

## BUY(신규)

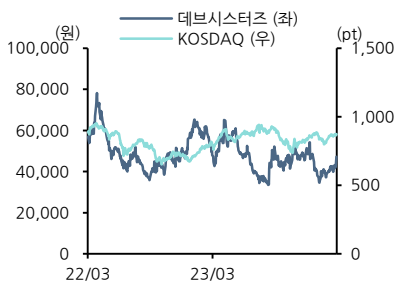
목표주가(신규) 70,000원

종가(24.03.08) 47,200원  
상승여력 48.3%

### Stock Data

KOSDAQ(03/08)	873.2pt
시가총액	5,663억원
액면가	500원
52주 최고가	65,100원
52주 최저가	33,450원
외국인지분율	3.8%
90일 일평균거래대금	89억원
주요주주지분율	
이지훈 (외 12인)	24.6%
유동주식비율	0.0%

### Stock Price



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

## 트렌드에 가장 부합, 구조적 흑자전환

### 커버리지 개시, 최근 트렌드에 부합하는 회사

목표주가 70,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시한다. 24년 추정 EPS에 Target PER 18배 적용한 수치다. 최근 모바일게임 트렌드인 캐주얼에 잘 부합하는 회사다. 상반기 모험의탑(6월초 추정), 하반기 오븐스메시가 기대작이며, 모두 글로벌 동시 출시이기 때문에 히트성과에 따른 업사이드는 매우 크다. 모험의탑 글로벌 일매출 4억원 전망한다. 이는 글로벌 동시 출시, CBT 반응, IP 가치, 생각보다 강한 BM구조 감안한 추정치다.

### 게임사 중 가장 빠른 비용감소 전망 + 3주년 맞아 돌아온 킹덤 트래픽

비상경영 체제 돌입으로 게임사 중 가장 빠른 비용감소세를 보이고 있다. 4분기 연결 기준 인력이 전분기 대비 -13% 감소한 780명 수준으로 추정된다. 그럼에도 4분기 인건비는 207억원으로 전분기 대비 7% 상승했으나, 이는 위로금 등의 일회성비용이 발생한 것으로 추정된다. 회사가 비상경영 체제에 돌입한 만큼 올해 인건비와 기타비용은 YoY로 꺾이는 그림이 기대된다. 여기에 올해 신작 3종이 출시 전망되므로, 탑라인 성장도 동반될 전망이다. **이로써 구조적인 흑자에 진입, 기나긴 적자행진에 마침표를 찍을 것으로 예상된다.**

1분기 실적은 매출액 601억원, 영업이익 84억원을 전망한다. 쿠키런킹덤 국내/미국 모두 3주년 업데이트와 함께 트래픽 회복되어 중국제의 일매출 합산 3억원 수준 시현하는 것으로 추정된다. 중국 쿠키런은 한때 차트아웃까지 되었으나, 중국풍 쿠키 대형업데이트로 IOS 매출순위 30위권까지 회복했다. 통계적으로 게임의 매출은 PEAK 수준을 회복하는 경우가 종종 있다. 추후 업데이트 시 기존 PEAK 순위였던 9위까지는 아니더라도 20위권 회복할 수 있는 잠재력이 충분하기에 추후 매출도 기대할만 하다.

### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	369	57	60	5,116	20.6	19.7	7.5	45.1	0.5
2022	214	-20	-7	-565	n/a	n/a	3.7	-3.9	0.0
2023E	161	-48	-49	-4,559	n/a	n/a	5.9	-35.5	0.0
2024E	270	56	41	3,859	12.2	9.7	4.1	35.5	0.0
2025E	321	89	68	6,308	7.5	6.1	2.8	39.5	0.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 실적테이블

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	503	383	348	378	601	651	777	674	2,144	1,611	2,703
국내	214	156	144	154	202	310	341	262	910	667	1,114
글로벌	282	222	197	212	392	333	422	401	1,199	913	1,548
<b>영업비용</b>	554	514	528	496	517	527	586	516	2,343	2,091	2,146
인건비	190	205	195	208	193	181	185	170	684	798	729
게임수수료	145	111	99	103	134	146	198	173	620	457	651
마케팅비	25	16	46	43	35	55	61	42	326	131	193
기타	193	181	188	142	155	145	142	131	714	705	573
<b>영업이익</b>	-50	-131	-180	-118	84	124	191	158	-199	-480	556
OPM (%)					14%	19%	25%	23%			21%
<b>당기순이익</b>	-34	-123	-174	-159	69	101	152	92	-67	-490	415
NPM (%)					12%	16%	20%	14%			15%

