

게임

강석오

02)6742-3518

sokang@heungkuksec.co.kr

(067000)

조이시티

BUY(유지)

마케팅 재개와 신작이 성장 견인할 것

목표주가	16,000원(하향)
현재주가(11/01)	12,100원
상승여력	32.2%
시가총액	550십억원
발행주식수	45,473천주
52주 최고가 / 최저가	13,400 / 6,552원
3개월 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	5.8%
주요주주	
엔드림 (외 4인)	36.8%
디자인통 (외 1인)	7.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.0	3.4	23.5	59.0
상대수익률(코스닥)	9.4	6.6	21.9	33.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	103	165	206	306
영업이익	9	20	23	58
EBITDA	12	24	28	64
지배주주순이익	-1	11	18	42
EPS	-38	281	417	945
순차입금	3	-27	-22	-40
PER	-74.0	39.1	29.0	12.8
PBR	3.7	6.3	5.4	3.8
EV/EBITDA	7.8	19.1	18.9	7.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.9	21.8	20.8	34.9
컨센서스 영업이익	9	20	0	0
컨센서스 EPS	-38	281	0	0

주가추이



3Q21 Review: 영업이익 41억원 기록

조이시티의 3분기 실적은 영업수익 475억원(YoY +4.4%, QoQ -11.8%), 영업이익 41억원(YoY -26.7%, QoQ -36.3%, OPM 8.6%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 74억원을 하회했다. 3분기 <프리스타일> 시리즈의 비수기 영향으로 PC 매출이 하락했고, <캐리비안의해적> 마케팅비를 줄여 모바일 매출도 감소하는 모습을 보였다. <캐리비안의해적> 매출은 상반기 역대 최대 매출을 기록했고 성장세를 이어가고 있지만, ROAS(광고비 대비 매출액) 측면에서의 마케팅 개편이 필요해 준비를 위한 공백이 생긴 것으로 파악된다. 킬링포인트와의 계약으로 <건설배틀> 마케팅비가 증가하고 있는 상황에서 전사 마케팅비가 QoQ -15% 감소한 것으로 추정되어, 3분기에 <캐리비안의해적> 관련 마케팅은 거의 집행하지 않은 것으로 판단한다.

마케팅 재개와 신작이 성장 견인할 것

2019년 이후 동사는 ROAS를 통해 마케팅 역량을 증명했다. 그럼에도 더 높은 효율을 달성하기 위해 3분기를 준비기간으로 사용했고, 마케팅이 재개되는 4분기엔 영업수익 및 이익의 반등이 나타날 것으로 전망한다. 마케팅이 진행되고 있는 <건설배틀>의 경우 QoQ 성장이 지속된 것으로 파악된다. 따라서 마케팅을 집행했음에도 성장이 나타나지 않는 시점이 온다면 기업의 마케팅 역량이나 게임의 라이프사이클에 대한 의문을 제기할 수 있겠지만, 현재는 그러한 우려를 할 시점은 아니라고 판단한다.

<프로젝트M>은 1H22에 출시될 것으로 예상되며, 동사가 목표하고 있는 출시 시점을 고려하면 퍼블리싱 계약도 얼마 남지 않은 것으로 추정된다. 여기에 <디즈니 나이트사자>와 <킹오브파이터즈>까지 더해지며 2022년 성장을 견인할 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 16,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, <프로젝트M>의 출시 지연으로 인한 실적 전망 하향 조정에 따라 목표주가는 16,000원으로 하향한다. 목표 주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 19.1배를 적용했다. 목표 PER은 글로벌 Peer의 12M Fwd PER 평균을 20% 할인한 값이다.

