

유니티 Unity (U US)

게임을 넘어서 Beyond Gaming

매수
(신규)

목표가: USD 131
상승여력: 25.7%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeasset.com

기업 소개

유니티는 '유니티' 엔진을 보유. 글로벌 게임 시장 점유율 50%. 크리에이터 1.5백만개

- 매출 비중: 2Q20 Create 솔루션 (구독) 30%, Operate 솔루션 (매출 배분) 61%
- 유니티 적용 대표 게임: 왕자영요, 포켓몬고, 하스스톤, 바람의 나라: 연

투자 포인트

글로벌 게임 시장의 호황과 게임 수익모델 변화에 따른 게임 엔진 및 유니티 수혜

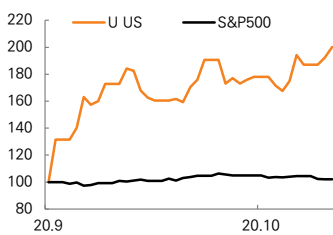
- 21년 글로벌 게임 시장 +9% YoY (19년 +8% YoY). 코로나19와 차세대 콘솔 영향
- 게임의 수익모델이 부분유료화 기반 인앱 결제, 광고로 변화 예상. 게임 엔진에 긍정적
- 게임을 넘어 다양한 산업에서 게임 엔진 수요 증가 예상. 타겟 시장의 확대
- 게임 외 산업 (컨텐츠, 건축)에서도 '리얼타임 렌더링'을 위해 게임 엔진 수요 증가 예상
- 다양한 산업 분야에서 '가상 환경' 구축 위한 AR/VR의 확대 예상. 타겟 시장의 확대
- 글로벌 양대 상용 게임 엔진인 유니티와 언리얼 선호 지속. 유니티의 점유율 우위 전망
- 모바일 게임 시장 확대로 상용 엔진 수요 지속 전망. VR/AR 등에서도 마찬가지
- 이중 유니티 점유율 우위 전망. 1) 개발 편의성, 2) 접근성, 3) 비용 구조 등에 기인

투자 의견 매수로 커버리지 개시

유니티에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 USD131로 커버리지 개시

- 목표주가는 2021년 매출액 10억달러에 타겟 PSR 34.3배 적용하여 산출
- 타겟 PSR은 트레이트데스크와 데이터독 2021년 평균 PSR. 매출 성장률, GPM 유사
- 현재 유니티 2021년 PSR 28배. 게임 호조 및 타겟 시장 확대 가능성 감안시 저평가
- 액티비전 블리자드 (ATVI US)와 더불어 글로벌 게임주 추천주로 제시

Key data



현재주가 (20/10/27, USD)	104.0	시가총액 (십억USD)	27.8
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	31.4
EPS 성장률 (20F, %)	-	유통주식수 (백만주)	263.4
P/E (20F, x)	-	52주 최저가 (USD)	65.11
MKT P/E (20F, x)	24.9	52주 최고가 (USD)	108.35
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6	-	-
상대주가	7.3	-	-

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (백만USD)	-	380.8	541.8	771.9	1,002.8	1,270.1
영업이익 (백만USD)	-	(109.9)	(106.2)	(51.6)	(9.1)	55.3
영업이익률 (%)	-	(28.9)	(19.6)	(6.7)	(0.9)	4.4
순이익 (백만USD)	-	(110.7)	(114.7)	(56.0)	(14.4)	50.1
EPS (USD)	-	-	(0.54)	(0.23)	(0.05)	0.19
ROE (%)	-	(46.0)	(46.1)	(9.0)	(4.0)	(1.2)
P/E (배)	-	-	-	-	-	547.2
P/B (배)	-	-	-	14.2	14.3	14.0

주: Non-GAAP

자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

I. 밸류에이션

투자 의견 매수, 목표주가 USD 131 제시

유니티에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 USD 131로 커버리지를 개시한다.

유니티 목표주가는 2021년 매출액에 타겟 PSR 34배를 적용하여 산출했다. 타겟 PSR은 대표적인 게임사가 아닌 SaaS 기업을 사용했다. 각 개별 게임의 흥행에 영향을 받는 게임사와 달리 유니티는 전체 게임 시장의 지속적인 성장의 수혜가 예상된다는 점에서 다르다. 또한 게임 콘텐츠를 판매하는 것이 아니라 게임을 제작하고 운영하는 데 필요한 SW를 제공하고 수익 모델을 제공 (광고, 결제)한다는 점에서 SaaS 기업과 유사하다.

유니티와 1) 시가총액이 유사하고 2) 2021년 매출 성장률과 GPM이 유사한 기업으로 트레이드 데스크 (TTD US)와 데이터독 (DDOG US)이 있다. 트레이드데스크는 온라인 광고 데이터 기업이며 데이터독은 클라우드 기반 모니터링 플랫폼이다.

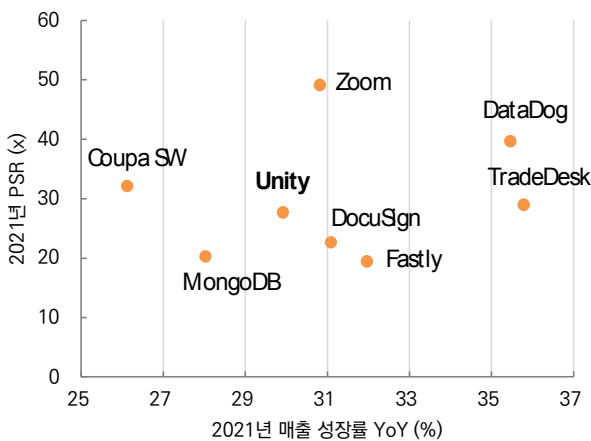
또다른 게임 엔진 ‘언리얼’ 엔진 보유사인 에픽게임즈는 8월 신규 투자 유치 당시 173억달러의 밸류에이션을 인정 받았다.

표 1. 유니티 PSR 밸류에이션

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
매출액	210	300	381	542	772	1,003	1,270	1,560	1,856	
YoY (%)		42.9%	26.9%	42.3%	42.5%	29.9%	26.6%	22.8%	19.0%	
PSR (x)					36.0	27.7	21.9	17.8	15.0	
2021E 매출액	1,003									
타겟 PSR (x)	34.3	* 트레이드데스크와 데이터독의 2021년 평균 PSR								
시가총액	34,443									
주식 수 (백만주)	263									
목표주가 (USD)	130.8									

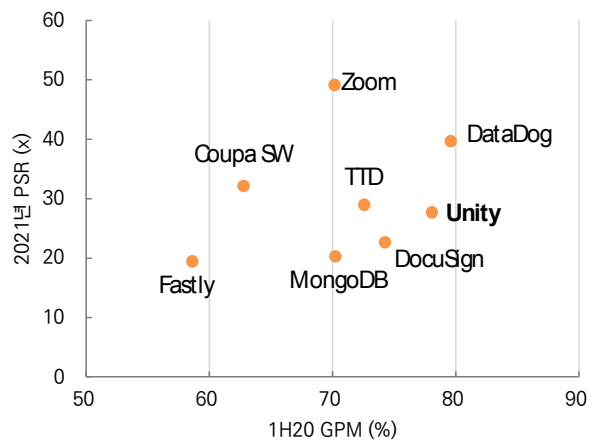
자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 유니티 vs. Peer 그룹 PSR, 매출 성장률 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 유니티 vs. Peer 그룹 PSR, GPM 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 글로벌 게임기업 밸류에이션 비교