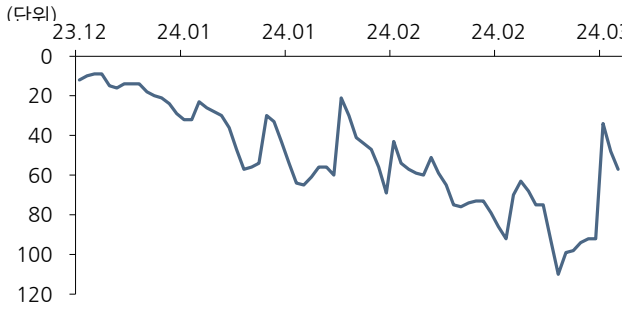
자료: K-IFRS연결기준,상상인증권

표2. Valuation

구분	내용	비고
2024F EPS	3,859원	자기주식 수 제외
적정 PER	18배	쿠키런킹덤 출시년도('21) per 적용
적정주가	69,465원	3Q23-2Q24 EPS * Target PER
<b>목표주가</b>	<b>70,000원</b>	<b>백단위 절상</b>
현재주가	47,200원	3/8기준
UPSIDE	48.3%	3/8기준

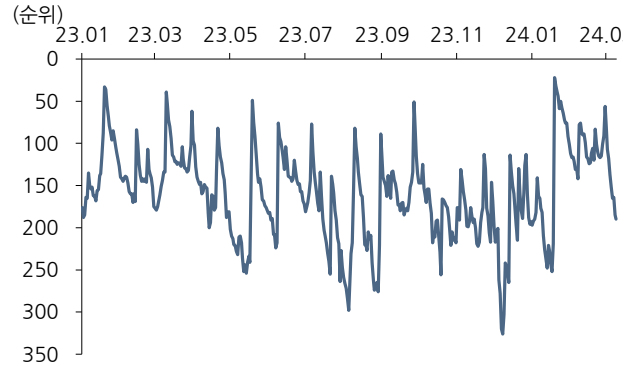
자료: 상상인증권

그림 1. 중국 쿠키런 킹덤 ios 매출순위 추이



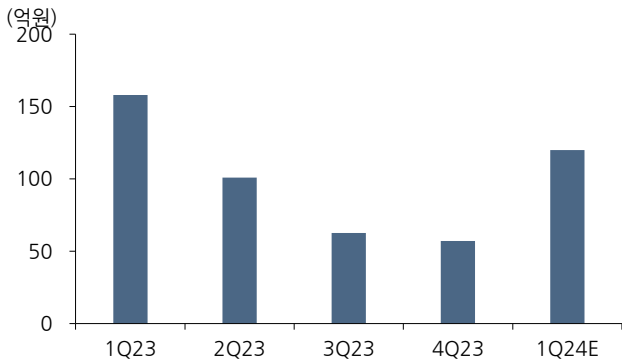
자료: Apple, 상상인증권

그림 2. 미국 쿠키런 킹덤 ios 순위 추이



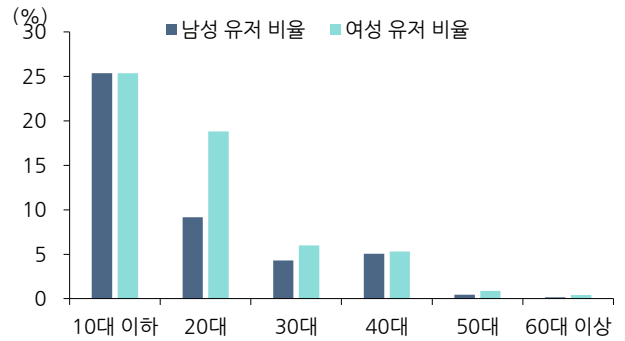
자료: Apple, 상상인증권

그림 3. 한국 쿠키런 킹덤 매출 예상치



자료: 상상인증권

그림 4. 쿠키런 킹덤: 플레이 유저 비중



자료: 모바일인덱스, 상상인증권

그림 5. 라이브 서비스 업데이트 내용

## 라이브 서비스 업데이트 내용

**쿠키런: 오븐브레이크**

**2023년 4분기 현황**

- 7주년 업데이트를 통해 추억을 돌아보며 앞으로를 약속하는 다양한 이벤트 및 콘텐츠 출시
- 신규 레전더리 쿠키 '자일리톨 노바 쿠키'를 통한 지표 유지

