

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

티쓰리 (204610)

주주환원 GOAT

체크포인트

- 동사는 22년째 서비스 중인 <오디션>의 IP 로열티를 기반으로 이익을 창출하는 게임사. 별도 영업이익률 56%의 고마진 사업에서 발생한 현금흐름을 자사주 소각과 배당으로 환원. 2026년 매출 806억 원(+16.0% YoY)·영업이익 240억 원(+41.1% YoY, OPM 29.8%)·지배주주순이익 192억 원(+13.6% YoY, NPM 23.8%) 전망
- 투자포인트: 1) 주주환원 GOAT: 2025년 총주주환원을 97% 기록. 자사주 소각으로 발행주식수가 17% 감소해 2024~2026년 순이익이 67% 증가하는 동안 EPS는 96% 늘어날 전망, 2) 오디션, 늑크 아닙니다. <오디션>은 전환비용·네트워크 효과·브랜드를 기반으로 22년 차에도 매출과 영업이익률이 동반 상승. 베트남태국의 고성장과 재계약에 따른 로열티 요율 인상으로 2026년 별도 로열티 매출은 291억 원(+9.1% YoY) 전망
- 2026F PBR 1.9배는 게임업종 평균(1.08배)의 1.8배 수준이나, ROE 20.5%와 적극적인 주주환원 정책, 오디션 IP 이익의 지속성·예측 가능성이 프리미엄을 설명. 2026F PER은 9.0배로, 성장 여력이 제한적인 사업모델 특성상 추가 멀티플 확대 여력은 크지 않은 것으로 판단. 당분간 주가 상승은 EPS 성장이 견인할 전망이며, 멀티플 재평가에는 신사업의 이익 기여 확인이 필요

주가 및 주요이벤트

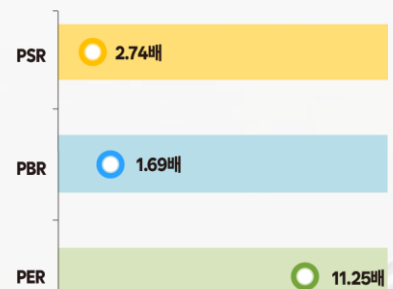


재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2025년 기준, PBR은 1Q26 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

〈오디션〉로열티를 주당가치로 전환하는 게임사

동사는 2000년 설립돼 2022년 11월 코스닥에 상장한 게임 개발·서비스 기업. 주력 IP는 2004년 출시 후 22년째 서비스 중인 PC 리듬·소셜 게임 〈오디션〉으로, 현재 37개국에서 서비스되고 있음. 퍼블리셔가 현지 서비스와 마케팅을 담당하고 동사는 라이선스피와 러닝 로열티를 수취하는 구조로, 2025년 기준 매출의 90% 이상이 해외에서 발생하며 별도 영업이익률은 56%를 기록. 사업부문별 매출 비중은 게임서비스 70.7%-솔루션 22.2%-벤처투자 7.1%이나, 전사 이익의 대부분은 오디션 로열티에서 창출. 2021년 전문경영인 체제로 전환한 이후 자사주 소각과 배당을 병행하며, 로열티에서 발생한 현금흐름을 주당가치 상승으로 연결하는 자본배분 체계를 구축. 2026년 매출 806억 원(+16.0% YoY)-영업이익 240억 원(+41.1% YoY, OPM 29.8%)-지배주주순이익 192억 원(+13.6% YoY, NPM 23.8%) 전망

투자포인트: 견조한 로열티 성장, 더 빠르게 늘어나는 EPS

① **주주환원 GOAT**: 2025년 지배주주순이익의 97%, 별도 영업이익의 109%를 주주에게 환원.

2026~2028년 중장기 정책으로 별도 영업이익의 50% 이상을 배당·자사주 소각에 배정하고, 주가 수준에 따라 환원 수단별 비중을 조정하는 기준을 명문화. 2023년 이후 1,370만 주를 소각해 발행주식수는 6,729만 주에서 5,556만 주로 17% 감소. 이에 따라 2024~2026년 지배주주순이익이 67% 증가하는 동안 EPS는 96%(175→343원) 늘어날 전망. 배당은 2026년부터 분기배당(연 4회)으로 확대되며, 전액 비과세 감액배당으로 지급(2026년 예상 DPS 220원·배당수익률 7.1%)

② **오디션, 닙크크 아닙니다**: 22년간 서비스된 노후 IP라는 우려와 달리, 〈오디션〉은 시간이 지날수록 경쟁력이 누적되는 구조. 계정에 축적되는 아바타 자산(전환비용), 팜·커피 등 이용자 관계망(네트워크 효과), 22년간 쌓은 오리지널 IP 인지도(브랜드)가 결합돼 경쟁작의 대체를 어렵게 함. 별도 로열티 매출은 2022년 221억 원에서 2025년 267억 원으로 연평균 6.4% 성장했고, 별도 영업이익률도 42%에서 56%로 상승. 베트남(연평균 +15.7%)·태국(+27.5%)의 고성장에 재계약에 따른 로열티 요율·라이선스피 인상 효과가 더해져 2026년 별도 로열티 매출은 291억 원(+9.1% YoY) 전망

밸류에이션: 프리미엄은 설명되나, 주가 상승은 EPS가 주도

2026년 예상 PBR 1.9배는 국내 주요 게임사 평균(1.08배)의 1.8배 수준이나, ROE 20.5%(업종 평균 8.1%)가 프리미엄의 상당 부분을 설명. 여기에 적극적인 주주환원 정책과 오디션 IP 이익의 높은 지속성·예측 가능성도 프리미엄을 뒷받침하는 요인으로 판단. 2026년 예상 PER 9.0배는 과거 밴드(6.7~10.6배) 내에 위치. 실적 가시성이 높은 대신 성장 여력이 제한적인 사업모델 특성상 멀티플은 한 자릿수 후반~10배 초반에서 형성되는 것으로 판단. 따라서 당분간 주가는 멀티플 확대보다 이익 성장과 자사주 소각에 따른 EPS 상승이 견인할 전망이다이며, 멀티플 재평가를 위해서는 솔루션·벤처투자 등 신사업의 이익 기여 확인이 필요

Forecast earnings & Valuation

	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	762	510	593	695	806
YoY(%)	10.9	-33.1	16.4	17.2	16.0
영업이익(억원)	128	76	105	170	240
OP 마진(%)	16.8	14.8	17.7	24.5	29.8
지배주주순이익(억원)	111	56	115	169	192
EPS(원)	220	84	175	275	343
YoY(%)	5.4	-61.7	107.9	57.1	24.9
PER(배)	8.0	14.6	8.9	6.7	9.0
PSR(배)	1.2	1.6	1.7	1.6	2.1
EV/EBITDA(배)	3.8	1.4	2.6	2.8	4.7
PBR(배)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.9
ROE(%)	14.2	5.8	12.0	17.7	20.5
배당수익률(%)	3.4	4.9	3.9	7.6	7.1

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/3)	3,090원
52주 최고가	3,655원
52주 최저가	1,669원
KOSDAQ (8/3)	737.35p
자본금	68억원
시가총액	1,717억원
액면가	100원
발행주식수	56백만주
일평균 거래량 (60일)	27만주
일평균 거래액 (60일)	8억원
외국인지분율	4.39%
주요주주	김기영 외 8인 35.82%
	브이아이피자산운용 18.28%

Price & Relative Performance**Stock Data**

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	60.4	53.3
상대주가	20.5	149.0	60.7

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

회사개요 및 연혁

**22년 장수 IP '오디션'의 로열티
현금흐름을 기반으로 신사업
투자 및 주주환원을 병행하는 게임
기업**

티쓰리((주)티쓰리엔터테인먼트)는 2000년 4월 17일 설립돼 2022년 11월 17일 코스닥에 상장한 게임 개발·서비스 기업으로, 서울 금천구 가산동에 본사를 두고 있으며 임직원 수는 90명(2026.3.31)이다.

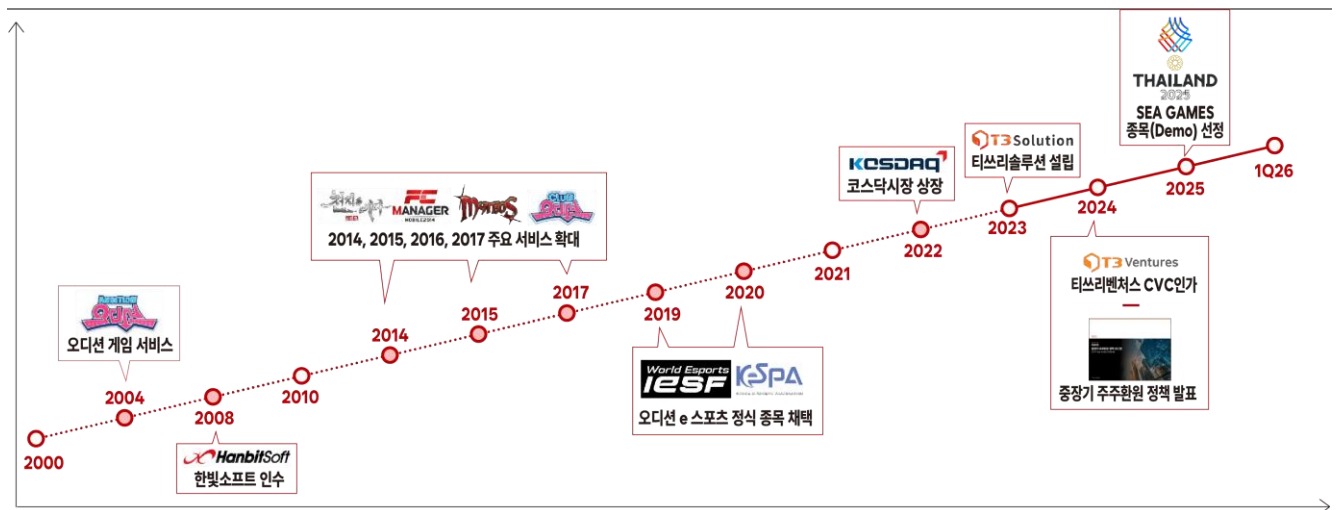
주력 IP는 2004년 출시한 PC 기반 리듬·소셜 게임 '오디션'으로, 현재 37개국에서 서비스되고 있으며 누적 가입자 약 8억 명·전 세계 최고 동시접속자 수 약 130만 명을 기록한 글로벌 IP다. 통상 3년 내외인 온라인 게임의 수명을 크게 상회해 22년째 서비스가 이어지는 가운데, 최근 수년간 별도 매출도 꾸준히 성장하고 있다는 점은 오디션 IP의 장기 경쟁력이 유지되고 있음을 보여준다.

