데브시스터즈 (194480)

사업, 신작, 그리고 <쿠키런>에 대한 생각

2024년 6월 17일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	88,000 원 (유지)
✓ 상승여력	67.3%	✓ 현재주가 (6월 14일)	52,600 원

신한생각 〈모험의탑〉 글로벌 흥행 전망, 적극 매수 타이밍

오버행 우려로 한달 넘게 하락한 주가. 컴투스 보유 지분 단기에 시장에 출회될 가능성 낮은 것으로 파악해 적극 매수 추천. 한국에서 모바일 캐주얼 게임을 가장 잘 만드는 회사로서 IP 파워 및 개발 역량 증명할 전망

새로운 경영진의 사업 방향성 기대

데브시스터즈는 〈쿠키런:킹덤〉 흥행 이후 2년간 신작의 부재 및 사업 확장으로 적자를 겪음. 하지만 1~2개 정도의 캐시카우를 확보한 후, 매년 1~2개의 신작을 출시 하기 위해 신규 프로젝트를 다수 가동하는 것은 모든 개발사들이 겪는 과정. 비주요 사업에 대한 가지치기 이후 2024년 신규 선임된 C레벨들은 다시 대규모 현금 흐름을 일으키기 위한 신작 개발에 집중하고, 〈쿠키런〉 IP의 글로벌 인지도가 높아진 만큼 더욱 효율적인 자원 배분으로 이익률 개선 이룰 것으로 전망. 〈쿠키런:킹덤〉 출시 당시와 달리 충분히 쌓인 운영/마케팅 경험, 〈쿠키런:모험의탑〉 이후에도 기대할 수 있는 여러 개의 파이프라인 및 해외 확장 계획으로 꾸준한 성장 예상

〈쿠키런:모험의탑〉의 '계획된 흥행' 통해 멀티플 리레이팅 전망

〈쿠키런:모험의탑〉은 연초 진행된 글로벌 CBT 결과도 긍정적이었고 흥행 시 퀀텀 점프 수준의 성장이 가능할 전망. 〈쿠키런:킹덤〉보다 더 많은 초기 유저와 높은 ARPPU로 초기 일매출 8억원 이상의 성과 기록할 것으로 추정. 〈쿠키런:모험의탑〉 흥행은 단순히 실적 성장뿐만 아니라, 모바일 캐주얼 콘텐츠 및 BM의 설계 역량을 통해 '계획된 흥행'을 재현한다는 점에서 큰 폭의 멀티플 리레이팅 예상. 최근 주가에 노이즈로 작동한 오버행 이슈도 단기에 나타날 가능성 낮은 것으로 파악해 6월 26일 신작 기대감 다시 부각될 시점이라 판단. 목표주가 88,000원 및 섹터 Top Pick 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	214.4	(19.9)	(6.7)	-	-	3.7	-	-
2023	161.1	(48.0)	(49.6)	-	-	4.4	-	-
2024F	323.5	63.0	53.7	11.8	33.7	3.4	9.6	-
2025F	390.5	95.9	77.2	8.2	34.3	2.4	7.7	-
2026F	421.4	105.1	83.1	7.6	27.2	1.8	18.6	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 선임연구원
✉ sokang@shinhan.com

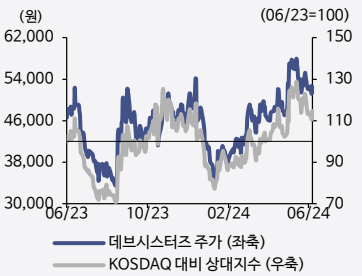
고준혁 연구원
✉ jhko0330@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	631.9 십억원
발행주식수(유동비율)	12.0 백만주(65.1%)
52주 최고가/최저가	58,000 원/33,450 원
일평균 거래액 (60일)	5,637 백만원
외국인 지분율	4.5%
주요주주 (%)	
이지훈 외 11 인	24.6
컴투스	13.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.0)	10.5	7.9	17.5
상대	(9.0)	13.8	9.1	19.8