**2024년 예정**

- 2월 말, 기존에 없던 특별 이벤트 출시
- 신규 스토리 공개 및 시스템 개선을 통한 콘텐츠 플레이 집중도 증대

**쿠키런: 킹덤**

**2023년 4분기 현황**

- 2023년 3분기 말 진행된 대규모 업데이트의 후속 업데이트 및 연말 시즌별 업데이트 진행
- 연말 분위기의 스토리 콘텐츠 업데이트가 진행되면서 좋은 커뮤니티 분위기 유지

**2024년 예정**

- 비스티스트 대륙을 배경으로 한 3부작으로 구성된 대규모 업데이트 예정
- 신규 에디션 등급 쿠키 출시 및 신규 성장 요소 도입으로 긍정적인 성과 기대
- 유입되는 AU의 락인을 위하여 콘텐츠 편의성 전면 개편 및 다양한 보상 지급 예정
- 게임 내외에서의 3주년 기념을 위한 이벤트 및 보상 마련

자료: 데브시스터즈, 상상인증권

그림 6. 쿠키런 모험의탑 글로벌 테스트



자료: 데브시스터즈,상상인증권

그림 7. 쿠키런 모험의탑 글로벌 테스트



자료: 데브시스터즈,상상인증권

그림 8. 쿠키런 모험의탑 글로벌 테스트



자료: 데브시스터즈,상상인증권

그림 9. 쿠키런 모험의탑 글로벌 테스트



자료: 데브시스터즈,상상인증권

그림 10. 데브시스터즈 24년 주요 신작 라인업

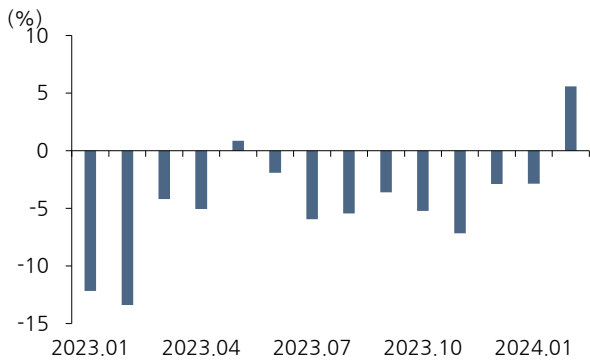
쿠키런: 마녀의 성	쿠키런: 모험의 탑	쿠키런: 오븐스매시
<b>기본 정보</b> · 퍼블 어드벤처 / 모바일 / 2024년 1분기 출시 예정	<b>기본 정보</b> · 캐주얼 협동 액션 / 모바일 / 2024년 2분기 출시 예정	<b>기본 정보</b> · 실시간 대전 배틀 액션 / 모바일 / 2024년 출시 예정
<b>게임 특징</b> · 용감한 쿠키의 탄생과 마녀의 비밀을 다룬 흥미진진한 쿠키런의 오리진 스토리가 중심  · 쉬운 탭 투 블라스트 방식으로 누구나 쉽게 플레이 가능하며 쿠키의 개성을 담은 고유 스킬 제공	<b>게임 특징</b> · 탑의 평화를 위협하는 비밀을 풀기 위해 용감한 쿠키와 친구들이 몬스터를 무찌르며 팬케이크 타워를 오르는 이야기  · 타격형, 마법형, 지원형 등 다양한 스킬을 가진 쿠키런: 모험의 탑만의 쿠키들로 전략적인 플레이 가능	<b>게임 특징</b> · 쿠키런 세계관을 담은 맵 디자인 및 원티드 스타, 점령전 등의 다양한 게임 모드  · 전장을 파괴해 상대를 방해하고, 지원자들을 활용한 다채로운 플레이