동사는 오디션에서 창출되는 안정적인 로열티 현금흐름을 기반으로 ①자사주 소각·배당을 통해 주주환원을 실시하고 ②드론 유통·디지털 트윈 솔루션·기업형 벤처캐피탈(CVC) 등 신사업에 성장 투자를 집행하며, 단일 IP 중심의 사업구조를 보완하는 동시에 자본배분 전략을 강화하고 있다.

경영진: 전문경영인 체제로 전환

창업자·최대주주 김기영은 2021년 12월 사내이사에서 사임하며 경영 일선에서 물러났고, 현재는 전문경영인 홍민균 대표가 경영 전반을 총괄하고 있다. 홍 대표는 재무·금융공학을 전공하고 증권사 IB와 대기업 CFO를 거쳤으며, 2019년 동사 CFO로 합류해 부실 사업 정리와 자본구조 개선을 주도한 뒤 2021년 12월 대표이사에 취임했다. 이후 무차입·순현금 중심의 재무 기조를 유지하는 한편, 자사주 소각과 배당을 병행하는 현재의 주주환원 체계를 마련했다.

티쓰리 연혁



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주구성

창업주, 경영진과 가치투자 기관
VIP자산운용이 지분 과반을
보유하고, 자사주 소각과 경영진,
2대주주의 장내매수가 저평가
인식을 시사

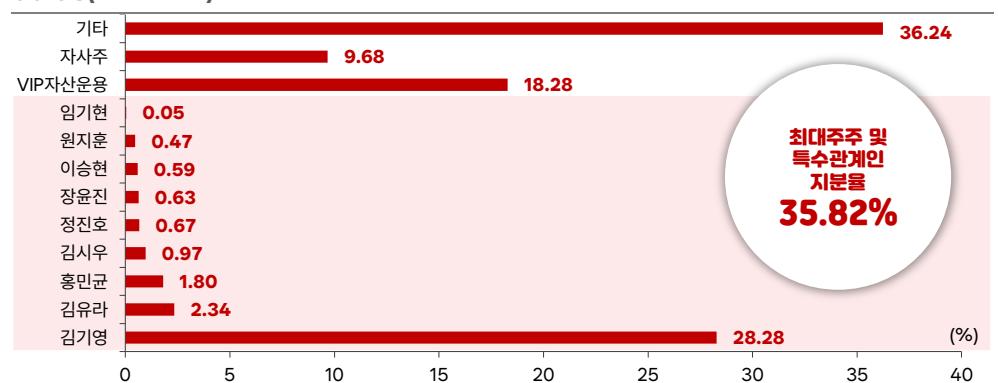
주주구성은 최대주주 김기영 외 특수관계인 31.6%, 홍민균 대표 외 임원 4.2%로, 최대주주·경영진이 합산 35.8%를 보유하고 있다. 이외 2대주주인 VIP자산운용 18.3%(1,016만 주), 자기주식 9.7%(538만 주), 기관·개인 등 기타 주주 36.2%로 구성된다. 상장 이후 자사주 소각이 이어지면서 발행주식수는 2022년 말 6,559만 주에서 5,556만 주로 감소했고, 자기주식을 제외한 유통주식수는 5,018만 주다. 여기서 최대주주·경영진과 VIP자산운용 보유분을 제외한 실질 유통가능 주식수는 약 2,000만 주로 추정된다. 실질 유통물량이 제한적인 만큼 기관투자자의 대규모 매매가 쉽지 않고, 수급 변화에 따라 주가 변동성이 확대될 수 있다는 점은 유의할 필요가 있다.

VIP자산운용의 지분 확대: 국내 대표 가치투자 운용사인 VIP자산운용은 2025년 2월 5% 대량보유 공시를 시작으로 4월 6.65%, 5월 13.69%까지 지분을 확대한 데 이어, 2026년 3~4월 3%p를 추가 매수해 지분율을 18.3%까지 높였다. 보유 목적은 단순투자다. 특히 2025년 5월 20일 최대주주가 보호예수 해제 시점에 시간의 대량매매로 처분한 450만 주 가운데 400만 주를 인수했고, 2026년 3~4월에도 주당 2,439~2,915원에 장내매수를 이어갔다. 유동성이 낮아 단기간 내 지분 회수가 어려운 종목임에도 지분율을 18.3%까지 확대한 점은 주주환원 정책과 기업가치에 대한 장기 투자 판단이 반영된 것으로 보인다.

경영진·특수관계인의 장내매수: 홍민균 대표이사는 2023년 7월부터 2026년 2월까지 동사 주식을 지속적으로 장내 매수했다. 매입 규모는 2024년 약 1.06억 원(평균 매입단가 1,252원), 2025년 약 4.39억 원(평균 1,694원)으로, 주가 하락 구간(2024년 1,142~1,428원)뿐 아니라 상승 구간(2025년 1,540~2,130원)에서도 매수를 이어갔다. 최대주주의 아들 김시우(지분율 0.97%)도 배당금을 재원으로 장내매수를 이어왔으며, 2026년 4월 약 1억 원(평균 3,032원)을 추가 매수해 지분을 확대하고 있다.

종합하면, 동사의 주주구성은 창업주·경영진(합산 35.8%)과 장기 가치투자 기관인 VIP자산운용(18.3%)이 과반을 보유하고, 자사주 소각으로 유통주식수가 지속적으로 감소하는 구조다. 자사주 소각과 경영진의 개인 자금 장내매수, 2대주주의 지분 확대가 동시에 이루어졌다는 점은 경영진과 장기 투자자가 현 주가를 저평가된 수준으로 판단하고 있음을 시사한다.

주주 구성(2026.08.03)



자료: 티쓰리, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 종속회사 및 관계회사

게임서비스(한빛소프트),
솔루션(티쓰리솔루션, 한빛드론),
벤처투자(티쓰리파트너스, 벤처스)
등 9개 자회사가 사업부문을 분담

동사의 연결대상 종속회사는 총 9개이며, 주요 회사는 한빛소프트, 한빛드론, 티쓰리솔루션, 티쓰리파트너스와 티쓰리 벤처스다.

한빛소프트(지분율 30.69%)는 1999년 설립돼 2002년 코스닥에 상장한 국내 1세대 게임사로, 2008년 동사가 인수 했다. 온라인·모바일 게임의 개발과 퍼블리싱을 영위한다. 시가총액은 약 249억 원(2026년 8월 3일 기준)이며, 2025년 매출 240억 원, 영업손실 3억 원, 순이익 68억 원을 기록했다.

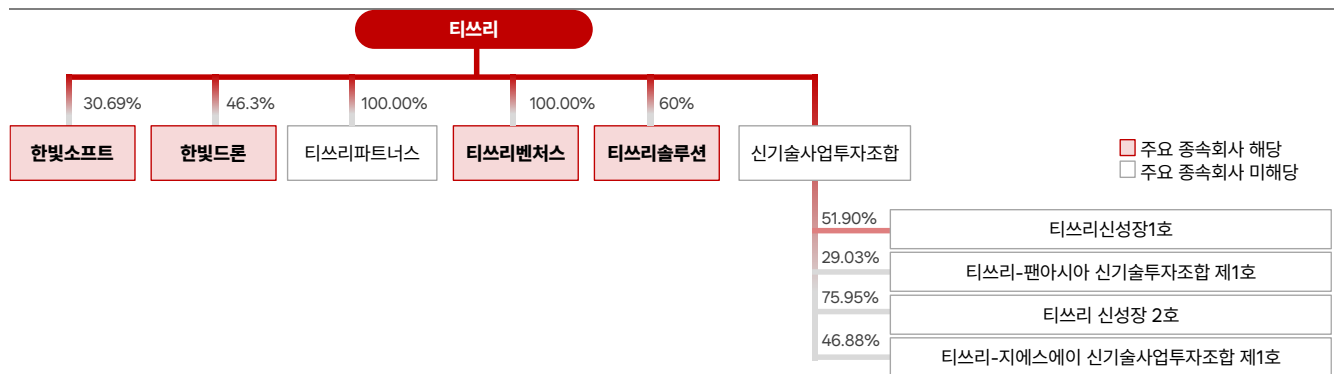
● **아이엠씨게임즈(한빛소프트 지분율 36.11%)**는 <라그나로크 온라인>(악튜러스)의 개발자로 알려진 김학규 대표가 설립한 게임 개발사로, PC 온라인 MMORPG <그라나도 에스파다>(2006년)와 <트리 오브 세이비어>(2015년)를 개발·서비스한다. 동사의 유일한 관계기업으로, 2025년 매출 221억 원, 순이익 133억 원을 기록했다.

