

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

티쓰리 (204610)

‘안정’에 ‘성장’을 더하는 2024년

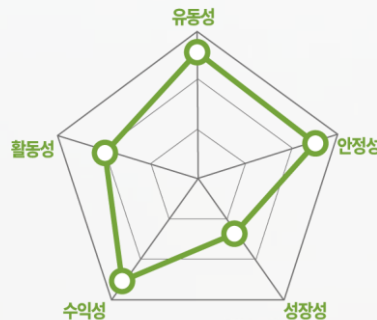
체크포인트

- 당사는 기존 대작 IP인 ‘오디션’과 ‘그라나도 에스파다’를 활용한 ‘오디션 라이프’와 ‘그라나도 에스파다 M’ 흥행에 대한 기대감 존재
- 2024년 영업실적은 매출액 555억원(+8.9%, yoy), 영업이익 110억원(+45.8%, yoy)으로 전망. 게임서비스 부문에서 ‘그라나도 에스파다 M’의 매출이 더해지고, 유통사업 부문의 사업부 개편 및 흑자전환 영향으로 연결 기준 호실적 달성할 것으로 예상
- 당사 주가 밸류에이션은 2024년 실적 기준 PER 9.4x, PBR 0.8x 수준. 2022년 11월 상장 이후 동사의 주가가 PER Band 8.0x ~ 15.0x, PBR Band 0.8x ~ 1.6x 수준에서 형성되었다는 점을 고려한다면, 현재 동사의 주가는 PER·PBR Band 하단에 위치한 것으로 판단

주가 및 주요이벤트

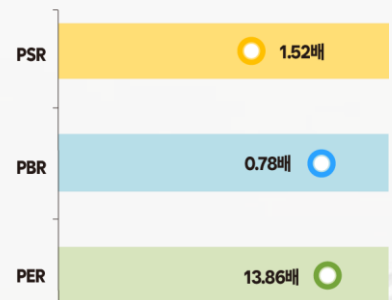


재무지표



주: 2023년 기준, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER, PBR은 2023기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

리듬 액션 게임 '오디션'을 보유한 티쓰리

티쓰리는 2000년 설립된 게임 개발사로 2004년 대표작인 리듬 액션 댄스 게임 '오디션'을 출시했으며 2006년까지 글로벌 37개국에 진출, 현재 글로벌 누적 이용자 수 약 7억명과 누적 매출액 1조 7천억원을 달성한 글로벌 메가 IP를 확보함. 이후 2008년 국내 1세대 게임사인 '한빛소프트'의 지분을 인수하며 게임 라인업을 확대. 2017년 종속회사 한빛드론을 통해 DJI 드론 유통사업까지 사업영역을 확장하고, 기존 게임서비스 부문의 저변 확대와 안정적인 실적 성장세를 기반으로 2022년 11월 코스닥 시장에 상장함

기존 IP를 활용한 신작 기대감 존재

동사는 기존 장수 IP인 '오디션'과 '그라나도 에스파다'를 활용한 '오디션 라이프'와 '그라나도 에스파다 M'에 대한 기대감이 존재. '오디션 라이프'는 '동물의 숲', '심즈' 등과 유사한 라이프 시뮬레이션 게임 장르. '오디션 라이프'는 2025년 상반기 국내 론칭 이후 글로벌 버전(다국어 서비스)을 개발하여 해외지역까지 서비스를 확대할 계획. '그라나도 에스파다 M'은 2024년 2월 론칭한 MMORPG 게임으로 종속회사인 한빛소프트가 국내에서 서비스 중이며, 하반기와 내년 상반기 동남아, 대만, 일본 등 해외에서도 순차적으로 론칭할 예정

주주친화정책에 적극적인 기업

티쓰리는 2022년 11월 코스닥 시장 상장 이후 주주환원 정책을 적극적으로 펼친 기업. 2023년 배당 성장 66.5%, 배당수익률 4.9%를 기록했으며, 현재 시가총액 대비 9.85%의 자사주를 보유, 향후 주주가치 제고 방향으로 자사주를 활용할 계획. 2024년 1분기 기준 현금 및 현금성 자산(단기금융상품 포함) 약 641억원을 고려하면 2024년에도 주주친화정책에 적극적일 것으로 예상

Forecast earnings & Valuation

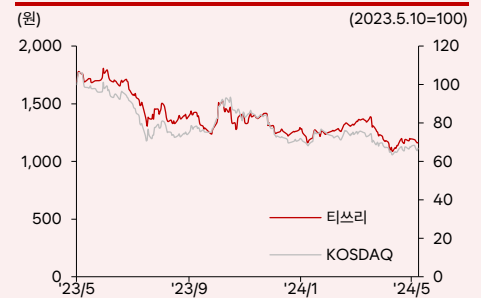
	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	594	687	762	510	555
YoY(%)	36.2	15.5	10.9	-33.1	8.9
영업이익(억원)	33	91	128	76	110
OP 마진(%)	5.6	13.3	16.8	14.8	19.9
지배주주순이익(억원)	29	99	111	56	83
EPS(원)	61	208	220	84	122
YoY(%)	-66.4	241.9	5.4	-61.7	45.6
PER(배)	0.0	0.0	8.0	14.6	9.4
PSR(배)	0.0	0.0	1.2	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	1.4	N/A	3.8	1.4	0.9
PBR(배)	0.0	0.0	1.2	0.9	0.8
ROE(%)	7.4	20.2	14.2	5.8	8.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	3.4	4.9	5.2

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/20)	1,148원
52주 최고가	1,808원
52주 최저가	1,088원
KOSDAQ (5/20)	84708p
자본금	67억원
시가총액	775억원
액면가	100원
발행주식수	67백만주
일평균 거래량 (60일)	48만주
일평균 거래액 (60일)	6억원
외국인지분율	1.40%
주요주주	김기영 외 7인 35.43%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	-18.0	-32.2
상대주가	4.9	-21.3	-32.6

