

로블록스 Roblox (RBLX US, IPO 예정)

메타버스를 주도하는 로블록스에 주목하라

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

기업 소개

로블록스는 글로벌 게임 제작 및 유통 플랫폼. 대표 게임 '입양하세요'

- 4Q20 현황: DAU (일간 사용자) 38백만명 (+61% YoY). 일일 플레이 시간 2.5시간
- 오픈월드 샌드박스 장르로 마인크래프트와 유사. 개발자 8백만명, 게임 수 20백만개

투자 포인트

글로벌 게임 시장의 변화 관찰. '메타버스' (가상 세계) 시대의 도래

- 코로나19로 인해 게임의 가상 세계로 전환 가속화. 로블록스가 주요 플레이어 중 하나
- 게임의 수익모델이 판매량 (Q)의 증가보다는 사용시간 확대에 따른 ARPU 증가로 변화
- 장기적으로 '메타버스'의 주도권 확보를 꿈꾸는 로블록스. 개발자 생태계 우위 확보
- 로블록스는 개발자 생태계, 현실 세계와 연동, 아바타 등 메타버스 구성 조건에 부합
- 특히 현실세계 화폐로 전환 가능한 '로벅스' 존재. 개발자 생태계 확보에 긍정적
- 개발자 생태계는 마인크래프트 대비 우위 요소. 유니티 대비로는 수익화 유리
- 12월 중국 판호 획득 (퍼블리셔: 텐센트). 로블록스의 가파른 성장세 지속 전망
- 2017년 중국 출시된 마인크래프트 사용자 4억명. 최근 사용자 29백만명 기록 중
- 로블록스는 텐센트와 파트너십으로 마인크래프트 이상의 사용자 확보 가능 전망

로블록스의 장기 성장 스토리에 주목

메타버스 (가상 세계)를 이끄는 로블록스의 장기 성장성에 주목

- 로블록스는 직상장으로 공모가 없음. 상장 초반 시초가 및 종가 변동성 확대 판단
- 다만 2021년 1월 투자 유치 당시 밸류에이션 295억달러 (주당 45달러)를 인용 전망
- 295억달러 기준 2021년 PSR 20배. 유니티, 스킵스 2021년 PSR 28배 보다 낮음
- 경쟁사 대비 로블록스의 뛰어난 개발자 생태계와 중국 성공 가능성 감안시 저평가 판단

Key data

공모가 (USD)	-	시가총액 (USD)	-
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	-
EPS 성장률 (21F,%)	-	Bloomberg Rating	
P/E (21F,x)	-		
MKT P/E (21F,x)	22.3	매수	보유
배당수익률 (%)	-	-%	-%

Share performance

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

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만USD)	325.0	508.4	923.9	1,469.1	1,802.2	2,146.2
영업이익 (백만USD)	(51.2)	(58.8)	(181.2)	(69.8)	(7.1)	43.6
영업이익률 (%)	(15.8)	(11.6)	(19.6)	(4.7)	(0.4)	2.0
순이익 (백만USD)	(51.8)	(53.3)	(178.4)	(64.2)	(1.5)	49.2
EPS (USD)	-	-	(0.35)	(0.10)	(0.00)	0.07
ROE (%)	155.6	62.8	146.7	(14.3)	(2.8)	(1.0)
P/E (배)	-	-	-	-	-	607.0
P/B (배)	-	-	-	13.6	6.9	4.6

주: GAAP / Non-GAAP

자료: 로블록스, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

I. 밸류에이션

로블록스의 장기 성장 스토리에 주목

메타버스 (가상 세계)를 이끄는 로블록스의 장기 성장 스토리에 주목해야 한다. 1) 점차 게임을 중심으로 메타버스화가 진행될 것으로 예상되는 가운데 2) 뛰어난 개발자 생태계를 보유한 로블록스의 장기 성장성은 충분하다. 3) 또한 로블록스는 2020년 12월 중국 내 판호를 획득함에 따라 중국 내 성공 기대감도 반영될 수 있다.

로블록스는 직상장 (Direct Listing) 구조로 신규 발행 및 공모는 없다. 이에 공모가가 없기 때문에 상장 당일 시초가 및 종가 변동성은 극심할 것으로 판단한다.

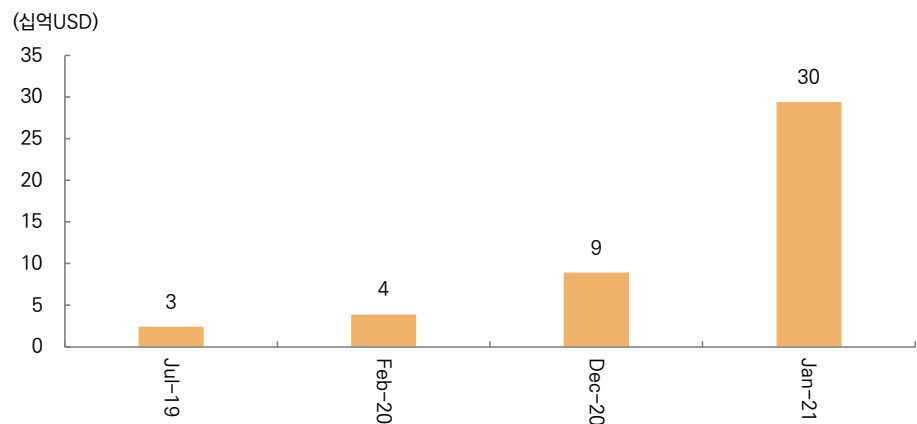
다만 2021년 1월 신규 투자 유치 당시 295억달러의 밸류에이션 (주당 45달러)을 인정 받았다. 이는 2021년 매출액 대비 20배로 글로벌 1위 게임 엔진 유니티 (U US)의 2021년 PSR 28배보다 낮다. 또한 모바일 e스포츠 기업 스킬즈 (SKIL US)의 2021년 28배 보다 낮다.

표 1. 로블록스 PSR 밸류에이션

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	325	508	924	1,469	1,802	2,146	2,607
YoY (%)	-	56.4%	81.7%	59.0%	22.7%	19.1%	21.5%
PSR (x)	-	-	32.3	20.3	16.6	13.9	11.5
2022E 매출액	1,802						
타겟 PSR (x)	21.9						
시가총액	39,411						
주식 수 (백만주)	663						

자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 로블록스 밸류에이션 추이



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 글로벌 게임 기업 밸류에이션 비교

		로블록스	유니티	스킬즈	액티비전 블리자드	EA	테이크투
Ticker		RBLX US	U US	SKLZ US	ATVI US	EA US	TTWO US
현재가 (현지통화)		45	93.8	27.5	93	133	171
시가총액 (USDm)		29,500	26,073	10,151	71,727	38,139	19,673
매출액 (USDm)	2018	325	381	51	7,500	5,150	1,793
	2019	508	542	120	6,489	4,950	2,668
	2020	924	772	-	8,086	5,537	3,089
	2021E	1,469	971	366	8,418	6,484	3,563
	2022E	1,802	1,240	566	9,479	6,800	4,637
영업이익 (USDm)	2018	(51)	(130)	(26)	1,988	1,434	136
	2019	(59)	(151)	(25)	1,607	996	207
	2020	(181)	(275)	-	2,734	1,445	425
	2021E	(70)	(233)	(94)	3,644	2,184	866
	2022E	(7)	(213)	(60)	4,280	2,327	1,121
순이익 (USDm)	2018	(52)	(132)	(28)	1,848	1,043	174
	2019	(53)	(163)	(24)	1,503	1,019	334
	2020	(178)	(282)	-	2,197	3,039	404
	2021E	(64)	(102)	(100)	2,867	1,799	715
	2022E	(2)	(54)	(65)	3,396	1,928	968
P/E (x)	2018	-	-	-	21.4	36.0	378.7
	2019	-	-	-	31.5	29.6	59.4
	2020	-	-	-	31.6	9.6	32.4
	2021E	-	-	-	25.4	21.7	28.1
	2022E	-	-	-	21.7	19.7	21.1
P/B (x)	2018	-	-	-	3.1	8.1	7.5
	2019	-	-	-	3.6	5.7	5.2
	2020	-	20.6	-	4.7	3.9	5.3
	2021E	13.6	13.9	53.8	4.3	4.7	5.0
	2022E	6.9	15.9	63.8	3.7	4.9	4.4
PSR (x)	2018	-	-	-	4.7	7.3	6.0
	2019	-	-	-	7.0	6.2	4.0
	2020	-	33.8	-	8.9	5.3	4.3
	2021E	20.3	26.8	27.7	8.5	5.9	5.5
	2022E	16.6	21.0	17.9	7.6	5.6	4.2
EV/EBITDA (x)	2018	-	-	-	11.4	20.9	34.7
	2019	-	-	-	19.2	22.6	19.1
	2020	-	-	-	20.5	14.6	16.8
	2021E	-	-	-	17.1	13.9	18.0
	2022E	490.5	2,074.3	-	14.0	13.1	13.1
ROE (%)	2018	-	-	-	17.7	24.1	13.9
	2019	-	(46.0)	-	12.4	20.5	18.9
	2020	-	(23.2)	-	15.8	47.5	17.7
	2021E	(14.3)	(12.3)	(34.0)	17.0	19.5	15.8
	2022E	(2.8)	(22.2)	(38.8)	16.7	(8.1)	16.6
EPS 성장률 (%)	2018	-	-	-	575.0	6.3	115.1
	2019	-	(15.0)	(77.8)	(19.3)	(0.9)	87.9
	2020	-	(16.4)	-	45.4	208.6	21.4
	2021E	-	4.1	51.8	4.8	12.6	(0.1)
	2022E	-	52.4	27.8	17.2	10.1	33.1