		유니티	액티비전 블리자드	EA	테이크투	엔씨소프트	닌텐도
Ticker		U US	ATVI US	EA US	TTWO US	036570 KS	7974 JP
현재가 (현지통화)		104	81	127	167	802,000	57,470
시가총액 (USDm)		27,780	62,491	36,567	19,136	15,294	72,048
매출액 (USDm)	2017	-	7,017	4,845	1,780	1,551	4,690
	2018	381	7,500	5,150	1,793	1,512	10,124
	2019	542	6,489	4,950	2,668	1,500	11,513
	2020E	737	7,817	6,096	3,018	2,206	14,036
	2021E	936	7,977	6,283	3,367	2,876	13,657
영업이익 (USDm)	2017	-	1,309	1,224	91	516	282
	2018	(130)	1,988	1,434	136	542	1,703
	2019	(151)	1,607	996	207	422	2,395
	2020E	(117)	3,191	2,009	644	795	4,649
	2021E	(133)	3,251	2,105	759	1,214	4,545
순이익 (USDm)	2017	-	273	967	67	389	984
	2018	(132)	1,848	1,043	174	369	1,339
	2019	(163)	1,503	1,019	334	316	1,861
	2020E	(104)	2,558	1,621	552	622	3,375
	2021E	(102)	2,631	1,735	643	920	3,335
P/E (x)	2017	-	43.7	28.1	3,898.1	21.6	30.3
	2018	-	21.4	36.0	378.7	23.5	40.3
	2019	-	31.5	29.6	59.4	31.1	19.5
	2020E	-	24.9	22.7	33.8	24.4	19.9
	2021E	-	24.1	21.4	29.8	16.7	20.4
P/B (x)	2017	-	5.1	6.8	6.1	3.5	2.5
	2018	-	3.1	8.1	7.5	4.1	4.3
	2019	-	3.6	5.7	5.2	4.5	2.7
	2020E	8.9	4.2	4.5	6.1	5.5	3.9
	2021E	16.1	3.7	4.0	5.1	4.3	3.5
PSR (x)	2017	-	6.8	5.6	3.0	5.4	6.3
	2018	-	4.7	7.3	6.0	5.7	5.3
	2019	-	7.0	6.2	4.0	6.6	3.2
	2020E	37.7	8.0	6.0	6.3	6.9	5.1
	2021E	29.7	7.8	5.8	5.7	5.3	5.3
EV/EBITDA (x)	2017	-	19.0	17.2	14.1	11.4	57.2
	2018	-	11.4	20.9	34.7	13.1	24.9
	2019	-	19.2	22.6	19.1	18.4	10.3
	2020E	-	17.1	14.4	23.5	16.4	12.0
	2021E	-	16.1	13.4	18.5	10.6	12.0
ROE (%)	2017	-	2.9	25.9	8.3	19.1	8.5
	2018	-	17.7	24.1	13.9	16.4	10.9
	2019	(46.0)	12.4	20.5	18.9	14.7	14.2
	2020E	(10.0)	16.4	18.5	7.4	25.3	21.6
	2021E	-	15.4	17.8	4.1	29.8	19.6
EPS 성장률 (%)	2017	-	(72.3)	(14.5)	-	62.4	521.4
	2018	-	575.0	6.3	115.1	(4.5)	36.1
	2019	(15.0)	(19.3)	(0.9)	87.9	(12.3)	39.0
	2020E	-	44.7	15.5	(7.0)	103.3	37.5
	2021E	28.5	3.1	6.0	13.4	46.0	(2.4)

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 미래에셋대우 리서치센터 (10월 27일)

표 3. 글로벌 SW 기업 밸류에이션 비교

		유니티	트레이드데스크	데이터독	오토데스크	케이던스	앤시스
Ticker		U US	TTD US	DDOG US	ADSK US	CDNS US	ANSS US
현재가 (현지통화)		104	613	101	251	110	322
시가총액 (USDm)		27,780	28,805	30,737	54,951	30,638	27,639
매출액 (USDm)	2017	-	308	101	2,031	1,943	1,095
	2018	381	477	198	2,057	2,138	1,294
	2019	542	661	363	2,570	2,336	1,516
	2020E	737	732	571	3,777	2,655	1,605
	2021E	936	994	774	4,426	2,831	1,782
영업이익 (USDm)	2017	-	69	(3)	(500)	324	391
	2018	(130)	107	(11)	(509)	396	477
	2019	(151)	112	(20)	(25)	492	515
	2020E	(117)	47	33	1,065	914	663
	2021E	(133)	138	45	1,427	980	750
순이익 (USDm)	2017	-	51	(3)	(582)	204	259
	2018	(132)	88	(11)	(567)	346	419
	2019	(163)	108	(17)	(81)	989	451
	2020E	(104)	152	37	847	755	532
	2021E	(102)	195	52	1,187	804	604
P/E (x)	2017	-	39.3	-	-	38.3	44.1
	2018	-	60.4	-	-	33.1	28.6
	2019	-	114.4	-	-	46.1	47.5
	2020E	-	206.2	888.9	65.0	40.7	53.0
	2021E	-	166.9	734.3	46.5	38.3	46.6
P/B (x)	2017	-	7.8	-	24.4	11.9	5.5
	2018	-	12.9	-	-	9.4	4.5
	2019	-	19.3	14.3	-	9.4	6.4
	2020E	8.9	34.9	37.7	268.6	12.4	7.4
	2021E	16.1	27.2	36.8	72.3	9.7	6.5
PSR (x)	2017	-	6.0	-	8.9	5.9	11.5
	2018	-	10.3	-	12.3	5.5	9.3
	2019	-	17.5	14.6	12.5	8.2	14.3
	2020E	37.7	39.3	53.8	14.5	11.5	17.2
	2021E	29.7	29.0	39.7	12.4	10.8	15.5
EV/EBITDA (x)	2017	-	23.2	-	-	26.9	25.2
	2018	-	41.0	-	-	23.4	20.9
	2019	-	73.1	1,783.7	476.2	29.9	36.5
	2020E	-	163.9	639.0	47.2	28.9	39.3
	2021E	-	97.1	450.9	33.8	26.3	33.7
ROE (%)	2017	-	24.8	-	(49.5)	23.6	11.6
	2018	-	27.5	-	-	30.4	17.1
	2019	(46.0)	21.5	-	-	58.3	14.8
	2020E	(10.0)	23.3	4.6	(1,518.1)	33.1	13.3
	2021E	-	19.4	4.2	71.2	28.4	13.1
EPS 성장률 (%)	2017	-	-	-	(78.8)	5.6	0.0
	2018	-	65.1	-	1.1	68.0	63.6
	2019	(15.0)	16.8	-	85.7	187.3	7.4
	2020E	-	(19.4)	1,240.0	38.1	22.6	(7.6)
	2021E	28.5	23.6	21.1	39.8	6.3	13.7

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 미래에셋대우 리서치센터 (10월 27일)

II. 투자포인트

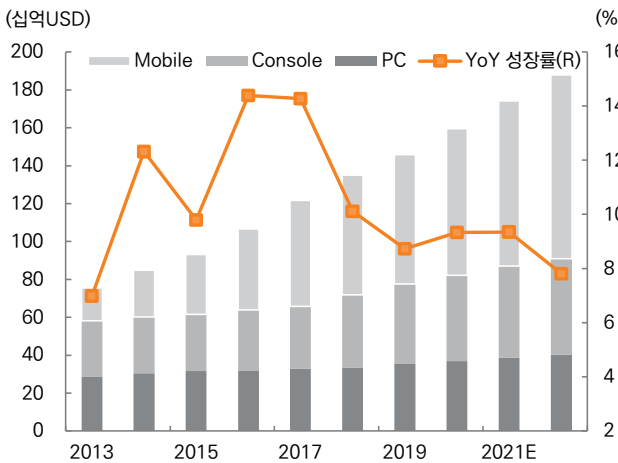
1. 글로벌 게임 시장의 호황과 수익모델 변화에 따른 유니티 수혜

1) 2021년 글로벌 게임 시장 현황

2021년 글로벌 게임 시장의 호황이 예상되며 이에 따른 게임 엔진 시장의 수혜 예상된다.

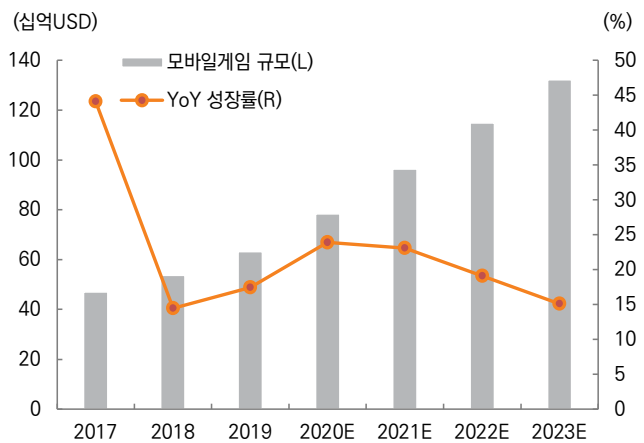
2021년 글로벌 게임 시장 규모는 1,742억달러 (+9.4% YoY)로 예상되며 2019년 +8.7%, 2020년 +9.3% YoY에 이어 고성장이 지속될 전망이다. 특히 1H20에 존재한 코로나19 효과가 2H20와 2021년에도 지속될 것으로 예상된다. 코로나19로 인해 유입된 복귀 사용자가 단기간 이탈보다는 지속 유지될 것으로 예상되기 때문이다.