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 리듬 게임 '오디션'을 보유한 티쓰리

2000년 설립,

2004년 오디션 출시

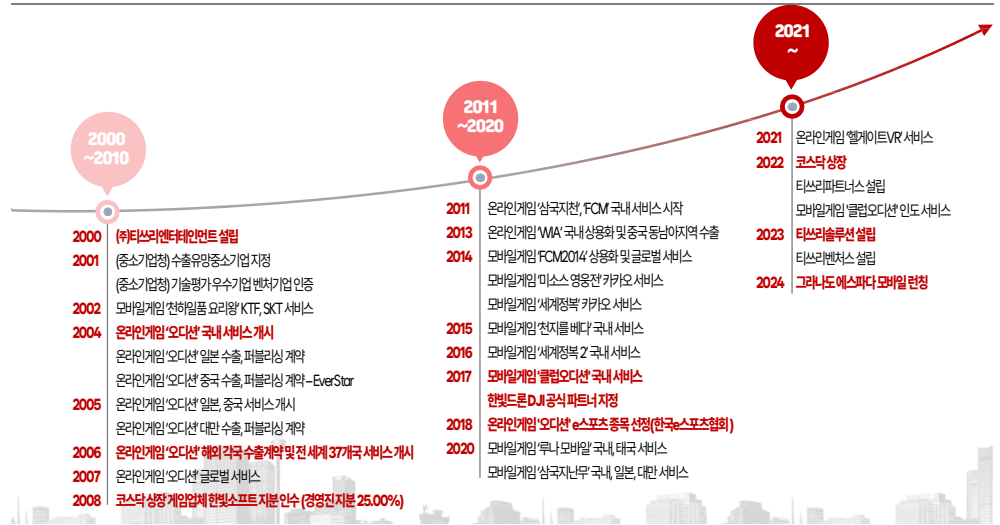
2022년 11월 코스닥 시장 상장

티쓰리는 2000년 설립된 게임 소프트웨어 개발 및 공급업체이다. 당사는 설립 이후 지속적인 게임 개발을 통해 2004년 대표작인 리듬 액션 댄스 게임 '오디션'을 출시했으며 2006년까지 글로벌 37개국에 서비스를 개시하는 적극적인 해외 시장 개척을 진행, 현재 글로벌 누적 이용자 수 약 7억명과 누적 매출액 1조 7천억원을 달성한 글로벌 메가 IP를 확보했다. 이후 2008년 국내 1세대 게임사인 '한빛소프트'의 지분 인수를 시작으로 '삼국지천', 'FCManager', '미소스'와 오디션의 모바일 버전 '클럽오디션' 등 다양한 장르의 게임을 개발 및 서비스하며 게임 라인업을 확대했다. 2017년 종속회사 한빛드론을 통해 DJI 드론 유통사업까지 사업영역을 확장하고, 2018년 '오디션'의 e스포츠 정식 종목 채택 등 기존 게임서비스 부문의 저변 확대와 안정적인 실적 성장세를 기반으로 2022년 11월 코스닥 시장에 상장했다. 상장 이후에도 당사는 2023년 '티쓰리솔루션' 설립을 통해 디지털 트윈, 스펙트럴 이미지 및 드론 자동화 솔루션으로 사업 영역을 다각화했으며, 2024년 '그라나도 에스파다 M' 신작을 출시하며 신성장 동력을 확보했다.

2024년 5월 7일 기준 당사의 최대주주는 창업주인 김기영으로 지분 31.2%를 보유하고 있으며, 설립 이후 최대주주 변경 없이 안정적인 지배구조를 유지하고 있다. 이외에 최대주주의 친인척인 김유라가 2.5%, 대표이사인 홍민균이 0.9%, 관계사 임원 등 그 밖의 특수관계인이 0.8%의 지분을 보유하고 있어 최대주주 및 특수관계인 지분율은 35.4%이다.

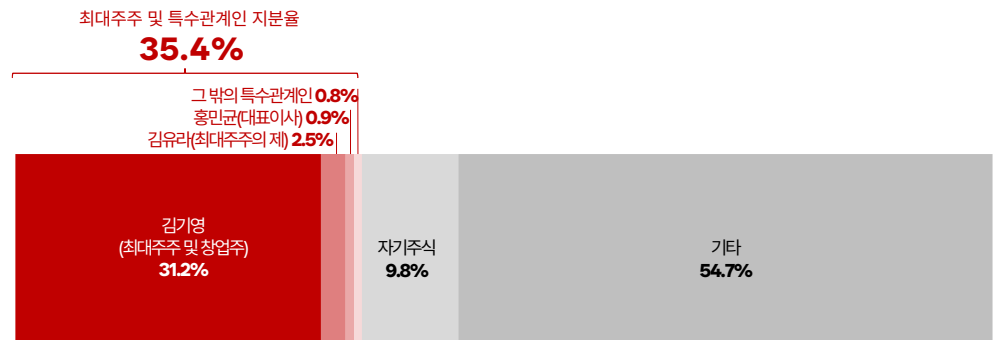
당사는 2024년 1분기 기준 5개의 종속회사를 보유하고 있다. 1) 한빛소프트는 '스타크래프트', '디아블로2', '워크래프트 3' 등 글로벌 메가 IP의 퍼블리싱과 '그라나도 에스파다 M' 등의 개발 역량을 동시에 갖춘 1세대 게임사로, 당사와 함께 게임서비스 사업 부문을 구성하고 있다. 2) 한빛드론은 글로벌 1위 드론 제조업체인 DJI의 공식 파트너로서 산업용 및 농업용 드론 유통 사업을 영위하고 있다. 3) 2023년 7월 설립된 티쓰리솔루션은 디지털 트윈, 스펙트럴 이미지 솔루션과 드론과 로봇을 활용한 측량 및 자동화 사업을 영위하며 당사의 기술 중심의 사업 다각화를 이끌고 있다. 당사의 기타 부문을 구성하는 4) 티쓰리파트너스와 5) 티쓰리벤처스는 벤처 기업에 대한 지분 투자와 인수 합병 등 잠재 기업 발굴을 통해 새로운 사업 기회를 창출하는 역할을 수행하고 있다.

티쓰리 연혁



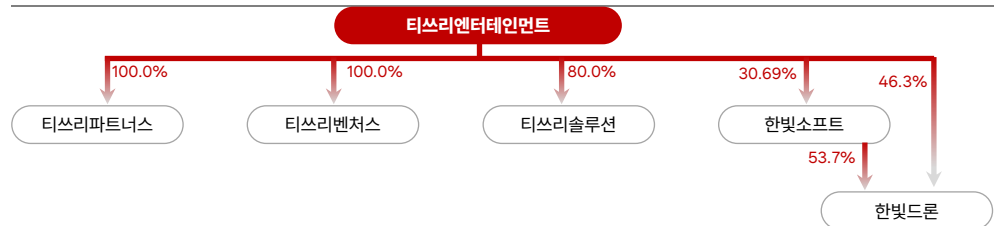
자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

티쓰리 주주현황(2024년 5월 7일 기준)



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

티쓰리 종속회사 현황(2024년 1분기 기준)



*한빛소프트는 지분율이 50%를 초과하지 않으나 영업상황 및 지배구조 측면에서 지배기업이 지배력을 유지한다고 판단하여 종속기업으로 분류

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

■ 비즈니스 현황

게임서비스 65.7%,
유통사업 28.0%,
기타 6.3%로 구성

1) 게임서비스

2023년 기준 게임 서비스 부문은 전사 매출의 65.7%를 차지하고 있으며, 게임 부문 내 지역별 매출은 중국 24.9%, 국내 17.5%, 베트남 9.1%, 태국 3.9%, 대만 3.3%, 기타 6.9%로 구성되어 있다. 동사 게임의 국내시장은 종속회사 한빛소프트가 퍼블리셔를 담당하고 있으며, 해외시장은 과거 한빛소프트를 통해 현지의 2차 퍼블리셔와 계약을 맺었으나 2021년 4분기부터 티쓰리가 Nineyou(중국), VTC(베트남), Playpark(태국) 등 해외 현지 퍼블리셔와 계약을 직접 체결하여 해외 사업을 전개 중이다. ‘오디션’과 ‘클럽오디션’은 부분 유료화 게임으로 게임 내에서 게임에 도움이 되는 아이템이나 자신의 캐릭터를 꾸미기 위한 아이템 등을 이용자 선택에 따라 구매할 수 있다. 온라인게임의 매출채권 회수기일은 국내는 30일, 해외는 90일 이내, 모바일게임의 경우 구글과 애플 등에서 정산 후 1~2 개월 안에 대금 회수가 진행된다. 동사의 대표작으로는 ‘오디션’, ‘클럽오디션’이 있으며 이 외에도 자회사 한빛소프트를 통해 ‘그라나도 에스파다’, ‘에이카’ 등 다양한 게임을 서비스하고 있다.