한빛드론(지분율 46.3%)은 DJI(Da-Jiang Innovations, 중국의 세계 1위 드론 제조사) 제품을 국내에 유통하는 자회사다. 나머지 지분 53.7%는 한빛소프트가 보유해 그룹이 지분 전량을 확보하고 있다. 2025년 매출 139억 원, 영업이익 5억 원, 순이익 5억 원을 기록했다.

티쓰리솔루션(지분율 60%)은 2023년 설립된 디지털 전환(DX) 솔루션 자회사다. 2025년 매출 22억 원, 영업이익 2억 원, 순이익 1억 원을 기록했다.

티쓰리파트너스(지분율 100%)·티쓰리벤처스(지분율 100%)는 각각 2022년과 2023년 설립된 벤처투자 자회사로, 여신전문금융업법상 신기술사업금융전문회사로 등록돼 있다. 동사는 두 법인에 각각 280억 원과 110억 원을 출자했다. 2025년 매출·영업이익은 티쓰리파트너스가 33억 원·8억 원, 티쓰리벤처스가 18억 원·8억 원을 기록했다.

연결회사(2026.03.31)



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

게임서비스(매출비중 70.7%)가
부문 영업이익의 87.5%를
차지하며 고마진 오디션 로열티가
이익을 견인, 솔루션 및
벤처투자도 흑자 전환

4 비즈니스 모델(2025년 기준)

동사는 2026년 1분기부터 기존 드론 유통 사업을 솔루션 부문에 통합해 ① 게임서비스 ② 솔루션 ③ 벤처투자의 3개 부문으로 사업구조를 재편했다. 재편된 사업부문 기준 2025년 연결 매출은 게임서비스 70.7%(492억)·솔루션 22.2%(154억)·벤처투자 7.1%(49억)로 구성되며, 부문별 영업이익률은 각각 30.3%·4.5%·28.9%(연결 24.5%)다. 게임서비스가 부문 영업이익의 87.5%를 차지해 이익 기여도가 절대적이며, 이 중 오디션 로열티가 전사 이익의 대부분을 창출한다.

① 게임서비스 부문(매출비중 70.7%·OPM 30.3%)

게임서비스 부문은 별도 기준 오디션 IP 로열티와 자회사 한빛소프트의 게임 개발·퍼블리싱으로 구성된다.

별도 기준 오디션 IP(매출 267억 원·OPM 56%)

오디션 게임 개요

오디션 로열티는 별도 매출의 대부분을 차지하며, 동사 이익의 대부분을 창출하는 고마진 캐시카우다. 오디션은 2004년 출시된 PC 기반 리듬 액션 댄스 게임으로, 음악에 맞춰 춤을 추는 플레이에 아바타 꾸미기와 이용자 간 친구·커플 관계 등 소셜 요소를 결합한 것이 특징이다.

수익구조: 라이선스피+러닝 로열티

동사는 오디션·클럽오디션 IP를 보유하고 개발을 담당하며, 서비스 운영은 국내에서 자회사 한빛소프트가, 해외에서 각국 퍼블리셔가 담당한다. 동사는 이들로부터 라이선스피(License Fee)와 러닝 로열티(Running Royalty)를 수취한다. 라이선스피는 계약 시점에 서비스 권한을 부여하는 대가로 선지급받는 계약금이며, 러닝 로열티는 상용화 이후 현지 매출의 일정 비율을 수취하는 방식이다. 일부 계약에는 최소보장금(MG, Minimum Guarantee)이 설정돼 있어, 매출과 무관하게 일정 금액을 수취한다.

고마진 로열티 사업

오디션은 개발과 IP 관리를 동사가 직접 수행하고, 국내외 서비스 운영에 필요한 서버와 마케팅은 퍼블리셔가 담당하는 구조로 운영된다. 이에 따라 동사는 마케팅비와 서버비를 부담하지 않고 로열티를 수취하며, 별도 영업이익률은 56%(2025년)에 달한다. 별도 연간 영업비용이 100억 원 초반 수준에서 유지되고 있어, 이를 넘어서는 매출은 대부분 이익으로 연결되는 구조다.

지역별 매출 구성

오디션은 해외 매출 비중이 90%를 넘는 수출형 IP다. 2025년 지역별 비중은 중국 47.8%, 베트남 23.9%, 태국 11.7%, 기타(대만·인도네시아 등) 10.8%, 국내 5.8%로 중국이 절반 가까이를 차지한다.

과금구조: 부분유료화(F2P) 기반 외형·소셜 콘텐츠 판매

오디션은 게임을 무료로 제공하고 게임 내 아이템 판매로 수익을 창출하는 부분유료화(F2P) 방식으로 운영된다. 과금은 아바타·꾸미기 등 외형·소셜 콘텐츠에 집중돼 있으며, 이용자당 결제액은 전 서비스 지역에서 월 6~8만 원 수준으로

로 국가별 편차가 크지 않다. 이용자당 결제액이 월 30만~40만 원대인 MMORPG 대비 과금 강도가 낮아 이용자 부담이 작으며, 소수 고액결제자에 대한 의존도도 낮아 분기별 매출 변동성이 제한적이다.

이용자 지표: 지역별로 다른 성장 속

매출을 이용자 수(Q)와 1인당 결제액(P)으로 구분해 보면 지역별 성장 요인이 다르다. 매출 비중이 가장 큰 중국은 결제액이 대체로 유지되는 가운데 활성 이용자 수가 늘며 매출이 성장하고 있다. 베트남과 태국은 결제액 상승이 성장을 주도하고 있으며, 이용자 수도 점진적으로 증가하고 있다. 특히 베트남의 결제액은 4만 원대에서 8만 원대로 두 배 가까이 올랐고, 태국도 큰 폭으로 상승했다. 국내는 이용자 수가 감소하고 있으나 결제액이 빠르게 상승하면서 매출을 유지하고 있다.

수익성 개선과 신작

별도 OPM은 42%(2022년)→56%(2025년)로 꾸준히 상승했으며, 2025년 주요 해외 퍼블리셔와의 재계약 과정에서 로열티 요율이 상향돼 수익성 개선세가 이어질 전망이다. 향후 별도 실적의 추가 성장 여부는 라이프 시뮬레이션 신작 '오디션 라이프'의 흥행 성과가 좌우할 것으로 판단된다.

한빛소프트(매출 240억 원·손익분기 수준)

한빛소프트는 동사로부터 라이선스를 받아 오디션을 국내에서 서비스하고, 자체 개발작 GEM 등 게임을 개발·서비스하고 있다. IP 로열티와 플랫폼 수수료, 마케팅비를 직접 부담하는 만큼 수익성은 손익분기 수준에 머문다.

외형 성장은 GEM이 주도하고 있다. GEM 출시 전인 2023년 116억 원이던 매출은 2024년 235억 원으로 두 배 이상 증가했으며, 증가분의 대부분이 GEM에서 발생했다. GEM은 PC 온라인 MMORPG 〈그라나도 에스파다〉를 모바일로 이식한 게임으로, 2024년 2월 국내 출시 이후 2025년 대만·일본과 동남아시아로 서비스 지역을 확대했다. 2025년 말 인력 구조조정이 마무리되면서 비용 부담도 완화돼 1Q26 영업이익 23억 원을 기록하며 분기 흑자로 전환했다. 다만 일회성 매출 약 13억 원을 제외한 경상 영업이익은 한 자릿수 수준으로 파악된다.

② 솔루션 부문(매출비중 22.2%·OPM 4.5%)

솔루션 부문은 드론 유통과 디지털 전환(DX) 솔루션으로 구성되며, 티쓰리솔루션과 한빛드론이 담당한다. 2026년 1분기부터 그룹 내 드론 유통 주체가 한빛드론에서 티쓰리솔루션으로 이관되면서, 한빛드론은 서브딜러로서 기존 영업망 관리를 맡고 있다(1Q26 매출 티쓰리솔루션 60억 원·한빛드론 13억 원).

드론 유통은 DJI로부터 제품을 매입해 딜러와 최종 고객에게 판매하는 상품매출로, 매입가는 상품매출원가로 계상된다. 원가율이 80%를 상회해 매출 규모 대비 이익 기여가 제한적이다. DX 솔루션은 공간정보 수집·가공 영역과 소프트웨어 공급을 프로젝트 단위로 수주하며, 인력과 기술 중심의 사업으로 드론 유통보다 수익성이 높다.

현재 매출 대부분이 드론 유통에서 발생해 부문 영업이익률은 한 자릿수에 머문다.

