



게임

강석오

02)6742-3518

sokang@heungkuksec.co.kr

(067000)

조이시티

BUY(유지)

블록체인 게임사로의 전환

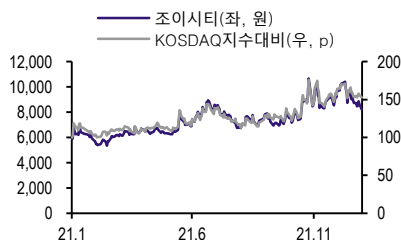
목표주가	11,000원(상향)
현재주가(01/24)	8,200원
상승여력	34.1%
시가총액	560십억원
발행주식수	68,320천주
52주 최고가 / 최저가	10,667 / 5,347원
3개월 일평균거래대금	36십억원
외국인 지분율	6.2%
주요주주	
엔드림 (외 4인)	36.7%
조이시티우리스주 (외 1인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.5	4.7	-4.7	44.5
상대수익률(코스닥)	-6.3	12.7	8.6	51.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	103	165	201	257
영업이익	9	20	22	49
EBITDA	12	24	26	54
지배주주순이익	-1	11	9	37
EPS	-38	281	200	816
순차입금	3	-27	76	57
PER	-74.0	39.1	41.1	10.1
PBR	3.7	6.3	3.9	2.8
EV/EBITDA	7.8	19.1	24.1	11.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.9	21.8	10.4	32.6
컨센서스 영업이익	9	20	23	46
컨센서스 EPS	-	-	-	-

주가추이



4Q21 Review: 영업이익 45억원 기록

조이시티의 4분기 실적은 영업수익 472억원(YoY -0.9%, QoQ -0.6%), 영업이익 45억원(YoY -17.4%, QoQ +10.3%, OPM 9.5%)을 기록했다. 3분기 계절성으로 부진했던 <프리스타일> 매출이 반등했지만 마케팅비 통제가 지속되며 전략 시뮬레이션 장르 매출은 감소했다. 당사는 틸팅포인트와의 마케팅 투자 계약을 연장하지 않기로 결정했고, 마케팅 비용 통제를 통해 영업이익률은 개선되었다. 영업외로는 <블레스모바일>과 <크로스파이어:워존>에 대한 자산 상각으로 약 48억원의 손실이 발생했다.

블록체인 게임사로의 전환

당사는 블록체인 게임사로의 전환으로 높은 효율이 동반되는 성장을 보일 전망이다. 3년간 매분기 최고 매출을 경신한 <건쉽배틀>을 1분기 중 위믹스에 온보딩해 적은 마케팅비로 위믹스 플랫폼의 유저 풀에 접근할 계획이다. 전략 시뮬레이션 장르는 중화권뿐만 아니라 북미에서 가장 인기있는 하드코어 장르로, 현재 블록체인 게임을 해외에서만 서비스할 수 있는 상황을 고려하면 흥행 가능성이 높은 장르이기도 하다. 또한 <건쉽배틀> 외에 <프리스타일>, <히어로볼> 등 이미 서비스 중인 게임과 IP를 다수 보유하고 있어 블록체인 게임시장에 빠르게 대응이 가능할 것으로 예상된다.

신규 IP인 <프로젝트M>도 상반기 중 출시가 예상되며, 서브컬처 장르를 선호하는 MZ세대의 소비력이 높아지고 일본뿐만 아니라 중화권/한국/북미 지역에서 유사 게임들의 성과가 부각됨에 따라 흥행 가능성이 높아지고 있다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 11,000원으로 상향

당사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 12M Forward PER 밸류에이션의 기간 조정과 실적 전망 조정에 따라 목표주가는 11,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 20배를 적용했고 목표 PER은 글로벌 Peer의 과거 3년 PER 평균을 20% 할인한 값이다. 아직 블록체인 게임 시장이 초기 단계인 상황에서 <건쉽배틀 on Wemix>가 흥행시, 기존작/후속작의 블록체인 게임 전환 기대감 반영 및 밸류에이션 리레이팅까지 가능할 것으로 전망한다.

