

부각될 SLG, 서브컬처 게임사의 가치

매수
(유지)

목표가: 6,500원
상승여력: 50.6%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

중국 게임 시장 재개방 기조의 지속 예상

23년 중국 양회에서 등장한 중국 게임 산업에 대한 우려 목소리

- 규제 의견 일색이었던 22년과 달리 23년 양회에서는 게임 산업에 대한 우려 의견 등장
- 22년 중국 게임 시장 YoY 성장률은 -10%를 기록하며 2010년대 이후 최초로 역성장
- 당국은 판호 발급 수 조절을 통해 17~21년 CAGR 10% 수준의 시장 성장률을 유지
- 게임 산업 성장률 회복을 위해 적극적인 내자, 외자판호 발급이 지속될 것으로 예상

중국 시장에 대한 높은 장르 잠재력을 보유

다른 시장보다 높은 중국 시장에서의 SLG 장르 인기

- 22년 중국 iOS 매출 Top 50 게임 내 SLG 장르 비중은 11%로 핵심 장르에 해당
- 릴리스와 같은 대형 중국 업체와의 직접적인 경쟁은 어려울 것이 분명하나 디즈니 IP의 중국 인기 고려 시 동사의 디즈니 IP 기반 SLG 2종도 흥행 잠재력 존재한다고 판단

서브컬처형 수집형 RPG에 대한 잠재력도 존재

- 연 20% 이상 고속 성장하는 중국 서브컬처 수집형 RPG 장르에서의 가능성 존재
- 스타시드를 준비 중인 모히또게임즈는 중화권에서의 흥행 전력이 존재하는 서브컬처 스튜디오로 전작 주사위의 신은 1H16 홍콩 모바일 게임 누적 매출 2위를 기록

목표주가 6,500원 유지

투자이견 '매수', 목표주가 6,500원 유지

- 23년 실적 전망치, 타겟 P/E 20배(2020년) 유지. 23F P/E 14배에서 거래 중
- 1) 킬링포인트 지급비 감소에서 이어지고 있는 수익성 개선, 2) 중국 시장에서의 잠재력, 3) 3Q23 출시 예상되는 주요 작품(2종) 신작 모멘텀을 고려 시 저평가 국면
- 2Q23 디즈니나이츠사가의 소프트론칭, 스타시드 2차 CBT가 진행될 것으로 예상
- 해당 이벤트들로 추가적인 연기 우려 완화되며 신작 모멘텀 다시금 강화될 전망

Key data



현재주가(23/3/14, 원)	4,315	시가총액(십억원)	296
영업이익(22F, 십억원)	8	발행주식수(백만주)	69
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	5	유동주식비율(%)	57.9
EPS 성장률(22F, %)	-40.9	외국인 보유비중(%)	4.5
P/E(22F, x)	65.4	베타(12M) 일간수익률	1.36
MKT P/E(22F, x)	11.6	52주 최저가(원)	3,500
KOSDAQ	758.05	52주 최고가(원)	8,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.8	-0.5	-45.6
상대주가	-8.2	2.8	-37.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	103	165	201	164	190	216
영업이익 (십억원)	9	20	22	8	27	40
영업이익률 (%)	8.7	12.1	10.9	4.9	14.2	18.5
순이익 (십억원)	-1	11	7	4	22	35
EPS (원)	-25	185	104	62	322	507
ROE (%)	-4.9	21.8	8.0	4.3	19.6	24.7
P/E (배)	-	39.5	98.1	65.4	13.4	8.5
P/B (배)	1.9	4.7	7.2	2.7	2.4	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 조이시티, 미래에셋증권 리서치센터

23년 양회에서 나온 중국 게임 시장 둔화 우려

게임에 대한 규제 의견 일색이었던 작년과 달리 23년 양회에서는 중국 게임 시장 둔화에 대한 우려와 더불어 게임 산업에 대한 새로운 정책의 필요성에 대한 의견도 제시되었다.

