

게임

중국 게임 시장 대응 전략

이재은 jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
크래프톤	Buy	230,000원
엔씨소프트	Marketperform	280,000원
넷마블	Marketperform	48,000원
컴투스	Buy	53,000원
네오위즈	Buy	38,000원

- 12/22 중국 정부는 중국 온라인 게임 시장 규제 초안 발표와 외자 판호 발급
- 규제 차치하고서라도 게임사들의 모멘텀 부족, 불확실성 제거 이후 접근 추천
- 중국 출시에 따른 실적 기여 장담 어려움. 판호 관련 트레이딩 접근 권고

중국 온라인 게임 규제 예고

12/22 중국 정부는 온라인 게임 관련하여 새로운 규제안 발표. 내용은 주로 1) 게임 내의 과도한 지출을 금지하는 BM 관련한 내용과 2) 자국의 게임 개발사들의 게임 데이터, 콘텐츠 등의 중국 현지 저장 및 비공개 처리 경고 등. 다만, BM 관련내용이 아직 구체적이지 않아, 규제에서 언급된 연속 충전 보상, 가상 도구 경매/거래 등과 관련하여 어떤 게임들이 규제 대상이 될지는 아직 정확히 알기 어려움

당일 중국 게임사 텐센트(-12.4%)와 넷이즈(-24.6%)의 주가 하락. 국내 게임사들 역시 중국 게임 시장에 노출도가 큰 게임사들이 큰 폭의 주가 하락 기록. 크래프톤(-13.77%), 2022년 기준 화평정영의 매출 비중 약 33%로 추정. 넷마블(-5.56%). 외자 판호 받은 게임 4종 중 기대감이 가장 큰 제2의 나라 1Q24 출시 예정. 두 회사 모두 중국 향 매출은 모두 순매출이기 때문에 이익 기여는 훨씬 큰 상황. 데브시스터즈(-14.88%), 12/28 중국 신작 기대감 상승분 반납. 위메이드(-13.34%). 중국 향 미리P의 라이선스 매출 연간 1,000억원 고정으로 이번 규제와 큰 관련이 없을 것으로 판단하나 중국 관련 주 투자심리 악화에 따라 주가는 동반 하락

중국 외자 판호 발급은 지속

같은 날 중국 정부는 외자 판호 40종 발급. 국내 게임 상장사 중에는 엔씨소프트의 블레이드&소울2, 위메이드의 미르M(중국명: 모광쌍용)이 판호를 받음. 중국 정부는 4개월만에 외자 판호 발급으로 외자 판호 발급 기조는 지속. 판호 발급에 따른 기대감이 향후 게임주들의 주가에 반영될 수 있지만, 중국 시장에서의 쉽지 않은 흥행 가능성(표1 참고), 게임 매출의 20% 미만의 낮은 RS 등을 고려했을 때 중국 출시로 큰 실적 개선을 기대하는 것엔 보수적인 판단. 특히 기존 게임들의 실적 기여도가 큰 대형사일수록 중국 출시에 따른 실적 기여도는 낮을 수밖에 없음

국내 게임주들의 전략

1) **규제 관련.** 크래프톤의 화평정영은 RPG류와 같이 고액 지출을 유도하는 BM은 아니나 트래픽, 게임 이용 시간 증가를 위한 접속 로그인 보상 등은 규제 대상이 될 가능성도 있어 정확히 규제 대상 여부 불확실. 규제 결과 및 중국 향 실적 확인해가면서 대응할 것을 추천. 특히 규제가 시행될 것으로 예상되는 1Q24는 중국향 매출 비중이 높은 시기 때문에 규제의 불확실성이 제거된 이후 신작 모멘텀과 함께 주가 반등 예상. 그 전까지는 4분기 비수기, 신작 모멘텀 부재 등으로 주가 반등 어려울 것으로 전망. 이외 고액 지출을 유도하는 RPG류는 규제 가능성 높다고 판단. RP류의 게임으로 중국 노출도가 큰 종목들에 대한 보수적인 접근 추천