표 1 조이시티 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
영업수익	530.1	538.3	474.5	471.9	500.3	680.3	671.5	719.6	1,653.8	2,014.7	2,571.7
YoY	81.0%	25.1%	4.4%	-0.9%	-5.6%	26.4%	41.5%	52.5%	60.4%	21.8%	27.6%
QoQ	11.4%	1.5%	-11.8%	-0.6%	6.0%	36.0%	-1.3%	7.2%			
[매출구성]											
PC/콘솔	112.9	111.0	84.4	103.7	114.6	116.3	108.6	113.7	359.9	411.9	453.2
모바일	417.2	427.3	390.1	368.2	385.6	564.0	562.9	606.0	1,293.9	1,602.8	2,118.5
[매출비중]											
PC/콘솔	21.3%	20.6%	17.8%	22.0%	22.9%	17.1%	16.2%	15.8%	21.8%	20.4%	17.6%
모바일	78.7%	79.4%	82.2%	78.0%	77.1%	82.9%	83.8%	84.2%	78.2%	79.6%	82.4%
영업비용	459.0	480.2	433.9	427.1	448.2	538.4	528.1	569.5	1,449.1	1,800.2	2,084.2
YoY	89.3%	24.5%	8.7%	1.3%	-2.4%	12.1%	21.7%	33.3%	53.2%	24.2%	15.8%
QoQ	8.8%	4.6%	-9.6%	-1.6%	4.9%	20.1%	-1.9%	7.8%			
[비용구성]											
인건비	61.7	55.5	66.2	72.9	75.1	72.8	85.2	83.5	189.6	256.3	316.5
지급수수료	238.1	253.9	223.5	199.6	208.3	291.4	284.4	322.4	818.1	915.2	1,106.5
광고선전비	137.2	153.9	131.3	138.0	147.7	153.6	138.2	142.4	382.0	560.4	581.8
D&A	11.9	7.1	5.5	5.3	5.5	7.5	7.3	7.7	37.3	44.4	50.1
기타	10.2	9.6	7.4	11.3	11.6	13.1	13.1	13.5	22.1	23.9	29.2
영업이익	71.1	58.1	40.6	44.8	52.1	141.9	143.4	150.1	204.7	214.5	487.5
YoY	41.0%	29.8%	-26.7%	-17.4%	-26.7%	144.2%	253.3%	235.5%	139.5%	4.8%	127.3%
QoQ	31.2%	-18.2%	-30.2%	10.3%	16.4%	172.3%	1.1%	4.7%			
영업이익률	13.4%	10.8%	8.6%	9.5%	10.4%	20.9%	21.4%	20.9%	12.4%	10.6%	19.0%
당기순이익	82.5	1.2	58.3	-53.7	58.3	102.8	129.5	115.1	117.0	88.4	405.7
YoY	44.6%	-97.4%	22.5%	적지	-29.4%	8721.7%	122.1%	흑전	흑전	-24.5%	359.0%
QoQ	흑전	-98.6%	4904.2%	적전	흑전	76.3%	26.0%	-11.2%			
순이익률	15.6%	0.2%	12.3%	-11.4%	11.7%	15.1%	19.3%	16.0%	7.1%	4.4%	15.8%
지배기업순이익	82.3	0.6	58.3	-53.7	57.1	99.7	112.7	100.1	113.2	87.6	369.6
YoY	45.6%	-98.6%	23.9%	적지	-30.6%	15961.3%	93.2%	흑전	흑전	-22.6%	321.9%
QoQ	흑전	-99.2%	9292.7%	적전	흑전	74.5%	13.0%	-11.2%			

자료: 흥국증권 리서치센터 추정

표 2 조이시티 실적 추정치 변경내역

(단위: 억원)	변경 전		변경 후	
	2021E	2022E	2021P	2022E
매출액	2,060.0	3,060.7	2,014.7	2,571.7
영업비용	1,826.7	2,478.1	1,800.2	2,084.2
영업이익	233.4	582.7	214.5	487.5
(영업이익률)	(11.3%)	(19.0%)	(10.6%)	(19.0%)
순이익	184.8	420.1	88.4	405.7
지배주주 순이익	184.5	419.9	87.6	369.6

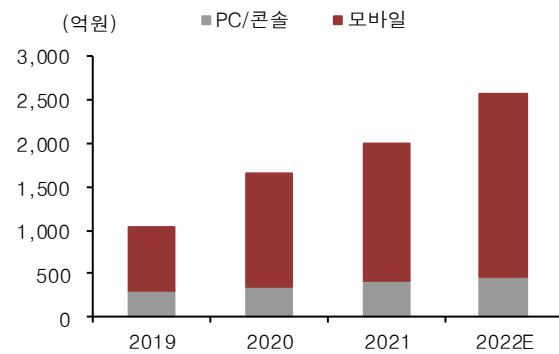
자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