표 1 조이시티 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
영업수익	292.9	430.4	454.7	475.9	530.1	538.3	474.5	517.2	1,653.8	2,060.0	3,060.7
YoY	16.8%	67.1%	71.8%	84.2%	81.0%	25.1%	4.4%	8.7%	60.4%	24.6%	48.6%
QoQ	13.4%	47.0%	5.6%	4.7%	11.4%	1.5%	-11.8%	9.0%			
[매출구성]											
PC/콘솔	99.0	96.6	80.1	84.3	112.9	111.0	78.9	92.1	359.9	394.9	400.5
모바일	193.9	333.8	374.6	391.6	417.2	427.3	395.6	425.1	1,293.9	1,665.2	2,660.2
[매출비중]											
PC/콘솔	33.8%	22.4%	17.6%	17.7%	21.3%	20.6%	16.6%	17.8%	21.8%	19.2%	13.1%
모바일	66.2%	77.6%	82.4%	82.3%	78.7%	79.4%	83.4%	82.2%	78.2%	80.8%	86.9%
영업비용	242.5	385.6	399.3	421.7	459.0	474.6	433.9	459.2	1,449.1	1,826.7	2,478.1
YoY	-2.7%	54.8%	79.5%	87.4%	89.3%	23.1%	8.7%	8.9%	53.2%	26.1%	35.7%
QoQ	7.7%	59.1%	3.5%	5.6%	8.8%	3.4%	-8.6%	5.8%			
[비용구성]											
인건비	37.8	58.1	43.8	49.8	61.7	55.5	57.2	58.4	189.6	232.8	273.7
지급수수료	149.6	209.9	228.9	229.7	238.1	253.9	227.8	243.1	818.1	962.9	1,509.8
광고선전비	41.7	103.6	111.6	125.2	137.2	153.9	130.8	146.5	382.0	568.5	631.5
D&A	4.1	5.0	6.0	9.2	11.9	7.1	6.6	7.2	37.3	45.3	59.6
기타	9.3	9.0	9.0	7.8	10.2	4.0	11.5	4.0	22.1	17.2	3.5
영업이익	50.4	44.8	55.4	54.2	71.1	63.7	40.6	58.0	204.7	233.4	582.7
YoY	3338.9%	423.7%	31.3%	62.8%	41.0%	42.3%	-26.7%	7.0%	139.5%	14.0%	149.7%
QoQ	51.4%	-11.2%	23.7%	-2.1%	31.2%	-10.4%	-36.3%	42.9%			
영업이익률	17.2%	10.4%	12.2%	11.4%	13.4%	11.8%	8.6%	11.2%	12.4%	11.3%	19.0%
당기순이익	57.1	45.3	47.6	-33.0	82.5	3.1	58.3	40.8	117.0	184.8	420.1
YoY	흑전	흑전	30.4%	적전	44.6%	-93.2%	22.5%	흑전	흑전	57.9%	127.4%
QoQ	291.0%	-20.7%	5.1%	적전	흑전	-96.3%	1805.4%	-30.0%			
순이익률	19.5%	10.5%	10.5%	-6.9%	15.6%	0.6%	12.3%	7.9%	7.1%	9.0%	13.7%
지배기업순이익	56.5	45.2	47.1	-35.6	82.3	3.1	58.3	40.8	113.2	184.5	419.9
YoY	흑전	흑전	28.5%	적전	45.6%	-93.2%	23.9%	흑전	흑전	63.0%	127.6%
QoQ	192.0%	-20.1%	4.2%	적전	흑전	-96.3%	1805.4%	-30.0%			

자료: 흥국증권 리서치센터 추정

표 2 조이시티 실적 추정치 변경내역

(단위: 억원)	변경 전		변경 후	
	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2430.8	3997.9	2060.0	3060.7
영업비용	2080.3	3345.0	1826.7	2478.1
영업이익 (영업이익률)	350.5	653.0	233.4	582.7
순이익	287.0	472.2	184.8	420.1
지배주주 순이익	291.4	483.3	184.5	419.9

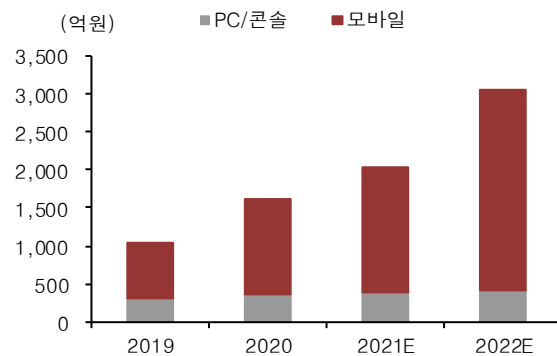
자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

