

조이맥스(101730)

회사명 : 조이맥스
 대표이사 : 김남철
 최대주주 : 위메이드
 (41.11%)
 총 주식수 : 7,040,000
 코스닥 / 게임
 시가총액 : 1335억

BUY
 현재가격 10950원
 목표주가 원
 2011년 4월 9일

(단위:억)	2011(e)	2010	2009
매출액	300	270	346
영업이익	100	71	165
순이익	100	84	161
EPS	1420	1223	2644
PER(e)	7.7배	PBR	0.82배

cafe.naver.com/stocktopia
 투자아이디어발굴

조이맥스(101730)

제2의 JCE가 될까? - GSP사업으로 재탄생

1. GSP사업 2011년 본격화 시작

올해는 동사가 추진하고 있는 GSP사업은 2분기 드래곤플라이의 '스페셜포스' '카르마'가 4분기에는 위메이드의 '천검영웅전', '타르타로스온라인'이 상용화 예정이다. 작년 6월 위메이드에 인수후 GSP사업이 올해부터 본격적으로 이루어지는 동사의 변화를 주목해보자.

2. 아이오엔터테인먼트 인수 효과 1분기부터 시작

이오엔터테인먼트 인수로, 로스트사가로부터 발생하는 실적을 1분기부터 포함된다. 단일게임 로스트사가 예서만 올해 매출액 70억, 영업이익 50억 이상을 올릴 것으로 예상된다. 동사를 인수함으로써 실크로드온라인의 매출감소우려를 한시름 덜며 2012년까지 로스트사가의 고성장을 기대한다.

3. 높은 자산가치 안전마진 매력

동사의 현금성자산은 약 550억으로 시총 780억의 약 70% 를 차지하고 있다. 지분가치200억, 부동산가치100억, 자사주가치 35억을 적절히 할인해도 총 820억의 비영업가치를 가졌다.. 올해 예상영업현금흐름 120억까지 고려한다면 높은 안전마진을 가졌다고 볼 수 있다.

4. 2012년까지 턴어라운드 가속화 예상

2012년하반기 실크로드온라인2출시까지 동사의 실적 턴어라운드 지속될것으로 예상된다. 올 한해 GSP사업의 본격화와 로스트사가의 높은성장이 맞물려 2012년 7년만의 신게임을 출시하는 기대감이 향후 동사를 재평가될 요인으로 예상한다

1. 조이맥스 2011년부터 GSP 사업 본격화

동사는 글로벌 다이렉트 서비스(GDS) 방식으로 시장에 진출했다. 이 회사의 대표작인 실크로드는 이 같은 방식을 통해 이집트 터키 등 해외 180개국에 진출했다. 실크로드는 국가별 다국어 지원 서비스를 시작했으며 터키어와 아랍어, 스페인어 버전, 독일어 버전으로 현지 이용자의 편의성이 강화, 매출에 긍정적인 영향을 미치고 있다.



<그림 1: 조이맥스 드래곤플라이 GSP 전략적제휴 출처 : 뉴스검색>

2011년부터 동사의 사업모델이 기존 게임 개발 기업에서 글로벌 게임 퍼블리싱 업체로 변화될 것으로 보고 있다. 2011년 1월 24일 드래곤플라이와 '스페셜포스', '카르마'의 GSP 퍼블리싱 계약을 체결하며 본격적으로 GSP 퍼블리싱 판권 사업에 뛰어들었다. 이번 전략적 제휴는 MMORPG인 '실크로드온라인'에 이은 FPS 장르로의 영역 확대를 의미하는 것으로, 조이맥스의 GSP 사업 기반 강화를 위한 계약으로 해석될 수 있다.

(1) GSP 사업 및 수익 구조

동사의 글로벌 서비스엔 GSP, GDS, CDN이라는 용어가 등장한다. 먼저 GDS는 글로벌 직접 서비스를 의미하는 단어로 현지 파트너사를 이용한 라이선스 계약 서비스가 아닌, 한국에서 전 세계에 직접 게임을 서비스하는 개념이다. 이 GDS가 구현되기 위해서는 CDN, 즉 콘텐츠 딜리버리 네트워크(Content Delivery Network)가 필수적이다. 이를 통합한 브랜드가 GSP(Global Service Platform)로 GSP는 IT 및 보안 기술, 빌링모델, 현지화 시스템을 포괄한 개념이다. GSP란 국내 서버를 활용해 세계 이용자들에게 게임을 직접 서비스하는 모델이다. 게임 콘텐츠만 없으면 곧바로 해외 서비스가 가능하다.



<그림 2 : GSP는 GDS와CDN이 통합된 글로벌 직접 게임 서비스 출처 : 자료재구성>

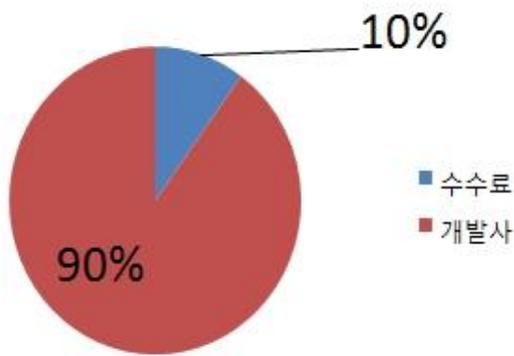
통상 GSP를 이용한 게임 서비스는 현지 퍼블리셔를 거치지 않아 기존 글로벌 게임 사업 방식보다 수익성이 높다. 대부분 게임사들은 해외 사업을 진행할 때 현지 퍼블리셔나 지사를 통하지만, GSP는 국내에서 원격으로 서비스를 할 수 있다. 정부에서도 GSP사업시 퍼블리셔와의 수익 분쟁, 기술유출등의 문제점을 극복하고자 콘텐츠진흥원에서 지원을 해주고 있으며 동사 또한 과거 정부의 지원으로 성공한 실크로드 온라인 모델을 보유하고 있다.