*** 정협 각원위 위원(정협, 수도경무대 문화통신대 부학장) 의견**

“게임도 문화 산업의 일부로서 질적으로 발전할 필요가 있다. 특히 외국 정부가 게임 산업에 대한 지원을 지속적으로 늘리고 있는 시점에서 게임 산업의 패권을 놓고 경쟁하고 게임 산업에 대한 새로운 질서를 제정할 필요성이 있다.”

- 세 가지 제안

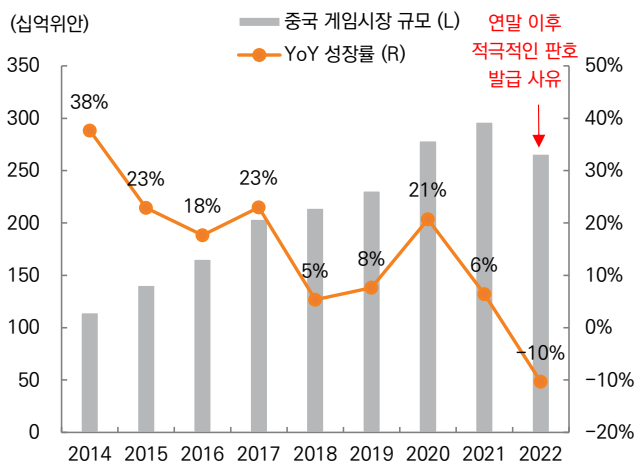
- 1) 게임 산업의 질적 발전을 위해 구체적인 정책과 가이드라인의 제정 필요. **콘텐츠 검토, 판호 심사, 안전 운영, 미성년자 보호 측면에서 게임 산업의 건전한 발전을 지원**
- 2) 게임 기술과 실물 경제의 심도 있는 통합을 촉진하기 위해 게임 기술 산업 표준을 공식화
- 3) 게임사들이 양질의 게임을 출시하고 해외 진출까지 할 수 있도록 유도. **국내 게임사의 국제 경쟁 및 해외 게임 IP 개발 지속 촉진, 게임사 역량 제고를 통해 국제 경쟁력을 구축**

중국 게임 시장 재개방 기초의 지속 예상

23년 적극적인 판호 발급 기초가 이어질 것으로 판단하는 주요 근거는 마이너스로 떨어진 중국 게임 시장 성장률이다. 22년 중국 게임시장 규모는 2,660억위안(51조원 수준)으로 전년 대비 10% 감소했다. 중국 게임시장의 역성장은 모바일 게임이 본격 성장하기 시작한 2010년대 이후로는 처음 발생한 일로 각원위 위원의 의견과 같이 우려의 목소리도 커지고 있는 상황이다.

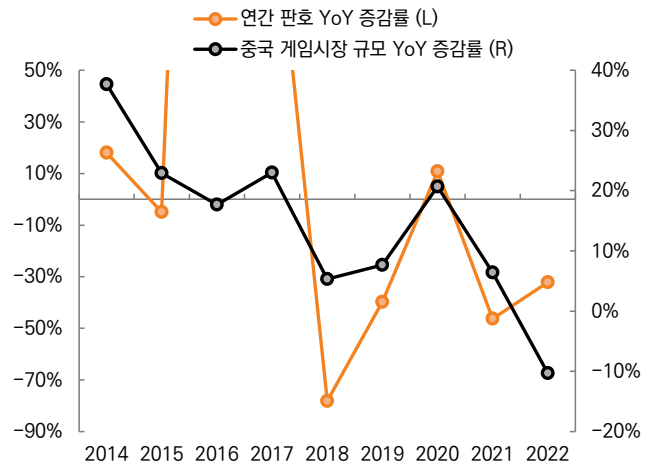
중국 당국은 적극적인 판호 발급 기초로의 전환을 통해 예기치 못하게 역성장에 접어든 게임 시장을 회복시킬 가능성이 높다. 중국은 18년 이후 판호의 감소를 통해 연 20%를 상회하던 게임 시장 성장률을 10% 수준(17~21년 CAGR 10% 성장)으로 컨트롤해왔다. 2H22부터 증가하고 있는 판호 발급 빈도와 발급 수의 동시 증가는 23년~24년 게임 시장 회복을 위한 당국의 움직임이 시작되었음을 의미한다.