③ 벤처투자 부문(매출비중 7.1%·OPM 28.9%)

벤처투자 부문은 티쓰리파트너스·티쓰리벤처스가 수행하는 비상장 기업 투자에서 발생한다. 신기술사업금융업자로서 자기자본 직접투자와 외부 LP가 참여하는 투자조합 운용을 병행한다. 영업수익은 투자자산의 평가·처분이익과 조합

관리보수로 구성된다. 평가·처분이익은 회수와 평가 시점에 좌우돼 분기별 변동성이 큰 반면, 관리보수는 조합 결성 규모에 비례해 상대적으로 안정적이다.

오디션 IP 개요

Audition PC



IP Highlights

- 전 세계 누적 8억 명 규모의 글로벌 커뮤니티를 보유한 리듬 게임 IP
- 장르 유행에 상대적으로 덜 민감한 커뮤니티 중심 서비스 구조
- 소셜 Lock-in 기반 리텐션이 높은 콘텐츠 소비형 비즈니스 모델
- 장기 이용자 비중 확대로 안정적인 라이프 사이클(Live Cycle) 유지
- 글로벌 리듬 액션 장르 선도, 정식 e-Sports 종목 채택된 유일한 리듬댄스게임



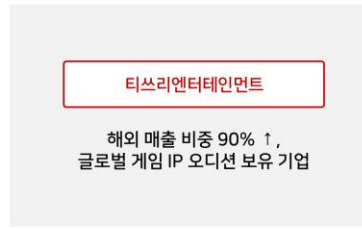
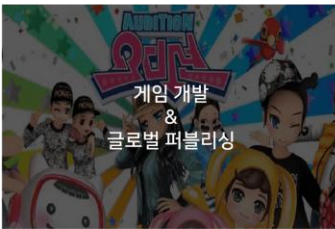
Play to Rhythm → Play to Express → Play to Connect

자료: 티쓰리, 한국IR협의회 기업리서치센터

오디션 IP 글로벌 서비스 구조

전 세계 37개국에 서비스를 전개한 글로벌 IP '오디션' 게임 개발 및 퍼블리싱

메인 타이틀의 IP 개발부터 국내외 퍼블리싱까지 전 과정 수행
Business Unit



Key Titles



Global Publishing Partner

 나인유 (중국)	 넷이즈 (중국)	 해피빅 (대만)	 VTC (베트남)	 플레이파크 (태국)	 플레이파크 (싱가포르)	 메가서스 (인도네시아)	 엑세스5 (남미)	 일렉트로닉스 익스트림 (태국)	 시안스카이 온라인 (중국)
--	--	--	---	--	--	---	---	--	--

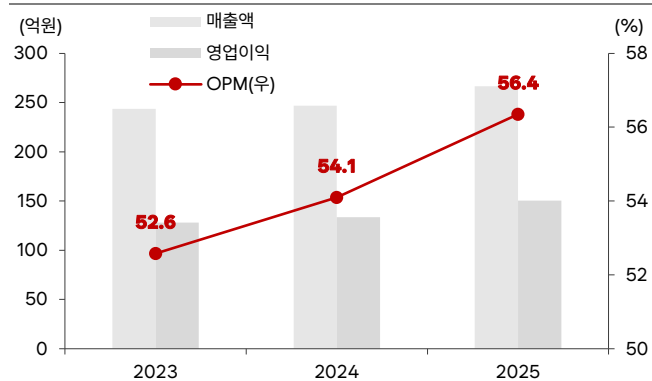
글로벌 개발사로서 컨트롤 타워 역할 수행

IP 관리 및 라이선스, 계약사항 관리

정기 이벤트 및 업데이트 방향성 총괄

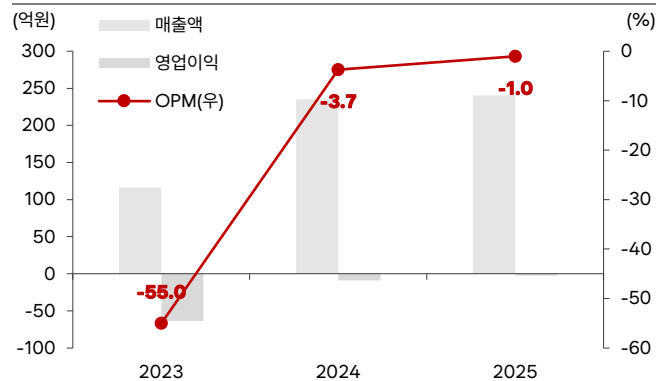
자료: 티쓰리, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 실적(티쓰리 별도(오디션))



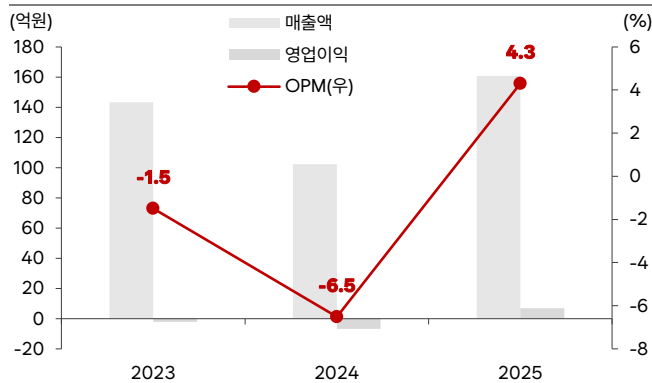
자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 실적(한빛소프트)



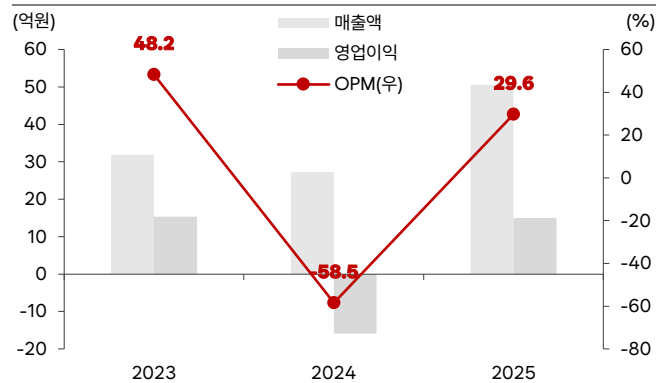
자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 실적(드론·솔루션)



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 실적(투자(CVC))



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

별도는 인건비 중심의 고정비**구조로 로열티 요율 개선이 곧****이익률로 이어지나, 연결은 플랫폼****수수료, 드론 원가 등 변동비****비중이 절반에 달함****비용구조**

2025년 연결 영업비용은 525억 원으로 매출의 75.5%를 차지한다. 매출 대비 비중은 인건비 24.3%·지급수수료 20.0%·상품매출원가 17.6%·경상연구개발비 2.8%·광고선전비 2.6%·외주용역비 2.0%·감가상각비 등 기타 6.2% 순이다. 영업비용을 성격별로 보면 매출에 연동되는 변동비(지급수수료+상품매출원가) 50%, 인건비·경상연구개발비 등 고정비 36%, 재량적 성격의 광고선전비 3%(해의 마케팅을 퍼블리셔가 부담해 게임업계 평균 5~20% 대비 낮음), 외주용역비·감가상각비 등 기타 11%로 구성된다.

별도 영업비용률은 436%로 연결 대비 크게 낮다. 별도는 오디션 로열티를 수취하는 구조여서 인건비 외 비용 부담이 제한적인 반면, 연결 영업비용에는 자회사의 플랫폼 수수료와 드론 매입 원가가 반영되기 때문이다. 따라서 연결 영업비용률은 사업부문 구성에 좌우되며, 신사업(솔루션·벤처투자) 비중이 확대될수록 상승할 전망이다.

인건비(매출 대비 24.3%)

연결 인건비는 169억 원으로, 별도 63억 원·자회사 106억 원으로 구성된다.

별도 인건비는 2023년 64억 원에서 2025년 63억 원으로 3년간 큰 변동이 없다. 오디션은 이미 개발이 완료된 게임으로, 라이브 운영과 업데이트 인력만으로 매출을 유지할 수 있기 때문이다.

임직원 중 다수를 차지하는 개발 인력은 대부분 신작 <오디션 라이프>에 투입돼 있으나, 개발비를 자산화하지 않고 전

액 비용 처리하는 데다 기존 게임 에셋을 활용해 추가 부담은 크지 않다. 신작 개발비가 현재 손익에 이미 반영되고 있는 만큼, 출시 이후 매출은 상당 부분 이익으로 연결될 전망이다.

반면 자회사 인건비는 2023년 77억 원에서 2025년 106억 원으로 37% 증가했다. 증가분의 대부분은 한빛소프트의 게임 개발·서비스 인력 비용이며, GEM의 국내 출시와 서비스 지역 확대에 따른 것이다. 다만 2025년 말 인력 구조조정이 마무리되면서 2026년 인건비 부담은 완화되고 있다.

지급수수료(매출 대비 20.0%)

지급수수료의 대부분은 자회사 한빛소프트가 모바일 게임을 직접 서비스하며 앱마켓 등에 부담하는 플랫폼 수수료다. 매출 대비 비중은 GEM 국내 출시로 자체 서비스 매출이 확대되면서 2023년 17.6%(90억 원)에서 2024년 23.0%(136억 원)로 상승했다. 2025년에는 한빛소프트 매출이 2% 증가하는 데 그친 반면 전사 매출은 17.2% 늘면서 20.0%(139억 원)로 하락했다. 2026년에도 한빛소프트의 매출 성장률이 전사 성장률을 하회해 비중은 추가로 낮아질 전망이다.

