

게임: 마워도 다시 한번 v.2

SERVER

PLAY NOW



2026.03.10

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

이토 하루히코 연구원
02-709-2659
haruhiko.ahn.ito@ds-sec.co.kr

Con- tents



게임: 미워도 다시한번 2

04

Executive Summary-3월은 게임의 달
시장 약세 시 방어주로 기능

구글 앱수수료 인하에 따른 영향 점검

11

게임사 별 수수료 인하 시 영업이익/영업이익률 변화
앱수수료 인하 상세 내용

상반기 주요신작 살펴보기

17

풀어비스- 붉은사막
게임이 흥행한다고 치고, 적정 밸류에이션은 어떻게 봐야하나
넷마블-7대죄 오리진
데브시스터즈- 오븐스매시 출시 대기

게임주 투자전략(2025.12월 기발간 자료 업데이트)

36

더블디레이팅은 과하다

기업분석

44

조이시티 (067000)_ 글로벌 히트와 함께 레벨업 전망

[게임]

미워도 다시 한번 2

게임산업 구조적 정체 지속예상, 적정 PER은 유지

'25년 모바일 게임산업 결제액은 6조원 기록하며 전년대비 6% 하락했다. 외산 게임 점유율도 38%→52%로 확대되어 시장점유율도 하락했다. '26년 게임시장도 지속 감소 추세가 예상된다. 국내 모바일게임 시장은 2019~2021(코로나) 연평균 30%이상 성장해왔고 그로 인해 PER 20배가 넘는 높은 성장성을 인정받아왔다. 그러나 이제는 성장이 멈추었고 앞으로도 물가상승률 이상의 성장을 이뤄내기 어렵다. 다만 최근의 하락은 상대적 매력감소에 따른 수급적 이슈가 더 크다고 분석한다. 게임산업 성장 정체는 22년부터 3년간 이어지고 있다. 올해 새롭게 더 나빠진 부분은 없다. 오히려 개발역량 향상/앱수수료 인하 등 구조적 이익개선 여지가 남아있어 산업 디레이팅을 추가로 고려할 구간은 아니다. 따라서 '26년 게임주 적정 PER 기준 15~20배를 유지한다. 수급적 이슈로 인한 최근 하락은 저점매수의 기회로 작용할 것으로 전망한다.

앱수수료 인하: 단기 0~3%p, 장기 10%p 영업이익률 개선 예상

구글 앱수수료가 기존 30%에서 15~25%로 하향된다. 이번 구글 수수료 인하로 기존대비 5~10%p 수수료 인하 절감효과가 있을 것으로 분석한다. 이로 인해 '27년 게임사들의 영업이익은 0~20%, 영업이익률은 0~3%p 개선될 전망이다. 최대 수혜주는 '27년 영업이익 20%, 영업이익률 3%p 개선 예상되는 넷마블이다. 이번 인하를 통해 애플의 수수료 인하 가능성도 매우 높아졌다. 장기적으로 게임사 모바일 게임 영업이익률은 10%p 개선될 것으로 판단한다.

역사적으로 약세장에서 게임주는 항상 방어, 시장 혼조 시 방어주로 추천

최근 있었던 4번의 약세장에서 게임섹터는 '08, '18, '22년 3번 섹터 MDD 기준 2~5위권으로 방어주로 기능했다 18년 약세시기 MDD는 -10.3으로 2위를 마크했고, 2020년은 -0.02로 5위를 마크했다. '22년은 코로나/메타버스로 게임주의 주가가 급등했던 시기였기에 하락폭 거셴다. 게임주 '25 YTD 수익률 꼴지였으며 '26년 퍼포먼스도 썩 좋지 못했다. 따라서 이번에는 시장혼조 시 방어주로서 기능할 것으로 전망한다. 주가는 낙폭과대이며 이 상황에서 글로벌 타겟 대형신작들 출시, 앱수수료 인하로 '27년 영업이익 0~20%개선, 장기 게임마진 10%확대 예상된다. 이를 고려해 게임주 산업의견을 Trading Buy에서 BUY(비중확대)로 상향한다. 게임주 Top-pick은 넷마블을 유지한다. 또한 조이시티에 대한 커버리지를 개시한다. 매수, 목표주가 3,200원 제시한다.

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

2026.03.10

비중확대 (유지)

Top Pick

넷마블 251270

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	86,000원
상승여력	55.8%

게임: 미워도 다시한번 2

Executive Summary - 3월은 게임의 달

25년 하반기보다

개선 중인 게임주 퍼포먼스

1)낙폭과대

2)글로벌 위주 게임라인업

3)비용감소

약망갈던 25년 하반기를 지나 26년은 게임주의 퍼포먼스가 회복되고 있다. 작년 게임주는 신작 출시를 앞두고도 기대감이 거의 반영되지 않으며 트레이딩 매력도도 부족했다. 그러나 26년에는 데브시스터즈, 펠어비스, 넷마블 등 주요신작을 앞두고 주가가 급등하는 추세를 보이며 과거대비 트레이딩 매력도가 개선되고 있다. 이는 1)코스피/코스닥 지수가 지속성장하는 가운데 작년 최하위 퍼포먼스를 보였던 게임주의 수급개선, 2) '25년 대비 훨씬 개선된 글로벌 타겟 위주의 신작라인업, 3)전반적인 게임사들의 비용감소 및 주주환원 강화에 따른다. 여기에 어제자로 구글 수수료 인하 발표로センチ도 개선되며 전반적인 수급 개선은 계속 이어질 것으로 보인다.

게임주 디레이팅은 필요하

나 지금은 그 정도가 과함

게임주 Trading BUY

→BUY 상황

물론 게임산업은 시장침체에 빠져있으며, 향후 성장경로도 물가상승률을 넘기 어렵다. 밸류에이션 디레이팅은 불가피하다. 그러나 지수가 상승한 상황에서 과거 15-20배 평균 10-15배의 PER 배수 하향은 더블 디레이팅이다. 적어도 과거 밸류에이션인 15-20배로의 회복이 적절하다는 의견을 지속 제시한다. 이것이 우리가 그동안 단기 신작 위주의 트레이딩, Trading BUY 의견을 제시해왔던 이유다. 그러나 앱수수료 인하, 낙폭과대, 기업들 이익전망치 변경에 따라 Trading BUY를 BUY로 상향한다.

センチ변화가 더 중요.

WOW 포인트가

발생해야 할 것

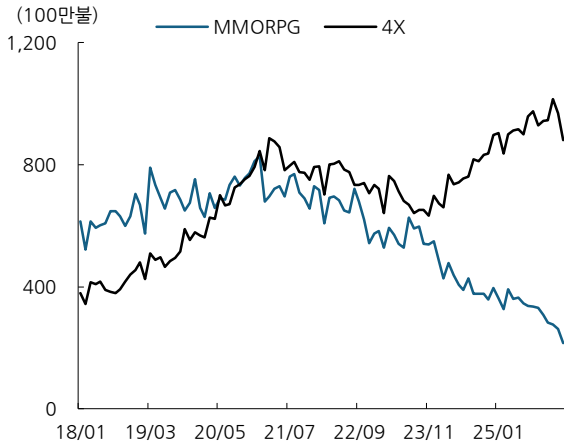
앞으로 지속해서 게임산업은 M/S 싸움으로 흘러갈 것이다. 대한민국 게임산업의 밸류에이션을 지지하기 위해서는 WOW 포인트가 필요하다. 국내에서 리니지라이크로 매출을 벌었다는 이슈로는 집나간 투자자들을 불러오거나 밸류에이션을 지지할 수 없다. 모바일 MMORPG 장르는 게임장르 중에서도 가장 가파른 하락세를 보이고 있다. 숏츠/틱톡 시대에 결이 맞지 않는 장르임을 인지할 필요가 있다. 결국 글로벌에서 히트했다는 경험의 필요가 있다. 25년 하반기 주요신작을 살펴보면 엔씨소프트의 아이온2 국내/대만 출시가 유일했었다. 결국 이마저도 국내시장 타겟 게임으로 (10월 글로벌 타겟 전망) 국내 게임시장의 규모가 계속 축소되고 경쟁이 심화되는 환경에서 이벤트 매력도는 비교적 떨어졌다고 분석된다.

올해 글로벌 타겟하는 게임

많아 기대해볼 만

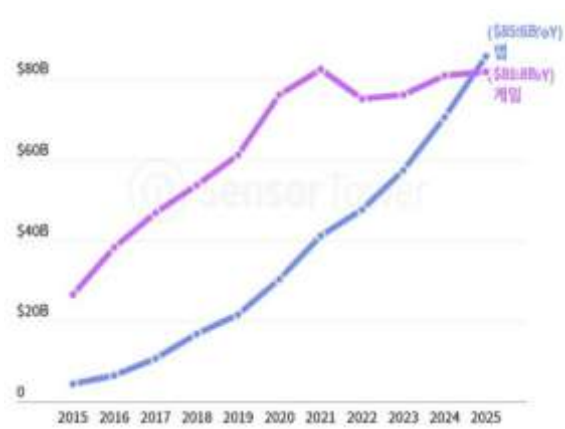
반면 26년에는 3월 펠어비스 붉은사막, 넷마블 7대죄 오리진, 데브시스터즈 오븐스 매시, 6월 조이시티 프리스타일풋볼2, 10월 아이온2 글로벌, 4Q 카카오게임즈 아키에이지 크로니클 등이 출시 예정이다. 해당시기 모멘텀이 강하게 발생할 전망이다. 해당 게임들의 히트는 단순 해당회사뿐만 아니라 대한민국 게임섹터의 경쟁력을 살려볼 수 있는 기회가 될 것이다. 전체적인 적정 밸류에이션/センチ가 크게 바뀔 수 있어 주목한다.

그림1 글로벌 인앱결제 추이 - 한국도 4X/키우기 위주로 변화



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림2 비게임앱이 처음으로 게임앱을 넘어섬



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림3 2022년 국내 모바일 게임순위 - 호시절

순위	게임	장르	게임사
1	리니지 M	MMORPG	엔씨
2	리니지 W	MMORPG	엔씨
3	오딘	MMORPG	카카오게임즈
4	리니지 2M	MMORPG	엔씨
5	던파 M	MMORPG	NEXON
6	히어로즈 테일즈	MMORPG	37Games
7	FC 온라인 M	스포츠	NEXON
8	원신	오픈월드 RPG	Hoyoverse
9	히트 2	MMORPG	NEXON
10	로블록스	샌드박스	Roblox

자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터
주: BOLD체는 한국게임(한국상장사)

그림4 2026년 YTD 국내 게임 매출순위 - MMORPG의 몰락

순위	게임	장르	게임사
1	메이플키우기	방치형	NEXON
2	라스트워	4X	Funfly
3	WOS	4X	Century
4	리니지 M	MMORPG	엔씨
5	로블록스	샌드박스	Roblox
6	킹샷	4X	Century
7	라스트 Z	4X	Florere
8	로알매치	퍼즐	Dream
9	FC 모바일	스포츠	NEXON
10	가십하버	퍼즐	Microfun

자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터
주: BOLD체는 한국게임(한국상장사)

이제 최상위권 강자(엔씨, 카카오게임즈, 넥슨 등)를 제외하고 MMORPG 개발은 의미가 퇴색됨

뉴미디어(유튜브, 숏츠, 틱톡)의 급격한 성장으로 전세계 게이머들의 취향이 유사하게 맞춰지는 경향이 있다. 4X, 퍼즐은 과거 국내에서 큰 인기를 거둔 장르는 아니었다. 한국게이머들의 취향이 점점 글로벌과 유사하게 맞춰지면서 MMORPG 장르는 과거의 영광을 되찾지 못할 가능성이 높다. 핵심 IP 보유하고 높은 개발역량 가지고 있는 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈를 제외하고는 반전의 기회를 맞이하기 어려울 전망이다.

표1 2026~ 주요 신작일정

회사	게임명	장르	플랫폼	구분	출시예정일	이익대비중요도	모멘텀중요도
크래프톤	서브노티카2	수중 어드벤처	PC/콘솔	자체개발	2026	★★★☆☆	★★★★☆
	PUBG:블랙버킷	익스트랙션 슈터	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★☆	★★★★★
	딩کم투게더	생활RPG	모바일	자체개발	2027~	★★★☆☆	★★★☆☆
	팰월드 모바일	수렵 RPG	모바일	자체개발	2027~	★★★☆☆	★★★★☆
엔씨소프트	신더시티	루트슈터	PC/콘솔	자체개발	2026~	★★★★☆	★★★★★
	브레이커스	수집형RPG	모바일	퍼블리싱	1H26	★★★☆☆	★★★★☆
	아이온모바일중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	★★★☆☆	★★★★☆
	리니지M/2M 중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026	★★★☆☆	★★★☆☆
	아이온2 글로벌	MMORPG	PC	자체개발	9-10월	★★★★★	★★★★★
	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
시프트업	타임테이커스	히어로 슈터	PC	퍼블리싱	2Q26~	★★★☆☆	★★★☆☆
	스텔라블레이드2	액션어드벤처	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
넷마블	프로젝트 스피릿	서브컬처 RPG	모바일	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	몬걸:스타 다이브	수집형RPG	모바일	자체개발	2Q26	★★★★★	★★★★★
	일곱개의 대죄 오리진	오픈월드 RPG	ALL	자체개발	3/17,24	★★★★★	★★★★★
	SOL:인첸트	MMORPG	모바일	퍼블리싱	1H26	★★★☆☆	★★★☆☆
	프로젝트 이블베인	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2H26	★★★☆☆	★★★★☆
	상그릴라 프론티어	액션RPG	모바일	자체개발	2026	★★★★☆	★★★★☆
	프로젝트 옥토퍼스	로그라이크RPG	모바일	자체개발	2026	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
	나혼람:카르마	로그라이크RPG	PC/콘솔	자체개발	2026	★☆☆☆☆	★★★☆☆
펄어비스	붉은사막	오픈월드RPG	PC/콘솔	자체개발	3/20	★★★★★	★★★★★
카카오게임즈	프로젝트C	서브컬처	모바일	자체개발	4Q26	★★★☆☆	★★★☆☆
	더큐브사이버버스	익스트랙션 액션	PC	자체개발	2Q26	★☆☆☆☆	★★★☆☆
	던전어라이즈	4X전략	모바일	자체개발	2Q26	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
	크로노오디세이	MMORPG	PC/콘솔	퍼블리싱	2027	★★★★★	★★★★★
	아키에이지크로니클	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	4Q26	★★★★★	★★★★★
	오딘 후속작	MMORPG	모바일	자체개발	2Q26	★★★★★	★★★★☆
	프로젝트OQ	MMORPG	모바일	퍼블리싱	3Q26	★★★★★	★★★☆☆
	갯세이버버밍엄	액션 PRG	PC/콘솔	자체개발	3Q26	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
위메이드	미르5	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	★★★★★	★★★★☆
	나이트크로우2	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	★★★★★	★★★★☆
	TAL	액션RPG	PC/콘솔	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
네오위즈	고양이와스프	시뮬레이션	모바일	자체개발	1H26	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
	킬 더 새도우	MOBA로그라이크	PC	퍼블리싱	1H26	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
	안녕서울:이태원편	퍼즐플랫폼	PC	퍼블리싱	2H26	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
	킹덤2	MMORPG	모바일	자체개발	2H26	★★★☆☆	★☆☆☆☆
데브시스터즈	오븐스매시	PVP액션	모바일	자체개발	1Q26	★★★★★	★★★★★
넥슨게임즈	던파 아라드	오픈월드RPG	모바일	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
	우치:웨이페이어	RPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	듀랑고월드	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
웹젠	테르비스	서브컬처	모바일	자체개발	2H26	★★★☆☆	★★★★☆
	뮤 IP	MMORPG	모바일	자체개발	2026	★★★★★	★★★★☆
컴투스	데스티니차일드 IP	키우기 RPG	모바일	자체개발	2026	★★★☆☆	★☆☆☆☆
	프로젝트 ES	MMORPG	모바일	퍼블리싱	2026	★★★★☆	★★★★☆
조이시티	프로젝트 임진	MMORPG	모바일	퍼블리싱	2Q26	★★★★☆	★★★★☆
	프리스타일 풋볼2	스포츠	PC/콘솔	자체개발	2Q26	★★★★☆	★★★★☆

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

표2 최근 국내게임사 주요 출시작 히트 여부

기업	Hit Ratio	출시작	플랫폼	홍행여부	비고
크래프톤	3개 중 0개 0%	인조이	PC	-	얼리엑세스 단계로 미평가
		PUBG:NEW STATE	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		문브레이커	PC	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		칼리스토 프로토콜	콘솔/PC	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
엔씨소프트	7개 중 2개 28%	TL	콘솔/PC	X	국내 실패, 글로벌 흥행
		퍼즈업	모바일	X	서비스 종료
		호연	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		배틀크러쉬	모바일	X	서비스 종료
		저니오브모나크	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		아이온2	PC	O	1주일 매출 250억원, 초기 흥행 성공
		리니지클래식	PC	O	초기 매출 400억원, 초기 흥행 성공
넷마블	14개 중 7개 50%	파라곤 디 오버프라이م	콘솔/PC	X	서비스종료
		모두의마블: 메타월드	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		신의탑	모바일	X	초기 흥행 후 매출급락 심했음
		그랜드크로스:에이지오브타이탄	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		세븐나이츠 키우기	모바일	O	초기 흥행 성공, 매출유지는 실패
		아스달연대기	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		나혼자만 레벨업:어라이즈	모바일	O	초기 대흥행 성공, 매출유지는 실패
		레이븐2	모바일	O	기대대비 성공
		킹아서:레전드 라이즈	모바일	X	낮은 기대/낮은 매출
		RF온라인 넥스트	모바일	O	초기 일매출 20억상회
		세븐나이츠 리버스	모바일	O	초기 일매출 20억 상회
		왕좌의게임: 킹스로드	모바일	X	낮은 기대/낮은 매출
		뱅크프	모바일	O	분기 800억원 수준 매출 기록, 흥행
		스톤에이지 키우기	모바일	O	낮은 기대 대비 성공
카카오게임즈	8개 중 1개 13%	에버소울	모바일	X	초기 흥행 성공했지만 매출급감
		아키에이지워	모바일	O	초기 일매출 20억 상회, 이후 적당한 하향안정화
		아레스	모바일	X	초기 일매출 10억 상회, 마케팅 투입/기대대비 실패
		달빛조각사	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		ROM	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		발할라 서바이벌	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		POE2	PC	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		가디스오더	모바일	X	출시 한달 만 서비스 종료
데브시스터즈	2개 중 0개 0%	마녀의성	모바일	X	낮은기대/ 낮은 매출
		모험의탑	모바일	X	출시 1년 후 매출급감
네오위즈	6개 중 4개 67%	브라운더스트2	모바일	O	초기 흥행 실패 후 후반 반등통한 성공
		P의거짓	PC/콘솔	O	누적 260만장 이상 판매, 빅히트
		갯슈벨	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		영웅전설	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		세이프오브드림즈	PC	O	100만장 이상 판매 추정
		P의거짓 DLC	PC/콘솔	O	판매량 호조 + 국내최초 해외 게임어워드 수상
시프트업(텐센트/소니)	2개 중 2개 100%	니케(텐센트)	모바일	O	빅히트
		스텔라블레이드(소니)	콘솔	O	누적 200만장 수준 판매, 독점작 감안 시 히트
넥슨게임즈(넥슨)	2개 중 0개 0%	퍼스트디센던트	PC/콘솔	X	초기 대흥행 후 매출 급감
		베일드엑스퍼트	PC/콘솔	X	출시 반년만 서비스 종료
컴투스	5개 중 0개 0%	BTS 쿡쿡온 타이니탄 레스토랑	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		프로스트 핑크	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		스타시드	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		갯앤데몬	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
컴투스		프로야구 라이징	모바일	X	시장 기대대비 실패

		스타라이트	모바일	X	시장 기대대비 실패
웹젠	7개 중 1개 14%	뮤모나크2	모바일	X	낮은기대/ 낮은 매출
		뮤모나크1	모바일	O	마케팅비 투입 대비 성공
		어둠의실력자가 되고싶어서!	모바일	X	서비스종료
		라그나돌	모바일	X	서비스종료
		R2오리진	모바일	X	전작대비 부진
		드래곤소드	모바일	X	퍼블리셔 - 개발사 간 분쟁
위메이드	3개 중 1개 33%	나이트크로우	모바일	O	마케팅비 투입/시장 기대 대비 성공
		판타스틱 베이스볼	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		레전드 오브 이미르	모바일	X	초기 구글매출 1위 달성했지만 시장/회사 기대 하회

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 글로벌 게임사 TABLE

이름		넥슨	캡콤	코나미	스퀘어 에닉스	사이버 에이전트	텐센트	넷이즈	닌텐도	Taketwo Interactive	유비소프트	CDPROJEKT
타커		3659 JT	9697 JT	9766 JT	9684 JT	4751 JT	700 HK	9999 HK	7974 JT	TWOU S	UBI FP	CDR PW
매출액 (십억)	25	475	170	422	325	874	660	113	1,165	6	2	1
	26F	543	186	478	295	920	831	121	2,341	7	2	1
	27F	558	206	525	305	958	909	132	2,527	9	2	3
영업익 (십억)	25	124	66	102	41	72	208	36	283	-4	0	0
	26F	166	77	131	51	77	286	40	392	1	-1	0
	27F	171	86	157	51	79	322	45	531	2	0	2
OPM (%)	25	26	39	24	13	8	32	32	24	-78	-4	37
	26F	30	41	28	17	8	34	33	17	14	-65	34
	27F	31	42	30	17	8	35	34	21	19	-2	55
순이익 (십억)	25	92	48	75	24	32	194	34	279	-4	0	0
	26F	129	55	95	29	39	292	41	410	1	-1	0
	27F	133	63	113	36	42	324	45	457	1	0	2
EPS (달러) (원)	25	114	116	551	68	63	21		239	-26	-1	5
	26F	161	131	699	79	76	31	13	353	4	-6	3
	27F	171	146	832	99	82	35	14	401	8	-1	16
BPS (달러) (원)	25	1,336	598	3,960	948	368	128		2,555	19	12	31
	26F	1,440	621	4,076	956	423	152	60	2,478	17	12	34
	27F	1,544	723	4,657	1,230	507	179	68	2,649	21	10	50
PER (배)	25	27	22	32	37	16	19		25			44
	26F	19	26	29	32	17	15	13	25	55		74
	27F	18	23	24	26	16	13	12	22	26		15
PBR (배)	25	475	170	422	325	874	660	113	1,165	6	2	1
	26F	543	186	478	295	920	831	121	2,341	7	2	1
	27F	558	206	525	305	958	909	132	2,527	9	2	3

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

시장 약세 시 방어주로 기능

역사적으로 시장혼조세에는 게임주가 항상 방어.
최근 주가퍼포먼스까지
고려하면 시장 약세 시
'08,'18,'20년의 경로를
예상

과거 시장 혼조세에는 게임주가 방어주로서 기능해온 바 있다. 게임은 인도어 취미이며 객단가는 타 취미대비 압도적으로 저렴하다. 경쟁자는 쓱폼/넷플릭스 일뿐 경기침체/유가상승/전쟁/관세 등 매크로 이슈와는 무관하다. 실제로 2008년,2018년,2020년,2022년 국내 약세장에서 게임주는 22년을 제외하고 모두 방어한 바 있다. 과거 약세장 종합 스코어는 10위로, 이미 메타버스 이슈로 급등한 2022년을 제외하면 전체 섹터 중 2-5위를 차지한 바 있다. 지금은 주가가 올라가기능커녕 섹터 최하위 수익률을 보이고 있다. 만약 전쟁이슈 지속되고 시장 혼조세 지속된다면 '08,'20,'22년 처럼 게임주는 방어주로 기능할 가능성이 매우 유력하다. 다음은 약세장 시 섹터 MDD 요약이다.