표 3 조이스티 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2022E	2023E	비고
지배기업순이익 (십억원)	37.0	38.2	
주식수 (만주)	6,833	6,833	자기주식수차감
수정 EPS (원)	541	559	
(A) 12M Fwd EPS (원)		542	
(B) 목표 PER (배)		20.0	글로벌 Peer 과거 3년 평균 PER 20% 할인
(A) * (B)		10,843	
목표 주가(원)		11,000	시가총액 기준 7,517억원
현재 주가(원) (11/1)		8,200	
상승여력		34%	

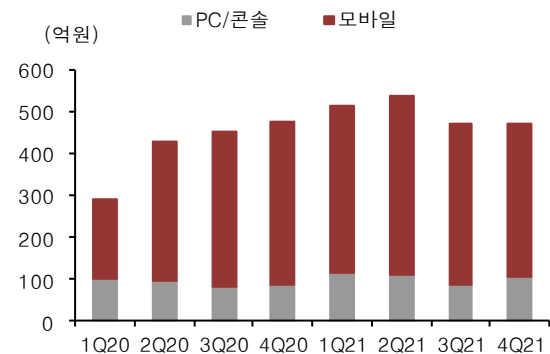
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 조이스티 연간 영업수익 추이 및 전망



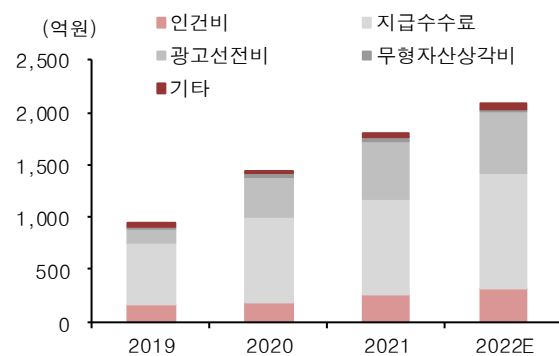
자료: 조이스티, 흥국증권 리서치센터

그림 2 조이스티 분기별 영업수익 추이 및 전망



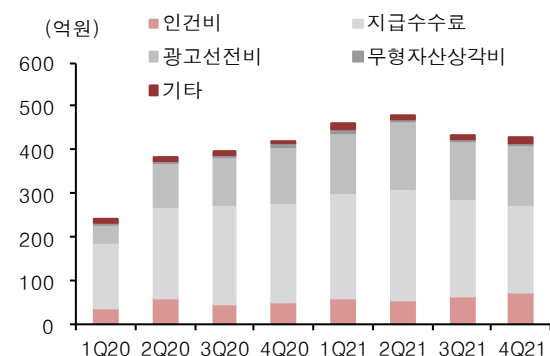
자료: 조이스티, 흥국증권 리서치센터

그림 3 조이스티 연간 영업비용 추이 및 전망



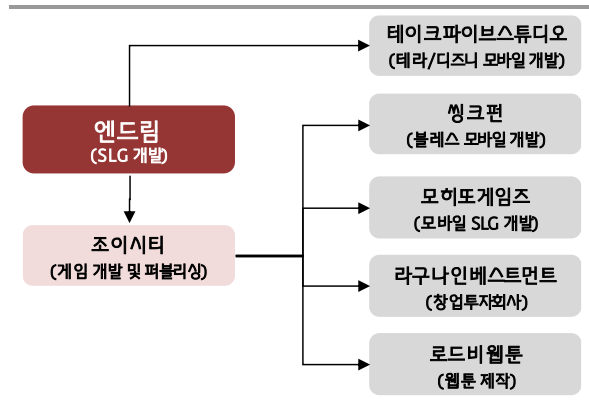
자료: 조이스티, 흥국증권 리서치센터

그림 4 조이스티 분기별 영업비용 추이 및 전망



자료: 조이스티, 흥국증권 리서치센터

그림 5 조이시티 그룹 구조



자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 6 조이시티 주요 신작 출시 일정

출시일자	게임명	장르
2020. 10. 6	크로스파이어: 워존	SLG
2020. 11. 3	테라: 엔드리스워	SLG
1Q22 E	건쉽배틀 on Wemix	SLG
1H22 E	프로젝트 M	서브컬처 수집형 RPG
2H22 E	킹오브파이터즈 스트리트 워	SLG
2H22 E	디즈니 나이트 사가	전략 대전

