

## 탑라인 바텀라인 모두 개선될 23년

**매수**  
(신규)

목표가: 6,500원  
상승여력: 51.3%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

### 게임 업종 내 중소형주 Top Pick

#### 투자 의견 '매수', 목표주가 6,500원. 커버리지 개시

- 23F EPS에 타겟 P/E 20.3배(동사 2020년 평균) 적용. 이익 고속 성장 + 신작 출시기
- 2020년 건설패들 매출 발생이 본격화되며 이익이 급속히 개선되었던 시기와 유사
- 수익성 개선에 따른 실적 모멘텀에 신작 3종 출시에 따른 신작 모멘텀 추가될 전망
- 1Q23: 킹오브파이터, 1H23: 디즈니 나이츠사가, 스타시드(프로젝트M) 출시 예상

### 투자포인트

#### SLG 2종, 서브컬처 1종 등 신작 3종 출시 임박

- SLG 장르인 킹오브파이터(11/3일 FGT 종료), 디즈니 나이츠사가 출시 임박
- IP 파워를 기반으로 한 디즈니 나이츠사가가 건설패들을 잇는 주요 매출원이 될 전망
- 관계사 모히또게임즈에서 개발 중인 서브컬처 장르 스타시드(프로젝트 M) 출시도 임박
- 스타시드 11월 동남아 지역 CBT 완료. 연초 2차 CBT 이후 출시 일정 구체화 전망

#### 건조하게 버터주는 기존 메인 매출원

- 프리스타일은 출시 15년이 넘었음에도 중국 인기로 건조한 매출을 지속(그림 69)
- 21년 가파른 매출 감소세를 보인 캐리비안 해적과 건설패들 하향세 둔화 관찰
- 캐리비안의 해적은 7월 이후 하향세 멈추고 반등. 10월도 MoM 2% 증가 추정

### 23년 실적 전망

#### 탑라인 바텀라인 모두 개선될 23년

- 프리스타일 등 기존작 건조한 매출세 유지 속 신작 합류로 매출액 YoY 14% 증가 예상
- 비용 개선으로 수익성 점진적 개선 전망. 22F OPM 3.4%에서 23F 14.1%로 상승 전망
- 텀팅포인트로의 마케팅비 지출이 4Q22로 일단락될 전망(분기 40~50억원 수준)

#### Key data



|                          |        |               |        |
|--------------------------|--------|---------------|--------|
| 현재주가(22/11/22, 원)        | 4,295  | 시가총액(십억원)     | 294    |
| 영업이익(22F, 십억원)           | 6      | 발행주식수(백만주)    | 69     |
| Consensus 영업이익(22F, 십억원) | 0      | 유동주식비율(%)     | 57.8   |
| EPS 성장률(22F, %)          | -39.0  | 외국인 보유비중(%)   | 4.2    |
| P/E(22F, x)              | 67.4   | 베타(12M) 일간수익률 | 1.36   |
| MKT P/E(22F, x)          | 11.2   | 52주 최저가(원)    | 3,500  |
| KOSDAQ                   | 712.26 | 52주 최고가(원)    | 10,400 |

#### Share performance

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가     | 1.1  | -21.8 | -51.7 |
| 상대주가     | -4.3 | -3.4  | -30.1 |

#### Earnings and valuation metrics

| 결산기 (12월)  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 103  | 165  | 201  | 166   | 190   | 216   |
| 영업이익 (십억원) | 9    | 20   | 22   | 6     | 27    | 39    |
| 영업이익률 (%)  | 8.7  | 12.1 | 10.9 | 3.4   | 14.1  | 18.1  |
| 순이익 (십억원)  | -1   | 11   | 7    | 4     | 22    | 33    |
| EPS (원)    | -25  | 185  | 104  | 64    | 322   | 485   |
| ROE (%)    | -4.9 | 21.8 | 8.0  | 4.4   | 19.6  | 23.7  |
| P/E (배)    | -    | 39.5 | 98.1 | 67.4  | 13.3  | 8.9   |
| P/B (배)    | 1.9  | 4.7  | 7.2  | 2.9   | 2.4   | 1.9   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 조이시티, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션

목표주가 6,500원은 23F EPS 322원에 P/E 20.3배를 적용하여 산출하였다. 타겟 P/E는 동사 2020년 P/E 평균이다. 2023년은 비용 개선을 통한 수익성 개선과 신작 출시를 통한 외형 성장이 예상된다. 2020년 건쉽배틀 매출이 본격 발생하며 이익이 개선되었던 시기와 유사하다. 2020년 영업이익은 YoY로 139% 성장했으며 2023년 영업이익은 YoY 377% 증가할 것으로 예상된다.