1. 오디션

동사의 주요 게임은 리듬 댄스 장르의 PC게임 ‘오디션’이 있다. 오디션은 2004년 출시된 게임으로 현재 한국, 중국, 대만, 태국, 인도네시아, 싱가포르, 말레이시아, 필리핀, 남미에서 서비스 중이다. 오디션은 누적 매출액 1조 7천억원, 누적 가입자 7억명 이상, 동시 접속자 수 130만명의 기록을 달성한 글로벌 게임이다. 최근 오디션의 실적은 해외 매출이 견인, 해외 매출은 2019년 118억원에서 2023년 184억원까지 안정적으로 성장하였다.

2. 클럽오디션

클럽오디션은 오디션의 모바일 버전으로 2017년 국내에 출시되었다. 2020년 9월 동남아시아 7개국에서 순차적으로 서비스를 개시하였으며, 2021년 6월 남미, 2022년 5월 인도까지 서비스 지역을 확대, 세계적으로 동일한 콘텐츠를 지역 구분 없이 제공하는 글로벌 원빌드(Global One Build) 서비스로 제공되고 있다.

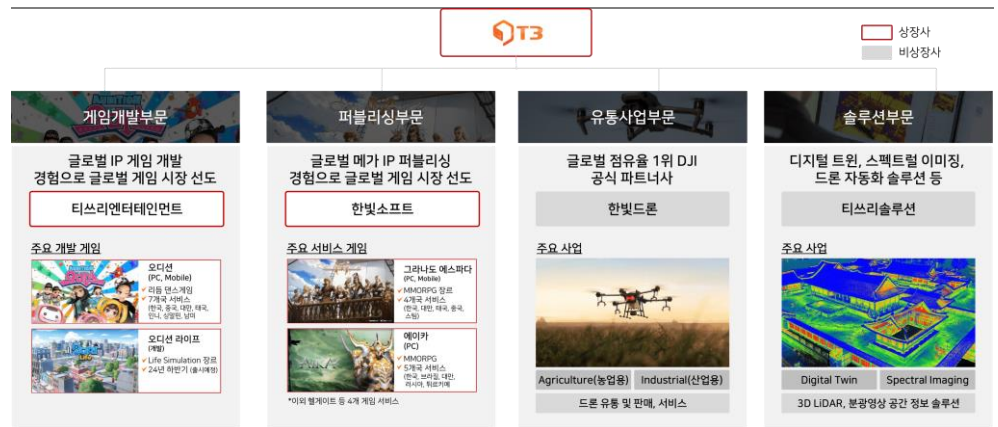
2) 유통사업

동사는 종속회사 한빛드론을 통해 2017년부터 유통사업을 영위 중으로 연결 매출의 28.0%를 차지하고 있다. 글로벌 드론 시장 점유율 1위 DJI의 공식 파트너사로 농업용, 산업용, 취미용 등 다양한 부문의 드론을 유통 및 판매하고 있다. 2023년말부터는 재고 및 사업 리스크를 관리하기 위해 B2C 비중을 낮추고, B2B 비즈니스를 확대하며 사업영역을 재정비 중이다.

3) 솔루션 및 기타

이 외에 동사는 종속회사 티쓰리솔루션이 영위 중인 디지털 트윈, 스펙트럴 이미징(초분광 및 다분광 등) 솔루션 등 공간 데이터 분석 사업과 티쓰리파트너스와 티쓰리벤처스가 영위 중인 투자 사업을 영위 중이다.

티쓰리의 사업부문



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

오디션과 클럽오디션 게임 소개

Game Concept

게임을 즐기기 위한
Play To Enjoy

커뮤니티
커플가든, 캠

게임모드
20여개 이상의
플레이 방식

커스터마이징
약 8만종 이상의
다양한 아이템

Audition Line-up

오디션 (Audition)

- ✓ 출시일 : 2004년 10월
- ✓ 장르 : 온라인 리듬액션 게임
- ✓ 게임 특징 :
 - 국내 최초 리듬 댄스 액션 게임
 - 세계 누적 매출액 약 1조 7천억원
 - 국가별 2,000국 이상의 인게임 채보 보유
 - 유일한 E-Sports 리듬댄스장르 게임

클럽 오디션 (Club Audition)

- ✓ 출시일 : 2017년 3월
- ✓ 장르 : 모바일 리듬액션 게임
- ✓ 게임 특징 :
 - '오디션' IP 기반의 모바일 버전
 - 단순한 조작 방식으로 낮은 진입장벽
 - 여성 이용자 비율 60% 이상

채보 : 게임에서 맞춰야 하는 리듬

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

1 게임 시장 규모와 밸류체인 현황

2,000억 달러 규모를

상회하는 글로벌 게임 시장과

게임산업의 밸류체인 현황

글로벌 게임 시장은 2018년 1,776억 달러에서 2022년 2,082억 달러 규모까지 성장했다. 2020년 ~ 2021년 2년 동안 코로나-19 영향으로 9.5%, 5.9%의 높은 성장률을 기록하였으나 2022년 엔데믹 영향으로 외부활동이 증가하며 성장률은 0.9%까지 감소한 것으로 분석된다. 국내 게임 시장은 2018년 14.3조원에서 2022년까지 CAGR 11.8%를 기록하며 22.2조원 규모까지 성장하였다. 한국의 게임 산업 시장규모는 글로벌 4위(미국 22.8%, 중국 22.4%, 일본 9.6% 순)로 세계 게임 시장의 약 7.8%를 차지하고 있다.

게임은 게임 장치에 따라 PC, 모바일, 콘솔, 아케이드로 나눌 수 있으며 국내의 경우 28.6%, 64.4%, 5.5%, 1.5%, 해외의 경우 17.5%, 44.0%, 28.4%, 10.1%로 구성되어 있다. 국내에서는 모바일과 PC가 게임 산업의 대부분을 차지하고 있는 반면 해외에서는 콘솔 시장이 PC보다 높은 점유율을 차지한다는 특징이 있다.

