COMPANY
UPDATE

2022. 1. 26

플랫폼비즈니스팀

오동환
Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

홍성혁
Research Associate
seonghyeok.hong@samsung.com

조이시티 (067000)

P2E로 출시되는 건쉽배틀 성과에 주목

- 기존 게임 매출 안정적 유지로 4분기 매출은 전분기와 유사. 고마진 프리스타일 매출 증가로 영업이익은 QoQ 10% 증가하였으나, 일회성 손실 발생으로 순손실 전환
- 올해 3종의 신작 출시와 더불어 3월부터 다수의 P2E 게임 출시 예정. P2E 게임의 성과에 따라 올해 이익 성장이 결정될 전망
- P2E 신작 매출을 반영하여 22년 영업이익 추정치를 12.4% 상향하고, 목표주가도 10,000원으로 15.4% 상향함

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	10,000원	23.6%
현재주가	8,090원	
시가총액	5,528.0억원	
Shares (float)	68,331,560주 (61.9%)	
52주 최저/최고	5,347원/10,667원	
60일-평균거래대금	385.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
조이시티 (%)	-16.6	-5.9	38.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-5.5	11.6	55.1

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	10,000	8,667	15.4%
2022E EPS	481	471	2.1%
2023E EPS	518	447	15.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	14,500
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

4분기 일회성 손실 증가: 4분기 매출액은 472억원으로 전분기와 유사. 프리스타일 시리즈는 중국에서 연말 성수기 효과로 매출이 QoQ 19% 증가하였으나 전략시뮬레이션 장르 매출은 건쉽배틀 매출 부진으로 QoQ 9% 감소. 고마진 프리스타일 매출 증가로 영업이익은 QoQ 10.3% 증가한 45억원을 기록. 블레스M과 크로스파이어의 선급금 관련 약 50억원의 손상차손과 세무조정에 따른 약 50억원의 법인세로 4분기 54억원의 당기순손실 발생.

기존 게임 안정적 성과, 올해 3종 신작 출시: 기존 프리스타일 시리즈는 중국에서 수명이 장기화되며 안정적으로 매출이 성장. 전략 시뮬레이션 장르는 최근 틸팅포인트와의 마케팅 제휴 종료로 마케팅 지출이 감소됨에 따라 매출 성장이 둔화되었으나 연내 신규 콘텐츠 업데이트가 예정되어 있어 향후 성장세를 확인할 필요. 한편 올해는 상반기 프로젝트M과 하반기 디즈니나이츠사가와 킹오파:스트리트워의 출시가 예정됨. 기존 게임 매출이 안정적으로 유지되고 있는 만큼 신작 흥행 여부에 따라 올해 추가적인 매출 성장이 결정될 전망.

3월 P2E 게임 성과에 주목: 조이시티는 위메이드와 제휴로 3월 중 기존 건쉽배틀 토탈워페어를 P2E 게임으로 재출시할 계획. 개발이 빠르게 진행되고 있는 만큼 건쉽배틀은 P2E 게임 시장 초기의 선점 효과를 누릴 가능성이 높다고 판단됨. 조이시티는 건쉽배틀 외에도 다수의 기존 출시작들을 P2E 게임으로 재출시할 계획. 조이시티의 전략 게임들은 북미와 동남아 시장에서 많은 이용자를 보유하고 있는 만큼 P2E 전환에 시너지를 낼 수 있을 전망.

신작 모멘텀 반영하여 목표주가 상향: 프리스타일의 안정적인 매출 성장과 P2E 게임들의 신규 매출을 반영하여 22년 영업이익 추정치를 기존 대비 12.4% 상향하고, 목표주가 역시 기존 8,667원(무상증자 반영된 수정주가 기준; P/E 24.4배 적용)에서 10,000원(22년 예상 EPS에 국내외 게임 업체 평균 P/E 20.0배 적용)으로 15.4% 상향함. 최근 게임 업체들의 밸류에이션이 낮아지고 있는 점은 리스크 요인이나, 3월 P2E 신작 출시를 앞두고 있는 만큼 단기 모멘텀 상승은 가능하다고 판단됨.