그림 3. 글로벌 게임 시장 전망



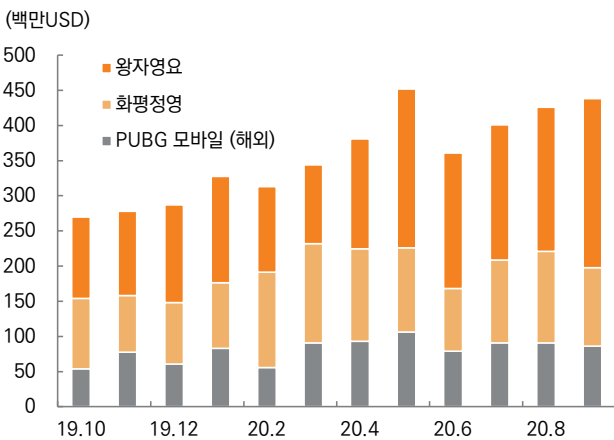
자료: Newzoo, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 글로벌 모바일 게임 시장 전망



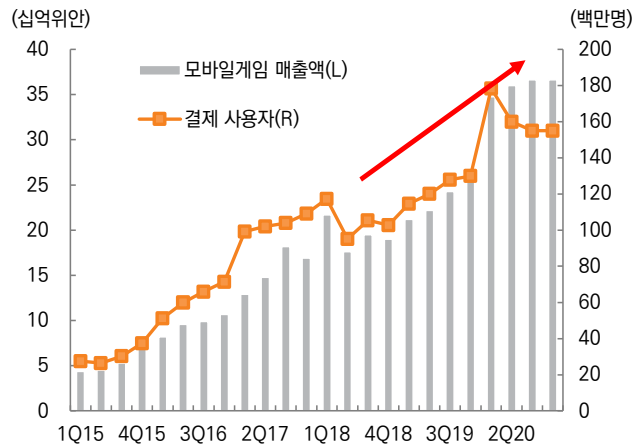
자료: 센서타워, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. PUBG 모바일, 왕자영요 월별 매출액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋대우 리서치센터

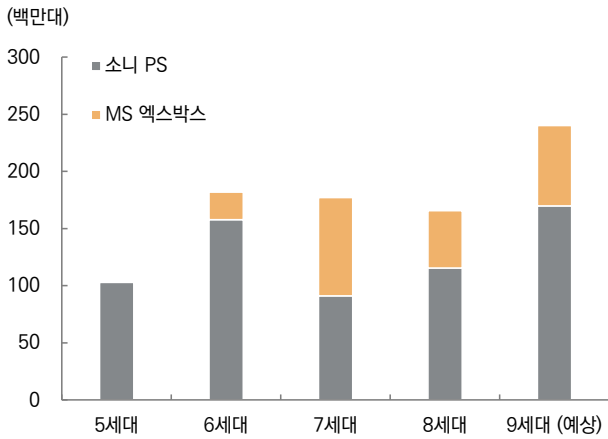
그림 6. 텐센트 모바일 게임 매출액 및 결제 유저 추이



자료: 텐센트, 미래에셋대우 리서치센터

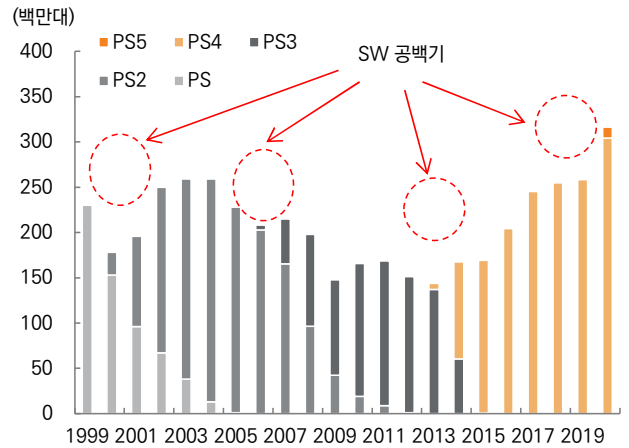
또한 코로나19 효과와 더불어 2021년 게임 시장의 성장은 차세대 콘솔이 견인할 것으로 예상된다. 1) 차세대 콘솔 출시 이전에 발생하는 SW 구매 지연 효과는 2021년 SW 구매 확대에 이어질 전망이다. 또한 2) 코로나19로 인한 수요 증가와 스펙 상향으로 이번 9세대 콘솔 판매량은 전작 대비 50% 이상 증가할 전망이다. 3) 더구나 차세대 게임 콘솔 출시에 맞춰 AAA (대작) 게임의 가격이 기존 60\$에서 70\$로 17% 상승할 것으로 예상된다는 점도 긍정적이다.

그림 7. 소니 PS5 및 엑스박스 시리즈 X 판매량 전망



자료: 소니, MS, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 소니 PS SW 연간 판매량 추이



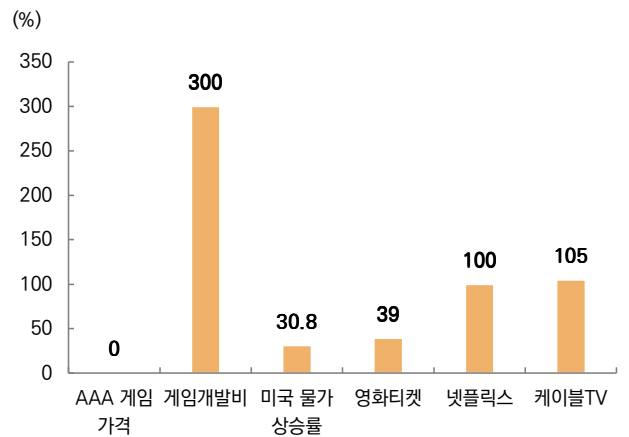
자료: 소니, 미래에셋대우 리서치센터 (2013-2015년은 추정)

그림 9. 트리플A (대작) PC/콘솔 게임 가격 (콜오브듀티 기준)

일시	콘솔	가격 (USD)	콜오브듀티 시리즈
2003-10	PS2	49.99	콜오브듀티
2005-10	PS3	59.99	콜오브듀티 2
2020-11	PS5	69.99	콜오브듀티 블랙옵스 콜드워

자료: 액티비전, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 2005년 이후 게임 개발 비용 증가 vs. 기타 비용 상승 비교

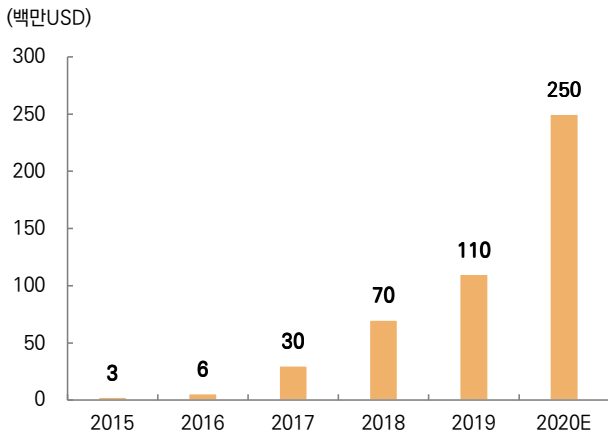


자료: IDG, Gameindustrybiz.com, 미래에셋대우 리서치센터

2) 게임의 수익모델 변화: 인앱 결제, 광고 확대

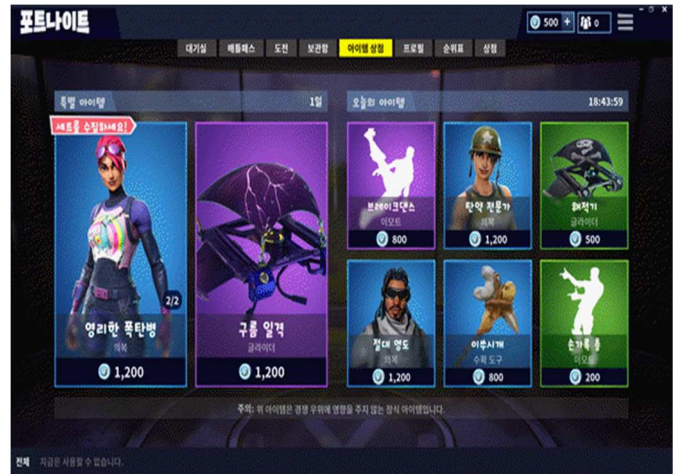
특히 글로벌 게임 시장의 수익 모델 변화 (유료 패키지 → 부분 유료화)가 나타나고 있다는 점도 게임 엔진 시장에 긍정적이다. 글로벌 게임 시장의 가장 중요한 변화는 유료 패키지 (P2P: Pay to Play)에서 부분 유료화 (F2P: Free to Play)로 수익모델의 변화가 나타나고 있다는 점이다. 최근 포트나이트, 로블록스 등의 게임이 대표적이며 ‘배틀패스’로 대변되는 신규 수익원이 존재한다.