23년도 실적은 강력한 글로벌 인지도를 지닌 디즈니 나이츠사가 건쉽배틀 이상의 흥행 성과를 올릴 것으로 가정하여(일매출 1.2억원) 추정했다. 킹오브파이터의 흥행 가능성은 상대적으로 낮다고 판단한다.

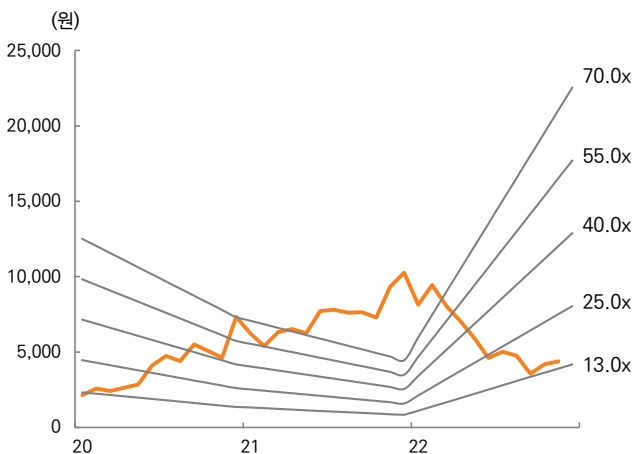
관계사 모히또게임즈가 내년 상반기를 목표로 준비 중인 스타시드(기존 프로젝트M)는 공개된 정보가 적어 기대치를 정하기 이른 상황이다. 그러나 서브컬처 장르 퍼블리싱 강자 빌리빌리가 직접 요청하여 퍼블리싱하는 작품인 만큼 잠재력은 충분할 것으로 판단한다.

표 1. 밸류에이션

| 구분                | 내용     | 비고                                 |
|-------------------|--------|------------------------------------|
| 23F 지배주주순이익 (십억원) | 22     |                                    |
| Target P/E (배)    | 20.3   | 2020년 P/E 평균. 이익 고속 성장 시기 + 신작 출시기 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 445    |                                    |
| 주식 수 (천주)         | 68,514 |                                    |
| 목표주가 (원)          | 6,500  |                                    |
| 현재주가 (원)          | 4,295  |                                    |
| 상승여력              | 51.3%  |                                    |

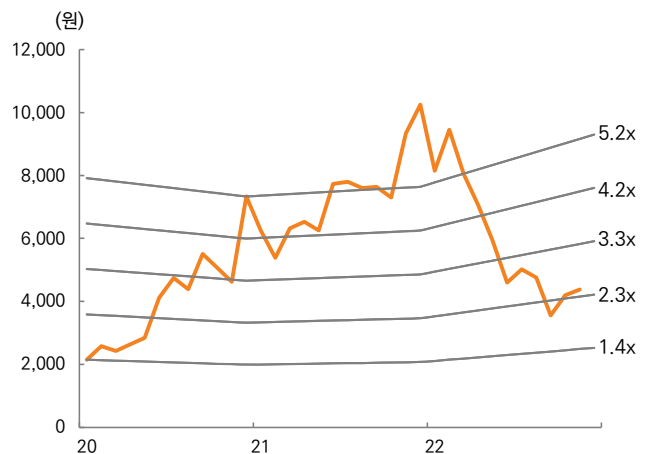
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12MF P/E 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12MF P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기 및 연간 실적 전망

