

데브시스터즈 (194480)

오늘도 달리고 달리고

6년 누적 적자를 2021년 상반기에 해결

1/21 출시된 동사의 대표 IP 게임 '쿠키런:킹덤'의 흥행으로, 동사 주가는 지난 2개월간 549%가 올랐음에도 불구하고, 추가 상승여력이 있다고 판단하는 근거는 다음과 같다.

- '킹덤'의 장르는 왕국 건설 소설 게임에 기반한 모바일 전략 RPG로서 캐릭터(쿠키들) 육성에 필요한 사용자들의 시간과 돈(유료결제)을 필요로 하는 게임이어서, 일단 어느정도 흥행 기간이 지속될 시 사용자들의 기투자된 시간과 돈의 효과로 인해 게임 수명이 상대적으로 오래감(=중독성이 높다)(ex: 유사장르 '서머너즈워', '세븐나이츠' 각각 7년 동안 롱런 중, '리니지M'과 같은 MMORPG 게임수명이 긴 이유도 같은 이유)
- 동사 쿠키런 IP의 130여 캐릭터 중 현재 약 40여 개가 출시된 상태여서 향후 100여개 이상의 신규 캐릭터 출시에 따른 사용자 트래픽 증가, 매출 증가 가능성이 높음. 즉, 향후 콘텐츠 업데이트 원천이 풍부
- 실제로 동사가 2016년 10월 출시한 러닝 액션 게임 '쿠키런 : 오븐브레이크'는 RPG가 아니었음에도 캐릭터, 게임 시스템, 콘텐츠 등을 지속적으로 추가하며, 2017년 매출액 150억원에서 2020년 700억원까지 해마다 매출액이 역주행 해왔음
- 30~50대 남성 위주의 국내 모바일 게임시장에 20대 여성 유저를 새로이 유입, 매출 기반(유저층)이 다원화되어 있어 경쟁 게임 출시에도 매출 지속가능성이 높음. 또한, 해외 매출 비중이 20~30% 차지하고 있고, 해외 로컬라이징 대응이 완료될 경우 해외 매출(북미/일본 등)추가 성장 가능성이 높음
- 1/21 출시 이후 iOS 매출은 출간 1위를 유지하고 있으며, 구글플레이 게임 다운로드 순위도 최근까지 높은 순위를 유지하고 있어, 사용자수도 꾸준히 증가하고 있는 것으로 추정됨

동사는 2015년부터 2020년까지 누적 (지배)순손실 약 705억원을 기록하였으나, 이번 '킹덤'의 흥행으로 올해 상반기중 6년의 누적순손실 이상의 순이익을 기록할 수 있을 것으로 전망

실제 기대했던 게임은 따로 있었음

(뒷장 계속)



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	150,000원 (I)
현재주가 (3/23)	99,900원
상승여력	50%

시가총액	11,213억원
총발행주식수	11,356,223주
60일 평균 거래대금	201억원
60일 평균 거래량	434,547주
52주 고	100,500원
52주 저	4,010원
외인지분율	0.12%
주요주주	이지훈 외 11인 25.86%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	70.2	634.6	2,391.3
상대	68.4	616.6	1,068.3
절대(달러환산)	67.3	620.4	2,693.0

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,039	467.0	483.3	871	19.3
영업이익	451	8,556.2	흑전	349	29.3
세전계속사업이익	457	4,276.9	흑전	345	32.3
지배순이익	380	3,171.5	흑전	261	45.6
영업이익률 (%)	43.4	+40.6 %pt	흑전	40.1	+3.3 %pt
지배순이익률 (%)	36.6	+30.3 %pt	흑전	30.0	+6.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	376	710	3,711	3,942
영업이익	-222	-62	1,571	1,790
지배순이익	-133	-85	1,287	1,412
PER	-6.9	-19.1	8.8	8.0
PBR	0.8	1.5	6.2	3.3
EV/EBITDA	-1.3	-45.3	6.4	4.9
ROE	-12.1	-8.6	100.5	60.7