매출 100만 발생시 가정	지역퍼블리셔 이용시	GSP사업 이용시
퍼블리셔	70만 수익 취득 (70%)	0
개발사	30만 수익 취득 (30%)	90% (수수료제외10%)

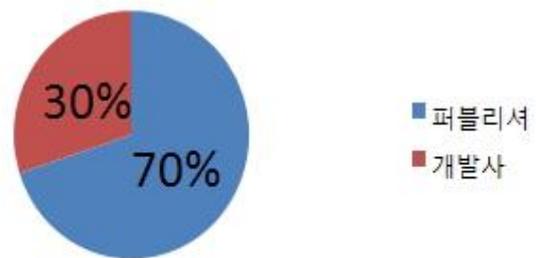
<표 1 : GSP사업 지역퍼블리셔 이용시 수익배분 비교 출처 : 자료재구성>

기존 게임 업체들의 경우 해외진출시 현지 퍼블리셔를 통해 서비스 하는 경우가 일반적이다. 엔씨소프트나 넥슨 등 메이저사들의 경우는 현지 법인을 설립해 자체 서비스를 하는 방안을 도입했다. 전자의 경우 국내 게임사는 현지 서비스와 함께 로열티 수익을 기대할 수 있다. 그러나 알려진 바와 달리 그 금액은 매우 적은 편이다. 한 예로 현지 퍼블리셔로부터 받게 될 계약금이 100만 달러라고 가정할 때 여러 가지 세금을 떼고 나면 아무리 로열티라고 해도 남는 수익은 전체의 30% 정도 밖에 되지 않는다. 즉, 서비스를 통해 얻어지는 수익의 대부분은 현지 파트너사가 가져간다는 계산이 나온다

개발사가 직접GSP서비스



퍼블리셔 vs 개발사 수익배분



<그림 3 : 개발사직접GSP, 퍼블리셔 개발사 수익배분 비교 그림 출처 : 자료재구성>

GSP의 가장 큰 장점은 저비용 고효율 효과다. 해외 서비스의 경우 업체당 초기 투자비용이 어마어마하게 들어간다. 여기에 현지화 작업을 마치기까지 얼마간의 시간이 걸린다. GSP는 업체가 가질 수 있는 자금과 시간 낭비를 최소화할 수 있다 업체는 현지 유저들을 직접적으로 관리하고 서비스하는 방안을 강구할 수 있다. 국내 게임사가 주도적으로 서비스를 진행할 수 있다는 얘기다. 더욱이 GSP를 통한 해외 서비스는 안정적인 네트워크 회선을 사용함으로써 현지 유저들에게 신뢰도는 물론, 반응까지 직접 체크할 수 있어 편리하다. 일반적으로 해외의 퍼블리싱 계약시 퍼블리셔와 개발사의 수익배분은 7:3 또는 6:4가 일반적이다. 하지만 GSP를 하면 일부 수수료를 제외한 해외 매출의 90%를 국내 게임사가 가져갈 수 있다.

(2) 드래곤플라이 스페셜포스 카르마 5~6월 상용화 예정

2011년 1월 24일 우리나라에서 자타가 공인하는 FPS 제작 명가인 드래곤플라이와 제휴를 맺고 '카르마'와 '스페셜포스'의 글로벌 서비스를 준비 중이다. FPS는 게임방식이 직관적이어서 언어장벽이 없는 장르로 통한다. 글로벌 서비스 환경에 적합한 드래곤플라이의 게임은 '실크로드'로 구축된 동사의 역량을 적극 활용할 것이다. 글로벌 서버 운영 경험과 온라인게임 신흥시장으로 떠오르고 있는 터키, 이집트, 남미 등 지역 PR 및 광고 경험, 오랫동안 구축해놓은 빌링 및 결제 유통망 등도 이용할 예정이다.

	서비스 지역	상용화시기	기대도
스페셜포스	중동 아프리카 러시아 인도	2분기(5~6월)	★★★★
카르마	북미 중남미 유럽	2분기(5~6월)	★★

<표 2 : 드래곤플라이 GSP 퍼블리싱 계획 출처 : 자료 재구성>

동사는 드래곤플라이의 대표 FPS 게임 2종의 GSP 퍼블리싱 서비스를 2분기 5~6월에 상용화 예정이다. '스페셜포스'는 중동, 아프리카, 러시아, 인도 지역을 우선으로 추후 협의를 통해 지역을 추가할 계획이며, '카르마'는 북미, 중남미, 유럽 전 국가에 서비스하게 된다. 동사는 이미 성공적으로 글로벌 퍼블리싱한 MMORPG '실크로드 온라인'에 이어, FPS로 플랫폼을 확장해 GSP사업 기반을 더욱 강화할 예정이다.