게임 산업의 밸류체인은 기획 및 개발, 배급, 유통 및 서비스, 소비 단계로 구분된다. 각 단계별 주요 주체는 개발사, 퍼블리셔(배급), 플랫폼, 소비자가 있다. 온라인 게임의 경우 모바일 게임보다 상대적으로 서버와 네트워크 등의 IT 인프라가 요구되기 때문에 현지에서 운영 경험이 있는 퍼블리셔를 활용한다. 모바일 게임은 유통 경로에 따라 직접 개발사가 서비스 및 게임 운영까지 담당하거나 메신저 플랫폼 및 해외 퍼블리셔를 통해 서비스가 제공된다.

1. 개발사

게임 개발사는 게임의 제작·개발을 담당한다. 게임의 아이디어를 구상하고 디자인, 프로그래밍, 테스트 등 전 과정을 관리한다. 게임 개발 이후 개발사는 퍼블리셔에게 게임을 공급하고 독점적 판매 권한을 주는 대가로 판권료(License Fee) 및 수익 분배(Revenue Share) 등을 제공받는다. 국내 대표 기업으로는 넥슨, 엔씨소프트, 펄어비스 등이 있다. 개발사에게 최근 가장 큰 이슈는 장르 집중이다. 한국 게임 산업은 모바일 플랫폼과 MMORPG 그리고 확률형 아이템을 기반으로 단기간 내 빠른 성장을 기록할 수 있었다. 하지만 현재는 유사 게임들의 지속적인 출시로 인한 시장 포화 상태, 게임 간의 차별화 부족, 게임 외 다양한 콘텐츠 확대 등으로 게임 산업의 성장이 제한되었으며, 새로운 돌파구가 필요한 상황이다.

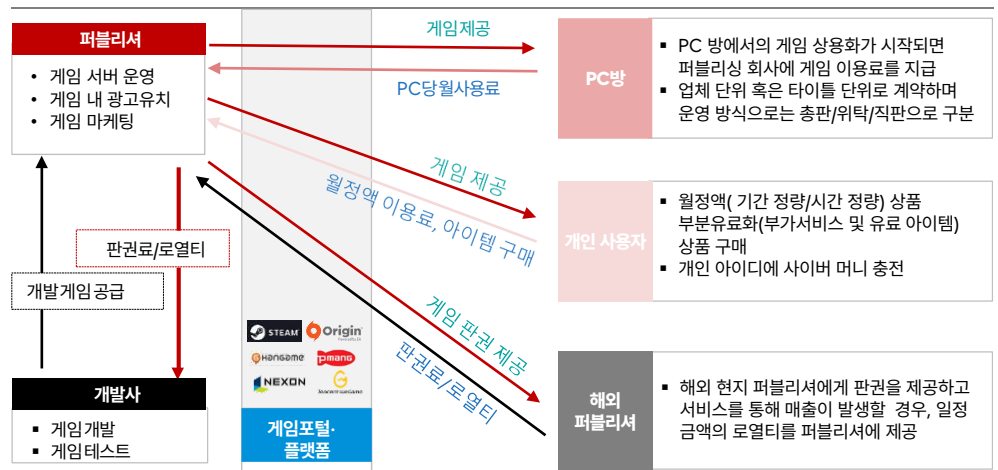
2. 퍼블리셔

퍼블리셔는 개발사와의 개발비 분담, 수익 분배 방식, IP 소유 등의 조건이 포함된 계약을 통해 게임을 확보한 후, 시장에 출시하고 판매하는 역할을 담당한다. 국내 대표기업으로는 카카오게임즈, 넷마블 등이 있다. 최근 게임시장에서 개발사와 유통사(퍼블리셔)의 경계가 불분명해지고 있다. 일정 규모 이상의 개발사들은 게임을 직접 출시하는 추세이고, 퍼블리셔는 자금 기반의 마케팅 지원 능력을 보유하거나 유통 플랫폼 운영의 명확한 장점을 보유하고 있어야 경쟁력 있는 게임 타이틀 소싱이 가능하게 되었다.

3.플랫폼

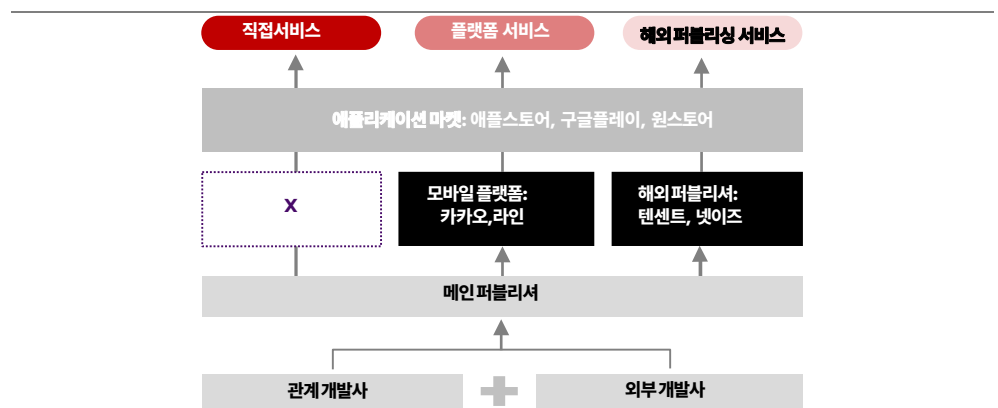
게임이 유통되는 매체를 의미한다. 일반적으로 PC에서는 스팀-에픽게임즈 스토어, 모바일에서는 구글 플레이-애플 앱 스토어 등이 대표적이며 수수료율은 약 30% 수준이다. 플랫폼 부문에서는 최근 앱마켓 반독점법 관련 외부 결제시스템 사용 및 수수료 이슈가 있다. 2020년 에픽게임즈가 포트나이트의 아이템을 자사 홈페이지에서 앱 마켓 대비 20% 인하된 가격으로 판매하면서 소송이 시작되었다. 당시 애플과 구글이 포트나이트를 앱 마켓에서 퇴출시켰고 에픽게임즈는 미국에서 반독점 혐의로 소송을 제기하였다. 2024년 1월 에픽게임즈와 애플 간 반독점 소송이 마무리되며 앱스토어 밖의 외부 결제 시스템을 허용하지 않는 것은 경쟁을 제한하는 것으로 받아들여졌고, 앱 개발자들은 앱스토어 외에 다른 결제 시스템도 허용되게 되었다. 구글과 에픽게임즈 소송의 경우 2023년 12월 에픽게임즈의 승소로 1심 판결이 결정되었고, 구글은 항소를 계획하고 있다.