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 미래에셋대우 리서치센터 (3월 5일 기준)

주: 로블록스는 1월 추가 투자 유치 당시 밸류에이션 기준

II. 투자포인트

1. 글로벌 게임 시장의 변화 관찰. '메타버스'(가상 세계)의 도래

글로벌 게임 시장이 코로나19를 계기로 메타버스 (가상 세계)로 전환이 가팔라질 것으로 예상된다. 따라서 이로 인한 게임의 수익모델 변화와 수혜 기업인 로블록스에 주목해야 한다.

메타버스 (Metaverse)는 '가상으로 구축한 또 하나의 세계'를 의미한다. 2018년 3월 개봉한 영화 '레디플레이어원'이 메타버스를 가장 잘 구현한 사례이다. 레디플레이어원은 '오아시스'라는 가상 세계가 존재하고 각종 HW (VR 기기, 감각 수트, 360도 트레드밀)를 통해 접속 및 플레이가 가능하다. 각각 플레이어는 아바타가 존재하고 사회적 관계도 오아시스 안에서 형성된다. 심지어 오아시스 안에서 구매한 물건이 현실 세계로 배달 되는 등 현실 세계와 연관성도 높다.

그림 2. 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: ASF, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 영화 '레디플레이어원'의 주인공이 플레이하는 모습



자료: 워너브라더스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 메타버스적 요소가 가미된 '싸이월드'



자료: 싸이월드, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 펠로톤 (Peloton)의 트레드밀



자료: 펠로톤, 미래에셋대우 리서치센터

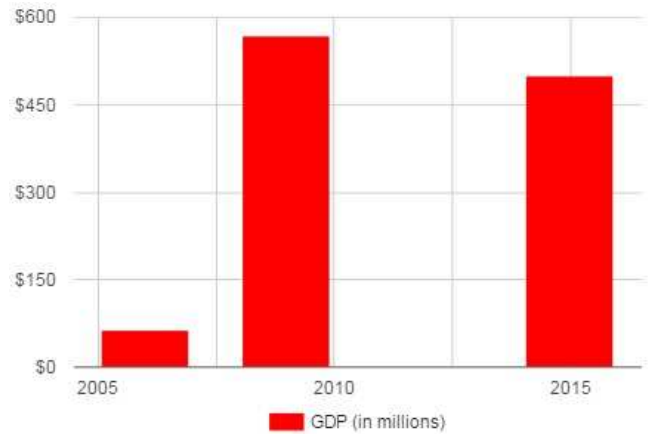
이러한 메타버스는 실제로 게임을 중심으로 구체화가 진행되고 있다. 세컨드라이프 (2003년 출시, 최대 사용자 1,300만명, 현재 MAU 90만명)는 현실 세계를 디지털로 구현한 일종의 게임이자 가상 세계이다. 레디플레이어원과 같이 아바타를 생성하여 다양한 활동을 영위할 수 있다. 심지어 세컨드라이프의 화폐인 ‘린든 달러’는 실제 미국 달러로도 환전이 가능하다. 세컨드라이프에서 사업 (ex. 부동산 개발, 제조 및 판매)을 하기도 하며 연간 GDP는 약 5억달러 (2015년)이다.

그림 6. 세컨드라이프 플레이 화면



자료: 세컨드라이프, 미래에셋대우 리서치센터

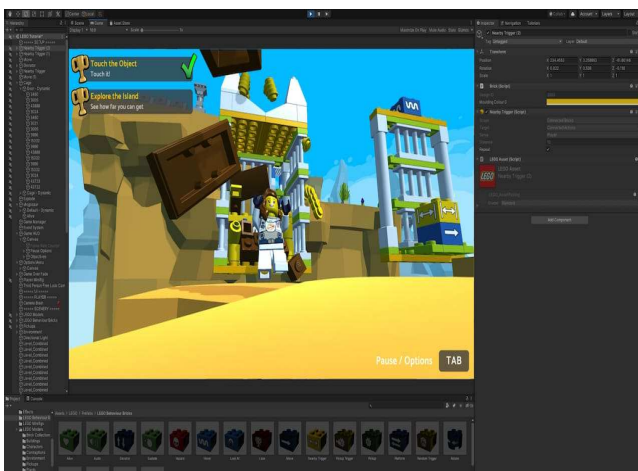
그림 7. 세컨드라이프에서 발생한 GDP 규모 (추정)



자료: TheNextWeb, 미래에셋대우 리서치센터

최근에는 마인크래프트, 로블록스 (Roblox) 등 ‘샌드박스’ 장르의 게임이 등장하며 메타버스의 세계를 확장시켰다. 샌드박스 장르는 사용자가 높은 자유도를 기반으로 다양한 플레이를 하는 것을 말한다. 사용자는 원하는 행동을 자유롭게 할 수 있으며 심지어 스스로 콘텐츠를 개발할 수 있다. 사용자는 게임 플레이 과정에서 게임 내에 존재하는 다수의 창작물을 소비하게 되는데 마인크래프트와 로블록스는 콘텐츠를 소비하고 플랫폼처럼 사용한다.

그림 8. 유니티의 샌드박스 ‘레고 마이크로게임’



자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

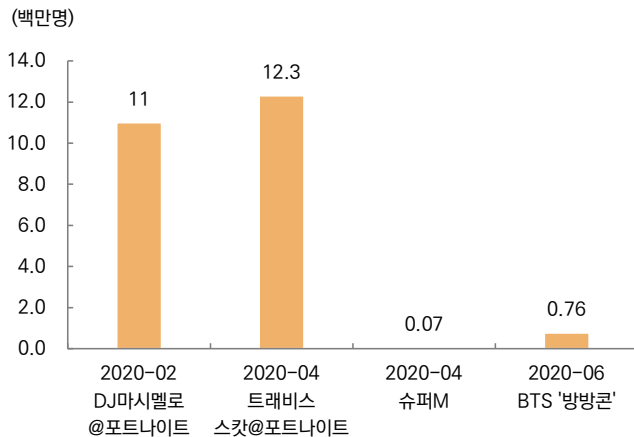
그림 9. 마인크래프트로 진행한 청와대의 어린이날 행사



자료: 청와대, 미래에셋대우 리서치센터

2020년 5월 공개된 포트나이트의 '파티로얄'은 메타버스로 진화하는 포트나이트의 최신 전략이다. 파티로얄은 기존의 포트나이트의 대표 모드인 배틀로얄, 빌딩 모드를 제외한 신규 가상 공간이다. 콘텐츠 시청뿐만 아니라 소셜 기능도 제공하며 실제 에픽게임즈는 파티로얄 공개 후 각종 디지털 콘텐츠를 공개 or 유통했다. 포트나이트는 사용자를 대상으로 인게임 매출 이외에 수익화가 가능하며 콘텐츠 제공자 입장에서는 3.5억명 사용자를 대상으로 노출시킬 수 있다는 장점이 존재한다.