분기 실적

(십억원)	4Q21	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	47.2	-0.8	-0.6	-10.2	-10.1
영업이익	4.5	-17.4	10.3	-1.5	-12.6
세전이익	-0.3	적지	적전	nm	nm
순이익	-5.4	적지	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	9.5				
세전이익	-0.6				
순이익	-11.4				

자료: 조이시티, WiseFn, 삼성증권 추정

Valuation summary

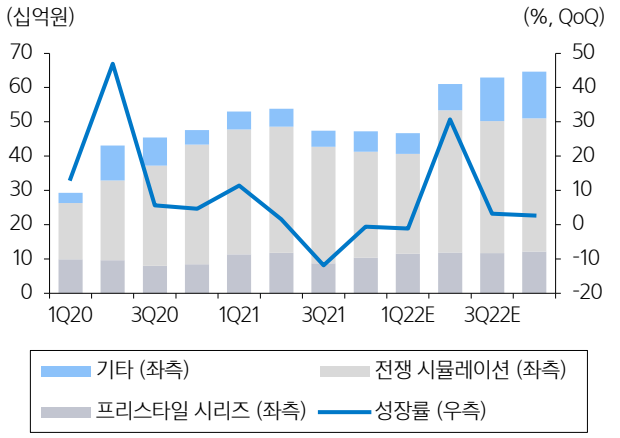
	2020	2021P	2022E
Valuation (배)			
P/E	22.4	39.4	16.8
P/B	5.9	7.3	4.3
EV/EBITDA	5.9	20.2	14.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	284.2	-20.5	85.0
ROE (%)	21.8	10.4	29.0
주당지표 (원)			
EPS	327	260	481
BVPS	1,241	1,395	1,869
DPS	0	0	0

4Q21 Review

(십억원)	4Q21P			차이 (%)		4Q20	3Q21	증감 (%)	
	실적	삼성	컨센서스	삼성	컨센서스			전년도 대비	전분기 대비
매출액	**47.2**	**52.5**	**52.5**	**(10.2)**	**(10.1)**	**47.6**	**47.5**	**(0.8)**	**(0.6)**
프리스타일 시리즈	10.4	9.9		5.0		8.4	8.7	23.0	19.2
전쟁 시뮬레이션	30.9	38.8		(20.4)		35.0	34.0	(11.6)	(9.0)
기타 모바일	5.9	3.8		55.0		4.2	4.8	40.6	23.8
영업비용	**42.7**	**48.0**		**(11.0)**		**42.2**	**43.4**	**1.3**	**(1.6)**
인건비 및 복리후생비	3.5	3.0		15.4		2.7	3.1	28.9	12.1
지급수수료	20.0	25.1		(20.5)		22.7	22.4	(11.9)	(10.7)
광고선전비	13.8	15.2		(9.4)		12.5	13.1	10.3	5.1
기타	5.5	4.6		18.1		4.3	4.8	27.0	13.8
영업이익	**4.5**	**4.5**	**5.2**	**(1.5)**	**(13.1)**	**5.4**	**4.1**	**(17.4)**	**10.3**
세전이익	(0.3)	3.5	3.5	nm	nm	(3.3)	5.8	nm	nm
당기순이익	(5.4)	3.5	3.8	nm	nm	(3.3)	5.8	nm	nm
지배주주순이익	(5.4)	3.5	3.8	nm	nm	(3.6)	5.8	nm	nm
이익률 (%)									
영업이익률	9.5	8.7	9.8			11.4	8.6		
세전이익률	(0.7)	6.7	6.7			(6.9)	12.3		
순이익률	(11.4)	6.7	7.2			(6.9)	12.3		
지배주주순이익률	(11.4)	6.7	7.2			(7.5)	12.3		

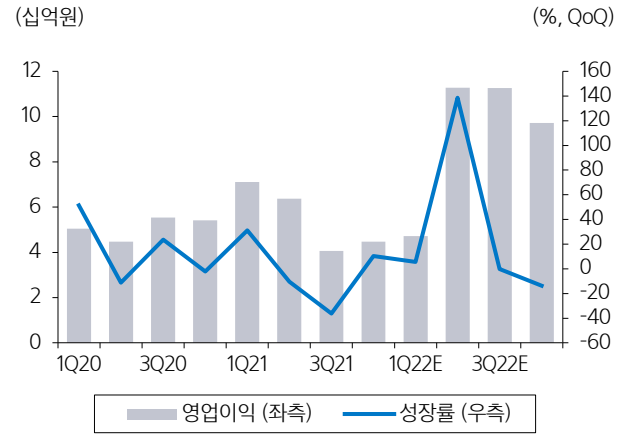
참고: K-IFRS 연결기준
자료: 조이시티, 와이즈에프엔, 삼성증권 추정