2) **판호 관련.** 중국 시장으로의 지역 확장은 중장기적으로 향후 게임 실적의 기대치 상승, 멀티플 리레이팅 요인으로 판단. 외자 판호를 신청한 게임사들에 단기적으로 주가 기대감 반영될 수 있다고 판단. 다만 흥행을 장담하기 어려워진 환경이기 때문에 트레이딩 관점으로 접근 권고. 펠어비스의 검은사막(PC), 위메이드의 미르4, 네오위즈의 고양이와스프와 브라운더스트, 컴투스의 서머너즈워크로니클, 크래프톤의 펍지PC 외에 엔씨소프트 게임이 있음

그림 1. 중국 온라인 게임 규제 관련 의견 모집 공고 및 번역본

2023-12-22 字体 [大 中 小]

为加强行业规范管理，推动高质量可持续发展，我们起草了《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。公众可通过以下途径和方式提出反馈意见：

- 1.登录中华人民共和国司法部 中国政府法制信息网（网址：www.moj.gov.cn、www.chinalaw.gov.cn），进入首页主菜单的“立法意见征集”栏目提出意见。
- 2.通信地址：北京市西城区宣武门外大街40号出版局，邮政编码：100052，并在信封上注明“《网络游戏管理办法》征求意见”字样。
- 3.电子邮箱：zxbwlc@sina.com。

意见反馈截止时间为2024年1月22日。

国家新闻出版署
2023年12月22日

2023-12-23 字体 [大 中 小]

12月22日，国家新闻出版署起草的《网络游戏管理办法》（征求意见稿）向社会公开征求意见。

国家新闻出版署有关负责人表示，征求意见稿立足于保障和促进网络游戏行业繁荣健康发展，对解决网络游戏经营单位准入等问题作了明确，设立了“保障与奖励”专章，提出一系列鼓励措施。同时，对保护未成年人和消费者权益作了规定。征求意见稿起草的过程中，通过多种方式广泛听取了相关部门、行业协会、企业等各方意见。该负责人表示，部门规章向社会公开征求意见是更广泛听取意见、完善规章条款的过程。对于各方就征求意见稿第十七条、第十八条及其他一些内容提出的关切和意见，国家新闻出版署将认真研究，并将在继续听取相关部门、企业、用户等各方意见的基础上进一步修改完善。

来源：中国新闻出版广电报 发布时间：2023年12月23日

**언론출판국 관계자 : "온라인게임 관리대책"(의견안)은
산업의 번영과 건전한 발전을 도모하는 것을 목적으로 함**

2023-12-23 글꼴 [대, 중, 소]

12월 22일, 국가출판출판국이 초안을 작성한 '온라인 게임 관리 방안'(의견 초안)이 대중에게 공개되어 의견을 수렴했습니다.

언론출판국 관계자는 이번 논평 초안은 온라인 게임 산업의 번영과 건전한 발전을 보장하고 촉진하는 데 기반을 두고 있으며, 온라인 게임 사업 부문의 접근, "보증 및 보상"에 관한 특별 장을 마련하고 일련의 인센티브를 제안합니다. 동시에 미성년자와 소비자의 권리와 이익을 보호하기 위한 조항도 마련되어 있습니다. 초안 초안 작성 과정에서 다양한 방법을 통해 관련 부서, 업계 협회, 기업 및 기타 당사자의 의견을 폭넓게 청취했습니다. 관계자는 "부처 규정에 대한 국민의견 수렴은 더 많은 의견을 듣고 규정과 조항을 개선하기 위한 과정"이라고 말했다. 국가언론출판국은 초안 제17조, 제18조 및 기타 내용에 대해 각 당사자가 제기한 우려사항과 의견을 주의 깊게 연구하고 관련 부서, 기업, 사용자 및 기타 당사자의 의견을 계속 경청할 것입니다. 추가 수정 및 개선.

