1,470	1,967	3,000
한게임(NHN)	921	1,283	2,008
네오위즈게임즈	850	1,268	1,220
합계	4,086	5,570	7,768

표3의 2007년 매출액은 2007년 상반기 매출액을 2배 한 값이다.

표4. 온라인게임시장에서 게임포털이 차지하는 비중

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
온라인게임시장 대비 게임포털의 비중	28.38%	31.35%	36.74%	36.74%	36.74%

온라인 게임시장 규모 대비 게임포털 시장규모는 표4와 같이 성장해왔다. 리서치4팀은 향후 게임포털이 차지하는 비중이 최소한 현재만큼은 유지될 것이라 가정하였으며 그 근거는 다음과 같다.

표5. 직접 퍼블리싱과 게임포털을 통한 퍼블리싱의 장단점

	장점	단점
직접 퍼블리싱	-게임이 성공할 경우 수익을 극대화할 수 있다.	-게임 홍보에 어려움 -개발단계에 들어간 자금 회수하기 까지 너무 긴 시간이 소요됨 -게임이 흥행에 실패할 경우, 그 손해를 모두 감당 해야 함
게임포털을 통한 퍼블리싱	-게임 홍보 효과를 높일 수 있다. -홍보, 서버관리, 유료화, 업데이트, 고객 관리 등에 대한 추가비용을 들지 않는다. -개발 단계에 들어간 현금을 판권 계약금을 통해 빠르게 회수할 수 있다. -게임의 흥행실패에 따른 리스크를 분산할 수 있다.	-게임이 성공할 경우 얻을 수 있는 수익이 감소할 수 있다.

자료 : SMIC Research Team4

표5. 에서 설명하는 바와 같이 게임포털을 통한 퍼블리싱은 게임개발업체가 지니는 게임흥행에 대한 리스크를 분산시켜주는 역할을 한다. 그러므로 게임개발업체들은 게임포털을 통한 퍼블리싱을 선호하고 있으며, 그 비중이 점차 증가하거나, 최소한 2007년 수준으로 유지될 것이라 생각된다.

2. CJ인터넷의 게임포털시장 내 점유율 예측

퍼블리싱 업체가 게임개발사와 거래하는 방식에는 크게 두 가지가 있다. 하나는 퍼블리싱 업체들이 출시될 게임을 놓고 입찰하는 방식이다. 다른 하나는 게임 개발사가 자신들의 게임을 퍼블리싱할 업체를 선택하는 것이다.

전자의 경우, CJ인터넷이 경쟁사에 비해 가질 수 있는 강점은 신속한 의사결정을 통한 재빠른 게임 선정이다. 경쟁사 넥슨의 관계자에 따르면, 어떤 게임을 놓고 입찰할 때 가장 발 빠르게 움직이는 게 CJ인터넷이라고 한다. 다른 퍼블리싱 업체의 게임 선정 절차는 여러 실무자의 토론을 거치는 반면, CJ인터넷의 의사결정권은 소수에게 집중되어 있기 때문에 가능한 능력이다.

후자의 경우, CJ인터넷은 유료화 노하우와 게임 운영 및 서비스 능력이 뛰어나기 때문에 개발사 입장에서 매력적인 퍼블리셔이다. 실제 게임 업계의 실무자들을 대상으로 한 설문조사에서 게임운영 및 서비스 부분의 1위에 선정되기도 하였다. 또한 '애니파크'와 같은 유료화 능력이 뛰어난 개발업체를 인수함으로써 유료화 노하우를 쌓아가고 있다.

리서치4팀은 CJ인터넷이 위 두 가지 거래방식에 모두 장점을 가지고 있기 때문에



게임포털시장 내 점유율을 현재 수준으로 지켜나가는 데 문제가 없을 것으로 판단하였다.

