DS INVESTMENT & SECURITIES

조이시티
067000

글로벌 히트와 함께 레벨업 전망

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.03.10

매수(신규)

목표주가(신규)	3,200원
현재주가(03/09)	2,295원
상승여력	39.4%

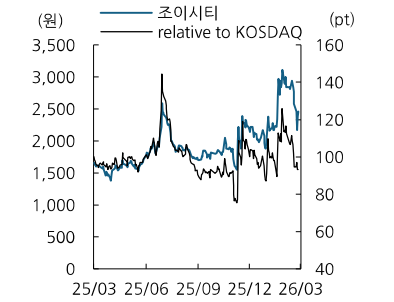
Stock Data

KOSDAQ	1,102.3pt
시가총액(보통주)	160십억원
발행주식수	69,903천주
액면가	500원
자본금	35십억원
60일 평균거래량	1,599천주
60일 평균거래대금	4,144백만원
외국인 지분율	4.9%
52주 최고가	3,335원
52주 최저가	1,361원
주요주주	
엔드림(외 4인)	35.4%
조이시티우리사주(외 1인)	7.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-21.7	-19.4
3M	5.3	-13.1
6M	34.1	0.5

주가차트



4X 메가트렌드 속에서 부각되는 조이시티

조이시티는 2004년 출시한 PC 농구 게임 〈프리스타일〉 시리즈를 기반으로 성장한 게임사이다. 동사는 국내 게임사들 사이에서 이례적으로 MMORPG가 아닌 모바일 4X 전략 장르에 사업 역량을 집중하고 있다. 4X 장르는 2024년 글로벌 모바일 게임 시장에서 RPG를 추월하며 가장 큰 규모의 장르로 부상했다. 조이시티는 이러한 4X 성장에 매출 구조가 직접 연동된 사실상 유일한 국내 상장 게임사다.

〈바이오하자드〉+신작 2종이 만드는 새로운 성장 사이클

2025년 11월 Capcom의 대형 IP를 기반으로 한 모바일 4X 신작 〈바이오하자드: 서바이벌 유닛〉을 Aniplex와 공동 퍼블리싱 구조로 글로벌 출시하였다. 해당 게임의 초기 실적은 조이시티 역대 게임 중 최고 실적을 기록하며 향후 2~3년간 동사의 외형 성장을 견인할 핵심 매출 드라이버로 기능할 것으로 판단한다. 더불어 〈바이오하자드〉의 성공 여부는 조이시티의 대형 IP 확보 역량 및 4X 개발 역량을 동시에 가늠할 수 있다는 점에서 단순한 신작 이상의 의미를 갖는다.

올해는 신작 2편이 추가적인 성장 모멘텀을 제공할 전망이다. 6월 월드컵 시즌 OBT를 시작으로 4분기 PC/콘솔에 출시가 예정된 〈프리스타일 풋볼2〉는 $20~30 유료 패키지 게임으로 플랫폼 특성상 30~50%의 OPM이 가능한 만큼 조이시티의 수익성을 구조적으로 개선할 이익 드라이버로 기대된다. 상반기 출시 예정인 〈임진왜란: 조선의 반격〉은 이순신 장군을 배경으로 한 PC/모바일 MMORPG로 김태곤 디렉터의 전작 팬층과 한국 역사 게임 유저층의 초기 관심이 기대된다

탑라인 성장과 이익 개선 동시에 일어날 26년

2026년은 연간 매출액 1,845억원(YoY 32%), 영업이익 222억원(338%)으로 전망한다. 〈바이오하자드〉을 통한 외형 성장과 〈풋볼2〉를 기반으로 한 이익 개선을 바탕으로 올해는 조이시티의 구조적인 성장의 해가 될 것으로 기대한다. 이에 26F EPS 269원에 게임 산업 하단 P/E인 12배를 적용해 투자의견 '매수', 목표주가 3,200원으로 커버리지를 개시한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	150	143	140	184	205
영업이익	25	12	5	22	28
영업이익률(%)	16.9	8.1	3.6	12.0	13.5
세전이익	12	-4	-2	13	15
지배주주지분순이익	6	-6	-7	19	22
EPS(원)	79	-79	-97	269	311
증감률(%)	69.2	적전	적지	흑전	15.9
ROE(%)	5.4	-5.5	-7.4	19.1	18.4
PER(배)	34.5	-19.0	-23.7	8.5	7.4
PBR(배)	1.8	1.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	8.8	11.7	19.5	8.7	6.8

자료: 조이시티, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Company Analysis

글로벌 히트와 함께 레벨업 전망

4X 메가트렌드와 함께하는 조이시티

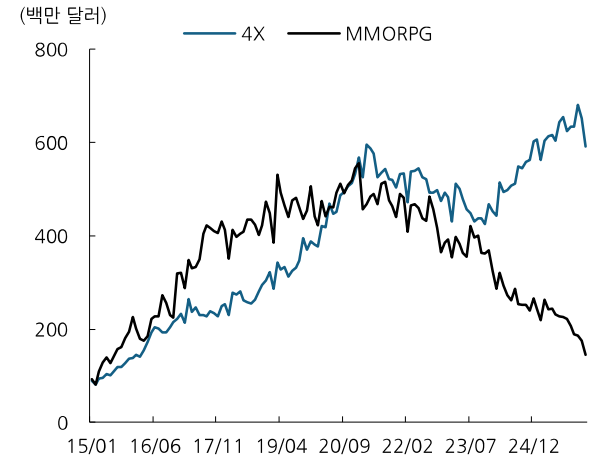
모바일 게임 시장의 시대는 이미 4X다

4X란 eXplore(탐험), eXpand(확장), eXploit(개발), eXterminate(정복)의 약자로 SLG(시뮬레이션/전략) 게임으로도 불린다. 모바일 게임 하면 MMORPG를 떠올리는 만큼 4X라는 장르명 자체가 게이머가 아닌 이에게는 다소 생소할 수 있으나 글로벌 모바일 게임 시장에서 4X는 이미 가장 큰 매출을 만들어내는 장르로 부상했다.

2020년부터 MMORPG를 추월한 4X. 현재는 전략 장르가 대세

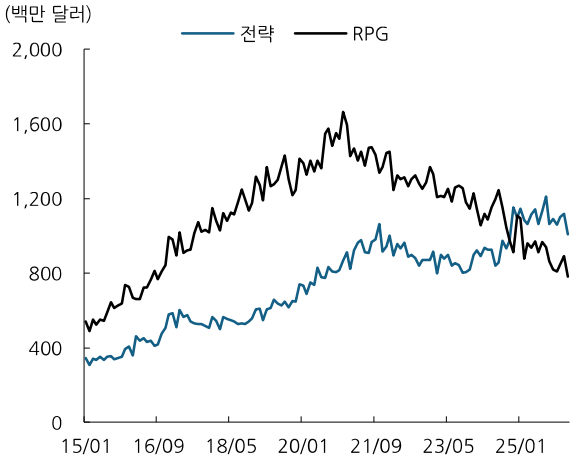
센서타워 기준 2024년 글로벌 모바일 게임 장르별 매출에서 전략(4X 포함) 장르는 $17.5B으로 RPG(MMORPG 포함) 약 7년간 1위를 유지해온 RPG(MMORPG 포함)의 $16.8B을 추월해 장르별 매출 1위를 차지했다. 사실 이러한 역전은 서브장르 수준에서 이미 예고되어 있었다. 4X 서브장르는 2020년부터 MMORPG를 매출 기준 앞서기 시작했다. 2022년까지는 두 서브장르 간 규모 차이가 크지 않았지만 2023년 이후 양상이 달라졌다. 4X는 확고한 성장세를 이어간 반면 MMORPG는 축소 국면에 접어들면서 격차가 빠르게 확대되었고, 이것이 상위 장르 수준의 역전으로까지 이어진 것이다. 글로벌에서만의 현상이 아니다. 센서타워에 따르면 한국 모바일 게임 시장에서 2026년 1월 4X 전략 장르가 월 매출 $70M 이상을 기록하며 최초로 MMORPG를 추월했다.