주가



사업 방향성과 신작, 그리고 <쿠키런>에 대한 생각 정리

수 년간 크게 증가한 인건비와 최근의 구조 조정에 대한 생각

데브시스터즈의 인건비는 2020년 313.8억원에서 2023년 792.2억원으로 증가했다. 해당 시기의 인건비 상승에는 여러 원인이 존재하는데 1) 코로나19로 인한 게임업계 개발자들의 연봉 상승, 2) 〈쿠키런:킹덤〉 흥행에 따른 인력 충원 및 성과급 지급, 3) 다수의 신규 프로젝트 착수를 위한 인력 확대가 대표적이다. 1)과 2)에 대해서는 게임 개발사가 당연히 걸어야 할 길이었다는 생각이다. 종합 예술의 영역인 게임은 사람이 만들기 때문에 사람이 가장 중요한 자원이다. 뛰어난 디렉터나 개발자를 언제든 스카우트 하려는 업계의 분위기 상 처우 개선이 없이는 더 좋은 작품들이 추가로 개발되기 어렵다. 특히 임원급 키맨(key man)들의 퇴사를 막기 위해 막대한 복지를 제공하기도 한다. 3) 신규 프로젝트를 위한 인력 확대도 매년 1~2개의 신작을 출시할 수 있는 중대형사로 거듭나기 위한 야망있는 전략이었다. 경영진은 2021년 〈쿠키런:킹덤〉의 글로벌 흥행으로 확보한 현금으로 프로젝트 확장을 통해 중대형사로 거듭날 준비를 할지, 현 수준 유지에 집중할지 고민했을 것이다. 오랜 기간에 거쳐 신작이 하나씩 출시되던 이전과 달리 동사는 다수의 신규 프로젝트를 시작하며 전자의 전략을 선택했다.

다만 기업 규모 대비 너무 빠른 속도의 사업 확장이었다. 〈쿠키런〉 IP의 글로벌 인지도가 급상승해 자신감도 충분했을 것이다. 게임 프로덕트뿐만 아니라 굿즈, 애니메이션 등 부가적인 IP 사업까지 인력을 단기에 대거 늘려 인원 수는 2020년 400명대에서 2023년 900명대까지 증가했다. 몇 개의 게임으로 캐시카우를 마련한 후 다수의 프로젝트를 가동해 새로운 IP와 장르를 발굴해내는 당연한 과정이었지만, 〈쿠키런:킹덤〉 매출의 하향 안정화 속도를 고려했을 때 확실히 가파른 비용 증가였다. 그 결과 2023년말부터 비주요 사업부에 대한 구조 조정을 진행했고 2024년 1분기말 기준 720명대로 인원을 축소했다. 다시 〈쿠키런〉 IP 중심의 "게임" 프로젝트에 집중하고, 인건비뿐만 아니라 마케팅비까지 수년 내 최저 수준으로 집행하며 이익률을 높이고 있다. 이러한 비용 효율화 효과에 기존작 콘텐츠 업데이트, 해외 확장으로 2024년 1분기 흑자전환에 성공했다. 영업 레버리지를 일으킬 수 있는 조건은 갖추었고, 6월 26일 출시되는 〈쿠키런:모험의탑〉은 하반기 큰 폭의 이익 성장을 만들어낼 전망이다.

정리하면, 몇 년간 커진 인건비 규모로 비용 집행 전략에 대한 부정적 시선도 존재했지만, 다수의 프로젝트가 동시에 가동되며 매년 꾸준히 신작을 출시할 수 있는 토대를 마련했다. 현재의 사업 펀더멘털(신작 퀄리티, 개발/마케팅 역량, 자원 배분 효율성 등)은 〈쿠키런:킹덤〉이 출시되었던 2021년보다 좋은 상황이라 판단한다. 당시를 돌이켜보면 지금과 같이 흥행에 대한 기대감이 그리 높지 않았다. 대대적인 글로벌 진출 가능성은 시장에서 언급되지도 않았다. 그 때보다 높아진 글로벌 인지도, 유저 및 인플루언서들의 CBT 반응 등, 발전된 펀더멘털 아래에서 현재의 낮아진 주가는 매우 좋은 매수 기회로 보인다.