표 3 조이시티 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2021E	2022E	비고
지배기업순이익 (십억원)	18.5	42.0	
주식수 (만주)	4,547	4,547	자기주식수차감
수정 EPS (원)	406	923	
(A) 12M Fwd EPS (원)		840	
(B) 목표 PER (배)		19.1	글로벌 Peer 12M Fwd PER 평균 20% 할인
(A) * (B)		16,039	
목표 주가(원)		16,000	시가총액 기준 7,276억원
현재 주가(원) (11/1)		12,100	
상승여력		32%	

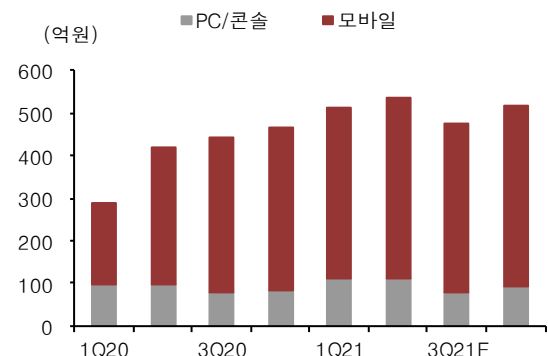
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 조이시티 연간 영업수익 추이 및 전망



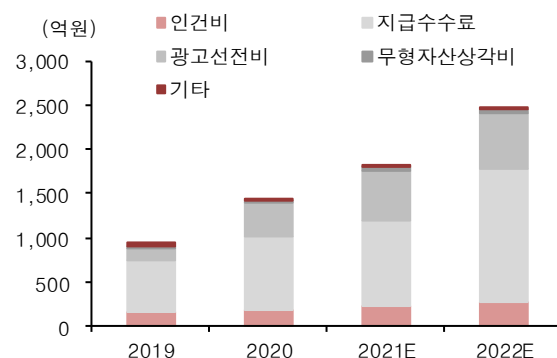
자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 2 조이시티 분기별 영업수익 추이 및 전망



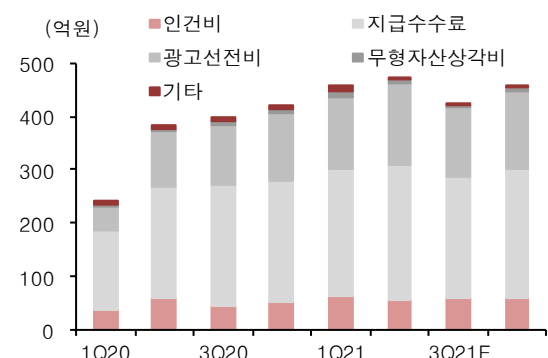
자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 3 조이시티 연간 영업비용 추이 및 전망



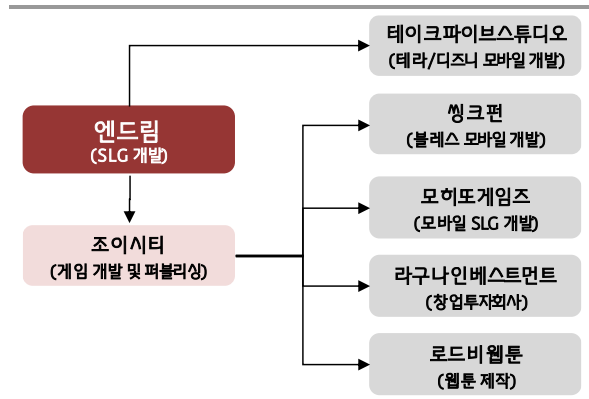
자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 4 조이시티 분기별 영업비용 추이 및 전망