표4 섹터별 위기시기 퍼포먼스

Sector	주식 수	TopStocks	GFC_2008_DD	Q4_2018_DD	COVID_2020_DD	BEAR_2022_DD	CORR_2025_DD	Avg_DD	Worst_DD	Best_DD	Std_DD	Defensive_Score
소프트웨어/보안	1	에스원	-20.5	16.8	-15.3	-24.5	-4	-9.5	-24.5	16.8	16.6	90.5
통신	3	KT, SK 텔레콤, LG 유플러스	-17	1.8	-27.2	-7.6	-2.2	-10.4	-27.2	1.8	11.7	89.6
음식료	14	KT&G, 삼양식품, 오리온	-26.9	-3	-25.8	0	-2.3	-11.6	-26.9	0	13.5	88.4
의료기기	9	파마리서치, 클래시스, 휴젤	2.1	-10.6	-33.2	-23.5	5.8	-11.9	-33.2	5.8	16.6	88.1
화장품	11	에이피알, 아모레퍼시픽, CJ	-6.9	-9.9	-20	-34.8	0.9	-14.1	-34.8	0.9	13.8	85.9
방산/우주항공	8	한화에어로스페이스, 한화시스템, 한국항공우주	-27.8	-4.1	-38.9	-1.5	0.7	-14.3	-38.9	0.7	17.9	85.7
제약/바이오	18	삼성바이오로직스, 셀트리온, 알테오젠	-4	-16.5	-15.3	-25.5	-10.9	-14.4	-25.5	-4	7.9	85.6
조선	12	HD 현대중공업, 한화오션, HD 한국조선해양	-34.4	-6.5	-26.1	6.6	-12.2	-14.5	-34.4	6.6	16.2	85.5
IT 하드웨어/서비스	4	삼성에스디에스, LG 씨엔에스, NHN	-3.9	-9.5	-24.4	-23.9	-12.3	-14.8	-24.4	-3.9	9.1	85.2
소프트웨어/게임	11	크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블	-9.8	0	-10.3	-52.2	-3.9	-15.2	-52.2	0	21.1	84.8
금융(보험)	6	삼성생명, 삼성화재, DB 손해보험	-30.2	6.9	-34.2	-3.1	-17.3	-15.6	-34.2	6.9	17.5	84.4
유통/상사	13	포스코인터내셔널, 롯데지주, 신세계	-36.9	-8.5	-32	-8.4	2.5	-16.7	-36.9	2.5	16.9	83.3
2 차전지	16	LG 에너지솔루션, 삼성 SDI, LG 화학	-7.3	-6.5	-24.2	-25.6	-21.6	-17	-25.6	-6.5	9.4	83
신재생에너지	6	한화솔루션, 두산퓨얼셀, OCI 홀딩스	-11.4	-1.7	-44.5	-8.4	-22.5	-17.7	-44.5	-1.7	16.8	82.3
미디어/엔터	11	하이브, 에스엠, JYP Ent.	-17.8	-6.1	-20.4	-44.1	-1.7	-18	-44.1	-1.7	16.5	82
유틸리티	7	한국전력, 한전기술, 한국가스공사	-21.3	-6	-37.3	-19.5	-7.1	-18.2	-37.3	-6	12.7	81.8
소비재	1	코웨이	-6.8	-9.8	-34.5	-26.7	-16.8	-18.9	-34.5	-6.8	11.6	81.1
의류/패션	5	영원무역, F&F, 미스트홀딩스	-0.2	0.7	-8.6	-78.3	-11.3	-19.5	-78.3	0.7	33.3	80.5
금융	1	삼성카드	-57.5	3.7	-29.7	-3.4	-12.4	-19.9	-57.5	3.7	24.5	80.1
자동차/모빌리티	18	현대차, 기아, 현대모비스	-17	-7.6	-41.6	-20.2	-13.4	-20	-41.6	-7.6	13	80
철강/금속	5	고려아연, POSCO 홀딩스, 현대제철	-51.6	-4.4	-36	4.4	-15.9	-20.7	-51.6	4.4	23	79.3
금융(은행)	9	KB 금융, 신한지주,	-34.9	-4.4	-26.6	-27.5	-12.9	-21.3	-34.9	-4.4	12.3	78.7

전력/유틸리티	8	하나금융지주 HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS ELECTRIC	-20.6	-33	-33.4	3.5	-28.7	-22.4	-33.4	3.5	15.4	77.6
핀테크	3	카카오페이, 카페 24, NHN KCP	-0.2	-11.3	-11.9	-75.5	-13.3	-22.4	-75.5	-0.2	30.1	77.6
반도체	27	삼성전자, SK 하이닉스, SK 스퀘어	-18.5	-12.8	-31.2	-32.2	-22.4	-23.4	-32.2	-12.8	8.3	76.6
운송	6	HMM, 대한항공, 팬오션	-55.8	2.9	-18.2	-35.5	-13.9	-24.1	-55.8	2.9	22.4	75.9
IT 하드웨어	8	삼성전자, LG 전자, LG 이노텍	-7.4	-24.1	-36.2	-32.4	-21.9	-24.4	-36.2	-7.4	11.2	75.6
기계	4	현대로템, 두산밥캣, HD 현대건설기계	-7	-46.4	-49.3	-15.3	-8.2	-25.2	-49.3	-7	20.9	74.8
여행/레저	5	강원랜드, 롯데관광개발, 파라다이스	-57.2	-4.4	-42.8	-20.5	-5.5	-26.1	-57.2	-4.4	23.3	73.9
화학/소재	12	GS, 금호석유화학, 롯데케미칼	-39.2	-3.8	-37.8	-33.3	-17.5	-26.3	-39.2	-3.8	15.3	73.7
건설	9	현대건설, 삼성 E&A, KCC	-51.9	-9.3	-33.9	-35.8	-9.8	-28.1	-51.9	-9.3	18.4	71.9
금융(증권)	6	미래에셋증권, 메리츠금융지주, 한국금융지주	-54	-14.8	-40.6	-35.7	-10.4	-31.1	-54	-10.4	18.2	68.9
에너지/화학	2	SK 이노베이션, S-Oil	-43.8	-13.6	-48.6	-27.4	-22.4	-31.2	-48.6	-13.6	14.7	68.8
원자력/에너지	1	두산에너지빌리티	-53	-27.4	-55.9	-35.1	-30.5	-40.4	-55.9	-27.4	13.2	59.6
소프트웨어/플랫폼	5	NAVER, 카카오, 더존비즈온	-49.1	-65.7	-27.5	-58.9	-21.2	-44.5	-65.7	-21.2	19.4	55.5

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 양형모

그림5 2018년 위기시기 Strong&Weak 섹터 분석

Type	Sector	Drawdown_Pct
Strong	의류/패션	-8.61
Strong	소프트웨어/게임	-10.31
Strong	핀테크	-11.89
Strong	제약/바이오	-15.29
Strong	운송	-18.18
Strong	화장품	-20.03
Strong	미디어/엔터	-20.42
Strong	2 차전자	-24.22
Strong	IT 하드웨어/서비스	-24.4
Strong	음식료	-25.76
Weak	철강/금속	-36.04
Weak	IT 하드웨어	-36.24
Weak	유틸리티	-37.34
Weak	화학/소재	-37.76
Weak	방산/우주항공	-38.91
Weak	금융(증권)	-40.61
Weak	자동차/모빌리티	-41.58
Weak	여행/레저	-42.78
Weak	신재생에너지	-44.51
Weak	기계	-49.34

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 양형모

그림6 2020년 위기시기 Strong&Weak 섹터 분석

Type	Sector	Drawdown_Pct
Strong	금융(보험)	6.88
Strong	운송	2.85
Strong	통신	1.78
Strong	의류/패션	0.73
Strong	소프트웨어/게임	-0.02
Strong	신재생에너지	-1.67
Strong	음식료	-2.95
Strong	화학/소재	-3.83
Strong	방산/우주항공	-4.1
Strong	여행/레저	-4.35
Weak	화장품	-9.93
Weak	의료기기	-10.58
Weak	핀테크	-11.26
Weak	반도체	-12.77
Weak	금융(증권)	-14.82
Weak	제약/바이오	-16.48
Weak	IT 하드웨어	-24.07
Weak	전력/유틸리티	-33.03
Weak	기계	-46.36
Weak	소프트웨어/플랫폼	-65.72

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터 양형모

구글 앱수수료 인하에 따른 영향 점검

**'27년 게임사 영업이익
0~20%개선
영익률 0~3%p 개선전망**

3/4 구글은 앱수수료를 기존 30%에서 15~25%로 하향하고 에픽스토어와의 분쟁을 마무리 지었다. 결론부터 말하면, 우리는 이번 정책으로 게임사들의 '27년 평균 영업 이익은 0~20%, 영업이익률은 0~3%p 개선될 것으로 전망한다. 기업별로 효과 상이하다. 가장 높은 수혜는 넷마블이다. '27년 넷마블 영업이익 20%, 영업이익률 3%p 개선된 6,030억원을 예상한다.

**넷마블이 최대수혜주
27년 지급수수료 997억원
절감 예상**

장기적으로는 게임 이익률 10% 개선될 것

또한, 구글의 인하로 애플 또한 수수료를 내릴 개연성이 매우 높아졌다고 판단된다. 거기에 신규설치 특례 고려하면 동일한 수수료인하 가정 시 장기적으로 게임사 영업 이익률은 최대 3~10%p 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 이번 구글의 결정은 에픽스토어와의 법적분쟁 판결이 나오기 전에 나왔다는 것에 의의가 있다. 게임사들이 자체결제로 옮겨가는 상황, 글로벌 게임업황이 안 좋은 점도 결정에 영향 있었을 것이다. 이는 곧 스팀, 플레이스테이션, 애플 등 타 ESD들도 수수료인하에 동참할 가능성이 높다는 것을 시사한다. 장기적으로 게임매출의 영업이익률은 10% 개선될 전망이다.

또한, 구글의 인하로 애플 또한 수수료를 내릴 개연성이 매우 높아졌다고 판단된다. 거기에 신규설치 특례 고려하면 동일한 수수료인하 가정 시 장기적으로 게임사 영업 이익률은 최대 3~10%p 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 모바일 게임 수수료만 고려하면 장기적으로 10%씩 인하되므로, 장기 현금흐름에 매우 긍정적이다.

**1)모바일 매출 클수록
2)캐주얼 비중 클수록
3)신작 비중 클수록
효과 크게 나타남**

단기적 앱수수료 인하효과:

1)구글 모바일, 2)캐주얼, 3)신작, 4)자체개발 비중 클수록 크게 나타날 것

종전 대비 수수료 절감효과는 1)매출의 규모가 클수록, 2)모바일 매출 비중이 클수록, 3)캐주얼 게임의 비중이 높을수록, 4) 기존작 비중이 적고 신작을 많이 내는 회사일수록 5)자체개발 비중이 높을수록 크게 나타날 것이다.

우리가 말하는 캐주얼게임은 MMORPG,원신처럼 모바일로 주로 플레이 하지 않는 PC/콘솔 동시 지원게임을 말한다. 현재 넷마블,엔씨소프트 등 국내기업들은 이미 웹을 통한 자체결제 시스템을 구축하고 있다. 그러나 실질적으로 외부결제가 크게 발생하는 게임은 리니지,뱀퍼르와 같은 MMORPG 멀티플랫폼 게임이다. 해당 게임들은 모바일 게임임에도 불구하고 유저들의 플레이 비중이 PC에서 크게 나타난다.

따라서 해당 게임들의 수수료 절감효과는 타 장르 대비 크지 않을 것으로 분석한다. 이미 결제액의 2-30%가 수수료 4-6% 발생하는 자체결제에서 일어나고 있기 때문이다. 그보다는 소셜카지노, 캐주얼, 수집형RPG 등이 높은 효용성을 거둘 것이다.

**소셜카지노 같은 모바일 플
레이 위주 장르 효과
크게 나타날 것**

이 조건을 모두 만족하는 게임사는 넷마블이다. 넷마블은 모바일 매출비중이 90%를 상회하며, 인앱결제 비중도 약 80%에 달한다. 연간 매출액 3조원으로 게임사 중 매출도 가장 높다. 여기에 소셜카지노 매출액도 연간 6천억원에 달하며, MCOC, 키우기 장르 등 모바일에서 주로 플레이하는 게임의 비중도 높다. 수수료가 5%만 개선된다고 해도 소셜카지노에서만 영업이익이 연간 +300억원 개선된다(애플 수수료도 인하된다는 가정 하에). 27년 수수료 절감효과는 997억원으로 영업이익률이 종전 대비 3%p 개선될 것으로 전망한다.

그림7 수수료 인하 대상에는 소셜카지노 게임도 포함

Are Casino games eligible for the Level Up+ program?



Yes. However, certain Level Up+ benefits, such as promotional content visibility, may be limited for specific app categories involving gambling, simulated gambling, or other regulated activities. Content submitted for these apps is evaluated to ensure it does not misrepresent the nature of the gameplay or the rewards involved. Furthermore, all promotional material must maintain a clear distinction between entertainment-based gameplay and real-world economic activity.

자료: Google, DS투자증권 리서치센터

게임사 별 수수료 인하 시 영업이익/영업이익률 변화

계산식이 복잡

뒤에 후술하겠지만 수수료 인하 조건 및 계산식이 복잡하다. 수수료가 5~10%인하됨에 따라 일률적으로 게임사들 영업이익율이 5~10% 개선된다고 계산하는 것은 부적절하다.

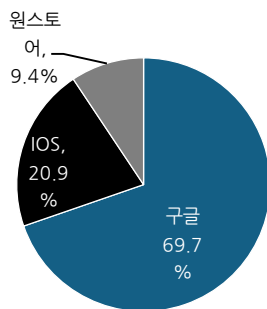
신규설치건과 기존설치건 수수료가 다름 IOS, 자체웹결제, 타스토어 등도 고려해야

우선 신규설치 게임과 기존 설치게임(단 한번이라도 설치해본적이 없는 유저)에 따라 수수료가 5%차이난다. 또한 IOS/중국/갤럭시/원스토어/PC웹결제는 해당되지 않으므로 해당마켓에서 발생하는 매출도 제거해야 한다. 또한 퍼블리싱 타이틀/자체개발 타이틀 유무에 따라 절감효과가 다르다. 따라서 우리의 계산식은 완벽하지 않으며, 대략적인 추정치를 제시하고 있음을 고지한다. 실제 디테일에 따라 비용과 영업이익률은 다소 상이할 수 있다.

국가별 IOS/구글 비중 따라 수수료율 절감효과 달라짐. 중국은 영향 제로

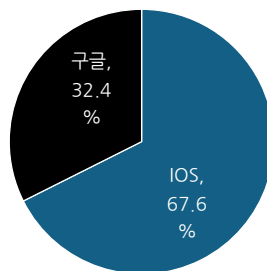
현재 마켓 결제비중은 한국의 경우 구글 70%, IOS 20%, 원스토어 10%이다. 미국은 구글 30%, IOS 70%. 일본은 구글 35%, IOS 65%. 중국은 구글플레이스토어가 서비스되고 있지 않아 고려대상 아니다. 여기에 데이터가 전혀 존재하지 않는 갤럭시스토어, 웹결제 비중 감안하면 실제 전체 게임시장에서 구글이 차지하는 비중은 더 줄어든다.

그림8 한국 비중



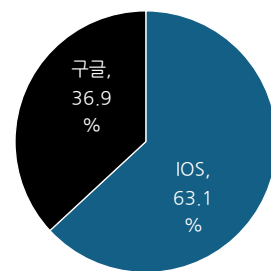
자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림9 미국 비중



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림10 일본 비중



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

다음은 우리가 추정한 '27년 커버리지 기업들의 수수료 절감 영향이다. 모바일 매출/자체개발/신작/캐주얼/구글 비중 높은 넷마블이 최대 수혜를 입을 것으로 예상된다. 넷마블 지급수수료는 997억원 감소하며 영업이익은 종전 추정대비 19.8% 증가할 것으로 예상된다. 그 외 데브시스터즈, 웹젠, 네오위즈, 조이시티 등도 모바일 비중이 높음에 따라 10%이상의 이익개선이 예상된다. PC/콘솔 비중이 높고 MMORPG 비중이 높은 엔씨소프트, 펠어비스는 상대적으로 타사 대비 이익의 개선폭은 적을 것으로 예상된다. 그외 텐센트가 퍼블리셔로 있는 크래프톤, 시프트업은 해당회사와의 실제 계약내용에 따라 추정이 달라질 예정이다.

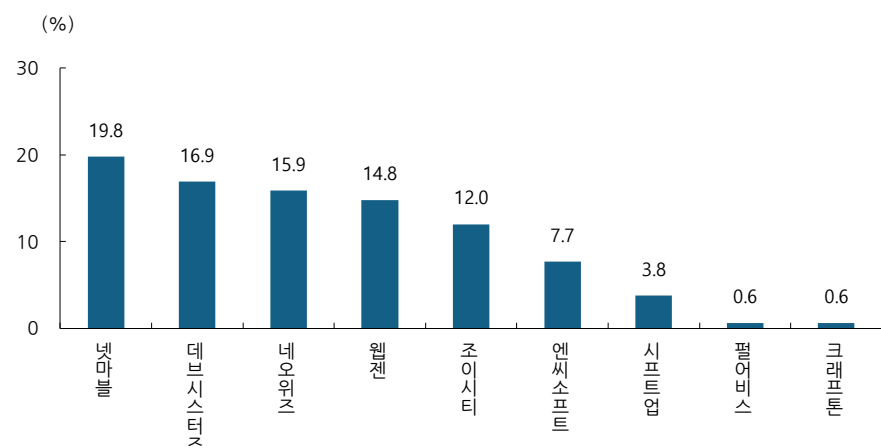
표5 구글 앱수수료 절감에 따른 '27년 예상 실적

(십억원)	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	펠어비스	시프트업	데브시스터즈	웹젠	네오위즈	조이시티
'27년 예상 매출액	3,407	2,440	4,730	706	241	365	205	391	221
모바일총매출	3,066	878.4	7520	31	605	333	123	202	137
추정 구글 인앱결제액	1,533	615	273	22	242	150	86.1	164	92
수수료 절감액	100	37	8	1	7	9	4	7	4
기존 추정 영업이익	503	478	1,451	211	177	53	29	43	35
반영 후 영업이익	603	515	1,459	212	184	62	33	50	39
기존 영업이익률	14.8%	19.6%	30.7%	29.9%	73.4%	14.5%	14.1%	11.0%	15.6%
반영 후 영업이익률	17.7%	21.1%	30.8%	30.1%	76.3%	17.0%	16.2%	12.8%	17.5%
영업이익률 개선폭	3%p	1.3%p	0.1%p	0.2%p	2.9%p	2.5%p	2.1%p	1.8%p	1.9%p
영업이익 개선폭	19.8%	7.7%	0.6%	0.6%	3.8%	16.9%	14.8%	15.9%	12.0%

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 크래프톤은 텐센트-크래프톤 PUBG M 퍼블리싱 계약세부내용을 알 수 없어 부정확한 추정임을 고지함.