그림 10. 포트나이트에서 열린 콘서트 참가자



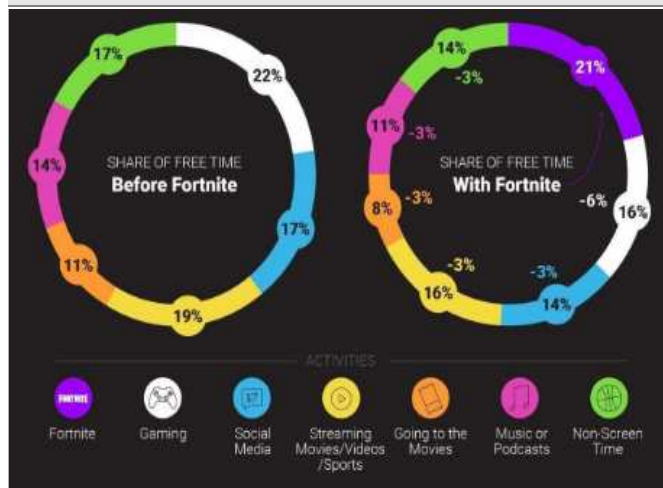
자료: 에픽게임즈, 언론종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 포트나이트 파티로얄에서 공개 (상영)된 콘텐츠

일시	내용
2020-05	'파티로얄' 공개: 빅스크린 원형극장, 메인스테이지 (소셜 공간), 플라자 (커뮤니티 중심지), 보트경주, 스카이다이빙 균열
2020-05	영화 '테넷' 트레일러 최초 공개
2020-06	영화 3종: 인셉션, 배트맨비긴즈, 프레스티지
2020-06	DJ 디플로, 포트나이트에서 음원 최초 공개
2020-08	포트나이트 챔피언시리즈 경쟁전 상영

자료: 에픽게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 포트나이트 출시 이후 여가 시간의 변화



자료: National Research Group, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 포트나이트에서 열린 '트래비스 스캇' 콘서트



자료: 에픽게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

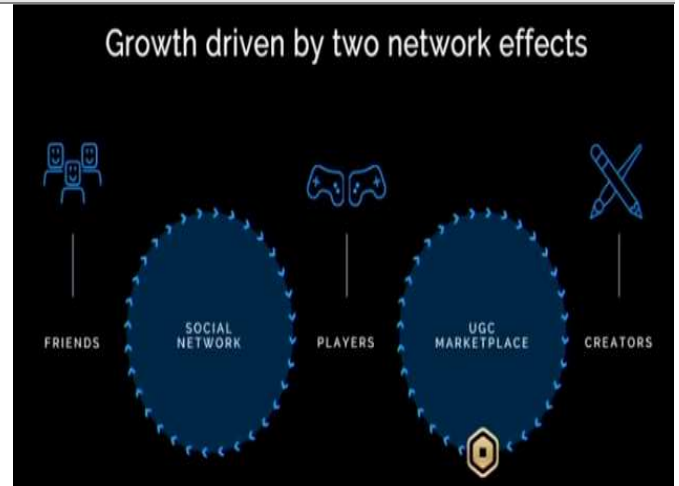
물론 단기적으로 완벽한 가상세계의 구현이 가능하지는 않다. 그러나 장기적으로 게임을 중심으로 현실 세계를 대체하는 가상 세계에 대한 의존도 (사용 시간)는 더욱 심화될 것으로 예상된다. 1) 게임이 단순하게 콘텐츠를 소비하는 것이 아니라 콘텐츠 생산과 소비를 동시에 진행하고 실질적 경제 활동도 일부 가능하기 때문이다. 또한 2) 코로나19를 계기로 게임에 대한 사용자 저변이 증가하고 게임 내에서의 소셜 활동이 확대됐는데 이는 일반적인 플랫폼과 같이 충성도를 확대시킬 수 있다.

그림 14. 로블록스가 언급한 메타버스의 구성 요소



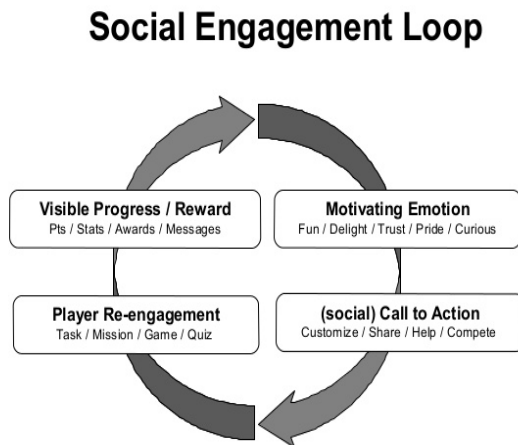
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 향후 게임 (메타버스) 의 성장 방법: UGC



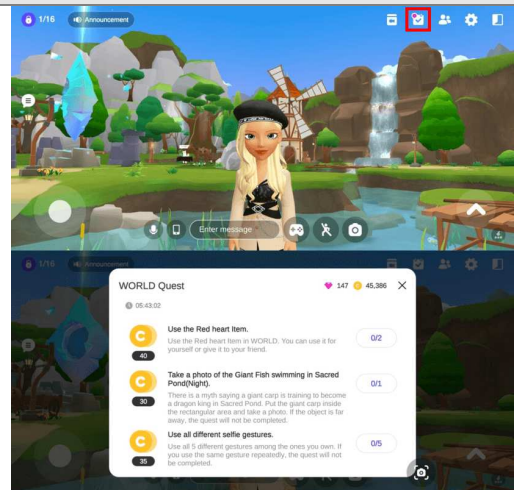
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 소셜 기능 기반의 플랫폼 충성도 개선 전략



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 게임적 요소(Gamification)가 적용된 제페토

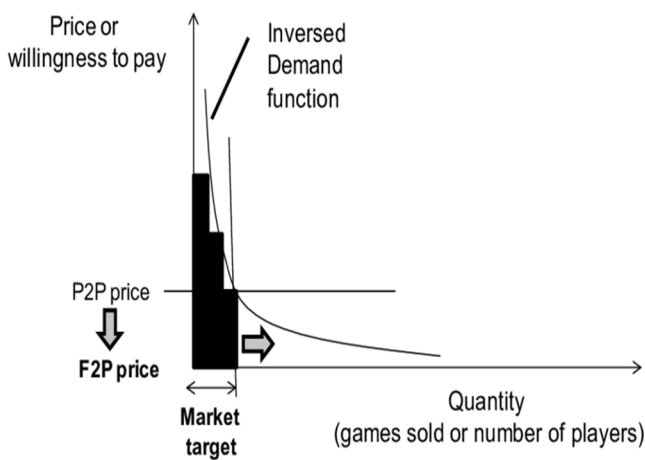


자료: 네이버, 미래에셋대우 리서치센터

점차 게임에 대한 의존도가 확대된다면 메타버스로 가는 과정 속에 게임의 수익 모델의 변화가 핵심으로 부각될 것으로 예상된다. 핵심적인 변화는 기존의 Q(판매량) 중심의 유료화 모델에서 점차 사용 시간 확대에 따른 ARPU 확대로 (부분유료화) 전환되는 것이다.

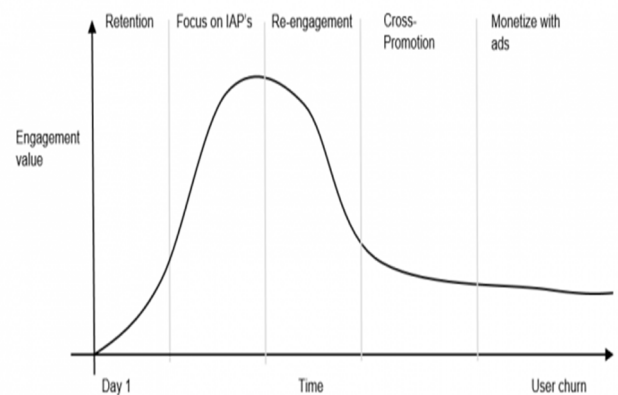
F2P (Free to Play: 부분유료화) 모델은 기존 P2P (Pay to Play: 유료화)와 달리 사용자 저변을 확대시켜 인게임 (In-game) 매출을 추구한다. 따라서 1회성으로 매출이 발생하는 P2P과 달리 F2P 게임은 충성도 (Engagement)를 개선시켜 오랜 기간 머무르게 함으로써 LTV를 확대시킬 수 있다. 이를 위해서는 콘텐츠 공급이 필수적인데 자체 게임 개발 이외에도 궁극적으로는 가상세계 플랫폼화, 즉 메타버스가 핵심이다.