자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 7 <프로젝트 M> 캐릭터 (트레일러)



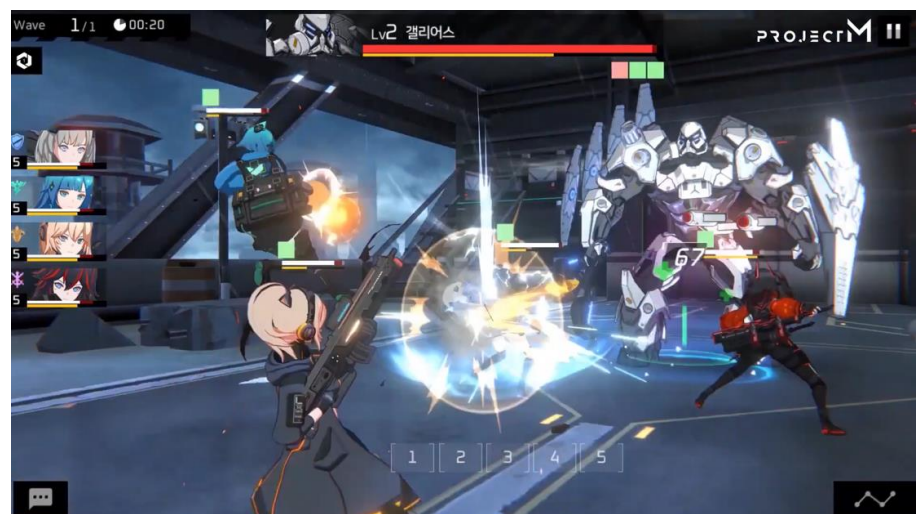
자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 8 일러스트와 인게임 그래픽에 차이가 있는 <명일방주>



자료: HungryApp, 흥국증권 리서치센터

그림 9 <프로젝트 M> 인게임 캡처 (트레일러)



자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	103.1	165.4	201.5	257.2	313.2
증가율 (Y-Y,%)	18.2	60.4	21.8	27.6	21.8
영업이익	8.5	20.5	22.0	48.7	61.2
증가율 (Y-Y,%)	흑전	139.5	7.5	121.5	25.6
EBITDA	12.5	24.2	26.4	53.7	67.0
영업외손익	(8.2)	(8.8)	(7.9)	(2.6)	(2.9)
순이자수익	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1
외화관련손익	0.4	(1.5)	1.8	(1.0)	(0.8)
지분법손익	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3
세전계속사업손익	0.3	11.7	14.1	46.2	58.4
당기순이익	(1.9)	11.7	9.0	40.6	44.9
지배기업당기순이익	(1.3)	11.3	9.0	37.0	38.2
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	(20.5)	310.5	3.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.5	21.5	32.2	35.6	23.7
영업이익증가율(3Yr)	40.6	n/a	n/a	78.7	44.1
EBITDA증가율(3Yr)	27.4	196.4	n/a	62.7	40.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	56.6
영업이익률(%)	8.3	12.4	10.9	19.0	19.5
EBITDA마진(%)	12.1	14.6	13.1	20.9	21.4
순이익률 (%)	(1.8)	7.1	4.5	15.8	14.3
NOPLAT	(47.1)	14.8	14.1	42.8	47.1
(+) Dep	3.9	3.7	4.4	4.9	5.8
(-) 운전자본투자	(1.4)	10.7	(5.9)	6.3	0.7
(-) Capex	0.3	0.2	0.3	4.6	4.1
OpFCF	(42.1)	7.6	24.2	36.9	48.1