그림1 수수료 개선에 따른 '27년 영업이익 개선폭 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

앱수수료 인하 상세 내용

**27년부터는 사실상 구글
수수료인하 효과 온전히
받을 수 있음**

앱수수료 인하내용을 세부적으로 보면 다음과 같다. 우선 해당정책은 2026년 6월30일까지 미국/유럽, 9월30일까지 호주, 12월31일까지 한국/일본 순차적으로 적용되며 27년 9월 30일에는 그 외 전세계로 확대 적용된다. 또한 수수료가 추가 절감되기 위해서는 구글플레이 레벨업 프로그램 참여가 필수다. 가입조건이 월매출 5~6억원 이상으로 상장사는 모두 가입할 수 있다. 구글 플레이 레벨업 프로젝트 참여 가정 하에 수수료 절감 효과는 다음과 같다.

- 1) 신규 설치(단 한번도 앱을 다운해본 적이 없는 고객)건이며 자체결제를 도입한 경우에는 수수료가 15%다. (그러나 회사가 PG수수료를 부담하기에 사실상 20%)
- 2) 신규 설치 건이며 구글 인앱결제를 사용하면 수수료가 20%다.
- 3) 과거 설치건이며 자체결제를 사용하면 수수료가 20%다.(그러나 회사가 PG 수수료를 부담하기에 사실상 25%)
- 4) 과거 설치건이며 자체결제를 사용하면 수수료가 25%다.

**IOS,스팀 등도 합류가능성
매우 높음. 장기적으로
게임 수수료 절감 10%될
것**

즉 기존 수수료대비 절감 폭은 최소 5%에서 최대 15%로 산출된다. 다만 기존 자체 결제 시 PG수수료가 약 5%에 달하므로 자체결제에 이를 추가 고려하면 실제 수수료 절감폭은 약 5%~10%로 산출된다. 해당 프로그램이 실시되는 이후 출시되는 모든게임은 모두 신규설치건(수수료 10%인하)으로 적용된다. 과거게임(수수료 20~25%)보다 신작게임의 수수료(확정 20%)가 낮다. 장기적으로 게임사의 게임 마진률은 10%p 개선된다고 볼 수 있다.

그림2 구글 앱수수료 인하 개요



자료: Google, DS투자증권 리서치센터

표6 애플 앱수수료 변화 타임라인

연도	지역	사건 / 규제	변화된 수수료 구조	실제 효과
2016	글로벌	구독 앱 정책 개편	1년차 30% → 2년차 15%	구독 유지율 높은 OTT·음악 앱에 유리
2020.11	글로벌	Small Business Program	연 매출 100만 달러 이하 → 15%	소규모 개발자 보호, 대형 게임은 영향 적음
2020~2021	미국	Epic vs Apple 소송	외부결제 링크 허용하되 27% 수수료 부과	명목상 개방, 실질 수수료는 3%p 감소에 그침
2021.08	한국	인앱결제 강제 금지법	외부결제 허용 but 수수료 약 26~27%	실질적 인하 거의 없음 → 방통위 제재 논란
2024.03~	EU (DMA 시행)	대체 앱스토어 허용·반독점 조치	인앱결제 10~17% + 3% 결제비 + CTF(0.5€)	명목 수수료 인하했으나 대규모 트래픽 앱은 CTF로 오히려 부담올라감
2025.09~10	EU	애플 App Store 2단계 개편	Store Services Fee: 5%~13%, CTF → 매출 기반 전환 논의	구조 복잡, 실효 인하 여부 불확실

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

표7 구글 vs 에픽게임즈 타임라인

일자	주요 내용
2020.08 프로젝트 리버티	- 에픽게임즈는 구글이 부과하는 기본 30% 수수료를 우회하기 위해 '포트나이트'에 직접 결제 옵션을 추가 - 이에 구글은 개발자 가이드라인 위반을 사유로 앱 스토어에서 '포트나이트'를 삭제 - 에픽게임즈는 구글의 반경쟁적 행위를 고발하며 반독점 소송인 '프로젝트 리버티'를 제기. 특히 구글 플레이 결제 시스템 강제 사용과 경쟁 앱 스토어에 대한 탄압을 강조
2021.08 프로젝트 허그 공개	- 법원은 구글이 액티비전 블리자드와 같은 대형 개발사들에게 수억 달러를 지급하는 비밀 프로그램인 프로젝트 허그를 운영했음을 공개 - 이는 해당 개발사들이 자체적인 경쟁 앱 스토어를 출시하는 것을 막기 위한 목적 - 에픽게임즈는 이를 두고 구글이 독점적 지위를 유지하기 위해 잠재적 경쟁자들을 매수했다는 증거라고 주장 - 반면 구글은 해당 계약들은 애플과 경쟁하기 위해 플레이 스토어 내 고품질 콘텐츠를 유지하려는 목적의 통상적인 인센티브 거래에 불과하다고 반박
2021.10 구글의 맞소송 제기	- 구글은 에픽게임즈가 개발자 계약을 위반하고 정당한 서비스 수수료를 지불하지 않은 채 플레이 스토어의 호스팅 및 도구를 무단으로 사용하여 부당 이득을 취했다고 주장하며 반소 제기 - 에픽게임즈는 해당 계약 자체가 반독점법을 위반한 불법 계약이므로 법적 효력이 없다고 반박
2022.11 에픽, 2 차 수정 소장 제출	- 에픽게임즈는 구글과 OEM 간의 불공정 거래를 겨냥하여 2차 수정 소장 제출 - 에픽은 구글이 '프로젝트 반얀'이라는 수익 공유 계약을 이용해 삼성이 자체 갤럭시 소프트웨어의 운영을 제한하도록 금전적 대가를 지불했다고 주장 - 구글은 혐의를 부인하며 삼성과의 계약은 비독점적이며 경쟁을 차단하려는 것이 아닌 다양한 기기에서 일관된 안드로이드 경험을 보장하기 위한 목적이라고 반박
2023.12 배심원 재판	- 에픽게임즈는 구글의 매수 행위(프로젝트 허그), 경쟁 스토어 차단, 증거 인멸 등을 입증하는 증거를 법정에 제시 - 구글은 애플과의 경쟁 상황을 내세우며 수수료는 안드로이드 생태계 유지를 위한 자금으로 필수적이라고 주장 - 배심원단은 모든 쟁점에 대해 만장일치로 판결을 내리며 구글이 앱 배포 및 결제 시장에서 불법적 독점 지위를 갖고 있고 이러한 반경쟁적 행위가 에픽게임즈에 손해를 입혔다고 인정
2024.10 영구 금지 명령 발령	- 도나토 판사는 구글에 24.11.01 부터 3년간 플레이 스토어 내 제3자 앱 스토어 입점을 허용하고 개발자에게 구글 플레이 결제 시스템 사용을 강제하는 행위를 중단할 것을 명령 - 구글은 즉각 항소를 제기하며 법원에 명령 집행 정지를 요청 - 구글은 제9 순회 항소법원에 긴급 집행 정지를 신청하여 도나토 판사의 명령 효력을 일시 중단하는 임시 행정적 집행 정지를 승인 받음
2025.07 구글의 항소 실패	- 제9 순회 항소법원은 1심의 배심원 판결과 도나토 판사의 금지 명령을 원상대로 확정함 - 법원은 구글의 행위가 '서면 반독점법'을 명백히 위반했다고 판결하며 기존에 내려졌던 임시 집행 금지 명령을 해제 - 구글은 해당 명령의 집행을 저지하기 위해 미국 대법원에 최종 상고를 제기
2025.10 대법원의 심리 거부	- 미국 연방 대법원은 구글이 제기한 긴급 심리 요청을 기각 - 이로써 하급 법원이 명령한 변경 사항을 회피하기 위해 구글이 동원할 수 있는 주요 법적 수단은 모두 소진 - 에픽게임즈는 안드로이드 플랫폼에서 에픽게임즈 스토어의 정식 출시를 준비
2025.11 포괄적 합의	- 구글과 에픽게임즈는 진행 중인 모든 법적 분쟁(소송)을 종결하기 위한 합의안 발표
2026.03 앱수수료 인하	- 구글은 수수료율을 15~25%로 인하하고 포트나이트의 편입을 확정.

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

상반기 주요신작 살펴보기

펠어비스- 붉은사막

위시리스트 300만명 돌파, 사전지표 점진적 상승 중

위시리스트 300만돌파
빠르게 기대감 반영중

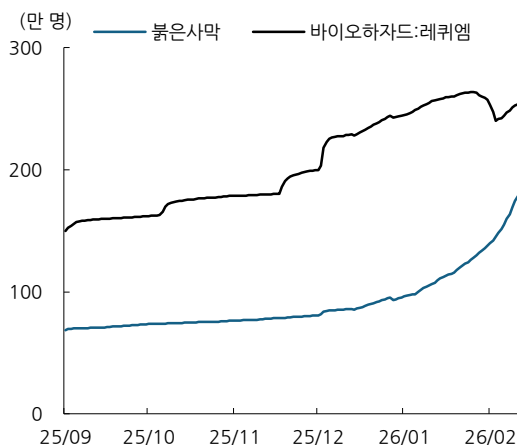
3/4 호의적인 미디어 리뷰와 함께 사전지표가 빠르게 상승하고 있다. 출시 16일 앞두고 위시리스트 300만명을 돌파했으며 위시리스트 5위, 스팀 실시간매출 5-10위, 주간 매출순위 19위로 대폭 상향되며 흥행에 대한 기대감을 높이고 있다. 최근 출시한 캡콤의 바이오하자드는 출시 2주 앞두고 위시리스트 500만명, 출시 2주전 스팀 주간 순위 19위 기록했다. 또한 출시 5일만에 500만장 판매고 획득했다. 단순 산술 계산으로 붉은사막은 바이오하자드 대비 6-70%의 성과 보이고 있다. 이제 마지막 남은 마케팅 기회는 메타스코어 점수공개(3/19오전 7시예상)다.

투자자들의 Q&A: 성공가능성? 이익 지속여부는?

시장 컨센서스 판매량은
상회할 것으로 예상
적정 Target P/E는
Argument 존재 여지 있음

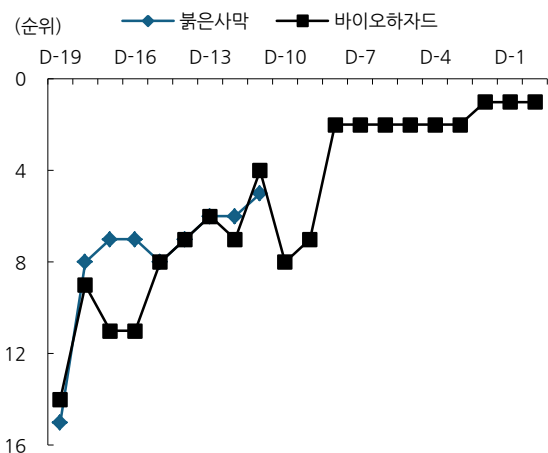
투자자들의 주요 Argument는 1.붉은사막이 시장의 컨센서스(1Y 3-500만장)를 넘어 흥행할 수 있을지, 2.흥행한다고 해도 27년,28년 향후 이익 급감이 예상되는데 적정 밸류에이션을 높게 주는 것이 적절한지에 대한 것이다. 우선 1)의 경우, 우리는 붉은사막이 시장 컨센서스를 상회하는 판매량을 보일 것으로 예상된다. 우리가 보는 연간 판매량은 600만장이다. 2)의 경우 합리적인 지적이다. 우리는 '27년 하반기 DLC 출시를 가정해두었다. 그럼에도 불구하고 '27년 영업이익은 Y/Y -28% 감소가 예상된다. 28년은 회사 말대로 도깨비를 출시한다면 문제 없으나 출시하지 않는다면 더 큰 감소가 예상된다. 2)가 해소되기 위해서는 붉은사막이 우리의 예상을 뛰어넘는 메가H로 자리매김하며 개발력/자체엔진/브랜드가치 등의 무형의 가치를 인정받아야 한다. 통상적으로 게임주는 기대감을 형성하고 출시일 Sell-on을 맞으므로 이를 이겨내기 위해서는 어쩔 수 없는 일이다. 적정 P/E 12-20배 BAND 제시하며 상세 시나리오 별 추정치는 뒤에 서술해 두었다.

그림3 붉은사막 위시리스트 추이 vs 바이오하자드



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림4 붉은사막 스팀 판매순위 추이 vs 바이오하자드



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

현재 붉은사막 시장 컨센서스는 1Y 3~500만장이다. 우리는 붉은사막의 판매치가 컨센서스 중간값을 50% 상회할 것으로 예상한다. 우리가 보는 연간 판매 기대치는 연간 600만장이다. 상세 이유는 다음과 같다.

스팀 위시리스트는 판매량 예상의 완벽한 지표가 될 수 없다

**바이오하자드:
위시리스트 500만.
출시 5일만에 500만장
판매하며 위시리스트
넘어섬**

현재 붉은사막의 공식 스팀 위시리스트 순위는 5위, 팔로워는 13만명이다. 최근 출시했던 대작 바이오하자드:레퀴엠의 경우 출시 2주전 스팀 팔로워 14만명, 스팀 위시리스트 3위, 스팀 위시리스트 216만명(비공식)이었다. 그러나 바이오하자드는 출시 5일만에 500만장을 판매하며 역대 프렌차이즈 최고기록을 세웠다. 겨우 출시 5일만에 스팀 위시리스트의 2배를 넘는 판매고를 기록한 셈이다.

플레이스테이션 포함한 전체 위시리스트로 보아도 마찬가지다. 바이오하자드는 출시 2주전인 2월 11일 공식 위시리스트 500만 돌파를 알린 바있다. 5일만에 500만장을 판매했으므로 위시리스트 인원보다 더 많은 판매가 초기에 집중된 셈이다.

그림5 바하는 출시 2주전 전 플랫폼 위시리스트 500만 돌파



2월 27일 출시를 앞둔 캡콤의 '바이오하자드 레퀴엠'이 위시리스트 500만을 달성했다.

자료: 인벤, DS투자증권 리서치센터

그림6 그러나 출시 5일만에 위시리스트를 뛰어넘는 성과를 기록



행복은 오늘(4일), 지난 27일 출시한 신작 '바이오하자드 레퀴엠'이 글로벌 판매량 500만 장을 돌파했다고 밝혔다.

자료: 인벤, DS투자증권 리서치센터

놀라운 사례는 더 존재한다. 작년 GOTY 수상한 33원정대는 출시 3주전인 3월29일에 공식 위시리스트 100만을 돌파했다. 그러나 메타스코어 고득점과 함께 급속도로 바이럴되며 출시 한달만에 330만장 판매고를 돌파, 반년만에 500만장 판매한 바 있다.

그림7 33원정대는 출시 3주전 위시리스트 100만 돌파



자료: 인벤, 캡콤, DS투자증권 리서치센터

그림8 출시 한달만에 330만장 판매고를 올림



자료: 인벤, 캡콤, DS투자증권 리서치센터

반대의 사례도 존재한다. 크래프톤의 인조이는 출시 전날 위시리스트 1위, 누적 팔로워 42만명을 기록했으나 출시 일주일 100만장 판매고 달성 후 후속판매가 크게 이어지지 않았다.

최근 출시게임들 위시리스트 - 판매량 표는 다음과 같다.

표8 피어그룹 위시리스트

게임명	스팀위시리스트(만명)	토탈 위시리스트(만명)	판매량	플랫폼
붉은사막	180	300		ALL
바이오하자드RE	260	500	5일 500만	ALL
검은신화:오공	400		한달 2000만	ALL
33원정대	55	100	반년 500만	ALL
몬스터헌터와일즈	230		한달 1000만	ALL
엘드링	280		1년 2000만	ALL
더 데이 비포	300		서비스종료(사기)	ALL
실크송	520		3개월 700만	ALL
스타필드	310		비공개(부진)	ALL
포르자호라이즌6	250		출시전	ALL
서브노티카2	380		출시전	ALL
아크레이더스	250		2개월 1200만	ALL
호그와트 레거시	300		1년 2000만	ALL
배틀필드6	260		2개월 2000만	ALL
디스패치	100		2개월 300만	ALL
인왕3	70		2주 100만	ALL
사일런트힐 F	100		5일 100만	ALL
스텔라블레이드	130		PC 반년 100만 추정	ALL
킹덤컴2	210		1년 500만	ALL
인조이	380		한달 100만	PC
덕코프	50		한달 300만	PC
보더랜드4	220		1주일 250만	ALL

자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

**위시리스트는 반례 등이
많아 판매량 컨빅션 가질
수 없음
결국 일정수준 넘으면 문제
없고 그 다음부터는 실제
유저평가가 좌우**

상세표에서 알 수 있듯이, 위시리스트는 어느정도의 선형관계를 가지나 이를 가지고 실제 판매량을 설명하는 것은 설득력이 떨어짐을 보인다. 220만 위시리스트 보였던 테이크투의 보더랜드4는 출시초기 250만장 판매고 올렸으나 악평이 쏟아지며 출시 하자마자 할인 판매에 돌입, 실패했다. 반면 33원정대, 덕코프, 디스패치는 위시리스트 부진했으나 출시후 호평받으며 위시리스트를 크게 뛰어넘는 흥행을 기록했다.

이렇듯 실제 판매량에는 출시 시 유저/게임인플루언서/평론가 등의 실제 게임평가가 주요하게 작용한다. 이는 출시 전까지 알 수 없는 일이다. 붉은사막의 실제 퀄리티에 따라 연간 판매량은 최소 300만장에서 최대 천만장 이상까지 가능할 것이다. 최소/최댓값으로 갈수록 확률분포가 떨어진다. 최소값으로 갈수록 쇼크, 최댓값으로 갈수록 서프라이즈다. 최근 급등을 통해 시장의 기대는 1Y 4-500만장 수준을 반영중인 것으로 추정한다. 우리가 보는 연간 추정 600만장은 붉은사막이 기대수준의 퀄리티를 보일 것이라는 가정하의 수치이며, 확률분포상 가장 높은 수치임을 알린다. 출시 후 평론가/실제 유저들의 호평/악평에 따른 기대판매량 변동은 논리적으로 계산할 수 없는 수식임을 알린다.

게임이 흥행한다고 치고, 적정 밸류에이션은 어떻게 봐야하나

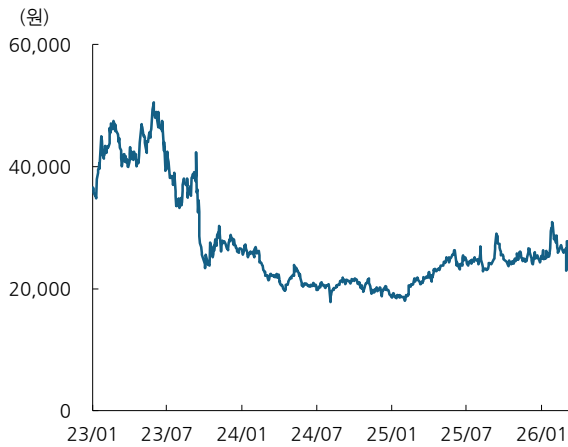
게임이 흥행해 컨센서스를 상회하는 성과를 낸다면, 적정 밸류에이션 및 기업가치에 대한 재평가가 필요하다.

확률적인 트레이딩으로는 출시전 매도전략이 항상 우월전략이었음

게임주, 특히 콘솔게임 출시 셀온의 역사는 깊다. 1)네오위즈 P의거짓(23년) 출시직 전 주가 급등하며 5.3만원기록, 출시 이후 셀온 맞으며 고점대비 67%하락, 3년이 지난 지금도 과거 고점 주가 대비 절반도 회복하지 못했다. 당시 시장 컨센서스는 200~700만장 판매까지 범위가 넓었다. 컨센서스 하단은 맞췄지만 결국 높은 기대치를 만족하지는 못했다.