그림54 4X vs MMORPG 매출 규모



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림55 전략(Strategy) vs RPG



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

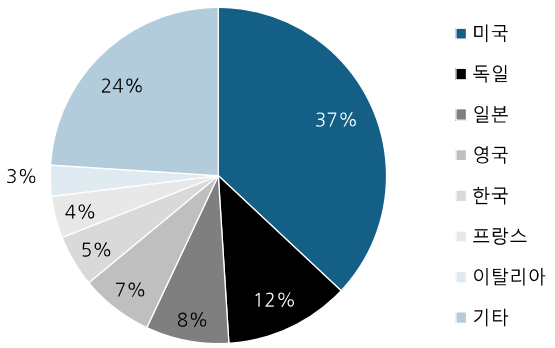
그림56 한국 모바일 게임 시장

자료: Sensor Tower, DS투자증권 리서치센터

국내 게임사 중 유일하게 모바일 4X 게임 개발 역량을 보유한 조이시티

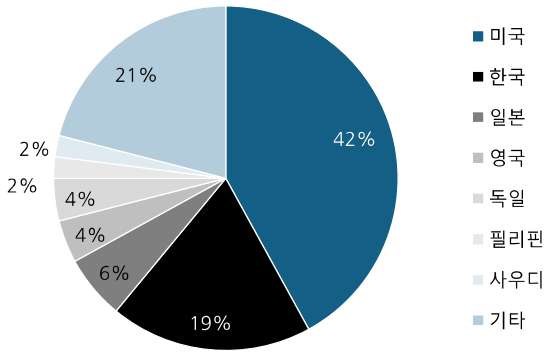
조이시티는 이러한 글로벌 4X 메가트렌드의 한가운데에 위치한 사실상 유일한 국내 상장 게임사다. 동사는 2017년 디즈니 IP 기반 〈캐리비안의 해적: 전쟁의 물결〉과 2018년 〈건쉽배틀: 토탈워페어〉를 출시하며 약 10년에 걸쳐 모바일 4X에 사업 역량을 집중해왔다. 그 결과 현재 조이시티의 모바일 매출은 사실상 전액이 4X 장르에서 발생하며, 전체 매출의 약 70%가 해외에서 창출되는 글로벌 중심의 매출 구조를 구축하고 있다. 이는 곧 글로벌 4X 시장의 성장이 조이시티의 top line에 직접적으로 반영되는 구조임을 의미한다. 4X는 확장하고 MMO는 축소되는 현 시점에서 조이시티는 이미 성장하는 쪽에 매출이 연동되어 있는 셈이다.

그림57 〈캐리비안의 해적: 전쟁의 물결〉 국가별 비중



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림58 〈건쉽배틀: 토탈워페어〉 국가별 비중

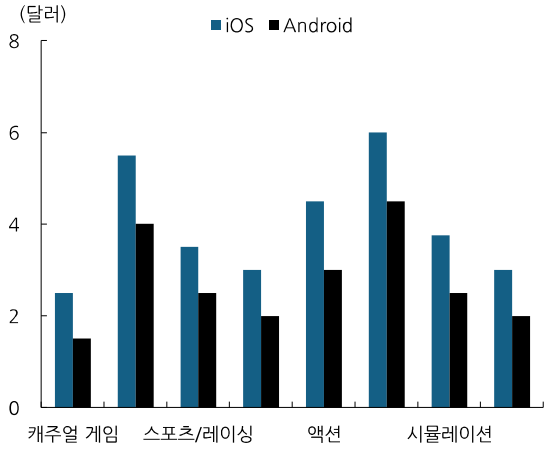


자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

인기가 있는 만큼 유저 획득 비용이 늘어난 모바일 4X 시장

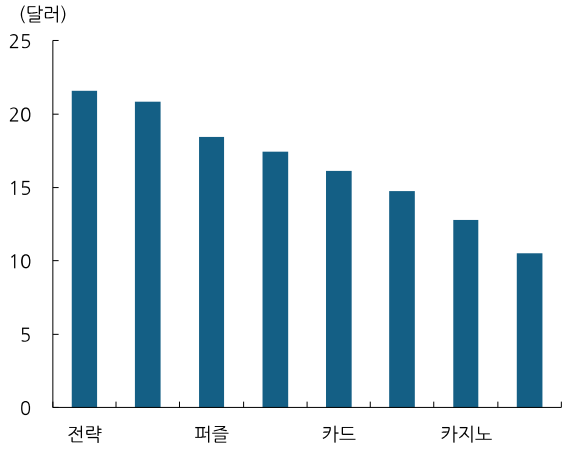
다만 4X 시장은 유저 획득 비용(UA cost)이 가장 높은 장르군에 속한다. CPI(Cost Per Install)은 유저 한명이 게임을 설치할 때까지 소요되는 광고 비용을 뜻하는데, Mapendo에 따르면 2024년 기준 Strategy 장르의 CPI는 iOS $5.5, Android $4.0 수준으로 Hyper-casual(iOS $2.5) 또는 Puzzle(iOS $3.0) 대비 2배 가까이 높다. 더불어 CPM(Cost per Mile)은 광고 1,000회 노출당 비용을 의미하며, BusinessofApps에 따르면 4X 장르는 CPM 기준 $20~30+로 모바일 게임 장르 중 가장 높은 수준이다. UA cost가 이처럼 높은 것은 시장의 성장 자체가 만들어낸 결과다. 4X는 글로벌 매출 1위 장르로 부상했고, 이에 따라 시장에 진입하는 게임 수와 광고주가 빠르게 늘어나고 있다. 같은 유저풀을 놓고 경쟁하는 광고주가 많아지는 만큼 광고 경매 단가는 자연스럽게 상승한다. 더불어 상위 3개 게임이 글로벌 4X 매출의 약 60%를 차지하는 과점 구조가 형성되어, 이들이 집행하는 막대한 UA 예산이 장르 전체의 광고 단가를 더 끌어올리는 효과를 만들고 있다. 결국 4X 시장은 장르의 성장성과 수익성이 검증될수록 경쟁이 심화되고, 경쟁이 심화될수록 UA cost가 높아지는 구조적 순환이 작동하고 있는 셈이다.