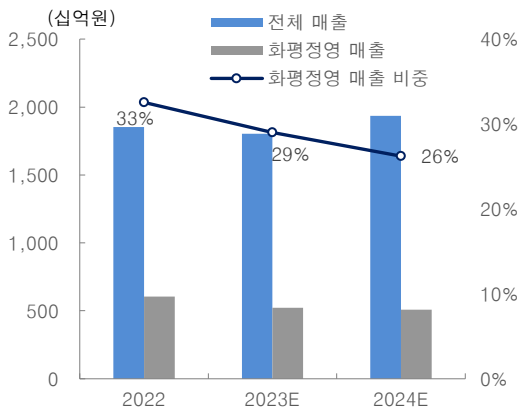
출처: 중국 출판, 출판, 라디오 및 텔레비전 출판: 2023년 12월 23일

표 1. 판호 발급 게임, 중국 매출 순위

판호 발급시기	개발사	게임	장르	국내 출시 시기	중국 출시 일정	중국 최고 매출 순위
2023.12.22	엔씨소프트	블레이드&소울2	MMORPG	2021.08		
	위메이드	미르M(모광쌍용)	MMORPG	2022.06		
	그라비티	라그나로크 X: 넥스트 제너레이션	MMORPG	2023.01		
2023.08.29	그라비티	라그나로크 오라진	MMORPG	2020.07	1Q24	
2023.03.20	넥슨	메이플스토리H5	방치형, 수동 RPG			
	데브시스터즈	쿠카원: 킹덤	수집형 RPG	2021.01	2023.12.28	
	넥슨게임즈	블루아카이브	수집형 RPG, 서브컬처	2021.11	2023.08.03	19위
	넷마블	일곱개의대죄:그랜드크로스	수집형 RPG	2019.06	2023.12.13	33위
	T3 엔터테인먼트	클럽오디션	리듬	2017.03		
2022.12.28	넷마블	제2의 나라	MMORPG	2021.06	1Q24	
	넷마블	A3: 스타얼라이브	MMORPG	2020.03	2023.08	x
	넷마블	샵타이탄	캐주얼 RPG	2020.05		
	스마일게이트	로스타이크 (pc)	MMORPG	2018.11	2023.07.20	
	스마일게이트	에픽세븐	수집형 RPG, 서브컬처	2018.08	2023.06.20	9위
	넥슨	메이플스토리M (더 레전드 오브 메이플)	MMORPG	2016.10	2023.08.17	3위
	엔픽셀	그랑사가	수집형 RPG, 서브컬처	2021.01		
	벨로프, 웹젠	뮤 레전드 (기적강림)	MMORPG	2017.03	2023.11.30	x
2021.06	필어비스	검은사막 모바일	MMORPG	2018.02	2022.04.26	29위
2020.12	컴투스	서머너즈워: 천공의 아레나	단체 전략 RPG	2014.04		

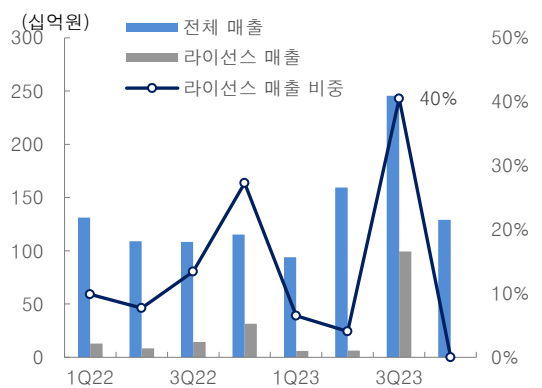
자료: 모바일 인텍스 각 사 언론 대신증권 Research Center
 주: 중국 매출 순위는 앱스토어 기준

그림 2. 크래프톤 '화평정영' 매출 비중 추이 추정



자료: 크래프톤 대신증권 Research Center

그림 3. 위메이드 중국 로열티 매출 비중 추이 추정



자료: 위메이드 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며, 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자이견	기업 투자이견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

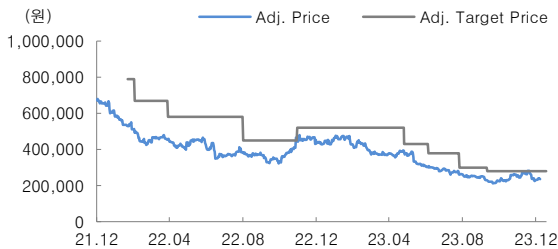
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