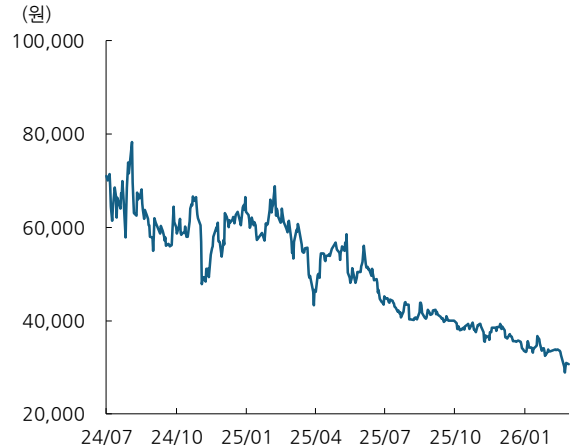
2)시프트업 스텔라블레이드는 상장 전에 플레이스테이션을 통해 출시했기 때문에 직접적 비교가 어렵다. 다만 상장 이후 PC 출시 단행했는데 시장기대치 상단에 적중하며 기대수준 성과 거두었다. 그러나 장기 주가추세는 하락곡선 그렸다.

그림9 네오위즈 주가



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림10 시프트업 주가



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내게임시장에서 패키지 판매형 게임비중은 크지 않다. 전체 게임시장의 8%만이 콘솔게임이 차지하고 있다. 이로 인해 콘솔게임 개발이 늦었으며 이제서야 히트 IP를 발굴하는 단계에 와있는 셈이다.

캡콤 등 AAA게임사는 수십년 동안 사업을 영위하며 히트IP를 축적, 이를 단기간에 따라잡는다는 건 어불성설

펠어비스, 네오위즈와 같은 신생 게임사(혹은 이제 막 콘솔게임 시작한 중견 게임사)가 콘솔위주의 사업구조를 짜는 것의 가장 문제점은 이익의 연속성이 없다는 것이다. 캡콤의 사례가 되기 위해서는 이미 인기 IP를 다수 보유하면서 동시에 다작이 이뤄져야한다. 캡콤은 경쟁강도 낮았던 80년대부터 IP를 육성해오며 핵심인기 IP를 다수 확보한 상황이다. 남들이 수십년에 걸쳐서 이뤄낸 업적을 단기간에 따라잡겠다는 것은 사실상 기적에 가까운 일이다. 최근 10년 사례를 보아도 오버워치, 위치3, 펠월드, 아크레이더스, 검은신화:오공 등 신규IP의 메가히트는 손에 꼽힌다.

대한민국은 콘솔 후발주자로서, 메가히트 IP 발굴이 히트IP의 다발보다 더 필요

콘솔위주의 사업진행은 글로벌 시장을 타겟한다는 점에서 기업경영관점에서는 매우 탁월한 일이나 투자자들은 몇 개의 Good 히트 IP가 나올 때까지 기다려주지 않는다는 점을 인지할 필요가 있다. 타 섹터에 더 기다릴만한 가치가 많은 주식들이 많기 때문이다. 따라서 후발주자 한국 입장에서는 콘솔위주의 포트폴리오는 단순 히트 IP가 아닌 메가히트IP(누적 천만장 이상 타겟하는)발굴에 힘을 쏟는 방향이 맞다고 판단된다. 그런 점에서 ‘붉은사막’을 통해 단숨에 메가IP를 창출하는 것을 목표로 두는 펠어비스는 경쟁사 대비 타겟이 좋다. 실제로 붉은사막이 메가히트 IP가 될 수 있을지 없을지의 문제일 뿐이다.

표9 역대 비디오게임 IP 프랜차이즈 판매량 순위… 신규 IP의 히트는 극히 드물…

Rank	Franchise	Sales (millions)	Genre(s)	Debut year	Publisher(s)
1	Mario	893.5	Various	1983	Nintendo
2	Tetris	520	Puzzle	1988	Various
3	Call of Duty	500	First-person shooter	2003	Activision
4	Pokémon	489	Creature collector role-playing	1996	Nintendo / The Pokémon Company
5	Grand Theft Auto	465	Action-adventure	1997	Rockstar Games
6	Minecraft	350	Sandbox survival	2011	Mojang Studios
7	FIFA	325	Sports football	1993	Electronic Arts
8	Assassin's Creed	230	Action-adventure	2007	Ubisoft
9	Final Fantasy Wii	204 204	Action-adventure Simulation	1987 2006	Square Enix Nintendo
11	The Sims	200	Social simulation	2000	Electronic Arts
12	Resident Evil	183	Survival horror	1996	Capcom
13	NBA 2K	170	Sports basketball	1999	2K
14	Madden NFL	150	Sports American football	1988	Electronic Arts

	Need for Speed	150	Racing	1994	Electronic Arts
16	Sonic the Hedgehog	140	Platformer kart racing	1991	Sega
17	The Legend of Zelda	133	Action-adventure	1986	Nintendo
18	Monster Hunter	125	Action role-playing	2004	Capcom
19	Pro Evolution Soccer	112.5	Sports football	1995	Konami
20	Red Dead	110	Action-adventure	2004	Rockstar Games
21	Mortal Kombat	100	Fighting	1992	Warner Bros. Games
	Tomb Raider	100	Action-adventure	1996	Various[f]
	Gran Turismo	100	Racing	1997	Sony Interactive Entertainment
	Bejeweled	100	Puzzle tile-matching	2000	Electronic Arts
	Borderlands	100	Action-adventure	2009	2K
26	Tamagotchi	98.1	Virtual pet	1996	Bandai
27	WWE 2K	98	Sports professional wrestling	2000	2K
28	Dragon Quest	95	Role-playing	1986	Square Enix
29	Just Dance	90	Rhythm dance	2009	Ubisoft
30	Battlefield	88.7	First-person shooter	2002	Electronic Arts
31	The Witcher	85	Action role-playing	2007	CD Projekt
32	Donkey Kong	82	Platformer	1981	Nintendo
33	Halo	81	First-person shooter	2001	Xbox Game Studios
34	Civilization	80	Strategy	1991	2K
	The Walking Dead	80	Adventure	2012	Telltale Games / Skybound Games
36	Worms	75	Turn-based tactics artillery	1995	Team17
37	Super Smash Bros.	72	Platform fighter	1999	Nintendo
	Counter-Strike	72	First-person shooter	2000	Valve
39	Animal Crossing	70	Social simulation	2001	Nintendo
40	God of War	66	Action-adventure	2005	Sony Interactive Entertainment
41	Metal Gear	65.5	Action-adventure stealth	1987	Konami
42	The Oregon Trail	65	Strategy	1971	Gameloft
43	Tekken	61	Fighting	1994	Bandai Namco Entertainment
44	Far Cry	60	First-person shooter	2004	Ubisoft
45	Street Fighter	58	Fighting	1987	Capcom
46	Kirby	50	Platformer	1992	Nintendo
	Destiny	50	First-person shooter	2014	Bungie
	Overwatch	50	First-person shooter	2016	Blizzard Entertainment
	Marvel's Spider-Man	50	Action-adventure	2018	Sony Interactive Entertainment
50	Pac-Man	48	Maze platformer	1980	Bandai Namco Entertainment

자료: Wikipedia, DS투자증권 리서치센터

**콘솔 후발주자인 한국이
참고할 기업, CDPR**

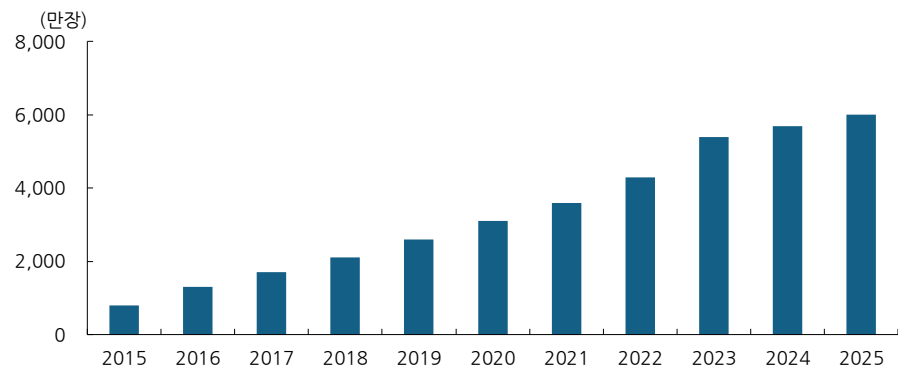
CDPR이 제시하는 국내 콘솔게임사의 전략 방향

펠어비스 및 국내 게임사에게 귀감이 되는 게임사가 있다. 폴란드의 CDPR이다. 설립 자체는 94년도에 이뤄졌으나 본격적인 주요 게임개발은 2007년 위치1 부터 시작되었다. 위치1, 위치2는 컬트적인 인기는 있었으나 모든 게이머가 알 정도로 대단한 인기를 구가하지 못했다. 이에 2014년 CDPR 매출액은 384억원 수준에 머물렀다. 당시 엔씨소프트 매출액이 8,387억원에 달했음을 고려하면 (뒤바뀐 처지를 보면) 상 전벽해다.

**위치3는 불후의명작으로
순식간에 메가H로 발돋움.
후속판매량도 뛰어났음**

그러나 2015년 위치3를 출시하고 출시 6주 600만장, 7개월 1천만장이라는 대히트를 기록하면서 회사가 레벨업하기 시작한다. 워낙 명작으로 호평받다보니 후속 판매도 할인등에 힘입어 성과가 좋았다. 2015-2020년 누적 3천만장 판매되었고, 2015-2025 누적으로는 6천만장 판매고 거두었다.

그림11 위치3 누적판매량 추이



자료: CDPR, DS투자증권 리서치센터
주: 중간중간 발표없는 시점은 비례적인 추정이 있음

그림12 내러티브가 크게 호평받았던 위치3



자료: CDPR, DS투자증권 리서치센터

그림13 오픈월드 깊이감, 전투, 조작은 지적받기도



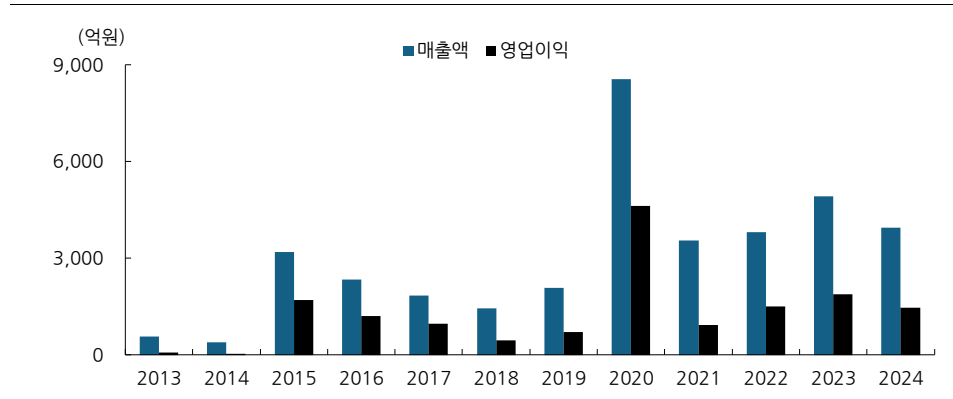
자료: CDPR, DS투자증권 리서치센터

실적 매년 Y/Y 20%이상 감소.

이마저도 역대급히트에 따라 최대한 방어된 것

이로인해 CDPR의 2015년 매출액은 3,192억원으로 급성장 했으며 2016년 2,335억원, 2017년 1,852억원, 2018년 1,451억, 2019년 2,085억원으로 게임이 역대급 히트를 기록함에 따라 DLC출시/후속할인판매 등으로 실적을 방어했다.

그림14 CDPR 매출/영업이익 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 1조원=100억 원 일률계산

위쳐3이후에도 주가는 가파르게 상승하다 사이버펑크를 기점으로 무너짐

위쳐3 출시이후 주가의 급등락은 반복되었으나 장기적 추세는 가파르게 상승, 2015년 0.8조에서 시작해 2020년 사이버펑크 출시 전 까지 20조원 수준까지 가파르게 성장했다. 이는 위쳐3 출시 이후 이익의 가시성이 확보되지 않음에도(실제로 이익은 가파르게 YoY 감익) 메가히트 개발사로 발돋움한 CDPR의 개발역량을 시장이 인정해주었다고 읽힌다.

CDPR의 실적은 2020년 사이버펑크 출시하면서 2020년 8,555억원으로 PEAK치를 달성했다. 그 후 사이버펑크가 압도적으로 부정적인 평가를 받으며 후속판매는 좋지 못했다. 21년 3,552억원, 22년 3,810억원, 23년은 4,920억원 시현하며 고점대비 50%이상 실적이 하락했고, 주가도 최대 낙폭 50% 시현했다.

**사이버펑크 대실패로 회사
개발역량 및
추후 파이프라인 의구심 →
급격한 Sell-on**

즉, 위쳐3의 성공으로 가파르게 인정받던 회사의 개발력이 사이버펑크로 급하게 저평가 받으며 주가의 추세도 꺾였다고 볼 수 있다.

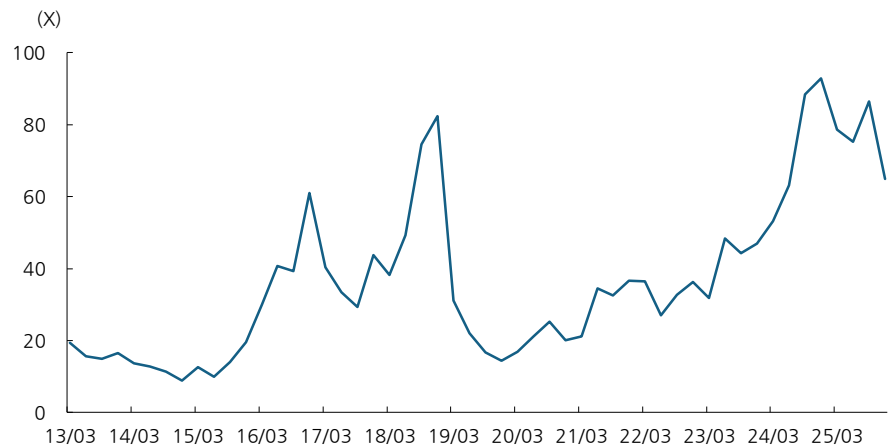
주가의 반등은 23~24년 시기 나타났다. 지속적인 사후대처와 23년 출시한 사이버펑크DLC가 히트하며 명예졌던 회사의 명예가 일부 복구되었다. 그 와중에 24년 TGA에서 위쳐4 트레일러를 공개하며 주가는 다시 위쳐4에 대한 기대감을 반영하고 있다. 위쳐4는 빠르면 27년 늦으면 그 이후 출시될 것으로 보인다. 28년 출시된다고 가정해도 전작에서 무려 8년의 시간이 소요된 셈이다. 그럼에도 불구하고 주가는 현재 일정수준을 지지하고 있다. 현재 CDPROJEKT의 '26 PER은 70배를 상회한다. 이는 빠르면 향후 위쳐4의 기대감을 선반영하고 있기 때문으로 분석한다.

**사이버펑크 DLC 흥행하며
위쳐4의 기대감을 다시
반영하기 시작**

즉 적어도 폴란드 주식시장에서는 메가 IP를 보유한 회사는 신작이 없어 이익이 급감하는 시기에 40배 이상의 고 P/E를 부여해 그 가치를 인정하고 있음을 알 수 있다. 회사의 장기 가치를 인정받은 것이다.

그림15 CDPR의 밸류에이션은 신작이 없던 시기에도 3-90배의 높은 밸류에이션을 유지..

이는 출시시기가 늦어도 위쳐3로 인해 회사의 높은 개발력이 인정받았기 때문으로 분석
CDPR 12MF PE 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림16 2015년 이후 CDPR 시가총액 추이

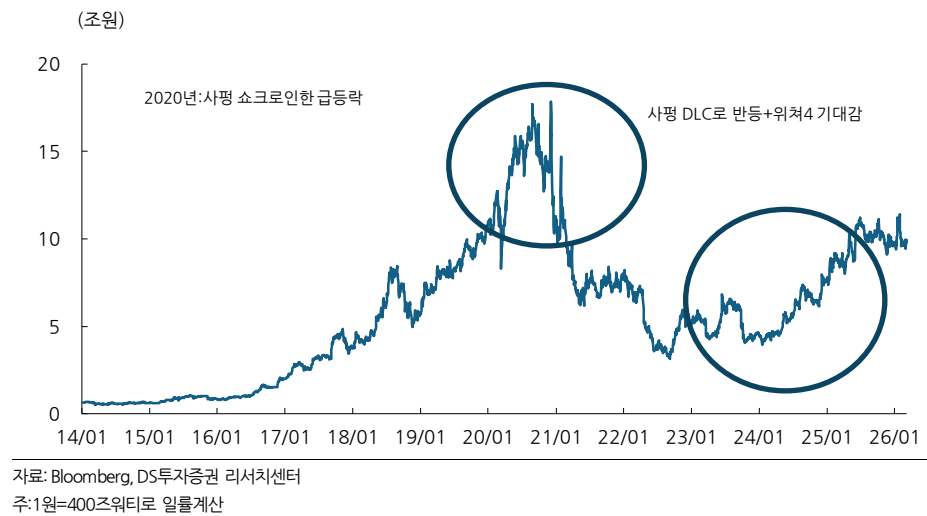


그림17 2015년 CDPR 주가 추이



투자적 관점에서 펠어비스의 가장 큰 문제점은 기존 레포트에서 계속 서술했듯이 26년 히트가 가정된다 해도 27년, 28년 이익에 대한 가시성이 확보되지 않는다는 것이다. 27년, 28년 이익가시성이 확보되지 않으므로 Target P/E를 낮게 부여하는 것은 정당하다. 적정 P/E밴드는 12-20배로 판단한다. 이는 향후 신작 일정과 실제 불은사막 흥행 정도에 따라 달라진다. 불은사막은 P/E EPS 모듈을 건드리는 이슈다.

따라서 이익 급감시기인 27년, 28년 (도깨비 출시를 천명하나 과거 전적을 생각하면 신뢰도가 떨어짐) 주가가 최대한 부양되기 위해서는 불은사막이 메가히트 IP로 발돋움해야하는 매우 난이도 높은 도전에 직면해 있다.

다음은 우리가 제시하는 붉은사막 시나리오별 적정주가다.

표10 붉은사막 시나리오 분석

	1Y 판매량 가정치(만장)	붉은사막 매출액	붉은사막 영업이익	26F EPS
BEST SCENARIO	1,000	7,965	6,615	7,761
BULL SCENARIO	700	5,576	4,631	5,336
BASE SCENARIO	600	4,779	3,969	4,528
BEAR SCENARIO	400	3,186	2,646	2,916
WORST SCENARIO	300	2,390	1,985	2,119

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 콘솔(순매출반영), PC, 오프라인 각자의 마진과 비중 고려된 수치로, 약식계산 시 ASP*판매량*OPM 50%로 계산해도 무방

표11 붉은사막 시나리오 별 적정주가

	Target P/E 12	Target P/E 15	Target P/E 20
BEST SCENARIO	93,132	116,415	155,220
BULL SCENARIO	64,032	80,040	106,720
BASE SCENARIO	54,336	67,920	90,560
BEAR SCENARIO	34,992	43,740	58,320
WORST SCENARIO	25,428	31,785	42,380

자료: DS투자증권 리서치센터

**우리의 예상을 뛰어넘어야
확실한 주가적 업사이드
발생 가능
19일 오전 7시 메타스코어
발표 20일 오전 7시 출시
주목**

판매 100만장 추가/감소 될 때마다 EPS가 2-30% 변동한다. 또한 우리의 펠어비스 2/13레포트(조롱을 환호로 바꿀 것) 발간이후 주가가 급등했다. 앞으로는 우리의 예상을 뛰어넘는 히트를 기록하며 메가IP로 발돋움해야 확실한 주가의 업사이드가 발생함을 고지한다. 또한, 우리의 최종 시나리오 선택과 적정주가 선택도 출시 초기 유저반응 및 초기 판매량을 확인하고 최종적으로 변동될 수 있음을 알린다.

예상 판매량 추정 로직 및 적정 밸류에이션 부여는 전 페이지들에 기술해두었다. 트레이딩 관점에서는 한국시간 3월 19일 오전 7시 메타스코어 발표 3월 20일 오전 7시 붉은사막 출시에 주목하기를 권고한다. 기대 예상판매량은 유저/인플루언서/평론가들의 실제평가에 크게 좌지우지될 전망이다.