분기별 매출액 추이



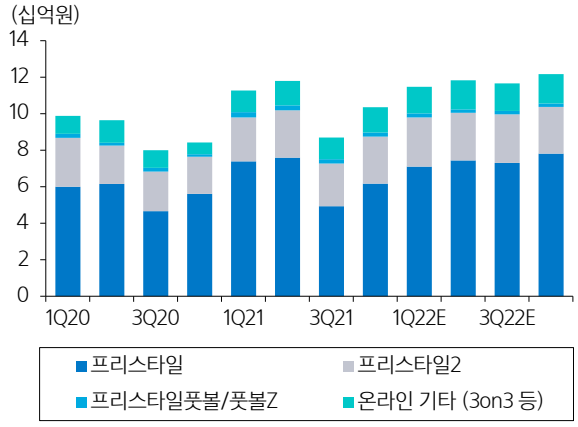
자료: 조이시티, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



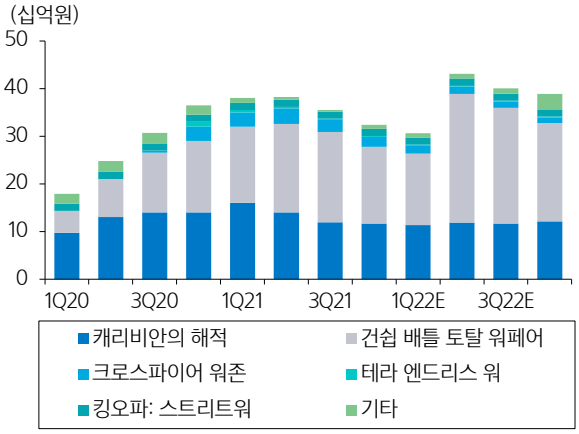
자료: 조이시티, 삼성증권 추정

분기별 프리스타일 시리즈 매출액 추이



자료: 조이시티, 삼성증권 추정

분기별 전쟁 시뮬레이션 매출액 추이



자료: 조이시티, 삼성증권 추정

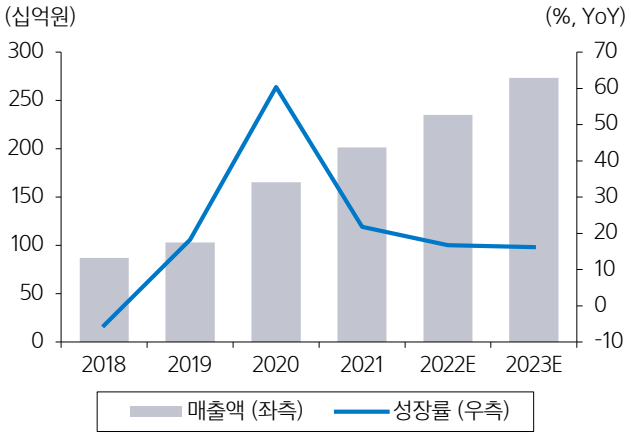
프로젝트 M 1H22 출시 예정

자료: 조이시티

건쉽배틀 토탈워페어 WEMIX 기반 P2E 게임으로 출시 예정

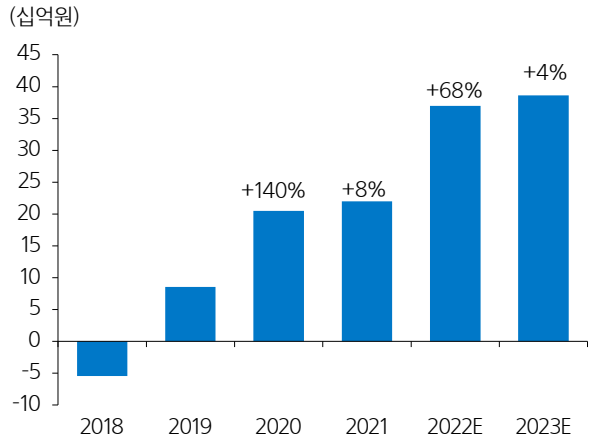
자료: 조이시티

연간 매출액 및 성장률 전망



자료: 조이시티, 삼성증권 추정

연간 영업이익 및 성장률 전망



참고: 차트 위 수치는 전년대비 성장률
자료: 조이시티, 삼성증권 추정

신작 라인업

출시	게임	플랫폼	개발사	장르	지역	비고
1H22	건쉽배틀 토탈워페어 for WEMIX	모바일	조이시티	전략시뮬레이션	글로벌	WEMIX 플랫폼 기반. 한국, 중국 제외 출시
	프로젝트M	모바일	모히또게임즈	수집형 RPG	일본	일본부터 글로벌 순차 출시
2H22	디즈니 나이츠 사가	모바일/콘솔	테이크파이브스튜디오스	전략시뮬레이션	글로벌	디즈니, 픽사 IP의 영웅 수집, 육성 및 경쟁
	킹오브파이터즈: 스트리트워	모바일	엔드림	전략시뮬레이션	글로벌	킹오브파이터즈 IP 사용
	미공개 P2E 게임	모바일	미공개	미공개	글로벌	기존 출시 게임 재출시
2023	프로젝트 NEO	모바일	모히또게임즈	전략시뮬레이션	글로벌	미소녀 기반 전쟁시뮬레이션

자료: 조이시티

조이시티 밸류에이션

	(원)
12개월 forward EPS	481
목표 P/E (배) *	20.0
적정 주가	9,615
목표 주가	**10,000**
현재 주가	8,090
상승 여력 (%)	23.6

참고: *2022E 평균 P/E 적용
자료: 삼성증권 추정

피어 P/E 밸류에이션

(배)	2021E	2022E
엔씨소프트	28.4	15.9
넷마블	42.6	26.7
펄어비스	112.0	25.5
NHN	18.5	14.8
Activision Blizzard	21.1	21.0
EA	24.6	19.2
Nexon	18.4	16.7
평균	**37.9**	**20.0**