<그림 4 : 카르마(좌) 스페셜포스(우) 출처 : 인터넷검색>

스페셜포스	2009	2010	2011년(E)
대만	70억매출(월6억)	100억매출(월8억)	160억매출(월13억)
필리핀	45억매출(월4억)	60억매출(월5억)	90억매출(월7억)

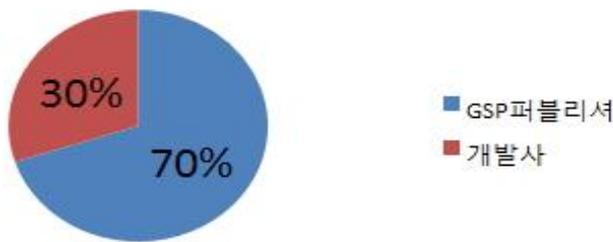
<표 3 : 스페셜포스 대만 필리핀 매출 2009~2011년 출처 : 뉴스기사 재구성>

스페셜 포스의 경우 대만 필리핀 한국 등 이미 성공 사례가 있기에 동사의 실패보다는 성공 가능성을 높이고 있다. 필리핀과 태국에서는 전체 온라인 게임순위 1위를 차지하고 있다.

대만의 경우 2007년 1월 정식 서비스를 시작한 이후 지속적인 성장세를 이어오며 2009년 70억 매출 2010년 100억 매출을 기록하였으며 2011년 1월은 월 13억 이상의 매출을 기록 하며 역대 최대매출을 지속적으로 경신 중이다.

필리핀의 경우 2008년부터 3월 서비스를 시작해 매년 30% 이상의 높은 성장률을 기록하고 있다. 매년 높은 성장률과 현지화 전력의 성공으로 온라인 게임 1위를 차지하게 되었다.

GSP퍼블리셔 VS 개발사 수익배분



<그림 5: GSP 퍼블리싱 수익배분 구조 자료재구성>

이에 동사의 GSP 퍼블리싱 수익구조를 보게 되면 매출의 30% 정도를 로열티로 드래곤 플라이에게 지급을 하기에 매출의 70% 이상은 동사의 수익으로 생각할 수 있다. 매출이 일정금액 이상 발생하게 되면 로열티 비중은 30%에서 28% 25% 점차 내려가는 구조이기에 매출이 급증할수록 게임이 성공할수록 동사의 수익은 급증할 것으로 기대된다.

스페셜포스의 경우 4개의 국가에 상용화를 시작하기에 대만 필리핀의 첫 상용화 해인 경우 대만의 경우 월3억 필리핀의 경우 2억 정도를 기록한 것을 참조하였을 때 2011년 GSP 퍼블리싱 서비스를 중동 아프리카 러시아 인도 지역에 시작하는 동사는 최소 월 5억의 매출은 기록할 것으로 예상된다. (전체 매출의 70%는 동사에게 귀속)

	2011년(e) (6월부터시작)	2012년(e)
스페셜포스	35억 매출 (월5억)	100억 매출 (월8억)
카르마	-	-

<표 4 : 동사의 드래곤플라이 GSP 퍼블리싱 매출 예상 (로열티30% 지급고려, 순수 조이맥스 매출)>

6월부터 상용화가 시작될 경우 3분기부터 수익이 제대로 잡힐 것으로 판단된다. 퍼블리셔기준 월 7억 이상 매출 발생시 2011년 한해 50억 매출 기록할것으로 예상되며 로열티 30% 지급을 고려하면 동사의 수익은 약 35억으로 기대된다.

2012년의 경우 필리핀 대만의 사례와 같이 상용화 2년째인 100% 성장과 비슷하게 성장할것으로 예상되지만 신작게임 등 보수적으로 판단, 60% 성장한다고 가정, 월 10억이상 매출이 발생할 것으로 예상되며 전체 매출은 120억을 기대한다. 로열티 지급 28% 정도를 제외한다면 동사의 스페셜포스 매출은 100억 매출은 올릴 것으로 기대한다.

카르마의 경우 국내또는 해외 에서도 뚜렷한 성공 사례가 없기에 예상 매출을 제외한다. 다만 카르마 서비스 시작으로 올해 중남미 지역의 매출은 약 2배정도 성장할 것으로 내다보고 있다. 이미 실크로드 온라인을 통해 중남미 지역 유통망을 구축해왔기 때문에 카르마 중남미 서비스에 많은 도움이 될 것이라고는 회사에서 표명하고 있다.

(3) 위메이드 천검영웅전 타르타로스 온라인 4분기 상용화 예정

2010년 7월 위메이드는 동사의 지분 25.46%(175만 1604주)와 경영권을 693억 5,600만원에 인수했다. 2002년 미르의 전설을 둘러싼 한국과 중국 업체의 퍼블리셔와 수익배분 갈등 분쟁이 크게 일어난 이후 위메이드는 동사의 GSP 사업능력을 높게 평가하여 인수를 단행하였다.



<그림 6 : 타르타로스온라인(좌) 천검영웅전(우) 출처 : 인터넷검색>

180개국에 게임을 서비스하는 채널인 글로벌서비스플랫폼(GSP) 모델을 활용해 위메이드의 기존 게임들도 해외에 서비스될 예정이다. 올해 위메이드의 게임 2종이 상용화 예정이며 향후에 게임라인이 추가될 예정이다.