한편 구글 앱마켓 수수료 인하 효과는 한빛소프트의 국내 모바일 매출에 국한될 것으로 보인다. 해외에서는 퍼블리셔가 플랫폼 수수료를 부담해 동사 로열티에 직접 반영되지 않고, 별도 사업도 PC 게임 중심이어서 전사 손익 개선 효과는 제한적이다.

상품매출원가(매출 대비 17.6%)

상품매출원가는 자회사가 DJI로부터 매입하는 드론 원가다. 매출 대비 비중은 2022년 46.1%에서 2024년 13.5%로 하락한 뒤 2025년 17.6%로 상승했다. 2022~2024년에는 재고 부담이 크고 수익성이 낮은 B2C 드론 사업을 축소하면서 한빛드론 매출이 2022년 439억 원에서 2024년 98억 원으로 감소한 반면, 2025년에는 농업용 드론 유통 물량이 늘어난 영향이다. 2026년에도 DJI 유통망 재편에 따른 취급 물량 증가로 해당 비중은 20%대로 상승할 전망이다.

5 참고자료

오디션 잉여현금을 재원으로 한
성장투자 부문으로, 솔루션은 드론
유통의 반복매출 소프트웨어
전환이, CVC는 회수 성과의
반복성 입증에 관련

신사업: 솔루션과 벤처투자

오디션 IP에서 창출된 현금은 주주환원과 신사업에 배분된다. 신사업은 단일 IP 중심의 수익 구조를 다변화하기 위한 솔루션·벤처투자로, 모두 2023~2024년 준비 기간을 거쳐 2025년 흑자로 전환했다. 솔루션은 드론 유통 물량 확대로 2026년부터 실적 기여가 본격화되는 반면, 벤처투자의 성과는 포트폴리오 기업의 상장·매각 일정에 따라 달라질 것으로 판단된다.

티쓰리솔루션

사업 구조: 공간정보를 3단계로 수익화

2023년 7월 설립된 티쓰리솔루션(동사 지분율 60%)은 드론·라이다·초분광 센서로 현실 공간을 3차원 데이터로 변환하고, 이를 디지털 트윈·AI 분석에 활용하는 DX(Digital Transformation, 디지털 전환) 사업을 영위한다. 수익모델은 ① 드론·라이다 등 산업용 장비를 건설·제조·공공 현장에 공급하고, ② 고객 현장에서 공간 데이터를 수집·가공하는 용역(공사 진척 관리, 교량 균열 탐지, 문화재 3D 측정 등)을 수행한 뒤, ③ 축적한 데이터를 디지털 트윈·AI 플랫폼으로 통합해 반복매출을 창출하는 3단계 구조다. 현재는 장비 공급이 매출의 대부분을 차지하는 초기 단계다.

단기 성장: DJI 유통망 재편에 따른 물량 확대

국내 농업용 드론 시장은 2025년 약 1,400억 원 규모에서 2033년까지 연평균 21.1% 성장할 것으로 전망된다(자료: 대동). 이 시장에서 DJI(Da-Jiang Innovations, 중국의 세계 1위 드론 제조사)는 점유율 70% 이상을 차지한다.

DJI는 2025년 말 국내 유통망을 기존 8~9개 딜러 체제에서 대동과 동사 등 2개 주요 벤더 중심으로 재편했다. 농업용 드론 유통은 상당한 매입 자금을 선투입해야 물량을 확보할 수 있어, 자금력이 사실상의 진입 요건으로 작용한다. 동사는 모회사의 자금력과 기존 거래 관계를 바탕으로 주요 벤더 지위를 확보했으며, 현재 계약 구조상 신규 사업자는 동사의 서브딜러로 편입돼야 하는 것으로 파악된다.

이에 따라 2026년부터 주요 벤더로 선정되지 않은 중소 딜러의 물량도 대동과 동사를 거치면서 유통 물량이 양사로 집중되고 있다. 그 결과 동사의 1분기 솔루션 부문 매출은 72억 원으로 전년 동기 대비 140% 증가했다. 1분기 실적과 2~3분기 성수기를 감안하면 2026년 부문 매출은 230억 원(+49.4% YoY), 영업이익은 23억 원(OPM 10.0%)으로 전망된다.

중장기 관건: 소프트웨어 전환

장비 공급만으로는 영업이익률의 추가 상승 여력이 제한적이다. 수익성을 높이기 위해서는 드론에 자체 솔루션 모듈을 탑재하거나 고객 맞춤형 데이터셋을 함께 공급하는 데이터 수집·가공 용역을 표준화해 반복 수주로 연결해야 한다. 중장기적으로는 이를 디지털 트윈·AI 플랫폼 기반의 반복매출로 확장하는 것이 관건이다.

현재 국내 주요 건설사·통신사·지자체와 SBS AI-XR 스튜디오 등에서 확보한 레퍼런스를 바탕으로 사업화를 추진하고 있으며, AI 개발 인력 충원과 플랫폼 구축도 진행 중이다. 다만 의미 있는 소프트웨어 매출은 사업모델이 정착되는 2027~2028년경 가시화될 것으로 판단된다.

벤처투자

동사는 2022~2023년 티쓰리파트너스와 티쓰리벤처스를 설립하고, 2024년 6월 여신전문금융업법상 신기술사업금융전문회사로 등록하며 벤처투자 사업 기반을 구축했다. 현재까지 두 법인에 누적 390억 원을 출자했으며, 자기자본을 활용한 직접투자와 외부 투자자(LP)가 참여하는 투자조합 운용을 병행한다. 조합은 동사가 5억~10억 원을 출자하고 외부 LP로부터 30억~40억 원을 유치하는 구조로, 현재까지 7~8개가 결성됐다. 이를 통해 동사는 운용사(GP)로서 관리보수를 수취하는 동시에 제한된 자기자본으로 투자 규모를 확대할 수 있다.

투자 대상은 초기 기업보다 회수 가능성이 높은 시리즈 C·Pre-IPO 단계에 집중하며, 목표 회수 기간은 2~3년이다. 게임·콘텐츠·AI·디지털 트윈·드론 등 그룹 사업과 시너지가 가능한 분야를 중심으로 투자하되, 진입 밸류에이션이 높다고 판단되면 집행을 보류하는 등 보수적인 기준을 적용한다.

투자금 회수는 주로 포트폴리오 기업의 상장을 통해 이뤄진다. 상반기 2건이 상장예비심사를 청구했고 하반기에도 2건이 대기 중이지만, 심사 통과 여부와 상장·매각 시점을 예측하기 어려워 실적 가시성은 낮다. 투자자산 평가손익도 분기 실적에 반영돼 손익 변동성이 크다. 실제 부문 영업수익은 2024년 27억 원에서 2025년 49억 원으로 증가했으나 1Q26에는 8억 원에 그쳤고, 영업손익도 2025년 14억 원 흑자에서 1Q26 13억 원 적자로 전환했다. 포트폴리오가 공개되지 않아 향후 회수 규모와 시점을 가늠하기 어렵다는 점도 불확실성 요인이다.

솔루션 사업부: 3D 라이다(LiDAR) 기반 공간정보 구축 사례

포인트클라우드(Point Cloud) 기반 거리, 형상 각도 정보가 포함된 3D데이터

**디지털 트윈 구축**

3D 모델로 복제해 관리·보존·시뮬레이션 구축

산업 및 건설 현장 계측

공사 진척도 및 구조물 변형, 정밀 치수 측정

자율주행 및 로봇틱스

차량이나 로봇 주변 환경을 실시간으로 인식

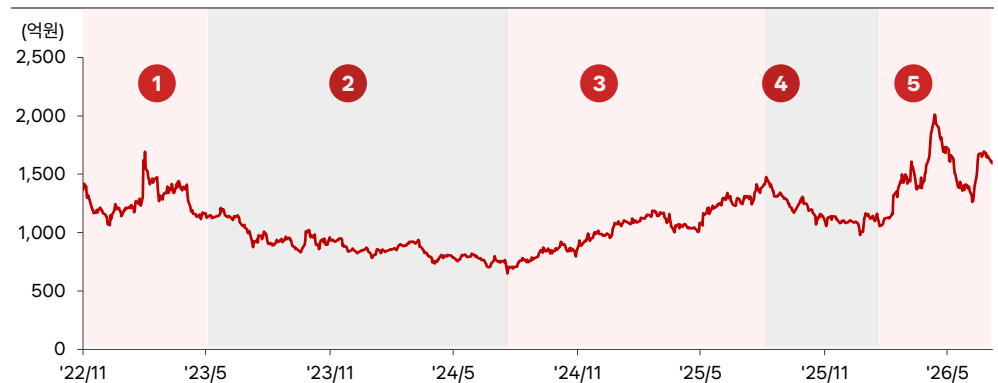
문화재 및 건축물 보존 기록

3D 데이터로 영구 기록 및 관광 시뮬레이션 구축

자료: 티쓰리, 한국IR협의회 기업리서치센터

상장 이후 시가총액 추이

티쓰리 시가총액 추이



자료: Quantivise, 한국IR협의회 기업리서치센터

주가 키폭터

- (1) 자사주 소각, 배당 등 적극적인 주주환원 정책
- (2) 핵심 게임IP 성과(오디션, 그라나도 에스파다M) 및 드론 유통-CVC 등 신사업 성과