그림 176. 중국 게임 시장 규모



자료: 中国音数协游戏工委 '2022년 중국 게임산업 보고', 미래셋증권 리서치센터

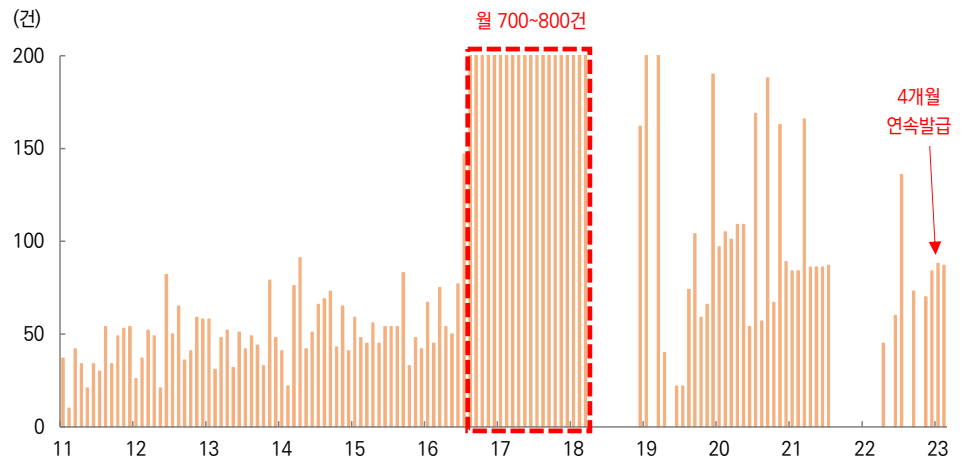
그림 177. 판호 발급과 중국 게임 시장 규모 상관관계



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

22년 11월 ~ 23년 2월 중국 내자판호의 4개월 연속 발급은 게임 산업에 대한 당국의 규제가 사실상 마무리 단계로 가고 있음을 시사한다. 중국 당국은 22년 11월 70개, 12월 84개의 내자판호 승인에 이어 올해도 허가를 지속하고 있다. 23년 1월 88개, 2월 87개 등 23년 내자판호 허가 수는 이미 22년 전체(468개)의 3분의 1을 넘어서고 있다. 회당 판호 발급 건수로 보더라도 80개 수준을 넘어서며 게임 산업에 대한 적극적인 규제 이전인 20년 수준으로 돌아가고 있다.

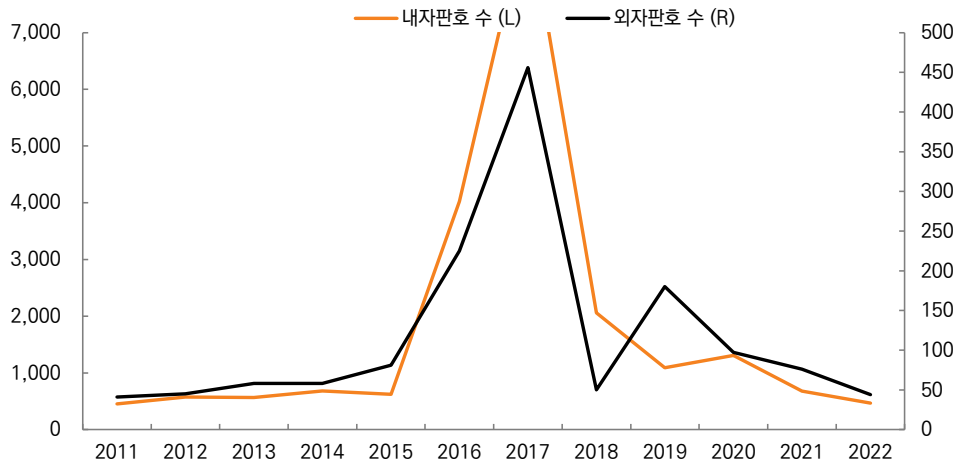
그림 178. 11년 이후 내자판호 월간 발급 추이



자료: 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

연속적인 내자판호 발급에서 보이는 당국의 게임 규제 완화는 외자판호 발급 확대로 이어질 가능성이 높다. 지난 10년간의 판호 발급을 관찰해보면 내자판호와 외자판호 발급에 대한 방향성은 대부분 같은 방향으로 움직였다는 점을 알 수 있다. 내자판호 발급의 재개로 외자판호 발급 정상화의 선결 조건이 한 가지 해결되었다고 판단한다.

