

# 데브시스터즈 194480

Jul 23, 2024

## 모험의 탑으로 강력한 턴어라운드 구간 진입

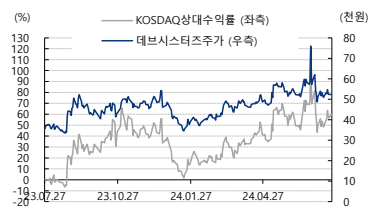
Buy 신규

TP 78,000 원 신규

### Company Data

현재가(07/22)	52,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	75,700 원
52 주 최저가(보통주)	33,450 원
KOSPI (07/22)	2,763.51p
KOSDAQ (07/22)	809.96p
자본금	60 억원
시가총액	6,283 억원
발행주식수(보통주)	1,201 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	66.1 만주
평균거래대금(60 일)	402 억원
외국인지분(보통주)	5.79%
주요주주	
이지훈 외 10 인	24.15%
컴투스	12.43%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	41.4	36.9
상대주가	-5.4	46.5	58.0

### 강력한 캐주얼 IP 보유

데브시스터즈는 캐주얼 러닝 게임 '쿠키런: 오븐브레이크'와 수집형 RPG '쿠키런: 킹덤'을 주요 라인업으로 보유. 2023년 기준으로 '쿠키런: 킹덤' 매출 71.5%, '쿠키런: 오븐브레이크' 매출 비중 25%로 추정하며, 해외 매출 비중은 56.6%.

24년 6월 26일 글로벌 출시한 캐주얼 협동 액션 '쿠키런: 모험의 탑'은 글로벌 인지도가 높은 IP 파워와 직관적인 조작법으로 출시후 9일만에 매출 100억원 달성, 7월 17일 레몬제스트맛 쿠키와 신규 스토리, 신규 보스 캐릭터 업데이트로 빠른 매출 순위 반등을 보였음. 유저들의 플레이 누적에 따라 병목 구간에 진입하고 업데이트 시마다 과금이 이루어질 것으로 전망.

2024년 '쿠키런: 모험의 탑' 매출 반영되며 매출 3,111억원(YoY +93.1%), 영업이익 573억원(YoY 흑자전환) 기록 예상. '쿠키런: 모험의 탑'은 24년 평균 일매출 6.1억원, 25년 평균 3억원 수준을 전망하며, 일본 진출(요스타 퍼블리싱)은 4Q24 이루어질 것으로 예상. 2Q23~1Q24 임직원 수 감소로 고정비 부담이 낮아진 상태로, 강력한 턴어라운드 구간에 진입한 것으로 판단.

### 투자의견 Buy, 목표주가 78,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가는 78,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12개월 지배주주순이익 추정치 587억원에 target PER 16.0배를 적용해 산출. 비용 효율화가 이루어진 상태에서 긍정적인 성과를 보이고 있는 '쿠키런: 모험의 탑' 기여로 2024~2025년 큰 폭의 영업이익 성장이 이루어질 것으로 예상하며, 기존작들의 지역 확장 및 '쿠키런: 오븐스매시'의 베타테스트 등은 밸류에이션 저평가 상태를 해소할 수 있는 트리거로 작용할 것으로 전망.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	214	161	311	418	519
YoY(%)	-41.9	-24.8	93.1	34.4	24.0
영업이익(십억원)	-20	-48	57	103	151
OP 마진(%)	-9.3	-29.8	18.3	24.6	29.1
순이익(십억원)	-7	-50	45	75	108
EPS(원)	-566	-4,162	3,680	6,094	8,822
YoY(%)	적전	적지	흑전	65.6	44.8
PER(배)	-98.8	-11.7	14.2	8.6	5.9
PCR(배)	1,528.0	-21.2	9.1	6.5	5.3
PBR(배)	3.7	4.4	3.6	2.5	1.8
EV/EBITDA(배)	-76.8	-16.0	9.8	5.2	3.0
ROE(%)	-3.9	-31.7	28.6	34.3	35.0