표6. 2007년 게임포털 내 매출액 비중

업체명	매출액	매출액비중
CJ 인터넷	1,540	19.82%
넥슨	3,000	38.62%
한게임	2,008	25.85%
네오위즈게임즈	1,220	15.71%

표7. CJ인터넷의 매출 추정

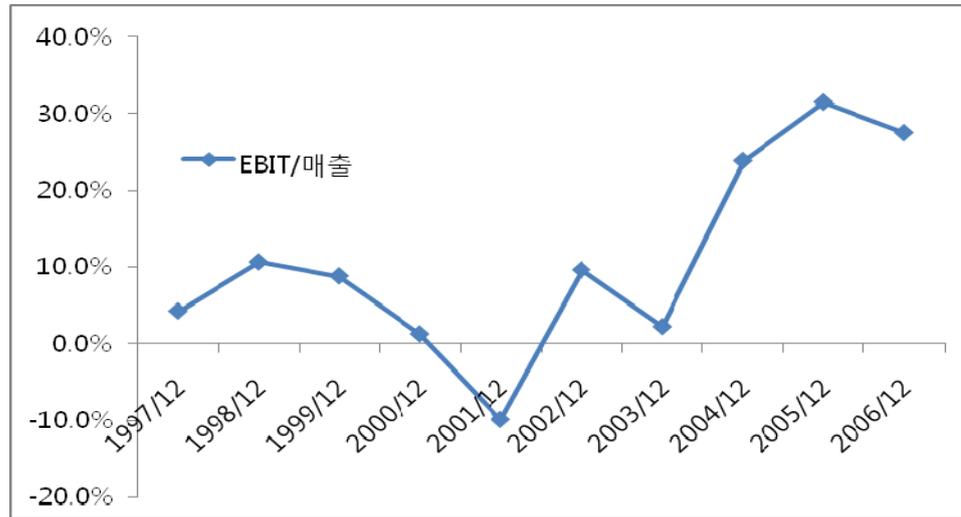
(억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
CJ 인터넷	845	1,052	1,540	1,817	2,108
넥슨	1,470	1,967	3,000		
한게임(NHN)	921	1,283	2,008		
네오위즈게임즈	850	1,268	1,220		
온라인게임시장	14,397	17,768	21,144	24,950	28,947
게임포털	4,086	5,570	7,768	9,166	10,635
온라인게임시장 대비	28.38%	31.35%	36.74%	36.74%	36.74%
게임 포털의 비중					

3. DCF에 들어가는 값 산정

2008년과 2009년의 CJ인터넷 매출액은 표7의 추정치를 사용하였고, 2010~2012 에는 매출액 성장률 10%를 가정하였다. 이는 5년간 온라인게임시장의 평균 성장률인 19.08% 의 절반에 해당하는 값이다.

영업이익률과 투자자본 산출에 들어가는 비율들은 2004년 이후의 값을 평균하여 사용하였다. 2004년에 넷마블을 인수함으로써 CJ인터넷의 재무구조가 크게 변하였기 때문이다. 영업이익률의 경우 2003년 2.15% 에서 2004년에는 23.77%로 급증하는 모습을 볼 수 있다.