그림 18. P2P와 F2P 수익모델의 함수



자료: ResearchGate, 미래에셋대우 리서치센터

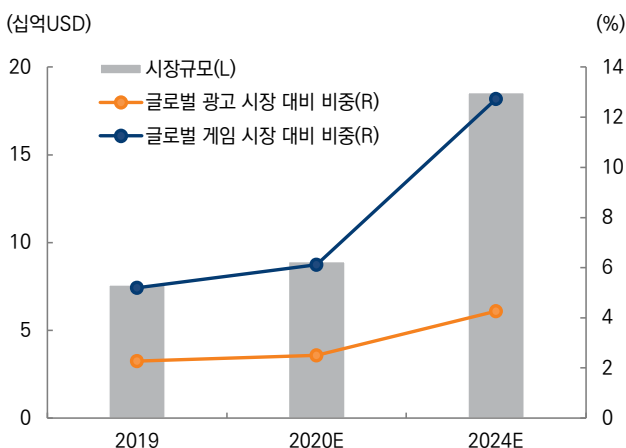
그림 19. F2P 모델의 사용자 LTV (Life Time Value)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

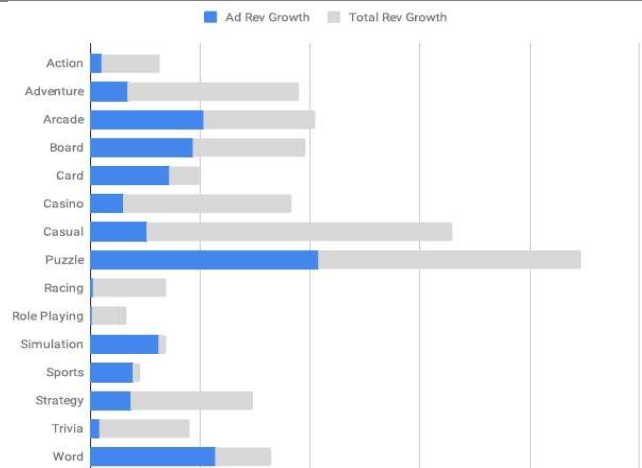
인게임 매출 이외에도 메타버스화로 인해 광고, 마케팅, 이커머스 플랫폼로서 게임의 가치가 부각될 수 있다. 이미 광고 시장은 게임의 중요한 성장 동력이다. 글로벌 인게임 광고 시장은 2019년 75.8억달러에서 2024년 186억달러로 CAGR 20% 성장할 것으로 예상된다. 모바일 게임의 사용자 증가에 따라 광고 매체로서 경쟁력 확보가 예상되기 때문이다. 2019년 글로벌 게임 사용자는 27억명 (+5% YoY)이며 페이스북 글로벌 사용자와 유사하다.

그림 20. 글로벌 인게임 광고 시장 전망



자료: Technavio, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 2018~2019년 광고 사업의 장르별 게임 매출 기여도



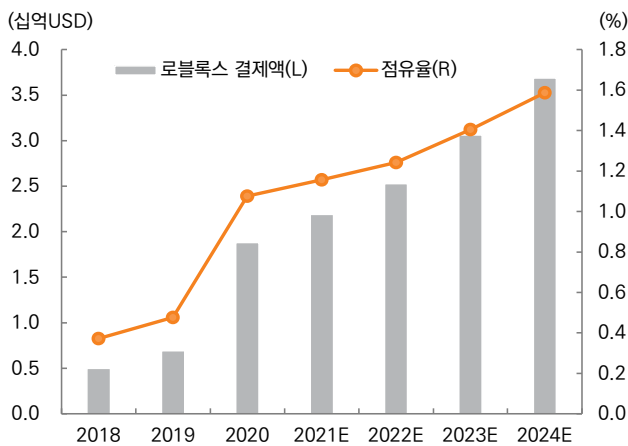
자료: 유니티, 미래에셋대우 리서치센터

2. 장기적으로 '메타버스'의 주도권 확보를 꿈꾸는 로블록스

향후 게임의 메타버스화 (가상 세계 = 사용 시간 증가)가 진행됨에 따라 로블록스의 지속적인 매출 성장 가능성도 확대됐다고 판단한다.

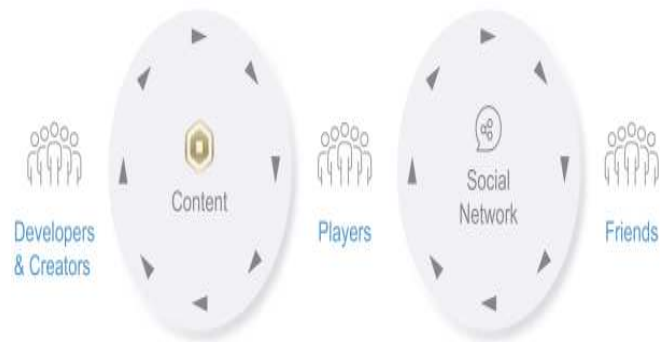
글로벌 게임 시장 내 로블록스 점유율 상승 기조가 지속될 전망으로 2021년 게임 시장 점유율을 1.2% (+0.1ppt YoY)로 예상한다. 로블록스는 개발자, 현실 세계와 연동, 아바타 등 메타버스 구성 조건에 부합하며 특히 현실세계 화폐로 전환 가능한 '로벅스'가 존재한다. 이에 일반적인 게임 퍼블리셔/개발사와 달리 로블록스의 매출은 장기적으로 지속성이 확보될 것으로 예상한다.

그림 22. 로블록스 결재액 및 글로벌 게임 시장 내 점유율 전망



자료: 로블록스, Newzoo, 미래에셋대우 리서치센터

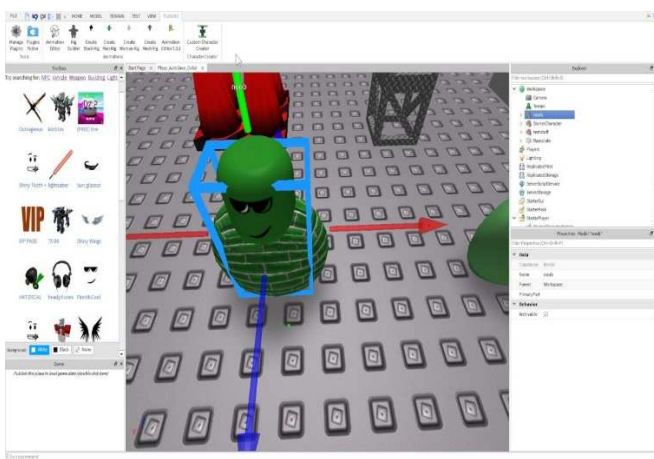
그림 23. 로블록스의 성장 전략: 개발자 + 사용자 + 소셜



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

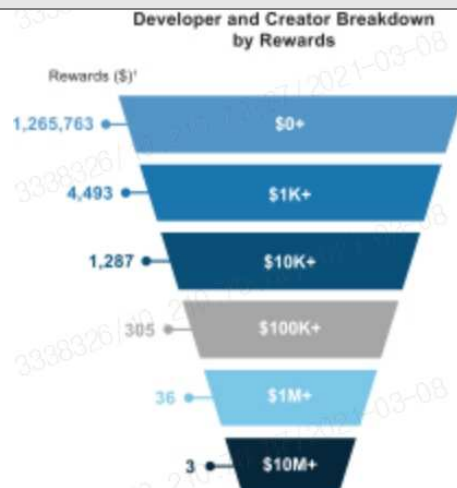
특히 '로벅스'의 존재는 로블록스가 게임 유통 플랫폼으로서 지속 성장을 위한 핵심 경쟁력인 '개발자 생태계' 확보에 긍정적이다. 로블록스는 '로블록스 스튜디오'를 통해 각 개인들이 게임 개발이 가능 (8백만 개발자, 총 게임 수 20백만개)한 게임 제작 및 유통 플랫폼이다. 게임 개발자들이 로블록스를 선호하는 이유는 게임 개발의 간편함과 더불어 현실 세계로 전환 가능한 '로벅스'의 존재 때문이다.

그림 24. 로블록스 스튜디오



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 로블록스 개발사 수익에 따른 개발자 구성



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

로블록스는 사용자가 로블록스 내에서 구매하는 가상 화폐로 현실 세계의 화폐로 환전이 가능하다. 개발자는 소비자가 구매한 로블록스에 대한 수익 배분 (게임 및 스튜디오 마켓플레이스는 70%, 아바타 마켓플레이스 30%)뿐만 아니라 현금화 (10만 로블록스부터 가능)도 가능하다. 특히 유사 장르인 마인크래프트와 비교시 게임 개발을 통해 수익화가 가능하다는 점은 개발자 생태계를 구축하기 위한 핵심 요인이다. 마인크래프트도 2017년 '마켓플레이스'를 오픈했으나 게임 자체를 만들고 수익화를 하는 로블록스와 달리 아이템 및 악세사리 위주의 판매라는 점이 다르다.