자료: 유안타증권

동사는 2021년 하반기 순차적으로 ‘BRIXITY(신규 IP, 건설 시뮬게임)’, ‘SAFE HOUSE(신규 IP, 하드코어 슈팅액션배틀게임, 스팀선출시예정)’, ‘쿠키런 : 오븐스매쉬(쿠키런 최초 3D 캐주얼 슈팅게임, 스팀선출시예정)’ 출시 대기중 임

‘오븐브레이크’, ‘킹덤’의 연이은 흥행으로 ‘쿠키런 IP(쿠키 캐릭터)’에 대한 사용자 저변 확대 및 충성도 증가로 흥행가능성은 어느때보다 높다는 의견 임. 또한, 게임 흥행에 따른 현금 유입, 재무구조 개선에 따른 우수 개발자 유입 증가로 회사의 장기적인 개발 능력은 증가할 것으로 기대됨

투자의견 BUY & 목표주가 15만원 제시

동사 2021년 예상 지배순이익 1,287억원에 유사기업(컴투스, 웹젠)의 평균 PER 13.2배를 적용하여 동사에 대한 목표주가 15만원과 BUY 투자의견을 제시함

2021년 예상 지배순이익 (억원)	1,287
유사기업 평균 PER (배)	13.2
발행주식수 (주)	11,356,223
주당가액 (원)	149,936

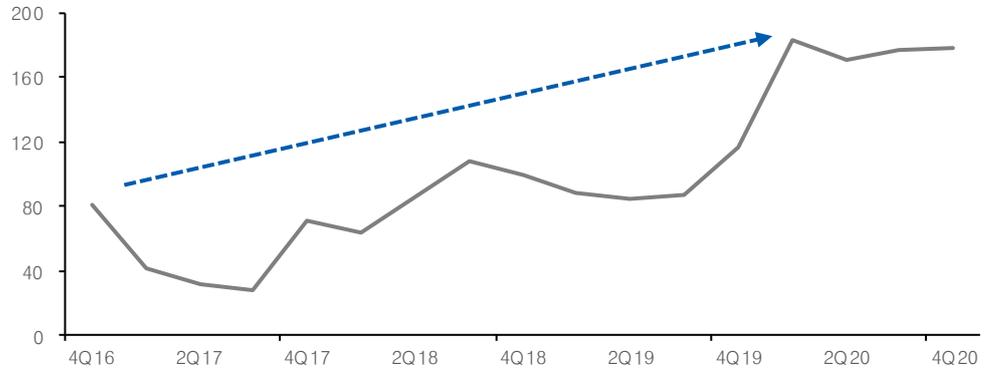
자료: 유안타증권 리서치센터

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	183	171	177	178	1,039	931	791	950	357	376	710	3,711	3,942
오븐브레이크 등 국내	116	93	103	112	106	93	103	104	218	212	423	406	332
오븐브레이크 등 해외	66	75	72	65	62	62	65	64	132	156	278	253	265
킹덤 국내	-	-	-	-	644	594	463	376	-	-	-	2,076	1,341
킹덤 해외	-	-	-	-	225	180	135	180	-	-	-	720	730
SAFE HOUSE	-	-	-	-	-	-	-	45	-	-	-	45	183
OVEN SMASH	-	-	-	-	-	-	-	135	-	-	-	135	548
S/N	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	500
총영업비용	178	183	180	230	588	514	484	553	480	598	771	2,139	2,152
고정비	105	109	112	143	181	179	197	200	344	424	469	758	709
인건비	69	72	73	102	139	136	153	154	207	277	316	581	511
기타비용	36	37	39	41	43	43	45	46	138	146	153	177	198
변동비	73	74	68	87	406	336	287	353	136	174	302	1,382	1,443
게임수수료	56	50	50	50	301	269	229	275	108	116	206	1,074	1,141
광고판촉비	11	18	13	32	99	59	50	70	14	41	73	278	266
기타비용	6	6	5	6	7	7	8	8	14	17	23	30	36
영업손익	5	-12	-3	-52	451	417	307	396	-123	-222	-62	1,571	1,790
영업이익률	-	-	-	-	43.4%	44.7%	38.8%	41.7%	-	-	-	42.3%	45.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

쿠기란·오브브레이크 매출액 추이

(단위: 억원)