자료: 조이시티, 흥국증권 리서치센터

그림 5 조이시티 그룹 구조



자료: 조이시티, 홍국증권 리서치센터

그림 6 조이시티 주요 신작 출시 일정

출시일자	게임명	장르
2020. 7. 3	히어로볼 Z	수집형 RPG
2020. 10. 6	크로스파이어: 워존	SLG
2020. 11. 3	테라: 엔드리스워	SLG
1H22 E	프로젝트 M	서브컬처 수집형 RPG
2H22 E	킹오브파이터즈 스트리트 워	SLG
2H22 E	디즈니 나이트 사가	전략 대전

자료: 조이시티, 홍국증권 리서치센터

그림 7 2021년 9월 전 세계 모바일 게임 매출 순위

순위	게임명	퍼블리셔	장르
1	원신	miHoYo	어드벤처 RPG
2	왕자영요	Tencent	MOBA
3	PUBG Mobile	Tencent	FPS 배틀로얄
4	해리포터	NetEase	RPG
5	캔디 크러시 사가	King	퍼즐
6	로블록스	Roblox	샌드박스
7	코인 마스터	Moon Active	캐주얼 슬롯
8	우마무스메	CyberAgent	수집형/레이싱
9	가레나 프리 파이어	Garena	FPS 배틀로얄
10	페이트/그랜드 오더	Sony	RPG

자료: Sensor Tower, 홍국증권 리서치센터

그림 8 서브컬처 RPG 신작 <프로젝트 M>



자료: 조이시티, 홍국증권 리서치센터

그림 9 Cygames의 <우마무스메> (2/24 출시)



자료: Cygames, 홍국증권 리서치센터

그림 10 일러스트와 인게임 그래픽에 차이가 있는 <명일방주>



자료: HungryApp, 홍국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	103.1	165.4	206.0	306.1	365.7
증가율 (Y-Y,%)	18.2	60.4	24.6	48.6	19.5
영업이익	8.5	20.5	23.3	58.3	75.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	139.5	14.0	149.7	30.3
EBITDA	12.5	24.2	27.9	64.2	82.8
영업외손익	(8.2)	(8.8)	(4.6)	(4.3)	(4.8)
순이자수익	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
외화관련손익	0.4	(1.5)	0.2	(1.0)	(0.8)
지분법손익	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
세전계속사업손익	0.3	11.7	18.8	54.0	71.1
당기순이익	(1.9)	11.7	18.5	42.0	54.7
지배기업당기순이익	(1.3)	11.3	18.5	42.0	54.7
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	63.0	127.6	30.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.5	21.5	33.2	43.7	30.3
영업이익증가율(3Yr)	40.6	n/a	n/a	89.6	54.8
EBITDA증가율(3Yr)	27.4	196.4	n/a	72.8	50.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	67.2
영업이익률(%)	8.3	12.4	11.3	19.0	20.8
EBITDA마진(%)	12.1	14.6	13.5	21.0	22.6
순이익률 (%)	(1.8)	7.1	9.0	13.7	15.0
NOPLAT	(47.1)	14.8	23.0	45.3	58.4
(+) Dep	3.9	3.7	4.5	6.0	6.9
(-) 운전자본투자	(1.4)	10.7	0.6	12.3	1.0
(-) Capex	0.3	0.2	1.3	4.6	4.1
OpFCF	(42.1)	7.6	25.6	34.4	60.2

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	39.2	69.8	67.8	116.5	170.4
현금성자산	18.8	36.3	37.4	65.4	117.4
매출채권	14.0	27.9	28.9	49.5	51.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	25.8	41.5	63.2	75.0	86.6
투자자산	22.9	31.0	53.9	56.0	58.3
유형자산	1.0	1.2	1.7	4.5	6.5
무형자산	1.9	9.3	7.6	14.5	21.7
자산총계	64.9	111.3	131.0	191.5	257.0
유동부채	35.0	26.4	28.2	44.7	53.7
매입채무	9.3	10.1	11.4	19.6	20.3
유동성이자부채	17.1	6.1	11.6	19.8	27.8
비유동부채	4.9	7.0	3.6	5.6	7.4
비유동이자부채	4.3	3.4	3.3	5.4	7.1
부채총계	39.9	33.4	31.8	50.3	61.1
자본금	5.9	7.7	22.7	22.7	22.7
자본잉여금	33.4	72.7	61.0	61.0	61.0
이익잉여금	3.9	15.0	8.2	50.2	104.9
자본조정	(17.5)	(17.2)	7.4	7.4	7.4
자기주식	(24.9)	(24.9)	0.0	0.0	0.0
자본총계	25.0	77.8	99.2	141.2	195.9
투하자본	24.9	46.0	73.3	97.3	109.7
순차입금	2.6	(26.7)	(22.5)	(40.3)	(82.5)
ROA	(2.1)	12.9	15.2	26.0	24.4
ROE	(4.9)	21.8	20.8	34.9	32.5
ROIC	(211.9)	41.9	38.5	53.1	56.5