그림 179. 내자판호, 외자판호 연간 발급 추이



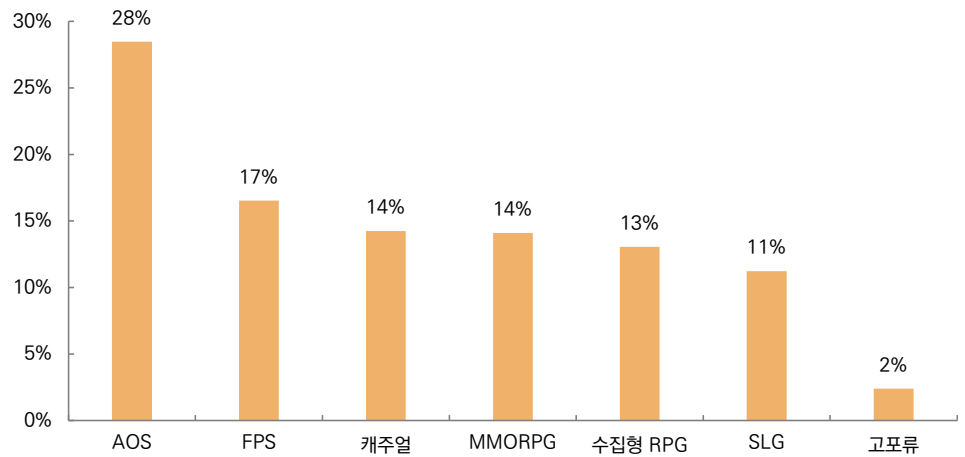
자료: 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

중국 게임 시장 둔화 속에서도 성장 중인 SLG, 서브컬처 장르

역성장을 기록한 22년에도 중국 시장에서 SLG와 서브컬처 장르는 20% 수준의 성장세를 기록한 것으로 추정된다. 국내 게임사가 강점을 지닌 MMORPG는 중국에서 급속도로 인기를 잃어가고 있다. 현재 중국에서 잘나가는 장르는 AOS, FPS, SLG, 서브컬처형 수집형 RPG다.

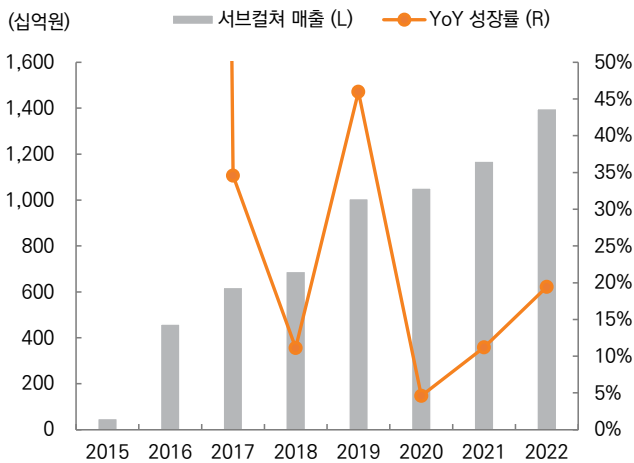
AOS는 실질적으로 텐센트의 두 게임(왕자영요, LoL 와일드리프트)이 지배하고 있어 침투가 사실상 어려운 상황이다. FPS의 경우 PC에서는 천열화선(크로스파이어), 모바일에서는 화평정영(PUBG M)이 국민 IP급으로 올라서 해당 장르를 지배하고 있는 상황이다.