그림 11. 로블록스에서 발생한 개발자 수익



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

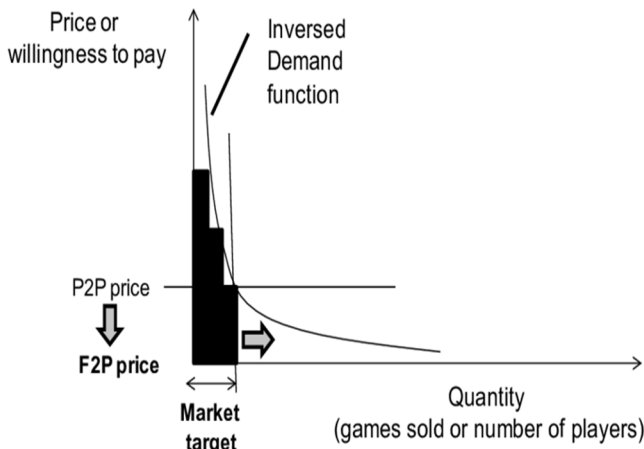
그림 12. 포트나이트의 아이템 상점



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

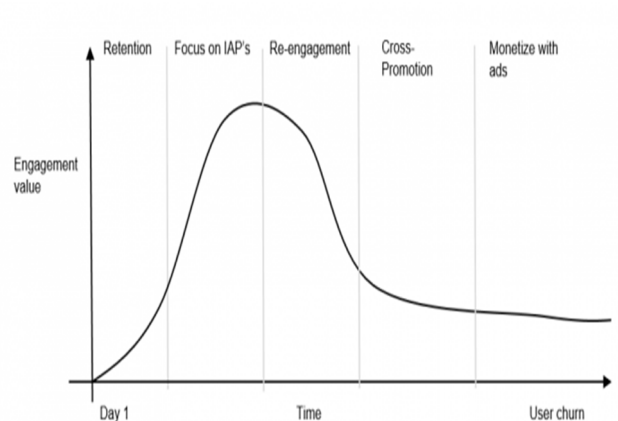
P2P 에서 F2P로 수익모델의 변화가 나타나는 이유는 게임 사용자의 LTV (Life Time Value)를 극대화시키기 위함이다. 이전에는 패키지 구매를 통해 소규모의 사용자를 대상으로 수익화를 했다면 F2P 기반 게임은 넓은 사용자 저변을 확보하고 이를 장기적으로 수익화하는 것에 초점이 맞춰져 있다. LTV의 극대화는 기존 대비 게임사의 ROI를 개선시킬 수 있고 안정적 수익원을 확보 할 수 있다는 장점이 존재한다. 이에 최근에는 모바일을 넘어 PC/콘솔 게임 에서도 인게임 매출의 확대가 나타나고 있으며 핵심 수익모델로 자리매김할 전망이다.

그림 13. P2P와 F2P 수익모델의 함수



자료: ResearchGate, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. F2P 모델의 사용자 LTV (Life Time Value)

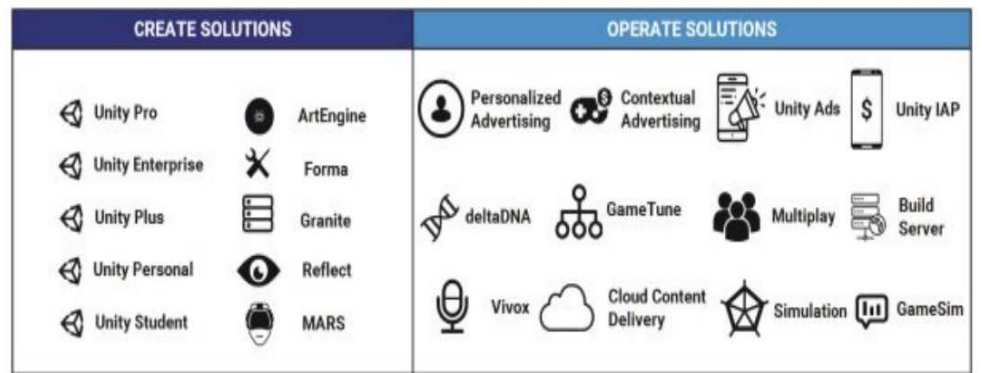


자료: 미래에셋대우 리서치센터

모바일에 이어 PC/콘솔 시장에서도 F2P 게임의 확대가 나타난다면 결국 기존 게임 엔진에 대한 수요 증대로 이어질 수 밖에 없다. 기존 상용 게임 엔진이 제공하는 수익화 기능 (인앱 결제, 인앱 광고 등)에 대한 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

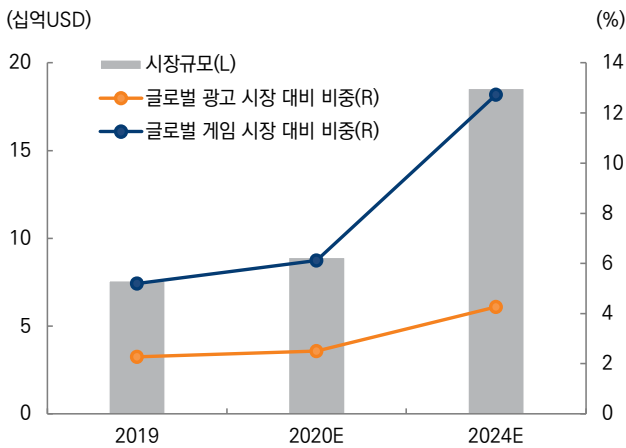
유니티는 ‘구독’ 모델인 Create Solution 외에 ‘수익 배분’ 모델인 Operate Solution을 보유 중인 데 후자는 게임 내 수익 모델의 구축과 운영을 지원하는 기능으로 구성되어 있다. 특히 게임 사용자의 확보를 위한 최적화 수단 제공, 사용자 확보 후 수익화 (광고, 결제), 운영을 위한 호스팅 (ex. 멀티플레이 지원) 등의 기능을 제공하고 있어 F2P 게임 확대에 따른 수혜가 예상된다.

그림 15. 유니티 주요 제품 리스트



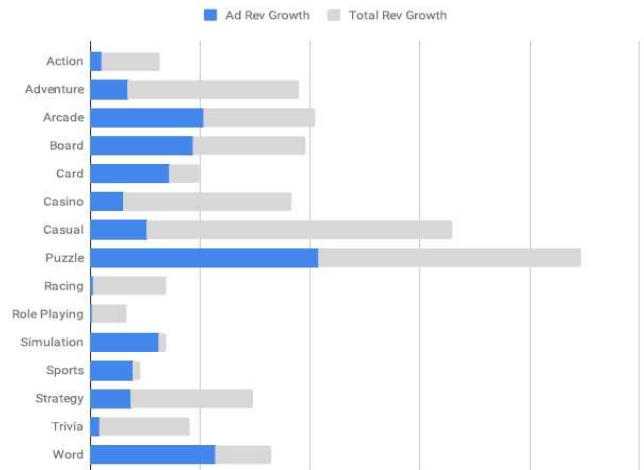
자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 글로벌 인게임 광고 시장 전망



자료: Technavio, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 2018-2019년 광고 사업의 장르별 게임 매출 기여도



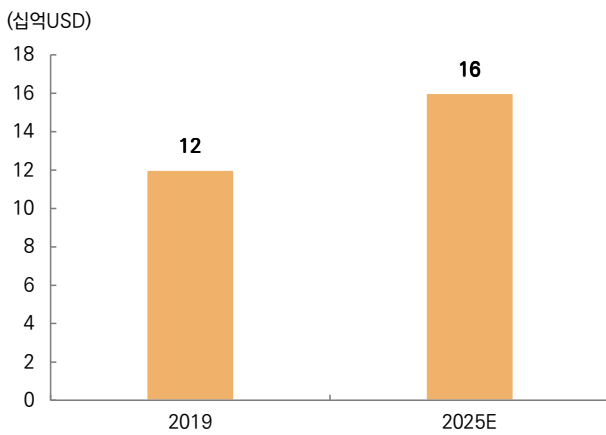
자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

2. 게임을 넘어 다양한 산업에서 게임 엔진 활용 가능. 타겟 시장의 확대

1) 게임을 넘어 타 산업에서도 게임 엔진 수요 증가

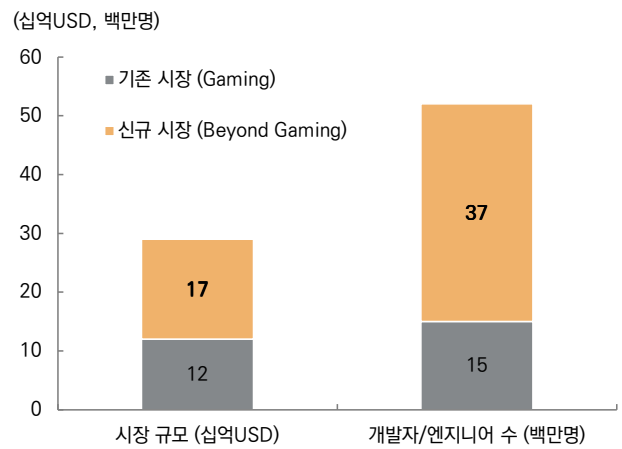
게임뿐 아니라 타 산업에서도 게임 엔진에 대한 활용도가 증가할 것으로 예상되며 타겟 시장의 확대로 이어질 전망이다. 게임 엔진은 원래 게임 시장과 게임 개발자를 타겟으로 한다. 이를 감안했을 때 현재 게임 엔진의 타겟 시장은 120억달러이나 게임 이외의 산업으로 확대 시 전체 타겟 시장은 290억달러로 2배 이상 확대 가능하다. 또한 게임 개발자의 수는 15백만명 수준이나 게임 이외 산업에서 종사하는 엔지니어의 수는 37백만명에 달한다. 2Q20 기준 유니티 고객 (연 10만달러 이상 지출 기준) 중 게임 이외 산업 고객은 8.4%인 60개이다.

