

한빛소프트[047080]

확신과 안내

2007.01.23

전일종가 : 7200 원

투자의견 : 매수

보고자 : 강은호 [<http://blog.naver.com/khangeh>]

1. 기업개요

게임 개발/퍼블리싱 전문 업체. 1999년 설립돼 PC 게임 스타크래프트, 디아블로2, 워크래프트3 등을 국내에 퍼블리싱 경력이 있으며, 그 외 온라인 게임 분야, 그라나도 에스파다 등을 퍼블리싱한 경력이 있음. 야심작 그라나도 에스파다의 실패로 타격을 입었으나 차기작 헬게이트:런던으로 권토중래를 노리고 있음.

2. 재무상황

(단위 : 억 원)

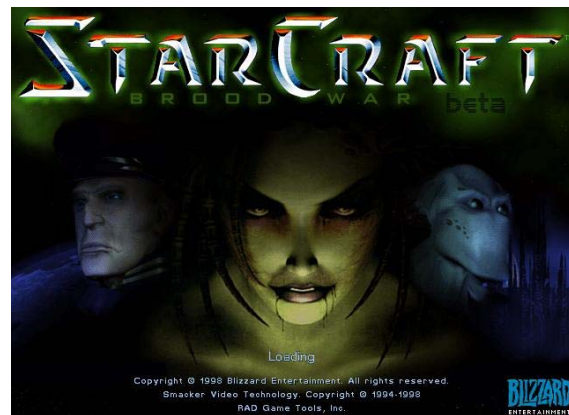
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 3Q
자산총계	331	1,041	1,063	1,055	873	904	957
유동자산	272	831	726	602	375	439	473
당좌자산	264	800	530	426	192	358	412
현금성자산	232	749	151	173	48	81	116
매출채권	21	37	78	86	108	114	111
재고자산	8	31	196	176	183	81	61
고정자산	59	210	337	453	497	464	484
투자자산	30	108	185	181	213	142	161
유형자산	8	56	54	126	118	109	120
무형자산	21	47	98	146	167	213	203
부채총계	77	167	98	84	127	133	99
유동부채	70	162	95	81	123	127	92
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0
매입채무	18	51	25	39	62	51	29
고정부채	6	5	3	3	4	6	7
장기차입금	0	0	0	0	0	0	0
차입금총계	0	0	0	0	0	0	0
자본총계	255	875	965	970	746	770	858
자본금	29	41	41	108	108	108	108
매출액	434	827	583	402	306	497	444
매출총이익	162	306	195	124	16	154	74
rate	37.3%	37.0%	33.5%	30.7%	5.3%	31.0%	16.6%
영업이익	116	188	36	5	-131	29	-28
rate	26.6%	22.7%	6.1%	1.3%	-42.7%	5.8%	-6.4%
영업외 수익	10	27	88	22	17	55	17
영업외 비용	7	22	32	196	69	58	33
경상이익	119	193	92	-170	-182	26	-45
rate	27.3%	23.3%	15.7%	-42.1%	-59.6%	5.2%	-10.1%
순이익	101	140	87	-172	-182	26	-45
rate	23.2%	16.9%	14.9%	-42.8%	-59.6%	5.2%	-10.0%
감가상각비	4	16	19	21	28	37	51
EPS	1,758	1,712	1,045	-799	-845	120	-207
ROE	39.6%	16.0%	9.0%	-17.7%	-24.4%	3.3%	-5.2%
ROA	30.4%	13.5%	8.1%	-16.3%	-20.9%	2.9%	-4.7%

(단위 : 억 원)

사업부문	구분	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 3Q
PC 게임	매출액	224	367	702	441	182	118	90	34
	비중 (%)	90.0%	84.4%	84.9%	75.7%	45.3%	38.5%	18.1%	7.7%
온라인	매출액	0	0	0	0	55	102	233	248
	비중 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	33.5%	47.0%	56.0%
기타	매출액	25	68	125	142	165	86	173	161
	비중 (%)	10.0%	15.6%	15.1%	24.3%	41.0%	28.0%	34.9%	36.3%
합계	매출액	249	434	827	583	402	306	497	444

2002년까지 스타크래프트, 디아블로2 등의 매출 호조로 흑자기조를 유지하였으나 게임의 노후화로 인하여 적자 전환, 온라인 게임 분야의 매출 호조로 2005년 흑자 전환하였으나 그라나도 에스파다의 실패로 다시 적자 전환 함.