그림59 모바일 게임 장르별 CPI



자료: Mapendo, DS투자증권 리서치센터

그림60 모바일 게임 장르별 CPM



자료: BusinessofApps, DS투자증권 리서치센터

높은 UA cost를 효율적으로 해결할 수 있는 방안: 대규모 IP 획득

대형 IP는 이 구조적 문제를 우회하는 가장 효과적인 수단이다. 글로벌 인지도를 보유한 IP는 광고에 의존하지 않고도 유저의 즉각적인 관심을 유도할 수 있으며, 이는 UA cost의 구조적 절감으로 직결된다. 실제로 대형 IP × 4X 조합은 〈Star Trek: Fleet Command〉 $1B+, 〈Game of Thrones: Conquest〉 $750M+, 〈Final Fantasy XV: A New Empire〉 $518M+ 등 $500M 이상의 누적 매출을 반복 시현하고 있으며, 2017년 이후 확인되는 것만으로도 30건 이상의 대형 IP 기반 4X/SLG 타이틀이 출시되었다. 물론 대형 IP가 아니면 성공할 수 없다는 것은 아니다. 〈Whiteout Survival〉과 〈Last War〉가 오리지널 IP로도 대규모 매출을 만들어낸 바 있다. 다만 전세계 콘텐츠 시장 자체가 IP 기득권 시장에 진입한 상황에서(기존 대형 IP들이 승승장구하는 반면 신규 IP가 이를 넘어서기 위해서는 확실한 퀄리티로 시장을 압도해야 하는 환경) 대형 IP를 확보하는 것이 높은 UA cost 환경에서 성공 확률을 구조적으로 높이는 가장 현실적인 전략이라는 판단이다.

더불어 아직 4X에 진입하지 않은 대형 IP의 풀 또한 상당하다. 〈나루토〉, 〈원피스〉, 〈드래곤볼〉 등 글로벌 팬층이 두터운 주요 에니메이션/망가 IP들은 사실상 4X/SLG 장르에서 부재하며 〈Marvel〉, 〈Halo〉 등 AAA급 게임 및 엔터테인먼트 IP들 또한 미진입 상태다. 이는 대형 IP 기반 4X 시장이 아직 성장 초기 국면에 있으며, 향후 IP 풀의 확장과 함께 시장 규모가 추가적으로 확대될 구조적 여건이 갖춰져 있음을 의미한다.

표15 대형 IP 기반 4X 게임

IP	4X 타이틀	출시 연도
왕좌의 게임	GoT: Conquest	2017
파이널 판타지	War for Eos	2023
스타트렉	Fleet Command	2018
터미네이터	Dark Fate	2019
워킹 데드	Survivors	2021
반지의 제왕	Rise to War	2021
에이지 오브 엠파이어	AoE Mobile	2024

자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터
주: 하늘색 음영 처리는 모바일 게임

조이시티는 이미 디즈니 및 캡콤의 대규모 IP 확보 트렉 레코드를 보유

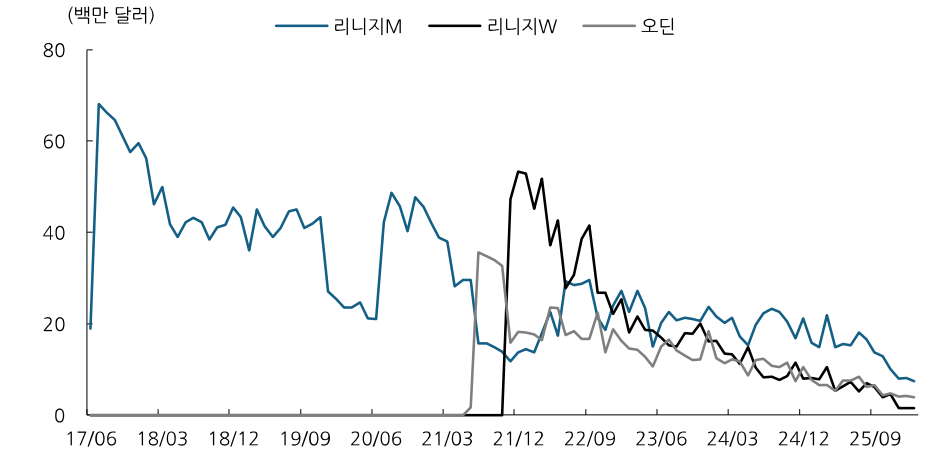
장르 측면에서의 방향성은 이미 올바른 만큼 조이시티의 Hit-Ratio를 높일 수 있는 가장 확실한 방법은 대형 IP의 지속적 확보라고 판단한다. 앞서 살펴본 바와 같이 4X 시장에서 대형 IP는 높은 UA cost 환경을 구조적으로 극복하고 글로벌 유저 유입을 가속화하는 가장 효과적인 수단이다. 더불어 조이시티의 트랙레코드는 이 방향의 실현 가능성을 뒷받침한다. 동사는 과거 디즈니라는 글로벌 최대 엔터테인먼트 IP 홀더와의 협업을 통해 〈캐리비안의 해적〉을 출시한 이력이 있으며, 2025년 11월에는 일본 최대 게임사 중 하나인 Capcom의 핵심 IP 〈바이오하자드〉를 4X로 출시하며 대형 게임 IP와의 협업 트랙레코드를 한 단계 더 쌓았다. 또한 향후에도 동사가 대형 IP를 추가 확보할 수 있는 구조적 기회는 열려 있다. 아직 4X에 진입하지 않은 대형 IP의 풀은 넓으며 IP 홀더들의 4X 진입이 가속화되는 트렌드를 감안하면 조이시티가 접근할 수 있는 지속적으로 확대될 것으로 전망된다.

4X 매출 패턴이 만드는 안전마진

MMORPG 매출 트렌드: 급등 이후 급락

MMORPG는 출시 전후에 마케팅비를 폭발적으로 집중 집행하여 초기에 유저를 대량 유입시키는 전략을 취한다. 대부분의 MMORPG는 Pay2Win BM을 기반으로 하며, 서버 오픈 직후 강자가 되려는 경쟁 심리가 과금을 유도한다. "지금 안 사면 뒤쳐진다"는 구조가 형성되면서 출시 초반 매출이 급등하지만, 과금을 따라가지 못하는 유저들이 이탈하기 시작하고 콘텐츠 또한 빠르게 소비되면서 매출은 급락한다. 결과적으로 MMORPG의 매출 곡선은 출시 직후 피크를 찍고 이후 빠르게 하락하는 전형적인 front-loaded 패턴을 보인다.