그림 18. 유니티가 추정하는 타겟 시장 (게임)



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 유니티가 추정하는 신규 타겟 시장 (게임 + 신규 시장)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

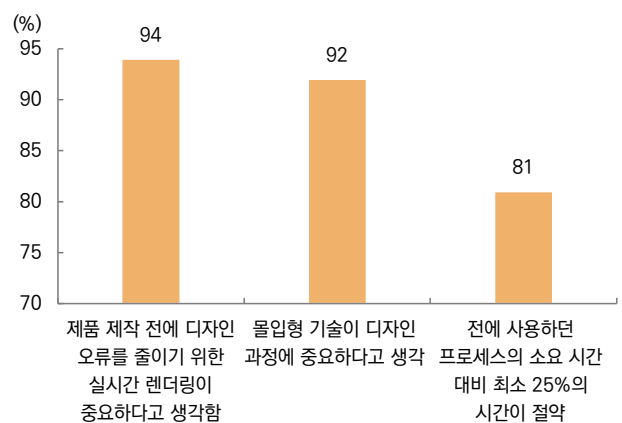
게임 외 산업에서 게임 엔진 사용이 확대되는 이유는 게임 엔진 특유의 ‘실시간 3D 렌더링’에 기인한다. 게임 엔진 (리얼타임 렌더링)은 수정과 동시에 시각적인 변화가 발생한다는 특징이 있다. 그러나 타 산업에서 사용되는 기존의 방식 (오프라인 렌더링)은 구상 (설계)에서 구현 (시각적 표현)까지 시간이 소요되는 문제가 발생한다. 또한 게임 엔진은 3D로 구현할 수 있어 AR/VR 기능과 결합을 통해 실시간으로 문제를 발견 및 해결 할 수 있다는 장점이 있다.

그림 20. 리얼타임 렌더링 vs. 오프라인 (사전) 렌더링

시기	리얼타임 렌더링	오프라인 렌더링
속도	초당 24프레임 이상	1프레임 처리에 분 ~ 시간 단위
사용처	게임	건축 등
기업	게임엔진 (유니티, 언리얼)	3ds Max, maya, C4D
장점	리얼타임	퀄리티

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 리얼타임 엔진 기술 사용자에 대한 설문 조사



자료: Forrester Consulting, 미래에셋대우 리서치센터

이러한 특징으로 대표적으로 게임 엔진 활용이 증가할 것으로 예상되는 산업은 미디어/컨텐츠 산업이다. 이들은 게임과 같이 리얼타임 3D 렌더링을 통한 시각화를 통해 1) 퀄리티 개선, 2) 업무 효율성 제고, 3) 비용 절감 등의 효과를 확보 할 수 있기 때문이다. 특히 게임과 유사한 영화/애니메이션 분야는 ‘프리비즈 (Pre-Visualization)’ 작업 (그래픽으로 영화 화면을 미리 구성) 등에 이미 게임 엔진 사용이 사용되고 있다. ‘라이온킹’ 실사판 등이 대표적이다.

그림 22. 게임 엔진이 적용된 영화 사례

시기	적용 게임
2015년	어벤저스: 에이지 오브 울트론 (엔리얼)
2016년	정글북 (유니티), 더 기프트 (유니티), 스타워즈 로그원 (엔리얼)
2017년	블레이드러너2049 (유니티), 혹성탈출: 종의 전쟁 (엔리얼)
2018년	레디플레이어원 (유니티), 한솔로: 스타워즈 스토리 (엔리얼)
2019년	라이온킹 (유니티), 베이맥스 드림즈 (유니티)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 엔리얼 엔진을 활용한 영화 ‘프리비즈’ 사례 (혹성탈출)



자료: 에픽게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

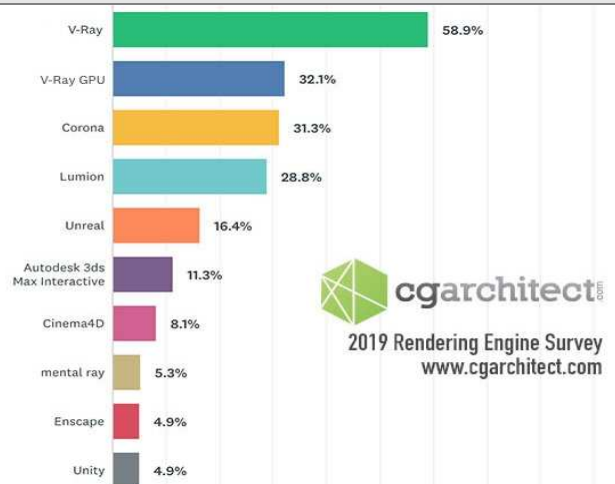
또한 게임 엔진은 건축, 설계 (AEC: Architecture, Engineering, Construction) 분야에서도 경쟁력이 두드러질 수 있다. 건축, 설계 분야에서 리얼타임 렌더링에 기반한 게임 엔진은 시간과 비용을 획기적으로 축소 시킬 수 있다는 장점이 있다. 특히 건축물의 경우 원하는 결과를 얻기 위해 다수의 수정 작업이 필요한데 이때마다 기존의 ‘오프라인 렌더링’을 활용한다면 대기 시간이 길어질 수 밖에 없다. 이때 게임 엔진이 제공하는 리얼타임 렌더링을 사용한다면 실시간 수정 및 협업이 가능해지며 업무 효율성이 극대화 (ex. 일부 사례는 작업 시간 60% 이상 감소)할 수 있다.

그림 24. 리얼타임 3D 렌더링이 가능한 유니티 (Reflect)



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 건축 시각화 렌더링 설문 조사 (2019년)



자료: cgarchitect, 미래에셋대우 리서치센터

2) 무궁무진한 게임 엔진의 확장 가능성: 메타버스

현재 진행되고 있는 콘텐츠, 건축뿐만 아니라 게임 엔진의 타 산업 적용 가능성은 무궁무진하다. 특히 게임을 기반으로 진행되고 있는 ‘메타버스’ (가상세계 플랫폼)는 게임 엔진에 대한 가파른 수요 증가로 이어질 수 있다. 가상세계 플랫폼의 대표적인 예는 2018년 개봉한 ‘레디플레이어원’이다. 레디플레이어원은 ‘오아시스’라는 가상 세계가 존재하고 각종 HW (VR 기기, 감각 수트, 360도 트레드밀)를 통해 접속 및 플레이가 가능하다.

그림 26. 메타버스란?

구분	내용
단어 의미	가상 (Meta)과 우주 (Verse)의 합성어
등장	1992년 발표된 소설 ‘스노우 크래시’에서 최초 사용 ‘아바타’라는 단어를 최초로 사용
메타버스 유형	1) 증강 현실: HUD, 포켓몬고
	2) 라이프 로깅: 스마트워치
	3) 거울 세계: 구글 어스
	4) 가상 세계: 세컨드 라이프

자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 영화 ‘레디플레이어원’의 주인공이 플레이하는 모습



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

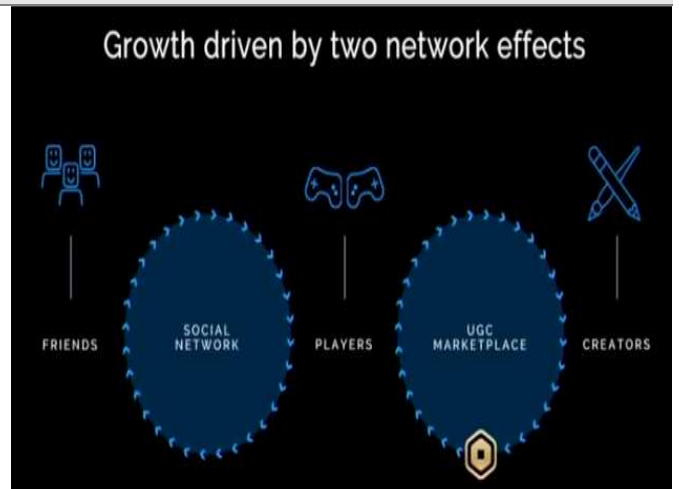
레디플레이어원과 같은 메타버스 구축 하기 위해서는 1) 시각화, 2) 수익화 모델, 3) 콘텐츠의 확보라는 조건이 필요한데 게임 엔진을 통해 가능하다. 로블록스의 ‘로블록스 스튜디오’가 대표적이다. 로블록스는 다양한 게임을 유통하는 일종의 게임 플랫폼 형태로 2백만명의 개발자가 활동 중이다. 이들은 모두 로블록스 스튜디오를 기본 엔진으로 활용하여 게임을 제작하고 수익화 (아이템 판매)를 한다. 또한 상대적으로 제작이 용이하다는 점은 연간 2천만개의 게임 제작으로 이어져 콘텐츠 생태계 확보에 긍정적이다.