	상용화시기	기대도
천검영웅전	4분기	★★
타르타로스	4분기	★★

<표 5 : 위메이드 4분기 GSP 서비스 예정>

동사의 GSP를 활용해 타르타로스, 천검영웅전 등 기존 게임을 해외 공략을 강화할 예정이기에 글로벌 마케팅 시너지로 확대되길 기대하고 있다. **하지만 천검영웅전이나 타르타로스의 경우 국내에서 화려한 실적을 기록한 사례가 없기에 기대도는 낮다.** 다만 타르타로스 온라인의 경우 일본에서는 나름대로 성과를 내고 있고 천검영웅전의 경우 매니아층이 상당수 거느리고 있지만 성공 기대감은 다소 보수적으로 잡아야 할 것으로 판단된다. 이에 예상매출은 제외한다.

2. 아이오엔터테인먼트 인수 효과 1분기부터 시작

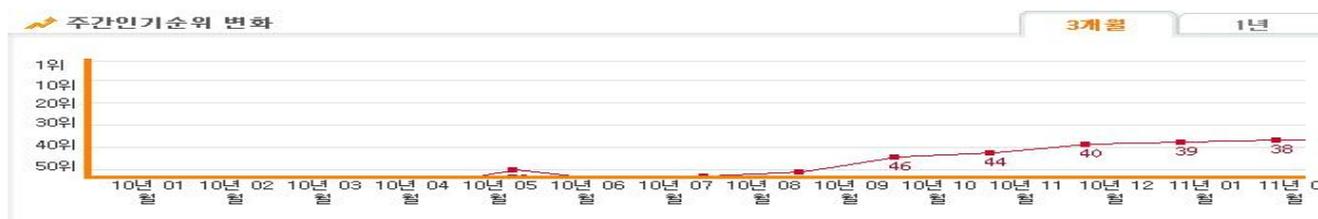
2011년 3월 24일 동사는 아이오엔터테인먼트 지분 100%를 전량 인수하는 조건으로 198억을 투자하였다. 2001년 설립된 아이오엔터테인먼트는 '로스트사가'와 '서바이벌 프로젝트'를 개발한 대전액션 온라인게임 전문 개발사로, '로스트사가'는 2009년 2월 국내 서비스를 시작으로 북미, 대만 지역에서 상용 서비스를 하고 있다. 또, 인도네시아, 유럽, 태국 지역에서도 2011년 중 정식서비스가 진행될 예정이며, 일본의 대형 퍼블리셔를 통한 일본 서비스가 곧 시작될 예정이다.



게임명 : 로스트사가
 장르 : 액션
 서비스 업체 : 아이오엔터테인먼트
 이용등급 : 전체이용가
 홈페이지 : <http://www.lostsaga.com/>
 서비스 종류 : 부분유료

[▶ 게임정보 수정요청](#)

[▶ 게임다운로드](#)



<그림 7 : 로스트사가 게임인기순위 2010년1월 ~ 2011년3월 출처 : 게임메카>

국내에서 지속적으로 성장하고 있는 로스트사가가 **미주 및 구주 지역 외에 대만, 태국, 인도네시아 등에 대한 서비스 계약을 체결했고, 2011년 상반기부터 각 국가별로 서비스가 시작된다**, 국내 매출 증가에 이어 해외 매출 증가에 따른 실적이 동사에 그대로 반영된다. 해외 서비스의 경우는 삼성과의 퍼블리싱 계약이 끝나는 2013~2014년에 GSP를 통해 서비스 예정이다.

로스트사가	2009	2010	2011(E)
매출액	6억	21억	70억
영업이익	-1억4천만원	12억 (60%)	50억 (70%)
상용화국가	한국	한국 북미 대만	한국 북미 대만 인도네시아 일본 태국

<표6 : 로스트사가 매출액 영업이익 (가로는 영업이익률) 출처 : 사업보고서 재구성>

2010년 매출액은 전년 대비 3배 이상 늘어난 20억9000만원을 순이익은 12억3000만원을 기록했다. 1분기 기준 로스트사가는 퍼블리셔 기준 20억 매출액을 달성했으며 삼성과의 퍼블리싱 수익배분이 5:5임을 감안하여 **1분기 실적은 10억 매출 달성이 되었고 이에 영업이익은 7.5억을 예상한다.**

1분기 이후의 실적은 더욱 좋아질 것으로 예상하는 근거는 **1. 인도네시아의 비공개 테스트 결과가 상당히 좋으며 2.인도네시아 일본 태국 등 신규서비스 지역이 증가하며 3. 작년 진출된 북미 대만 서비스가 2년째에 상당한 급성장을 하고 있다는 것이다. 4.국내의 경우도 사용자와 매출액이 지속적으로 최대치를 경신하고 있는 상황이다.**

	2011년1분기	2011년2분기	2011년3분기	2011년4분기	2011년
매출액	10억	12억	15억	20억	57억원

<표 7 : 2011년 로스트사가 분기별 매출 예상액 출처 : 사업보고서+개인견해>

올해 대만 인도네시아 일본 태국이 신규시장이 시작되며 작년 시작된 북미 대만에서의 수익이 올해부터 본격적으로 수익창출이 될 것으로 예상되기에 2분기는 12억, 3분기는 15억, 4분기는 20억, 총 57억원의 매출을 올릴것으로 예상한다 (사업보고서에서 동사의 실적 예상은 63억대비 10% 할인 적용)

이에 퍼블리싱 계약금이 10억 저도 추가될 것으로 예상되기에 57억 + 10억 약 70억의 매출액, 50억의 영업이익을 2011년 달성할 것으로 기대된다.