3. 헬게이트 : 런던



우리나라에서 200만 패키지가 넘게 팔린 PC 게임은 스타크래프트(357만), 프린세스메이커 2(237만), 디아블로2(228만)의 단 세 작품뿐임. 특이할만한 사항은 이 중 스타크래프트와 디아블로가 전 블리자드의 개발자 빌 로퍼의 작품이라는 점임.

헬게이트:런던은 빌 로퍼가 블리자드에서 퇴사한뒤 설립한 플래그쉽 스튜디오에서 2007년 8월 상용화를 목표로 개발중인 MMOFPS게임으로 게임의 시대적 배경이 과거가 아닌 미래라는 점, 플레이어의 시점이 3인칭에서 1인칭으로 변화했다는 점이 다를 뿐 게임에 대한 플레이 느낌은 사실상 디아블로3에 가까움. 디아블로는 세계적으로 약 1400만 장이 넘게 팔린 명작 롤플레이 게임으로서 개인적으로 헬게이트:런던도 이러한 성공한 대작 게임의 반열에 들어갈 가능성이 대단히 높다고 생각함.

헬게이트:런던이 성공할 가능성이 높다고 생각하는 이유는 크게 세 가지인데,

첫째, 스타크래프트와 디아블로의 개발자 빌 로퍼라는 이름 하나만으로도 게임 런칭 초반의 유저몰이에 성공할 가능성이 높고

둘째, 게임 시스템이 디아블로2와 흡사하여 디아블로를 한 번이라도 해본 사람이라면 특별한 고민 없이 직관적으로 게임을 이해하고 플레이 할 수 있으며

셋째, 실질적인 헬게이트:런던의 장르는 캐주얼 액션 MMORPG로서 기존 대작 게임 중 시장이 겹치는 게임이 하나도 없다는 점에서 특별한 마찰 없이 새로운 시장을 창출해낼 가능성이 대단히 높다고 판단되기 때문임. (서든어택이나 월드 오브 워크래프트와의 비교, 혹은 해당 게임의 유저를 끌어올수 있을것인지의 논쟁은 무의미하다고 판단됨. 헬게이트:런던의 주 유저층은 과거 디아블로를 즐겼던 유저로서 FPS나 MMORPG와는 그 특성이 매우 다른 편이며 굳이 경쟁작을 꼽아야 한다면 시스템 면에서 상기 게임들보다는 길드워가 경쟁작이 될 가능성이 높다고 판단됨.)

헬게이트:런던의 약점은 게임의 지속성이 검증되지 않았다는 점임. 현재 지스타에 공개된 버전의 게임만으로는 PvP부분이 어떠한 방식으로 진행될 것인지에 대한 판단이 불가능했으며 솔직히 지스타 버전의 게임에서 미루어볼때 대단히 흥미있는 방식의 PvP를 구현해낼수 있을 것인지에 대해서는 약간 회의적인 입장임.

헬게이트:런던이 MMORPG보다는 라이트코어에 가까운 게임이라는 것을 감안할 때 PvP의 활성화는 게임의 수명을 연장시키기 위한 가장 중요한 요소라고 생각되며 이 부분은 차후 클로즈 베타 테스트, 오픈 베타 테스트를 통해 검증해 보아야할 부분이라고 생각함. 인터뷰에서 빌로퍼는 헬게이트:런던을 E-Sports 정식 종목으로 채택하기 위해 많은 노력을 기울이고 있다고 이야기했으며 이는 현재 빌로퍼가 헬게이트:런던의 PvP 시스템 준비에 결코 적은 노력을 기울이지 않고 있음을 의미함.





4. 그루브 파티, 그라나도 에스파다

지난 1월 13일 댄스 게임 그루브 파티의 파이널 테스트가 종료 되었으며 그라나도 에스파다의 경우 부분 유료화로 요금체계를 전환, 권토중래를 노리고 있는 상황임.

상기 두 게임에 대해서는 개인적으로 기대할 것이 거의 없다고 판단됨.