1. 2022/11~2023/5: 상장 초기 등락 및 변동성 확대

- 상장 이후 모멘텀 소멸 및 게임 섹터 전반의 거래대금 감소로 상승폭을 반납하며 박스권 등락
- PC 게임 (오디션)의 로열티 수입이 안정적인 캐시카우 역할을 하며 시가총액 하단 지지

2. 2023/6~2024/7: 신작 모멘텀 부진 및 장기 하락

- 자회사 한빛소프트의 대형 신작 (그라나도 에스파다M)이 출시(2024년 2월)됐으나, 반복된 출시 연기와 초기 수익성

부진으로 모멘텀이 형성되지 못함

- 게임 섹터 전반의 밸류에이션 하락과 자회사 실적 정체. 지속적인 주주환원에도 수급 악화로 시가총액 지속 하락

3. 2024/7~2025/8: 강력한 주주환원 정책 및 시가총액 재평가

- 2024년 6월과 2025년 4월 두 차례에 걸쳐 670만 주(발행주식수의 약 10%)를 소각하며 주식가치(EPS/BPS) 개선, 고배당 및 주주친화 기업으로 재평가
- 2025년 반기배당·감액배당 도입으로 주주환원 정책 구체화
- 〈오디션〉 해외 매출 호실적 지속 및 경영 효율화를 통한 연결 실적 정상화

4. 2025/9~2026/1: 소각 지속에도 차익실현에 따른 조정

- 1년 이상 이어진 주가 우상향에 따른 차익실현 매물 대량 출회
- 2025년 10월 300만 주(약 48억 원) 추가 소각에도, 신작 〈오디션 라이프〉 출시 일정 지연 등 게임 모멘텀 부재로 거래량이 감소하며 단기 하락세

5. 2026/1~현재: 대규모 소각·배당 확대 및 호실적에 따른 등락폭 확대

- 2026년 3월 약 70억 원 규모(400만 주, 약 7%)의 자사주 소각 진행
- 2026년 4월 분기배당(연 4회) 도입 공시, 주당배당금 220~230원 제시(2025년 140원)
- 자회사 실적 개선과 드론 유통 물량 확대로 1Q26 연결 영업이익 58억 원(YoY +70%) 기록
- 주주환원 및 호실적으로 시가총액이 상승했으나, 이후 급등에 따른 차익실현 매물과 교차하며 변동성 확대



산업 현황

1 게임산업

세계 게임시장은 연 3.7%의
완만한 성장 속 플랫폼별로
차별화되며, 모바일·RPG에
편중된 국내는 IP 장기 운영과
해외 서비스 확장이 성장을 좌우

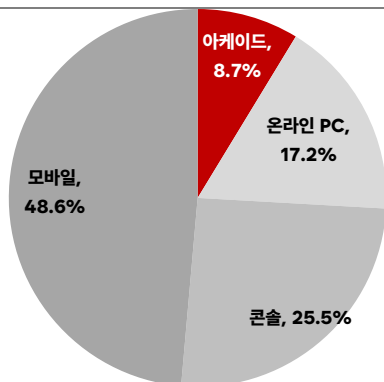
게임 시장: 완만한 외형 성장, 플랫폼별 성장률 차별화

2025년 세계 게임 시장은 전년 대비 4.5% 증가한 약 2,300억 달러로 추정되며, 2024~2027년 연평균 3.7%의 완만한 성장이 예상된다. 플랫폼별로는 모바일이 전체 시장의 약 49%로 가장 큰 비중을 차지하지만, 2025~2028년 연평균 성장률은 PC 6.6%·콘솔 4.4%·모바일 3.1%로 PC와 콘솔이 상대적으로 높은 전망이다. 모바일 보급 확대가 시장 성장을 주도하던 시기를 지나, 플랫폼별 콘텐츠 경쟁력과 이용자 기반에 따라 성장 속도가 차별화되고 있는 것으로 판단된다.

2024년 국내 게임 시장은 전년 대비 3.9% 증가한 23조 8,515억 원으로, 중국·미국·일본에 이어 세계 4위이며 글로벌 시장의 7.2%를 차지한다. 플랫폼별로는 모바일 비중이 65.2%로 글로벌 49%를 크게 웃도는 반면, 콘솔 비중은 5.5%로 글로벌 24%에 못 미쳐 국내 시장이 모바일에 편중돼 있음을 보여준다.

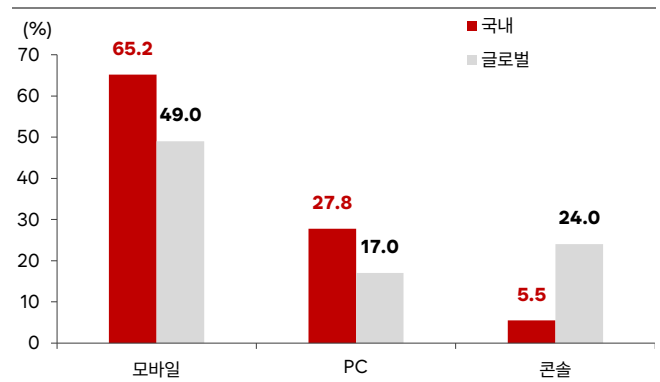
장르 편중도 뚜렷하다. 2024년 국내 모바일게임 매출에서 RPG가 차지하는 비중은 52.0%로 세계 시장(20.8%)의 2.5배에 이르며, 그중에서도 자동사냥과 확률형 아이템을 중심으로 한 고과금 MMORPG, 이른바 ‘리니지라이크’에 매출이 집중돼 있다. 소수 고객 결제 이용자에 대한 의존도가 높은 만큼 확률형 아이템 정보공개 의무화 등 규제 변화와 이용자 피로에 민감하다. 또한 FPS·MOBA·캐주얼 등 다양한 장르가 경쟁하는 해외 시장에서는 이러한 수익모델의 확장성이 제한적이다. 이에 국내 게임사의 중장기 성장성은 기존 IP의 장기 운영 역량과 해외 서비스 지역 확대, 콘솔·PC 등 신규 플랫폼 및 장르로의 확장 여부에 좌우될 것으로 판단된다.

플랫폼별 세계 게임시장 점유율(2025년 전망)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내·글로벌 게임시장 플랫폼별 매출 비중(2024년)



주: 모바일·PC·콘솔 3대 플랫폼 기준으로, PC방·아케이드 등 그 외 채널 제외

자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

흥행에 이익이 좌우되는 고정비
산업이나, 이용자 기반이 축적된
F2P 라이브서비스는 변동성이
낮고, 라이선스 방식은 운영 부담
없이 로열티 수취 가능

산업 특성: 고위험·고수익 흥행산업

게임은 출시 전 개발 인력과 제작 기간, 마케팅비가 선투입되는 고위험·고수익 흥행산업이다. 개발비와 인건비 등 비용은 흥행 여부와 관계없이 발생하지만, 게임 완성 이후에는 판매량이나 이용자 결제가 늘어도 추가 원가 부담이 크지 않다. 이 때문에 흥행 시 매출 증가가 이익으로 빠르게 연결되는 반면, 실패하면 선투입한 비용을 회수하기 어렵다. 이러한 사업구조는 흥행이 소수 게임에 쏠리는 산업 특성과 맞물려 기업 간 실적 격차를 키운다. 실제로 2025년 전 세계

모바일게임 인앱결제 매출의 약 92.5%가 상위 1% 게임에서 발생했다. 이에 게임사는 검증된 IP를 후속작·시리즈로 확장하는 프랜차이즈화나, 라이브서비스를 통한 타이틀 수명 장기화로 대응한다. 안정적인 이용자 기반을 갖춘 게임을 보유한 기업은 업데이트와 운영만으로 매출을 이어갈 수 있어, 신작 성과에 의존하는 기업보다 이익 변동성이 낮다.

게임산업의 수익모델

게임의 대표적인 수익모델은 ①게임을 한 차례 판매하는 프리미엄(B2P), ②일정 기간의 이용 권한을 판매하는 구독, ③ 게임은 무료로 제공하고 아이템·콘텐츠 판매로 수익을 창출하는 부분 유료화(F2P)로 구분된다.

프리미엄 모델은 매출이 출시 초기에 집중돼 초기 흥행 성과가 중요하다. 구독 모델은 이용자가 결제를 유지하는 동안 매출이 반복돼 상대적으로 안정성과 예측 가능성이 높다. F2P 모델은 출시 이후 업데이트와 이벤트를 통해 이용자의 체류와 결제를 유지하는 라이브서비스 방식으로 운영된다. 이에 따라 초기 매출보다 일정 기간 후에도 게임에 남아 있는 이용자의 비율인 리텐션(Retention), 월간 활성 이용자 수(MAU), 월간 결제 이용자 수(MBU), 결제 이용자 1인당 평균 매출(ARPPU) 등이 장기 성과를 판단하는 핵심 지표가 된다. 즉, F2P·라이브서비스 게임은 출시 자체보다 이후의 운영 역량이 게임의 수명과 수익성을 좌우한다.

게임산업의 밸류체인: IP보유와 퍼블리싱 방식이 가르는 이익 귀속

게임 산업의 밸류체인은 '개발사→퍼블리셔→플랫폼→소비자'로 이어진다. 개발사는 게임을 기획·제작하고, 퍼블리셔는 출시·마케팅·서비스 운영을 담당하며, 앱마켓·PC 스토어 등 플랫폼은 게임 유통과 결제 인프라를 제공한다. 게임에서 발생한 매출은 계약 조건에 따라 이들 주체에 배분된다.