3. 자산가치 대피 저평가되어있는 상황, 안전마진 제공

2011년 3월 31일 사업보고서 기준 동사의 자산 가치 대비 시장평가가 저평가 수준에 있다고 판단된다.

	금액(원)	설명
현금및현금성자산	100억	-
단기투자자산	433억	-
자회사현금자산	20억	-
부동산가치	100억원 (116억)	10% 할인적용
자사주가치(35만주)	27억원 (38억원)	30%할인적용
지분가치	140억원 (200억)	30% 할인적용
자산가치 총합	820억원 (907억원)	가로는 할인미적용시
+ 영업현금흐름	2010년 100억	2011년 120억 예상

<표8 : 자산가치 산출 : 기준 2011년 4월9일 시가총액 771억원비교시 저평가 국면>

현금및현금성자산 100억 + 단기투자자산 433억으로 + 아이오엔터테인먼트 현금성자산 20억을 고려하면 현금성자산이 550억 가량이다.

부채비율이 전무한 동사의 현금성자산의 가치는 시총 770억 대비 70%의 비중을 차지하고 있다.

또한 아이오엔터테인먼트의 지분가치 140억, 자사주 5% 보유에 따른 자사주 가치 (35만주) 약 30억 토지 및 건물 등 부동산가치 100억 까지 고려를 하면 270억+550억 = 820억으로 시가총액 770억에 미달하는 자산가치를 가지고 있다고 판단된다. 여기에 2011년은 120억 정도의 영업현금흐름이

예상되기에 비영업가치와 영업가치까지 더불어 현 시총 770억원은 올해부터 턱어라운드 되는 동사가 시장에서 저평가 국면에 위치하고 있다고 판단된다.

4. RISK

(1) 환율

동사의 경우 수출비중이 95%가 넘는 만큼 환율변동이 수익에 영향을 줄 수 밖에 없다. 원화절상에 따른 환율의 하락은 동사의 매출액 손익구조에 악영향을 가져다 준다. .

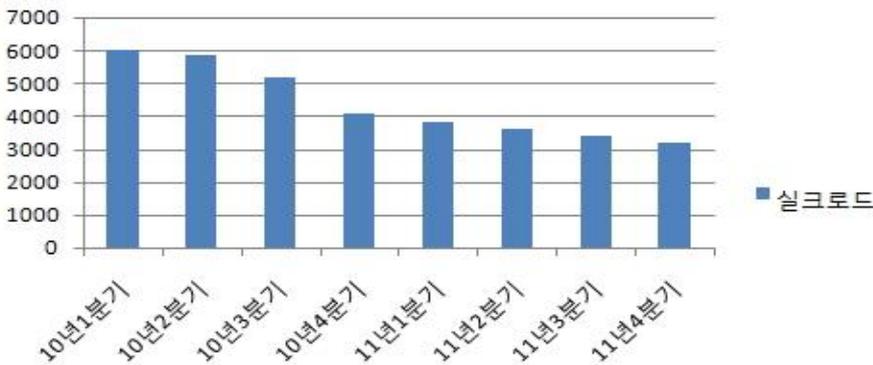
2009년	1276
2010년	1156
2011년	1050

<표9 : 2009년~2011년 환율 추이>

2010년은 2009년 환율대비 9.4%의 원화절상의 영향과 실크로드 온라인 매출로 실적악화가 지속되었다. 2011년 올해 또한 인플레이션에 따른 금리인상과 맞물려 환율 하락이 대세로 점쳐지는 가운데 하나금융연구소 등 각종 기관에서는 전년대비 8~9% 원화절상에 따라 최저 950원 최고 1100원까지 점쳐지는 가운데 양적인 실적 증대를 방해요소로 고려할 수 밖에 없다.

(2) 실크로드 온라인 매출 감소 지속적

실크로드



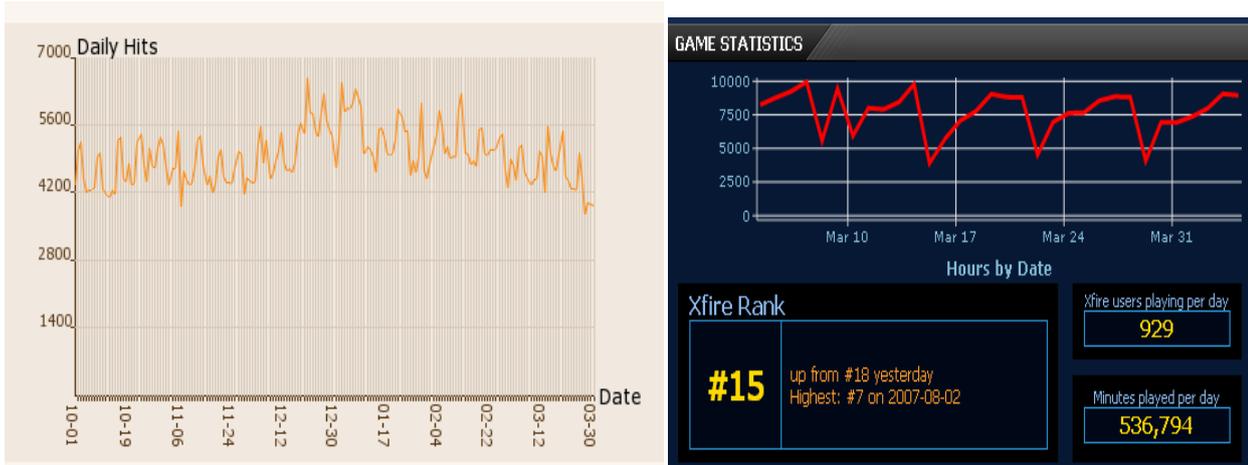
	10년1분기	10년2분기	10년3분기	10년4분기	11년1분기	11년2분기	11년3분기	11년4분기
실크로드	6000	5860	5150	4100	3800	3600	3400	3200