일단 그루브 파티의 경우 오픈 베타테스트의 시작이 단기적 모멘텀이 될수는 있겠으나, 장기적으로 비용 부담을 악화시킬 가능성이 높다고 판단하는데 그 이유는,

첫째, 그루브 파티의 경우 캐릭터의 모습이 힙합 풍인데 반해 경쟁작인 오디션은 아기자기한 캐릭터 모습을 가지고 있다는 점에서 오디션이 여성 유저에게 어필할 가능성이 더 높다고 판단되며, 댄스 게임을 선택하는데 있어서 남성 유저들은 결국 여성 유저가 많은 게임을 선호할 가능성이 높다고 판단하기에 장기적으로 오디션의 경쟁력이 높다고 판단되며,



(좌) 오디션 (우) 그루브 파티

둘째, 온라인 댄스 게임의 경우 음원 확보가 성공의 한 축을 차지하는데, 비록 한빛소프트가 음원 확보에 대한 자신감을 내비치고 있으나 오디션의 퍼블리셔인 해당 온라인에 비해 음원확보에 있어 여러모로 불리한 입장에 있다고 판단되기 때문임.

그러나도 에스파다 부분 유료화의 경우 이미 한 번 실패한 MMORPG가 다시 희생하는 경우가 거의 없다는 점에서 큰 기대를 하지 않는 것이 합리적이라 판단됨.

이러한 예상을 뒤엎고 그루브 파티나 그라나도 에스파다가 어느정도 이상의 성공을 이룰지라도 헬게이트:런던에 비해 기대되는 매출 비중이 매우 낮다는 점에서 단기적 모멘텀 이상의 큰 의의를 가지기는 힘들것으로 예상됨.

5. 수익 추정

보고자는 헬게이트:런던을 제외한 한빛소프트의 여타 모든 게임에 대해 긍정적이지 않은 생각을 가지고 있으나 한빛소프트의 2008년 수익 전망이 대단히 밝다고 생각하는데, 이는 보고자가 한빛소프트에 대해 대단히 낙관적인 전망을 가지고 있으며, 게임 회사의 특성과 헬게이트:런던의 스케일을 고려할 때 상기 게임이 가져오는 수익은 여타 사업 부분을 모두 만회하고도 큰 이익을 남겨줄수 있을 것이라 판단하기 때문임.

다시말해 이 보고서를 읽는 투자자가 헬게이트:런던의 성공에 의문점을 가지고 있다면, 이 보고서의 수익 추정은 전혀 무의미한 것으로 이러한 투자자의 경우 한빛소프트에 절대 관심을 가져서는 안될것임.

아시아 지역 서비스의 경우 한빛소프트는 헬게이트:런던에 대한 라이선스 계약을 중국, 대만, 동남아 등과 한 상태이며 현지에서의 성공에 관계없이 상용화 시점부터 분기별 약 25억 원 정도의 수익이 발생할 전망이다. 이는 미니멈 러닝 개런티이며 지역 매출의 22%가 당초 계약한 미니멈 개런티보다 높을 경우 미니멈 개런티 대신 매출의 22%를 로열티로 받게 되며 이는 모두 한빛소프트의 수익으로 인식됨.

북미/유럽의 경우 패키지 매출은 남코와 EA, 플래그쉽 스튜디오가 가져가고 온라인 서비스 수익만 가져오는 형태를 취하고 있으며 한빛소프트는 헬게이트:런던의 북미/유럽지역 온라인 서비스를 위해 플래그쉽 스튜디오와 함께 Ping-O라는 현지 법인을 50:50 지분으로 설립한 상태임. 온라인 서비스의 경우 매출의 22% 씩을 각각 플래그쉽 스튜디오와 남코에 로열티로 지급하는 구조이며, Ping-O의 이익률을 20%라고 가정할때 총매출의 10%를 지분법으로 한빛소프트의 수익으로 인식하게 됨.

국내 서비스의 경우 온라인/패키지 매출의 50%를 플래그쉽 스튜디오에 로열티로 지급하게 되며 이 경우 예상되는 한빛소프트의 영업이익률은 약 20%임.

정리하면,

아시아 지역 서비스의 경우 헬게이트:런던의 성공여부에 관계없이 상용화 시점부터 최소한 연간 100억원의 수익이 발생.

북미지역의 경우 헬게이트:런던의 온라인 서비스 이용 유저를 100만 명으로, 월 요금을 10달러로 가정할 때 연간 1억 2천만 달러의 매출이 발생하게 되며 이 경우 약 110억의 수익이 발생.