그림 26. 로블록스 환율

구매금액 (USD)	로블록스	개발자 환율 (USD) (1로블록스 = USD0.035)
4.99	400	14.0
9.99	800	28.0
19.99	1,700	59.5
49.99	4,500	157.5
99.99	10,000	350

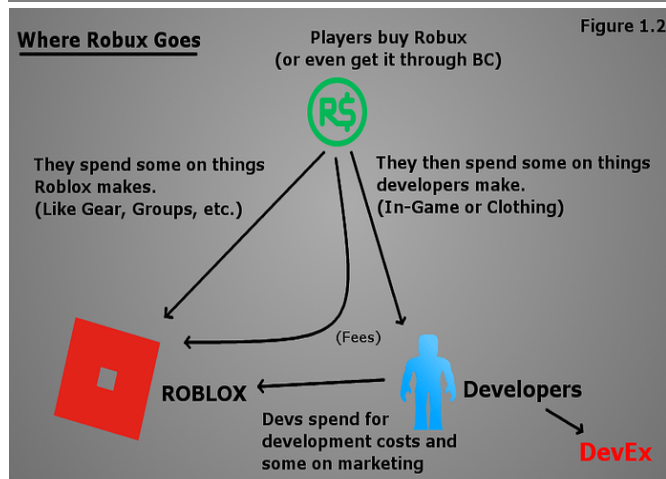
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터
주: 실제 환전은 10만로블록스부터 가능

그림 27. 로블록스 vs. 마인크래프트 비교

구분	마인크래프트	로블록스
출시년도	2011년	2006년
사용자	패키지판매 2억명 MAU 1.3억명	MAU 1.5억명 (DAU 37백만명)
하드웨어	PC, 스마트폰, 엑스박스, PS, 스위치	PC, 스마트폰, 엑스박스
수익 모델	패키지 판매 및 마켓플레이스	F2P (부분 유료화)
화폐	마인코인	로블록스 (Robux)
마켓플레이스	맵, 미니게임 판매 (개발자 배분 70%)	게임, 아이템 (개발자 배분 70%/30%)

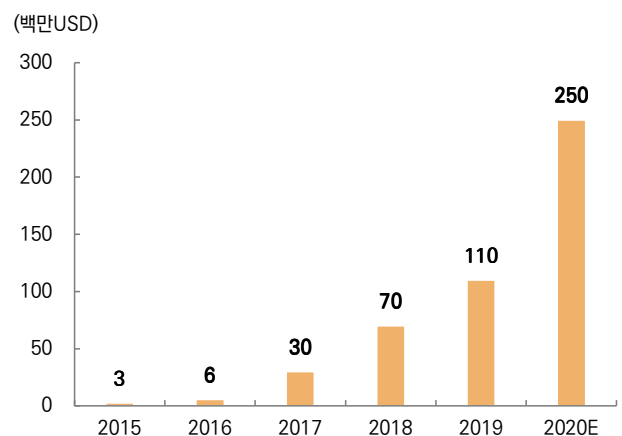
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 플랫폼으로서 로블록스 생태계: 플레이어



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 로블록스에서 발생한 개발자 수익



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

게임의 장르는 마인크래프트와 유사하지만 주로 모바일 기반으로 게임을 제작한다는 측면에서는 유니티와 유사하다. 그러나 로블록스는 개발의 편의성 및 수익화 가능성에 대해서 개발자 생태계 우위를 확보하고 있다고 판단한다.

로블록스는 프로그래밍 언어 중 상대적으로 가볍고 Embedded (삽입) 기능을 보유한 스크립트 언어인 Lua (루아)를 기반 (유니티와 언리얼은 C#과 C++)으로 하고 있다. 로블록스는 Lua를 기반으로 함으로써 기존 대비 보다 간편하게 게임을 제작할 수 있다는 장점이 있어 개발자 편의성이 높다. 이에 유니티 및 언리얼 등 기존 상용 엔진 대비 그래픽 등 퀄리티가 낮을 수 있으나 개발자 및 콘텐츠 생태계 확보에는 용이하다.

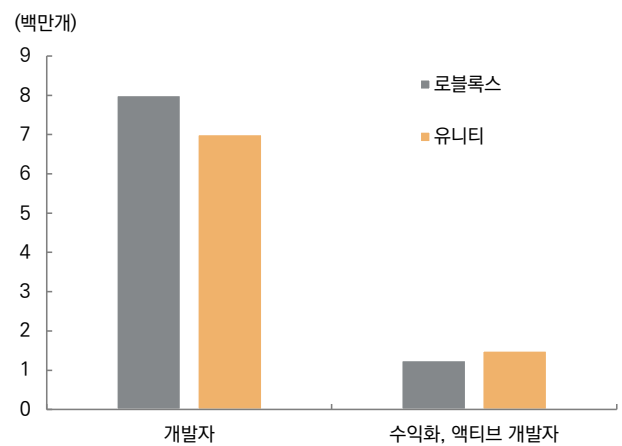
또한 로블록스는 유통 플랫폼도 겸하고 있어 로블록스에 등록된 사용자가 존재하고 로벅스 구매 등을 통한 유료화도 유리하다. 유니티는 상용 게임 엔진으로 게임 제작 도구와 마케팅 도구는 제공하지만 충성 사용자는 없어 유료화 보다는 광고 매출에 유리하다. 결국 충성 사용자 기반의 로블록스는 사용자 1인당 매출 (ARPPU)을 확보할 수 있어 수익화를 원하는 개발자에게 긍정적이다.

그림 30. 로블록스 vs. 유니티 비교

구분	로블록스	유니티
출시년도	2006년	2005년
사용 언어	루아 (Lua)	C#
비주얼스크립팅	로블록스 스튜디오	블루프린트
사용자	MAU 1.5억명 (DAU 37백만명)	게임 사용자 27억명
하드웨어	PC, 모바일, 엑스박스	주로 모바일
개발자 수익 모델	로벅스 (게임, 아이템)	인앱 결제, 광고
액티브 개발자	8백만명	1.5백만명 (등록 개발자 7백만명 이상)

자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 로블록스 vs. 유니티 개발자 수 비교

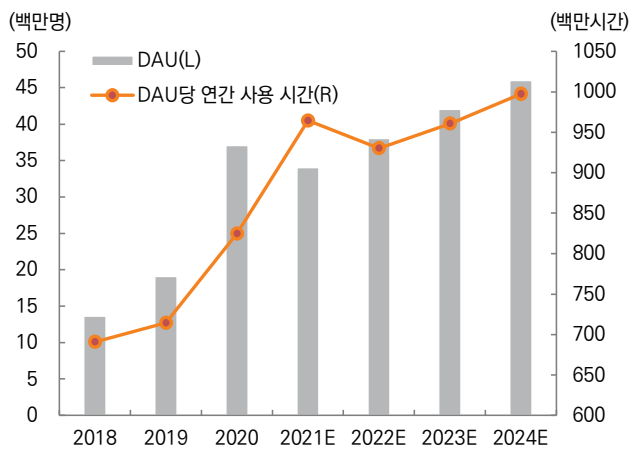


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

주: 유니티 개발자는 2017년 기준 / 로블록스는 수익화, 유니티는 액티브 개발자

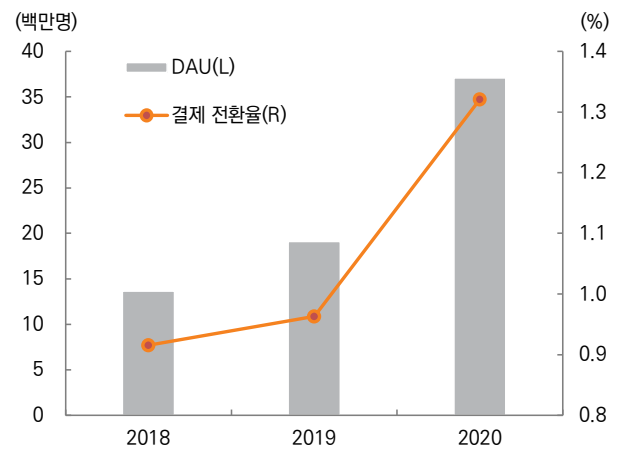
결국 개발자 생태계 기반의 콘텐츠 확대는 로블록스 사용자 지속 성장을 이끄는 핵심 요인이다. 점차 많은 개발자가 로블록스를 선택하고 게임을 만들어 낸다면 신규 사용자 확보뿐만 아니라 기존 사용자의 사용 시간 증가에도 긍정적이다. 사용자와 사용시간이 증가하게 된다면 사용자 (MAU 및 DAU) 중 결제 사용자로 전환 (Paying user conversion)도 증가할 것으로 예상되며 이는 결국 수익화로 이어질 수 있다. 따라서 로블록스가 개발자 확보 측면에서 우위에 있다는 점은 로블록스의 향후 장기 매출 성장에 긍정적이다.