신작 〈쿠키런:모험의탑〉 흥행 가능성에 대한 생각

〈쿠키런:모험의탑〉 초기 일매출을 8억원대로 추정했다. 이는 글로벌 캐주얼 게임들의 "보통" 수준 흥행 성과다. 캐주얼 내에서는 단순 퍼즐/아케이드 장르보단 BM의 강도가 높으며, 수집형RPG/서브컬처 대비 낮기 때문이다. 기본적으로 흥행에 성공한다는 근거는 아래와 같다.

1) 글로벌 CBT 결과

2024년초 진행된 〈쿠키런:모험의탑〉 글로벌 CBT는 성공적이었다. 먼저 CBT에 참여한 유저가 절반 이상이 해외 유저였다. CBT를 위한 특별한 해외 광고가 진행된 것이 아님에도 〈쿠키런〉 IP 기존작들을 통한 크로스 마케팅 효과, 유튜버/인플루언서들의 바이럴 효과가 컸던 것으로 보인다. 물론 이는 〈쿠키런〉 IP의 글로벌 인지도가 높아져 있어야만 가능한 일이었기에 향후 신작들에 투입되는 마케팅비는 전작보다 축소될 수 있다는 장점이기도 하다. 국내외 유튜버들의 퀄리티 평가도 상당히 긍정적임에 따라 대중성을 확인할 수 있었다.

〈쿠키런:모험의탑〉은 전작 〈쿠키런:킹덤〉과 달리 자동 전투 시스템이 아닌 싱글플레이에서 유저의 직접 컨트롤이 필요하다. 몰입도가 높아야 하는 싱글플레이 콘텐츠 특성상 단순 반복적이거나 조작감이 불편할 경우 곧바로 악평으로 이어질 수 있다. 그러나 눈으로 확인 가능한 CBT 유저 반응뿐만 아니라 리텐션 및 플레이타임 지표도 전작 대비 우수한 것으로 알려져 초기 콘텐츠 흥행에는 문제없어 보인다.

2) 구글플레이의 마케팅 지원과 일본 퍼블리셔 Yostar와의 늦은 계약

데브시스터즈는 작년 '지스타 2023'에 '구글플레이게임즈' 부스를 통해 참여했다. 동사의 비용이 거의 발생하지 않았다는 뜻이다. 지스타 행사장 주변에는 구글플레이의 옥외/버스/지하철 광고에 〈쿠키런:모험의탑〉이 많이 등장했는데, 이는 구글플레이 측에서도 높은 매출이 기대됨에 따라 마케팅을 지원하는 것으로 보인다. 〈쿠키런:모험의탑〉 매출이 높을수록 구글플레이의 수수료 매출도 증가하기 때문에 구글플레이/iOS앱스토어 등의 플랫폼들은 흥행 가능성이 높은 신작이 곧 출시되거나 매출이 많이 발생하고 있는 게임들에 대해 종종 마케팅을 지원한다.

〈쿠키런:모험의탑〉은 중국과 일본을 제외하고 글로벌 동시 마케팅 예정인데, 최근 일본 지역 퍼블리셔가 Yostar로 결정되었다. 일반적으로 특정 지역 퍼블리싱 계약은 게임 개발 단계에서 중간 결과물에 대한 평가를 거쳐 결정된다. 게임의 컨셉이나 원화만으로도 퍼블리싱이 결정되기도 하는데 이는 구체적인 결과물이 부재한 개발 초기일수록 퍼블리셔에게 우호적으로 계약할 수 있기 때문이다. 반면 이번 계약은 이미 글로벌 CBT를 통해 높은 기대감을 확인한 상황에서 진행되었다. 일본 지역 전문 퍼블리셔인 Yostar는 데브시스터즈에 우호적인 조건을 감수하더라도 사업성 있는 작품의 퍼블리싱을 맡고 싶었던 것으로 보인다. 뿐만 아니라 일본이라는 특수성이 있는 지역은 현지 퍼블리셔에게 마케팅을 맡기는 것이 수월하다는 데브시스터즈의 판단도 더해져 계약 체결로 이어졌을 것이다.