그림61 리니지M, 리니지W, 오딘 매출 추이

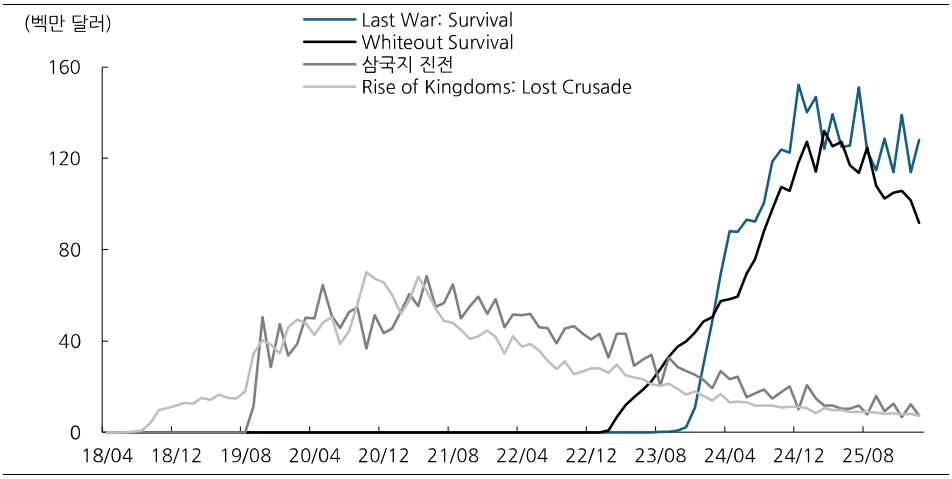


자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

4X 매출 트렌드: Slow rising & soft landing

4X는 이와 정반대의 흐름을 그린다. 초반 매출은 저조할 수 있으나 2~3년에 걸쳐 매출이 천천히 우상향하며 피크를 형성하고 MMORPG와 같은 급락이 아닌 완만한 하향 안정화, 즉 soft landing 패턴을 보인다는 점 또한 차별적이다. 이는 게임 플레이 구조와 그와 맞는 마케팅 및 BM을 설계한 결과다. 4X는 솔로 플레이를 즐길 수 있는 게임 루프가 존재하며 성장 속도가 느려 콘텐츠 소진이 천천히 일어난다. 타 플레이어와의 본격적인 경쟁은 게임 중후반부에서 연맹 단위로 발생하는 구조인 만큼 초반 과금 압박이 낮고, 유저가 기지와 연맹, 서버 생태계에 충분히 몰입한 이후에야 대규모 과금이 발생한다. 그렇기에 추가 과금 요소, 게임 확장, 마케팅 등도 유저의 성장 속도에 맞춰 진행되는 구조이다.

그림62 Top 4 모바일 4X 게임 매출 추이



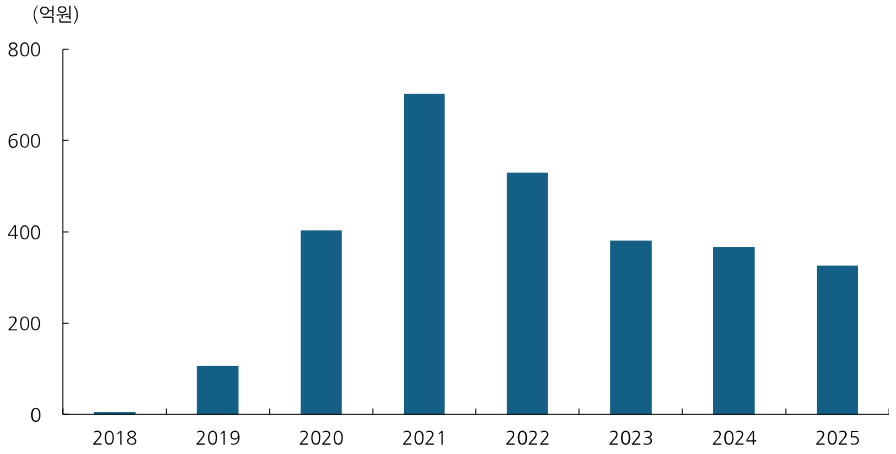
자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

〈캐리비안의 해적〉과 〈건쉽〉은 모바일 부문의 캐시카우

조이시티의 기존 모바일 4X 타이틀들은 이러한 slow rise & soft landing 패턴을 전형적으로 시현한 사례다. 2017년 출시한 〈캐리비안의 해적: 전쟁의 물결〉과 2018년 출시한 〈건쉽배틀: 토탈워페어〉는 각각 출시 5년, 4년 후인 2022년에 매출 피크를 기록했다. 두 게임 모두 코로나 해소 등의 영향으로 매출이 급락하는 모습을 보였으나 현시점에서는 합산 분기 평균 매출 약 160억원 수준에서 사실상 하향 안정화가 완료된 것으로 판단된다. 향후 두 게임은 추가적인 대규모 마케팅 투자 없이 maintenance 수준의 비용만으로 현재의 매출 규모를 유지할 수 있을 것으로 전망되는 만큼, 조이시티의 모바일 부문 캐시카우로서 기능할 것으로 판단한다.

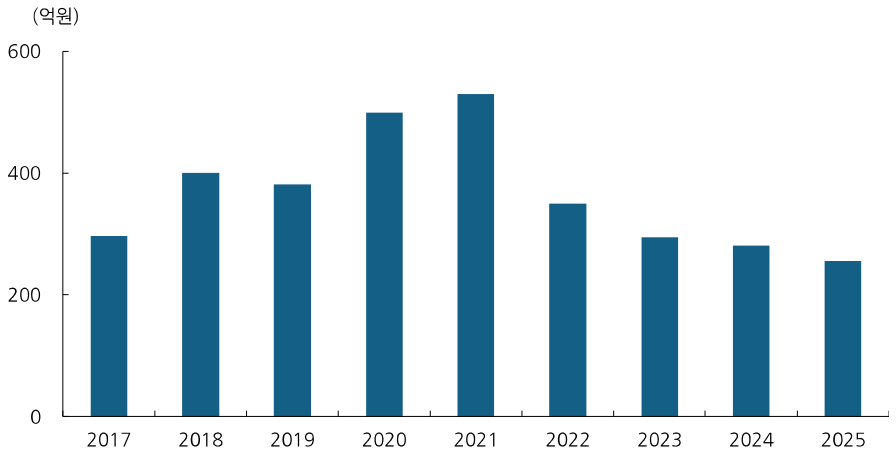
두 타이틀이 타이틀이 글로벌 시장에서 대박을 터뜨린 사례라고 보기는 어렵다. 그러나 시가총액 1,600억원 규모의 중소형 게임사가 글로벌 4X 매출 상위 50위권(<건쉽>) 내에 타이틀을 유지하고 있다는 사실 자체는 주목할 필요가 있다. 다만 이 역량이 대형 IP와 결합했을 때 어디까지 스케일업될 수 있는지는 아직 검증되지 않은 영역이며, 이에 대한 판단은 현재 진행 중인 <바이오하자드>의 실적을 통해 가능할 것으로 판단한다.

그림63 <건쉽배틀: 토탈워페어> 연간 매출 추이



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림64 <캐리비안의 해적: 전쟁의 물결> 연간 매출 추이



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

〈바이오하자드〉: 탑라인을 넘어 '자격'을 증명하는 게임

IP Power로 실현한 초기 실적

〈바이오하자드〉라는 대규모 IP 획득

조이시티의 모바일 매출 구조에 새로운 변화를 가져온 작품은 2025년 11월 출시한 신작 〈바이오하자드: 서바이벌 유닛〉이다 (이하 〈바이오하자드〉). '바이오하자드'는 일본 게임사 Capcom이 개발한 대형 게임 IP로 영화로도 제작된 바 있는 글로벌 프랜차이즈이다. 〈캐리비안의 해적〉이 영화 IP를 기반으로 한 것과 달리, 〈바이오하자드〉는 게임 원작 IP인 만큼 전 세계적으로 두터운 기존 게이머 팬층을 보유하고 있다는 점에서 그 무게감이 다르다. 특히 이번 출시는 〈바이오하자드〉 IP 최초의 모바일 플랫폼 진출이자 최초의 4X 장르 적용이라는 점에서 의미가 크다. IP 홀더인 Capcom과 공동 퍼블리셔인 Aniplex 양사가 〈바이오하자드〉를 4X 게임으로 출시하는 것을 직접 추진했다는 사실 또한 주목할 만하다. 이는 글로벌 IP 홀더들이 4X 장르의 수익 잠재력을 인정하고 있으며, 동시에 조이시티를 4X 개발 파트너로서 신뢰하고 있음을 시사한다.