참고: 1월 25일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기 수익 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	**53.0**	**53.8**	**47.5**	**47.2**	**46.7**	**61.0**	**62.9**	**64.6**	**69.1**	**68.8**	**67.5**	**68.0**
프리스타일 시리즈	11.3	11.8	8.7	10.4	11.5	11.8	11.7	12.2	12.5	12.3	12.5	12.8
전쟁 시뮬레이션	36.5	36.7	34.0	30.9	29.1	41.6	38.5	38.9	41.4	42.4	42.0	42.8
기타 모바일	5.2	5.3	4.8	5.9	6.0	7.6	12.8	13.6	15.2	14.1	13.0	12.4
영업비용	**45.9**	**47.5**	**43.4**	**42.7**	**41.9**	**49.7**	**51.7**	**54.9**	**59.0**	**58.9**	**58.3**	**58.4**
인건비 및 복리후생비	3.2	2.8	3.1	3.5	3.7	3.7	4.0	4.1	4.5	4.4	4.7	4.7
지급수수료	23.5	25.1	22.4	20.0	19.0	27.2	28.1	28.9	31.1	31.1	30.3	30.5
광고선전비	13.7	15.4	13.1	13.8	13.4	13.0	13.4	15.7	17.0	16.9	16.5	16.6
기타	5.6	4.2	4.8	5.5	5.8	5.7	6.1	6.2	6.5	6.5	6.7	6.7
영업이익	**7.1**	**6.4**	**4.1**	**4.5**	**4.7**	**11.3**	**11.3**	**9.7**	**10.1**	**9.8**	**9.2**	**9.5**
세전이익	8.3	0.3	5.8	-0.3	5.8	10.2	12.5	8.8	11.3	9.1	10.6	8.9
당기순이익	8.3	0.3	5.8	-5.4	4.6	8.9	11.2	7.6	10.0	7.8	9.3	7.6
지배주주순이익	8.2	0.3	5.8	-5.4	4.6	8.9	11.2	7.6	10.0	7.8	9.3	7.6
수정 EPS (원)*	109	94	64	-6	53	150	150	128	134	131	124	128
이익률 (%)												
영업이익률	13.4	11.8	8.6	9.5	10.1	18.5	17.9	15.0	14.6	14.3	13.7	14.0
세전이익률	15.6	0.6	12.3	(0.7)	12.5	16.7	19.9	13.7	16.3	13.2	15.7	13.1
순이익률	15.6	0.6	12.3	(11.4)	9.8	14.7	17.9	11.7	14.5	11.4	13.8	11.2
지배주주순이익률	15.5	0.6	12.3	(11.4)	9.8	14.7	17.9	11.7	14.5	11.4	13.8	11.2