3) 일매출 추정치에 관하여

〈쿠키런〉 IP의 목표 시장은 특정 국가가 아니라 전 세계 모바일 플랫폼이다. 모바일 캐주얼 장르는 다운로드 비중으로는 이미 가장 높고, 수요의 상승세도 여전히 가파르다. 작품 퀄리티에 대한 방증은 1)과 2)에서 설명했기 때문에, 어느 수준의 일매출까지 기대해볼 수 있을지를 말해보고자 한다.

〈쿠키런〉 IP 작품들 중 BM의 강도가 의미있게 높아진 〈쿠키런:킹덤〉을 기준으로 삼아보자. 〈쿠키런:킹덤〉은 2021년 1분기(1월) 글로벌 동시론칭 되었으나 마케팅은 한국부터 시작했다. 출시 첫 분기 분기 평균 일매출은 약 12억원을 기록했고, 이후 일본/미국/유럽 순으로 순차 마케팅함에 따라 해외 매출 비중이 과반을 넘어섰다. 당사는 출시 당시 〈쿠키런:킹덤〉이 글로벌 동시 마케팅을 진행했다면 첫 분기 평균 일매출은 16억원 이상을 기록했을 것으로 추정한다.

〈쿠키런:모험의탑〉은 글로벌 동시론칭, 동시 마케팅 계획이다. [1] 먼저 〈쿠키런:모험의탑〉 출시 후 초기 유저 수는 전작을 크게 뛰어넘을 것으로 예상한다. 2021년 10월 〈쿠키런:오븐브레이크〉와 〈쿠키런:킹덤〉의 합산 MAU는 1,000만명을 넘어섰는데 〈쿠키런〉이 글로벌 IP가 되었음이 증명되는 숫자였고, 그 덕분에 글로벌 CBT에서도 해외 유저의 수가 과반 이상이었다. [2] 유저 ARPPU도 더 높을 것으로 예상한다. 스테이지마다 등장하는 다양한 기믹을 해결하기 위해 다양한 캐릭터를 수집할 수요가 발생하며, 더 강한 적을 상대하기 위해서는 캐릭터마다 다른 특성있는 스킬이 필요할뿐만 아니라 강해지기 위한 장비 아이템도 갖추어야 한다. 과금 강도(BM)가 더 높은 콘텐츠이자 장르인 만큼 유저 객단가 상승으로 이어질 것이며, 콘텐츠의 완성도만 갖추어진다면 전작보다 더 높은 매출도 기대할 수 있는 것이다. 따라서 당사가 추정한 〈쿠키런:모험의탑〉 첫 분기 일매출 추정치 8억원, 하반기 평균 일매출 5억원 수준은 공격적인 추정치가 아니다.

〈쿠키런〉 IP의 유저 충성도: 기존작 역주행

〈쿠키런:킹덤〉 출시 전 동사의 매출 대부분을 차지했던 〈쿠키런:오븐브레이크〉는 업데이트를 통한 꾸준한 매출 증가세를 보였다. 그것만으로도 해당 IP를 소비하는 충성 유저가 존재함을 알 수 있지만, 〈쿠키런:오븐브레이크〉의 최고 매출은 다름 아닌 〈쿠키런:킹덤〉이 출시되었던 2021년 1분기에 나타났다. 같은 IP로 신작이 출시될 경우 매출 잠식에 대한 우려가 존재하지만, 두 작품의 장르가 완전히 다르고 전체 IP 작품들에 신규 유저 유입이 일어났기에 가능했다. 〈쿠키런:모험의탑〉 또한 전작들고 완전히 다른 장르이기에 출시 초기 매출 잠식이 아닌 IP 간 크로스 마케팅의 효과가 클 것으로 예상한다.

2024년 4월초, 〈쿠키런 for 카카오〉로 출시되었던 〈쿠키런〉 IP 오리지널 작품의 업데이트가 7년 만에 이루어졌다. 그런데 업데이트 직후 앱스토어 매출 순위 1위를 기록하며 역주행이 시작되었다. 긴 시간 업데이트 없이도 플레이하던 유저들이 신규 콘텐츠가 추가됨에 따라 보복 소비를 한 것으로 보인다. 〈쿠키런〉의 매출은 기존작 〈쿠키런:오븐브레이크〉에 준하는 수준까지 반등한 것으로 추정해 2Q24 실적에 유의미한 기여가 있을 전망이다.