일반적인 수익 배분 구조에서는 플랫폼이 이용자 결제액의 약 30%를 수수료로 우선 수취하고, 나머지를 개발사와 퍼블리셔가 나눠 갖는다. 이 가운데 실제 게임사에 귀속되는 몫은 자체 IP 보유 여부와 퍼블리싱·유통 내재화 수준에 따라 달라진다. 자체 IP를 보유하면 외부 권리자에게 지급하는 로열티 부담을 줄일 수 있고, 퍼블리싱을 직접 수행하면 매출 귀속률이 높아지는 대신 관련 비용을 직접 부담해야 한다. 반대로 퍼블리셔에 서비스 권한을 부여하는 라이선스 방식은 매출 일부를 퍼블리셔와 배분하지만, 현지 퍼블리싱 부담을 낮추면서 라이선스 피와 매출 연동 로열티를 수취할 수 있다는 특징이 있다.

티쓰리에 대한 시사점

오디션은 2004년 출시돼 22년째 서비스 중인 PC 기반 F2P 라이브서비스 게임이다. 동사가 IP 보유와 개발·업데이트를 맡고, 국내외 퍼블리셔가 현지 서비스와 마케팅을 담당하는 구조로, 동사는 라이선스 피와 매출 연동 러닝 로열티를 받는다. 직접 서비스보다 매출 귀속 규모는 작지만 마케팅·서버 등 운영 부담이 제한적이어서, 오디션 IP에서 발생하는 2025년 별도 영업이익률은 56.4%에 달한다.

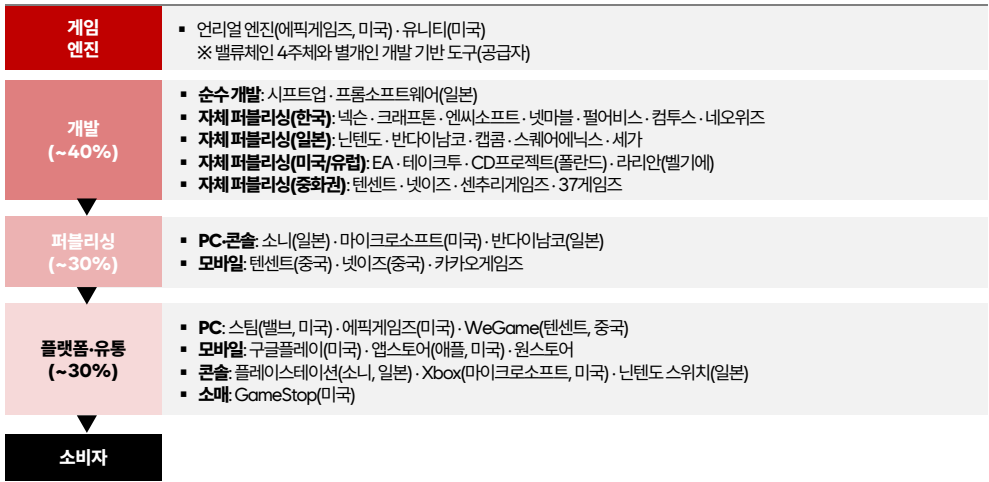
이러한 사업구조는 흥행 성과가 이익을 좌우하는 일반적인 게임사와도 차이가 있다. 기존 IP를 업데이트와 라이브 운영을 통해 장기간 서비스하는 만큼 별도 실적의 신작 의존도가 낮고, 확률형 아이템이 아닌 아바타 중심의 저과금 구조여서 규제 변화나 이용자 피로에 따른 부담도 크지 않다. 결국 동사 게임사업의 경쟁력은 신작을 출시하는 데 있기보다, 장기간 축적된 이용자 기반과 외형·소셜 콘텐츠 중심의 라이브 운영, 해외 퍼블리셔 네트워크를 바탕으로 오디션 IP에서 로열티를 지속적으로 창출하는 데 있다. 따라서 향후에도 결제 이용자 기반의 유지·확대, 국가별 로열티 매출 추이와 퍼블리셔 재계약 조건을 중심으로 살펴볼 필요가 있다.

게임의 수익모델

구분	프리미엄(B2P)	구독(Subscription)	부분유료화(F2P)
과금 방식	기본 게임 1회 구매	기간제 정액 요금	무료 이용 + 게임 내 아이템 판매
매출 발생 시점	출시 시점에 집중	결제 기간 동안 매월 반복	출시 후 라이브 운영을 통해 누적
1인당 매출 상한	있음(게임 판매가)	있음(월정액 요금)	사실상 없음(고액 결제자가 매출 좌우)
강점	완결적 경험, 흥행 시 이익 직결	매출 안정성·예측 가능성	낮은 진입장벽, 트래픽매출 확장성
한계	일회성 매출, 실질 가격 정체	초기 진입장벽, 신규 이용자 유치 부담	고액결제 의존, 과금 피로규제 리스크
주력 플랫폼·장르	콘솔·PC, AAA大作	과거 PC MMORPG 중심	모바일 중심 → PC·콘솔로 확산
대표 게임 사례	《GTA》《P의 거짓》	《리니지》《바람의나라》	《던전앤파이터》《퍼스트 디센던트》

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

게임산업 밸류체인



자료: KOSME 산업분석 보고서, BCG(2026), 각 사, 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

주주환원 GOAT

오디션이 창출한 현금을
주주환원과 신사업에 규율 있게
배분하는 자본배분 역량으로,
텔레다인, 메리츠금융지주식
주당가치 제고 기대

동사의 첫 번째 투자포인트는 오디션 IP가 창출한 현금을 주당가치 상승으로 연결하는 자본배분 역량이다. 자본배분의 재원은 2025년 별도 영업이익률 56.4%의 로열티 사업이 창출한 191억 원의 잉여현금흐름(FCF)과, 1Q26 기준 시가 총액의 30%를 웃도는 548억 원의 순현금성자산이 뒷받침한다. 배분 원칙은 별도 영업이익의 50% 이상을 주주환원에 우선 배정하되, 주가 수준에 따라 배당과 자사주 매입·소각의 비중을 조정하는 방식이다.

이러한 환원 원칙은 실제 주당 지표 개선으로 이어졌다. 상장 이후 약 525억 원을 주주에게 환원하고 발행주식의 약 20%를 소각했으며, 주당배당금(DPS)은 2022년 60원에서 2025년 140원으로 확대됐다. 2025년 총주주환원율은 97%에 달했다. 2024~2026년 지배주주순이익이 67% 증가하는 동안 주당순이익(EPS)은 발행주식 수 감소 효과까지 더해져 96% 늘어날 전망이다. 이익 증가분이 주주 몫으로 귀속되는 속도가 순이익 성장보다 빠른 구조다.

남은 검증 과제는 신사업이다. 주주환원은 집행 성과가 확인됐지만, 솔루션의 소프트웨어 수익 확대와 벤처투자 포트폴리오의 회수는 아직 실적으로 뒷받침되지 않았다. 향후 신사업에서도 주주환원에 상응하는 수익률이 확인된다면, 동사는 단순한 고배당주를 넘어 오디션의 현금흐름을 환원과 재투자 사이에 효율적으로 배분하며 주당가치를 복리로 높이는 기업으로 재평가될 수 있다.

자본배분 원칙: 기대수익률에 따른 세 가지 선택지

기업의 장기 주주수익률은 사업을 얼마나 잘 운영하는지만으로 결정되지 않는다. 벌어들인 현금을 어디에 배분하는지도 그에 못지않게 중요하다. 같은 이익을 내더라도 수익률이 낮은 사업에 재투자하는 기업과 저평가 구간에서 자사주를 매입·소각하는 기업의 주당가치 격차는 시간이 지날수록 확대될 수밖에 없다.

자본배분은 사업 운영과 재무 안정성에 필요한 자금을 확보한 뒤 남은 잉여현금을 ① 투자 ② 자사주 매입·소각 ③ 배당 가운데 어디에 배분할지를 결정하는 문제로, 핵심 판단 기준은 각 선택지의 기대수익률이다.

① **투자**: 사업에 재투자할 때의 수익률은 투입자본 대비 늘어나는 세후이익으로 가능하다(세후 한계 투자수익률). 1조 원을 투자해 세후이익이 1,000억 원 증가한다면 수익률은 10%다.

② **자사주 매입·소각**: 자사주를 매입해 소각하면 발행주식 수가 줄어 주당순이익과 주당배당금이 증가한다. 기대수익률은 주가수익비율(PER)의 역수로 가능할 수 있다. 동사의 2026년 예상 PER 9.0배를 적용하면 기대수익률은 약 11%(1/9.0)다. 주가가 낮을수록 같은 금액으로 더 많은 주식을 소각할 수 있어 기대수익률이 높아지는 반면, 높은 가격에 매입하면 오히려 주주가치를 훼손할 수 있다.

③ **배당**: 현금을 주주에게 직접 환원하는 방식으로, 비교 기준은 주주가 해당 기업에 투자하면서 요구하는 최소수익률인 자기자본비용(COE)이다. 투자나 자사주 매입을 통해 이보다 높은 수익률을 창출하기 어렵다면, 현금을 주주에게 돌려줘 각자가 운용하도록 하는 편이 낫다.