그림 180. 22년 중국 iOS Top 50 게임 장르별 매출 비중



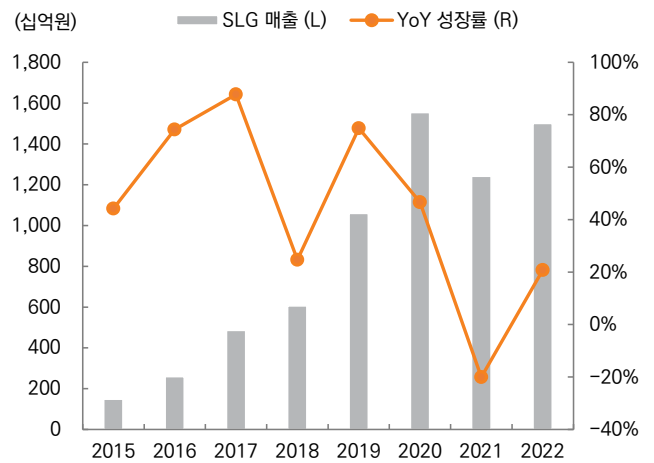
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 181. 중국 iOS Top 50 게임 내 서브컬처 게임 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 182. 중국 iOS Top 50 게임 내 SLG 연매출 추이



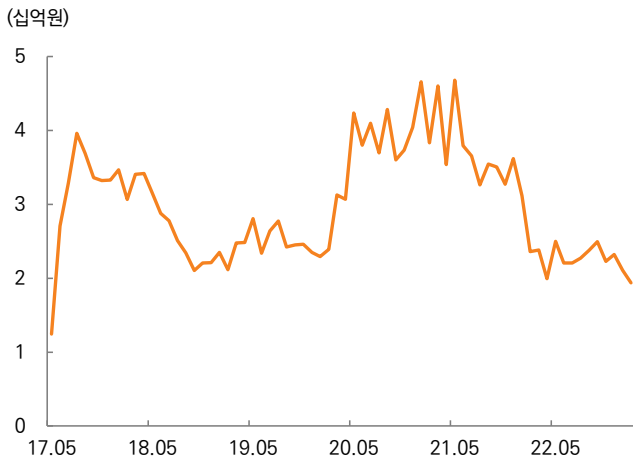
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

오랜기간 길러온 SLG, 서브컬처 게임 개발력

조이스티는 국내 1위 SLG 게임 개발사로 대표적인 캐리비안의해적과 건쉽배틀은 출시 4년이 넘었음에도 글로벌에서 견조한 매출흐름을 유지하며 흥행을 지속하고 있다. 중국 내 디즈니 인기를 고려할 때 디즈니 IP를 기반으로 한 SLG 기존작(캐리비안의해적) 또는 신작(디즈니나이츠사)의 중국 잠재력을 기대해볼 수 있다.

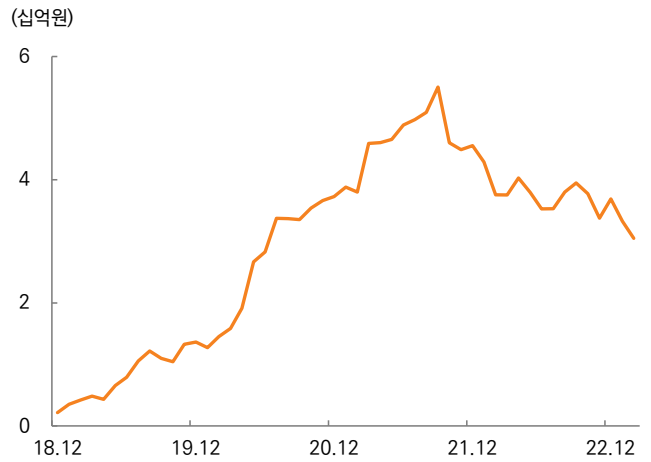
주사위의신, 히어로볼Z 등을 성공적으로 출시하며 길러온 서브컬처 개발력에도 주목한다. 주사위의신은 16년 상반기 누적 매출 2위를 기록하며 중화권에서 저력을 입증한 바 있다. 올해는 서브컬처 기대작 스타시드가 하반기 출시를 앞두고 있는 상황이다. 서브컬처에 특화된 중국 비리비리가 퍼블리싱을 하고 1년이 넘는 기간동안 협업을 이어온 만큼 중화권에서의 스타시드 흥행 잠재력이 높을 것으로 예상된다.