국내의 경우 판매 제도를 패키지+월정액으로 할것인지, 패키지 판매 없이 월 정액으로 갈것인지에 따라 예상 수익이 달라지나 리니지 절반 수준인 연간 500억의 매출이 발생한다고 가정시 연간 100억 원의 수익이 발생.

여기에 다른 사업부에서 100억 정도의 적자가 발생한다고 가정했을때 예상되는 수익은 약 210억 원임.

헬게이트:런던이 과연 보고자가 예상한 정도의 성공을 이룰수 있을것인가에 대해서는 많은 논란이 있을수 있을것이라 생각하나 개인적으로 이를 보수적인 수치라고 생각하고 있으며 향후 보고자의 예상을 초과달성할 가능성이 대단히 높다고 생각하고 있기에 반드시 트래킹해나갈 필요가 있다고 생각함.

최근 헬게이트:런던의 국내 퍼블리싱을 다른 회사에서 맡게 된다는 루머가 있으나 이미 플래그쉽 스튜디오에 매출의 50%를 로열티로 지불하는 상황에서 이러한 계약이 발생하기는 쉽지 않다고 생각되며, 결과가 어떤 쪽으로 나온다 해도 전체 매출에서 차지하는 국내 매출의 비중이 크지 않다는 점을 고려할 때 심리적으로 주가가 하락할수는 있으나 펀더멘털이 크게 흔들릴 정도로 큰 문제가 발생하는 것은 아니라고 생각함.

헬게이트 런던의 목표 주가로 예상 순이익에 PER 20을 곱한 19500원을 제시하며 이는 전일 종가 7200원 대비 170%의 상승 여력이 있는 것으로 판단됨.

6. 결론

*** 다시 강조하지만 보고자는 헬게이트:런던이 세계적으로 성공할 가능성이 대단히 높은 게임이라는 확신을 가지고 있음. 게임주의 특성상 주가의 변동성이 대단히 심한 것을 감안할 때 헬게이트:런던에 대한 성공 확신이 없는 투자자를 대상으로 이 보고서는 의미를 잃어버리게되며 이러한 투자자의 어떠한 경우에도 한빛소프트에 투자를 하여서는 안될 것임.**

현존하는 한빛소프트의 최대 리스크는 헬게이트:런던의 발매일 연기임.

현재 플래그쉽 스튜디오는 헬게이트:런던을 8월경에 상용화할 것이라고 밝히고 있으며 최근 플래그쉽 스튜디오의 행보를 볼 때 8월에 상용화까지는 무리일지라도 오픈베타 테스트를 시작할 가능성은 비교적 높다고 판단됨. 헬게이트:런던에 대한 시장의 관심과 게임주의 특성을 고려할때 주가는 클로즈 베타 테스트 시기를 전후로 의미있는 움직임을 보이기 시작할 가능성이 높다고 생각하며 늦어도 오픈베타테스트 이후에는 의미있는 움직임을 보여줄

것으로 생각하고 있음.

다만, 업계의 관행이 대작 게임일수록 출시가 지연되는 경우가 많았다는 점, 게임 개발 과정에서 예상치 못한 문제점이 발생할 가능성 등이 존재한다는 점을 감안할 때 일정이 뒤로 늦춰질 가능성도 상존하고 있음.

그러나 현재 빌 로퍼가 블리자드에서 퇴사해 자기 회사인 플래그쉽 스튜디오를 설립한 상태라는 점, 플래그쉽 스튜디오의 첫 작품이 헬게이트:런던 이라는 점을 고려할 때 개발자 본인도 대형 회사인 블리자드에 소속되어 있을때보다 출시일의 단축 압박을 받고 있을 가능성이 높다고 생각하며 중간에 문제가 발생할지라도 최소한 겨울방학 시즌에 맞춰서는 게임을 출시할 것이라고 생각함.

한빛소프트는 실패작인 그라나도 에스파다에 대한 과도한 기대감으로 주가가 급등한 상태이므로 향후 추가적으로 급락할 가능성도 존재한다고 생각하나 이러한 리스크를 감안하더라도 현재의 주가는 대단히 매력적인 가격대라 판단되며, 어떠한 상황에서도 헬게이트:런던의 성공에 대한 믿음을 유지할수 있는 투자자라면 1년 정도는 충분히 기다릴수 있는 기간이라고 생각하므로 매수를 추천함.