그림 28. 로블록스가 언급한 메타버스의 구성 요소



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

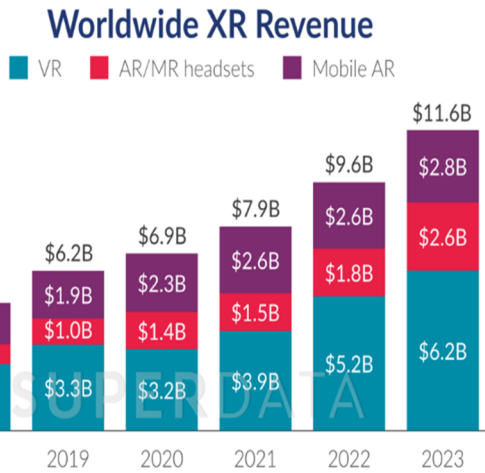
그림 29. 향후 게임 (메타버스) 의 성장 방법: UGC



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

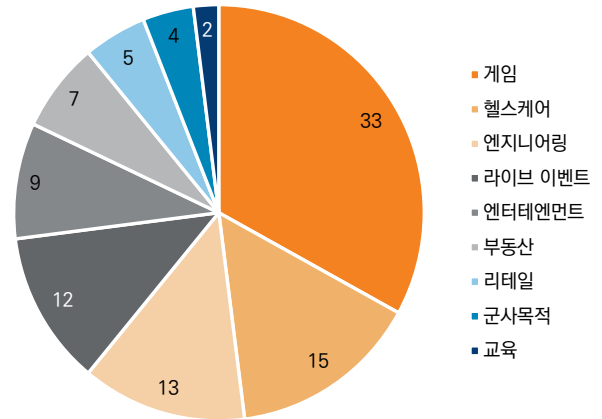
게임 엔진의 활용도는 궁극적인 메타버스인 가상세계 플랫폼에만 국한되지 않는다. 게임 엔진은 가상 세계 플랫폼이 보편화되기 전 각 산업 분야에서 다양하게 발생하는 AR/VR/XR에 대한 수요도 충족 시킬 수 있다. 증강현실이나 가상현실은 모두 리얼타임 렌더링을 통한 시각화가 필요한 분야이다. 따라서 각 산업 분야에서 AR/VR 시각화에 대한 니즈가 확대된다면 게임 엔진의 타겟 시장 또한 확대될 것으로 예상된다.

그림 30. 글로벌 XR 시장 전망



자료: Superdata, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 다양한 분야에서 사용되는 AR/VR/XR (2025F)



자료: Data Consulting, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 구글 스마트 글라스: 엔터프라이즈 에디션2



자료: 구글, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. MS 홀로렌즈2를 활용한 의료



자료: 필립스, 미래에셋대우 리서치센터

3. 상용 게임 엔진에 대한 선호 확대 및 유니티의 점유율 우위 지속 전망

1) 상용 엔진에 대한 선호 현상 지속 전망

게임 시장의 호황과 타겟 시장의 확대가 예상되는 가운데 향후 자체 엔진 대비 상용 엔진 (외부)에 대한 선호 현상이 지속될 것으로 예상된다. ‘게임 엔진’은 게임을 제작하고 구동하는데 필요한 SW이다. 게임의 ‘뼈대’라고 볼 수 있는데 자체 엔진 개발 대비 상용 엔진을 사용하게 된다면 1) 게임 개발 기간을 단축 시킬 수 있고 2) 엔진에서 보장하는 최소한의 품질을 구현해낼 수 있다는 장점이 있다.

그림 34. 자체 엔진 사용 여부

기업명	엔진	적용 게임
EA	프리스트바이트	배틀필드5, 피파 시리즈
유비소프트	스노우드롭	툼블랜시의 디비전
에픽게임즈	언리얼	포트나이트
펄어비스	검은사막	검은사막
씨디프로젝트	REDengine	위쳐, 사이버펑크
락스타게임즈	RAGE	GTA 시리즈, 레드데드 시리즈

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 게임 엔진의 세부 종류

기업명	내용
게임엔진	게임 내에서 사용되는 다양한 라이브러리를 통칭
물리엔진	물리 법칙 구현: 언리얼, PhysX, 하복
그래픽 엔진	그래픽 생성 (렌더링):
애니메이션 엔진	캐릭터 동작 생성 및 제어
사운드 엔진	음향적 환경 구축
인공지능 엔진	인공지능 기능 구현

자료: 미래에셋대우 리서치센터

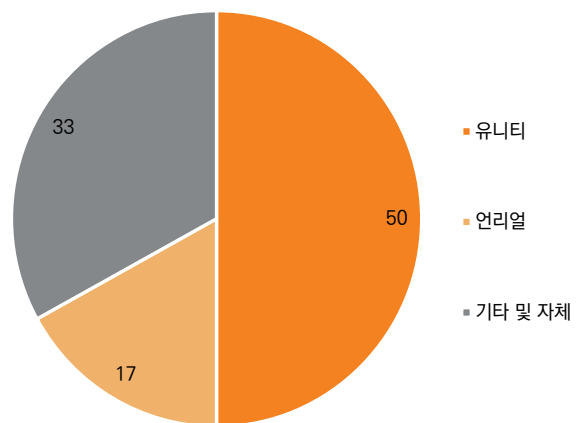
글로벌 게임 시장에서 모바일 게임의 비중이 지속 확대됨에 따라 상용 엔진에 대한 수요는 지속될 전망이다. 모바일 게임은 PC/콘솔 게임 대비 상대적으로 스펙이 낮으며 개발 기간 또한 짧고 (약 1년 vs. PC/콘솔은 4~5년) 다수의 신작이 출시된다. 그러나 자체 엔진을 기반으로 개발할 경우 엔진 개발부터 시작해야하기 때문에 이러한 조건을 충족시킬 수가 없다. 결국 기존에 존재하는 상용 엔진을 선택할 수 밖에 없다.

그림 36. 국내 주요 PC MMORPG 및 모바일 게임 개발 기간 비교

게임명	개발 기간	투입 인력
아이온	약 4년	100명 이상
B&S	약 5년	160명 이상
아카에이지	약 6년	180명 이상
이카루스	약 5년	120명 이상
모바일 게임	약 1년	6~10명

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 글로벌 게임 엔진 점유율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2) 유니티의 점유율 우세 지속 전망

글로벌 양대 게임 엔진인 유니티와 언리얼의 강세가 지속되는 가운데 유니티의 점유율 우위가 지속될 것으로 판단한다. 유니티의 강점은 모든 소스가 공개되어 있지는 않지만 상대적으로 접근성이 쉬운 C# 언어를 사용한다는 점이며 단점은 퀄리티이다. 언리얼의 장점은 모든 소스가 공개되어 있어서 개발자의 역량에 따라 퀄리티를 향상시킬 수 있으나 반대로 접근성이 낮다. 따라서 언리얼은 대규모 게임 개발에 적합하고 유니티는 모바일 및 인디 게임에 적합하다는 특징이 있다.

그림 38. 글로벌 주요 상용 엔진 비교					그림 39. 유니티 vs. 언리얼 세부 비교		
엔진	유니티	언리얼	크라이	코코스2d	엔진	유니티	언리얼
기업	유니티	에픽게임즈	크라이텍	Chukong (오픈소스)	스크립트 언어	C# (상대적으로 쉬움)	C++ (상대적으로 어려움)
출시일	2005년	1998년	2004년	2008년	비주얼 스크립팅	플레이메이커 (유료)	블루프린트
대표 게임	폴가이즈, 하스스톤	포트나이트 리니지2 레볼루션	아이온	쿠키런 모두의마블	소스	소스 미 공개	모든 소스 공개
장점	크로스 플랫폼	퀄리티	퀄리티	2D 게임에 적합	스토어	에셋 스토어 (자료 다, 10년 이상 누적)	마켓플레이스 (자료 소, 5년 이상 누적)
비용	월 구독료	매출액의 5%	매출액의 5%	무료	주된 사용처	모바일	PC/콘솔

자료: 미래에셋대우 리서치센터

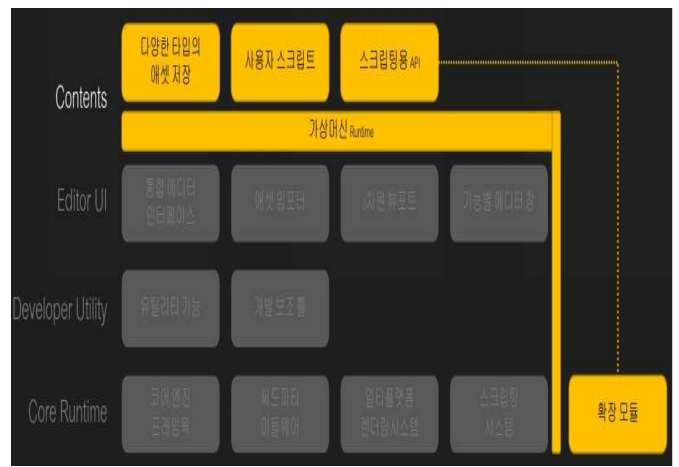
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그러나 향후 모바일 게임 비중이 지속 증가하고 유니티의 Operate 솔루션에 대한 니즈가 확대된다는 점은 유니티의 점유율 우위 (50%) 요소이다. 물론 최근 언리얼이 그래픽 처리가 중요한 특정 장르 (ex. MMORPG) 시장에서 두각을 나타내고 있으나 대부분의 게임은 유니티가 사용된다. 더구나 최근 모바일, PC, 콘솔 등 다양한 HW를 지원하는 ‘원신’과 같은 게임의 확대는 멀티 플랫폼 구축에 강점을 지닌 유니티의 우위로 이어질 전망이다.