온라인 게임의 비즈니스 모델



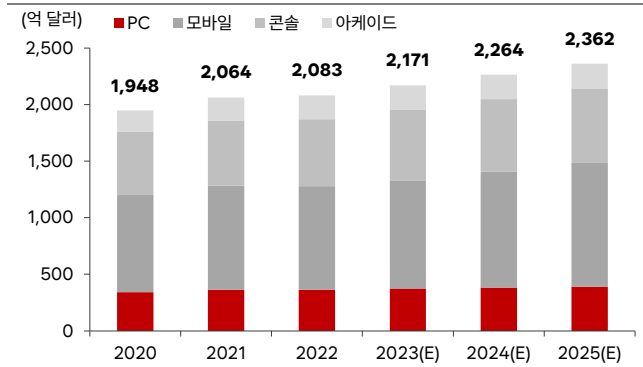
자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터

모바일 게임의 비즈니스 모델



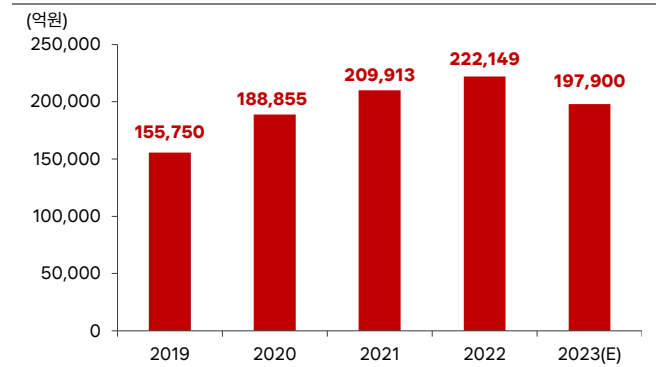
자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 게임 시장 규모



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 게임 시장 규모



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 게임 수익 모델의 변화

패키지→월정액→부분 유료화 순으로 변화한 수익 모델

게임 산업에서 수익 창출 방식은 기술 발전과 유저들의 수요 변화, 경제적 요인들에 의해 변화되어 왔다. 1980년대 초기 게임 산업에서는 카트리리지, 디스켓, CD 등의 물리적 패키지를 통한 게임 판매가 주를 이루었다. 사용자는 게임을 한 번 구매하여 영구적으로 소장할 수 있었고, 소유권을 제공하며 심리적 만족감도 충족시켰다. 게임사는 게임 출시 초기에 수익을 빠르게 확보할 수 있었지만, 초기 흥행이 부진할 경우 회복이 어려웠고 중고 시장의 활성화로 추가적인 수익이 제한적이며 불법 복제로 인한 수익 감소라는 단점이 존재했다. 1990년대 후반, 인터넷의 보급과 함께 게임회사들은 온라인으로 게임 서비스를 제공하기 시작하였고, 매달 일정 금액의 구독료 모델을 도입했다. 사용자에게 지속적인 게임 업데이트와 커뮤니티 서비스를 제공하고, 회사는 안정적인 수익을 창출하게 되었다. 하지만 정액제의 경우 게임을 충분히 체험하기 전 일정 금액의 지불이 필요하기 때문에 신규 유저 입장에서 초기 비용 부담이 존재하고, 라이트 유저들의 경우 경제적 부담으로 인해 이탈 가능성이 존재한다는 단점이 있다. 2010년대 디지털 플랫폼 및 모바일 기술 발전 영향과 기존 정액제의 단점을 해결하기 위한 수단으로 부분 유료화 모델이 나타나기 시작했다. 부분 유료화 모델의 경우, 게임은 무료로 제공되며 사용자는 게임 내에서 추가 콘텐츠나 아이템을 유료로 구매할 수 있다. 유저가 일정 금액을 지불하고 랜덤한 보상을 받는 '확률형 아이템'이 대표적이지만, 사행성을 조장하고 게임사의 확률 조작 논란도 발생하는 등의 문제점이 있다. 이를 해결하기 위해 최근 활발히 도입 중인 배틀패스의 경우, 특정 기간 동안 플레이를 통한 레벨 업, 기간 별 과제 등 진척도를 올려 게임 내 각종 리워드를 받을 수 있는 시스템으로 유료 사용 시 무료 사용자보다 더 많은 보상을 받을 수 있다. 이러한 시스템은 플레이어에게 명확한 보상을 제공하여 게임에 대한 몰입도와 참여도를 높이는 동시에 게임 내 유료·무료 사용자 간의 적절한 균형을 유지할 수 있도록 한다.



투자포인트

기존 IP를 활용한 신작 게임 론칭

기존 장수 IP를 활용한
신작 기대감 존재

1) 오디션 라이프

티쓰리는 20년 이상의 레퍼런스를 보유한 오디션 IP를 활용하여 PC게임 '오디션 라이프'를 개발 중이다. '오디션 라이프'는 '동물의 숲', '심즈' 등과 유사한 라이프 시뮬레이션 장르의 게임이다. '오디션 라이프'는 다양한 직업을 체험하며 부를 축적하는 경제 요소가 적용, 이를 활용하여 자유롭게 게임 속 도시를 여행하고 유저 간 커뮤니케이션을 하는 등 유저의 자유도가 높은 게임이다. 2025년 상반기 국내 론칭 이후 글로벌 버전(다국어 서비스)을 개발하여 해외지역까지 서비스를 확대할 계획이다.

2) 그라나도 에스파다 M

'그라나도 에스파다 M'은 2024년 2월 론칭한 MMORPG 게임으로 종속회사인 한빛소프트가 국내에서 서비스 중이며, 하반기와 내년 상반기 동남아, 대만, 일본 등 해외에서도 순차적으로 론칭할 예정이다. 2022년 10월 일렉트로닉스 익스트림과 태국, 2023년 3월 메가서스 인포테크와 인도네시아 퍼블리싱 계약을 각각 체결하였다. '그라나도 에스파다 M'은 2006년부터 서비스 중인 '그라나도 에스파다 PC' 게임의 IP를 활용한 모바일 버전으로 3MCC(Multi-Character Control)를 도입하여 3가지 캐릭터를 운영할 수 있다는 특징이 있다. '그라나도 에스파다 PC' 게임의 경우, 글로벌 20개국에서 서비스되었고, 3,000만명의 플레이어들이 플레이한 대작 IP이다. IP는 종속회사인 한빛소프트(지분율 30.69%)와 관계기업인 아이엠씨게임즈(한빛소프트가 36.11% 지분 보유)가 공동으로 보유하고 있다.

오디션 라이프

신규 게임 개요



- 오디션 라이프 (Audition Life)**
- 장르: Casual MMO Life Simulation Game(PC Platform)
 - 환경: 2025년 상반기 예정
 - 특징: 경제세계가 존재하는 라이프 시뮬레이션 게임 ('오디션' IP 활용)

Audition Life (Game Preview)



다양한 직업 체험 및 커스터마이징 기반 오픈월드 시뮬레이션

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

그라나도 에스파다 M

신규 게임 개요



그라나도 에스파다 모바일 (Granado Espada Mobile)

- 장르: MMORPG (Mobile Platform)
- 런칭: 2024년 2월 22일
- 특징: 3MCC(Multi-Character Control) 및 영입, 도감, 무역 시스템 등 콘텐츠, 감성적인 BGM

Granado Espada Mobile (Game Preview)



그라나도 에스파다 게임의 IP를 활용한 모바일 버전의 MMORPG

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

적극적인 주주친화정책

배당과 자사주 매입에
적극적인 티쓰리

티쓰리는 2022년 11월 코스닥 시장 상장 이후 약 177억원의(배당 76억원, 자사주 취득 101억원) 주주환원 정책을 적극적으로 펼친 기업이다.