그림65 바이오하자드 IP 기반 게임

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림66 바이오하자드 IP 기반 영화

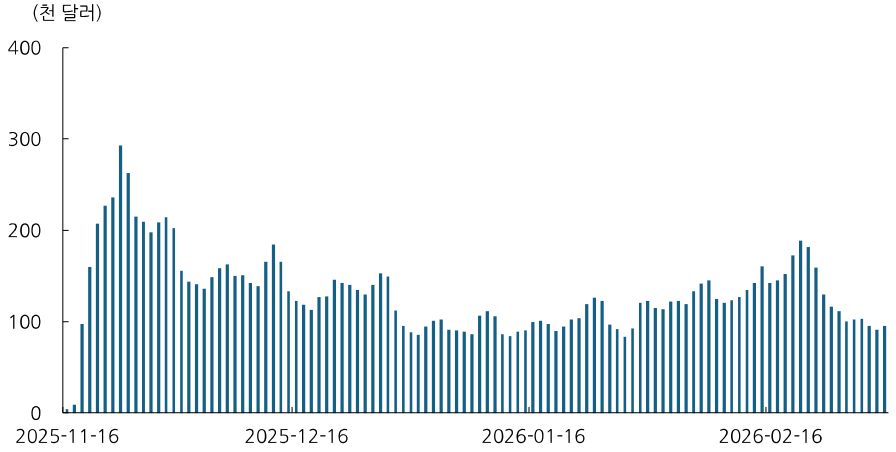
자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

IP Power로 역대 최고 초기 실적 달성

이러한 대형 IP을 기반으로 〈바이오하자드〉의 초기 실적은 조이시티 역대 모바일 게임 모든 지표에서 최고 실적을 기록했다. 25년 11월 30억원, 12월 60억원으로 4분기 결제액 약 90억원을 기록하였다. 26년 1월 및 2월 결제액은 합산 약 90억으로 추정되며 2월에는 누적 다운로드 500만 건을 달성했다. 또한 올해 2월 한국 및 대만 출시를 끝으로 전 세계 서비스를 완성하였다. 더불어 IP의 글로벌 인지도는 국가별 매출 비중에서 확인된다. 4분기 광고선전비가 약 20억 증가한 점을 감안 시 대형 IP의 인지도가 글로벌 유저의 자발적 유입을 유도하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

선행지표 또한 양호하다. 글로벌 런칭 1주일 기준 누적 RPD(다운로드 1건당 매출을 누적 합산한 지표)는 글로벌 4X 성공작인 〈Whiteout Survival〉 및 〈State of Survival〉의 수치를 상회하는 수준을 기록했다. 수익화 지표 역시 인상적이다. D7 기준 ROAS(마케팅 비용 대비 매출 효율)는 조이시티의 기존작 〈건쉽〉 대비 약 6배, LTV(가입 유저 1명당 누적 매출)는 약 5배 높은 수준을 시현하고 있다.

그림67 〈바이오하자드: 서바이벌 유닛〉 월 매출 추이



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림68 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 글로벌 런칭 1주일 누적 RPD

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

주1: 초록색 선은 화이트아웃서바이벌, 파란색 선은 바이오하자드, 회색 선은 스테이트 오브서바이블

주2: 누적 RPD란 다운로드 1건당 매출을 누적 합산한 지표. 매출성능과 잔존성능을 나타내는 지표

그림69 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 글로벌 런칭 1주일 ROAS 및 LTV

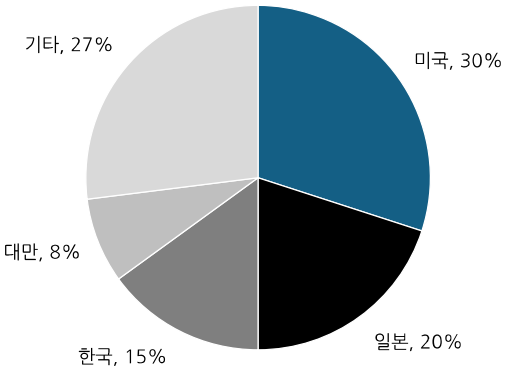
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

주1: GBTW는 건쉽배틀 토탈워페어

주2: ROAS는 마케팅 비용 대비 매출 효율. 수익화 성능을 나타내는 지표

주3: LTV는 가입 유저 1명당 누적 매출. 장기 수익성을 나타내는 지표

그림70 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 국가별 매출 비중



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

〈바이오하자드〉: 조이시티의 역량을 증명할 무대

〈바이오하자드〉의 BM 디자인을 통해 향후 매출 성장 가능성 확인

〈바이오하자드〉의 BM은 유저 풀 확보와 과금 유도를 단계적으로 설계했다는 점에서 주목할 만하다. 출시 초기에는 과금 요소를 의도적으로 최소화하여 신규 유저의 진입 장벽을 낮추는 전략을 취하고 있다. 저레벨 유저도 과금 없이 충분한 게임 플레이가 가능하며, 과금을 통한 과성장이 제한되어 있어 기존 유저와의 격차를 좁힐 수 있는 구조다. 4X의 게임 플레이 특성 — 유저가 게임 생태계에 충분히 몰입한 이후에야 대규모 과금이 발생하는 구조 — 에 정확히 부합하는 설계다.

BM에 맞춰 설계한 게임 확장성

유저 기반이 안정화된 이후에는 3~4개월 주기의 대규모 Binary 업데이트를 통해 과금 요소와 게임 플레이를 단계적으로 확장해 나갈 계획이다. 영웅 수집, 성장 시간 단축, 장비 및 자원 구매 등의 과금 요소가 순차적으로 도입되며, 추후 고레벨 유저들이 연맹을 형성하여 커뮤니티 단위로 과금을 집행할 수 있는 구조도 갖출 예정이다. 첫 번째 대규모 업데이트는 2026년 3~4월 중 예정되어 있으며, 이후 연맹 대 연맹 전투, 서버 대 서버 전투 도입과 만렙 상한 확장을 통해 게임 플레이 자체를 지속적으로 넓혀갈 계획이다.

그림71 〈바이오하자드: 서바이벌 유닛〉 인게임 화면

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

조이시티의 새로운 매출 Driver = 〈바이오하자드〉

이러한 단계적 콘텐츠 확장 로드맵이 계획대로 이행된다면 유저의 게임 내 몰입도와 과금 유인이 시간이 지남에 따라 동시에 높아지는 구조가 형성되어 4X 장르의 특징적인 우상향 매출 패턴이 보일 것으로 예상한다. 〈바이오하자드〉는 이미 조이시티의 포트폴리오에 추가되며 순수한 upside로 기능하고 있다. 다만 그 upside의 규모가 기존작과는 차원이 다르다는 점이 핵심이다. 〈바이오하자드〉의 2026년 연간 결제액은 약 1,270억원 규모에 달할 것으로 전망한다. 기존 모바일 4X 2개 작품의 합산 분기 매출이 약 160억원(연간 약 640억원) 수준에서 flat하게 유지되고 있는 점을 감안하면, 〈바이오하자드〉가 만들어내는 결제액의 규모감이 기존작과 어떻게 다른지 명확해진다. 기존 포트폴리오의 하향 안정화가 완료된 현 시점에서 조이시티의 top line upside는 사실상 신작의 성과에 달려 있으며, 올해 출시 예정인 신작 중 매출 기여 규모가 가장 큰 타이틀은 〈바이오하자드〉다. 더불어 해당 게임이 slow rise 패턴을 따를 경우 추가 신작 출시 없이도 향후 2~3년간 외형 성장이 가능한 구조가 완성된다.