그림 183. 캐리비안의해적 글로벌 월매출 추이



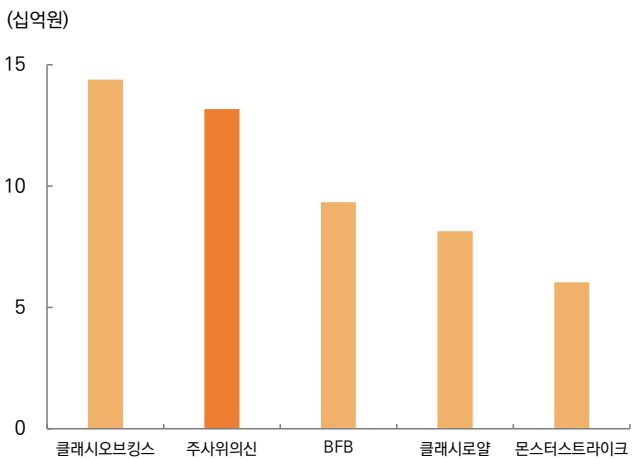
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 184. 건쉽배틀 글로벌 월매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 185. 16년 상반기 홍콩 iOS, 안드로이드 누적 매출 Top 5



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 186. 서브컬처 신작 스타시드(비리비리 퍼블리싱)



자료: 조이스티, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 분기 및 연간 실적 전망

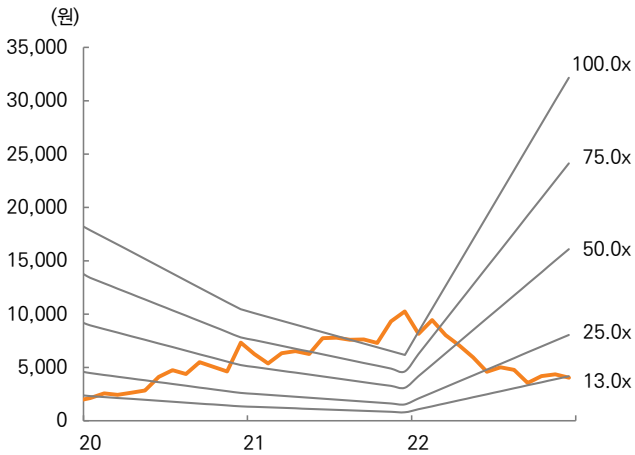
(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
매출	41.1	39.8	43.9	39.5	41.1	42.2	52.4	53.8	165.4	201.3	164.3	189.5
(% YoY)	-22.5%	-26.0%	-7.6%	-15.9%	0.0%	6.0%	19.6%	36.0%	60.3%	21.7%	-18.4%	15.3%
프리스타일	11.1	9.9	9.9	9.7	10.9	9.7	9.8	9.9	36.0	41.9	40.6	40.3
전쟁시물레이션	25.8	26.5	25.7	25.4	24.6	26.9	37.0	38.1	103.7	138.1	103.5	126.6
RPG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.8	3.1	0.0	0.0
서브컬처	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	5.2	2.1	0.8	0.3
기타	3.9	3.1	8.1	4.4	5.5	5.6	5.6	5.7	11.6	16.0	19.4	22.3
판매비와관리비	38.0	39.8	41.7	37.3	36.7	37.1	43.6	45.3	144.9	179.5	156.7	162.6
인건비	6.0	7.6	6.5	7.7	6.6	7.6	6.7	7.7	19.4	24.2	27.8	28.6
지급수수료	18.5	17.8	17.3	17.3	17.4	18.0	23.2	24.1	80.4	90.8	70.9	82.6
마케팅비	11.4	12.2	15.4	10.0	10.2	9.0	10.6	10.4	38.2	56.0	48.9	40.2
기타	2.1	2.1	2.5	2.4	2.4	2.5	3.1	3.2	7.0	8.4	9.1	11.2
영업이익	3.1	0.1	2.2	2.2	4.4	5.2	8.9	8.5	20.5	21.8	7.6	26.9
(% YoY)	-56.1%	-98.7%	-46.9%	-47.7%	41.9%	-	310.7%	279.2%	139.4%	6.5%	-65.2%	254.7%
영업이익률	7.6%	0.2%	4.9%	5.6%	10.8%	12.2%	16.9%	15.7%	12.4%	10.8%	4.6%	14.2%
자배주주순이익	2.7	0.1	2.5	-1.1	3.2	3.9	7.6	7.2	11.3	7.0	4.1	21.9
순이익률	6.4%	0.2%	5.8%	-2.8%	7.7%	9.3%	14.5%	13.4%	6.8%	3.5%	2.5%	11.6%

