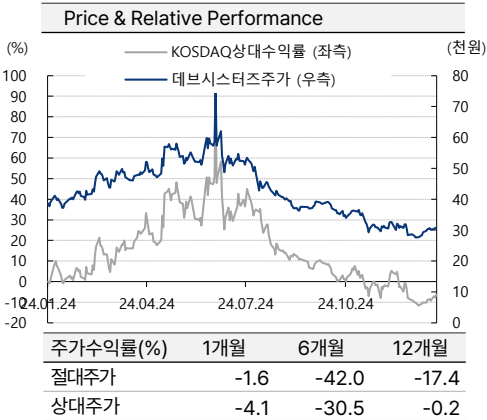


데브시스터즈 (194480) : 쿠키런 IP의 확장은 25년에도 계속

Buy
TP 46,000원

유지
하향

Company Data	
현재가(01/15)	30,800원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	75,700원
52주 최저가(보통주)	27,650원
KOSPI (01/15)	2,496.81p
KOSDAQ (01/15)	711.61p
자본금	60 억원
시가총액	3,709 억원
발행주식수(보통주)	1,204 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	8.8 만주
평균거래대금(60일)	27 억원
외국인지분(보통주)	7.39%
주요주주	이지훈외 9인 23.85%



▶ 쿠키런 기존작(쿠키런: 오븐브레이크, 쿠키런: 킹덤) 매출 하향은 안정화 판단

- 24년 '쿠키런: 오븐브레이크' 및 '쿠키런: 킹덤' 매출은 각각 YoY -4.2%, YoY +2.2%를 기록한 것으로 추정하며, 매출 하향은 상당 부분 안정화된 것으로 판단. 두 라인업 매출이 25년 각각 YoY -14%, -11% 감소한다는 보수적 가정을 적용하더라도 '쿠키런: 모험의 탑'의 일본 지역 확장과 '쿠키런: 오븐스매시'의 런칭 효과가 충분히 상쇄하고 전사 매출 성장을 이끌 수 있는 상황.

▶ '쿠키런: 오븐스매시' 런칭으로 또 한 번의 IP 확장 전망

- '쿠키런: 오븐스매시'는 쿠키런 IP 특유의 캐주얼한 게임성에 뛰어난 액션성과 조작감을 더한 실시간 배틀 액션 게임. 1Q25 CBT 이후 2H25 출시를 가정하며, '쿠키런: 모험의 탑'(캐주얼 협동 액션) 운영 경험을 바탕으로 매칭 시스템 및 UI/UX 개선, 쿠키 밸런스 개선을 통한 운영으로 2025년 557억원 매출 기여 전망.

▶ 2025년 매출 2,842억원(YoY +14.8%), 영업이익 484억원(YoY +48.7%, OPM 16.6%) 기록 전망

- 2025년 매출 2,842억원(YoY +14.8%), 영업이익 484억원(YoY +48.7%, OPM 16.6%) 기록 전망. 인건비(YoY +2.5%) 및 마케팅비(매출 대비 8.6%)의 효율적 집행 기조 유지 하에 1) 기존작의 안정적인 라이브서비스 지속, 2) 2H25 '쿠키런: 오븐스매시' 출시, 3) 1H25 '쿠키런: 모험의 탑' 일본 출시 등을 통해 영업이익 YoY +48.7% 성장 전망.
- 목표주가를 46,000으로 -34% 하향조정. 이는 '쿠키런: 모험의 탑' 매출의 빠른 하향 추세를 반영, 25F 순이익 추정치를 400억원으로 -33% 하향하고, target PER 14배를 적용함에 따름.