그림 40. 유니티가 지원하는 멀티 플랫폼 그림 41. 유니티의 핵심적인 특징: 소스 공개 X



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

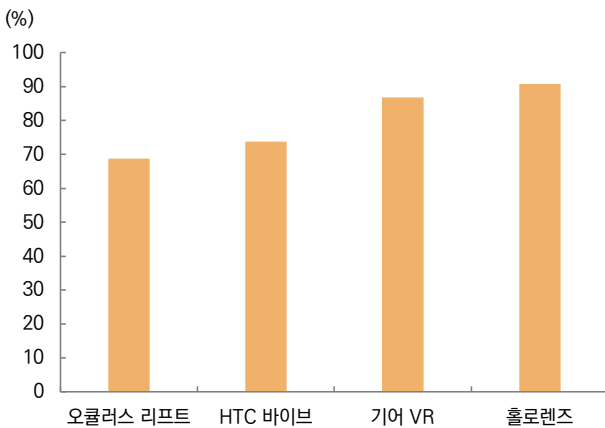


자료: 에픽게임즈 (언리얼써밋 2017), 미래에셋대우 리서치센터

특히 차세대 플랫폼으로 평가받는 VR/AR 분야에서 유니티의 활용도가 높다는 점은 긍정적이다. 특히 유니티는 오쿨러스 리프트에서 69%, HTC Vive는 74%, 기어 VR은 87%, 홀로렌즈는 91%가 유니티 엔진으로 개발 중이라고 언급 (2018년 기준) 했다.

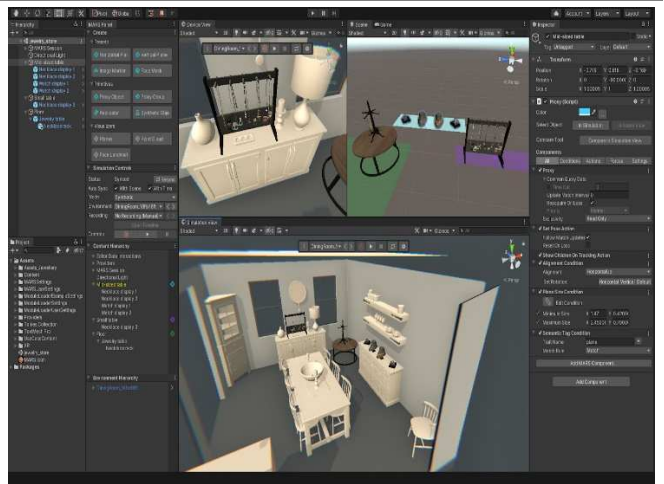
AR/VR 개발자들이 유니티를 선호하는 이유는 모바일 게임 개발 때 유니티를 선호하는 이유와 유사하다. 1) 유니티 특유의 멀티 플랫폼 기능이 기존 HW를 넘어 AR/VR로도 확대될 수 있다. 2) 유니티가 제공하고 있는 Operate 솔루션을 활용하여 수익화 (인앱 광고, 결제) 측면에서도 유리하다. 3) 유니티가 보유한 다양한 레퍼런스와 에셋 스토어를 활용할 수 있어 개발에 용이하다는 점이다. 향후 AR/VR 콘텐츠의 가파른 확대를 위해 유니티에 대한 선호도가 지속될 전망이다.

그림 42. VR/AR 에서 유니티 엔진 사용 비율



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터 (유나이티드 서울 2018)

그림 43. 유니티의 AR 제작 스튜디오 'MARS'



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 유니티 엔진으로 개발한 포켓몬 고 (AR게임)



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 유니티로 구현한 '방탈출' (VR게임)



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

III. 실적 전망

3Q20 전망: 모바일 게임 호조 지속

3Q20 유니티 실적을 매출액 2.0억달러 (+56% YoY), OP -0.1억달러 (적자지속)로 예상한다. Bloomberg 컨센서스 (매출액 1.9억달러)를 소폭 상회한다. 유니티의 타겟 시장인 3Q20 글로벌 모바일 게임 시장은 209억달러 (+27% YoY)를 기록하며 2Q20 +27% YoY와 유사한 성장세를 기록했다. 3Q20 유니티 고객 수는 764개 (+48개 QoQ)로 예상되며 유니티의 모바일 게임 시장 내 점유율은 50% (+1ppt QoQ)로 예상한다.

2021년 전망: 게임 시장 호황 수혜

2021년 유니티 실적을 매출액 10.0억달러 (+30% YoY), OP -0.5억달러 (적자지속)로 예상한다. Bloomberg 컨센서스 (매출액 9.4억달러)를 소폭 상회한다. 유니티의 타겟 시장인 2021년 글로벌 모바일 게임 시장은 964억달러 (+23% YoY)를 기록하며 2019년 +17% YoY보다 높고 2020년 +24% YoY와 유사할 전망이다. 2021년말 유니티 고객 수는 1,004개 (+192개 YoY)로 예상되며 유니티의 모바일 게임 시장 내 점유율은 53% (+3ppt YoY)로 예상한다.

표 4. 유니티 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	167	184	204	217	215	243	266	278	542	772	1,003	1,270
QoQ (%)	5.6	10.4	10.7	6.2	(0.6)	12.9	9.5	4.5				
YoY (%)	35.3	42.5	55.8	37.0	29.0	31.9	30.5	28.4	42.3	42.5	29.9	26.6
Create	47	55	59	65	60	70	74	80	169	226	284	342
Operate	104	113	125	127	138	156	172	172	293	469	638	843
전략적 파트너	16	17	19	25	17	18	20	26	80	76	80	84
영업비용	185	197	216	226	222	247	267	276	648	824	1,012	1,215
QoQ (%)	(0.7)	6.8	9.3	4.9	(1.8)	11.4	8.0	3.1				
YoY (%)	27.8	28.2	31.8	21.5	20.1	25.4	24.0	21.9	32.1	27.1	22.9	20.0
매출원가	31	40	44	46	45	51	55	57	115	160	207	252
R&D	77	79	87	91	89	100	108	112	242	334	409	494
마케팅	35	37	40	43	42	47	51	53	122	155	192	234
판권비	41	41	45	47	45	50	54	55	168	174	204	234
영업이익	(18)	(13)	(12)	(9)	(7)	(4)	(1)	3	(106)	(52)	(9)	55
QoQ (%)	(36.6)	(27.4)	(10.3)	(18.5)	(30.8)	(36.3)	(75.2)	(352.0)				
YoY (%)	(16.1)	(47.3)	(64.6)	(66.3)	(63.3)	(67.8)	(91.1)	(127.6)	(3.4)	(51.4)	(82.4)	(707.5)
OPM (%)	(10.6)	(7.0)	(5.7)	(4.3)	(3.0)	(1.7)	(0.4)	0.9	(19.6)	(6.7)	(0.9)	4.4
Pretax	(18)	(14)	(12)	(10)	(7)	(5)	(2)	2	(106)	(54)	(12)	53
Tax	(1)	2	1	1	1	1	1	1	8	2	3	3
NI	(17)	(15)	(13)	(11)	(8)	(5)	(2)	1	(115)	(56)	(14)	50
NPM (%)	(10.2)	(8.3)	(6.3)	(5.0)	(3.6)	(2.2)	(0.9)	0.5	(21.2)	(7.3)	(1.4)	3.9

자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 기업 개요

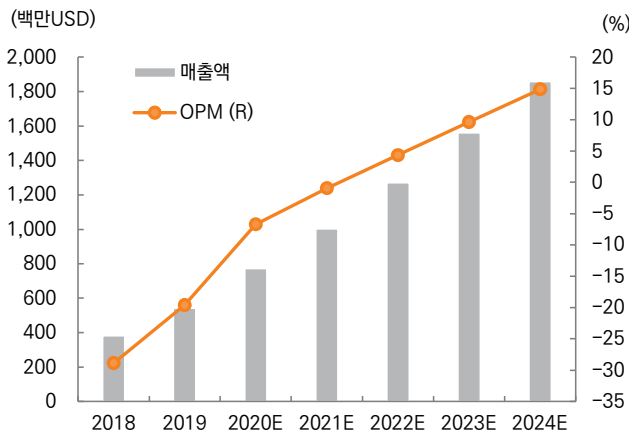
기업 소개

유니티는 ‘유니티’ 게임 엔진을 보유하고 있으며 글로벌 게임 시장의 50% 이상을 점유하고 있다. 사업 구분은 1) 구독 서비스 기반인 Create 솔루션과 2) 매출 배분 방식의 Operate 솔루션, 3) 전략적 파트너십으로 구성되어 있다.