그림 32. 로블록스 DAU 및 DAU 당 사용시간 추이



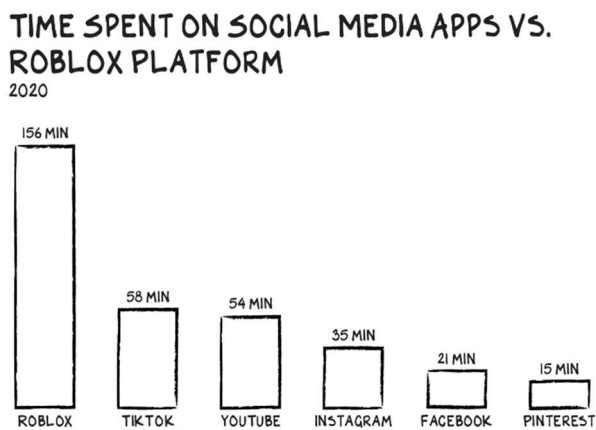
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 로블록스 DAU 및 결제 사용자 전환율



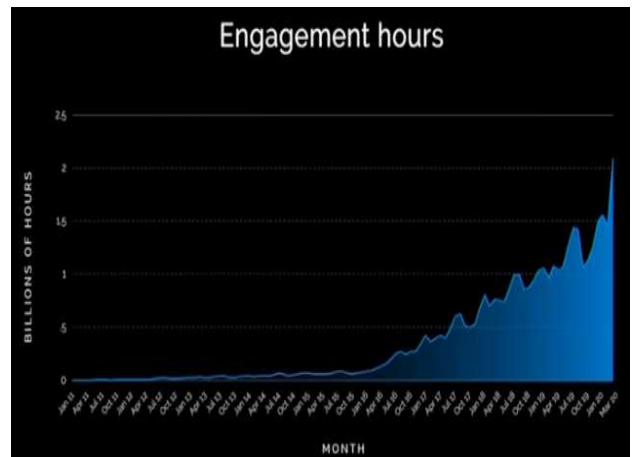
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 미국 로블록스 및 주요 SNS 일간 사용 시간



자료: 센서타워, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 로블록스 플레이 시간 추이



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

이처럼 로블록스를 사용하는 시간이 점차 증가하게 된다면 로블록스는 현재의 게임 유통뿐만 아니라 장기적으로 다양한 콘텐츠를 유통하는 게임 기반의 플랫폼화, 즉 ‘메타버스’의 주요 플레이어로 부상할 수 있다.

실제로 로블록스는 넷플릭스, NFL, WWE, 마블 및 FC 바르셀로나 등과 함께 마케팅 프로모션을 진행했다. 현재 사업 대비 매출은 미미하나 장기적으로 로블록스가 기존의 온라인 광고 플랫폼(ex. 소셜미디어)와 같이 온라인 광고 지면 확대로 마케팅 플랫폼으로서 역할이 가능하다는 것을 의미한다.

마케팅 플랫폼으로서 역할이 가능하면 로블록스의 경쟁사는 게임이 아니라 소셜 미디어 플랫폼으로 영역이 확장되게 된다. 따라서 현재 게임 인앱 결제(IAP: In-app Purchase)에 국한되어 있는 1인당 매출(ARPU)은 광고 매출로도 영역 확대가 가능하다. 결국 게임이 ‘게임’을 플레이하는 것에 국한되는 것이 아니라 공급자와 사용자를 연결하는 ‘플랫폼’의 역할을 수행할 것으로 예상할 수 있으며 로블록스는 핵심 플레이어로 부각될 전망이다.

그림 36. 2019년 로블록스에서 진행된 ‘기묘한 이야기’ 프로모션



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. FC바르셀로나 유니폼을 착용한 아바타



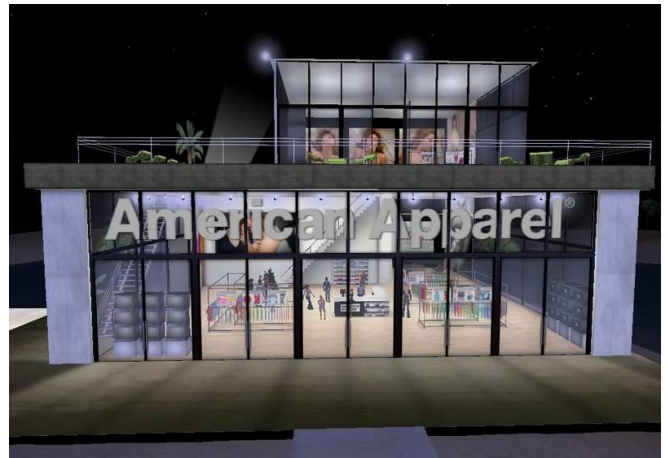
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 동물익슌에서 공개된 명품 (발렌티노) 의상



자료: 닌텐도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 세컨드라이프에 만들어진 ‘아메리칸 어패럴’ 매장

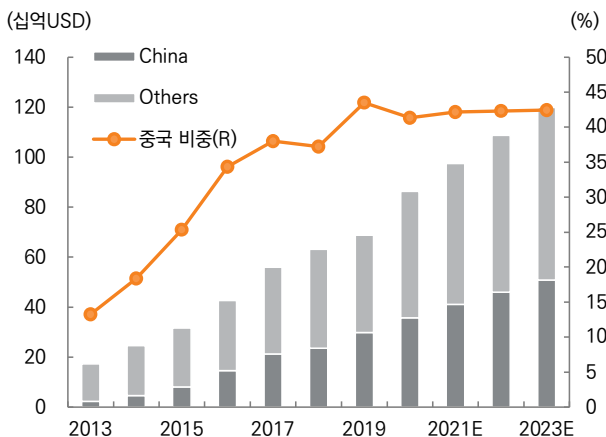


자료: Impactsocialmedia, 미래에셋대우 리서치센터

3. 중국 내 판호 획득. 중국 출시 모멘텀 임박

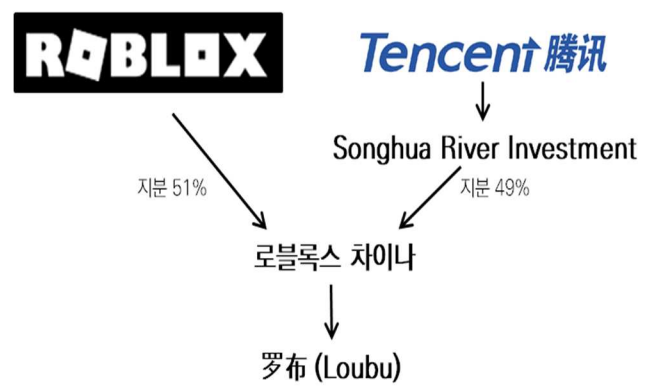
로블록스는 2020년 12월 중국에서 판호를 획득했으며 중국 시장 진출을 통한 사용자의 가파른 증가에 긍정적이다. 특히 중국은 글로벌 모바일 게임 시장에서 비중이 41%에 달하는 시장으로 로블록스(로블록스 사용자 중 모바일 비중 72%, 2020년)에게는 기회 요인이다. 중국 시장 진출을 위해 로블록스(중국명: 罗布乐思, Luobulesi)는 2019년 12월 텐센트의 자회사인 Songhua River Investment와 JV 설립(로블록스 차이나, 지분 51%) 했으며 현재 프로모션을 통한 개발자 및 크리에이터 확보를 추진 중이다.