(기준일자: 20231220)

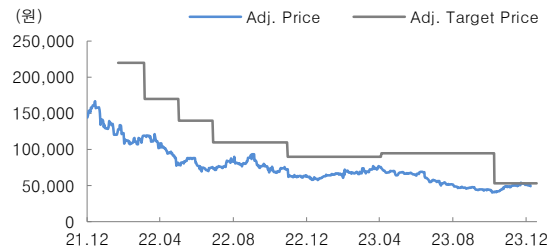
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



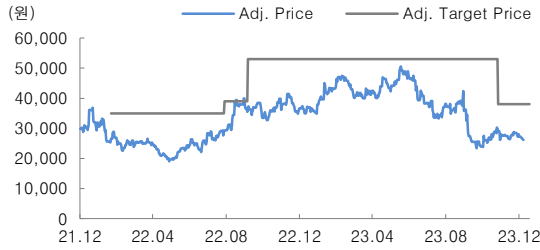
재발일자	231226	231202	231110	230925	230810	230619
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	280,000	280,000	280,000	300,000	380,000
과다율(평균%)		(9.77)	(6.88)	(16.48)	(16.78)	(24.72)
과다율(최대/최소%)		(19.82)	0.36	(5.54)	(12.17)	(18.82)
재발일자	230510	230210	230115	221219	221113	221105
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	520,000	520,000	520,000	520,000	450,000
과다율(평균%)	(20.82)	(18.47)	(12.66)	(13.53)	(12.26)	(18.36)
과다율(최대/최소%)	(9.65)	(7.79)	(7.79)	(7.79)	(7.79)	3.33
재발일자	220815	220516	220412	220216	220204	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	450,000	580,000	580,000	670,000	790,000	
과다율(평균%)	(19.43)	(29.66)	(26.59)	(31.42)	(33.02)	
과다율(최대/최소%)	(10.11)	(19.74)	(20.95)	(25.22)	(30.38)	
재발일자	투자의견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)		
재발일자	투자의견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)		

컴투스(078340) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



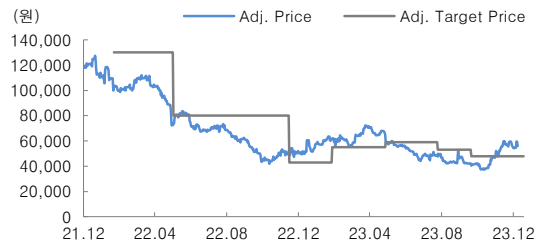
재발일자	231226	231202	231116	231109	231023	231018
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월경과 이후
목표주가	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	95,000
과다율(평균%)		(8.30)	(11.21)	(14.50)	(16.99)	(57.00)
과다율(최대/최소%)		1.89	(4.15)	(7.17)	(8.49)	(56.68)
재발일자	230516	230511	230418	230213	221113	221105
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	95,000	95,000	95,000	90,000	90,000	110,000
과다율(평균%)	(39.97)	(27.36)	(26.45)	(26.72)	(30.12)	(29.08)
과다율(최대/최소%)	(22.95)	(22.95)	(22.95)	(14.22)	(25.44)	(14.91)
재발일자	220927	220812	220712	220602	220516	220320
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	140,000	140,000	170,000
과다율(평균%)	(28.83)	(26.35)	(29.10)	(43.49)	(40.90)	(38.57)
과다율(최대/최소%)	(14.91)	(14.91)	(20.45)	(36.93)	(37.14)	(28.53)
재발일자	220213	220204				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	220,000	220,000				
과다율(평균%)	(47.70)	(41.41)				
과다율(최대/최소%)	(38.14)	(38.14)				