2019년 Create 솔루션은 매출의 2/3 이상이 Unity Pro로 구성되어 있다. Operate 솔루션은 게임의 신규 유저 확보와 수익화 (광고, 인앱 결제)가 필요한 상품들로 구성되어 있다.

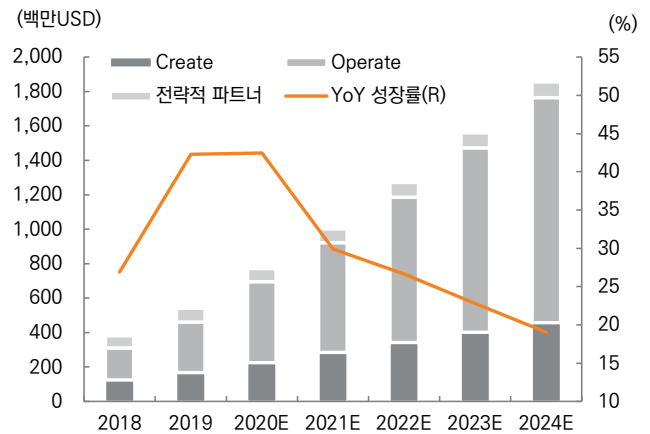
유니티 엔진이 적용된 대표적인 게임은 왕자영요, 포켓몬고, 블리자드의 ‘하스스톤’, 넥슨의 ‘바람의 나라:연’, 그라비티의 ‘라그나로크 오리진’ 등이 있다. 대표적인 고객은 모바일 게임사인 ‘Zynga’이다.

그림 46. 유니티 실적 전망



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 주요 사업별 매출 전망



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 유니티 구독 요금제 (Create Solution)

요금제	기준	비용
Personal	연매출 10만\$ 미만	무료
Plus	연 매출 20만\$ 미만	월 40\$ (연 399\$)
Pro	연 매출 20만\$ 이상	월 150\$ (연 1,800\$)
Student	학생용	무료
엔터프라이즈	최소 20계좌 이상	월 200\$

자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. Operate Solution의 대표 서비스



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

지분 구조

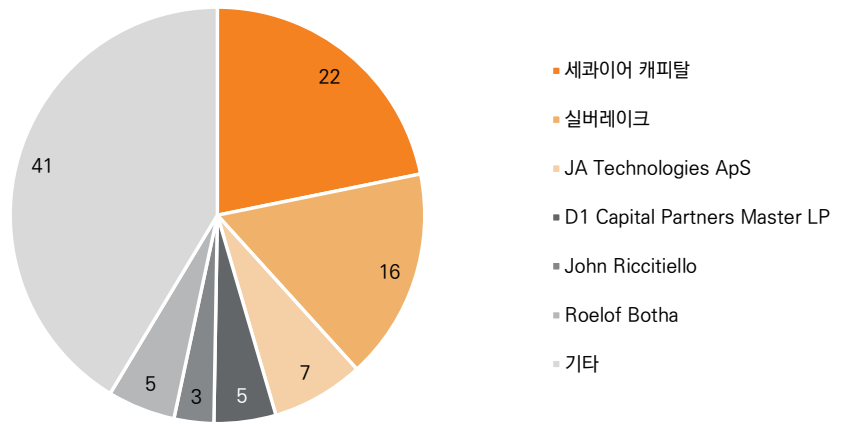
유니티는 9월 18일 공모가 52달러에 상장했으며 총 주식수는 2.6억주이다

VC인 세콰이어 캐피탈이 지분 22%를 보유하고 있으며 PEF인 실버레이크가 16% 지분을 보유 중이다. 경영진 중 최대 주주는 CEO인 John Riccitiello이며 지분율은 3%이다.

그림 50. 유니티 상장 개요		그림 51. 유니티 주요 연혁	
구분	내용	시기	내용
상장일 (NYSE)	9월 18일	2004년	설립 (덴마크 코펜하겐, 사명 Over the Edge)
Ticker	U US	2008년	iOS용 엔진 출시
기존	238백만 주	2010-10	유니티 에셋 스토어 출시
신규	25백만 주	2014-3	Applifier 인수. 게임 광고 서비스 (Unity Ads) 출시
초과 배정	0.3백만 주	2017-11	Multiplay 인수 (멀티플레이 서버 호스팅 기업) 게임 내 광고 거래 기능인 '유니티 옥션' 출시
공모 후 총 주식수	263백만 주	2019-07	5.3억달러 신규 투자 유치. 기업가치 60억달러
공모가	USD 52	2020-09	IPO 완료. 기업가치 137억달러
공모규모 (백만USD)	1,300		

자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 유니티 지분 구조



자료: Bloomberg, 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

유니티 (U US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	542	772	1,003	1,270
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	542	772	1,003	1,270
판매비와관리비	692	872	1,073	1,288
발표영업이익	(151)	(100)	(71)	(18)
비영업손익	509	(2)	(5)	(5)
금융 이익	0	(2)	(3)	(3)
기타 이익	(3)	(0)	(3)	(3)
세전사업손익	(153)	(102)	(76)	(24)
법인세비용	10	2	0	0
비지배주주 손이익	0	0	0	0
지배주주손이익	(164)	(104)	(76)	(24)

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	42.3	42.5	29.9	26.6
GP 증가율(%)	42.3	42.5	29.9	26.6
영업이익 증가율(%)	15.2	(33.6)	(29.5)	(73.9)
순이익 증가율(%)	24.3	(36.1)	(27.5)	(68.8)
EPS증가율(%)	-	(43.9)	(33.4)	(68.8)
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	(27.8)	(13.0)	(7.0)	(1.4)
NPM	(30.2)	(13.5)	(7.6)	(1.9)

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	(68)	124	106	159
당기순이익	(164)	(104)	(76)	(24)
주식보상비	49	48	61	74
D&A	13	61	60	45
운전자본변동 및 기타	33	119	61	64
투자활동으로 인한 현금흐름	(220)	(63)	(39)	(39)
유형자산처분(취득)	(27)	(39)	(39)	(39)
기타	(193)	(24)	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	161	1,687	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	460	1,400	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	125	150	0	0
현금의 증가	(126)	1,749	68	120
기초현금	259	130	1,889	1,957
기말현금	130	1,889	1,957	2,077

자료: 유니티 Unity, 미래에셋대우 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	367	2,075	2,196	2,375
현금 및 현금성자산	130	1,889	1,957	2,077
매출채권 및 기타채권	205	129	166	206
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	33	58	74	92
비유동자산	395	546	525	518
유형자산	79	65	44	38
기타 비유동자산	316	480	480	480
자산총계	763	2,621	2,721	2,894
유동부채	337	438	552	675
매입채무	11	7	9	12
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	326	430	542	663
비유동부채	32	262	267	273
장기금융부채	0	124	124	124
기타비유동부채	32	138	143	149
부채총계	369	700	819	948
지배주주지분	394	1,924	1,909	1,959
자본금	226	2,520	2,520	2,520
이익잉여금	(515)	(593)	(607)	(557)
기타	683	(4)	(4)	(4)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	394	1,924	1,909	1,959

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	-
P/B (x)	-	14.2	14.3	14.0
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (USD)	(0.77)	(0.43)	(0.29)	(0.09)
BPS (USD)	1.85	7.30	7.25	7.44
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전을 (회)	3.0	4.6	6.8	6.8
재고자산 회전을 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전을 (회)	54.1	86.2	121.9	122.3
ROA(%)	(24.2)	(6.2)	(2.8)	(0.8)
ROE(%)	(46.1)	(9.0)	(4.0)	(1.2)
ROIC(%)	(28.7)	(20.6)	(14.5)	0.0
부채비율(%)	93.7	36.4	42.9	48.4
유동비율(%)	92.9	380.3	418.7	458.2
순차입금/자기자본(%)	(33.0)	(91.7)	(96.0)	(99.7)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 U US 268주를 보유하고 있습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.