〈바이오하자드〉의 성공 여부는 조이시티의 1) 대규모 IP 확보 역량 및 2) 4X 게임 개발 역량을 증명할 것

〈바이오하자드〉가 단순한 매출 드라이버를 넘어 주목받아야 하는 이유는 성과에 따라 조이시티의 향후 대형 IP 추가 확보 가능성이 결정될 수 있기 때문이다. 〈바이오하자드〉의 성공이 지속될 경우 이는 두 가지를 동시에 증명하게 된다. 첫째, 대형 IP 확보 역량이다. 디즈니(〈캐리비안〉)에 이어 Capcom(〈바이오하자드〉)까지 글로벌 최대급 IP 홀더와의 협업을 연속으로 성사시킨 데 더해, 실적까지 뒷받침된다면 향후 IP 홀더들이 4X 파트너를 선정할 때 조이시티의 협상력은 한 단계 높아질 수밖에 없다. 둘째, 4X 개발 및 운영 역량이다. 기존작을 통해 기본적인 역량은 확인되었으나 대형 IP와 결합했을 때 어디까지 스케일업될 수 있는지는 아직 검증되지 않은 영역이었다. 〈바이오하자드〉가 slow rise 패턴을 따르며 지속적 성장을 보인다면, 이는 대형 IP를 가져올 뿐만 아니라 성공적으로 실행할 수 있는 능력까지 갖추고 있음을 증명하는 것이 된다. 아직 4X에 진입하지 않은 대형 IP의 풀이 넓다는 점을 감안하면, 이 두 가지가 동시에 입증될 경우 조이시티의 성장 잠재력은 현재 시장이 인식하고 있는 수준을 크게 상회할 수 있다고 판단한다.

신작 1: 〈프리스타일 풋볼2〉

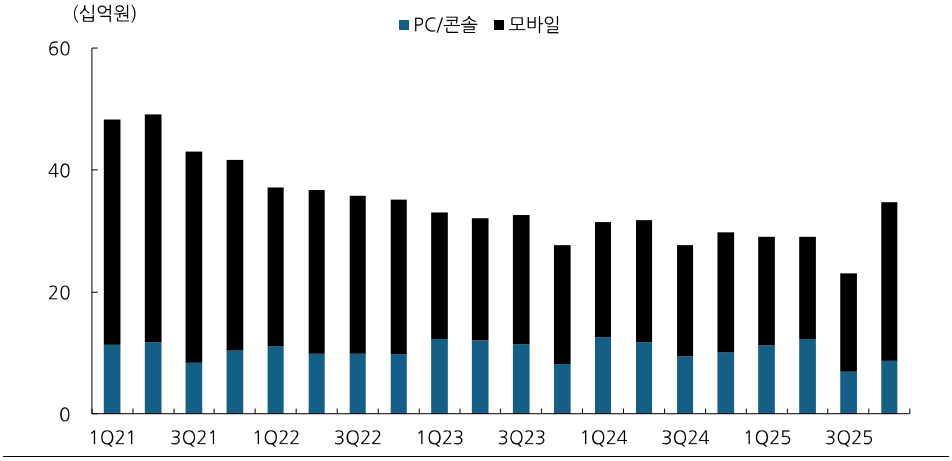
월드컵 기간에 플랫폼 확장을 통한 이익 성장

조이시티의 차기 PC 및 콘솔 신작은 자사 오리지널 IP인 〈프리스타일 풋볼〉의 후속작 〈프리스타일 풋볼2〉(이하 〈풋볼2〉)이다. 〈바이오하자드〉가 외형 성장을 견인할 매출 드라이버라면, 〈풋볼2〉는 조이시티의 수익성을 한 단계 끌어올릴 이익 드라이버로서 주목할 필요가 있다.

〈풋볼2〉 출시를 통해
1) 플랫폼 확장
2) 이익 개선

현재 조이시티의 매출 구조는 모바일과 PC/콘솔이 약 7:3 비중을 형성하고 있다. 여기서 핵심은 두 플랫폼 간 영업이익률(OPM)의 구조적 차이다. 모바일 게임의 경우 Apple App Store 및 Google Play의 플랫폼 수수료(통상 30%)에 더해 대규모 UA cost가 수반되어 OPM이 mid-teens 수준에 머무는 경우가 많다. 반면 PC 및 콘솔 게임은 플랫폼 수수료 구조는 유사하나, 유료 판매 모델 특성상 유저당 초기 매출이 직접적으로 확보되며 모바일 대비 마케팅비 집행 방식이 상이하다. 이를 바탕으로 PC 및 콘솔 게임의 OPM은 통상 30~40%, 성과에 따라서는 50%에 근접하는 수준도 달성 가능한 것으로 분석된다. 〈풋볼2〉가 이익 드라이버로 주목받는 이유는 바로 이 OPM 격차에 기인한다.

그림72 조이시티 부문별 매출 추이



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

월드컵 스케줄에 맞춰 출시 스케줄을 맞춘 〈풋볼2〉

출시 일정과 관련해서는 당초 2026 월드컵 시즌에 맞춰 6월 콘솔 출시, 연말 PC 출시를 계획하고 있었으나, 올해 1월 진행한 CBT 결과 PC 플랫폼 출시를 기다리는 팬층이 상당하다는 점을 확인한 후 10월 전 플랫폼 동시 출시로 계획을 변경하였다. 이에 따라 월드컵 수혜를 온전히 누리지 못하는 것 아니냐는 우려가 있었으나, 조이시티는 6월 OBT 선진행이라는 해결책을 제시했다. OBT는 명목상 테스트이나 사실상 정식 출시에 준하는 방식으로 운영되며, 유저들은 OBT 참여를 위해 presale 가격으로 패키지를 구매해야 하는 만큼 매출 확보도 기대할 수 있을 전망이다. Xbox의 경우 Game Pass에 〈풋볼2〉를 등록하여 무료로 제공함으로써 초기 유저 풀 확보 및 플랫폼 내 마케팅 효과를 도모하는 반면, PlayStation 및 Steam에서는 유료 판매를 통해 직접적인 매출을 창출할 계획이다. 여기에 7월 중국 최대 게임쇼 ChinaJoy, 8월 독일 Gamescom, 10월 Steam Next Fest 참가가 예정되어 있어, 월드컵 모멘텀을 넘어 글로벌 전방위적인 마케팅 기반을 구축해 나갈 계획이다.