멀티플에 관한 생각: 계획된 흥행

데브시스터즈의 현 주가는 2024년 컨센서스 기준 PER 13배, 당사 추정치 기준 11배다. 신작 흥행시 실적의 퀀텀 점프가 가능함에도 멀티플이 다른 게임사보다 낮은 이유는 아직 투자자들이 〈쿠키런〉 전작들의 성과가 계획된 흥행인지, 향후 신작도 계획대로 흥행할 수 있을지 확신이 없기 때문으로 보인다. 과거 엔씨소프트의 주가가 오랜 기간 상승세를 유지할 수 있었던 이유는 계획된 BM으로 계획된 흥행을 이끌어 낼 수 있었기 때문이다. 글로벌 개발사들은 매년 계획된 흥행을 일으킬 수 있는 확실한 IP와 개발력을 보유하기에 PER 30배 이상의 멀티플을 받고 있다.

〈쿠키런:오븐브레이크〉와 〈쿠키런:킹덤〉의 흥행은 계획된 것인가? 당사는 이에 대해 긍정적으로 판단하고 있다. 〈쿠키런〉 IP를 수집형 RPG라는 새로운 장르로 풀어낸 〈쿠키런:킹덤〉은 동양과 서양 유저가 모두 즐길 수 있는 콘텐츠와 BM을 설계해 만들어낸 계획된 흥행작이다. 아시아 유저들이 선호하는 뽑기 방식의 BM에 쿠키성을 꾸미는 데에는 북미유럽 유저들이 즐겨하는 시뮬레이션 장르의 확정형 BM이 적용된 것이 일례다. 기존작들이 매우 긴 라이프사이클 속에서 역주행하거나 지금까지도 업데이트로 인한 반등이 나타나는 것은 계획된 콘텐츠가 여전히 작동하고 있음을 뜻한다. 목표주가 88,000원은 목표배수 15배를 적용한 것이지만 〈쿠키런:모험의탑〉이 계획된 흥행을 다시 한 번 증명한다면 그 땐 높은 해외 매출비중이라는 경쟁력과 함께 20배 이상의 멀티플 리레이팅도 기대할 수 있을 전망이다.

중국 시장과 〈쿠키런〉 IP에 대한 생각

〈쿠키런:킹덤〉은 2023년 3월 외자판호를 발급받았고 2023년 12월 28일 텐센트의 퍼블리싱을 통해 중국에 출시되었다. 중국 성과가 동사의 매출 비중에서 크게 차지할 정도로 대흥행은 아니었지만 1Q24 실적부터 기여하고 있으며, 글로벌 출시된지 3년이나 지난 시점이었기에 미래시의 영향이 컸던 것으로 보인다. 하지만 5월 텐센트의 자체 쇼케이스 〈스파크2024〉에서는 〈쿠키런:킹덤〉의 하반기 주요 업데이트를 소개할 정도로, 텐센트는 〈쿠키런〉을 중요한 IP로 여기는 모습이다.

이전 보고서들에서 언급했지만 국내 개발사들은 앞으로 신작을 준비할 때 중국이 주요 목표 국가가 되어선 안된다. 일본/미국/유럽을 비롯한 전 세계 유저들에게 어필할 수 있는 게임을 개발하고 좋은 평가를 받은 후 중국 기업들이 중국 퍼블리싱 계약을 요청하도록 만들어야 한다. 그런 측면에서 〈쿠키런〉은 모바일 캐주얼 수요가 높아지고 있는 중국에서 계속 수요가 있을 IP라는 판단이다. 〈검은사막〉 PC버전이 판호가 발급되기 전부터 텐센트가 CBT를 진행했던 것을 보면 중국 내 규제가 과거 대비 많이 완화된 것으로 보이며, 〈쿠키런:모험의탑〉과 〈오븐스매시〉 등 향후 〈쿠키런〉 IP는 〈쿠키런:킹덤〉보다 더 빠르게 중국 출시될 수 있을 것으로 예상한다. IP의 인지도가 높아지고 누적 유저 수가 쌓일수록 중국 퍼블리싱 계약의 조건은 데브시스터즈에게 더욱 우호적으로 설정될 것이다.