자료: ooo,상상인증권

### 캐주얼이 이끄는 2년만의 게임시장 성장전환

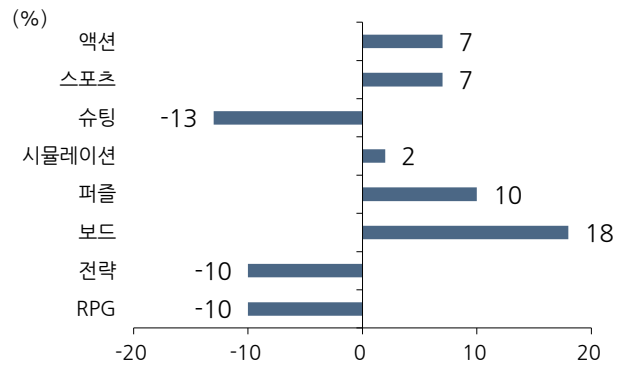
모바일 인덱스 데이터 기준 1-2월 국내 모바일 게임 결제액(애플,구글,윈스토어)은 YoY 1% 증가한 1조 2,187억원으로 추정된다. 또한 센서타워 자료에 따르면 글로벌 24년 모바일 게임시장도 780억달러(YoY+2%)로 성장전환 예상된다. 뚜렷한 성장세를 보이고 있진 않지만 2년간의 역성장이 멈춘 점은 긍정적이다. 세부 카테고리에서 특기할만한 점은 캐주얼 장르의 강세로, 2월 매출 순위 1위, 3위를 캐주얼게임인 버섯키우기,라스트워가 차지했다. 해당게임들은 캐주얼게임의 강세는 글로벌한 트렌드다. 유저들이 갈수록 복잡해져가는 게임에 피로감을 느끼고 있다고 해석된다. 앞으로 국내에서도 라이트(캐주얼)한 게임의 점진적인 수요 증대가 예상된다. 현재 주요 방치형 RPG의 월간 ARPU는 2-7만원수준으로, 캐주얼게임 중 가장 높은 ARPU를 자랑하고 있다. 비교적 이탈율이 높고 수명이 짧지만, 낮은 개발비를 고려하면 게임사 입장에서 매력적인 선택지다.