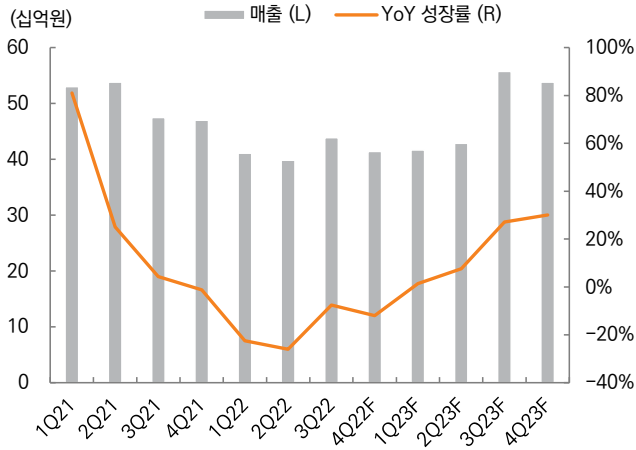
(십억원)

|                | 1Q22        | 2Q22        | 3Q22        | 4Q22F       | 1Q23F       | 2Q23F       | 3Q23F       | 4Q23F       | 2020         | 2021         | 2022F        | 2023F        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>      | <b>41.1</b> | <b>39.8</b> | <b>43.9</b> | <b>41.4</b> | <b>41.7</b> | <b>42.9</b> | <b>52.1</b> | <b>53.3</b> | <b>165.4</b> | <b>201.3</b> | <b>166.2</b> | <b>190.0</b> |
| (% YoY)        | -22.5%      | -26.0%      | -7.6%       | -11.9%      | 1.4%        | 7.6%        | 18.9%       | 28.7%       | 60.3%        | 21.7%        | -17.4%       | 14.3%        |
| 프리스타일          | 11.1        | 9.9         | 9.9         | 10.0        | 10.8        | 9.6         | 9.6         | 9.7         | 36.0         | 41.9         | 40.8         | 39.6         |
| 전쟁시뮬레이션        | 25.8        | 26.5        | 25.7        | 25.3        | 24.6        | 26.9        | 36.1        | 37.0        | 103.7        | 138.1        | 103.4        | 124.6        |
| RPG            | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 8.8          | 3.1          | 0.0          | 0.0          |
| 서브컬처           | 0.2         | 0.3         | 0.2         | 0.2         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 5.2          | 2.1          | 0.9          | 0.5          |
| 기타             | 3.9         | 3.1         | 8.1         | 6.0         | 6.1         | 6.2         | 6.4         | 6.5         | 11.6         | 16.0         | 21.1         | 25.2         |
| <b>판매비와관리비</b> | <b>38.0</b> | <b>39.8</b> | <b>41.7</b> | <b>41.1</b> | <b>37.3</b> | <b>38.2</b> | <b>43.4</b> | <b>44.3</b> | <b>144.9</b> | <b>179.5</b> | <b>160.6</b> | <b>163.2</b> |
| 인건비            | 6.0         | 7.6         | 6.5         | 6.6         | 6.7         | 6.7         | 6.8         | 6.9         | 19.4         | 24.2         | 26.7         | 27.1         |
| 지급수수료          | 18.5        | 17.8        | 17.3        | 17.2        | 17.2        | 17.8        | 22.2        | 22.7        | 80.4         | 90.8         | 70.8         | 79.9         |
| 마케팅비           | 11.4        | 12.2        | 15.4        | 15.0        | 11.0        | 11.2        | 11.4        | 11.7        | 38.2         | 56.0         | 54.0         | 45.3         |
| 기타             | 2.1         | 2.1         | 2.5         | 2.4         | 2.4         | 2.4         | 3.0         | 3.0         | 7.0          | 8.4          | 9.1          | 10.8         |
| <b>영업이익</b>    | <b>3.1</b>  | <b>0.1</b>  | <b>2.2</b>  | <b>0.3</b>  | <b>4.4</b>  | <b>4.7</b>  | <b>8.7</b>  | <b>9.0</b>  | <b>20.5</b>  | <b>21.8</b>  | <b>5.6</b>   | <b>26.8</b>  |
| (% YoY)        | -56.1%      | -98.7%      | -46.9%      | -93.8%      | 40.4%       | -           | 304.1%      | -           | 139.4%       | 6.5%         | -74.2%       | 377.1%       |
| 영업이익률          | 7.6%        | 0.2%        | 4.9%        | 0.6%        | 10.5%       | 11.0%       | 16.7%       | 16.9%       | 12.4%        | 10.8%        | 3.4%         | 14.1%        |
| <b>자배주순이익</b>  | <b>2.7</b>  | <b>0.1</b>  | <b>2.5</b>  | <b>-1.0</b> | <b>3.1</b>  | <b>3.5</b>  | <b>7.5</b>  | <b>7.8</b>  | <b>11.3</b>  | <b>7.0</b>   | <b>4.3</b>   | <b>21.9</b>  |
| 순이익률           | 6.4%        | 0.2%        | 5.8%        | -2.5%       | 7.5%        | 8.1%        | 14.4%       | 14.7%       | 6.8%         | 3.5%         | 2.6%         | 11.5%        |