향후 영업비용에 대한 생각

동사는 2023년 하반기부터 비용 효율화를 시작해 2024년 1분기까지도 영업비용에 퇴직금 등 구조 조정의 영향이 남아있다. 따라서 구조 조정 비용이 거의 사라진 2Q24에는 1분기보다 인건비 규모가 더 감소할 것으로 예상한다. 2023년 분기당 인건비가 약 190~200억원 수준이었는데, 1Q24에는 159.3억원을 기록, 2Q24에는 YoY -28%, QoQ -8% 감소해 146.9억원으로 축소될 전망이다. 신작 흥행에 따른 성과급을 제외하면 700명대 인력과 150억원의 인건비는 한동안 유지될 전망이다. 향후 신작 및 해외 확장 계획으로는 〈쿠키런 오븐스매시〉, 〈쿠키런〉 오리지널 버전의 인도 진출 등이 있는데 2024~5년까지는 현재 가동 중인 프로젝트와 인력들로 충분해 보인다. 물론 〈쿠키런:모험의탑〉이 글로벌 대흥행에 성공할 경우 신규 파이프라인을 위한 인력 충원이 있을 수 있지만 이는 2~3년 뒤의 매출과 영업이익을 더욱 높여줄 준비이기 때문에 펀더멘털에는 긍정적이다.

인건비 뿐만 아니라 마케팅비 효율화도 주목할 점이다. 2021년 〈쿠키런:킹덤〉의 한국 흥행 이후 글로벌 확장까지 이어지며 연간 약 881억원의 마케팅비를 지출했다. 2022년에는 326억원, 2023년에는 131억원을 지출했으며, 1Q24에는 3주년 업데이트가 있음에도 27억원의 마케팅비만으로 큰 폭의 매출 반등을 이뤄냈다. 2024년 전체 마케팅비는 300억원대로 YoY 증가할 것으로 추정하지만, 신작 〈쿠키런:모험의탑〉 영향을 제외하면 기존작들에 대해서는 매우 효율적인 마케팅비 집행이 이루어질 전망이다. 기존작들은 이제 대규모 마케팅비를 지출하지 않더라도 충성 유저 중심으로 안정적인 매출이 발생하고 있고, 신작 〈쿠키런:모험의탑〉 또한 IP의 글로벌 인지도 상승으로 더 적은 마케팅비가 요구될 전망이다. 또한 MAU 합산 1,000만명까지 기록했던 기존작들의 유저들을 대상으로 크로스 마케팅을 진행하거나, CBT에 참여했던 유튜버/인플루언서들의 바이럴로 현금 지출은 더욱 적어질 것으로 예상한다.

2024년 신임 경영진은 부가적인 IP 사업보다는 〈쿠키런〉 IP를 활용한 "게임" 프로덕트 자체에 초점을 둘 것으로 보인다. 2년간 적자를 겪은 만큼 브랜드 가치 제고에는 도움되지만 단기에 현금 흐름을 일으키기는 어려운 IP 사업을 축소하고, 대규모의 현금 유입을 기대할 수 있는 신작에 집중한다는 뜻이다. CEO에는 스튜디오킹덤(쿠키런 킹덤 개발사)의 조길현 대표, CBO에는 오븐게임즈(쿠키런 오븐브레이크 개발사) 배형욱 대표, CIPO에는 스튜디오킹덤 공동대표이자 〈쿠키런〉 IP 아트 디렉터인 이은지 대표가 선임되었다. 오랜 기간 〈쿠키런〉 IP를 관리하고 신작을 흥행시켰으며, 현재의 캐시카우를 관리하는 인물들이 C레벨로 대거 교체된 것은 다시 신규 게임 개발에만 집중해 새로운 캐시카우를 확보하고자 하는 의지가 보인다. 또한 임성택 경영관리본부장이 CFO를 맡았는데, 개발 및 사업부서뿐만 아니라 재무책임자까지 교체된 것은 효율적인 자원 배분을 위한 비용 집행 전략 변화도 기대할 수 있어보인다.