Forecast earnings & Valuation					
	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12결산(십억원)					
매출액 (십억원)	214	161	248	291	327
YoY(%)	-41.9	-24.8	53.6	17.6	12.4
영업이익(십억원)	-20	-48	33	48	62
OP마진(%)	-9.3	-29.8	13.3	16.5	19.0
순이익(십억원)	-7	-50	35	40	51
EPS(원)	-566	-4,162	2,867	3,361	4,233
YoY(%)	적전	적지	흑전	17.2	25.9
PER(배)	-98.8	-11.7	9.7	9.2	7.3
PCR(배)	1,528.0	-21.2	13.1	11.9	11.5
PBR(배)	3.7	4.4	2.0	1.8	1.4
EV/EBITDA(배)	-76.8	-16.0	8.4	6.3	4.3
ROE(%)	-3.9	-31.7	23.0	21.6	21.8

데브시스터즈 (194480) : 쿠키런 IP의 확장은 25년에도 계속

- 2025년 매출 2,842억원(YoY +14.8%), 영업이익 484억원(YoY +48.7%, OPM 16.6%) 기록 전망. 인건비(YoY +2.5%) 및 마케팅비(매출 대비 8.6%)의 효율적 집행 기조 유지 하에 1) 기존작의 안정적인 라이브서비스 지속, 2) 2H25 '쿠키런: 오븐스매시' 출시, 3) 1H25 '쿠키런: 모험의 탑' 일본 출시 등을 통해 영업이익 YoY +48.7% 성장 전망.
- 24년 '쿠키런: 오븐브레이크' 및 '쿠키런: 킹덤' 매출은 각각 YoY -4.2%, YoY +2.2%를 기록한 것으로 추정하며, 매출 하향은 상당 부분 안정화된 것으로 판단. 두 라인업 매출이 25년 각각 YoY -14%, -11% 감소한다는 보수적 가정을 적용하더라도 '쿠키런: 모험의 탑'의 일본 지역 확장과 '쿠키런: 오븐스매시'의 런칭 효과가 충분히 상쇄하고 전사 매출 성장을 이끌 수 있는 상황.
- '쿠키런: 오븐스매시'는 쿠키런 IP 특유의 캐주얼한 게임성에 뛰어난 액션성과 조작감을 더한 실시간 배틀 액션 게임. 1Q25 CBT 이후 2H25 출시를 가정하며, '쿠키런: 모험의 탑'(캐주얼 협동 액션) 운영 경험을 바탕으로 매칭 시스템 및 UI/UX 개선, 쿠키 밸런스 개선을 통한 운영으로 2025년 557억원 매출 기여 전망.

데브시스터즈 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	50.3	38.3	34.8	37.8	59.5	54.5	72.0	61.6	62.3	66.0	83.7	79.2	214.4	161.1	247.6	291.3
성장률(YoY %)	-17.1%	-28.2%	-32.7%	-22.5%	18.3%	42.4%	107.3%	62.8%	4.8%	21.2%	16.2%	28.6%	-41.9%	-24.8%	53.6%	17.6%
게임 매출	49.6	37.8	34.0	36.6	58.1	52.7	70.2	59.7	60.6	64.2	81.7	77.0	210.9	158.0	240.7	283.6
쿠키런: 오븐브레이크	8.9	8.9	10.0	12.5	10.9	10.8	8.1	8.8	7.9	7.9	8.5	9.1	48.8	40.3	38.6	33.3
쿠키런: 킹덤	40.3	28.5	23.0	23.4	45.0	27.3	20.8	24.7	32.6	26.3	22.1	23.3	159.3	115.2	117.8	104.3
쿠키런: 모험의 탑	-	-	-	-	-	5.6	33.3	19.0	12.2	21.8	12.7	10.4	-	-	57.9	57.1
쿠키런: 오븐스매시	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.0	25.7	-	-	-	55.7
기타 게임	0.4	0.4	1.0	0.7	2.2	9.1	8.0	7.2	8.0	8.3	8.4	8.5	2.8	2.5	26.4	33.2
상품 매출	0.6	0.4	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	2.0	3.3	2.7	6.2	7.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.6
영업비용	55.4	51.4	52.8	49.6	51.4	49.5	58.6	55.5	54.6	57.3	66.1	64.9	234.3	209.1	215.0	242.9
게임수수료	14.5	11.1	9.9	10.3	14.2	15.4	20.5	17.5	17.6	18.7	23.6	22.3	62.0	45.7	67.6	82.3
인건비	19.0	20.5	19.5	20.7	15.9	15.9	16.7	16.8	15.3	16.3	17.6	17.8	68.4	79.8	65.3	67.0
광고판촉비	2.5	1.6	4.6	4.3	2.7	5.3	7.8	4.9	5.0	5.3	7.5	7.1	32.6	13.1	20.6	24.9
기타비용	19.3	18.1	18.8	14.3	18.6	13.0	13.6	16.3	16.7	17.0	17.3	17.7	71.4	70.6	61.5	68.7
영업이익	-	5.0	13.1	11.8	8.1	4.9	13.4	6.1	7.7	8.8	17.6	14.3	19.9	48.0	32.5	48.4
성장률(YoY %)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	-4.9%	77.5%	31.5%	134.9%	적자전환	적자지속	흑자전환	48.7%
OPM(%)	-10.0%	-34.3%	-51.9%	-31.2%	13.7%	9.1%	18.6%	9.9%	12.4%	13.3%	21.0%	18.0%	-9.3%	-29.8%	13.1%	16.6%
순이익	-	3.4	12.3	17.4	9.5	6.3	14.3	4.4	7.4	7.9	16.4	12.2	6.7	49.7	34.6	43.9
NPM(%)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	16.0%	11.6%	19.9%	7.1%	11.8%	12.0%	19.6%	15.5%	-3.1%	-30.9%	14.0%	15.1%