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	39.2	69.8	70.3	203.5	285.1
현금성자산	18.8	36.3	42.3	161.6	241.1
매출채권	14.0	27.9	26.4	40.2	42.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	25.8	41.5	166.2	178.4	191.6
투자자산	22.9	31.0	161.3	167.9	174.7
유형자산	1.0	1.2	0.9	3.4	5.0
무형자산	1.9	9.3	3.9	7.2	11.9
자산총계	64.9	111.3	236.5	382.0	476.7
유동부채	35.0	26.4	65.7	123.0	175.1
매입채무	9.3	10.1	14.1	21.5	22.5
유동성이자부채	17.1	6.1	45.1	94.7	145.5
비유동부채	4.9	7.0	75.7	126.9	131.3
비유동이자부채	4.3	3.4	73.1	124.2	128.5
부채총계	39.9	33.4	141.5	250.0	306.5
자본금	5.9	7.7	23.2	23.2	23.2
자본잉여금	33.4	72.7	66.8	66.8	66.8
이익잉여금	3.9	15.0	(1.3)	35.7	73.9
자본조정	(17.5)	(17.2)	6.3	6.3	6.3
자기주식	(24.9)	(24.9)	0.0	0.0	0.0
자본총계	25.0	77.8	95.0	132.0	170.2
투자자본	24.9	46.0	167.5	185.7	199.3
순차입금	2.6	(26.7)	75.9	57.4	32.9
ROA	(2.1)	12.9	5.2	12.0	8.9
ROE	(4.9)	21.8	10.4	32.6	25.3
ROIC	(211.9)	41.9	13.2	24.3	24.5

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	(37.8)	281.1	199.7	815.6	842.8
BPS	757.7	1,758.7	2,096.9	2,912.5	3,755.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Multiples(x, %)					
PER	(74.0)	39.1	41.1	10.1	9.7
PBR	3.7	6.3	3.9	2.8	2.2
EV/ EBITDA	7.8	19.1	24.1	11.5	8.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	6.5	18.1	28.1	8.9	8.5
PSR	0.9	2.7	1.8	1.4	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	159.5	42.9	148.9	189.4	180.1
Net debt/Equity	10.5	n/a	79.9	43.5	19.3
Net debt/EBITDA	21.0	n/a	287.2	106.8	49.1
유동비율	111.8	264.2	106.9	165.4	162.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자산(%)	37.4	40.6	45.1	36.0	32.4
현금+투자자산(%)	62.6	59.4	54.9	64.0	67.6
자본구조					
차입금(%)	46.1	10.9	55.4	62.4	61.7
자기자본(%)	53.9	89.1	44.6	37.6	38.3

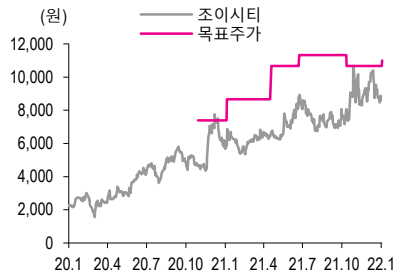
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	2.8	5.6	6.5	35.4	43.0
당기순이익	(1.9)	11.7	9.0	40.6	44.9
자산상각비	3.9	3.7	4.4	4.9	5.8
운전자본증감	(8.3)	(15.2)	2.8	(6.3)	(0.7)
매출채권감소(증가)	(4.4)	(13.2)	(1.6)	(13.8)	(2.0)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감(감소)	0.0	0.0	(0.1)	7.4	1.1
투자현금	(9.8)	(25.6)	(26.9)	(17.9)	(19.7)
단기투자자산감소	(5.8)	(14.6)	(30.3)	(1.0)	(1.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
설비투자	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(4.6)	(4.1)
유무형자산감소	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(6.0)	(8.0)
재무현금	(1.5)	29.1	14.1	100.8	55.1
차입금증가	(1.3)	(0.9)	111.4	100.8	55.1
자본증가	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(8.6)	8.5	(2.1)	118.3	78.4
총현금흐름(Gross CF)	14.6	24.5	13.2	41.7	43.8
(-) 운전자본증감(감소)	(1.4)	10.7	(5.9)	6.3	0.7
(-) 설비투자	0.3	0.2	0.3	4.6	4.1
(+) 자산매각	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(6.0)	(8.0)
Free Cash Flow	15.7	13.5	18.7	24.8	30.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.2)
잉여현금	15.7	13.5	18.8	25.0	31.1

조이스티 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자조건 및 목표주가 변경

날짜	투자조건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2020-11-20	Buy	7.396	(20.5)	5.0
2021-01-26	Buy	8.667	(28.6)	(20.8)
2021-05-09	담당자변경			
2021-05-09	Buy	10.667	(33.7)	(17.5)
2021-07-14	Buy	11.333	(33.1)	(21.2)
2021-11-02	Buy	10.667	(15.6)	
2022-01-25	Buy	11.000		

투자조건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2021년 12월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286