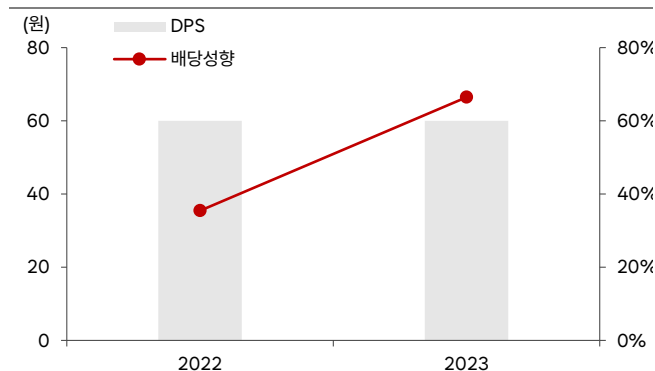
1) 배당

2022년, 2023년 결산 배당 DPS 60원, 배당성향은 2022년 35.5%, 2023년 66.5%, 배당수익률은 3.4%, 4.9%를 각각 기록했다. 2023년 실적이 2022년 대비 부진했음에도 불구하고 안정적인 재무구조를 바탕으로 DPS가 유지되었다는 점과 지속적인 주주환원 정책에 우호적인 계획을 고려하여 2024년에도 비슷한 규모의 배당이 이뤄질 것으로 전망한다.

2) 자사주

동사는 2023년 ~ 2024년 기간 동안 자사주 매입을 통해 664만주(발행주식수 대비 9.85%), 총 101억원의 자사주를 취득하였으며, 향후 주주가치 제고 방향으로 자사주를 활용할 계획이다.

배당 추이



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

자사주 매입 현황

(단위: 주, 억원)

From	To	주식수	취득 금액
2023.05.12	2023.06.08	1,774,098	30
2023.06.13	2023.07.10	1,699,716	29
2024.02.27	2024.04.08	3,169,572	42
합 계		6,643,386	101

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

실적 Review

2023년

매출액과 영업이익 모두

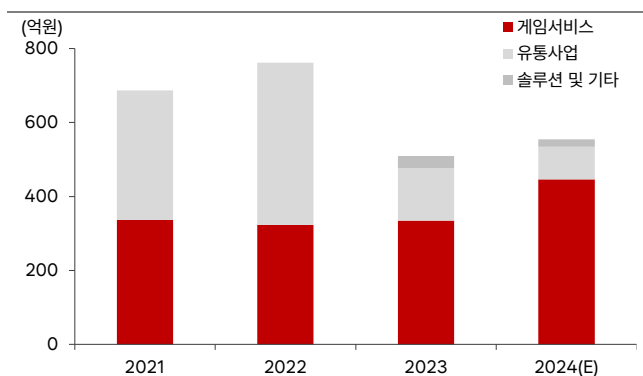
역성장 기록

티쓰리의 2021년 영업실적은 매출액 687억원(+15.5%, yoy), 영업이익 91억원(+174.6%, yoy)을 기록했다. 게임부문에서는 오디션과 클럽오디션의 해외 퍼블리셔를 통한 서비스 지역 확대 영향이 있었다. 특히 2021년 10월부터 동사가 해외퍼블리셔와 직접 계약을 체결한 베트남, 중국 등에서 매출이 증가하였다. 유통사업 부문에서는 국내 드론 시장 확대 영향으로 꾸준한 매출 성장을 기록하였다. 영업이익률은 전년 대비 7.7%p 개선된 13.3%를 달성했다. 2020년 '루나모바일' 관련 마케팅 비용 집행으로 기저효과가 있었고, 경영 효율화로 인한 인건비 감소가 영향을 미쳤다.

2022년 영업실적은 매출액 762억원(+10.9%, yoy), 영업이익 128억원(+40.4%, yoy)을 기록했다. 드론의 온라인 판매 호조로 유통사업부문의 매출이 전년대비 25.1% 증가하며 매출 성장에 기여하였고, 게임서비스 부문에서는 라인업 효율화를 위해 수익성이 낮은 게임 서비스를 중단하며 매출은 감소하였으나 오디션의 해외매출 상승이 지속되며 전년 수준의 매출을 기록할 수 있었다. 영업이익률은 전년 동기 대비 3.5%p 개선된 16.8%를 기록하였다. 게임서비스 부문의 라인업 효율화와 유통사업부문의 영업 레버리지 효과 발생이 영향을 미친 것으로 분석된다.

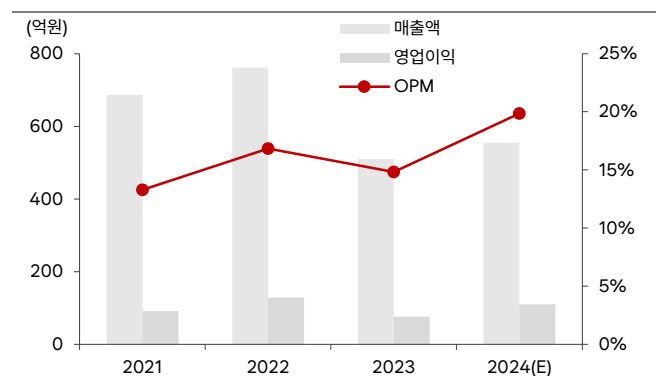
2023년 동사의 실적은 매출액 510억원(-33.1%, yoy), 영업이익 76억원(-41.0%, yoy)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 역성장을 기록했다. 부문별로 살펴보면 게임서비스 3.6%, 유통사업 -67.5%의 성장률을 기록했다. 게임 개발 부문에서는 적자 게임 프로젝트(도시어부 및 오디션퍼즐) 서비스를 종료했음에도 불구하고 '오디션'의 해외 주요 국가 매출이 상승하며 매출액이 소폭 증가하였다. 유통사업 부문에서는 하반기부터 B2C 재고 리스크 관리 목적으로 사업을 재편하며 매출이 감소했다. 영업이익률은 전년 동기 대비 2%p 하락한 14.8%를 기록했다. '오디션'의 경우 해외 주요 국가의 매출 성장 지속과 영업 레버리지 효과가 있었지만, '그라나도 에스파다 M' 개발 비용이 크게 증가하였고, 한빛 드론의 매출 감소에 따른 적자 전환 영향이 있었다.

티쓰리 매출액 추이



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

티쓰리 영업 실적 추이



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

2024년 실적 전망

**2024년 매출액 +8.9%,
영업이익 +45.8% 성장 전망**

2024년 1분기 영업실적은 매출액 126억원(-12.1%, yoy), 영업이익 25억원(+19.6%, yoy)을 기록했다. 오디션의 안정적인 매출에 2월 22일 종속회사 한빛소프트가 론칭한 '그라나도 에스파다 M' 매출이 더해지며 게임서비스 부문의 매출액은 111억원(+41.3%, yoy), 영업이익은 38억원(+100.1%, yoy)을 기록하였다. 유통사업 부문의 경우, 사업부 개편 영향으로 매출액이 전년 동기 대비 92.0% 감소한 5억원을 기록했으며, 영업이익은 -3억원으로 적자전환 하였다.