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 희석화됨; K-IFRS 연결 기준
자료: 조이시티, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2021P			2022E			2023E		
	변경전	변경후	차이 (%)	변경전	변경후	차이 (%)	변경전	변경후	차이 (%)
매출액	**206.8**	**201.5**	**(2.6)**	**281.7**	**235.2**	**(16.5)**	**352.3**	**273.3**	**(22.4)**
프리스타일 시리즈	41.7	42.2	1.2	44.2	47.2	6.7	47.0	50.1	6.7
전쟁 시뮬레이션	147.0	138.1	(6.0)	196.1	148.1	(24.5)	255.5	168.5	(34.0)
기타 모바일	18.2	21.2	16.7	41.4	40.0	(3.4)	49.9	54.8	9.8
영업비용	**184.7**	**179.5**	**(2.8)**	**248.8**	**198.2**	**(20.3)**	**311.3**	**234.7**	**(24.6)**
인건비 및 복리후생비	11.8	12.5	5.5	13.5	15.6	15.4	15.9	18.3	15.4
지급수수료	96.5	90.9	(5.8)	140.3	103.3	(26.4)	179.1	123.1	(31.3)
광고선전비	57.4	56.0	(2.4)	74.8	55.5	(25.8)	94.0	67.0	(28.8)
기타	18.9	20.0	5.8	20.1	23.8	18.1	22.3	26.3	18.0
영업이익	**22.1**	**22.0**	**(0.3)**	**32.9**	**37.0**	**12.4**	**41.0**	**38.6**	**(5.8)**
세전이익	17.9	14.1	(21.5)	34.6	37.4	7.8	42.7	39.8	(6.8)
당기순이익	17.9	9.0	(49.6)	34.6	32.4	(6.6)	33.3	34.8	4.5
지배주주순이익	17.9	9.0	(49.7)	34.6	32.4	(6.6)	33.3	34.8	4.5
수정 EPS (원)*	324	262	(19.3)	471	481	2.1	447	518	15.7
이익률 (%)									
영업이익률	10.7	10.9		11.7	15.7		38.6	38.6	
세전이익률	8.7	7.0		12.3	15.9		41.1	41.1	
순이익률	8.7	4.5		12.3	13.8		30.0	30.0	
지배주주순이익률	8.6	4.5		12.3	13.8		30.2	30.2	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 희석화됨; K-IFRS 연결 기준
자료: 조이시티, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	**103**	**165**	**201**	**235**	**273**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**103**	**165**	**201**	**235**	**273**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	95	145	179	198	235
영업이익	**9**	**20**	**22**	**37**	**39**
(영업이익률, %)	8.3	12.4	10.9	15.7	14.1
영업외손익	**-8**	**-9**	**-8**	**0**	**1**
금융수익	1	2	5	6	7
금융비용	1	3	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-9	-8	-11	-4	-4
세전이익	**0**	**12**	**14**	**37**	**40**
법인세	2	-0	5	5	5
(법인세율, %)	651.6	-0.0	35.8	13.4	12.6
계속사업이익	-2	12	9	32	35
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-2**	**12**	**9**	**32**	**35**
(순이익률, %)	-1.8	7.1	4.5	13.8	12.7
지배주주순이익	-1	11	9	32	35
비지배주주순이익	-1	0	0	0	0
EBITDA	12	24	26	41	43
(EBITDA 이익률, %)	12.1	14.6	13.1	17.4	15.8
EPS (지배주주)	-25	185	134	474	510
EPS (연결기준)	-37	192	134	474	510
수정 EPS (원)*	85	327	260	481	518

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	**39**	**70**	**68**	**105**	**144**
현금 및 현금등가물	10	19	14	37	67
매출채권	11	24	22	29	31
재고자산	0	0	0	0	0
기타	18	27	32	38	46
비유동자산	**26**	**41**	**165**	**168**	**166**
투자자산	13	15	43	48	49
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	2	9	4	2	-1
기타	10	16	117	117	117
자산총계	**65**	**111**	**233**	**272**	**310**
유동부채	**35**	**26**	**61**	**67**	**69**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	33	33	33
기타 유동부채	35	26	28	34	36
비유동부채	**5**	**7**	**76**	**78**	**78**
사채 및 장기차입금	0	0	70	70	70
기타 비유동부채	5	7	6	8	8
부채총계	**40**	**33**	**138**	**145**	**147**
지배주주지분	**26**	**78**	**95**	**128**	**163**
자본금	6	8	23	23	23
자본잉여금	33	73	67	67	67
이익잉여금	4	15	-1	31	66
기타	-17	-17	7	7	7
비지배주주지분	**-1**	**-0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**25**	**78**	**95**	**128**	**163**
순부채	4	-26	69	40	3