<표 10: 실크로드 온라인 매출 2010~2011년 자료재구성>

2009~2010년 2년간의 매출하락요인은 환율영향과 실크로드온라인 매출감소에 기인했다.

현지 파트너와 함께 새로운 시장을 개척하여 로열티 매출은 10억가량 꾸준히 유지는 되고 있지만 **출시된 지 7년이 지난 실크로드는 정점을 찍고 지속적인 매출 감소가 일어나고 있다.**

온라인의 경우 큰 폭의 매출 증가를 기대하기는 어려운 상황으로 판단된다



<그림 8 : 실크로드 온라인 북미지역 2010년10월~3월30일 pulse graph와 X-fire Game statistics>

<출처(좌) : http://gamelist.mmosite.com/g/silkroad_32_online/pulse.shtml>

<출처(우) : http://www.xfire.com/games/sro/Silkroad_Online/>

동사의 인력 규모를 고려하면 대규모 신작 준비에는 Risk가 따를 수 밖에 없어 동사의 핵심 경쟁력인 GSP를 활용한 퍼블리싱 사업은 현실적인 대안으로 판단된다. 이런 의미에서, 최근 동사가 드래곤플레이社 대표 게임인 스페셜포스, 카르마 퍼블리싱하는 계약을 체결한 것과 아이오엔터테인먼트의 인수는 향후 동사의 실크로드 온라인 매출 하락의 대안으로 판단된다.

(3) 낮은유통물량

2010년 12월 31일 현재 회사의 주요 주주현황은 다음과 같습니다.

주 주 명	2010.12.31	
	소유주식수	지분율
(주)위메이드엔터테인먼트	2,835,317	40.27%
(주)신라저축은행	321,423	4.57%
정윤택	102,100	1.45%
하경래	86,116	1.22%
박기홍	79,980	1.14%
전태람	78,000	1.11%
곽일영	76,356	1.08%
기타일반주주	3,106,352	44.13%
자기주식	354,356	5.03%
계	7,040,000	100.00%

<그림 9 : 주요 주주현황 출처 : 2010. 03.31 사업보고서>

최대주주 지분이 40% 육박하면 실질적인 유통물량은 700만주의 60%인 400만주에 불과하다. 하루 평균거래량이 5만주 이하이기에 유통물량이 넉넉치 않은 점도 리스크중의 하나로 판단된다.

(4) 신작게임의 흥행 실패가능성

동사는 2010년 범피크래쉬에 기대를 걸고 있으나 참패를 당했다. CBT 테스트는 좋은 편이었으나 상용화 1년만에 서비스를 종료하였고 다크에덴, 데코온라인등 신작게임에서의 뚜렷한 성과 없이 진행되었으며 동사의 매출은 실크로드온라인에 90%이상 편중되고 있다. **출시된지 7년이상된 실크로드 온라인의 매출증가는 기대하기 힘든 상황이기에 동사의 수익성은 악화되고 있는 상황이다.** 동사가 인수한 로스트사가의 경우 현재 실적기대를 하고 있지만 실크로드온라인의 매출 하락을 막아주는 방파제역할을 크게 넘어서지는 않을 것으로 판단된다. 결국 드래곤플라이, 위메이드의 GSP퍼블리싱 게임 4개에서도 실적이 좋게 나와야 실적증대를 크게 기대할 수 있는 상황이다. 드래곤플라이의 스페셜포스의 경우 이미 대만, 필리핀, 한국등에서의 성공 사례가 있기에 검증되어있는 상황이라 말할 수 있으나 **불확실성이 존재하기에 신작게임의 흥행 실패시 동사의 실적악화는 지속될 수 있다.** 이에 로스트사가 뿐만 아니라 2분기 드래곤플라이 4분기 위메이드의 GSP 퍼블리싱 성과에 따른 동사의 실적이 좌우할 수 있기에 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 보인다.

5. 기타 투자에 참고할 사항

(1) 향후 게임 출시 일정

	상용화시기
로스트사가	진행중, 2분기부터 인도네시아 일본 태국 서비스
스페셜포스, 카르마 GSP서비스	2분기 (5~6월)
웹버전 실크로드 온라인	3분기
타르타로스, 천검영웅전 GSP서비스	4분기
실크로드온라인2	2012년상반기 CBT, 2012년 하반기 상용화

<표11 : 조이맥스 향후 출시 예정 게임들 출처 : 뉴스검색 & IR담당자>

동사의 인력 규모를 고려하면 대규모 신작 준비에는 Risk가 따를 수 밖에 없어 동사의 핵심 경쟁력인 GSP를 활용한 퍼블리싱 사업은 현실적인 대안으로 판단된다. 이런 의미에서, 최근 동사가 드래곤플라이社 대표 게임인 스페셜포스, 카르마 퍼블리싱하는 계약을 체결한 것은 향후 동사의 실적 개선에 도움이 될 것으로 보인다. 실크로드온라인2의 경우 2012년 상반기 CBT, 2012년 하반기 상용화 예정이다. 지난7년간 실크로드온라인으로 성장한 동사의 후속게임이기에 향후 기대감이 클 것으로 판단된다.

(2) 주요주주 평균매입단가 고려

변동일	주주 구분	주주 형태	대표 주주명	주식 종류	변동 주식수	변동후 주식수	변동후 지분	단가 (원)	거래 금액 (억원)	변동 사유	공시일
20110325	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	신주인수권표 시증서	100,000	100,000	40.27	10,464	10	주식매수 선택권부여	11/03/31
20110104	종합금융회사 및 저축은행	5%이상주주	신라저축은행	보통주	367,783	367,783	5.22	13,517	50	장내매수	11/02/07
20101126	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	15,940	2,835,317	40.27	13,275	2	장내매수	10/11/29
20101125	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	40,867	2,819,377	40.05	13,297	5	장내매수	10/11/29
20101124	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	31,758	2,778,510	39.47	12,898	4	장내매수	10/11/29
20101123	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	12,837	2,746,752	39.02	12,770	2	장내매수	10/11/29
20101021	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	800	2,733,915	39.74	14,209	0	장내매수	10/10/27
20101020	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	6,757	2,733,115	39.73	14,044	1	장내매수	10/10/27
20101018	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	17,669	2,726,358	39.63	13,992	2	장내매수	10/10/19
20101014	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	8,691	2,708,689	39.37	13,698	1	장내매수	10/10/19
20101013	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	16,457	2,699,998	39.24	13,641	2	장내매수	10/10/19
20101012	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	25,666	2,683,541	39.00	13,598	3	장내매수	10/10/19
20101008	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	13,905	2,657,875	38.63	14,181	2	장내매수	10/10/11
20101007	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	17,250	2,643,970	38.43	14,247	2	장내매수	10/10/11
20101006	일반법인	최대주주등	위메이드엔터 테인먼트	보통주	10,862	2,626,720	38.18	14,416	2	장내매수	10/10/11

< 그림10 : 주요주주 평균매수단가 출처 : 팍스넷 >

2010년 7월 위메이드는 동사의 지분 25.46%(175만 1604주)와 경영권을 693억 5,600만원에 인수했다 평균 매입단가는 약 4만원이다. 이어 2010년11월26일까지 위메이드의 지속적인 지분 추가 매입에 40% (283만주) 까지 들어났으며 추가 평균매입단가는 약 13000원이다.

결국 총 평균매입단가는 약 3만원으로 계산될 수 있다.

신라저축은행은 2011년 2월7일까지 매수하여 지분 5.22%(36만주) 를 보유하고 있으며 **평균 매입단가는 13500원임을 볼 수 있다.**

6. 실적 예상 및 Valuation

단위(백만)	10년1분기	10년2분기	10년3분기	10년4분기	11년1분기	11년2분기	11년3분기	11년4분기
실크로드	6000	5860	5150	4100	4000	3800	3600	3300
로열티	1141	1207	1131	1100	1050	1050	1000	1000
국내	336	359	274	273	260	250	240	230
다크에텐	32	19	14	15	15	12	11	10
데코온라인	18	8	8	7	7	7	6	5
로스트사가 (영업이익)	-	-	-	-	1250 (950)	1450 (1100)	1750 (1300)	2200 (1650)
드래곤 플라이	-	-	-	-	-	800	1200	1500
웹실크로드							300	600
위메이드	-	-	-	-	-	-	-	100
매출합계	75억	73억	65억	55억	66억	73억	80억	90억
영업비용	51억	51억	49억	47억	50억	51억	52억	54억
영업이익	24억 (30%)	22억 (30%)	16억 (25%)	10억 (18%)	16억 (24%)	22억 (30%)	28억 (34%)	35억 (37%)

(1) 영업비용

동사의 경우 영업비용이 45~50억으로 유지되어있었다. 인력비용이 주를 이루며 고정비 개념이 있기에 매출의 증대가 되면 그에 따른 수익성이 개선이 되지만 반대로 매출의 감소는 수익성의 악화를 가져 올 수 있다. 2011년 1분기부터는 아이오엔터테인먼트와의 합병과 GSP 사업의 본격화 2012년 실크로드온라인2개발 인력등에 따라 5~10% 증가한 55억 정도가 될것으로 판단된다.

(2) 로스트사가

로스트사가의 경우 회사에서 자체적으로 예상한 73억 매출 58억 영업이익을 다소 보수적으로 적용하지만 인도네시아 일본 태국등 신규서비스지역 증가와 북미 대만지역이 서비스가 2년째 접어들고 한국에서도 인기가 지속되고 있는 것을 고려한다면 전년 매출액 20억의 3배이상을 달성할 수 있을 것으로 판단된다. 이에 퍼블리싱 계약금이 10억 저도 추가될 것으로 예상되기에 57억 + 10억 약 70억의 매출액, 50억의 영업이익을 2011년 달성할 것으로 기대된다.

(3) 위메이드

위메이드 경우는 큰 성공작으로 분류가 되지 않는 게임이지만 마니아층이 두꺼운 천검영웅전과 일본에서는 그나마 성공적으로 평가되는 타르타로스온라인이기에 데코온라인과 다크에텐의 초기 매출액정도를 예상하여 4분기 1억정도를 예상해본다.