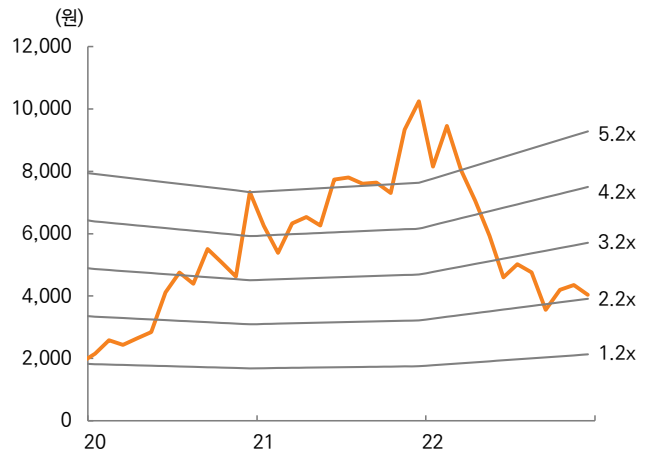
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 12MF P/E 밴드

그림 188. 12MF P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	8,050	14.8	13.4	4.4	4.1	1.4	1.2	7.0	6.5	35.4	35.1
엔씨소프트	8,705	17.8	14.6	3.4	3.0	2.3	2.0	10.3	8.5	21.7	23.8
넷마블	4,805	79.7	37.2	1.6	1.5	0.9	0.9	20.3	16.2	2.1	4.2
펄어비스	2,691	33.3	14.0	5.8	3.0	3.4	2.4	26.6	10.0	15.2	21.5
카카오게임즈	3,556	19.8	16.6	2.5	2.2	1.7	1.5	12.5	10.8	18.7	19.4
위메이드	1,714	59.9	21.1	2.5	2.1	3.8	3.4	37.7	15.4	4.9	12.5
컴투스	890	19.2	17.9	1.1	1.0	0.7	0.7	18.1	13.1	3.6	4.5
NHN	963	16.9	12.6	0.4	0.4	0.5	0.5	4.0	3.5	3.4	4.0
더블유게임즈	772	6.0	5.4	1.2	1.1	0.9	0.8	3.0	2.8	29.8	30.3
웹젠	603	10.5	9.2	2.5	2.2	0.9	0.8	6.6	5.6	27.7	28.7
네오위즈	940	12.2	12.9	2.2	2.1	1.7	1.5	7.7	8.3	21.1	19.4
조이스티	304	14.9	9.3	1.6	1.4	2.5	2.0	13.4	9.2	13.3	17.5
Activision Blizzard (US)	79,675	20.4	19.4	6.5	6.4	2.8	2.5	15.4	13.8	35.1	37.9
Electronic Arts	39,014	18.1	17.0	4.2	4.0	4.0	3.8	12.4	11.8	29.1	29.7
Take Two Interactive	24,303	30.7	21.8	3.5	3.0	2.0	2.0	23.1	17.5	15.5	15.3
Nintendo (JP)	64,860	15.0	16.5	4.1	4.3	2.7	2.5	9.3	10.4	31.6	31.5
Nexon	25,746	23.9	20.7	6.4	5.9	2.8	2.4	14.8	13.2	32.5	33.6
Bandai Namco	18,007	18.3	17.9	1.9	1.8	2.9	2.7	10.3	9.8	13.8	14.1
Konami	8,831	22.8	17.0	2.9	2.7	2.3	2.1	10.0	8.1	17.2	21.2
Cyber Agent	5,499	29.9	19.3	0.8	0.7	3.5	3.0	8.6	7.0	6.5	7.6
Square Enix	7,421	16.4	15.8	2.2	2.0	2.4	2.1	10.7	7.9	14.2	17.8
Tencent (CH)	547,765	25.1	20.8	5.2	4.7	3.2	2.8	18.6	15.8	29.1	29.4
NetEase	71,811	16.4	14.7	3.6	3.3	5.0	4.7	11.6	10.2	21.8	22.4
Kingsoft	6,299	61.2	51.9	4.4	3.6	1.5	1.4	10.5	7.9	22.7	24.2
Youzu Interactive	1,926	81.2	31.2	5.3	5.3	2.1	2.0	40.5	22.3	3.4	12.6
Ubisoft (FR)	3,897	-	13.0	1.4	1.2	1.8	1.6	4.3	3.6	-28.3	14.9