2024년 영업실적은 매출액 555억원(+8.9%, yoy), 영업이익 110억원(+45.8%, yoy)으로 전망한다. '그라나도 에스파다 M'의 국내 매출이 연간으로 모두 인식되고 하반기 해외 진출 계획을 감안, 게임서비스 부문 매출액은 전년 동기 대비 33.3%, 영업이익은 31.9% 성장할 것으로 전망된다. 유통사업 부문의 경우, B2C 사업부문이 축소되며 전년 동기 대비 매출액은 37.8% 감소할 것으로 예상되지만 하반기 사업 개편이 완료되며 연간으로는 BEP를 소폭 상회하는 실적을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

티쓰리 분기 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
매출액	143	140	142	84	126
게임서비스	79	102	76	78	111
유통사업	65	38	31	9	5
솔루션 및 기타	0	0	35	-3	10
영업이익	21	30	42	-18	25
OPM	14.8%	21.5%	29.6%	-21.0%	20.2%

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

티쓰리 연간 실적 Table

(단위: 억원)

	2021	2022	2023	2024(E)
매출액	687	762	510	555
게임서비스	336	323	335	446
유통사업	351	439	143	89
솔루션 및 기타	0	0	32	20
영업이익	91	128	76	110
OPM	13.3%	16.8%	14.8%	19.9%

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

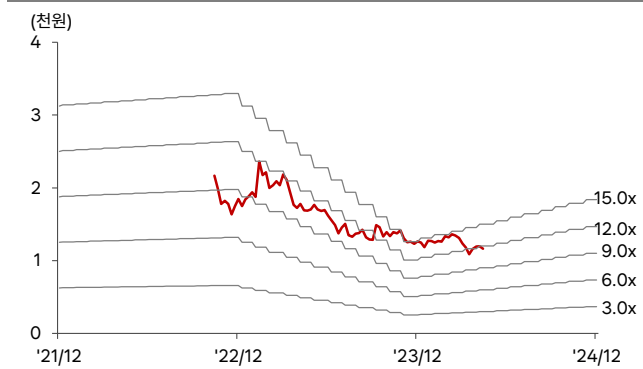
Historical Valuation 비교

상장 이후 우하향을 지속 중인
주가, 실적 개선 예상 및 현 주가
수준 고려 시 향후 재평가 기대

티쓰리 현재 주가의 밸류에이션은 2024년 실적 기준 PER 9.4x, PBR 0.8x 수준이다. 2022년 11월 상장 이후 동사의 주가가 PER Band 8.0x ~ 15.0x, PBR Band 0.8x ~ 1.6x 수준에서 형성되었다는 점을 고려한다면, 현재 동사의 주가는 PER-PBR Band 하단에 위치한 것으로 판단된다.

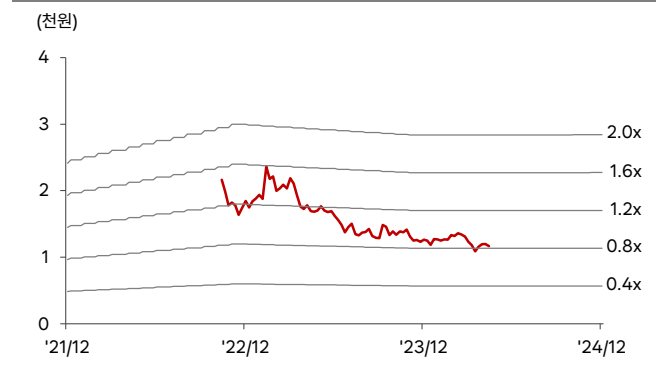
동사의 주가는 상장 전 기존투자자인 2대 주주 보유 주식의 오버행(22.1%) 이슈와 게임 산업에 대한 시장의 낮은 관심, 부진했던 2023년 실적 등으로 인해 상장 이후 현재까지 우하향을 기록하였다. 하지만 현재 오버행 이슈가 해소되고, 2024년 실적 개선이 예상되며 주가가 역사적 저점 수준이라는 점을 고려한다면 향후 재평가 기대 가능성도 존재한다고 판단된다.

티쓰리 PER Band



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

티쓰리 PBR Band



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

피어그룹 비교

중소형 게임사들과 비교시에도
저평가 구간

중소형 게임사 중 2024년 실적 컨센서스가 존재하는 웹젠, 컴투스, 데브시스터즈, 조이시티를 피어그룹으로 선정했다. 2024년 실적 기준 동사의 멀티플은 PER 9.4x, PBR 0.8x로 피어그룹의 평균 멀티플 PER 13.9x, PBR 1.7x을 감안하여 현재 동사의 주가는 저평가 구간에 위치한 것으로 판단된다.

웹젠은 3D MMORPG 게임 '뮤'의 IP를 23년간 적극적으로 활용하고 있으며, 컴투스는 10주년을 맞이하는 모바일 RPG 서머너스워 및 다양한 야구게임 라인업을 보유하고 있고, 데브시스터즈는 러닝 액션 장르 쿠키런 IP, 조이시티는 온라인 스포츠게임 프리스타일 IP를 기반으로 다양한 게임을 서비스 중이다.

PEER그룹 실적 Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

		티쓰리	웹젠	컴투스	데브시스터즈	조이시티	평균
코드		A204610	A069080	A078340	A194480	A067000	
현재 주가 (05/20)		1,148	16,680	43,150	56,000	2,480	
시가총액		775	5,830	5,496	6,727	1,734	
매출액	2021	687	2,848	5,587	3,693	2,013	
	2022	762	2,421	6,773	2,144	1,638	
	2023	510	1,963	7,396	1,611	1,496	
	2024F	555	2,567	7,808	2,822	1,608	
영업이익	2021	91	1,030	526	567	218	
	2022	128	830	-151	-199	74	
	2023	76	499	-332	-480	253	
	2024F	110	673	116	577	168	
영업이익률	2021	13.3	36.2	9.4	15.3	10.8	
	2022	16.8	34.3	-2.2	-9.3	4.5	
	2023	14.8	25.4	-4.5	-29.8	16.9	
	2024F	19.9	26.2	1.5	20.4	10.4	
순이익	2021	99	869	1,294	604	70	
	2022	111	724	334	-67	32	
	2023	56	576	398	-496	55	
	2024F	83	715	292	495	119	
EPS 성장률	2021	241.9	0.8	61.1	1,103.6	-43.7	280.4
	2022	5.4	-16.7	-74.2	-110.7	-55.4	-64.2
	2023	-61.7	-19.7	19.3	-635.7	71.4	-141.2
	2024F	45.2	24.2	-45.9	200.0	116.3	71.3
PER	2021	N/A	11.8	15.7	19.9	65.4	28.2
	2022	8.0	7.4	23.0	N/A	86.6	39.0
	2023	14.6	9.9	15.9	N/A	34.0	20.0
	2024F	9.5	8.2	18.8	13.6	14.8	13.9
PBR	2021	N/A	1.7	1.6	6.7	4.8	3.7
	2022	1.2	0.8	0.6	3.3	2.8	1.9
	2023	0.9	0.8	0.5	3.9	1.8	1.7
	2024F	0.8	0.8	0.4	4.1	1.5	1.7
ROE	2021	20.2	18.5	12.1	45.1	8.0	20.9
	2022	14.2	13.5	2.9	-3.9	3.3	3.9
	2023	5.8	9.7	3.5	-31.8	5.4	-3.3
	2024F	8.6	11.2	2.6	35.3	10.6	14.9
PSR	2021	N/A	3.6	3.6	3.3	2.3	3.2
	2022	1.2	2.2	1.1	3.1	1.7	2.0
	2023	1.6	2.9	0.9	3.6	1.3	2.2
	2024F	1.4	2.3	0.7	2.4	1.1	1.6