그림73 〈프리스타일 풋볼2〉 인게임 화면

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

프리미엄 패키지(유료 게임)으로 출시 하기 때문에 초기 판매량에 주목

〈풋볼2〉는 Unreal Engine 5 기반으로 개발된 5대5 팀배틀 축구 게임으로, 한 명의 플레이어가 11명의 선수를 모두 조작하는 기존 축구 게임과 달리 플레이어 한 명이 경기 내내 하나의 포지션만을 담당하는 차별화된 구조를 채택하고 있다. 〈풋볼2〉는 $20~30의 유료 프리미엄 패키지 형태로 출시될 예정이며, 퍼블리싱 또한 조이시티가 글로벌 전역을 직접 담당한다. 수익 구조를 이해하는 데 있어 핵심은 Pay-to-Win 구조를 채택하지 않는다는 점이다. 콘솔 및 Steam 플랫폼의 주요 유저층인 서구권 게이머들이 Pay-to-Win BM에 대한 거부감이 강하다는 점을 반영한 결과로, 인게임 과금 요소는 캐릭터 능력치와 무관한 DLC 및 코스메틱 중심으로 구성될 예정이다. Pay-to-Win 구조가 아닌 만큼 〈풋볼2〉의 수익은 결국 가격(P)과 판매량(Q)의 함수로 귀결되어, 초기 판매량 확보가 어느 때보다 중요해진다.

예상 가격: $20~30
예상 판매량: 30~40만장

가격 측면에서는 〈풋볼2〉와 게임 스타일 및 플랫폼 구성이 유사한 Sloclap의 〈Rematch〉가 유의미한 비교 기준을 제공한다. 〈Rematch〉는 Steam에서 $29.99에 판매되고 있으며, 〈풋볼2〉의 내부 예상 판매가 범위인 $20~30은 이와 비교하여 충분히 설득력 있는 수준으로 판단된다. 확정 가격은 OBT 기간의 presale 실적 및 유저 피드백을 반영하여 결정될 예정이다. 판매량 측면에서는 조이시티가 글로벌 시장에서의 인지도 측면에서 Sloclap 대비 아직 검증이 충분하지 않다는 점을 감안하여 콘솔 약 30~40만장을 보수적 기준점으로 추정한다. 〈풋볼2〉의 연간 매출은 240억원으로 전망한다.

그림74 Xbox Game Pass를 통해 초기 유저 확보

자료: Xbox, DS투자증권 리서치센터

그림75 〈Rematch〉 출시 가격은 $29.99

자료: Steam, DS투자증권 리서치센터

신작 2: 〈임진왜란: 조선의 반격〉

Living Legend 김태곤 디렉터의 신작

올해의 숨은 변수가 될 수 있는 김태곤 디렉터의 〈임진왜란〉

올해의 두 번째 신작은 지난 2월 26일 정식 타이틀을 발표한 〈임진왜란: 조선의 반격〉이다. 해당 게임은 조이시티의 전 CTO이자 김태곤 감독 하의 개발사 레드징코게임즈가 개발하였으며, 충무공 이순신 장군을 배경으로 한 MMORPG로 PC 및 모바일 플랫폼 출시가 예정되어 있다. 알파테스트 1·2차를 모두 완료하고 현재 개발 막바지 단계에 있는 것으로 확인되며, 올해 상반기 내 출시를 목표로 하고 있다. 해당 게임은 김태곤 감독의 전작들을 경험한 코어 MMORPG 팬층과 한국 역사 기반 게임에 관심이 높은 유저층의 초기 관심이 집중될 것으로 예상된다. 게임 배경 특성상 유저층은 국내에 집중될 것으로 보이나 국내 출시 성과에 따라 글로벌 출시도 검토 중인 것으로 파악된다.

수익 구조 측면에서 조이시티는 〈임진왜란〉의 퍼블리싱 전반을 담당하며, 매출은 개발사인 레드징코게임즈와 7:3으로 배분하는 전통적인 개발사-퍼블리셔 구조를 따른다. IP 수수료는 부담하지 않는 대신 개발사 로열티를 지급수수료로 지불하기로 협의되었다. MMORPG 특성상 출시 초기에 매출이 집중되는 구조인 만큼, 〈임진왜란〉은 〈바이오하자드〉 및 〈풋볼2〉 대비 절대적인 매출 규모는 제한적이나 출시 당 분기 약 40억원 매출을 전망한다.

그림76 〈임진왜란: 조선의 반격〉: 육상전투

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림77 〈임진왜란: 조선의 반격〉: 해상전투

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

2026Pre: 탑라인 성장과 이익 개선 동시에 일어날 26년

투자의견 '매수', 목표주가 3,200원

2026Pre
매출: 1,845억원
영업이익: 222억원

2026년 조이시티의 연간 매출액은 1,845억원(YoY 32%), 영업이익 222억원(338%)으로 전망한다. 기존 게임들의 안정적인 캐시카우 역할이 지속되는 가운데 〈바이오하자드〉, 〈임진왜란〉, 〈풋볼2〉 등 신작 3편의 매출 기여가 본격화되며 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 견인할 것으로 예상된다.

2026년 PC/콘솔 매출: 670억원

2026년 PC/콘솔 부문 매출은 670억원(71%)를 전망한다. 기존 〈프리스타일〉 시리즈가 전년 수준의 매출을 안정적으로 유지하는 가운데 〈풋볼2〉가 새로운 성장 동력으로 부상할 전망이다. 〈풋볼2〉의 실적은 6월 OBT를 기점으로 3분기부터 본격 인식되기 시작하여 정식 출시가 예정된 4분기에 가장 큰 매출 기여가 이루어질 것으로 예상된다. 〈풋볼2〉의 연간 매출은 240억원으로 추정하며 매출 정점인 4분기에 가장 높은 수준을 기록할 것으로 전망된다.

2026년 모바일 매출: 1,055억원

2026년 모바일 부문 매출은 1,055억원(37.7%)를 달성할 것으로 예상한다. 기존 4X 게임들의 연간 매출이 전년 수준을 유지하며 신작 두 편이 분기별 실적의 변동성을 결정짓는 핵심 변수가 될 것으로 보인다. 통상 3분기에 나타나는 기존작들의 계절적 비수기 효과는 올해도 예외 없이 적용되겠으나 〈바이오하자드〉의 지속적인 매출 기여와 〈임진왜란〉 출시 효과가 이를 상쇄할 것으로 판단된다. 〈바이오하자드〉 연간 매출은 380억원으로 전망하며 1분기부터 매출 및 비용이 본격 인식될 예정이다. 다만 해당 게임의 회계 구조상 광고선전비의 절반에 가까운 금액이 매출로 함께 인식된다는 점을 감안할 필요가 있다. 한편 〈임진왜란〉은 2분기 출시 시점에 매출이 집중되는 전형적인 MMORPG 패턴이 보일 것으로 예상된다. 이후 빠른 속도로 매출이 감소하는 흐름을 나타낼 전망이다.

신작 출시로 인해 광고선전비 대폭 증가 예상. 〈바이오하자드〉는 Aniplex와 매출 및 비용 반반 구조

영업비용 측면에서는 신작 출시 확대에 따른 지급수수료와 광고선전비 증가가 불가피하다. 연간 지급수수료는 약 686억원(13%)으로 〈바이오하자드〉 관련 비용의 본격 인식 및 신작 2편 출시에 따른 개발사 로열티 지급이 주요 증가 요인이다. 광고선전비의 경우 연간 약 479억원(77%)으로 대폭 증가할 전망이다. 분기별로는 출시 초기인 〈바이오하자드〉 마케팅이 집중되는 1분기와 〈풋볼2〉 출시를 앞두고 글로벌 마케팅 활동이 본격화되는 3분기에는 가장 높은 수준을 기록할 것으로 예상된다. 한편 인건비는 연간 약 337억원(-1%)으로 소폭 감소할 전망으로, 이는 조이시티가 AI 활용을 통해 생산력을 유지하면서도 지속적인 인력 효율화를 추진한 결과로 해석된다.