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

조이스티 (067000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	201	164	190	216
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	201	164	190	216
판매비와관리비	180	157	163	176
조정영업이익	22	8	27	40
영업이익	22	8	27	40
비영업손익	-8	1	1	1
금융손익	0	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	9	28	41
계속사업법인세비용	7	5	6	6
계속사업이익	7	4	22	35
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	7	4	22	35
지배주주	7	4	22	35
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	7	4	22	35
지배주주	7	4	22	35
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	26	12	32	46
FCF	30	9	24	37
EBITDA 마진율 (%)	12.9	7.3	16.8	21.3
영업이익률 (%)	10.9	4.9	14.2	18.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.5	2.4	11.6	16.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	74	77	99	134
현금 및 현금성자산	24	29	47	78
매출채권 및 기타채권	26	22	26	29
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	24	26	26	27
비유동자산	163	161	163	165
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	1	1	1	2
무형자산	3	3	3	4
자산총계	238	237	262	299
유동부채	66	62	64	66
매입채무 및 기타채무	17	17	18	19
단기금융부채	39	37	37	37
기타유동부채	10	8	9	10
비유동부채	75	74	75	75
장기금융부채	70	70	70	70
기타비유동부채	5	4	5	5
부채총계	140	136	138	141
지배주주지분	97	101	124	158
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	71	71	71	71
이익잉여금	-3	1	23	58
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	97	101	124	158

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	31	10	26	39
당기순이익	7	4	22	35
비현금수익비용가감	22	10	11	13
유형자산감가상각비	2	1	1	2
무형자산상각비	3	3	4	4
기타	17	6	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	8	2	-1	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	5	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	0	0	0
법인세납부	-6	-5	-6	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-137	-3	-8	-9
유형자산처분(취득)	0	-1	-2	-2
무형자산감소(증가)	0	-3	-4	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	1	-2	-2
기타투자활동	-123	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	110	-2	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	99	-2	0	0
자본의 증가(감소)	14	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	0	0	0
현금의 증가	5	5	18	30
기초현금	19	24	29	47
기말현금	24	29	47	78

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	98.1	65.4	13.4	8.5
P/CF (x)	23.7	19.3	8.9	6.2
P/B (x)	7.2	2.7	2.4	1.9
EV/EBITDA (x)	20.1	27.9	10.4	6.5
EPS (원)	104	62	322	507
CFPS (원)	432	209	485	691
BPS (원)	1,423	1,480	1,801	2,308
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	21.7	-18.4	15.3	13.8
EBITDA증가율 (%)	9.2	-55.0	167.9	44.9
조정영업이익증가율 (%)	6.5	-65.2	254.7	49.1
EPS증가율 (%)	-43.7	-40.9	420.5	57.5
매출채권 회전을 (회)	8.2	7.2	8.6	8.6
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.0	1.8	8.9	12.4
ROE (%)	8.0	4.3	19.6	24.7
ROIC (%)	40.2	19.3	120.6	164.7
부채비율 (%)	144.4	134.0	112.1	89.1
유동비율 (%)	113.4	123.4	155.1	203.7
순차입금/자기자본 (%)	65.0	54.0	29.3	3.3
조정영업이익/금융비용 (x)	26.6	5.1	18.2	27.1

자료: 조이스티, 미래에셋증권 리서치센터