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**300.4**	**239.8**	**311.3**	**388.1**	**479.7**
유동자산	116.8	80.1	136.8	179.7	186.0
현금및현금성자산	21.6	8.2	58.3	103.8	107.7
매출채권	12.2	13.2	14.0	12.9	14.2
재고자산	1.9	0.9	2.2	2.0	2.3
비유동자산	183.6	159.7	174.4	208.4	293.6
유형자산	13.8	11.6	10.2	5.8	(0.1)
무형자산	8.3	6.8	23.0	61.6	152.9
투자자산	135.9	118.2	118.1	117.8	117.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**119.2**	**105.2**	**121.9**	**118.2**	**122.4**
유동부채	20.2	25.7	27.7	26.0	27.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
비유동부채	99.0	79.5	94.2	92.3	94.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	20.0	9.5	9.5	9.5	9.5
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**181.2**	**134.6**	**189.4**	**269.9**	**357.3**
자본금	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	152.1	153.1	153.1	153.1	153.1
기타자본	(34.4)	(30.1)	(30.1)	(30.1)	(30.1)
기타포괄이익누계액	16.3	12.7	12.7	12.7	12.7
이익잉여금	39.9	(9.1)	44.6	121.8	204.9
지배주주지분	**179.9**	**132.6**	**186.3**	**263.6**	**346.6**
비지배주주지분	1.3	2.0	3.1	6.3	10.7
*총차입금	25.9	22.1	22.1	21.6	21.3
*순차입금(순현금)	(63.7)	(33.2)	(87.5)	(133.0)	(137.8)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**214.4**	**161.1**	**323.5**	**390.5**	**421.4**
증감률 (%)	(41.9)	(24.8)	100.8	20.7	7.9
매출원가	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
매출총이익	**214.4**	**161.1**	**323.5**	**390.5**	**421.4**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	**234.3**	**209.1**	**260.5**	**294.6**	**316.2**
영업이익	**(19.9)**	**(48.0)**	**63.0**	**95.9**	**105.1**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	52.3	9.6
영업이익률 (%)	(9.3)	(29.8)	19.5	24.6	25.0
영업외손익	10.1	(1.6)	(7.0)	1.1	(12.2)
금융손익	10.5	(0.9)	0.9	1.6	2.0
기타영업외손익	0.1	(1.0)	(15.9)	(0.5)	(15.9)
종속 및 관계기업관련손익	(0.5)	0.3	8.0	0.0	1.7
세전계속사업이익	**(9.8)**	**(49.5)**	**55.9**	**97.0**	**92.9**
법인세비용	(3.1)	0.2	12.7	21.3	20.0
계속사업이익	(6.7)	(49.7)	45.4	75.6	73.4
중단사업이익	0.0	0.0	10.1	0.0	2.2
당기순이익	**(6.7)**	**(49.7)**	**54.8**	**80.5**	**87.4**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	46.7	8.7
순이익률 (%)	(3.1)	(30.9)	17.0	20.6	20.7
(지배주주)당기순이익	(6.7)	(49.6)	53.7	77.2	83.1
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.1)	1.1	3.2	4.4
총포괄이익	11.3	(53.0)	54.8	80.5	87.4
(지배주주)총포괄이익	11.3	(52.9)	54.5	80.0	87.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.1)	0.3	0.4	0.5
EBITDA	**(8.7)**	**(37.7)**	**57.1**	**65.7**	**27.2**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	15.0	(58.7)
EBITDA 이익률 (%)	(4.1)	(23.4)	17.7	16.8	6.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**(13.7)**	**(26.1)**	**64.6**	**50.5**	**13.4**
당기순이익	(6.7)	(49.7)	54.8	80.5	87.4
유형자산상각비	8.3	9.9	6.5	4.3	9.3
무형자산상각비	2.8	0.4	(12.3)	(34.6)	(87.3)
외화환산손실(이익)	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.3	(0.3)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(9.4)	(6.4)	14.3	(1.0)	2.6
(법인세납부)	(6.3)	0.0	(12.7)	(21.3)	(20.0)
기타	(3.2)	19.6	14.0	22.6	21.4
투자활동으로인한현금흐름	**(6.1)**	**7.0**	**(13.3)**	**(3.2)**	**(7.9)**
유형자산의증가(CAPEX)	(7.2)	(2.4)	(5.0)	0.0	(3.4)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.3)	(0.1)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
투자자산의감소(증가)	5.7	9.0	0.1	0.2	0.2
기타	(0.3)	0.4	(4.4)	0.6	(0.7)
FCF	(25.6)	(39.1)	39.8	45.5	2.0
재무활동으로인한현금흐름	**10.1**	**5.7**	**(1.3)**	**(1.8)**	**(1.5)**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	(0.5)	(0.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	5.7	(1.3)	(1.3)	(1.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(9.6)**	**(13.4)**	**50.0**	**45.5**	**3.9**
기초현금	31.3	21.6	8.2	58.3	103.8
기말현금	21.6	8.2	58.3	103.8	107.7