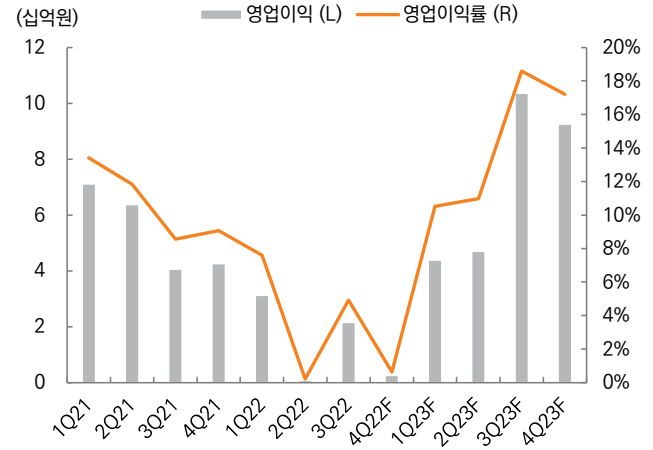
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기 매출 추이

그림 4. 분기 영업이익 추이

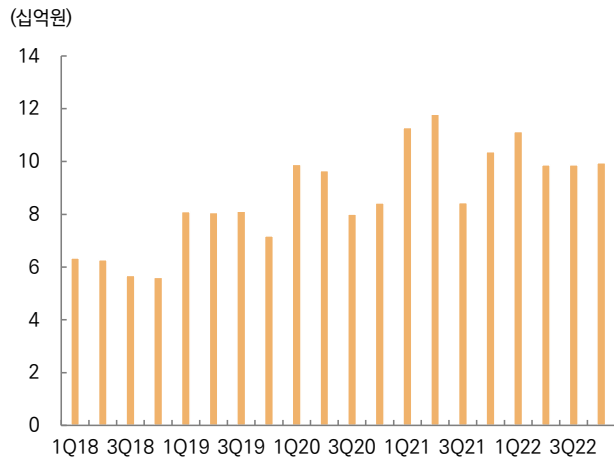


자료: 미래에셋증권 리서치센터



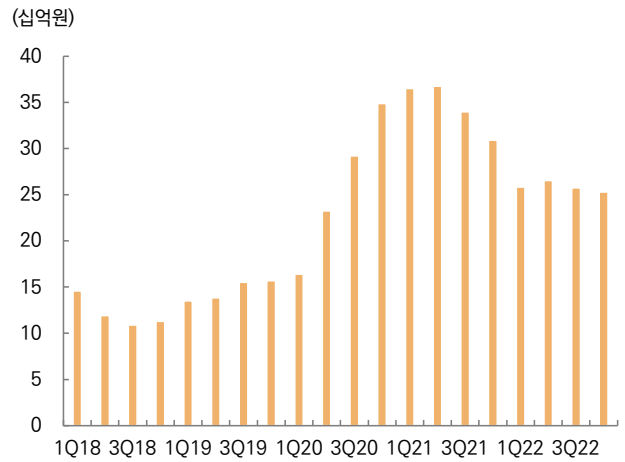
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 프리스타일 분기 매출 추이