그림 40. 중국 모바일 게임 시장 전망 및 글로벌 대비 비중



자료: Newzoo, iResearch, 미래에셋대우 리서치센터

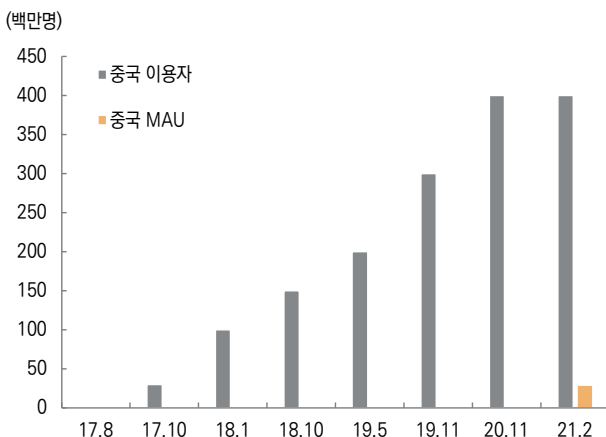
그림 41. 로블록스 차이나 지분 구조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

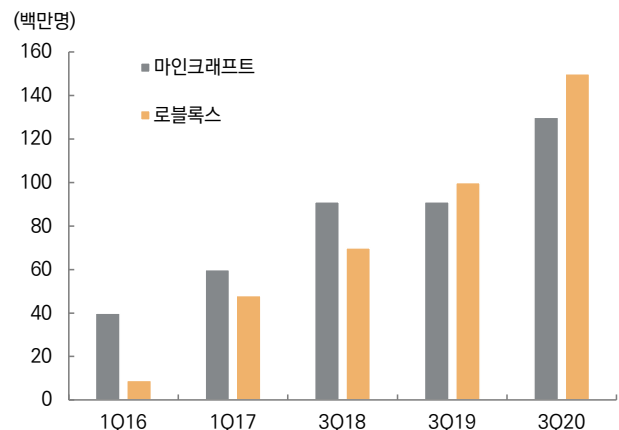
유사 장르인 ‘마인크래프트’를 감안하면 중국에서 로블록스의 성공 가능성은 높다고 판단한다. 경쟁 게임인 마인크래프트(중국명: 我的世界, Wodieshijie) 중국에서 2017년 출시(글로벌은 유료, 중국은 무료)됐는데 2020년 11월 기준 누적 사용자 4억명을 기록했다. 또한 2021년 2월 기준 중국 내 MAU는 29백만명으로 글로벌 MAU 대비 1/5 수준이다. 최근 글로벌 시장에서 로블록스가 마인크래프트 MAU를 상회했는데 이를 감안 시 중장기 관점에서 중국 내 사용자 확보도 가능할 것으로 예상된다.

그림 42. 마인크래프트 중국 사용자 추이



자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 마인크래프트 vs. 로블록스 글로벌 MAU 비교 (중국 제외)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

III. 실적 전망

2021년 전망

2021년 로블록스의 실적을 결제액 21.9억달러 (+16% YoY), 매출액 14.7억달러 (+59% YoY), OP - 0.7억달러 (적자 지속)로 예상한다. 로블록스는 3월 2일 가이던스를 발표했는데 결제액 20.6억달러 (+10% YoY), 매출액 14.8억달러 (+60% YoY), 사용자 36백만명 (+9% YoY)을 제시했다.

1Q21와 2Q21 결제액은 각각 5.7억달러 (+129% YoY), 4.9억달러 (-1% YoY)로 예상된다. 코로나19 영향 축소 (정상화)와 기저 효과에 기인한다. 사용 시간 가이던스는 1Q21와 2Q21 각각 88억시간 (+81% YoY), 78억시간 (-9% YoY) 이다.

로블록스는 매출액을 결제액에서 가상 아이템의 사용 수명 (Life time, 약 23개월)을 고려하여 인식한다. 따라서 핵심 지표는 회계상 매출액이 아닌 결제액 (Bookings) 이다. 또한 개발자 분배 비용은 매출액이 아닌 결제액과 연동되는 비용이며 장기적으로 로블록스의 게임내 재투자자 증가하면 비중도 축소될 가능성이 존재한다.

표 3. 로블록스 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
거래금액	250	494	496	642	571	488	503	627	694	1,883	2,188	2,527
QoQ (%)	5.6	98.0	0.5	29.4	(11.1)	(14.6)	3.2	24.5				
YoY (%)	75.4	228.7	200.2	171.8	128.8	(1.3)	1.3	(2.4)	39.1	171.2	16.2	15.5
매출액	162	200	252	310	336	336	383	415	508	924	1,469	1,802
QoQ (%)	9.5	24.0	25.7	23.1	8.4	(0.2)	14.1	8.4				
YoY (%)	46.3	68.1	92.1	110.0	108.0	67.4	51.9	33.8	56.4	81.7	59.0	22.7
(이연매출)	(88)	(294)	(245)	(332)	(235)	(152)	(121)	(212)	(186)	(959)	(719)	(725)
영업비용	192	264	287	362	368	351	388	432	567	1,105	1,539	1,809
QoQ (%)	9.6	37.4	8.6	26.5	1.6	(4.8)	10.7	11.3				
YoY (%)	63.2	104.3	97.7	106.8	91.7	32.9	35.4	19.2	50.8	94.8	39.3	17.6
매출원가	42	54	66	79	85	84	95	102	122	240	365	433
개발자 분배 비용	44	83	82	114	101	85	88	108	112	323	382	431
인프라	50	61	70	76	82	82	93	100	155	257	358	432
R&D	33	36	43	50	54	53	61	65	97	162	233	280
판관비	12	17	14	29	31	30	34	37	39	71	133	156
마케팅	11	13	12	15	16	16	18	19	42	52	69	77
영업이익	(31)	(64)	(35)	(52)	(32)	(15)	(5)	(17)	(59)	(181)	(70)	(7)
QoQ (%)	10.5	108.0	(45.5)	51.4	(38.6)	(52.8)	(64.4)	214.7				
YoY (%)	319.1	533.8	150.7	89.4	5.3	(76.1)	(84.4)	(67.5)	14.8	208.1	(61.5)	(89.9)
OPM (%)	(18.9)	(31.7)	(13.7)	(16.9)	(9.6)	(4.5)	(1.4)	(4.1)	(11.6)	(19.6)	(4.7)	(0.4)
Pretax	(29)	(63)	(34)	(52)	(32)	(15)	(5)	(17)	(52)	(179)	(70)	(7)
Tax	3	1	5	(10)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(5)	(5)
NI	(32)	(64)	(40)	(43)	(31)	(14)	(4)	(16)	(53)	(178)	(64)	(2)
NPM (%)	(19.9)	(32.0)	(15.7)	(13.7)	(9.2)	(4.1)	(1.0)	(3.8)	(10.5)	(19.3)	(4.4)	(0.1)

자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 기업 개요

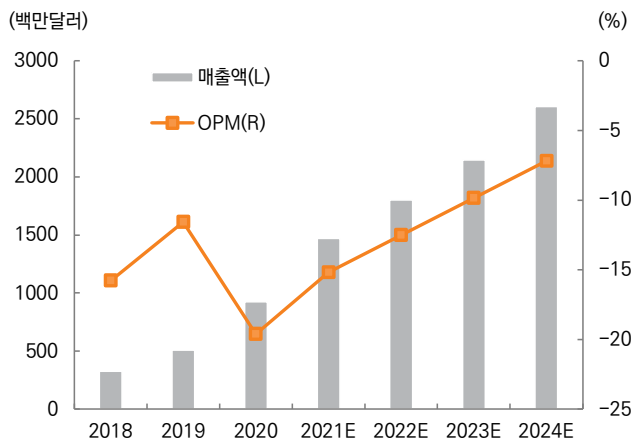
기업 소개

로블록스는 2004년 설립 (2007년 출시)된 글로벌 게임 제작 및 유통 플랫폼이다. 현재 PC, 모바일, 엑스박스에 및 VR 기기 (오쿨러스 리프트, HTV Vive)에서 플레이가 가능 (2020년 모바일 매출 비중은 54%, +6ppt YoY / 모바일 사용 시간 비중은 68%)하다. 사용자가 직접 게임을 만들고 플레이하며 대표 게임으로는 ‘입양하세요’가 있다.

사용자가 게임 내 통용되는 가상 화폐인 로벅스 (Robux)를 구매 (PC 기준 1만 로벅스를 99.99달러에 구매 가능)하면 일정 시간 (23개월)을 두고 매출액으로 인식 (이연 매출)한다. 사용자는 로벅스로 ‘아바타 마켓플레이스’에서 아바타를 꾸미기 위한 의류, 제스터, 이모션 등을 구매할 수 있다.