그림 11. 국내 모바일게임시장 YoY 증감률 추이



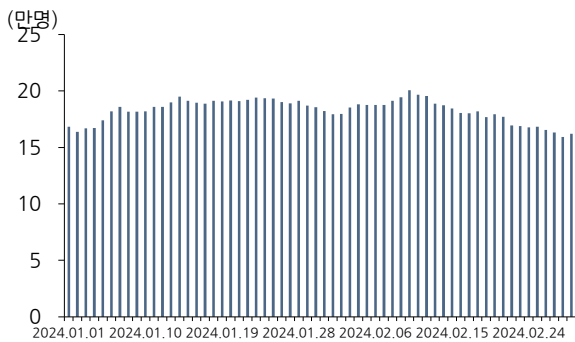
자료: Mobile index,상상인증권

그림 12. 23년 장르별 글로벌 게임 매출 증감률 추이



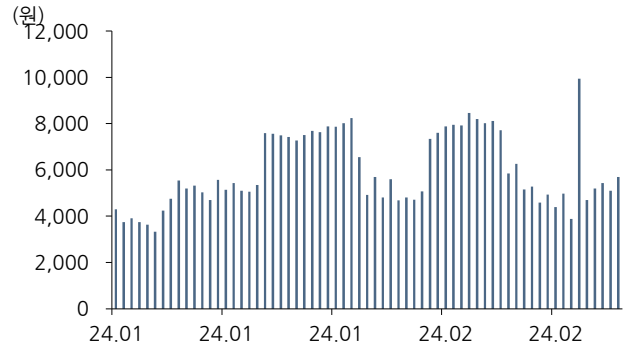
자료: Sensortower,상상인증권

그림 13. 버섯키우기 DAU추이



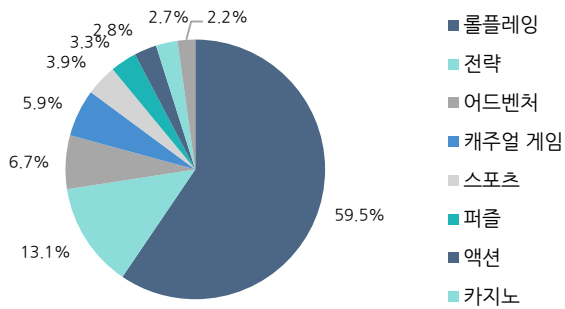
자료: Mobile index,상상인증권

그림 14. 버섯키우기 ARPDau 추이



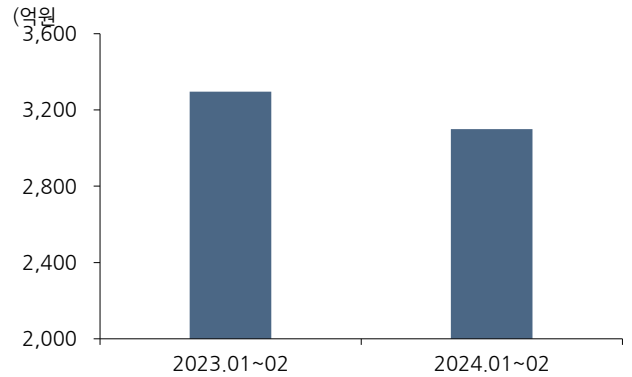
자료: Mobile index,상상인증권

그림 15. 2월 국내 구글스토어 매출 점유율



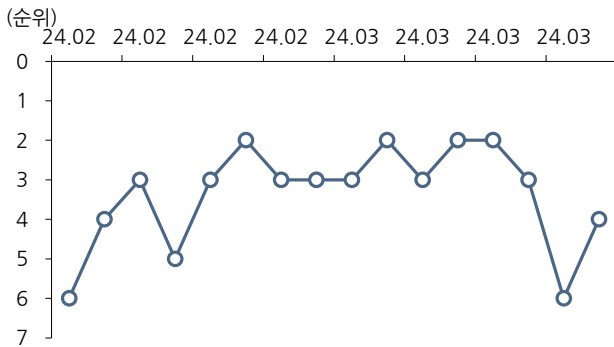
자료: Mobile index, 상상인증권

그림 16. MMORPG는 YoY 소폭 감소



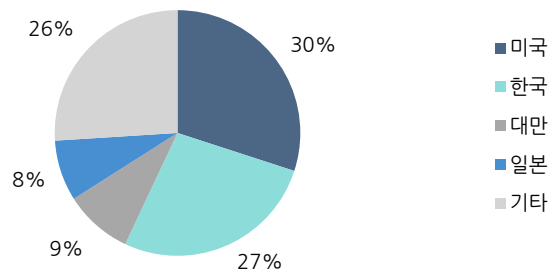
자료: Mobile index, 상상인증권

그림 17. 버섯커 키우기 일본 iOS - 일본에서도 인기



자료: APPLE, 상상인증권

그림 18. 라스트워 글로벌 매출 비중



자료: Apple, Google, 상상인증권

### 캐주얼 게임 강세, 오히려 국내게임에게는 기회

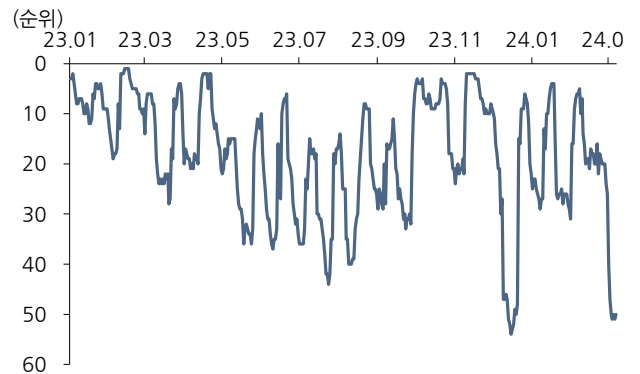
중국산 캐주얼,방치형 RPG가 시장에 통하는 상황은 국내게임사로서도 나쁠 것이 없다. 퀄리티 경쟁에 밀리면서 매출이 감소했던 22-23년과는 상황이 다르다. 짧은 시간내에도 적당한 리소스를 동원해 충분히 시장에 통하는 게임을 낼 수 있는 상황이다. 현재로서는 6월 모험의탐 출시에 주목할 필요가 있다.1