표12 2010년이후 메타스코어 피어그룹

점수	게임명	점수	게임명	점수	게임명	점수	게임명
97	젤다:야생의숨결	90	체인드에코스	87	포켓몬 하트골드	84	어쌔신크리드 3
97	레드데드리뎀션 2	90	데드스페이스 2	87	젤다:꿈꾸는 섬	84	매스 이펙트 3
97	GTA5	90	몬스터헌터월드	87	배트맨:아캄시티	84	호그와트 레거시
96	발더스게이트 3	90	세키로	87	마블스파이더맨 1	84	레지던트아빌
96	엘든링	89	보더랜드 2	87	울프슈타인 2	83	파이널판타지 13
96	젤다의전설:왕국의 눈물	89	제노블레이드 크로니클 1	87	오딘스피어	83	옥토파스 트래블러 1
95	라스트오브어스	89	어쌔신크리드 브라더후드	87	디비니티 오리지널 신	83	트라이앵글 스트레티지
95	페르소나 5 로얄	89	Pillars of Eternity	87	테일즈오브버라이즈	83	스타필드
95	레드데드리뎀션 1	89	다크소울 2	87	폴아웃 4	83	인페이머스 2
95	하데스 2	89	데드스페이스 리메이크	86	유니콘 오버로드	83	제노블레이드크로니클 2
95	포탈 2	89	파이널판타지 7 리메이크	86	디아블로 4	83	포켓몬 레전즈 아르세우스
94	갯오브워	89	파이어엠블렘 풍화설월	86	세인트루우 4	83	디스가이아 7
94	메타포	89	데스스트랜딩 2	86	몬스터헌터 4	82	헬다이버스 2
94	갯오브워 라그나로크	89	용과같이 8	86	인왕 3	82	와치독스 2
93	라스트오브어스 파트 2	89	LA NOIRE	86	베요네타 3	82	로스트 저지먼트
93	하프라이프 알릭스	89	메탈기어솔리드 피스워커	86	고스트오브요테이	82	라스트가디언
93	디비니티 오리지널 신	89	호라이즌제로던	86	아크레이더스	81	어쌔신크리드 새도우즈
93	페르소나 4 골든	89	킹덤컴 2	86	인왕 2	81	보더랜드 4
93	젤다:스카이워커	89	레지던트아빌 레퀴엠	86	데빌메이크라이	81	스타워즈:아웃로
93	하데스 2	89	데빌메이크라이 5	86	스타오션:세컨드 R	81	라이자의아틀리에 3
93	레지던트아빌 4	88	몬스터헌터 와일즈	86	인디애나존스	81	보더랜드 3
93	언차티드 4	88	디스아너드	86	데스페라도 3	81	파이널판타지 15
92	33 원정대	88	바이오쇼크 2	86	라이즈오브툼레이더	81	원신
92	언차티드 3	88	라이즈오브툼레이더	86	PUBG: 배틀그라운드	81	파크라이 5
92	파이널판타지 7 리버스	88	파이널판타지 택틱스: 이발란스 크로니클	86	드래곤스도그마 2	81	스텔라블레이드
92	제노블레이드 크로니클 3	88	어쌔신크리드 블랙프래그	86	리터널	81	검은신화 옹공
92	블러드본	88	파크라이 3	86	사이버펄크 2077	81	로스트아크
92	위쳐 3	88	엑스컴 2	86	젤다:황혼의 공주	80	디스가이아 5
92	데몬즈소울	88	데스루프	86	니노쿠니	80	파이어엠블렘 인게이지
92	언더테일	88	포켓몬 XY	85	드래곤에이지:인퀴지션	80	와치독스 1
92	파이어엠블렘:각성	88	몬스터헌터 라이즈	85	제다이 서바이버	80	어쌔신크리드 레벌레이션
91	베요네타 2	88	위쳐 2	85	파이널판타지 15	80	어쌔신크리드 발할라
91	드래곤퀘스트 11	88	둥이터널	85	인왕	80	판타지라이프 2
91	디스코 엘리시움	88	인왕	85	컨트롤	80	붕괴 스타레일
91	니어 오토마타	87	서브노티카	85	마일스 모랄레스	80	슬리핑독스
91	레지던트아빌 2	87	헤일로 4	85	P 의거짓 DLC	80	검은사막 아침의나라
91	다크소울 2	87	고스트오브 쓰시마	85	옥토파스 트래블러 2	80	페이블 3
90	베요네타 1	87	페르소나 3 리로디드	85	용과같이 제로	80	인피니티 니키
90	디아블로 3	87	포켓몬 블랙화이트	85	용과같이 극 2	80	더파이널스
90	할로우나이트:실크송	87	드래곤퀘스트 9	85	전장의 발큐리아 4	80	포켓몬 레츠고 피카츄
90	마블스파이더맨 2	87	엑스트라 체인	85	파크라이 4	80	인페이머스 세컨드선
90	할로우나이트	87	진여신전생	85	데스스트랜딩	80	고스트러너
90	오리엔더월	87	포켓몬 씬문	84	니노쿠니 2	80	그랑블루:리링크
90	데이브 더 다이버	87	파이널판타지 16	84	택티스오우거	80	P 의거짓 DLC
90	체인드에코스	86	고스트오브요테이	84	옥토파스 트래블러 0	80	그라비티러쉬
90	데드스페이스 2	86	아크레이더스	80	어쌔신크리드 레벌레이션	80	던파:듀얼
90	몬스터헌터월드	86	인왕 2	80	어쌔신크리드 발할라	79	진삼국무쌍:오리진
90	세키로	86	데빌메이크라이	80	붕괴 스타레일	79	파이널판타지 13-2

자료: 메타스코어, DS투자증권 리서치센터

넷마블- 7대죄 오리진

넷마블 Top-pick 유지

게임산업Top-pick으로 넷마블을 유지한다. 우리가 넷마블에 대한 탐픽을 계속 유지하는 이유는 크게 3가지다.

1)가장 높은 Hitratio

1)다작을 통한 지속적인 실적개선이 예상된다. 25년 영업이익의 63%성장 거두었으며 26년에는 29%, 27년은 앱수수료 절감효과까지 더해 35%의 성장이 예상된다.

2)비용감소

2)비용 감소세가 돋보인다. 지급수수료율은 23년 매출액 대비 39.2%에서 25년 33.1%까지 개선되었다. 최근 구글 앱수수료 인하 결정으로 27년 영업이익률이 3% 개선될 전망이다. 우리가 보는 수수료 인하에 따른 영업이익 개선폭은 20%다.

3)IP소싱 탁월

3)IP 소싱 및 역량이 훌륭하다. 인터넷 보급기인 90-00년대와 달리 2020년대 들어서면서 신규 IP의 히트가 매우 어려워졌다. 넷마블은 자체IP도 탄탄한 와중에 외부 IP 소싱 능력도 국내 1위로 탁월하다. 자체IP로는 세븐나이츠,몬길,스톤에이지 및 대형 MMORPG IP(RF,뱀피르 등) 보유하고 있다. 외부 IP는 세기 힘들 정도로, 마블, 나혼렘,7대죄 등 유수의 글로벌 IP 게임화 판권을 가지고 있다. 해당 게임들의 히트는 다시 히트 IP소싱으로 연결되는 등 선순환 구조를 보여 긍정적이다.

그림18 신작라인업- 매년 8종 이상의 게임 출시, 외부IP-자체IP 모두 풍부



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

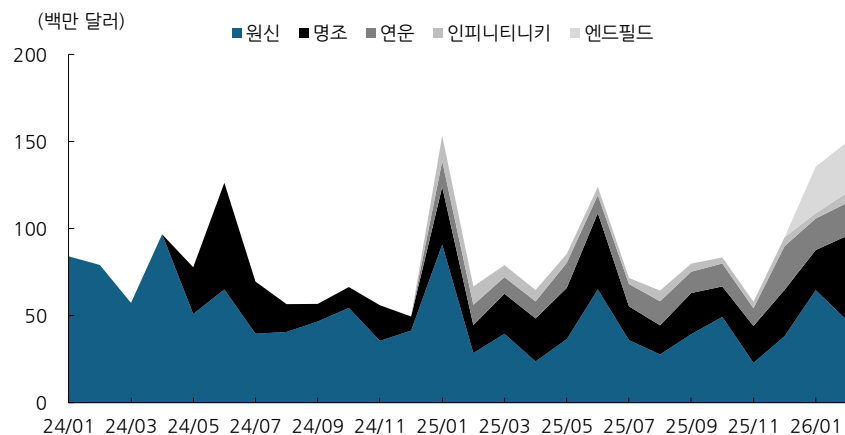
7대죄 오리진

가장 핫한 장르에 도전

넷마블 7대죄 오리진은 3/17 PS5,PC 선출시 후 3/24 모바일 후속 출시 예정이다.

이 게임은 일본 유명 애니메이션 IP 일곱개의 대죄를 기반으로 하며, 모바일게임 중 가장 채급이 높은 오픈월드 RPG 장르다. 오픈월드 RPG는 인기장르지만 높은 개발 난이도 때문에 서비스되고 있는 게임은 많지 않다. 현재 서비스 되고 있는 해당장르 주요게임은 원신,명조,엔드필드,타워오브판타지로 4종에 불과하다.

그림19 오픈월드 RPG 게임 모바일 인앱 결제액 추이



자료: Google, Apple, DS투자증권 리서치센터

오픈월드 RPG 매출 비중 PC/PS5 합산 70% 모바일 30%

오픈월드 RPG게임은 대부분 PS,PC에서의 플레이를 지원하며 주된 플레이도 모바일보다는 PS,PC에서 이뤄진다. 상하이 쉬후이에 따르면 엔드필드는 최근 출시 2주 만에 매출 12억 위안(2,600억원)을 돌파했다. 이에 따르면 중국에서는 매출의 60%가 PC에서 발생했으며, 글로벌에서는 PC와 PS5를 합산한 매출이 전체의 70%를 차지했다. 즉, 모바일게임임에도 불구하고 대부분의 매출이 PC/콘솔 플랫폼에서 발생하고 있는 것이다.

일본 IP인 만큼 일본에서의 홍행은 기대됨

현재 초기 관심지표는 무난한 수준이다. 일본 7대죄 오리진 X 팔로워 15만명,미국 2만명 수준을 보이고 있다. 일본에서의 히트가 예상된다. 다만 향후 오픈월드 기대주 이환이 4월 출사를 앞두고 있는 점을 고려하면 경쟁강도는 강화된다는 점을 고려할 필요가 있다.

철대적 오리진으로 끝나지 않음.

지속적인 신작출시를 통해 실적개선 예정

그러나 무난한 게임성에 좋은 IP인기, PS,PC,모바일 전플랫폼 출시를 고려하면 우리의 예상치인 연간 3000억 레벨 달성은 가능할 것으로 분석한다. 또한 넷마블에게 7대적오리진은 One of Them임을 고려할 필요가 있다. 올해 신작출시예정 게임은 8종으로 그외 이블베인, 몬길: STARDIVE도 기대작이다. 몬길 스타다이버 연간 예상 매출액은 1,611억원을 예상한다. 현재 장기간 에픽 위시리스트 2위에 위치해 있어 PC 기반 매출도 기대된다.(에픽스토어 퍼스트런 작으로, PC 수수료가 일정기간 면제되어 수수료절감에도 긍정적). EPS방어에는 상반기 출시될 퍼블리싱 타이틀 SOL(리니지M 개발출신)이 뱀피르/RF온라인의 하락을 상쇄할 예정이다.

표1 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.0	829.0	810.4	761.3	2,663.8	2,835.1	3,051.7
MCOC	56.2	64.6	48.7	87.7	38.8	50.4	44.4	73.6	253.4	257.2	207.2
스핀엑스	149.7	143.5	146.2	151.5	145.2	136.5	132.9	138.6	604.2	591.0	553.2
나혼자만 레벨업	49.9	43.1	27.8	31.9	28.7	34.5	29.3	23.5	279.5	152.7	116.0
레이븐 2	31.2	28.7	20.9	31.9	10.7	10.2	9.7	9.3	102.6	112.7	45.5
RF 온라인넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	28.0	22.6	18.8	16.2	-	150.0	85.7
뱀피르	-	-	62.6	55.8	43.0	30.5	23.5	18.0	-	118.5	115.0
세븐나이츠리버스	-	93.3	83.5	119.6	73.7	59.9	46.0	38.8	-	296.4	218.4
일곱개의 대적:오리진	-	-	-	-	28.0	136.5	100.1	72.8	-	-	337.4
몬길:STAR DIVE	-	-	-	-	-	61.0	63.7	36.4	-	-	161.1
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	586.4	691.5	665.7	649.2	2,448.2	2,476.6	2,592.8
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	198.5	282.7	271.5	250.5	946.9	945.1	1,003.2
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	175.1	178.3	181.1	186.5	720.0	725.5	721.0
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	147.1	165.5	150.0	145.9	470.3	495.8	608.5
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	34.2	33.1	32.6	31.0	156.6	170.7	130.9
감가상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	31.5	31.9	30.5	35.3	154.4	139.5	129.2
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	64.5	137.5	144.7	112.2	215.6	352.5	458.9
OPM	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	9.9%	16.6%	17.9%	14.7%	8.1%	12.4%	15.0%
지배순이익	75.6	160.4	37.5	-34.1	39.1	135.8	158.5	84.9	6.3	239.4	418.4
NPM	12.1%	22.3%	5.4%	-4.3%	6.0%	22.4%	19.6%	4.6%	0.2%	8.4%	13.7%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

데브시스터즈- 오븐스매시 출시 대기

인기 IP 쿠키런을 가지고
있어 추후 사업화 가능성
무궁무진

전세계 콘텐츠 시장도 IP 기득권 시장에 진입했다. 인터넷 보급기인 90~00년대 신규 IP Hit ratio와 현재의 Hit Ratio를 비교하면 상당한 하락 추세 보인다. 해당시기에 확보해두었던 IP는 승승장구 하는 반면 신규 IP의 성공은 정말 확실한 퀄리티로 찍어 누르지 않는 이상 과거보다 성공 난이도 매우 높아졌다.

데브시스터즈는 상대적 IP 태동기에 인기 IP 쿠키런을 확보해 두어 긍정적이다. 동사는 쿠키런 IP를 09년도 출시, 누적 3억 이용자 및 10억달러 매출 달성한 바 있다. 쿠키런 IP는 마치 일본의 포켓몬처럼 캐릭터성을 띄는 IP이므로 여러 장르 및 비게임 사업의 확대가 용이하며 실제로 쿠키런-쿠키런킹덤-TCG 등으로 이어지며 성과 보이고 있다. 따라서 쿠키런 IP의 경쟁력이 지속되는 한 ONE IP 디스카운트는 아귀에 맞지 않는 셈이다. 오히려 최근들어 TCG가 연간 순매출 100억 달성하는 등 향후 전망이 밝아 긍정적이다. 추후 애니메이션화 등을 통해 아직 IP창출할 수 있는 가치가 높아보인다.

그림20 쿠키런 IP 연혁



자료: 데브시스터즈, DS투자증권 리서치센터

난투형 액션 게임 오븐스매시 출시 대기 중.

완전한 브롤라이크 게임은 사실상 최초

데브시스터즈 오븐스매시는 난투형 액션 장르 게임으로 3월 26일 출시를 앞두고 있다. 모바일 난투형 액션장르 게임은 현재 유의미하게 서비스하고 있는 게임이 2종에 불과하다. 매출 순으로 보면 브롤스타즈, 원피스바운티러쉬, 컴퍼스, ZOOPA, 스쿼드버스터즈, 스매시레전드 존재한다. 브롤, 원피스를 제외하면 나머지는 사실상 무의미하다. 브롤스타즈 후속작인 스쿼드버스터즈는 매출부진으로 곧 서비스 종료한다. 나머지 게임들은 유의미한 매출 없는 상황이다. 현재 모바일 난투형 액션장르에서 브롤스타즈의 매출 점유율은 8-90%에 달한다. 즉, 과거사례보면 브롤스타즈 → 유사한 PEER게임으로 넘어갈 유인이 크지는 않다고 볼 수 있다.

그림21 난투형 액션장르의 대명사 - 브롤스타즈



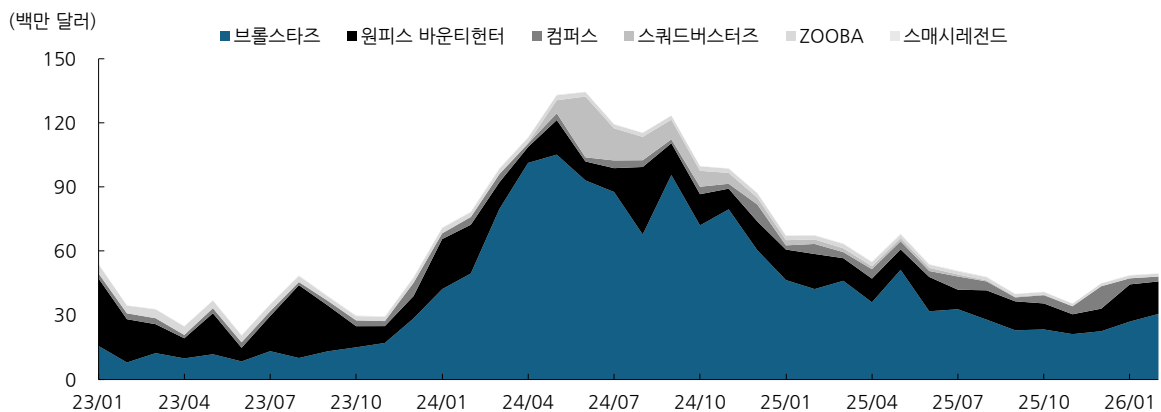
자료: 데브시스터즈, DS투자증권 리서치센터

그림22 데브시스터즈 오븐스매시



자료: 데브시스터즈, DS투자증권 리서치센터

그림23 난투형 액션 장르 매출 추이 - 사실상 브롤스타즈 ONLY,



자료: Google, Apple, DS투자증권 리서치센터

연간 추정치 419억원 유지 출시 전 분위기는 좋은 편이다. 열흘만에 사전예약 100만 돌파했고 20일만에 150만 돌파했다. 22일차에는 200만명 돌파했다. 150만돌파에 3~40일 소요된 모험의탑,킹덤보다 빠른 속도다. 사전예약 속도로 히트를 가늠하기는 어려우나 기분 좋은 출발이다. 우리의 기존 추정치인 연간 419억원을 유지한다.

표2 데브시스터즈 실적TALBE

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026E
매출액	891	920	549	587	733	994	778	1,037	2,362	2,947	3,543
오븐스매시					19	182	118	100			419
키우기신작								315			315
상품매출	26	32	58	44	55	57	69	71	58	161	252
영업비용	797	819	556	713	779	862	750	905	2,090	2,885	3,296
인건비	172	172	158	210	205	211	226	236	647	712	878
게임수수료	308	325	201	226	258	356	270	367	723	1,060	1,251
마케팅비	216	229	86	166	215	200	155	195	225	697	765
기타	100	93	110	112	101	95	100	107	495	415	403
영업이익	94	101	(7)	(126)	(45)	132	28	132	272	62	247
OPM (%)	11%	11%	(1)%	(21)%	(6)%	13%	4%	13%	12%	2%	7%
지배순이익	100	102	16	(68)	14	172	5	152	280	150	343
NPM (%)	11%	11%	3%	(12)%	2%	17%	1%	15%	12%	5%	10%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림24 전작보다 빠른속도로 사전예약 달성한 쿠키런-오븐스매시



자료: 데브시스터즈, DS투자증권 리서치센터

게임주 투자전략(25/12/03 기발간 자료 업데이트)

더블디레이팅은 과하다

장기적 투자관점:

크래프톤, 시프트업, 네오위즈, 넷마블

중단기적 투자관점:

넷마블, 엔씨소프트, 펠어비스, 데브시스터즈, 조이시티

TOP-PICK: 넷마블

게임산업: 구조적 성장X

- 1) 산업성장 없고
- 2) 경쟁심화
- 3) AI 수혜 낮음

불확실한 추정

기반하기에

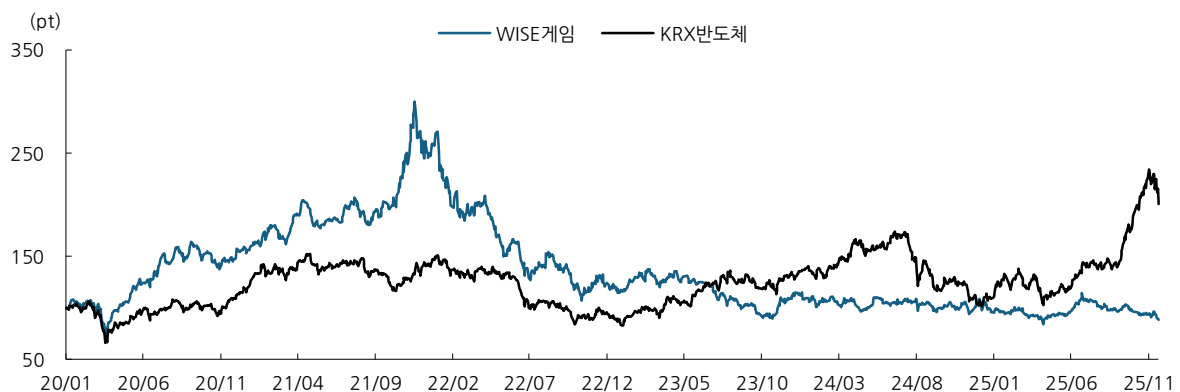
수급 지속적 이탈

장기적(최소 1년 이상)으로 투자할 것인지, 중단기적인 투자전략을 가져갈 것인지에 따라 투자전략이 달라진다. 장기적 투자 방향을 본다면 회사의 전략 방향이 가장 우수하고, 높은 개발역량을 증명한 '크래프톤', '시프트업', '네오위즈', '넷마블'에 투자하는 것이 적절하다. 그러나 1년 미만의 중단기적인 투자를 계획한다면 신작 스케줄이 가장 우수하고 '26년 이익 성장 폭이 높은 '넷마블', '엔씨소프트', '펠어비스', '데브시스터즈'를 중단기 적으로 매매하는 것이 적절하다. 두 가지가 겹치는 회사는 '넷마블' 하나 뿐이므로 우리의 26년 탐픽도 넷마블을 유지한다.