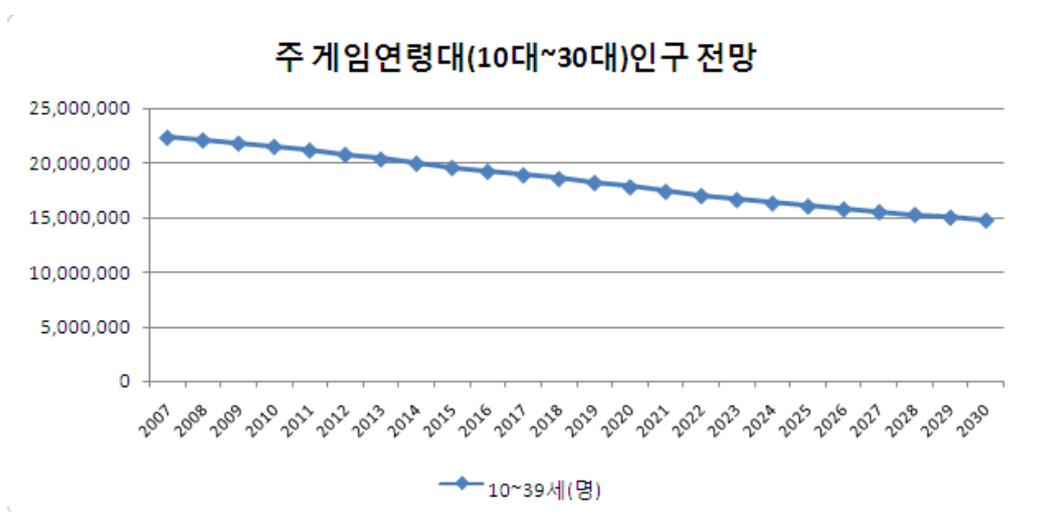
그림 22. CJ인터넷 영업이익률 추이



자료: Fnguide

영구성장률은 2%로 보수적인 가정을 하였다. 이는 향후 2030년까지 게임을 하는 연령대의 인구수가 2/3 수준으로 감소하는 것을 적극 반영한 것이다.

그림 22. 10대~30대 인구 전망



자료: 통계청

4. DCF

(1) 2010~2012 매출액 성장률 20% 가정

5년 동안 온라인게임 시장의 평균 성장률인 20% 만큼 성장할 것으로 가정하였다.

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률					20.00%	20.00%	20.00%
예상매출액	105,206,998	154,000,000	181,720,580	210,832,290	252,998,748	303,598,498	364,318,197
예상EBIT	28,897,316	42,435,548	50,074,106	58,095,998	69,715,198	83,658,237	100,389,885
NOPLAT	20,950,554	30,765,772	36,303,727	42,119,599	50,543,518	60,652,222	72,782,666
(+)유, 무형자산 상각비	6,368,785	7,931,097	9,358,725	10,857,996	13,029,595	15,635,514	18,762,617
총현금유입	27,319,339	38,696,869	45,662,452	52,977,595	63,573,114	76,287,736	91,545,284
영업용 운전자본	8,840,046	19,331,293	22,810,999	26,465,330	31,758,396	38,110,075	45,732,091
순유형고정자산	20,617,955	22,003,761	25,964,521	30,124,048	36,148,857	43,378,629	52,054,355
기타 영업용 순자산	13,438,248	17,860,426	21,075,369	24,451,652	29,341,983	35,210,379	42,252,455
IC	42,896,249	59,195,480	69,850,890	81,041,030	97,249,236	116,699,083	140,038,900
예상ROIC(평균)	52.6%	60.3%	56.3%	55.8%	56.7%	56.7%	56.7%
예상ROIC(기초)	56.9%	71.7%	61.3%	60.3%	62.4%	62.4%	62.4%
IC증가액		16,299,231	10,655,409	11,190,141	16,208,206	19,449,847	23,339,817
(+)유, 무형자산 상각비	6,368,785	7,931,097	9,358,725	10,857,996	13,029,595	15,635,514	18,762,617
총투자액		24,230,328	20,014,134	22,048,137	29,237,801	35,085,362	42,102,434
예상 FCFE		14,466,541	25,648,318	30,929,458	34,335,312	41,202,375	49,442,850
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		12,862,833	20,276,957	21,741,432	21,459,954	22,897,178	

WACC	12.47%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	54.40%
FCFF 추정(2단계)	70,106,833
Terminal Value	669,740,370

자기자본비용	12.47%
1년치월별베타	1.01000
3년치월별베타	
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.40%
WACC	12.47%
차입금가치(이자발생부채)	112,635
주주지분가치(시가총액)	408,695,257
한계조달금리	6.00%