출처: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	214	161	248	291	327
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	214	161	248	291	327
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	234	209	215	243	265
영업이익	-20	-48	33	48	62
영업이익률 (%)	-9.3	-29.8	13.1	16.6	19.1
EBITDA	-9	-38	38	52	64
EBITDA Margin (%)	-4.1	-23.4	15.5	17.7	19.6
영업외손익	10	-2	5	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	34	35	10	8	8
금융비용	-23	-36	-5	-3	-3
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-10	-50	37	54	68
법인세비용	-3	0	3	13	17
계속사업순손익	-7	-50	35	40	51
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-50	35	40	51
당기순이익률 (%)	-3.1	-30.9	14.0	13.9	15.5
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-7	-50	34	40	51
지배순이익률 (%)	-3.1	-30.8	13.9	13.9	15.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	18	-3	0	0	0
포괄순이익	11	-53	35	41	51
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	11	-53	35	41	51

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-14	-26	40	47	57
당기순이익	-7	-50	35	40	51
비현금항목의 가감	7	22	14	13	4
감가상각비	8	10	5	3	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-2	13	8	10	3
자산부채의 증감	-9	-6	-13	-10	-9
기타현금흐름	-5	8	5	4	11
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	23	36	44
기초 현금	31	22	8	32	68
기말 현금	22	8	32	68	112
NOPLAT	-14	-48	30	36	47
FCF	-19	-47	23	30	40

재무상태표

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	117	80	111	154	208
현금및현금성자산	22	8	32	68	112
매출채권 및 기타채권	14	17	26	34	43
재고자산	2	1	1	2	2
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	264	302	353
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	167	207	258
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	152	153	153	153	153
이익잉여금	40	-9	25	66	117
기타자본변동	-34	-30	-30	-30	-30
비지배자분	1	2	3	3	4
자본총계	181	135	170	211	262
총차입금	97	75	64	62	60

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-566	-4,162	2,867	3,361	4,233
PER	-98.8	-11.7	9.7	9.2	7.3
BPS	15,180	11,058	13,901	17,262	21,495
PBR	3.7	4.4	2.0	1.8	1.4
EBITDAPS	-738	-3,163	3,187	4,299	5,349
EV/EBITDA	-76.8	-16.0	8.4	6.3	4.3
SPS	18,126	13,524	20,610	24,246	27,240
PSR	3.1	3.6	1.3	1.3	1.1
CFPS	-1,606	-3,916	1,881	2,491	3,307
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-41.9	-24.8	53.6	17.6	12.4
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	48.7	28.8
순이익 증가율	적전	적지	흑전	16.4	25.9
수익성					
ROIC	-58.1	-150.5	95.5	100.7	110.4
ROA	-2.3	-18.4	13.7	14.3	15.5
ROE	-3.9	-31.7	23.0	21.6	21.8
안정성					
부채비율	65.8	78.2	55.6	43.7	34.6
순차입금비율	32.2	31.2	24.3	20.4	17.1
이자보상배율	-16.6	-32.8	39.0	58.0	74.8