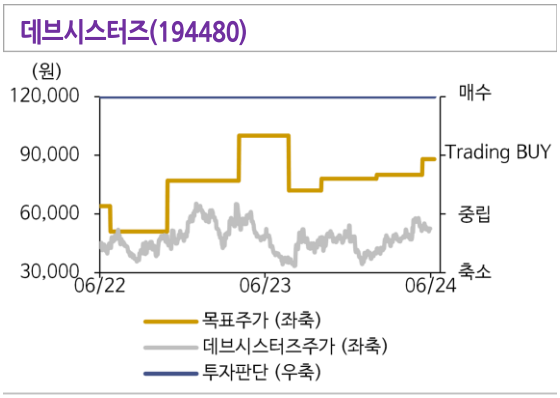
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(566)	(4,173)	4,567	6,697	7,278
EPS (지배순이익, 원)	(566)	(4,162)	4,476	6,429	6,914
BPS (자본총계, 원)	15,292	11,226	15,766	22,462	29,740
BPS (지배지분, 원)	15,180	11,058	15,507	21,936	28,849
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(98.8)	(11.6)	11.5	7.9	7.2
PER (지배순이익, 배)	(98.8)	(11.7)	11.8	8.2	7.6
PBR (자본총계, 배)	3.7	4.3	3.3	2.3	1.8
PBR (지배지분, 배)	3.7	4.4	3.4	2.4	1.8
EV/EBITDA (배)	(68.7)	(14.6)	9.6	7.7	18.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	(4.1)	(23.4)	17.7	16.8	6.4
영업이익률 (%)	(9.3)	(29.8)	19.5	24.6	25.0
순이익률 (%)	(3.1)	(30.9)	17.0	20.6	20.7
ROA (%)	(2.3)	(18.4)	19.9	23.0	20.2
ROE (지배순이익, %)	(3.9)	(31.7)	33.7	34.3	27.2
ROIC (%)	(53.6)	(148.2)	135.6	120.7	68.6
안정성					
부채비율 (%)	65.8	78.2	64.4	43.8	34.3
순차입금비율 (%)	(35.1)	(24.6)	(46.2)	(49.3)	(38.6)
현금비율 (%)	107.2	32.0	210.7	399.6	387.3
이자보상배율 (배)	(16.6)	(32.8)	49.0	74.7	82.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	43.9	13.1	27.2	33.6	38.2
재고자산회수기간 (일)	1.7	3.2	1.8	2.0	1.9
매출채권회수기간 (일)	31.5	28.8	15.4	12.6	11.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
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	(43.0)	(30.5)
2024년 02월 19일	매수	80,000	(39.5)	(27.5)
2024년 05월 30일	매수	88,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 강석오, 고준혁)
- 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 투자의 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 (2024년 06월 14일 기준)

매수 (매수)	93.63%	Trading BUY (중립)	4.38%	중립 (중립)	1.99%	축소 (매도)	0.00%