

조이스티 (067000.KQ)	투자의견: N/R		
Analyst 이종원	목표주가: - / 현재주가: 8,520원		
PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

안정적인 캐쉬카우와 개발완료 라인업 확대로 탑라인 성장전망

'19년 일회성 영업손실 발생, '20년 2분기 라인업 확장에 따른 수익성 개선 전망

조이스티는 지난 '94년 설립되었으며, '08년 코스닥시장에 정식 상장된 업체이다. 자체 개발한 온라인 스포츠게임 '프리스타일', '캐리비안의 해적: 전쟁의 물결' 등 전략시뮬레이션 전쟁게임 및 기타 RPG 등 다양한 장르의 자체 라인업을 보유하고 있다. 당사는 최근 3년간 적자기조를 이어오다 지난 '19년 3분기 매출 265억(YoY +35.2%, QoQ +2.7%), 영업이익 42억원(YoY 흑전, QoQ +366.7%)을 시현하면서 턴어라운드 성공했다. 해당 성과는 프리스타일의 중국 매출 상승과 개발조직 및 광고선전비 효율화에 기인한 것으로 판단된다. 프리스타일 1편의 중국 매출이 지난 중추절 업데이트로 일매출 최고치를 경신했으며, '건쉽배틀'과 '캐리비안의해적' 등 주요 기출시 라인업도 매출 상승에 기여했을 것으로 판단된다. 기존 출시작 중 흥행에 실패했던 게임의 손상차손 인식에 따라 '19년 일회성 영업손실이 발생하였으나, 올해 2분기부터 자체 라인업 확장에 따라 수익성이 개선될 것으로 전망된다.

'18~19년 프리스타일 제외한 기출시 라인업의 실적하향세 지속

당사는 지난 '18년 하반기부터 창세기전, 건쉽배틀, 사무라이쇼다운M 등의 신작게임을 출시한 바 있다. 그러나 기대했던 것보다 신작IP 성과가 부진하였고, 지난해 출시 예정이었던 자회사 씽크편에서 개발한 블레스모바일의 출시도 지연되었다. 중국향 게임이었던 FPS IP의 출시도 판호재개 불투명으로 인해 올해로 미뤄지며 모멘텀 이슈 부재 및 기출시 라인업의 실적하향세가 이어졌다. 올해는 자체 RPG를 비롯 1~2종의 게임이 연내 출시될 가능성이 매우 높다. 당사의 초대히트 IP인 '프리스타일3 All Star' 역시 연내 출시될 예정으로, 해당 IP는 모바일 뿐 아니라, PC 및 콘솔에도 대응할 예정이다.

블레스모바일 티저사이트 및 쇼케이스 런칭, 20일 CBT 시작

당사는 지난 1월 14일 모바일 게임 '블레스모바일'의 티저 사이트를 개설하였다. 해당IP는 온라인 게임 '블레스'의 판권을 활용한 MMORPG이다. 원작 게임인 블레스는 '18년 스팀에 출시 판매순위 1위를 기록한 바 있어 모바일 라인업의 흥행 기대감은 기존대비 매우 높은 편이다. 원작IP가 해외 플랫폼에서 긍정적인 성과를 거둔 바 있는 만큼, 하반기 해외 출시 모멘텀을 기대할 수 있다는 분위기가 고조되고 있으며 개발 완료된 국내향 모바일 라인업의 탑라인 성장분은 2분기부터 추가될 것으로 판단된다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	92.2	-2.7	-2.8	-11.5	-975	적지	0.9	-14.1	153.3	4.8	-29.0
2018	87.2	-5.4	-4.3	-7.9	-660	적지	-2.5	-15.6	-45.3	4.6	-25.7
2019E	98.0	8.5	3.2	3.1	275	흑전	12.2	45.5	13.3	4.9	11.4