자료: 데브시스템즈, 유안타증권 리서치센터

국내 iOS 매출 순위 (1/21~3/21)



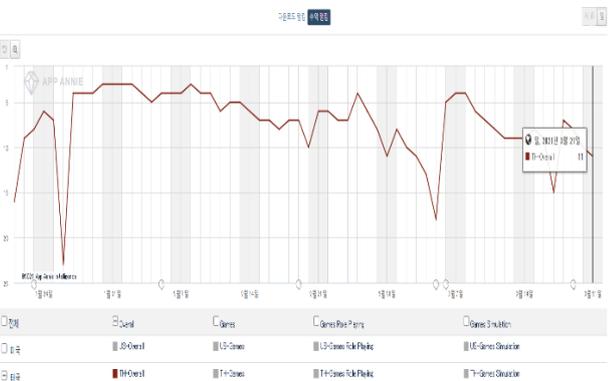
자료: appannie

국내 Googleplay 다운로드 순위 (1/21~3/21)



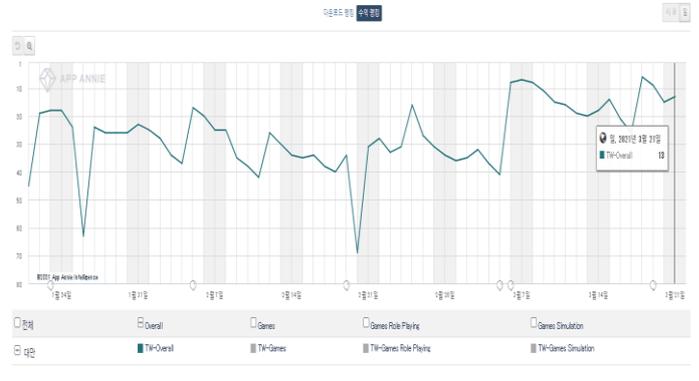
자료: appannie

태국 iOS 매출 순위 (1/25~3/21)



자료: appannie

대만 iOS 매출 순위 (1/25~3/21)



자료: appannie

데브시스터즈 (194480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	376	710	3,711	3,942	4,428
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	376	710	3,711	3,942	4,428
판매비	598	771	2,139	2,152	2,406
영업이익	-222	-62	1,571	1,790	2,021
EBITDA	-181	-25	1,591	1,804	2,024
영업외손익	94	-23	-29	20	75
외환관련손익	1	0	-1	-1	-1
이자손익	18	16	32	91	156
관계기업관련손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	79	-38	-59	-69	-79
법인세비용차감전순이익	-128	-84	1,542	1,810	2,097
법인세비용	11	1	308	398	524
계속사업순이익	-139	-85	1,233	1,412	1,573
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-139	-85	1,233	1,412	1,573
지배지분순이익	-133	-85	1,287	1,412	1,573
포괄순이익	-147	-83	1,236	1,415	1,575
지배지분포괄이익	-141	-82	1,271	1,454	1,620

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-27	-64	1,195	1,417	1,559
당기순이익	-139	-85	1,233	1,412	1,573
감가상각비	38	33	16	11	0
외환손익	0	0	1	1	1
중속, 관계기업관련손익	3	1	0	1	1
자산부채의 증감	132	-37	-93	-44	-51
기타현금흐름	-61	24	37	37	36
투자활동 현금흐름	140	-33	-134	-118	-120
투자자산	244	-150	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-14	0	0	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-98	130	-134	-118	-120
재무활동 현금흐름	-99	52	41	40	40
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	20	0	0	0
자본	0	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-98	32	40	40	40
연결범위변동 등 기타	1	120	-657	27	31
현금의 증감	16	76	445	1,366	1,511
기초 현금	56	72	148	593	1,959
기말 현금	72	148	593	1,959	3,470
NOPLAT	-242	-62	1,571	1,790	2,021
FCF	-74	-76	1,184	1,366	1,467