인터넷/게임 김동우

3771-9249,

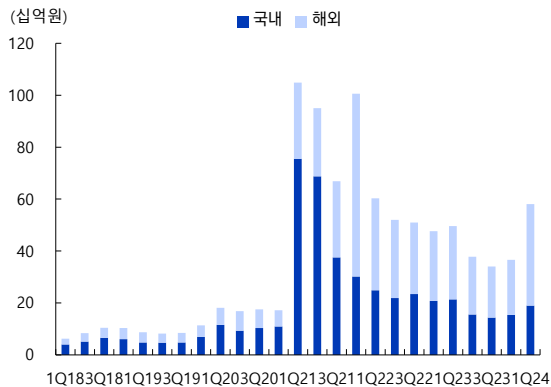
20210135@iprovest.com

## 1. 강력한 캐주얼 IP 보유

데브시스터즈는 2016년 모바일용으로 출시된 캐주얼 러닝 게임 '쿠키런: 오븐브레이크'와 2021년 출시된 수집형 RPG '쿠키런: 킹덤'을 주요 라인업으로 보유하고 있다. 2023년 기준으로 '쿠키런: 킹덤' 매출에서 71.5%, '쿠키런: 오븐브레이크'에서 25.0%가 발생했을 것으로 추산한다. 2023년 해외 매출 비중은 56.6%이다.

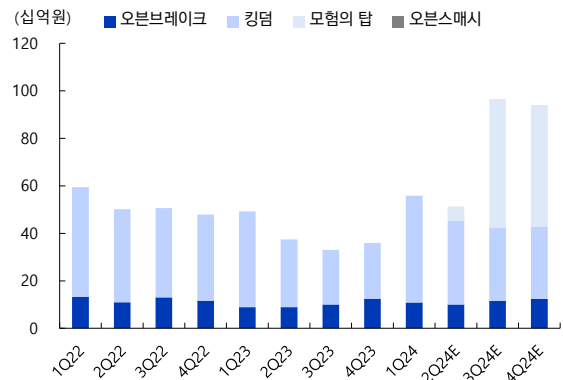
2024년 6월 26일 글로벌(일본, 중국 제외) 출시한 캐주얼 협동 액션 게임 '쿠키런: 모험의 탑'은 쿠키런 IP를 기반으로 한 최초의 3D 모델링 게임으로, 멀티플레이를 기반으로 한 협동 콘텐츠와 싱글 콘텐츠를 모두 갖추고 있다. 글로벌 인지도가 높은 IP와 직관적인 조작법으로 출시 후 한국, 대만, 태국, 미국 등지에서 인기를 끌며 9일간 매출 100억원을 달성하였으며, 7월 17일 레몬제스트맛 쿠키와 신규 스토리, 신규 보스 팩토르 업데이트로 빠른 매출 순위 반등이 이루어졌다.([도표 58]). '모험의 탑'은 초기 과금 유도가 강하지 않다. 쿠키런 게임들의 과거 추이와 마찬가지로 유저들의 플레이 누적에 따라 병목 구간에 진입하고 업데이트 시마다 과금이 이루어질 것으로 예상된다. '블루 아카이브'(넥슨게임즈 개발)의 일본 퍼블리싱을 성공적으로 담당하고 있는 '요스타'를 통해 일본 출시를 계획중이다.

[도표 55] 데브시스터즈 국내 및 해외 게임 매출 추이



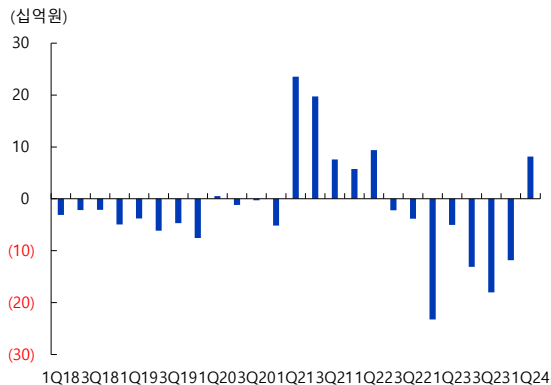
자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 데브시스터즈 게임별 매출 추정 및 전망



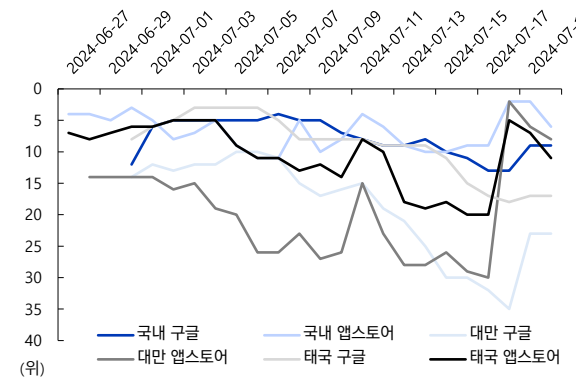
자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터. 주: 게임별 매출은 추정치

[도표 57] 데브시스터즈 영업이익 추이



자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 쿠키런: 모험의 탑 지역별 매출 순위 추이



자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

### 지역별 유력 퍼블리셔를 통한 지역 확장 계획, '쿠키런: 오븐스매시'는 연내 CBT 예상

데브시스터즈는 크래프톤을 통한 인도 진출을 2H24 내 계획하고 있으며, 요스타를 통한 일본 진출도 빠른 시일 내 하는 것을 목표로 하고 있다. 요스타와 크래프톤은 각각 일본과 인도에서 '블루 아카이브'(넥슨게임즈 개발)와 'Battle Ground Mobile India'(크래프톤 개발)를 성공적으로 퍼블리싱하고 있다.

데브시스터즈의 핵심적인 역량은 '쿠키런'의 강력한 IP와 쉬운 조작과 몰입감있는 재미를 동시에 확보하는 개발력에 있다. 현재는 '쿠키런: 킹덤'과 '쿠키런: 오븐브레이크'의 퍼블리싱을 자체적으로 담당하고 있지만 과거 '쿠키런'의 원작이었던 '오븐 브레이크'의 경우 서구권에서도 레퍼런스를 갖추고 있는 컴투스를 통해 출시한 바 있으며, 국내에서 카카오를 통해 '쿠키런 for Kakao'를 런칭해 큰 인기를 얻은 바 있다. 이처럼 지역별 유력 퍼블리셔를 통해 유연한 출시 전략을 세우고 있고, 게임성 자체가 가벼워 컴투력이 강하기 때문에 성공 가능성이 높다고 판단한다.

차기작으로 준비되고 있는 대전 슈팅 게임 '쿠키런: 오븐스매시'는 연내 CBT를 진행, 2025년 출시할 것으로 예상된다. 데브시스터즈의 다른 게임들과 마찬가지로 누구나 즐길 수 있는 캐주얼한 게임성을 기반으로 하며, 우수한 액션성과 조작감을 바탕으로 타격감, 모션, 연출을 극대화될 것으로 기대한다.

[도표 59] 데브시스터즈 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2023-12-28	쿠키런: 킹덤	수집형 RPG	중국	모바일	자체
2024-03-15	쿠키런: 마녀의 성	퍼즐 어드벤처	글로벌	모바일	자체
2024-06-26	쿠키런: 모험의 탑	캐주얼 협동 액션	글로벌	모바일/PC	자체
2H24	쿠키런	러닝 액션	인도	모바일	자체 (크래프톤 퍼블리싱)
	쿠키런: 모험의 탑	캐주얼 협동 액션	일본	모바일/PC	자체(Yostar 퍼블리싱)
2025	쿠키런: 오븐스매시	대전 슈팅	글로벌	모바일	자체

자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 쿠키런: 모험의 탑 (캐주얼 협동 액션)



자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 쿠키런: 오븐스매시 (대전 슈팅)



자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

## 2. 2024~2025년 실적 전망

데브시스터즈는 '쿠키런: 모험의 탑' 매출이 반영되며 2024년 매출 3,111억원(YoY +93.1%), 영업이익 573억원(YoY 흑자전환)을 기록할 것으로 예상된다. 24년 6월 26일 출시한 '모험의 탑'은 24년 평균 일매출 6.1억원, 25년 평균 3억원 수준을 전망한다. '쿠키런: 모험의 탑' 일본 진출(요스타 퍼블리싱)은 4Q24 이루어질 것으로 가정한다. 2Q23~1Q24 이루어진 임직원 수 감소(2Q23 말 912명 → 1Q24 말 724명)로 고정비 부담이 낮아진 상태로, 2024년 인건비는 610억원(YoY -23.5%) 수준을 기록할 것으로 추정하며, 광고판촉비는 신작 마케팅 집행으로 310억원(YoY +136.2%)을 예상하나 제한적인 마케팅비 집행 기조로 연간 매출액 대비 10%에 불과할 것으로 추정한다. '쿠키런: 킹덤'이 출시된 2021년 마케팅비가 매출 대비 23.9% 집행되었다는 것과 비교하면 높지 않은 수준이다.

2025년은 '쿠키런: 모험의 탑' 매출 온기 반영과 '쿠키런: 오븐스매시' (2024년 내 CBT 진행, 2Q25 출시 가정) 실적이 반영되며 매출액 4,180억원(YoY +34.4%), 영업이익 1,034억원(YoY +80.4%, OPM 24.7%) 수준을 기록할 것으로 예상된다. '쿠키런' 2024년 연말로 예상되는 '쿠키런'(기타 게임 부문에 추정치 반영)의 인도 출시 효과는 그 자체로 큰 실적 기여를 기대한다기보다는 인도 지역에서 쿠키런 IP의 인지도와 팬층을 확보하는 효과를 거둘 것으로 예상된다.

[도표 62] 데브시스터즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	50.3	38.3	34.8	37.8	59.5	54.1	99.2	98.4	214.4	161.1	311.1	418.0
성장률(YoY %)	-17.1%	-28.2%	-32.7%	-22.5%	18.3%	41.4%	185.4%	160.0%	-41.9%	-24.8%	93.1%	34.4%
게임 매출	49.6	37.8	34.0	36.6	58.1	52.6	97.6	96.7	210.9	158.0	304.9	353.3
쿠키런: 오븐브레이크	8.9	8.9	10.0	12.5	10.9	10.0	11.6	12.4	48.8	40.3	44.8	41.8
쿠키런: 킹덤	40.3	28.5	23.0	23.4	45.0	35.3	30.9	30.5	159.3	115.2	141.7	108.6
쿠키런: 모험의 탑	-	-	-	-	-	6.0	54.0	51.1	-	-	111.1	112.5
쿠키런: 오븐스매시	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58.0
기타 게임	0.4	0.4	1.0	0.7	2.2	1.3	1.1	2.7	2.8	2.5	7.3	32.5
상품 매출	0.6	0.4	0.7	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5	3.3	2.7	5.5	6.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.8
영업비용	55.4	51.4	52.8	49.6	51.4	58.5	73.4	70.5	234.3	209.1	253.9	314.7
게임수수료	14.5	11.1	9.9	10.3	14.2	15.3	28.1	27.8	62.0	45.7	85.4	121.2
인건비	19.0	20.5	19.5	20.7	15.9	14.8	15.1	15.1	68.4	79.8	61.0	64.6
광고판촉비	2.5	1.6	4.6	4.3	2.7	9.5	10.9	7.9	32.6	13.1	31.0	41.8
기타비용	19.3	18.1	18.8	14.3	18.6	18.9	19.3	19.7	71.4	70.6	76.5	87.0
영업이익	-	5.0	13.1	18.0	8.1	4.5	25.8	27.8	19.9	48.0	57.3	103.4
성장률(YoY %)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-135.1%	141.0%	흑자전환	80.4%
OPM(%)	-10.0%	-34.3%	-51.9%	-31.2%	13.7%	-8.2%	26.0%	28.3%	-9.3%	-29.8%	18.4%	24.7%
순이익	-	3.4	12.3	17.4	9.5	2.5	18.5	19.6	6.7	49.7	45.1	74.7
NPM(%)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	-3.1%	-30.9%	14.5%	17.9%

자료: 데브시스터즈, 교보증권. 주: 게임별 매출은 추정치

### 3. Valuation

데브시스터즈 투자의견 매수, 목표주가 78,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가 산출은 12개월 지배주주순이익 추정치 587억원에 target PER 16.0배(오버행 우려를 반영해 글로벌 peer group 12MF PER 평균 대비 20% 할인)를 적용해 산출했다.

비용 효율화가 이루어진 상태에서 긍정적인 성과를 보이고 있는 ‘쿠키런: 모험의 탑’ 기여로 2024~2025년 큰 폭의 영업이익 성장이 이루어질 것으로 예상하며, 기존작들의 지역 확장 및 ‘쿠키런: 오븐스매시’의 베타테스트 등은 밸류에이션 저평가 상태를 해소할 수 있는 트리거로 작용할 수 있을 것으로 전망한다.

[도표 63] 데브시스터즈 Valuation Table

항목	가치산정	비교
12MF 지배주주순이익	58.7	12MF 순이익 추정치
target PER	16.0	오버행 우려 반영, 글로벌 peer group 대비 20% 할인
적정시가총액	940	
발행주식수	12,013	
적정주가	78,214	
목표주가	78,000	
현재주가	52,300	
상승여력	49.1%	

자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

## [데브시스터즈 194480]

### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	214	161	311	418	519
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	214	161	311	418	519
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	234	209	254	315	367
영업이익	-20	-48	57	103	151
영업이익률 (%)	-9.3	-29.8	18.4	24.7	29.1
EBITDA	-9	-38	63	107	153
EBITDA Margin (%)	-4.1	-23.4	20.3	25.5	29.5
영업외손익	10	-2	3	3	3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	34	35	7	7	7
금융비용	-23	-36	-3	-3	-3
기타	0	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	-10	-50	60	107	154
법인세비용	-3	0	15	32	46
계속사업순이익	-7	-50	45	75	108
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-50	45	75	108
당기순이익률 (%)	-3.1	-30.9	14.5	17.9	20.8
비지배자분순이익	0	0	1	1	2
지배자분순이익	-7	-50	44	73	106
지배순이익률 (%)	-3.1	-30.8	14.2	17.5	20.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	18	-3	0	0	0
포괄순이익	11	-53	46	75	109
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	11	-53	45	75	108

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-14	-26	45	76	108
당기순이익	-7	-50	45	75	108
비현금항목의 가감	7	22	25	23	13
감가상각비	8	10	5	3	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-2	13	20	21	12
자산부채의 증감	-9	-6	-19	-15	-15
기타현금흐름	-5	8	-6	-7	2
투자활동 현금흐름	-6	7	2	1	1
투자자산	6	9	1	1	1
유형자산	-7	-2	0	0	0
기타	-5	0	1	0	0
재무활동 현금흐름	10	6	0	6	6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-5	0	0	0	0
기타	15	6	0	6	6
현금의 증감	-10	-13	28	64	94
기초 현금	31	22	8	36	100
기말 현금	22	8	36	100	194
NOPLAT	-14	-48	43	72	106
FCF	-19	-47	30	60	93

자료: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	117	80	121	198	307
현금및현금성자산	22	8	36	100	194
매출채권 및 기타채권	14	17	31	44	59
재고자산	2	1	2	2	3
기타유동자산	79	54	52	52	51
비유동자산	184	160	152	148	145
유형자산	14	12	6	3	2
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타금융자산	133	116	116	116	116
기타비유동자산	34	30	28	27	26
자산총계	300	240	274	346	452
유동부채	20	26	20	20	20
매입채무 및 기타채무	9	10	10	10	10
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	6	6	0	0	0
기타유동부채	5	10	10	10	10
비유동부채	99	80	74	72	71
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	99	80	74	72	71
부채총계	119	105	94	92	91
지배자분	180	133	177	250	356
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	152	153	153	153	153
이익잉여금	40	-9	35	108	214
기타자본변동	-34	-30	-30	-30	-30
비지배자분	1	2	3	4	5
자본총계	181	135	179	254	361
총차입금	4,760	4,648	4,784	4,753	4,729

### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-566	-4,162	3,680	6,094	8,822
PER	-98.8	-11.7	14.2	8.6	5.9
BPS	15,180	11,058	14,714	20,809	29,631
PBR	3.7	4.4	3.6	2.5	1.8
EBITDAPS	-738	-3,163	5,247	8,875	12,737
EV/EBITDA	-76.8	-16.0	9.8	5.2	3.0
SPS	18,126	13,524	25,900	34,798	43,167
PSR	3.1	3.6	2.0	1.5	1.2
CFPS	-1,606	-3,916	2,461	5,030	7,747
DPS	0	0	0	0	0

### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-41.9	-24.8	93.1	34.4	24.0
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	80.4	46.2
순이익 증가율	적전	적지	흑전	65.6	44.8
수익성					
ROIC	-58.1	-150.5	124.2	163.0	187.7
ROA	-2.3	-18.4	17.2	23.6	26.6
ROE	-3.9	-31.7	28.6	34.3	35.0
안정성					
부채비율	65.8	78.2	52.6	36.2	25.1
순차입금비용	32.2	31.2	23.4	17.8	13.4
이자보상배율	-16.6	-32.8	68.7	124.0	181.3