(4) 드래곤플라이

스페셜 포스의 경우 대만 필리핀 한국 등 이미 성공 사례가 있기에 동사의 실패보다는 성공 가능성이 높을것으로 판단된다. 대만과 필리핀의 선례를 보았을경우 한국가에서만 첫 상용화 연도에는 월매출액 2억 3억은 기록했기에 중동, 아프리카, 러시아, 인도 등에 서비스 예정인 동사는 2분기부터 월매출액이 최소 퍼블리셔 기준 7억이상을 달성할 것으로 예상된다. 로열티 30% 정도 지급을 고려하면 동사가 달성할 수 있는 매출은 월평균 5억으로 달성할 것으로 예상된다. 다만 6월부터 매출이 발생하며 지속적인 상승할 것을 고려 카르마 매출과 합쳐 2분기 8억매출, 3분기 12억매출 4분기 15억 매출 2011년 총 매출액은 35억을 예상한다.

(5) 실크로드

실크로드의 경우 지속적인 하락세가 지속될 것으로 보고 있다. 환율의 하락과 실크로드온라인게임인기가 정점에서 흘러내리는 것을 감안 5~10%의 매출감소를 예상한다. 하지만 로열티의 경우 신규서비스지역이 시작 된지 얼마 안되었다는 것을 고려한다면 지속적으로 10억은 달성될것으로 예상한다.

(6) 실크로드 온라인 웹버전

웹실크로드온라인은 전작 실크로드온라인의 인기와 더불어 월매출 1억은 달성하지 않을까 판단된다. 국내의 기존 유저들이 호기심만으로도 유저창출이 가능하기에 신작 효과라도 발휘될것으로 판단된다.

1분기를 기점으로 턴어라운드될 것으로 판단되며 2011년 올한해 매출액은 300억, 영업이익은 약 100억으로 전년대비 40% 성장할 것으로 예상된다. 2012년은 GSP서비스의 안정화 및 로스트사가의 해외 매출이 2년차로 가속화되며 실크로드온라인2가 출시예정이기에 실크로드온라인의 매출이 정점일 때 영업이익 200억을 올린 것을 감안하면 2011년의 턴어라운드는 2012년을 넘어서까지 지속될 것으로 판단된다. 2011년 EPS의 경우 1400으로 예상되며 2012년 실크로드 온라인2의 기대와 GSP사업의 안정화 로스트사가 매출의 안정화를 감안한다면 장기보유의 매력을 충분히 느낄 종목으로 판단된다.

이에 장기목표가격으로 2012년이후 매출액 450억 (드래곤플라이100억, 실크로드온라인2 300억, 로스트사가 100억, 타기타GSP사업 50억등) 과거 55%의 영업이익률을 달성하며 250억의 영업이익을 기대하기에 3만원을 기대한다.

7. IR 통화내용

1. 작년 실크로드온라인에서 매출의 하락이 지속적인데 올해 1분기도 하락 추세가 이어지는 건 아닌지?
 - 작년 4분기보다는 실적이 좋아질 것으로 보고있다.
 - 자세한것은 아직 집계가 되지 않은 상황이라 말하기 곤란하다.
2. 드래곤플라이 스페셜 포스 카르마 상용화 5~6월은 맞는지? 여기서 예상하는 매출 은 어느정도인지?
 - 드래곤플라이의 게임들은 (스페셜포스, 카르마) 5월 부터 시작 할 예정이다.
 - 아직 정확한 매출 예상은 향후 공시를 통해서 말해야하기 때문에 전화상으로는 말하기 곤란하다.
 - 수익구조를 보게 되면 일정 매출이상 (가이드라인 테이블이 현재 없다) 발생하면 30% 로열티로 비용 지급 한다. (대충 30% 28% 25%)
 - 매출이 늘어날수록 로열티 퍼센트지가 적다. 나머지 70% 이상은 조이맥스가 차지하게된다.
3. 로스트사가 1분기매출 예상 및 GSP 향후 계획은?
 - 현재 삼성과의 퍼블리싱 계약으로 계약이 끝난후에야 GSP 사업을 진행할 것으로 보고 있다.
 - 회사에서는 로스트사가 단일 게임으로만 작년 실적을 달성할 것으로 보고 있다.
 - (작년 영업이익 70억)
4. 위메이드를 통한 게임 계획들이 있던데 자세한 게임 라인들을 말해주면 어떻게 되는가?
 - 위메이드 경우에는 4분기에 서비스 될 예정이다. 현재는 2가지의 게임만 체결되어있는 상황이다.
 - 3분기에는 실크로드 온라인 웹버전이 나오고
 - 2분기는 드래곤플라이 GSP 사업을 하게 된다.
 - 실크로드 온라인2의 경우는 2012년 초에 CBT 예정이다.
 - 올해에 실크로드온라인2 CBT는 힘들것으로 보고 있다.
5. 올해 예상 실적 및 가이드라인은 어느 정도 정했나?
 - 이것도 공시를 통해 밝혀야하는 상황이라 지금은 말하기곤란하다.
 - 다만 올해 부터 GSP 사업이 진행되는데 이부분을 주목해주었으면 한다.
 - 실크로드 온라인2도 2012년에 나오지만 올해에 GSP 사업에 집중하는 조이맥스를 보길 바란다.