이에 2026년 지배순이익 222억 기준 Target EPS 269원에 Target P/E 12배 적용하여 조이시티의 목표주가를 3,200원으로 제시한다. 〈바이오하자드〉를 통한 외형 성장과 〈풋볼2〉를 기반으로 한 이익 개선이 동시에 반영되는 올해는 조이시티의 구조적 성장이 실적으로 가시화되는 첫 해가 될 것으로 판단하며, 투자의견 Buy를 개시한다.

표16 조이시티 실적 추정 Table

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출	**32.8**	**33.0**	**26.5**	**48.0**	**39.5**	**42.7**	**46.1**	**56.1**	**142.9**	**140.1**	**184.5**
PC/콘솔	11.2	12.3	6.9	8.8	9.8	11.8	18.8	26.8	43.9	39.2	67.0
모바일	17.8	16.7	16.1	25.9	26.8	27.9	24.4	26.4	76.6	76.6	105.5
기타	3.8	4.0	3.4	13.3	3.0	3.0	3.0	3.0	22.2	24.5	12.0
영업비용	**30.5**	**29.9**	**29.4**	**45.3**	**38.4**	**39.3**	**41.8**	**42.7**	**131.0**	**135.1**	**162.3**
인건비	9.1	8.2	8.2	8.5	8.4	8.4	8.5	8.4	35.8	34.0	33.7
지급수수료	12.2	11.8	11.5	25.3	15.4	16.4	17.4	19.4	54.1	60.9	68.7
광고선전비	5.9	6.3	6.3	8.4	12.1	12.0	12.4	11.4	27.6	26.9	47.9
무형자산상각비	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	4.2	2.1	2.0
기타	2.8	3.0	2.9	2.5	2.0	2.0	3.0	3.0	9.3	11.2	10.0
영업이익	**2.3**	**3.1**	**-3.0**	**2.7**	**1.1**	**3.4**	**4.3**	**13.4**	**11.9**	**5.1**	**22.2**
OPM	6.9	9.3	-11.2	5.6	2.8	7.9	9.3	23.9	8.3	3.6	12.0
당기순이익	**0.9**	**-0.4**	**-2.7**	**-6.0**	**5.2**	**3.5**	**5.0**	**7.4**	**-4.1**	**-8.3**	**21.1**
NPM	2.6	-1.4	-10.0	-12.5	13.2	8.2	10.8	13.2	-2.9	-5.9	11.4

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표17 조이시티 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	22.2	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	269	
Target P/E	(x)	12	게임 산업 하단
목표주가	(원)	3,200	적정주가 3,224원에서 십단위 올림
현재주가	(원)	2,295	03/09 기준
Upside	(%)	39.4	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

[조이시티 067000]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	61	49	66	80	98
현금 및 현금성자산	30	21	21	34	52
매출채권 및 기타채권	20	16	21	21	20
재고자산	0	0	0	0	0
기타	11	12	25	26	27
비유동자산	181	181	171	178	190
관계기업투자등	36	28	28	29	30
유형자산	25	50	49	47	46
무형자산	7	15	12	16	25
자산총계	242	230	238	257	288
유동부채	63	59	70	74	72
매입채무 및 기타채무	16	8	14	16	15
단기금융부채	40	43	39	40	39
기타유동부채	7	7	17	18	18
비유동부채	71	75	79	76	86
장기금융부채	65	62	75	72	82
기타비유동부채	7	13	4	4	4
부채총계	135	134	149	150	158
지배주주지분	106	95	89	107	129
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	63	59	59	59	59
이익잉여금	5	0	-7	12	34
비지배주주지분(연결)	2	1	0	0	0
자본총계	108	96	89	108	129

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	150	143	140	184	205
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	150	143	140	184	205
판매비 및 관리비	124	131	135	162	177
영업이익	25	12	5	22	28
(EBITDA)	30	16	13	27	34
금융손익	-3	-1	-2	-1	-2
이자비용	5	4	3	2	4
관계기업등 투자손익	0	1	0	-1	-1
기타영업외손익	-10	-16	-5	-8	-10
세전계속사업이익	12	-4	-2	13	15
계속사업법인세비용	5	2	6	-8	-9
계속사업이익	8	-6	-8	21	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	-6	-8	21	24
지배주주	6	-6	-7	19	22
총포괄이익	8	-6	-8	21	24
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.9	8.1	3.6	12.0	13.5
EBITDA마진률 (%)	19.8	11.2	9.2	14.7	16.4
당기순이익률 (%)	5.2	-4.4	-5.9	11.4	11.9
ROA (%)	2.2	-2.3	-2.9	7.6	8.0
ROE (%)	5.4	-5.5	-7.4	19.1	18.4
ROIC (%)	10.8	5.8	2.4	10.5	12.5

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	8	5	1	27	28
당기순이익(손실)	8	-6	-8	21	24
비현금수익비용가감	23	25	14	3	4
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3
무형자산상각비	2	2	5	2	3
기타현금수익비용	19	20	6	-2	-2
영업활동 자산부채변동	-14	-5	0	3	-1
매출채권 감소(증가)	1	4	-5	1	1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	-7	6	2	-1
기타자산, 부채변동	-14	-2	-1	0	0
투자활동 현금	9	-11	-10	-12	-18
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-2	-2
무형자산 감소(증가)	0	-3	-3	-5	-11
투자자산 감소(증가)	7	-5	-5	-2	-2
기타투자활동	4	-1	-2	-3	-3
재무활동 현금	-2	-4	9	-2	9
차입금의 증가(감소)	-3	-3	10	-2	9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	15	-9	-1	13	18
기초현금	15	30	21	21	34
기말현금	30	21	21	34	52
NOPLAT	16	8	4	16	20
FCF	26	3	-5	15	9

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	34.5	-19.0	-23.7	8.5	7.4
P/B	1.8	1.1	1.8	1.5	1.2
P/S	1.3	0.7	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.8	11.7	19.5	8.7	6.8
P/CF	6.2	5.8	29.1	6.6	5.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-8.6	-4.5	-1.9	31.6	11.0
영업이익	242.3	-54.1	-56.3	337.8	24.9
세전이익	56.0	적전	적지	흑전	15.9
당기순이익	142.7	적전	적지	흑전	15.9
EPS	69.2	적전	적지	흑전	15.9
안정성 (%)					
부채비율	125.0	138.6	167.5	139.2	122.2
유동비율	96.5	83.6	95.4	108.3	136.2
순차입금/자기자본(x)	65.1	84.4	102.8	70.9	51.8
영업이익/금융비용(x)	5.0	2.7	1.6	10.7	7.8
총차입금 (십억원)	105	105	114	112	121
순차입금 (십억원)	70	81	91	76	67
주당지표(원)					
EPS	79	-79	-97	269	311
BPS	1,517	1,366	1,269	1,537	1,849
SPS	2,142	2,044	2,005	2,638	2,929
CFPS	440	262	79	348	405
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 조이시티, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

조이시티 (067000) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가대비
2026-03-10	담당자변경			
2026-03-10	매수	3,200		

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.