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	**3**	**6**	**21**	**33**	**38**
당기순이익	-2	12	9	32	35
현금유출입이없는 비용 및 수익	16	13	14	6	6
유형자산 감가상각비	2	1	1	2	2
무형자산 상각비	2	2	3	2	3
기타	13	9	10	2	1
영업활동 자산부채 변동	-8	-15	8	-1	0
투자활동에서의 현금흐름	**-10**	**-26**	**-134**	**-9**	**-7**
유형자산 증감	-0	-0	-1	-2	-2
장단기금융자산의 증감	-3	-7	-18	-10	-8
기타	-6	-18	-115	2	2
재무활동에서의 현금흐름	**-1**	**29**	**108**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	5	-12	100	0	0
자본금의 증가(감소)	-0	41	10	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-7	-0	-1	0	0
현금증감	-9	9	-5	23	30
기초현금	19	10	19	14	37
기말현금	10	19	14	37	67
Gross cash flow	**15**	**24**	**23**	**38**	**40**
Free cash flow	**3**	**5**	**20**	**32**	**36**

재무비율 및 주당지표

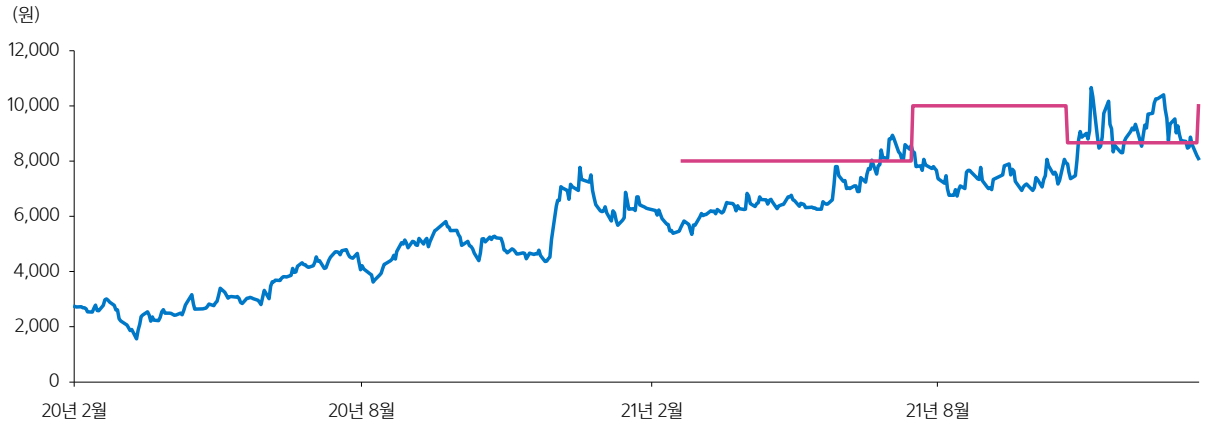
12월 31일 기준	2019	2020	2021P	2022E	2023E
증감률 (%)					
영업수익	18.2	60.4	21.8	16.7	16.2
영업이익	흑전	139.5	7.5	68.0	4.4
순이익	적지	흑전	-22.9	258.6	7.6
수정 EPS**	흑전	284.2	-20.5	85.0	7.5
주당지표					
EPS (지배주주)	-25	185	134	474	510
EPS (연결기준)	-37	192	134	474	510
수정 EPS**	85	327	260	481	518
BPS	544	1,241	1,395	1,869	2,378
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	21.9	22.4	39.4	16.8	15.6
P/B***	3.4	5.9	7.3	4.3	3.4
EV/EBITDA	7.9	5.9	20.2	14.5	12.9
비율					
ROE (%)	-4.9	21.8	10.4	29.0	24.0
ROA (%)	-3.2	13.3	5.2	12.8	12.0
ROIC (%)	-391.7	82.3	54.1	178.7	204.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	14.4	-34.0	72.1	31.4	1.9
이자보상배율 (배)	50.3	80.8	54.7	51.4	53.5

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 조이시티, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 1월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 1월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/3/4	7/28	11/3	2022/1/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	8,000	10,000	8,667	10,000
괴리율 (평균)	-14.38	-25.72	3.92	
괴리율 (최대or최소)	11.67	-17.00	23.07	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021.12.31

매수(89.3%)·중립(10.7%)·매도(0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI interbrand Best Korea Brands 2020

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM