



데브시스터즈

| Bloomberg Code (194480 KS) | Reuters Code (194480.KQ)

2023년 11월 8일

[게임]

강석오 선임연구원
☎ 02-3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

중국 진출 및 신작 공개 임박



매수
(유지)



현재주가 (11월 7일)
48,400 원



목표주가
78,000 원 (유지)



상승여력
61.2%

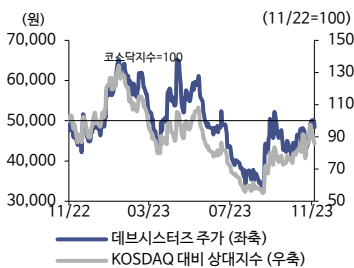
- ◆ 3Q23 Review: 기존작 하향 안정화 지속, 비용 통제도 진행 중
- ◆ 다가온 수확기: 중국 출시 및 2024년 다수 신작 출시로 성장 전망
- ◆ 당장의 적자보다 다수 프로젝트로 큰 폭 성장할 실적에 초점



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	580.1십억원
발행주식수	12.0백만주
유동주식수	7.8백만주(65.2%)
52 주 최고가/최저가	65,300 원/33,450 원
일평균 거래량 (60 일)	169,413 주
일평균 거래액 (60 일)	7,636 백만원
외국인 지분율	3.19%
주요주주	
이지훈 외 11 인	24.51%
컴투스	13.91%
절대수익률	
3개월	27.9%
6개월	-12.0%
12개월	-1.8%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	39.3%
6개월	-9.8%
12개월	-16.6%

주가



3Q23 Review: 기존작 하향 안정화 지속, 비용 통제도 진행 중

데브시스터즈는 3Q23 영업수익 348억원(YoY -32.7%, QoQ -9.2%), 영업적자 -180억원(YoY 적자지속, QoQ 적자지속, OPM -51.9%)을 기록하며 당사가 추정했던 영업적자 -152억원을 하회했다. <쿠키런: 오븐브레이크> 매출은 견고했으나 <쿠키런:킹덤>의 하향 안정화는 지속되었다. 전반적인 비용통제는 진행되고 있어 인건비는 소폭 감소했고, 마케팅비는 <브릭시티> 출시와 <킹덤>의 신규 캐릭터 업데이트로 증가했다. TCG <쿠키런 브레이버스>는 긍정적 반응을 얻으며 스타터팩에 이어 부스터 팩을 출시해 IP 인지도 향상에 기여할 것이다.

다가온 수확기

<쿠키런:킹덤> 중국 출시를 시작으로 동사의 실적 성장이 본격화 될 전망이다. 텐센트가 한국산 게임을 정상적으로 출시하고 있고, 중국 SNS 마케팅도 진행됨에 따라 출시 불발 가능성은 매우 낮다는 판단이다. 따라서 <킹덤>의 예상 출시시점을 4Q23으로 유지한다. 퍼즐 어드벤처 <마녀의성>은 내년 1분기, 액션RPG <모험의탑>은 2Q24, 배틀로얄 <오븐스매시>는 2H24 출시를 예상한다. VR 게임 <더 다크스트 나이트>는 한국 시간 12월 1일 론칭을 확정했다. 11월 16일 시작되는 지스타에서는 <쿠키런:모험의탑>을 선보일 예정이다. 17일부터는 글로벌 유저 대상 테스트도 진행하는데 지스타와 CBT에서 받은 피드백을 반영해 내년 2분기에 출시할 계획이다.

One IP 리스크에 대한 우려가 종종 나타나는데, <포켓몬>, <슈퍼마리오> 등 유명 IP들처럼 다양한 장르로 확장할 수 있는 IP 활용 능력이 더 중요하다는 판단이다. 경쟁이 심화되는 가운데 탄탄한 스토리로 IP 세계관을 확장하는 것이 중장기 성장에 더 큰 도움이 될 수 있다.

투자의견 '매수' 및 목표주가 78,000원 유지

동사에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 78,000원을 유지한다. 2021년 이후 공격적인 채용을 통해 인건비가 늘었지만, 이전보다 많은 프로젝트가 진행됨에 따라 2023년말~2024년 열매를 수확할 수 있을 것으로 전망한다. 따라서 당장의 적자보다는 중국 진출과 신작을 통한 이익 성장 가능성에 초점을 둘 필요가 있으며, 글로벌 캐주얼 트렌드 속에서 대규모 트래픽을 일으킬 가능성도 충분하다는 판단이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	369.3	56.7	60.4	5,279	14,001	19.9	17.8	7.5	45.1	(60.0)
2022	214.4	(19.9)	(6.7)	(566)	15,180	(98.8)	(68.7)	3.7	(3.9)	(35.1)
2023F	168.8	(46.2)	(39.9)	(3,347)	11,289	(14.5)	(17.4)	4.3	(25.3)	(11.7)
2024F	398.5	85.8	72.3	6,031	16,693	8.0	5.0	2.9	43.1	(45.4)
2025F	480.5	121.0	94.9	7,922	23,987	6.1	3.0	2.0	38.9	(65.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
영업수익	50.3	38.3	34.8	45.5	69.7	103.8	93.4	131.7	214.4	168.8	398.5
(% YoY)	(17.1)	(28.2)	(32.7)	(6.7)	38.5	171.3	168.7	189.3	(41.9)	(21.3)	136.0
(% QoQ)	3.1	(24.0)	(9.2)	31.0	53.0	48.9	(10.0)	41.1			
[매출구성]											
오븐브레이크	9.0	8.9	9.9	9.7	9.8	9.5	9.4	9.7	48.9	37.5	38.4
킹덤	40.3	28.5	22.8	23.9	24.2	21.5	19.1	16.8	159.8	115.5	81.6
오븐스매시	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	47.6	0.0	0.0	47.6
킹덤 (중국)	0.0	0.0	0.0	9.2	30.0	21.0	18.0	15.3	0.0	9.2	84.3
마녀의성	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	13.7	12.4	11.2	0.0	0.0	40.6
프로젝트B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.0	32.2	29.0	0.0	0.0	97.2
기타	1.0	0.9	2.1	2.7	2.4	2.1	2.2	2.1	5.7	6.6	8.8
영업비용	55.4	51.4	52.8	55.5	62.8	80.5	70.6	98.9	234.3	215.0	312.8
(% YoY)	7.9	(7.5)	(4.8)	(22.9)	13.5	56.7	33.7	78.1	(25.1)	(8.2)	45.4
(% QoQ)	(23.2)	(7.2)	2.8	5.2	13.1	28.0	(12.3)	40.1			
[비용구성]											
인건비	19.0	20.5	19.5	20.9	20.3	20.9	21.5	28.3	68.4	79.9	91.0
플랫폼 수수료	14.5	11.1	9.9	10.3	11.3	23.7	21.5	33.4	62.0	45.7	90.0
마케팅	2.5	1.6	4.6	5.2	11.7	15.8	7.1	16.4	32.6	14.0	51.1
기타	19.3	18.1	18.8	19.2	19.6	20.0	20.4	20.8	71.4	75.5	80.7
영업이익	(5.0)	(13.1)	(18.0)	(10.0)	6.8	23.3	22.8	32.8	(19.9)	(46.2)	85.8
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	241.2	(2.2)	44.0			
(% OPM)	(10.0)	(34.3)	(51.9)	(22.0)	9.8	22.5	24.4	24.9	(0.1)	(0.3)	0.2
당기순이익	(3.4)	(12.3)	(17.4)	(7.5)	7.2	21.4	20.3	27.2	(6.7)	(40.6)	76.1
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	195.1	(4.9)	33.7			
(% NPM)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.2)	0.1	0.2	0.2	0.2	(3.1)	(24.1)	19.1
지배기업순이익	(3.4)	(12.3)	(17.4)	(6.8)	6.9	20.3	19.3	25.8	(6.7)	(39.9)	72.3
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	195.1	(4.9)	33.7			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 3Q23P 실적 Review

(십억원)	3Q23P	2Q23	%QoQ	3Q22	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	34.8	38.3	(9.2)	51.6	(32.7)	38.0	(8.6)
영업이익	(18.0)	(13.1)	적지	(3.8)	적지	(14.0)	28.8
순이익	(17.4)	(12.3)	적지	(3.9)	적지	(8.7)	100.1
영업이익률	(51.9)	(34.3)		(7.4)		(36.8)	
순이익률	(50.1)	(32.1)		(7.6)		(22.9)	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2023F	2024F	비고
지배기업 순이익	(39.9)	72.3	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	1,075	1,075	
EPS	(3,710)	6,726	
(A) 12M Fwd EPS (원)		5,182	시가총액 기준 0.9조원
(B) 목표 PER (배)		15.0	
(A) * (B)		77,734	
목표 주가(원)		78,000	
현재 주가(원) (8/8)		48,400	
상승여력 (%)		61.2	

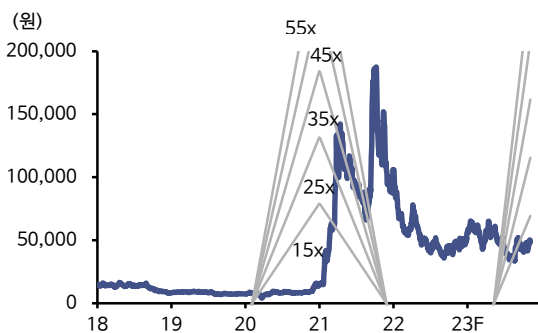
자료: 신한투자증권

데브시스터즈 2023, 2024년 실적 추정치

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	191.7	168.8	(11.9)	408.3	398.5	(2.4)
영업이익	(25.3)	(46.2)	적자	85.7	85.8	0.1
순이익	(16.7)	(39.9)	적자	74.9	72.3	(3.5)

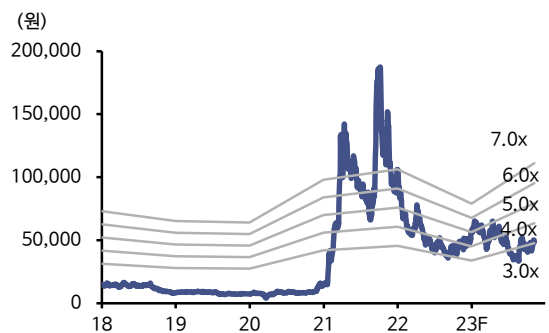
자료: 신한투자증권

데브시스터즈 12개월 선행 PER band



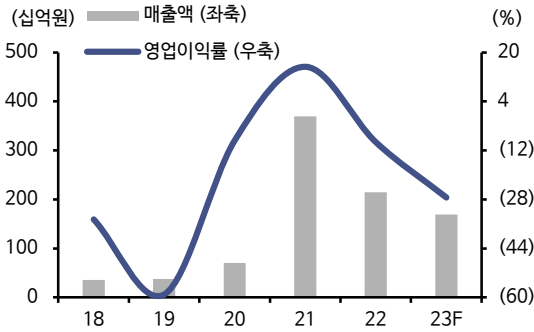
자료: QuantiWise, 신한투자증권

데브시스터즈 12개월 선행 PBR band



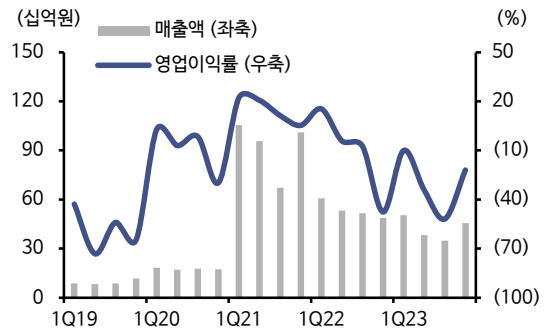
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



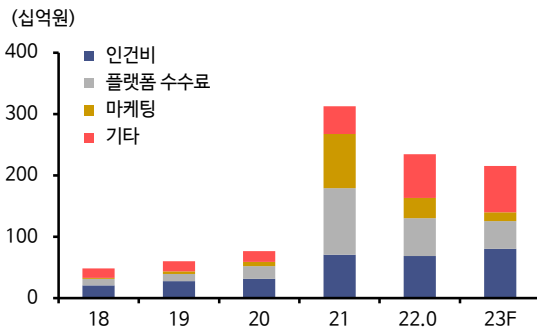
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



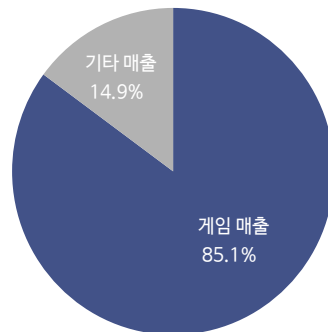
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



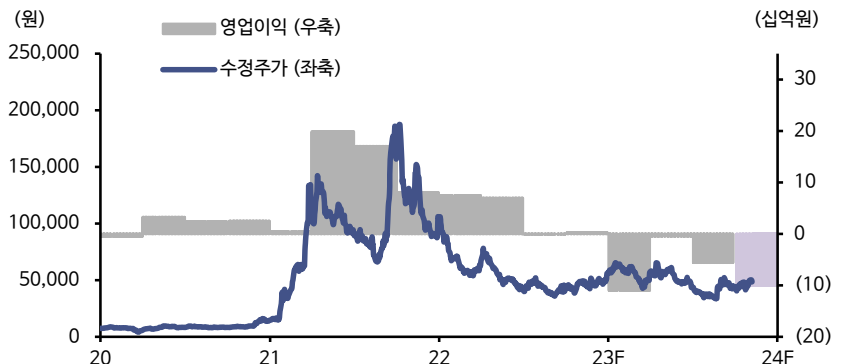
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2023F 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스템즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	273.7	300.4	258.7	343.6	427.7
유동자산	162.5	116.8	68.0	149.5	243.6
현금및현금성자산	31.3	21.6	(30.8)	34.9	137.3
매출채권	24.8	12.2	13.0	13.8	11.5
재고자산	0.2	1.9	1.7	5.0	4.2
비유동자산	111.2	183.6	190.7	194.1	184.2
유형자산	10.1	13.8	12.8	15.2	8.7
무형자산	6.9	8.3	9.3	9.8	6.9
투자자산	69.1	135.9	146.3	146.8	146.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	107.7	119.2	122.5	138.8	132.6
유동부채	45.9	20.2	19.2	21.2	18.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	4.9	5.8	5.8	5.8	5.8
비유동부채	61.8	99.0	103.3	117.6	113.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	20.1	20.0	18.0	18.0	18.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.0	181.2	136.3	204.8	295.2
자본금	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	147.0	152.1	152.6	152.6	152.6
기타자본	(37.9)	(34.4)	(32.5)	(32.5)	(32.5)
기타포괄이익누계액	(1.5)	16.3	16.6	16.6	16.6
이익잉여금	51.7	39.9	(7.4)	57.4	144.8
지배주주지분	165.3	179.9	135.3	200.0	287.5
비지배주주지분	0.7	1.3	1.0	4.8	7.7
*충차입금	25.0	25.9	23.8	23.8	23.8
*순차입금(순현금)	(99.6)	(63.7)	(16.0)	(93.0)	(192.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	70.8	(13.7)	(34.0)	101.5	108.0
당기순이익	60.4	(6.7)	(40.6)	76.1	97.9
유형자산상각비	5.6	8.3	10.4	8.5	6.5
무형자산상각비	1.9	2.8	3.3	3.5	2.9
외화환산손실(이익)	(0.1)	0.4	(0.0)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.7	0.3	(0.4)	0.0	0.0
운전자본변동	2.4	(9.4)	(16.6)	11.9	(0.8)
(법인세납부)	(0.6)	(6.3)	0.4	(13.6)	(27.6)
기타	(0.6)	(3.2)	9.4	15.1	29.1
투자활동으로인한현금흐름	(54.7)	(6.1)	(22.8)	(26.7)	3.4
유형자산의증가(CAPEX)	(8.9)	(7.2)	(6.7)	(11.0)	0.0
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(5.9)	(4.3)	(4.2)	(4.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(40.8)	2.3	(12.3)	(0.4)	0.5
기타	0.7	3.1	0.4	(11.3)	2.9
FCF	54.3	(25.6)	(40.7)	71.8	106.7
재무활동으로인한현금흐름	8.2	10.1	4.3	(9.0)	(9.0)
차입금의 증가(감소)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(5.3)	0.0	(7.5)	(7.5)
기타	8.5	15.4	4.3	(1.5)	(1.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	24.4	(9.6)	(52.4)	65.7	102.4
기초현금	6.9	31.3	21.6	(30.8)	34.9
기말현금	31.3	21.6	(30.8)	34.9	137.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

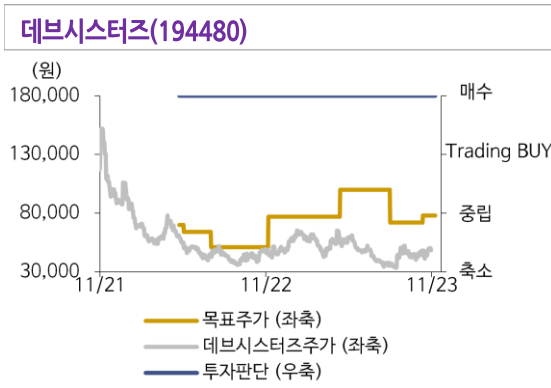
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	369.3	214.4	168.8	398.5	480.5
증감률 (%)	423.8	(41.9)	(21.3)	136.0	20.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	369.3	214.4	168.8	398.5	480.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	312.7	234.3	215.0	312.8	359.4
영업이익	56.7	(19.9)	(46.2)	85.8	121.0
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	41.1
영업이익률 (%)	15.3	(9.3)	(27.4)	21.5	25.2
영업외손익	11.7	10.1	(2.0)	(6.0)	4.4
금융손익	13.2	10.5	2.3	1.2	4.2
기타영업외손익	(1.1)	0.1	(11.8)	(15.1)	0.3
종속 및 관계기업관련손익	(0.4)	(0.5)	7.4	8.0	0.0
세전계속사업이익	68.4	(9.8)	(48.2)	79.8	125.5
법인세비용	8.0	(3.1)	(0.3)	13.6	27.6
계속사업이익	60.4	(6.7)	(47.6)	68.1	97.9
중단사업이익	0.0	0.0	7.4	9.9	0.0
당기순이익	60.4	(6.7)	(40.6)	76.1	97.9
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	28.6
순이익률 (%)	16.3	(3.1)	(24.1)	19.1	20.4
(지배주주)당기순이익	60.4	(6.7)	(39.9)	72.3	94.9
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	(0.8)	3.8	2.9
총포괄이익	59.0	11.3	(40.3)	76.1	97.9
(지배주주)총포괄이익	59.0	11.3	(40.3)	76.1	97.9
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
EBITDA	64.1	(8.7)	(32.6)	97.8	130.4
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	33.4
EBITDA 이익률 (%)	17.4	(4.1)	(19.3)	24.5	27.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	5,277	(566)	(3,410)	6,349	8,167
EPS (지배순이익, 원)	5,279	(566)	(3,347)	6,031	7,922
BPS (자본총계, 원)	14,058	15,292	11,370	17,091	24,630
BPS (지배지분, 원)	14,001	15,180	11,289	16,693	23,987
DPS (원)	500	0	700	700	700
PER (당기순이익, 배)	19.9	(98.8)	(14.2)	7.6	5.9
PER (지배순이익, 배)	19.9	(98.8)	(14.5)	8.0	6.1
PBR (자본총계, 배)	7.5	3.7	4.3	2.8	2.0
PBR (지배지분, 배)	7.5	3.7	4.3	2.9	2.0
EV/EBITDA (배)	17.8	(68.7)	(17.4)	5.0	3.0
배당성향 (%)	8.7	0.0	(18.9)	10.4	7.9
배당수익률 (%)	0.5	0.0	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.4	(4.1)	(19.3)	24.5	27.1
영업이익률 (%)	15.3	(9.3)	(27.4)	21.5	25.2
순이익률 (%)	16.3	(3.1)	(24.1)	19.1	20.4
ROA (%)	29.7	(2.3)	(14.5)	25.3	25.4
ROE (지배순이익, %)	45.1	(3.9)	(25.3)	43.1	38.9
ROIC (%)	479.9	(53.6)	(126.9)	184.7	260.9
안정성					
부채비율 (%)	64.9	65.8	89.9	67.8	44.9
순차입금비율 (%)	(60.0)	(35.1)	(11.7)	(45.4)	(65.2)
현금비율 (%)	68.1	107.2	(160.3)	164.7	736.0
이자보상배율 (배)	177.6	(16.6)	(31.8)	58.0	81.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(1,148.8)	43.9	12.2	24.8	30.3
재고자산회수기간 (일)	0.2	1.7	3.9	3.1	3.5
매출채권회수기간 (일)	15.0	31.5	27.3	12.2	9.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 02일	매수	70,000	(20.2)	(15.6)
2022년 05월 12일	매수	64,000	(26.6)	(19.1)
2022년 07월 11일	매수	51,000	(14.5)	2.0
2022년 11월 14일	매수	77,000	(30.7)	(15.2)
2023년 04월 14일	매수	77,000	-	-
2023년 04월 14일	매수	77,000	(19.8)	(15.8)
2023년 04월 21일	매수	100,000	(52.9)	(38.9)
2023년 08월 09일	매수	72,000	(39.8)	(27.5)
2023년 10월 20일	매수	78,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 06일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------