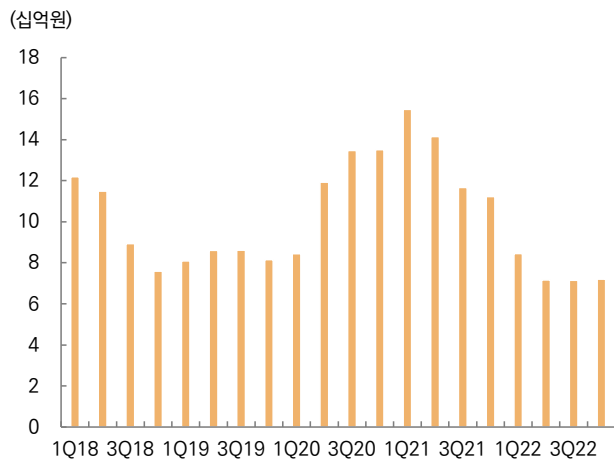
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전쟁시뮬레이션 장르 분기 매출 추이



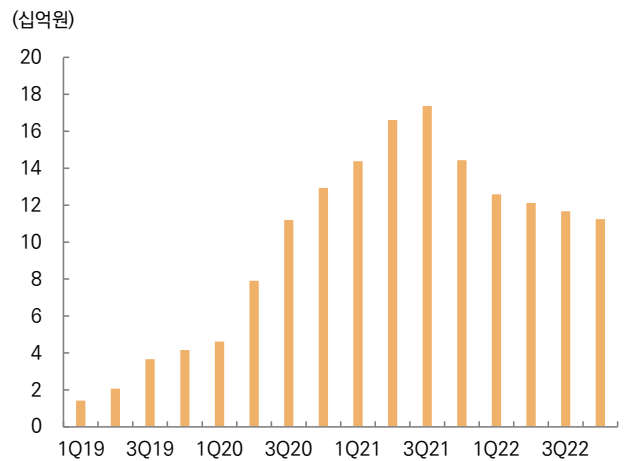
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 캐리비안의 해적 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 건쉽배틀 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

조이스티 (067000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 201  | 166   | 190   | 216   |
| 매출원가            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익           | 201  | 166   | 190   | 216   |
| 판매비와관리비         | 180  | 161   | 163   | 178   |
| 조정영업이익          | 22   | 6     | 27    | 39    |
| 영업이익            | 22   | 6     | 27    | 39    |
| 비영업손익           | -8   | 4     | 1     | 1     |
| 금융손익            | 0    | -1    | -1    | -1    |
| 관계기업등 투자손익      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익        | 14   | 10    | 28    | 40    |
| 계속사업법인세비용       | 7    | 6     | 6     | 7     |
| 계속사업이익          | 7    | 4     | 22    | 33    |
| 중단사업이익          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 7    | 4     | 22    | 33    |
| 지배주주            | 7    | 4     | 22    | 33    |
| 비지배주주           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익           | 7    | 4     | 22    | 33    |
| 지배주주            | 7    | 4     | 22    | 33    |
| 비지배주주           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA          | 26   | 8     | 28    | 39    |
| FCF             | 30   | 8     | 22    | 32    |
| EBITDA 마진율 (%)  | 12.9 | 4.8   | 14.7  | 18.1  |
| 영업이익률 (%)       | 10.9 | 3.4   | 14.1  | 18.1  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 3.5  | 2.4   | 11.6  | 15.3  |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 74   | 79    | 103   | 138   |
| 현금 및 현금성자산  | 24   | 31    | 51    | 81    |
| 매출채권 및 기타채권 | 26   | 22    | 26    | 29    |
| 재고자산        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동자산      | 24   | 26    | 26    | 28    |
| 비유동자산       | 163  | 159   | 159   | 160   |
| 관계기업투자등     | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 유형자산        | 1    | 1     | 0     | 0     |
| 무형자산        | 3    | 1     | 1     | 0     |
| 자산총계        | 238  | 238   | 262   | 298   |
| 유동부채        | 66   | 62    | 64    | 66    |
| 매입채무 및 기타채무 | 17   | 17    | 18    | 19    |
| 단기금융부채      | 39   | 37    | 37    | 37    |
| 기타유동부채      | 10   | 8     | 9     | 10    |
| 비유동부채       | 75   | 74    | 75    | 75    |
| 장기금융부채      | 70   | 70    | 70    | 70    |
| 기타비유동부채     | 5    | 4     | 5     | 5     |
| 부채총계        | 140  | 136   | 138   | 141   |
| 지배주주지분      | 97   | 102   | 124   | 157   |
| 자본금         | 23   | 23    | 23    | 23    |
| 자본잉여금       | 71   | 71    | 71    | 71    |
| 이익잉여금       | -3   | 1     | 23    | 56    |
| 비지배주주지분     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 97   | 102   | 124   | 157   |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 31   | 8     | 22    | 32    |
| 당기순이익               | 7    | 4     | 22    | 33    |
| 비현금수익비용가감           | 22   | 8     | 8     | 7     |
| 유형자산감가상각비           | 2    | 1     | 0     | 0     |
| 무형자산상각비             | 3    | 1     | 1     | 0     |
| 기타                  | 17   | 6     | 7     | 7     |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | 8    | 2     | -1    | -2    |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 2    | 4     | -3    | -3    |
| 재고자산 감소(증가)         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 법인세납부               | -6   | -6    | -6    | -7    |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -137 | 1     | -2    | -2    |
| 유형자산처분(취득)          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산감소(증가)          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -14  | 1     | -2    | -2    |
| 기타투자활동              | -123 | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 110  | -2    | 0     | 0     |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 99   | -2    | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소)          | 14   | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타재무활동              | -3   | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증가              | 5    | 7     | 20    | 30    |
| 기초현금                | 19   | 24    | 31    | 51    |
| 기말현금                | 24   | 31    | 51    | 81    |