자료 : 조이스티, 컨센서스, K-IFRS 연결기준

기존 프랜차이즈 라인업은 매우 좋았으나 신작게임 런칭이 수익성을 훼손

동사는 최근 3년간 적자기조를 이어오다 지난 '19년 3분기 매출 265억(YoY +35.2%, QoQ +2.7%), 영업이익 42억원(YoY 흑전, QoQ +366.7%)을 시현하면서 턴어라운드 성공했다. 해당 성과는 프리스타일의 중국 매출 상승과 개발조직 및 광고선전비 효율화에 기인한 것으로 판단된다. 프리스타일 1편의 중국 매출이 중추적 업데이트로 일매출 최고치를 경신했으며, '건설배틀'과 '캐리비안의해적'도 매출 상승에 일부 기여했다. 주요 캐시카우인 PC게임 '프리스트아일'의 경우 동사 매출 비중의 30%를 나타내고 있으며 자체개발 라인업으로 매출 대부분이 로열티로 인식되어 이익 기여도가 매우 높은 편이다.

동사의 주력 IP인 '프리스트아일' 라인업은 출시 15년 이상 지났음에도 불구하고 지속적인 업데이트를 통해 안정적인 매출 기조를 나타내고 있으며, 프리스타일 라인업의 매출 안정화에 따라 분기 30억원 이상의 영업이익을 시현하고 있다. 프리스타일 라인업은 오리지널 출시 후 해외 게임사들과의 협업을 통해 경쟁력 있는 라인업으로 성장할 수 있었다. 프리스타일 라인업은 중국, 한국 및 아시아 지역에서 높은 인지도와 안정적인 트래픽을 보유하고 있고 3on3 프리스타일, 가두농구 모바일, 프리스타일 2: 플라잉던크 등과 같은 다양한 타이틀로서 프랜차이즈를 지속적으로 확장시키고 있다. 안정된 IP의 프랜차이즈 확장은 신규게임 개발에 따른 영업비용과 시간의 공백을 메울 수 있는 매우 효율적인 선택이다. 프리스타일의 후속작이 연내 출시될 예정이며, 블레스모바일과 기타 퍼블리싱 매출 성장에 따라 영업이익의 상승세가 기대된다.

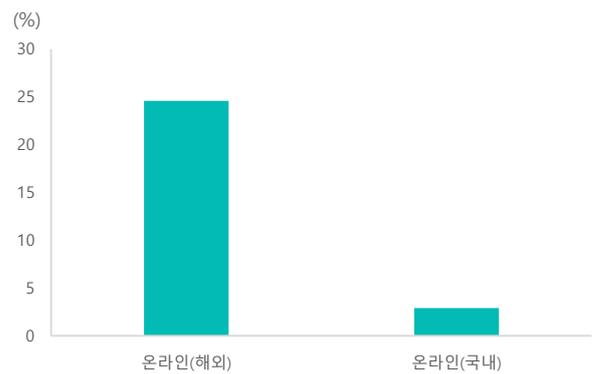
동사는 지난 1월 14일 모바일 게임 '블레스모바일'의 티저 사이트를 개설한 바 있다. 해당IP는 온라인 게임 블레스의 판권을 활용한 MMORPG다. 원작 블레스는 '18년 스팀에 출시돼 판매순위 1위를 기록한 바 있어 모바일 라인업의 흥행 기대감은 기존 신작 대비 매우 높은 편이다. 원작 블레스가 스팀을 통해 해외에서 긍정적인 성과를 거둔 바 있는 만큼 향후 해외 성과 역시 기대할 수 있다. 해당 IP는 지난 2월 21일 사전예약에 돌입했고, 캐릭터 사전 생성 및 길드 사전 생성과 가입이 이루어졌으며, 지난 13일 사전 예약자 대상의 온라인 쇼케이스가 원활히 진행되었다. **지난달 20일부터 시작된 사전예약에는 이미 100만명 이상의 이용자가 참여했고 관련 카페 회원수는 5만명을 돌파했다.** 블레스모바일은 자체게임으로서 IP수수료가 높지 않아 일정 수준의 흥행기조를 보일 경우 즉각적인 영업이익 상승으로 연결될 수 있다. 2분기를 시발점으로 자체게임 기반 확대에 따른 영업이익률 개선세가 기대되며, 상반기 신작 라인업 이슈가 있는 중소형 개발사 중 가장 안정적인 수익성을 담보할 수 있는 업체라고 판단된다.

[그림1] 프리스타일 시리즈 매출추이



자료: 조이시티, 상상인증권

[그림2] 지역별 매출비중 추이



자료: 조이시티, 상상인증권

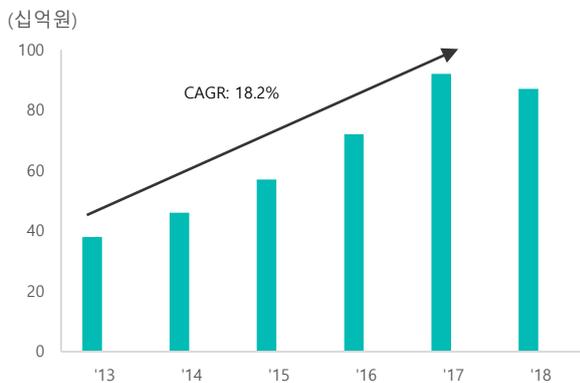
2분기 블레스모바일 출시, 자체라인업 확장에 따른 OPM 성장기대

블레스모바일은 온라인 쇼케이스 이후 3월 20일부터 23일까지 나흘간 CBT를 진행할 예정이다. 해당 카페에 현재 5만명이 넘는 대기 인원이 가입해 있다. 동계임은 기존 MMO류 게임과 달리 플레이어가 장비 강화 실패 시에도 해당 아이템을 지속적으로 사용 가능하고, 무기 및 방어구 획득 후 최고 등급까지 자체 성장시킬 수 있는 등 유저 친화적인 면모를 보이고 있어 커뮤니티내 분위기는 긍정적이다. 아직 구체적인 게임 출시 일정이 공개되지 않았지만 대기 인원과 전작을 플레이했던 유저들의 많은 관심을 받고 있는 것으로 판단된다. 정식 론칭은 CBT 이후 늦어도 1~2개월 안에 이루어질 것으로 예상된다.

최근 코로나19 여파로 자택 체류시간이 증가하고 있다. 지난 중국 춘절 업데이트에 따라 지속적으로 긍정적인 매출이 예상되고 있고, 2분기 중에는 동남아 진출도 예정되어 있다. 동사는 프리스타일 외에 '오션엔엠파이어', '건설배틀 토탈워페어' 등 전쟁 시뮬레이션게임 라인업을 구축하고 있다. 연내 '크로스파이어'와 '테라' 등 기존 히트작 기반의 신작 출시도 예상된다. 작금의 모바일 시장은 경쟁 심화와 하이엔드 장르 위주의 시장재편에 따라 흥행 가능성은 더욱 낮아지고 있고 흥행 사이클은 점점 축소되고 있다. 반면 퍼블리싱 및 마케팅 관련 비용 증가로 수익성이 악화되고 있어 지역, 유저군별 특성에 맞춘 customization이 더욱 중요해지고 있는 상황이다. 동사는 프리스타일이라는 안정적인 캐쉬카우 라인업을 보유하고 있고, 핵심IP의 경우 로컬 성향에 기반한 자체게임 개발을 기본 사업 골자로 삼고 있어 신작 게임의 흥행도달률과 출시 이후의 영업이익 상승률이 타업체 대비 높은 편이다.

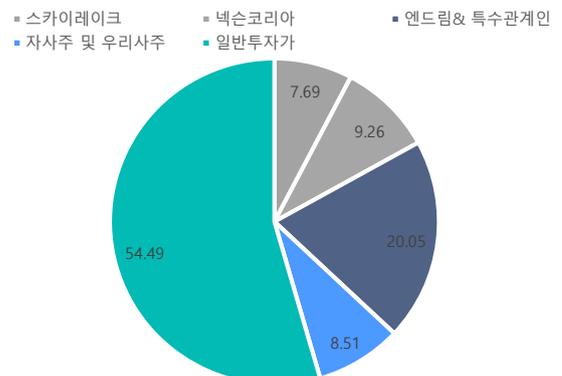
동사는 안정적인 현금흐름을 바탕으로 다양한 신규 사업과 지속적인 R&D 투자가 가능한 업체이다. 최근 최대주주인 엔드림을 상대로 100억원 규모 3자배정 유상증자를 실시했다. 적극적인 사업 전개를 위해 추가 자금을 확보한 것으로 판단된다. 향후 조달한 자금을 바탕으로 자회사 씽크편이 개발한 블레스모바일과 신작 게임의 퍼블리싱에 투자할 것으로 예상되며 확보한 자금을 바탕으로 보다 공격적인 마케팅 전개에 나설 것으로 판단된다. 블레스모바일은 동사가 퍼블리셔로서 사업과 마케팅, 인프라 등은 기존과 같은 방식으로 진행될 것으로 예상되며, 자회사 씽크편은 향후 유저 피드백에 대한 신속한 의사결정 및 개발과 밀접하게 관련된 고객 응대 등의 역할을 수행하게 될 전망이다.

[그림3] 매출 상승률 추이



자료: 조이시티, 상상인증권

[그림4] 주요 주주 현황



자료: 조이시티, 상상인증권

중국향 라인업의 지속적이며 안정적인 매출성과는 동사를 다른 여타 개발업체 대비 높은 밸류에이션을 부여할 수 있는 요인 중 하나라고 판단된다. 프리스타일 온라인은 15년이상 장수하고 있는 흥행 콘텐츠로서 올해 신작 출시가 예정되어 있다. 일정 수준 이상의 흥행성과 시현 시 기존 IP 의존도 감소에 따른 밸류에이션 개선이 기대된다. 기존라인업이 분기별 30억이상 안정적인 영업이익을 달성하고 있어 추가적인 라인업들이 매출 성장에 기여한다면 밸류에이션 리스크는 점차 완화될 전망이다. 국내 캐주얼 IP의 개발자금은 대형 MMO게임 대비 낮고(대략 30~110억 수준) 장르적인 희소가치는 매우 높은편이다. 타 개발사의 신작 IP의 경우 흥행성과를 담보할 수 없으나, 장기 흥행기조를 보이고 있는 프랜차이즈 라인업의 경우 기존 플레이어들의 게임접속률 및 다운로드 횟수는 일정수준 이상 보장될 것으로 판단된다.

현재 블레스모바일은 개발 완성단계에 이르렀고 모히또게임즈가 제작 중인 캐주얼 게임 1종도 연내 출시할 계획이다. 지난해 기저효과 및 1회성 영업손실 이슈를 털어내고, 올 상반기부터 라인업 개선에 따라 턴어라운드 될 가능성이 높다고 예상한다. 블레스모바일의 런칭 기대감으로 2분기를 기점으로 영업마진의 레벨업과 체질개선이 기대된다. 동게임의 흥행성패와는 별개로 게임 출시전까지 주가의 상승 기조가 점차 고조될 것으로 예상된다. 출시 전까지는 트레이딩 관점으로, 출시 이후에는 매출 개선 속도에 따른 비중조절로 대응하는 전략이 유효하다고 판단된다.

Stock Data

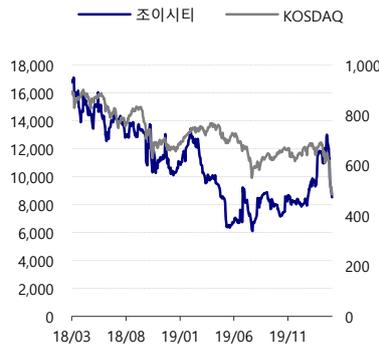
KOSDAQ(3/18)	485.1pt
시가총액	1,166 억원
발행주식수	13,688 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	13,000/6,090 원
90 일 일평균거래대금	10 억원
외국인 지분율	1.3%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	1,195 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-24.6	-26.8	-2.1	-21.1
상대수익률	-6.1	2.1	22.6	14.5

주주구성

엔드림 (외 4 인)	34.0%
디자인통 (외 1 인)	8.6%
넥슨코리아 (외 1 인)	8.0%

Stock Price



조이시티 목표주가 추이		투자의견 변동내역					
		일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율	
						평균주가대비	최고(최저)주가대비
		2020. 03. 19	NR	NR	-	-	-

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자:이종원)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+50% 이상 기대	53.5%	
		Hold (보유)	+30% ~+50% 기대	1.8%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Sell (매도)	-20% ~+30% 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	기대기대		
			-20% 이하 기대	44.7%	
합계	등급보류		100.0%		