네오위즈(095660) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



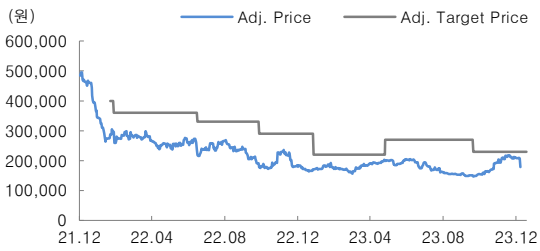
제시일자	23.12.26	23.12.02	23.11.10	23.08.10	23.07.20	23.06.01
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	38,000	38,000	38,000	53,000	53,000	53,000
과다율(평균%)		(27.96)	(28.34)	(30.67)	(21.13)	(16.98)
과다율(최대/최소,%)		(24.21)	(26.58)	(4.53)	(4.53)	(4.53)
제시일자	23.05.16	23.05.12	23.05.11	23.03.20	23.02.15	23.01.18
투자이견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000
과다율(평균%)	(14.61)	(19.20)		(20.29)	(26.21)	(28.60)
과다율(최대/최소,%)	(5.75)	(18.21)		(11.32)	(10.38)	(12.45)
제시일자	22.11.11	22.11.05	22.09.20	22.08.12	22.08.04	22.07.14
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	39,000	35,000	35,000
과다율(평균%)	(30.60)	(31.91)	(32.44)	(9.46)	(17.36)	(30.50)
과다율(최대/최소,%)	(21.79)	(26.98)	(27.36)	2.56	(16.14)	(17.14)
제시일자	22.06.19	22.06.03	22.06.02	22.03.03	22.02.10	22.02.04
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
과다율(평균%)	(31.86)	(32.25)	(32.36)	(32.35)	(27.41)	(17.95)
과다율(최대/최소,%)	(17.43)	(17.43)	(17.43)	(17.43)	(17.43)	(17.43)

넷마블(251270) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.26	23.12.02	23.11.10	23.10.04	23.08.08	23.05.16
투자이견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	48,000	48,000	48,000	48,000	53,000	59,000
과다율(평균%)			15.05	11.68	(14.66)	(15.81)
과다율(최대/최소,%)		(2.60)	24.58	(1.67)	(0.19)	1.69
제시일자	23.05.12	23.05.11	23.02.10	22.11.29	22.11.16	22.05.16
투자이견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	59,000	55,000	55,000	43,000	80,000	80,000
과다율(평균%)	(1.19)		16.35	27.67	(36.81)	(20.74)
과다율(최대/최소,%)	(1.19)		1.64	10.35	(33.25)	4.38
제시일자	22.02.10	22.02.04				
투자이견	Buy	Buy				
목표주가	130,000	130,000				
과다율(평균%)	(21.72)	(20.77)				
과다율(최대/최소,%)	(13.85)	(20.77)				
제시일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소,%)						

크라프트톤(259960) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.26	23.12.05	23.12.02	23.11.27	23.11.07	23.10.04
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
과다율(평균%)		(18.65)	(21.31)	(22.04)	(23.75)	(30.53)
과다율(최대/최소,%)		(5.22)	(5.22)	(5.43)	(5.65)	(24.61)
제시일자	23.08.10	23.06.30	23.05.16	23.05.11	23.05.10	23.02.09
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000	220,000
과다율(평균%)	(34.36)	(29.92)	(26.70)	(26.01)		(18.68)
과다율(최대/최소,%)	(23.89)	(23.89)	(23.89)	(25.74)		(7.73)
제시일자	23.01.10	22.11.11	22.11.05	22.10.11	22.08.12	22.06.30
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	290,000	290,000	290,000	330,000	330,000
과다율(평균%)	(19.18)	(34.49)	(37.04)	(37.90)	(28.01)	(25.84)
과다율(최대/최소,%)	(12.73)	(18.45)	(32.76)	(33.10)	(18.48)	(20.15)
제시일자	22.06.02	22.05.13	22.02.10	22.02.04		00.06.29
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	360,000	360,000	360,000	400,000		
과다율(평균%)	(25.90)	(25.56)	(24.56)	(24.88)		
과다율(최대/최소,%)	(17.08)	(17.08)	(17.08)	(23.75)		