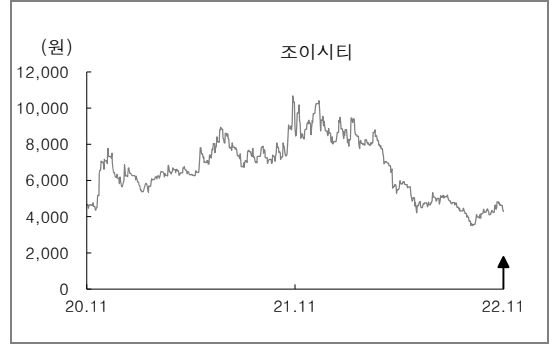
예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2021  | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x)         | 98.1  | 67.4  | 13.3  | 8.9   |
| P/CF (x)        | 23.7  | 22.8  | 9.9   | 7.2   |
| P/B (x)         | 7.2   | 2.9   | 2.4   | 1.9   |
| EV/EBITDA (x)   | 20.1  | 44.4  | 11.7  | 7.6   |
| EPS (원)         | 104   | 64    | 322   | 485   |
| CFPS (원)        | 432   | 188   | 434   | 595   |
| BPS (원)         | 1,423 | 1,482 | 1,804 | 2,289 |
| DPS (원)         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당성향 (%)        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당수익률 (%)       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 매출액증가율 (%)      | 21.7  | -17.4 | 14.3  | 13.7  |
| EBITDA증가율 (%)   | 9.2   | -70.4 | 256.3 | 40.0  |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 6.5   | -74.2 | 377.1 | 43.6  |
| EPS증가율 (%)      | -43.7 | -39.0 | 405.4 | 50.7  |
| 매출채권 회전을 (회)    | 8.2   | 7.3   | 8.6   | 8.6   |
| 재고자산 회전을 (회)    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 매입채무 회전을 (회)    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| ROA (%)         | 4.0   | 1.8   | 8.9   | 11.9  |
| ROE (%)         | 8.0   | 4.4   | 19.6  | 23.7  |
| ROIC (%)        | 40.2  | 14.4  | 138.6 | 195.0 |
| 부채비율 (%)        | 144.4 | 134.0 | 112.0 | 89.8  |
| 유동비율 (%)        | 113.4 | 126.5 | 160.8 | 209.1 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 65.0  | 52.2  | 26.3  | 1.1   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 26.6  | 3.8   | 18.1  | 26.0  |

자료: 조이스티, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2022.11.23 | 매수   | 6,500   | -      | -          |



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

| 기업   | 산업   |
|--|--|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상          | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상       | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상        |  |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(←), Not covered(▣)

투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도   |
|--------|-----------------|--------|------|
| 86.7%  | 5.5%            | 7%     | 0.8% |

\* 2022년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.