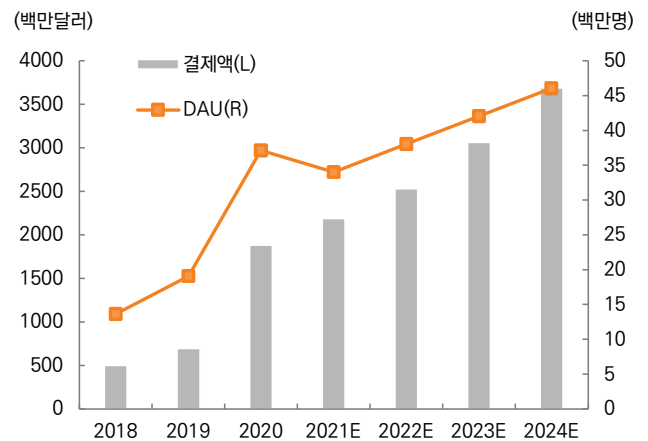
게임 개발자는 로벅스 사용 금액의 70%를 수익배분으로 받는다. 또한 아바타 마켓플레이스 크리에이터는 30%를 받는다. 로벅스가 10만 로벅스 이상 쌓이면페이팔을 통해 실제 화폐로 환전 (10만 로벅스 = 350달러)할 수 있다.

그림 44. 로블록스 매출액 및 OPM 전망



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 로블록스 결제액 및 DAU 전망



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 로블록스 대표 게임: 입양하세요



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 로블록스 대표 게임: Jail break



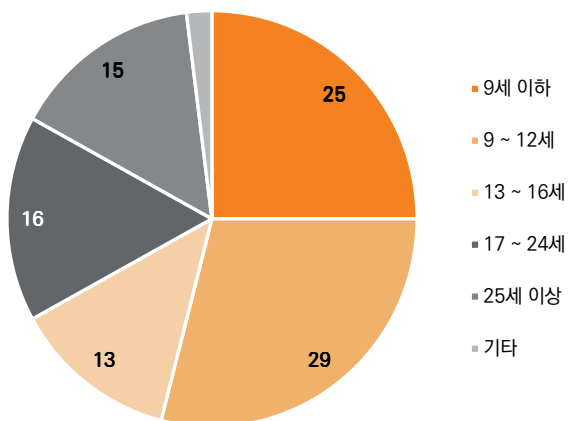
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 로블록스 역사



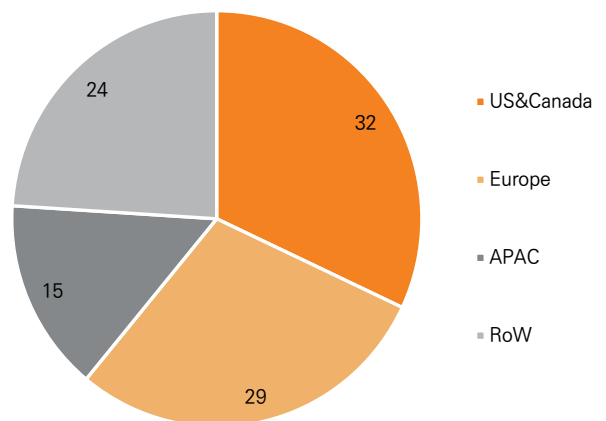
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 로블록스 사용자 구분: 나이



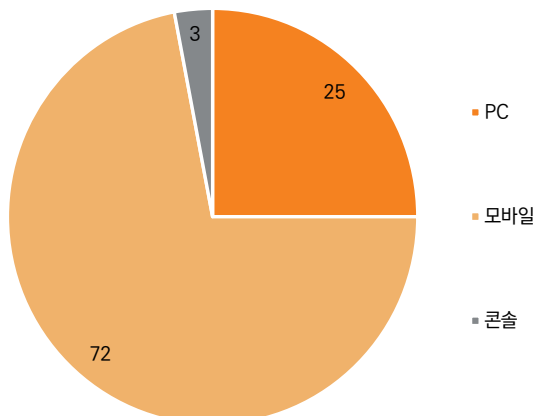
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 로블록스 사용자 구분: 지역



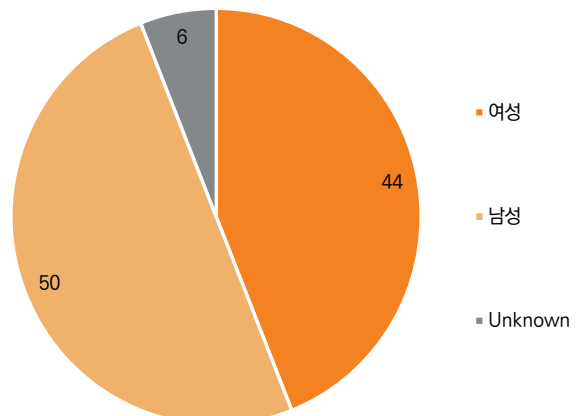
자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. 로블록스 사용자 구분: 플랫폼



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 로블록스 사용자 구분: 성별



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

지분 구조

로블록스는 클래스 A (의결권 1개, 상장 예정)와 클래스 B (의결권 20개, 클래스 A로 전환 가능)로 구성되어 있다. 신규 공모 주식 없이 기존 주식의 직상장 (Direct Listing)으로 진행되며 2021년 1월 15일 기준 클래스 A와 클래스 B는 각각 493.3백주, 57.3백만주로 구성되어 있다.

상장 즉시 198.9백만주가 등록 (Registered)될 예정이며 상장 직후 388백만주 가량 매도가 가능하다. 기존 주주에 대한 별도의 보호 예수 기간은 없다.

그림 53. 로블록스 상장 개요

구분	내용
상장일 (NYSE)	3월 10일
Ticker	RBLX US
기존 주식 수 (백만주, 1월 기준)	550.5백만주
옵션 및 RSU	112.9백만주
신규 (백만주)	없음 (직상장)
참고 밸류에이션 (1월 투자 유치)	295억달러 (주당 45\$)
보호예수기간	없음

자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

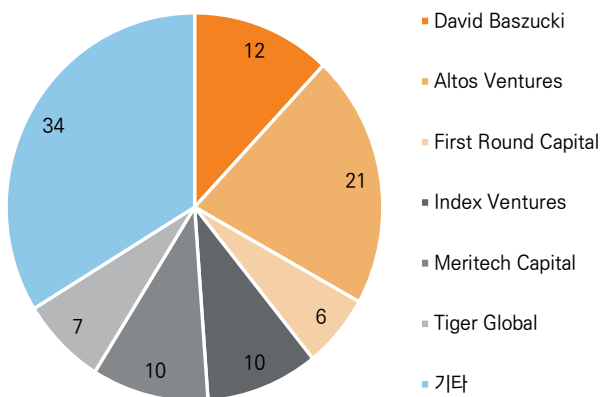
그림 54. 로블록스 주요 연혁

시기	내용
2004	로블록스 코퍼레이션 설립
2006-09	‘로블록스’ 출시
2013-10	개발자 교환 프로그램 (DevEx) 출시
2016-04	오culus 리프트용 로블록스VR 출시
2017-07	게임 ‘입양하세요’ 출시
2019-05	텐센트 파트너십 체결
2019-09	로블록스 프리미엄 재출시

자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

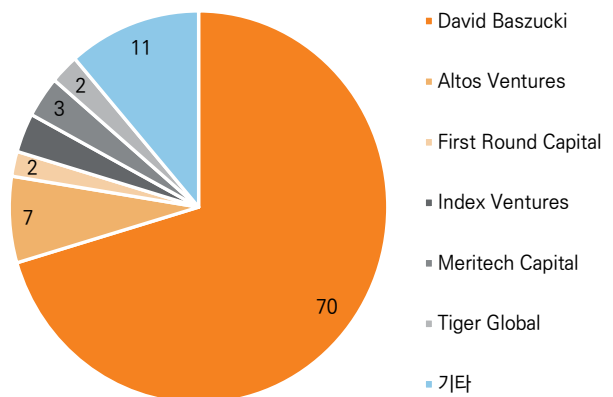
CEO이자 창업자인 David Baszucki는 의결권 기준 70% 지분을 보유 (주식 수 기준 12%) 하고 있다. 주식수 기준 지분율 1위는 21%를 보유한 알토스 벤처스 (의결권 7%)이다.

그림 55. 로블록스 지분 구조: 주식수 기준



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 56. 로블록스 지분 구조: 의결권 기준



자료: 로블록스, 미래에셋대우 리서치센터

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 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.