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	(37.8)	281.1	416.9	944.7	1,231.2
BPS	757.7	1,758.7	2,232.3	3,177.0	4,408.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Multiples(x, %)					
PER	(74.0)	39.1	29.0	12.8	9.8
PBR	3.7	6.3	5.4	3.8	2.7
EV/ EBITDA	7.8	19.1	18.9	7.9	5.7
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	6.5	18.1	22.1	11.3	8.8
PSR	0.9	2.7	2.6	1.8	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	159.5	42.9	32.0	35.6	31.2
Net debt/Equity	10.5	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	21.0	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	111.8	264.2	240.7	260.8	317.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	37.4	40.6	44.5	44.5	38.4
현금+투자자산(%)	62.6	59.4	55.5	55.5	61.6
자본구조					
차입금(%)	46.1	10.9	13.1	15.1	15.1
자기자본(%)	53.9	89.1	86.9	84.9	84.9

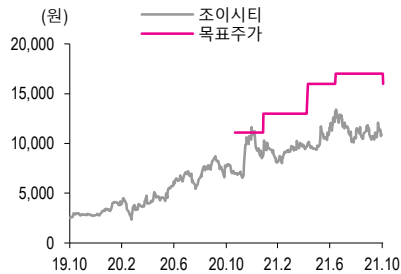
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	2.8	5.6	1.3	35.5	60.4
당기순이익	(1.9)	11.7	18.5	42.0	54.7
자산상각비	3.9	3.7	4.5	6.0	6.9
운전자본증감	(8.3)	(15.2)	(5.8)	(12.3)	(1.0)
매출채권감소(증가)	(4.4)	(13.2)	(3.2)	(20.6)	(1.9)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감(감소)	0.0	0.0	(2.7)	8.1	0.8
투자현금	(9.8)	(25.6)	(6.5)	(18.5)	(19.1)
단기투자자산감소	(5.8)	(14.6)	(18.4)	(0.9)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.3)	(0.2)	(1.3)	(4.6)	(4.1)
유무형자산감소	(0.0)	(0.0)	(4.0)	(11.0)	(12.0)
재무현금	(1.5)	29.1	3.7	10.2	9.8
차입금증가	(1.3)	(0.9)	8.1	10.2	9.8
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	(2.4)	27.1	51.1
총현금흐름(Gross CF)	14.6	24.5	24.3	47.8	61.4
(-) 운전자본증가(감소)	(1.4)	10.7	0.6	12.3	1.0
(-) 설비투자	0.3	0.2	1.3	4.6	4.1
(+) 자산매각	(0.0)	(0.0)	(4.0)	(11.0)	(12.0)
Free Cash Flow	15.7	13.5	18.4	19.9	44.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
잉여현금	15.7	13.5	18.4	19.9	44.3

조이시티 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2020-11-20	Buy	11,093	(20.1)	5.0
2021-01-26	Buy	13,000	(28.6)	(20.8)
2021-05-09	담당자변경			
2021-05-09	Buy	16,000	(33.7)	(17.5)
2021-07-14	Buy	17,000	(33.2)	(21.2)
2021-11-02	Buy	16,000		

투자의견(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
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2021년 09월 30일 기준)

Buy (93.8%)	Hold (6.2%)	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 유가증권권을 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