현재 게임산업 현황을 보았을 때 냉정히 구조적인 변화를 기대하기 어렵다. 1)산업의 성장이 없으며, 2)AI에 대한 수혜강도도 낮으며, 3)글로벌 경쟁은 심화되고 있다. 이에 따라 시장에서 판단하는 게임의 Hit ratio와 히트 시 기대성과는 계속해서 하향 조정되고 있다. 이런 상황이기 때문에 게임주를 장기적 호흡으로 밸류에이션과 미래가치를 보고 투자할 매력이 떨어진다. 이에 따라 신작 출시 전 기대감 형성 시기에 매수 → 출시 직전 매도하는 전략이 더 공고화되고 있다.

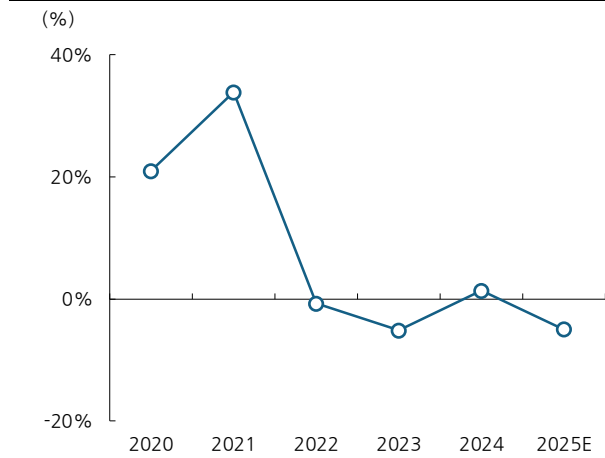
특히 지금처럼 하드웨어 섹터 등에서 압도적인 성장률이 예상되는 시점에서는 게임주에 장기적으로 투자할 매력이 더더욱 떨어진다. 게임사 예상매출은 불확실한 영업일수(출시시기) 곱하기 불확실한 기대성과(일매출)로 산출되므로 컨센서스의 신뢰도가 높다고 할 수 없다. 반도체 성장기였던 '20~'22년 시즌에는 게임주도 비대면 수혜로 산업이 크게 성장하며 자체적인 노력 없이도 산업과 함께 동반 성장할 수 있었다. 그러나 지금은 하드웨어 산업의 뚜렷한 성장이 높은 신뢰구간으로 예상되는 반면 게임산업은 정체 내지는 역성장이 예상된다. 실적 추정의 신뢰도가 높은 성장섹터들이 등장함에 따라 불확실성 높은 게임주는 지속적으로 수급이 이탈하고 있다.

그림25 2025년 반도체 vs 게임 주가 추이



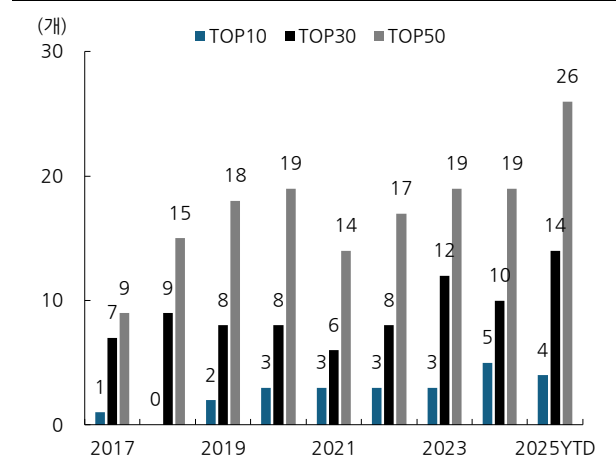
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림26 국내 모바일게임 시장 성장률



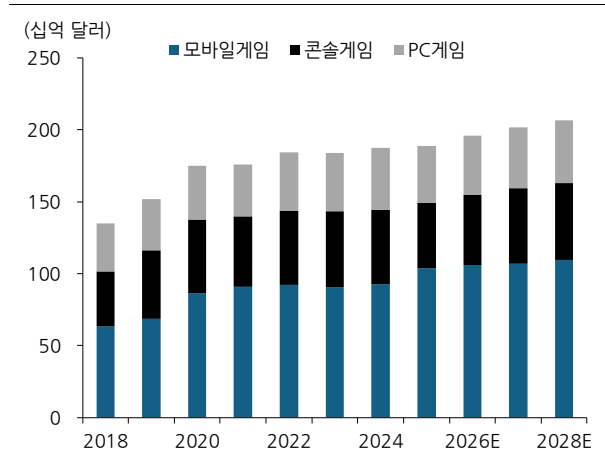
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터
주:IOS+GOOGLE+ONESTORE

그림27 국내 모바일 게임시장 외산게임 비중 추이



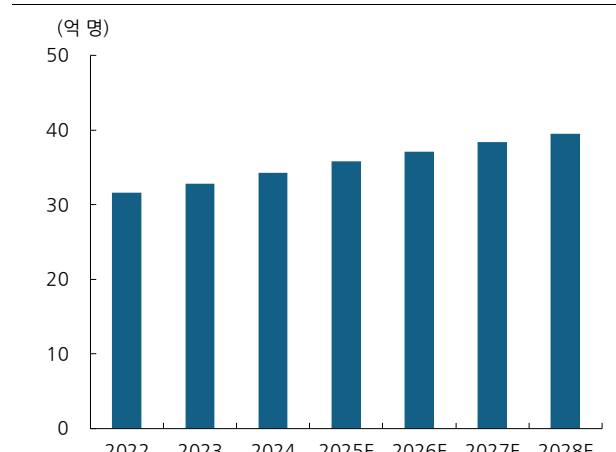
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림28 글로벌게임시장 시장전망- 물가상승률 수준



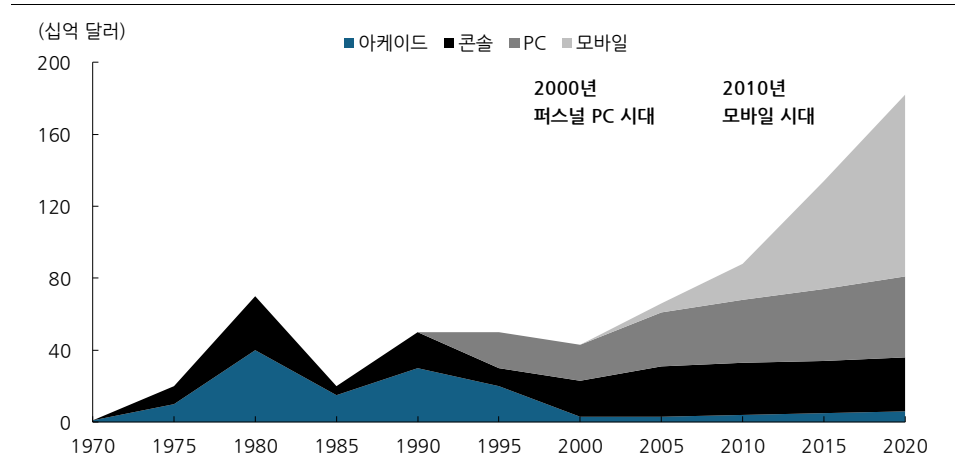
자료: NEWZOO, DS투자증권 리서치센터

그림29 글로벌 게임플레이 경험 유저 추이 및 전망



자료: NEWZOO, DS투자증권 리서치센터

그림30 50년간 게임시장 규모 추이

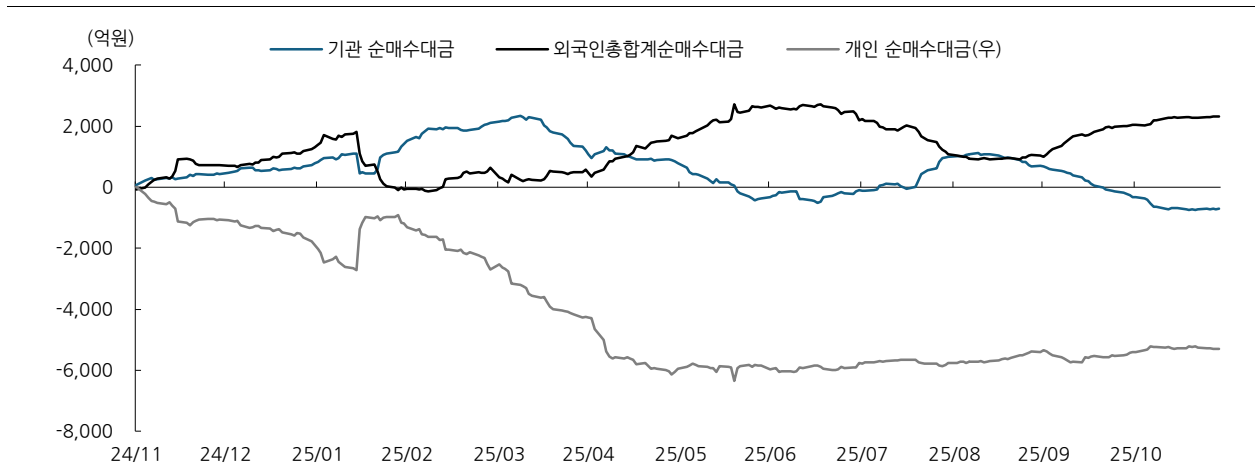


자료: visualgaming, DS투자증권 리서치센터

22년부터 이미 다운사이클 진입. 전년대비 오히려 개선된 점도 많음. 오를이유도 적지만, 낙폭과대 구간 판단

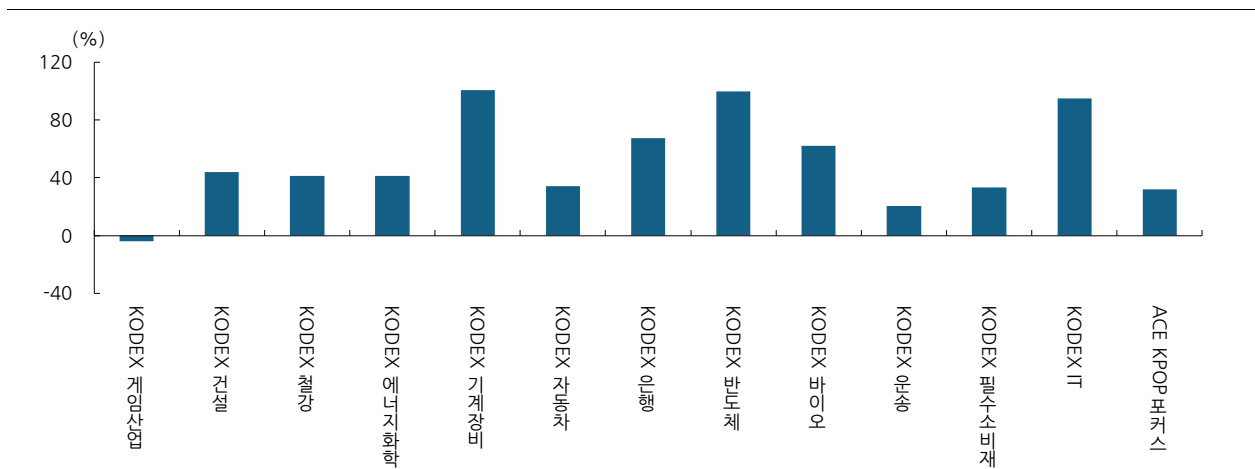
긍정적인 부분을 찾자면, 게임산업이 최근 들어 부침에 빠진 것은 아니며 체질이 글로벌 지향으로 바뀌고 있다는 점이다. '23년에도, '24년에도 게임산업의 구조적 둔화와 신작 히트가뭄은 똑같았다. 안 좋은 상황이 계속해서 지속되고 있을 뿐 '25년 들어 급격히 산업이 악화될 것은 아니다. 올해 기준으로 증익이 예상되는 기업은 14종목 중 8종목으로 전년대비 소폭 개선되었다. 최근의 게임주 언더퍼폼은 매력적인 투자처가 증가한 데에 따른 수급이탈로 분석하는 것이 적절하다. 요약하면 오를이유도 적지만, 섹터 수익률 최하위권까지 내려온 것은 과하다. 낙폭과대 구간이다. 통계적으로 고려해도 2년 연속 최하위권을 차지하기는 쉽지 않기에 내년은 올해보다 나은 주가 퍼포먼스가 기대된다.

그림31 2025년 크래프톤 수급 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림32 게임섹터는 25년 사실상 섹터 수익률 꼴찌를 기록함

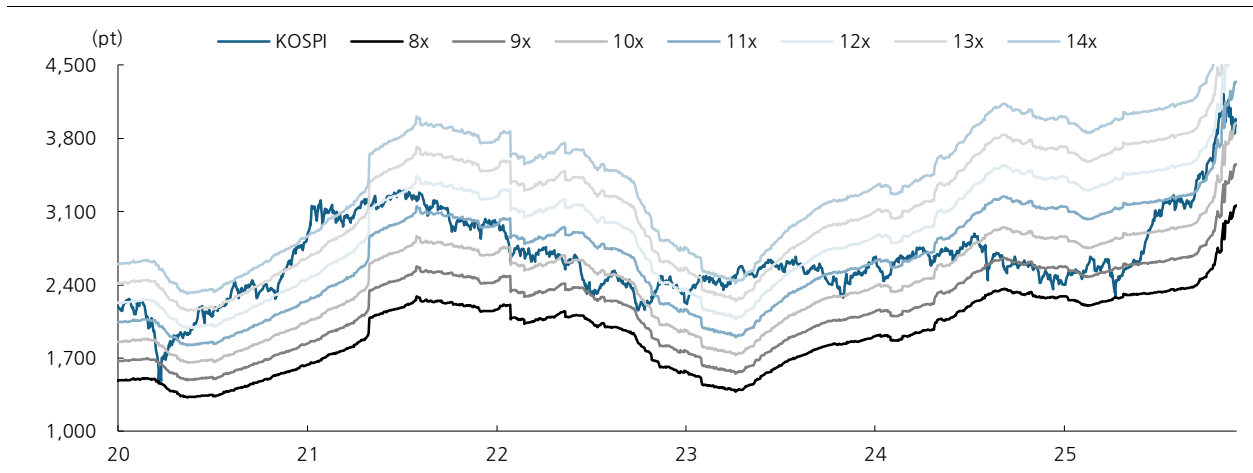


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

디레이팅은 적절하지만
더블 디레이팅은 과함
적정 PER 15-20배 유지

우리는 게임주의 리레이팅이 필요하다고 판단하지 않으며, 오히려 디레이팅이 적절하다고 판단한다. 그러나 지금처럼 지수가 상승한 상황에서 더블 디레이팅은 과하다는 판단이다. KOSPI 12MF PER은 11배 수준으로 역사적 고점에 다달았으며, 올해 코스피 지수는 67%의 상승 거두었다. 따라서 게임산업 성장 멈추었던 시기의(22년~'24년) Historical 밸류에이션 15-20배 수준 유지한다고 해도 국내증시 상승을 고려하면 사실상 디레이팅이다.

그림33 KOSPI 12MF P/E



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

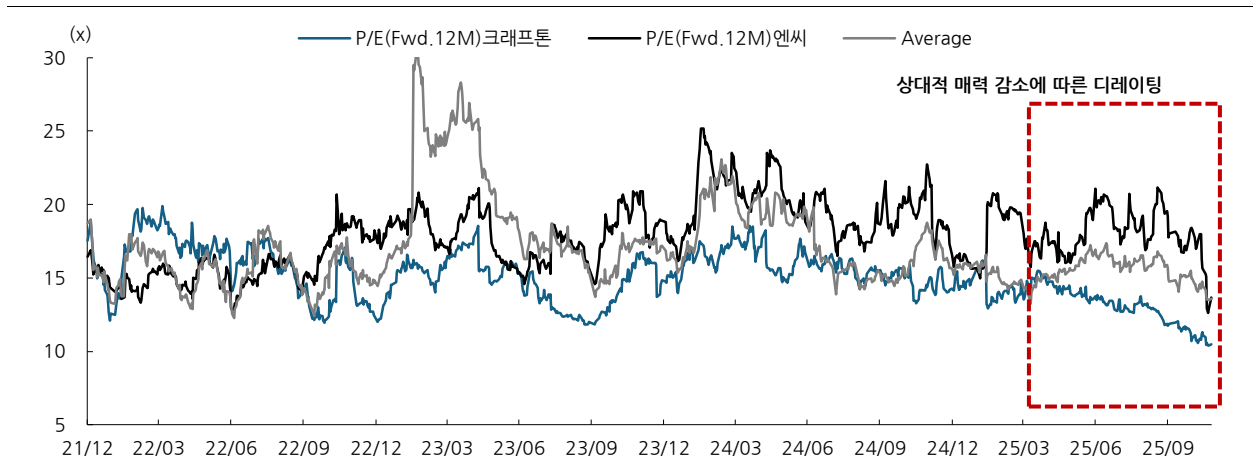
글로벌 게임주들과
밸류에이션 격차도 심해짐

앞서 설명했듯이 하반기 들어 특히 지수 대비 언더퍼폼하는 게임주의 이유는 수익이 발생하는 반도체 및 타섹터로의 이동, 즉 수급적 움직임으로 판단하는 것이 적절하다. 게임주를 리레이팅 시킬 이유는 없지만 과거대비 디레이팅을 시킬 이유도 뚜렷하게 있지는 않다. 전세계 증시가 레벨업 하면서 글로벌 게임주들은 현재 2-30배 수준으로 오히려 리레이팅 된 상황인 것도 고려할 필요가 있다. 게임주 적정 PER BAND 15-20배 유지한다. 이는 글로벌 PEER 및 최근 KOSPI/KOSDAQ P/E 상승을 고려하면 오히려 디레이팅된 수준이다.

리레이팅: 뭐든지 하나라도
터져야 한다

본질적인 리레이팅을 위해서는 1)산업이 성장하거나 2)センチ먼트의 변화가 필요하다. 투자자들이 게임주에서 이탈한 이유는 더 이상 예전과 같은 빅히트가 존재하지 않기 때문이다. 단순 규모 보다도 글로벌 시장에서의 성공에センチ먼트는 돌아설 가능성이 높다.

그림34 2025년 크래프톤/엔씨소프트/ 게임주 평균 12MF P/E 변화



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

핵심 흥미요소의 변화가 없
어 시장도 정체 중

게임산업의 구조적 성장을 위해서는 P/Q 동반 상승이 필요하다. 이를 이루기 위해서는 새로운 플랫폼과 한차원 UP된 게임플레이가 필요하다. 개인적으로 느끼기에 게임컨텐츠가 주는 장대함과 재미는 2013년 모바일 게임시대가 열리고 지난 십수년간 변하지 않았다. 핵심 흥미요소가 변하지 않았기 때문에 산업의 성장도 정체되었다고 볼 수 있다.

AI/VR이 게임체인저가 될
것이나 26년에 관측하기는
어려움

물론 AI가 게임내외부를 변화시킬 것이고, VR이 새로운 게임 플랫폼으로서 메타버스 시대를 이끌 것이다. 다만 '26년이 해당 변화를 관측할 시기로 보이지는 않는다. 연운/인조이/아크레이더스 등 게임 내부에 AI를 활용하는 시도는 활발하나 게임의 근본적인 변화를 이끌 정도의 변화 즉 AI가 활용되어서 게임의 핵심재미가 유의미하게 레벨업되는 수준까지는 보여주지 못하고 있다. 오히려 폴더블 스마트폰 보급 확대 등이 더 주요한 이슈다.

Q가 정체되어 있는 상황에
서 P도 정체된 상황

이런 국면에서는 P의 상승이 시장의 성장을 이끈다. 그러나 뒤에 후술하겠지만 경쟁의 심화는 오히려 P가 하락하는 흐름으로 이어지고 있다. 압도적인 P를 자랑하는 리니지라이크 장르를 창시자인 엔씨소프트마저도 작별을 택했다. 가처분 소득의 증가에 따른 결제여력 증대는 긍정적이지만 경쟁환경은 강화되어 그 과실을 글로벌 게임사와 나눌 수 있다.