주:1) 티쓰리의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 5월 20일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터



리스크 요인

예측이 어려운

개별 게임들의 흥행 여부

게임산업은 흥행 산업으로 신작 출시와 관련하여 실적 변동폭이 높으며 개발 과정에 많은 인력과 연구개발비가 소요되며 시장에서 성공할 확률이 낮다는 리스크가 있다. 흥행 산업에서 개별 게임들의 흥행 여부를 예측하기는 쉽지 않으며, 실제 출시 이전 기대감이 높았던 게임들이 실패한 사례도 많고, 이와 반대로 주목을 받지 못하였으나 성공한 사례도 존재한다. 티쓰리 게임서비스 부문의 경우, 2023년 기준 매출액의 약 35%를 인건비, 약 13% 수준을 연구개발비, 약 3%를 광고선전비로 사용하고 있으며, 일부 게임(루나, 삼국지난무, 퍼즐오디션, 소울타이드 등)의 경우 아쉬운 성과를 기록하며 서비스를 중지하기도 하였다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	594	687	762	510	555
증가율(%)	36.2	15.5	10.9	-33.1	8.9
매출원가	0	271	351	111	78
매출원가율(%)	0.0	39.4	46.1	21.8	14.1
매출총이익	594	416	410	398	477
매출이익률(%)	100.0	60.5	53.9	78.1	85.9
판매관리비	561	324	282	323	367
판매관비율(%)	94.4	47.2	37.0	63.3	66.1
EBITDA	42	98	135	85	122
EBITDA 이익률(%)	7.1	14.3	17.7	16.7	22.0
증가율(%)	-25.5	133.4	37.7	-37.0	43.3
영업이익	33	91	128	76	110
영업이익률(%)	5.6	13.3	16.8	14.8	19.9
증가율(%)	-29.0	174.6	40.4	-41.0	45.8
영업외손익	16	59	36	-42	-0
금융수익	5	30	56	38	36
금융비용	25	14	31	40	35
기타영업외손익	36	43	11	-39	-1
총속/관계기업관련손익	-7	-12	-16	-7	-7
세전계속사업이익	42	138	148	27	102
증가율(%)	-61.8	232.6	7.2	-82.0	284.5
법인세비용	29	37	23	36	16
계속사업이익	13	101	125	-9	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	101	125	-9	86
당기순이익률(%)	2.1	14.7	16.4	-1.8	15.5
증가율(%)	-88.6	692.8	23.6	적전	흑전
자배주주지분 순이익	29	99	111	56	83

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	52	45	132	15	59
당기순이익	13	101	125	-9	86
유형자산 상각비	8	6	6	9	11
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	1	0	4	2	0
운전자본의감소(증가)	18	-47	3	-63	-37
기타	11	-16	-7	75	-2
투자활동으로인한현금흐름	-188	-63	-387	432	-44
투자자산의 감소(증가)	-95	-131	-1	12	-7
유형자산의 감소	1	1	1	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-5	-3	-3	-14
기타	-90	72	-384	422	-23
재무활동으로인한현금흐름	93	145	290	-216	-78
차입금의 증가(감소)	100	-80	4	-28	-1
사채의증가(감소)	0	228	0	-99	2
자본의 증가	0	0	290	1	0
배당금	0	0	0	-39	-37
기타	-7	-3	-4	-51	-42
기타현금흐름	-0	0	-2	-1	-28
현금의증가(감소)	-43	126	34	230	-92
기초현금	77	33	160	194	423
기말현금	33	160	194	423	331

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	304	733	1,138	1,017	1,025
현금성자산	33	160	194	423	331
단기투자자산	140	396	763	444	498
매출채권	60	71	56	49	78
재고자산	37	80	96	75	90
기타유동자산	33	27	30	26	28
비유동자산	441	274	276	217	226
유형자산	11	11	11	14	17
무형자산	131	131	127	112	112
투자자산	64	75	85	49	56
기타비유동자산	235	57	53	42	41
자산총계	746	1,007	1,414	1,234	1,251
유동부채	108	248	264	183	190
단기차입금	10	15	18	0	0
매입채무	0	1	1	7	7
기타유동부채	98	232	245	176	183
비유동부채	124	67	36	29	32
사채	0	8	0	0	0
장기차입금	95	10	0	0	0
기타비유동부채	29	49	36	29	32
부채총계	232	315	300	212	222
자배주주지분	407	575	983	954	958
자본금	48	48	66	67	67
자본잉여금	279	343	598	623	623
자본조정 등	-206	-202	-202	-260	-301
기타포괄이익누계액	1	2	19	4	4
이익잉여금	285	384	502	519	565
자본총계	514	692	1,113	1,021	1,029

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	0.0	0.0	8.0	14.6	9.4
P/B(배)	0.0	0.0	1.2	0.9	0.8
P/S(배)	0.0	0.0	1.2	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	1.4	N/A	3.8	1.4	0.9
배당수익률(%)	N/A	N/A	3.4	4.9	5.2
EPS(원)	61	208	220	84	122
BPS(원)	852	1,206	1,498	1,417	1,420
SPS(원)	1,246	1,440	1,510	765	823
DPS(원)	0	0	60	60	60
수익성(%)					
ROE	7.4	20.2	14.2	5.8	8.6
ROA	1.8	11.5	10.3	-0.7	6.9
ROIC	7.5	35.8	44.6	-9.4	44.8
안정성(%)					
유동비율	282.8	296.1	430.8	556.5	538.9
부채비율	45.1	45.6	27.0	20.8	21.6
순차입금비율	-9.6	-51.2	-68.9	-75.7	-71.4
이자보상배율	9.5	7.4	6.7	5.0	11.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.6	0.4	0.4
매출채권회전율	8.3	10.5	11.9	9.7	8.8
재고자산회전율	23.3	11.7	8.7	6.0	6.7

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
티쓰리	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협회의 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 기재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.