그림 19. 데브시스터즈 모험의탐



자료: 데브시스터즈, 상상인증권

그림 20. 원신 국내매출순위 추이



자료: Mobile index, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>162.5</b>	<b>116.8</b>	<b>90.9</b>	<b>116.4</b>	<b>161.9</b>
현금 및 현금성자산	31.3	21.6	6.2	13.1	49.1
매출채권	31.0	14.2	18.9	33.7	40.1
재고자산	0.2	1.9	1.5	2.6	3.1
<b>비유동자산</b>	<b>111.2</b>	<b>183.6</b>	<b>190.9</b>	<b>195.3</b>	<b>201.9</b>
관계기업투자등	68.9	135.8	151.2	157.4	163.8
유형자산	10.1	13.8	11.6	11.2	12.0
무형자산	6.9	8.3	7.4	5.3	3.9
<b>자산총계</b>	<b>273.7</b>	<b>300.4</b>	<b>281.8</b>	<b>311.7</b>	<b>363.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>45.9</b>	<b>20.2</b>	<b>76.5</b>	<b>64.9</b>	<b>49.1</b>
매입채무	28.8	9.2	10.8	19.2	22.8
단기금융부채	4.9	5.8	5.7	5.7	5.7
<b>비유동부채</b>	<b>61.8</b>	<b>99.0</b>	<b>107.2</b>	<b>107.3</b>	<b>107.4</b>
장기금융부채	59.6	90.9	97.9	97.9	97.9
<b>부채총계</b>	<b>107.7</b>	<b>119.2</b>	<b>183.7</b>	<b>172.2</b>	<b>156.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>165.3</b>	<b>179.9</b>	<b>96.1</b>	<b>137.6</b>	<b>205.3</b>
자본금	5.9	5.9	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	147.0	152.1	153.0	153.0	153.0
이익잉여금	51.7	39.9	-8.9	32.5	100.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>166.0</b>	<b>181.2</b>	<b>98.1</b>	<b>139.5</b>	<b>207.3</b>

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>70.8</b>	<b>-13.7</b>	<b>-14.3</b>	<b>23.4</b>	<b>54.3</b>
당기순이익(손실)	60.4	-6.7	-49.0	41.5	67.8
현금수익비용가감	7.1	7.1	-22.1	11.8	11.7
유형자산감가상각비	5.6	8.3	9.8	9.5	10.0
무형자산상각비	1.9	2.8	3.1	2.3	1.6
기타현금수익비용	-0.4	-4.1	-36.4	0.1	0.1
운전자본 증감	2.4	-9.4	49.9	-29.9	-25.1
매출채권의 감소(증가)	-19.3	12.2	-3.3	-14.8	-6.4
재고자산의 감소(증가)	0.1	-2.4	0.2	-1.1	-0.5
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	2.6	8.4	3.6
기타영업현금흐름	21.6	-19.2	50.4	-22.4	-21.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-54.7</b>	<b>-6.1</b>	<b>-8.5</b>	<b>-16.4</b>	<b>-18.4</b>
유형자산 처분(취득)	-8.7	-7.2	-3.4	-9.1	-10.8
무형자산 감소(증가)	-5.9	-4.3	-2.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-35.3	5.7	-2.9	-6.4	-6.6
기타투자활동	-4.8	-0.3	0.0	-0.8	-0.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>8.2</b>	<b>10.1</b>	<b>7.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증가(감소)	-3.4	-5.2	-4.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	3.5	-4.7	0.7	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	5.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	8.0	20.1	11.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>24.4</b>	<b>-9.6</b>	<b>-15.4</b>	<b>6.9</b>	<b>35.9</b>
기초현금	6.9	31.3	21.6	6.2	13.1
기말현금	31.3	21.6	6.2	13.1	49.1