자료: 유안타증권

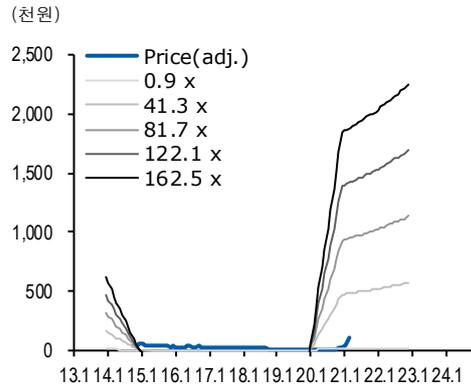
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
유동자산	868	809	1,429	2,875	4,479
현금및현금성자산	72	148	593	1,959	3,470
매출채권 및 기타채권	42	53	96	102	114
재고자산	2	2	10	11	12
비유동자산	366	426	520	512	516
유형자산	33	27	11	0	0
관계기업 등 지분관련자산	29	30	29	29	29
기타투자자산	215	280	393	393	393
자산총계	1,234	1,235	1,949	3,387	4,996
유동부채	66	103	103	109	116
매입채무 및 기타채무	41	64	64	70	77
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	14	38	38	38	38
비유동부채	144	197	236	256	285
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	210	299	338	365	401
지배지분	1,030	942	1,619	3,031	4,604
자본금	56	56	57	57	57
자본잉여금	1,433	1,426	1,426	1,426	1,426
이익잉여금	-79	-163	511	1,923	3,495
비지배지분	-6	-5	-9	-9	-9
자본총계	1,024	936	1,611	3,023	4,595
순차입금	-669	-502	-1,031	-2,396	-3,954
총차입금	143	222	261	283	308

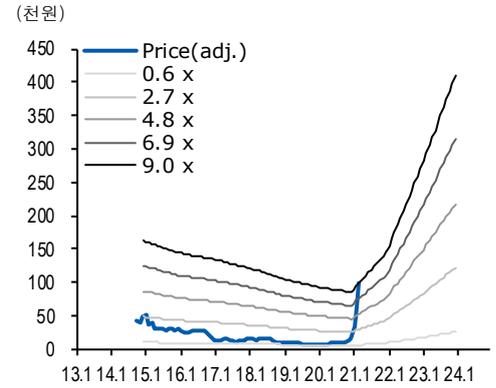
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,188	-755	11,331	12,432	13,848
BPS	10,338	9,449	16,006	29,960	45,503
EBITDAPS	-1,616	-219	14,007	15,884	17,823
SPS	3,356	6,334	32,675	34,715	38,990
DPS	0	0	0	0	0
PER	-6.9	-19.1	8.8	8.0	7.2
PBR	0.8	1.5	6.2	3.3	2.2
EV/EBITDA	-1.3	-45.3	6.4	4.9	3.6
PSR	2.4	2.3	3.1	2.9	2.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.3	88.8	422.9	6.2	12.3
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	확전	13.9	12.9
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	확전	9.7	11.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-59.0	-8.7	42.3	45.4	45.7
지배순이익률 (%)	-35.4	-11.9	34.7	35.8	35.5
EBITDA 마진 (%)	-48.2	-3.5	42.9	45.8	45.7
ROIC	-335.0	-93.8	1,423.2	1,409.4	1,552.3
ROA	-10.3	-6.9	80.8	52.9	37.5
ROE	-12.1	-8.6	100.5	60.7	41.2
부채비율 (%)	20.5	31.9	21.0	12.1	8.7
순차입금/자기자본 (%)	-65.0	-53.3	-63.6	-79.0	-85.9
영업이익/금융비용 (배)	-260.8	-39.7	641.5	730.8	825.4

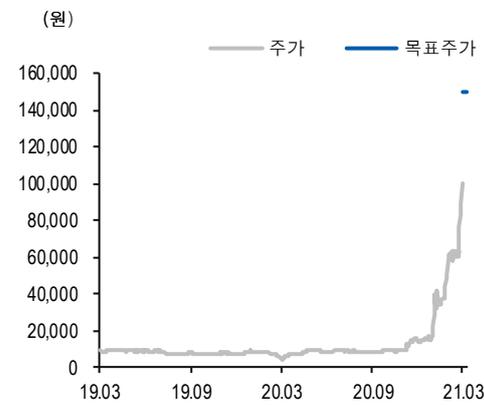
P/E band chart



P/B band chart



데브시스터즈 (194480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-24	BUY	150,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-21

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.