그림35 게임 내 AI 활용 - 연운의 생성형 AI 기반 대화



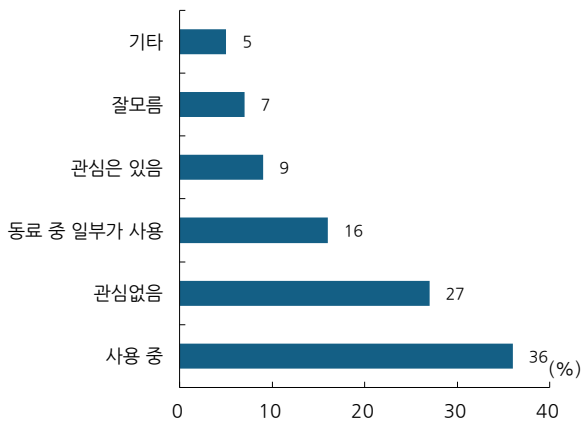
자료: youtube게임플레이, DS투자증권 리서치센터

그림36 게임 내 AI 활용 - AI보이스/보스 도입한 아크레이더스



자료: NEXON, DS투자증권 리서치센터

그림37 GDC2025 설문조사: AI TOOL을 사용하고 있는지?



자료: GDC DS투자증권 리서치센터

그림38 AI 사용에 대한 입장도 기업별로 다름



자료: GDC, DS투자증권 리서치센터

그림39 AI를 활용한 게임 개발 - 유저들의 반발



자료: 연합뉴스, DS투자증권 리서치센터

그림40 AI를 통한 게임개발 - 엔씨소프트 바르코 AI



자료: 뉴시스, DS투자증권 리서치센터

트레이딩 BUY 먹히는 구간. '26년 신작도 좋음.
Top-pick: 넷마블

따라서 '26년의 게임주 우월전략도 중단기적 신작 트레이딩이 될 것으로 예상된다. 26년 주요신작에는 펄어비스 붉은사막, 엔씨소프트 아이온2 글로벌, 넷마블 몬스터 길들이기/7대죄오리진 등이 있다. 해당 게임들이 컨센서스를 뛰어넘는 빅히트를 기록한다면 게임주의 센터가 변화할 수 있다. 이를 제외하고 봐도 전반적으로 '25년의 신작보다 '26년의 신작 무게감이 더 높다. 따라서 '26년 상반기의 게임주 퍼포먼스는 '25년 하반기 대비 훨씬 개선될 것으로 전망한다.

중단기 신작일정 매력도와 장기적 실적 성장성을 고려한 우리의 2026년 산업 탐픽
은 넷마블이다. 넷마블 '25년 최대 기대작이었던 '몬스터걸들이기'와 '7대죄 오리진'
이 '26년으로 지연되면서 25년 하반기 주가 퍼포먼스가 저조했다. '7대죄 오리진'은
26년 3월 17일 PC/콘솔, 24일 출시를 확정지었고, '몬스터걸들이기'도 26년 상반기
출시가 확정시 된다. 두 게임 모두 PLC가 긴 장르이며, 글로벌을 타겟하고 있다. 반
면 당사 추정 기준 '26 P/E는 10배 수준으로 역사상 저점에 놓여있다. 글로벌 히트
와 함께 주가의 **상방이 크게 열려있다고** 판단된다.

코스닥 상승 시
게임주도 반사이익 예상

또한 '26년에는 코스닥 게임주에도 주목할 필요가 있다. 정부의 코스닥 육성책이 강화된다면 게임주도 반사이익을 받을 전망이다. 3/10 삼성엑티브/타임폴리오 자산운용 액티브 코스닥 펀드 출시 예정이다. 편입종목은 계속 교체되므로 해당 수급에 힘입어 코스닥 게임주도 반등 타이밍을 잡을 가능성 충분하다.

그림41 삼성엑티브자산운용 KoAct 코스닥 액티브 ETF 개요



자료: 삼성엑티브자산운용, DS투자증권 리서치센터

그림42 삼성엑티브자산운용 KoAct 코스닥 액티브 ETF 포트폴리오 - 펄어비스 편입비 2%

종목명	시가총액(억원)	업종분류	투자비율(%)	PER(2018)	PER(2019)	기업 내총
한국전력	12,864	발전/에너지	7			1
삼성전자	21,995	전자/전자기기	2			9
SK하이닉스	33,057	반도체	4			2
삼성바이오로직스	162,377	기개	4	215	1,478	1
삼성바이오	58,275	제약/바이오	2			1
삼성바이오	25,003	기개	3		30	24
삼성바이오	34,344	기개	3	306		1
삼성바이오	12,909	기개	3	42		1
삼성바이오	6,200	기개	3		3	1
삼성바이오	9,833	기개	3			1
삼성바이오	8,942	기개	3			1
삼성바이오	218,328	기개	2			1
삼성바이오	396,771	기개	2	389		1
삼성바이오	97,932	기개	2			1
삼성바이오	54,945	기개	2	55		1
삼성바이오	25,272	기개	2	36		1
삼성바이오	28,143	기개	2	140		1
삼성바이오	31,575	기개	2	36		1
삼성바이오	14,938	기개	2	40		1
삼성바이오	10,736	기개	2			1
삼성바이오	8,119	기개	2	79		1
삼성바이오	1,688	기개	2			1
삼성바이오	23,525	기개	2	23		1
삼성바이오	8,230	기개	1	12		1
삼성바이오	92,521	기개	1	26		1
삼성바이오	3,585	기개	1	5		1
삼성바이오	35,786	기개	1			1
삼성바이오	40,613	기개	1			1

* 출처: 기업내용은 삼성엑티브자산 정리, (네이버증권 기업개요/각사 IR자료 참고)

* 포트폴리오 및 구성비중 등 상기 내용은 향후 달라질 수 있습니다.

*Dataguide 컨센서스 기준, 2026.03.06

18

삼성 KoAct ETF

자료: 삼성엑티브자산운용, DS투자증권 리서치센터

그림43 삼성엑티브자산운용 KoAct 코스닥 액티브 ETF 포트폴리오 - 조이시티 편입비 1%

종목명	시가총액(억원)	업종분류	투자비율(% 기준 PER26)	PER(S)	기업 내재	
올케이	39.633	제약/바이오	1		RNA 기술기업으로 일러미알라와 신약-수출 기술수출	
올레온홀틱	24.437	제약/바이오	1		TPO 기술을 개발하여 DAC로 불리는 차세대 항노화-부형연구개발을 개발하는 글로벌 혁신신약개발 전문기업임.	
센지시스템	22.083	통신서비스	1	19	SS, SDC, 반도체, 통신 장비 커스터마이징	
에스앤에스텍	19.713	반도체	1	26	반도체 노광 공정을 플랫폼마스크 업체로, R/S 제품 확대와 첨단 노드 기술을 상용에 따라 핵심 소재 수요 늘어나는 구조	
지후지바이오	14.934	제약/바이오	1		리파진 기술 Invol.AMP와 대장생식 공중 실험을 보유	
이코필리아모	14.753	제약/바이오	1	18	합체치료제, 이중항체, 지속형 제형 등 다양한 의약품, 동물 개발하고 있음	
이피바	17.844	통신서비스	1	46	차세대 클라우드 컴퓨팅 속도가 급속 확대, 자회사 허버트레이즈의 부엌빌 캄캄 레이저 레이저 가공	
인원시스템	12.952	디스플레이	1	13	CXD 장비 제조 및 판매를 주요 사업	
인벤트지컬	12.348	제약/바이오	1		미아크로프로테닌 기술실 연구개발에 특화된 RNA 플랫폼을 보유하고 있으며, 장기지속형 주사제 개발과 LNP 제조 서비스를 제공	
엔나텍	8.386	전자전자	1	57	물결에너지 및 합성소재사업에 남음	
에이르시스템	7.183	기타	1	22	국방용, 의료용, 우주용 혁신성장 혁신센터 영남에서 제품을 개발 및 제조하며, 국내 유일의 군수를 혁신성장 영남에서 생산 공급업체	
다우셀	6.568	제약/바이오	1		특수물질제조(AOC) 분야에선 독자적인 ChAS 기술과 유전자공정 PAM 플랫폼을 보유하고, 고온 열안정기술을 경쟁 중	
태클	6.913	조선	1	10	해양플랜트, 선박 건조를 생산	
유한화학	7.417	화학/석탄	1	900	국내 유일 알칼리-염색제를 원료생산자 제품들 각종 공문서 문서 등 여러 화학제품을 생산	
한국지아이엘	7.440	자동차	1	257	부품 관리함에 가장 많은 부품 업체 확보 가속기 부품 등 로봇 및 공작기계 산업 목표	
한글메시어스	4.088	전자전자	1	54	IT 전자제품 부품 ESS에 수납된 냉각시스템 설계	
상설이치어	3.080	기타	1	7	9개산업분야 최우수업체 부문 중 유한케네디 Rotamex 및 TRACK (INK ASSY)를 주로 생산	
일렉	3.579	전자전자	1	30	250억 매출을 기록한 E&M 특수 장비분야를 주로 납품하고 있으며, 우주항공/데이터센터 등으로 사업 영역	
하이테크스	2.741	전기전자부품	1	9	4 전산시스템/외국 제조를 하며 삼성전자, 삼성전자/삼성전자 등을 주요 고객으로 스마트폰, 디스플레이, OLED 제품들 FPC를 생산	
조아터라	1.664	게임	1	8	미국 게임 회사인 에이머월드와 제휴 협력하며 (프라이스타워 북동쪽) 신약 출시 예정	
시지메드텍	3.742	제약/바이오	1	43	1,583 리튬을 수직 생산기업 (NMC세라믹/기판) 수주/판매 (OEM 생산) 진행	
유무도크립트	1.756	인터넷/ISW	1		자동차 사이버 보안 SW기업으로 자동차용 차량 보안 솔루션의 양산 모델링 사업 열어	
유무전자재료	14.923	전자전자	1	49	31 자동차기계에 사용되는 금속재를 주로 납품하고 있으며, 항공기를 등으로 탑재할 경우 페이스트를 납땜	
유니테크놀로지	12.000	미디어/엔터테인먼트	1	18	46 유통권 코퍼티 어드레스 플랫폼/콘텐츠 유통 플랫폼, 저작권 배분/관리 시스템의 성장률	
영성현이메일	5.084	반도체	1		9 반도체 패키징을 위한 열처리, 고압 열처리/고압을 패키징 확산에 따른 패키지 수율 증가 효과 기대	
베코	24.967	반도체	1	50		반도체 웨슬러웨이스트 처리 업체로, 해외로 교묘히 제품 배출 확대와 전수조사에 따른 테스트 장비 수요 증가 기대
유니테크닉스	5.129	컴퓨터/소프트웨어	0.5	6	11 이더넷/이오 5G, 클라우드, 클라우드/클라우드(5G), 가급, 이더넷/이오, 클라우드(5G)를 한 사내/클라우드 업체 보유한 지주사	
메이브이엘	3.035	제약/바이오	0.5	9		8 조제/기기를 복제/복합적으로 운영하는 기업으로서, 조제/기기의 고도화 지원 중
비디에어드	2.905	제약/바이오	0.5	7	14 CRJ27, J27A27 기업을으로, 수출대상 국가 무제한	

* 출처: 기업내용은 삼성엔터테인먼트자산 정리 (네이버증권기업개요/각사 IR자료 참고)

* 포트폴리오 및 구성비중 등 상기 내용은 향후 달라질 수 있습니다.

*Dataguide 컨센서스 기준, 2026.03.06

자료: 삼성엑티브자산유용, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·조이시티 251270

글로벌 히트와 함께 레벨업 전망



조이시티

067000

글로벌 히트와 함께 레벨업 전망

최승호 인터넷·게임
02-709-2658

2025.03.10

매수(신규)

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

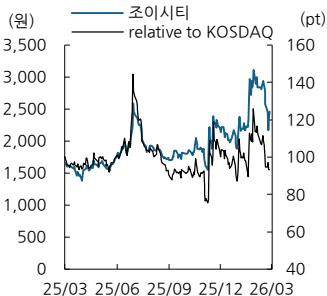
Stock Data

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%
조이시티우리스자주(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.

타라인 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 투자 의견 '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

글로벌 히트와 함께 레벨업 전망

4X 메가트렌드와 함께하는 조이시티

모바일 게임 시장의 시대는 이미 4X다

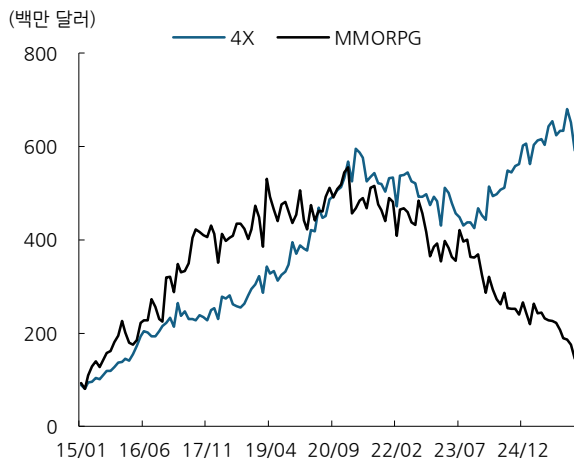
4X란 eXplore(탐험), eXpand(확장), eXploit(개발), eXterminate(정복)의 약자로 SLG(시뮬레이션/전략) 게임으로도 불린다. 모바일 게임 하면 MMORPG를 떠올리는 만큼 4X라는 장르명 자체가 게이머가 아닌 이에겐 다소 생소할 수 있으나 글로벌 모바일 게임 시장에서 4X는 이미 가장 큰 매출을 만들어내는 장르로 부상했다.

2020년부터 MMORPG를
추월한 4X.

현재는 전략 장르가 대세

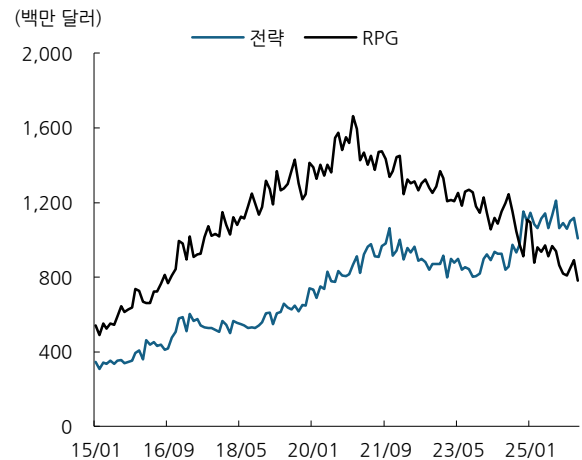
센서타워 기준 2024년 글로벌 모바일 게임 장르별 매출에서 전략(4X 포함) 장르는 \$17.5B으로 RPG(MMORPG 포함) 약 7년간 1위를 유지해온 RPG(MMORPG 포함)의 \$16.8B을 추월해 장르별 매출 1위를 차지했다. 사실 이러한 역전은 서브장르 수준에서 이미 예고되어 있었다. 4X 서브장르는 2020년부터 MMORPG를 매출 기준 앞서기 시작했다. 2022년까지는 두 서브장르 간 규모 차이가 크지 않았지만 2023년 이후 양상이 달라졌다. 4X는 확고한 성장세를 이어간 반면 MMORPG는 축소 국면에 접어들면서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

그림44 4X vs MMORPG 매출 규모



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림45 전략(Strategic) vs RPG



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림46 한국 모바일 게임 시장

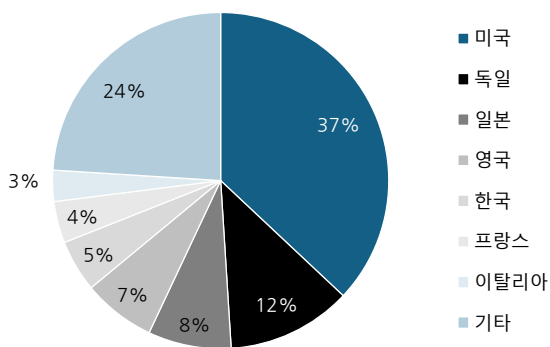


자료: Sensor Tower, DS투자증권 리서치센터

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

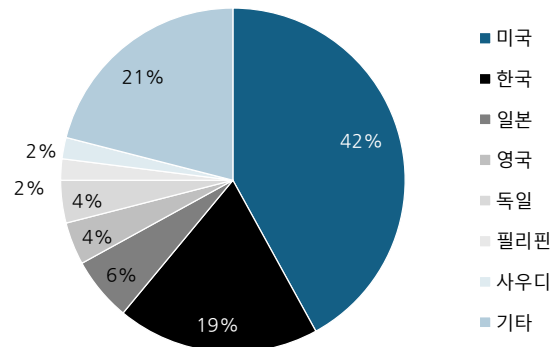
조이스티는 이러한 글로벌 4X 메가트렌드의 한가운데에 위치한 사실상 유일한 국내 상장 게임사다. 당사는 2017년 디즈니 IP 기반 <캐리비안의 해적: 전쟁의 물결>과 2018년 <건설배틀: 토탈워페어>를 출시하며 약 10년에 걸쳐 모바일 4X에 사업 역량을 집중해왔다. 그 결과 현재 조이스티의 모바일 매출은 사실상 전액이 4X 장르에서 발생하며, 전체 매출의 약 70%가 해외에서 창출되는 글로벌 중심의 매출 구조를 구축하고 있다. 이는 곧 글로벌 4X 시장의 성장이 조이스티의 top line에 직접적으로 반영되는 구조임을 의미한다.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

그림47 <캐리비안의 해적: 전쟁의 물결> 국가별 비중



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림48 <건설배틀: 토탈워페어> 국가별 비중

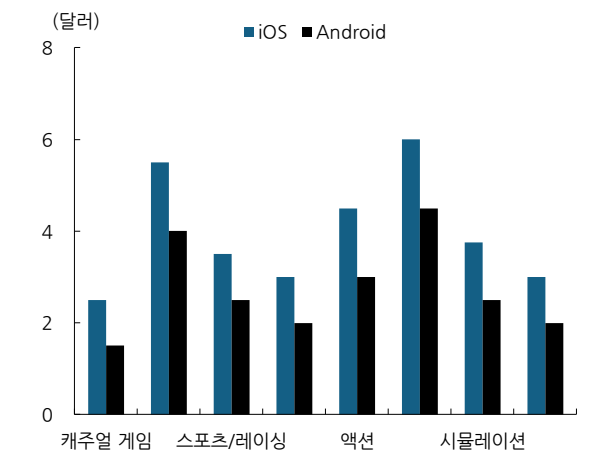


자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

인기가 있는 만큼
유저 획득 비용이 늘어난
모바일 4X 시장

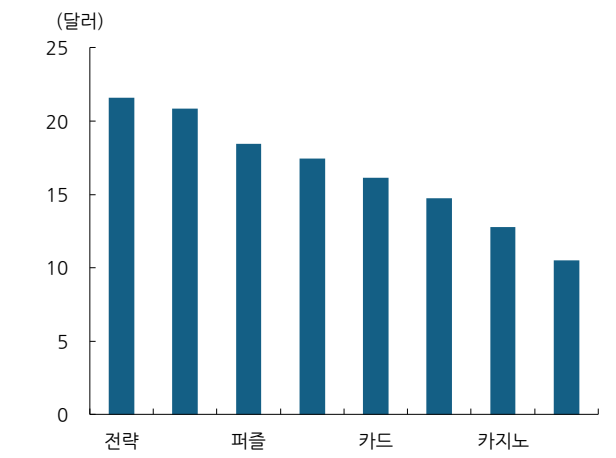
다만 4X 시장은 유저 획득 비용(UA cost)이 가장 높은 장르군에 속한다. CPI(Cost Per Install)은 유저 한명이 게임을 설치할 때까지 소요되는 광고 비용을 뜻하는데, Mapendo에 따르면 2024년 기준 Strategy 장르의 CPI는 iOS \$5.5, Android \$4.0 수준으로 Hyper-casual(iOS \$2.5) 또는 Puzzle(iOS \$3.0) 대비 2배 가까이 높다. 더불어 CPM(Cost per Mile)은 광고 1,000회 노출당 비용을 의미하며, BusinessofApps에 따르면 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.

그림49 모바일 게임 장르별 CPI



자료: Mapendo, DS투자증권 리서치센터

그림50 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 애니메이션/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.

표3 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

조이스티는 이미 디즈니 및 캡콤의 대규모 IP 확보 트랙 레코드를 보유

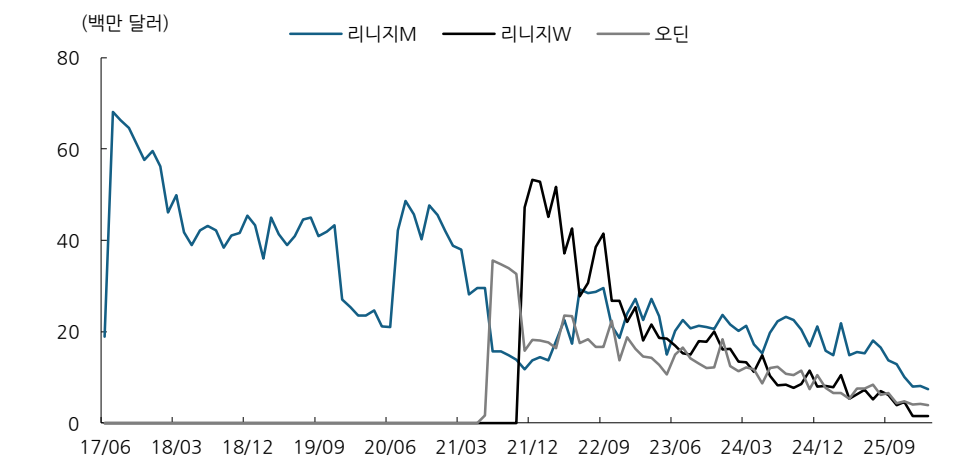
장르 측면에서의 방향성은 이미 올바른 만큼 조이스티의 Hit-Ratio를 높일 수 있는 가장 확실한 방법은 대형 IP의 지속적 확보라고 판단한다. 앞서 살펴본 바와 같이 4X 시장에서 대형 IP는 높은 UA cost 환경을 구조적으로 극복하고 글로벌 유저 유입을 가속화하는 가장 효과적인 수단이다. 더불어 조이스티의 트랙레코드는 이 방향의 실현 가능성을 뒷받침한다. 동사는 과거 디즈니라는 글로벌 최대 엔터테인먼트 IP 홀더와의 협업을 통해 <캐리비안의 해적>을 출시한 이력이 있으며, 2025년 11월에는 일본 최대 게임사 중 하나인 Capcom의 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 조이스티가 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.

그림51 리니지M, 리니지W, 오딘 매출 추이

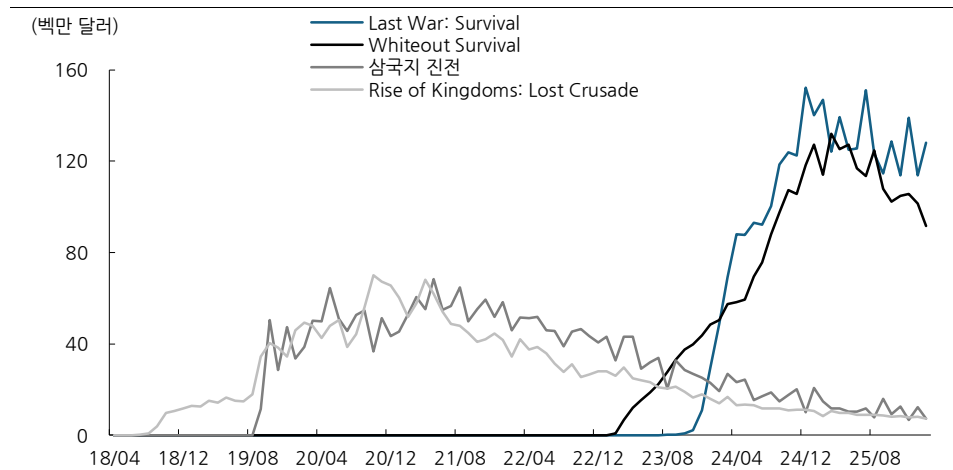


자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

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.

그림52 Top 4 모바일 4X 게임 매출 추이



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

〈캐리비안의 해적〉과 〈건설배틀: 토탈워페어〉는 모바일 부문의 캐시카우

조이스티의 기존 모바일 4X 타이틀들은 이러한 slow rise & soft landing 패턴을 전형적으로 시현한 사례다. 2017년 출시한 〈캐리비안의 해적: 전쟁의 물결〉과 2018년 출시한 〈건설배틀: 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, 조이스티의 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(〈건설〉) 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.

그림53 〈건설배틀: 토탈워페어〉 연간 매출 추이

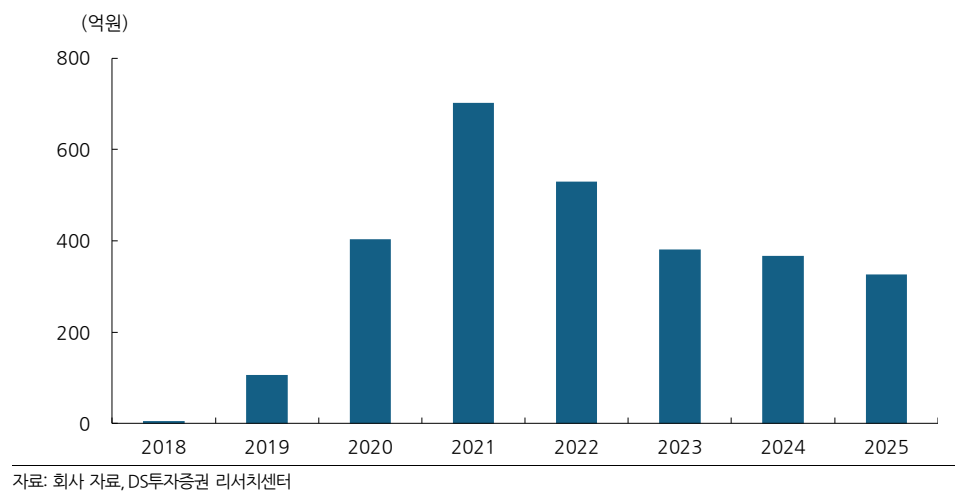
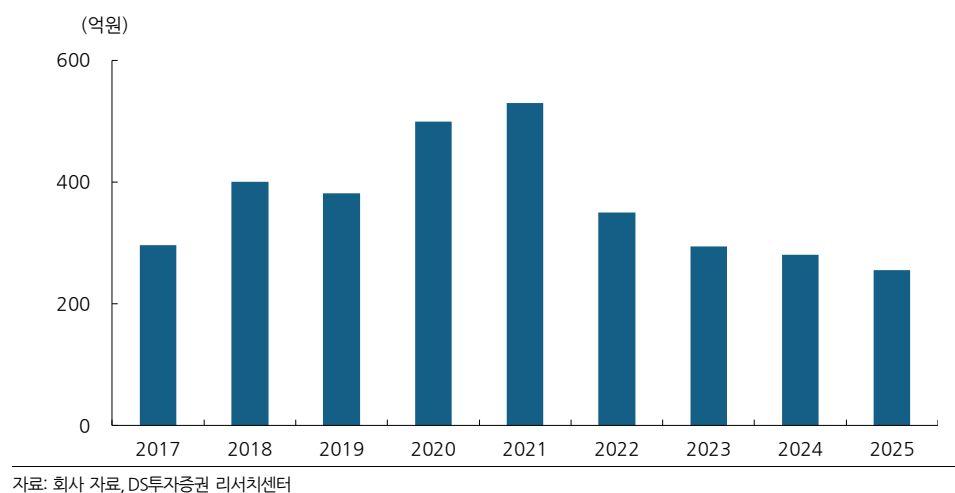


그림54 〈캐리비안의 해적: 전쟁의 물결〉 연간 매출 추이



〈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.

그림55 바이오하자드 IP 기반 게임



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림56 바이오하자드 IP 기반 영화



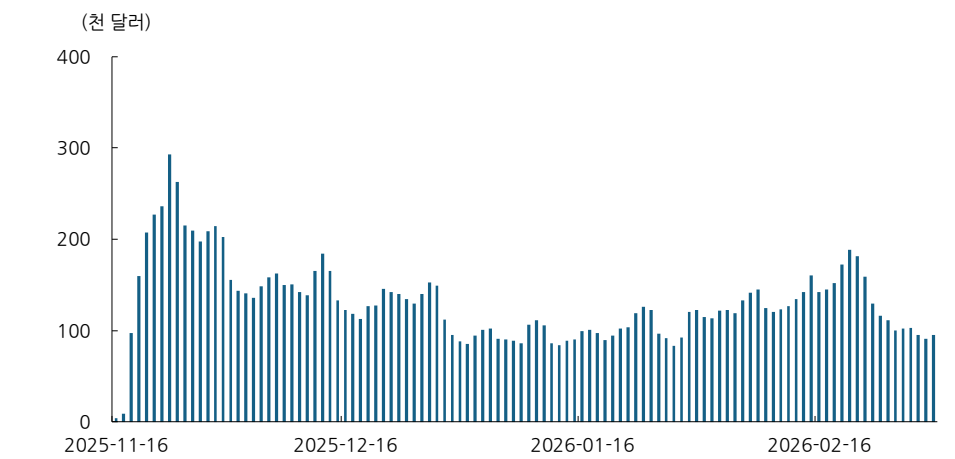
자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

IP Power로 역대 최고 초기 실적 달성

이러한 대형 IP을 기반으로 <바이오하자드>의 초기 실적은 조이스티 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 조이스티의 기존작 <건설> 대비 약 6배, LTV(가입 유저 1명당 누적 매출)는 약 5배 높은 수준을 시현하고 있다.

그림57 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 월 매출 추이



자료: Appmagic, DS투자증권 리서치센터

그림58 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 글로벌 런칭 1주일 누적 RPD



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

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

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

그림59 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 글로벌 런칭 1주일 ROAS 및 LTV



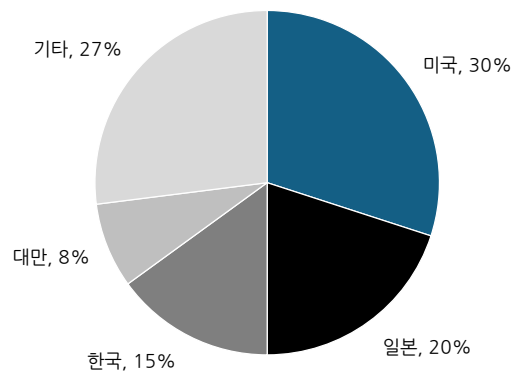
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

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

그림60 <바이오하자드: 서바이벌 유닛> 국가별 매출 비중



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

〈바이오하자드〉: 조이시티의 역량을 증명할 무대

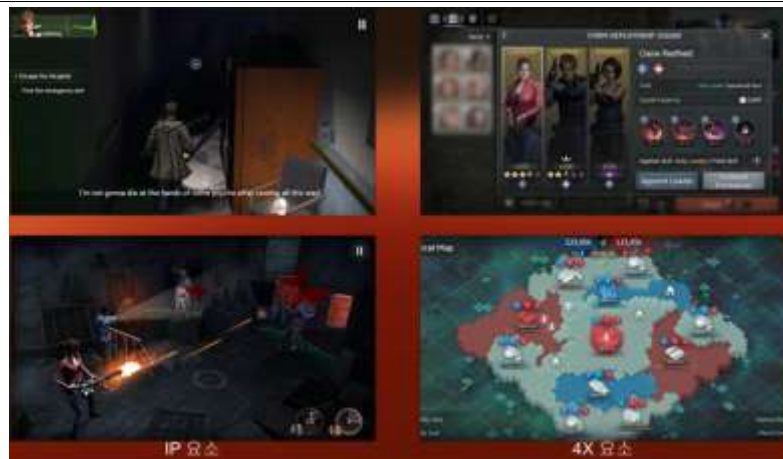
〈바이오하자드〉의 BM 디자인을 통해 향후 매출 성장 가능성 확인

〈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.

그림61 〈바이오하자드: 서바이벌 유닛〉 인게임 화면



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

조이스티의 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 예상된다. <바이오하자드>는 이미 조이스티의 포트폴리오에 추가되며 순수한 upside로 가능하고 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 조이스티의 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 조이스티의
1) 대규모 IP 확보 역량 및
2) 4X 게임 개발 역량을
증명할 것

<바이오하자드>가 단순한 매출 드라이버를 넘어 주목받아야 하는 이유는 성과에 따라 조이스티의 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 조이스티의 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 조이스티의 성장 잠재력은 현재 시장이 인식하고 있는 수준을 크게 상회할 수 있다고 판단한다.

신작 1: 〈프리스타일 풋볼2〉

월드컵 기간에 플랫폼 확장을 통한 이익 성장

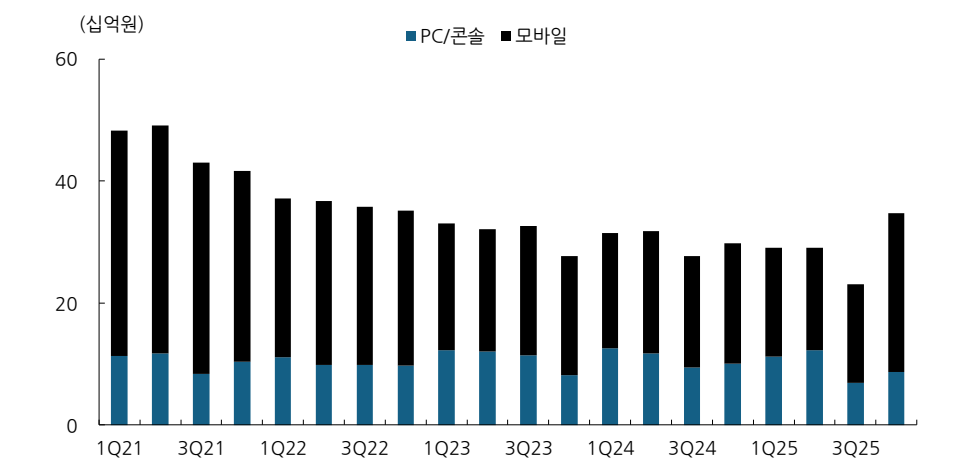
조이시티의 차기 PC 및 콘솔 신작은 자사 오리지널 IP인 〈프리스타일 풋볼〉의 후속작 〈프리스타일 풋볼2〉(이하 〈풋볼2〉)이다. 〈바이오하자드〉가 외형 성장을 견인할 매출 드라이버라면, 〈풋볼2〉는 조이시티의 수익성을 한 단계 끌어올릴 이익 드라이버로서 주목할 필요가 있다.

〈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.

그림62 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.

그림63 <프리스타일 풋볼2> 인게임 화면



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

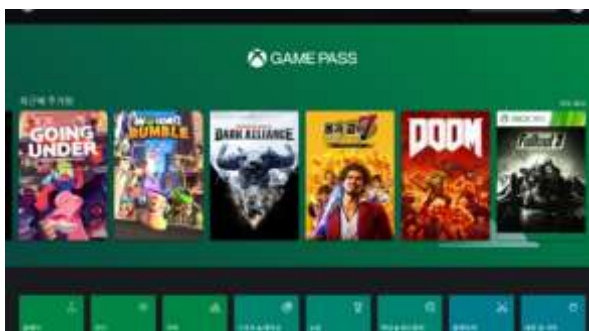
프리미엄 패키지(유료 게임)으로 출시 하기 때문에 초기 판매량에 주목

〈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 240억 원으로 전망한다.

그림64 Xbox Game Pass를 통해 초기 유저 확보



자료: Xbox, DS투자증권 리서치센터

그림65 〈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 조이스티의 전 CTO이자 김태곤 감독 하의 개발사 레드징코 게임즈가 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 조이스티는 <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.

그림66 <임진왜란: 조선의 반격>: 육상전투



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림67 <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 조이스티의 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 예상된다. 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 적용되겠지만 <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 Aniplex
와 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 조이스티가 AI 활용을 통해 생산력을 유지하면서도 지속적인 인력 효율화를 추진한 결과로 해석된다.

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

표4 조이스티 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

표5 조이스티 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

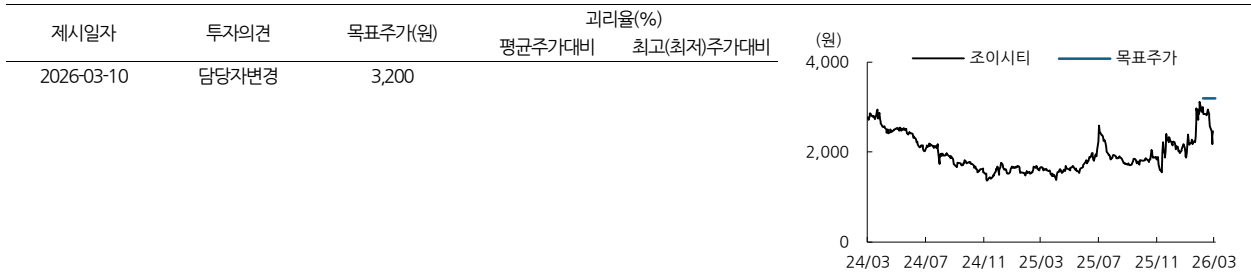
[조이시티 067000]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	61	49	66	80	98	매출액	150	143	140	184	205
현금 및 현금성자산	30	21	21	34	52	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	20	16	21	21	20	매출총이익	150	143	140	184	205
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	124	131	135	162	177
기타	11	12	25	26	27	영업이익	25	12	5	22	28
비유동자산	181	181	171	178	190	(EBITDA)	30	16	13	27	34
관계기업투자등	36	28	28	29	30	금융손익	-3	-1	-2	-1	-2
유형자산	25	50	49	47	46	이자비용	5	4	3	2	4
무형자산	7	15	12	16	25	관계기업등 투자손익	0	1	0	-1	-1
자산총계	242	230	238	257	288	기타영업외손익	-10	-16	-5	-8	-10
유동부채	63	59	70	74	72	세전계속사업이익	12	-4	-2	13	15
매입채무 및 기타채무	16	8	14	16	15	계속사업법인세비용	5	2	6	-8	-9
단기금융부채	40	43	39	40	39	계속사업이익	8	-6	-8	21	24
기타유동부채	7	7	17	18	18	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	71	75	79	76	86	당기순이익	8	-6	-8	21	24
장기금융부채	65	62	75	72	82	지배주주	6	-6	-7	19	22
기타비유동부채	7	13	4	4	4	총포괄이익	8	-6	-8	21	24
부채총계	135	134	149	150	158	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	106	95	89	107	129	영업이익률 (%)	16.9	8.1	3.6	12.0	13.5
자본금	35	35	35	35	35	EBITDA마진률 (%)	19.8	11.2	9.2	14.7	16.4
자본잉여금	63	59	59	59	59	당기순이익률 (%)	5.2	-4.4	-5.9	11.4	11.9
이익잉여금	5	0	-7	12	34	ROA (%)	2.2	-2.3	-2.9	7.6	8.0
비지배주주지분(연결)	2	1	0	0	0	ROE (%)	5.4	-5.5	-7.4	19.1	18.4
자본총계	108	96	89	108	129	ROIC (%)	10.8	5.8	2.4	10.5	12.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	8	5	1	27	28	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	8	-6	-8	21	24	P/E	34.5	-19.0	-23.7	8.5	7.4
비현금수익비용가감	23	25	14	3	4	P/B	1.8	1.1	1.8	1.5	1.2
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3	P/S	1.3	0.7	1.1	0.9	0.8
무형자산상각비	2	2	5	2	3	EV/EBITDA	8.8	11.7	19.5	8.7	6.8
기타현금수익비용	19	20	6	-2	-2	P/CF	6.2	5.8	29.1	6.6	5.7
영업활동 자산부채변동	-14	-5	0	3	-1	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	1	4	-5	1	1	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-8.6	-4.5	-1.9	31.6	11.0
매입채무 증가(감소)	-1	-7	6	2	-1	영업이익	242.3	-54.1	-56.3	337.8	24.9
기타자산 부채변동	-14	-2	-1	0	0	세전이익	56.0	적전	적지	흑전	15.9
투자활동 현금	9	-11	-10	-12	-18	당기순이익	142.7	적전	적지	흑전	15.9
유형자산취득(취득)	-1	-1	-1	-2	-2	EPS	69.2	적전	적지	흑전	15.9
무형자산 감소(증가)	0	-3	-3	-5	-11	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	7	-5	-5	-2	-2	부채비율	125.0	138.6	167.5	139.2	122.2
기타투자활동	4	-1	-2	-3	-3	유동비율	96.5	83.6	95.4	108.3	136.2
재무활동 현금	-2	-4	9	-2	9	순차입금/자기자본(x)	65.1	84.4	102.8	70.9	51.8
차입금의 증가(감소)	-3	-3	10	-2	9	영업이익/금융비용(x)	5.0	2.7	1.6	10.7	7.8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	105	105	114	112	121
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	70	81	91	76	67
기타재무활동	0	-1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	15	-9	-1	13	18	EPS	79	-79	-97	269	311
기초현금	15	30	21	21	34	BPS	1,517	1,366	1,269	1,537	1,849
기말현금	30	21	21	34	52	SPS	2,142	2,044	2,005	2,638	2,929
NOPLAT	16	8	4	16	20	CFPS	440	262	79	348	405
FCF	26	3	-5	15	9	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



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.