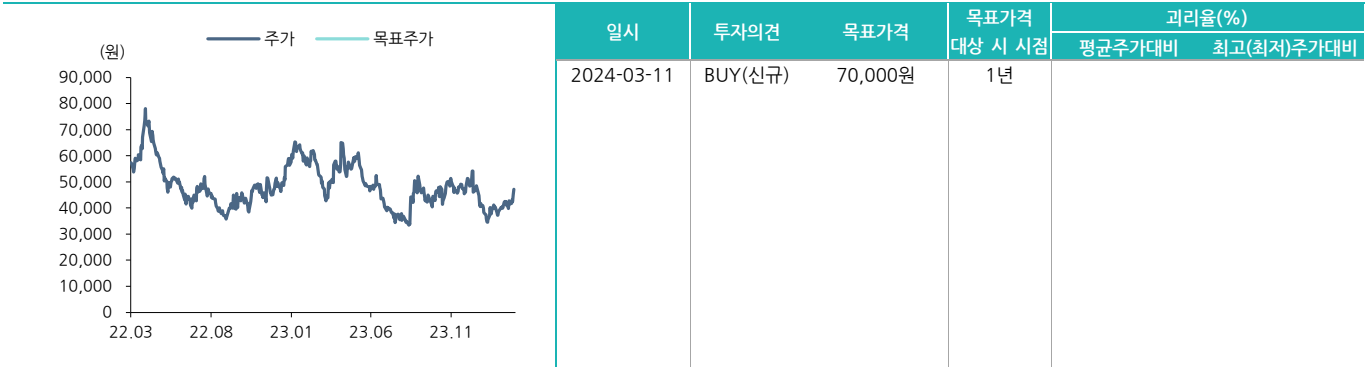
손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>369.3</b>	<b>214.4</b>	<b>161.1</b>	<b>270.3</b>	<b>320.5</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	369.3	214.4	161.1	270.3	320.5
판매비와 관리비	312.7	234.3	209.1	214.6	231.6
<b>영업이익</b>	<b>56.7</b>	<b>-19.9</b>	<b>-48.0</b>	<b>55.6</b>	<b>88.9</b>
EBITDA	64.1	-8.7	-35.1	67.4	100.5
금융손익	0.8	0.8	1.9	0.4	0.4
관계기업등 투자손익	-1.7	-0.3	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	12.6	9.5	-3.3	-3.5	-3.5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>68.4</b>	<b>-9.8</b>	<b>-48.9</b>	<b>52.5</b>	<b>85.8</b>
계속사업법인세비용	8.0	-3.1	0.1	11.0	18.0
당기순이익	60.4	-6.7	-49.0	41.5	67.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>60.4</b>	<b>-6.7</b>	<b>-49.0</b>	<b>41.5</b>	<b>67.8</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	15.3	-9.3	-29.8	20.6	27.7
EBITDA 마진률 (%)	17.4	-4.1	-21.8	24.9	31.4
세전이익률 (%)	18.5	-4.6	-30.3	19.4	26.8
지배주주순이익률 (%)	16.4	-3.1	-30.4	15.3	21.2
ROA (%)	29.8	-2.3	-16.8	14.0	20.1
ROE (%)	45.1	-3.9	-35.5	35.5	39.5
ROIC (%)	53.7	-12.2	-45.2	81.8	87.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	20.6	n/a	n/a	12.2	7.5
P/B	7.5	3.7	5.9	4.1	2.8
EV/EBITDA	19.7	n/a	n/a	9.7	6.1
P/S	3.4	3.1	3.5	2.1	1.8
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	423.8	-41.9	-24.8	67.7	18.6
영업이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	59.8
세전이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	63.4
지배주주순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	63.4
EPS 증가율	흑전	적전	적지	흑전	63.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	64.9	65.8	187.4	123.4	75.5
유동비율	353.8	578.4	118.9	179.3	329.4
순차입금/자기자본	14.8	37.9	94.6	61.4	23.9
영업이익/금융비용	177.6	-16.6	-33.6	39.0	62.3
총차입금 (십억원)	64.5	96.7	103.6	103.6	103.6
순차입금 (십억원)	24.6	68.7	92.8	85.7	49.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	5,116	-565	-4,559	3,859	6,308
BPS	14,001	15,180	8,017	11,478	17,134
SPS	31,282	18,092	13,445	22,549	26,741
DPS	500	0	0	0	0

데브시스템즈 목표주가 추이 및 투자이건 변동내역



Compliance Notice

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

구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고	구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.3%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.7%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	