현재가치의 합	99,238,354
PV of TV	372,191,283
현금 + 시장성유가증권	103,324,387
비영업용자산	28,297,382
Value of the Firm	603,051,406
(-)Value of the Debt	112,635
Value of the Equity	602,938,771
발행주식수	22,768,538
적정주가	26,481
현재주가	17,950
안전마진	48%

**2010년부터 영구성장
률 2%로 성장한다고
가정**

(2) 2010~2012 매출액 성장률 2% 가정

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률					2.00%	2.00%	2.00%
예상매출액	105,206,998	154,000,000	181,720,580	210,832,290	215,048,936	219,349,915	223,736,913
예상EBIT	28,897,316	42,435,548	50,074,106	58,095,998	59,257,918	60,443,076	61,651,938
NOPLAT	20,950,554	30,765,772	36,303,727	42,119,599	42,961,991	43,821,230	44,697,655
(+)유, 무형자산 상각비	6,368,785	7,931,097	9,358,725	10,857,996	11,075,156	11,296,659	11,522,592
총현금유입	27,319,339	38,696,869	45,662,452	52,977,595	54,037,147	55,117,890	56,220,247
영업용 운전자본	8,840,046	19,331,293	22,810,999	26,465,330	26,994,637	27,534,530	28,085,220
순유형고정자산	20,617,955	22,003,761	25,964,521	30,124,048	30,726,529	31,341,059	31,967,881
기타 영업용 순자산	13,438,248	17,860,426	21,075,369	24,451,652	24,940,685	25,439,499	25,948,289
IC	42,896,249	59,195,480	69,850,890	81,041,030	82,661,851	84,315,088	86,001,390
예상ROIC(평균)	52.6%	60.3%	56.3%	55.8%	52.5%	52.5%	52.5%
예상ROIC(기초)	56.9%	71.7%	61.3%	60.3%	53.0%	53.0%	53.0%

IC증가액		16,299,231	10,655,409	11,190,141	1,620,821	1,653,237	1,686,302
(+)유, 무형자산 상각비	6,368,785	7,931,097	9,358,725	10,857,996	11,075,156	11,296,659	11,522,592
총투자액	24,230,328	20,014,134	22,048,137	12,695,977	12,949,896	13,208,894	13,208,894
예상 FCFE	14,466,541	25,648,318	30,929,458	41,341,170	42,167,993	43,011,353	43,011,353
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		12,862,833	20,276,957	21,741,432	25,838,693	23,433,797	

WACC	12.47%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	54.40%
FCFF추정(2단계)	43,054,359
Terminal Value	411,304,305

자기자본비용	12.47%
1년치일별베타	1.01000
3년치일별베타	
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.40%

현재가치의 합	104,153,711
PV of TV	228,571,972
현금 + 시장성유가증권	103,324,387
비영업용자산	28,297,382
Value of the Firm	464,347,452
(-)Value of the Debt	112,635
Value of the Equity	464,234,817
발행주식수	22,768,538
적정주가	20,389
현재주가	17,950
안전마진	14%

WACC	12.47%
차입금가치(이자발생부채)	112,635
주주지분가치(시가총액)	408,695,257
한계 조달금리	6.00%

5. 결론

2010~2012 매출액 성장률	적정주가	안전마진
20%	26,481 원	48%
2%	20,389 원	14%

WACC 12.47% 를 적용하여 DCF 한 결과 적정주가 20,389~26,481원으로 현재주가에 비해 14~48% 높게 평가되었다.

리서치 4팀은 CJ인터넷이 뛰어난 퍼블리싱 능력과 유료화 노하우를 통해 게임포털시장 내 경쟁력을 확보했다고 판단하였고, 게임포털 시장의 성장성에 주목하였다. 그리고 최근 주가가 떨어진 것은 저가매수의 기회라고 판단하여, CJ인터넷의 매수를 추천하는 바이다.



이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