자본배분은 통상 투자와 주주환원 가운데 기대수익률이 높은 쪽을 먼저 선택하고, 주주환원을 택하면 자사주 매입·소각과 배당의 비중을 다시 기대수익률에 따라 결정하는 순서로 이뤄진다. 이에 따라 저평가 국면에서는 자사주 매입이, 저평가가 해소된 국면에서는 배당이나 투자가 상대적으로 유리하다. 이러한 원칙을 일관되게 실행한 경영자들은 장기적으로 시장을 크게 웃도는 주주수익률(주가 상승과 배당의 합)을 창출했다(자료: 『현금의 재발견』(원제 The

Outsiders)).

동사 역시 이러한 원칙을 자본배분의 기준으로 삼고 있으며, 그 출발점은 대표이사의 경영 철학이다. 홍민균 대표는 “주식회사의 주인은 주주이며, 대규모 투자처가 없는 한 운영·투자 자금을 제외한 잉여현금은 주주에게 환원하는 것이 당연하다”며, 대표이사의 책무를 ‘영업이익을 늘리고 그 증가분을 주주가 향유하도록 하는 것’으로 규정한다. 이에 따라 순이익이 아닌 별도 영업이익과 현금흐름을 주주환원 자원 산정 기준으로 삼고, 자사주 매입과 현금배당의 비중은 주가 수준에 따라 달라진다고 설명한다.

이러한 원칙에 따라 동사는 상장 이후 주주환원에 약 525억 원(자사주 매입 322억 원·배당 202억 원), 벤처투자 (CVC)에 약 390억 원을 배분했으며 향후 2~3년간 별도 영업이익의 50%는 주주환원에, 나머지 50%는 신사업 투자 재원으로 확보하거나 유보한다는 원칙을 제시했다. 회사가 제시한 자본배분 우선순위는 현재 ① 배당 ② 자사주 매입·소각 ③ 신사업 투자 순으로, 배당을 먼저 집행하고 자사주 매입·소각은 주가 수준에 따라 추가로 실시하는 구조다.

배분 자원: 오디션 IP의 현금창출력과 순현금

이러한 자본배분을 뒷받침하는 자원은 오디션 IP가 창출하는 현금이다. 동사는 국내외 서비스 매출의 일정 비율을 로열티로 수취하는 구조여서, 신작 성과에 실적이 좌우되는 일반 게임사와 달리 현금흐름의 변동성이 낮고 실적 가시성이 높다.

이는 실제 현금흐름에서도 확인된다. 2025년 별도 영업이익률은 56.4%에 이르며, 대규모 설비투자 부담이 낮은 자산 경량형(asset-light) 구조로 영업이익의 상당 부분이 현금으로 유입된다. 별도 영업활동현금흐름(OCF)은 2024년 약 134억 원에서 2025년 약 193억 원으로 증가했고, 잉여현금흐름(FCF)도 132억 원에서 191억 원으로 늘었다.

한편 동사는 무차입 기조를 유지하며 1Q26 연결 기준 약 548억 원의 순현금성자산(현금 315.2억+단기금융상품 232.6억)을 보유하고 있어 유동성도 풍부하다. 이는 시가총액의 약 32%에 해당하는 규모로, 연 190억 원 수준의 별도 잉여현금흐름(FCF)과 함께 주주환원과 신사업 투자를 병행할 수 있는 재무적 기반으로 판단된다.

배당 중심에서 총주주환원으로

동사는 2025년 실적 발표와 함께 2026~2028년 중장기 주주환원 정책을 명문화해 환원 규모의 예측 가능성을 높였다. 배당총액과 자사주 소각액의 합계를 별도 영업이익의 50% 이상으로 설정해, 배당 중심이던 기존 정책을 자사주 소각과 배당을 병행하는 총주주환원 체계로 전환했다. 자사주는 저평가 구간에서 매입해 전량 소각하는 것을 원칙으로 한다. 배당은 2025년 도입한 반기배당에서 분기배당(연 4회)으로 확대했으며, 지금은 전액 비과세 감액배당 방식으로 이뤄진다.

자사주 정책: 저평가 구간 매입과 전량 소각 원칙

동사의 자사주 정책은 매입 기준과 소각 원칙으로 구체화돼 있다. 매입 기준으로는 ‘PBR 1배 미만’을 제시했으나, 실제 집행 여부는 순현금을 차감한 시가총액의 별도 영업이익 배수와 배당수익률 등을 종합해 판단한다. 이에 따라 PBR 1배를 상회하더라도 저평가됐다고 판단되면 매입하는 것으로 파악된다. 2026년부터는 취득한 자사주를 전량 소각하는 것을 원칙으로 한다. 자사주는 소각을 통해 발행주식 수가 감소해야 실질적인 주주환원으로 이어지는 만큼, 매입과 소각을 연계한 정책은 주주환원의 실효성을 높인다.

정책은 실제 집행으로 이어졌다. 당사는 2023년부터 누적 1,879만 주(322억 원)의 자사주를 매입하고, 이 가운데 1,370만 주(217억 원, 발행주식의 약 20%)를 소각했다. 이에 따라 발행주식 수는 2023년 말 6,729만 주에서 5,556만 주로 약 17% 감소했다(소각 비율 20%와 순감소율 17%의 차이는 주식매수선택권 행사에 따른 신주 발행 영향). 현재도 자사주 매입이 진행 중이다. 당사는 2026년 6월 25일 40억 원(174만 주) 규모의 자기주식 취득을 결의한 이후 장내 매입을 지속하고 있으며, 현재 보유 중인 자기주식은 538만 주(발행주식의 9.7%)로 연내 추가 소각도 예정돼 있다.

배당 정책: 분기배당 전환과 전액 비과세 감액배당

당사의 배당정책 핵심은 지급 횟수 확대와 비과세 재원 활용이다. 지급 횟수는 연 1회 결산배당에서 2025년 반기배당을 거쳐 2026년부터 연 4회 분기배당으로 확대됐다. 배당금은 전액 감액배당으로 지급하며 감액배당은 세법상 배당 소득이 아닌 자본의 환급으로 분류돼 개인 소액주주에게 배당소득세(15.4%)가 부과되지 않는다.

배당 규모도 확대되고 있다. 주당배당금(DPS)은 상장 이후 60원을 유지하다가 2025년 140원으로 두 배 이상 증가했고, 2026년에는 220원(+57% YoY)으로 늘어날 전망이다. 배당수익률도 2022년 3.4%에서 2025년 7.6%로 상승했으며, 2026년에도 7.1% 수준이 예상된다.

감액배당은 자본준비금 감액분을 이익잉여금으로 전입한 범위 내에서 지급된다. 당사는 2025년 3월 임시주주총회(100억 원)와 정기주주총회(100억 원), 2026년 3월 정기주주총회(125억 원) 등 세 차례에 걸쳐 총 325억 원을 전입했다. 잔여 가용재원은 약 200억 원으로, 2026~2027년 2개년치 비과세 배당을 충당할 수 있는 규모다. 이후 추가 재원 확충 여부는 검토 단계다.

정책 목표를 웃도는 주주환원

자사주 소각과 배당을 병행한 결과, 실제 환원 규모는 회사가 제시한 중장기 목표를 크게 웃돌았다. 2025년 총주주환원율은 97%로, 지배주주순이익의 대부분을 주주에게 환원했다(자사주 소각 91억 원+배당 73억 원=164억 원÷지배주주순이익 169억 원). 별도 영업이익(150억 원) 기준 환원율도 109%로, 명문화한 목표의 약 두 배 수준이다.

주당 지표에서도 환원 효과가 확인된다. 2024~2026년 지배주주순이익이 115억 원에서 192억 원으로 67% 증가하는 가운데 발행주식 수 감소가 더해지면서, 주당순이익(EPS)은 175원에서 343원으로 96% 늘어 순이익 증가폭을 상회할 전망이다.

자본효율성도 개선됐다. ROE는 2024년 12.0%에서 2025년 17.7%로 높아졌고, 2026년에는 20.5%가 예상된다. 특히 ROE 개선이 재무레버리지 확대가 아닌 순이익률과 총자산회전율 상승에 기반했다는 점에서, 이익 창출력과 자산 효율성이 함께 개선된 결과로 평가된다.

신사업 투자: 주주환원을 넘어설 수익률이 관건

당사 자본배분의 다른 한 축은 신사업 투자다. 오디션 단일 IP에 집중된 수익 구조를 다변화하기 위한 것으로, 티쓰리 솔루션의 드론 유통·DX 솔루션과 티쓰리파트너스·티쓰리벤처스의 벤처투자로 구성된다.

신사업 투자의 타당성을 입증하려면 투자수익률이 주주환원을 상회해야 한다. 자사주 매입과 배당은 각각 이익수익률(1/PER)과 자기자본비용을 통해 기대수익률을 사전에 가늠할 수 있지만, 신사업은 실제 성과가 확인돼야 평가할 수 있다. 솔루션은 2026년부터 이익 기여가 본격화될 전망이나, 드론 유통 중심의 외형 성장을 반복매출 기반의 소프트웨

어 수익으로 전환할 수 있는지가 관건이다. 벤처투자는 실제 회수가 이뤄져야 성과가 확정된다. 다만 진입 밸류에이션이 높다고 판단되면 집행하지 않는 기준은 자사주 매입과 같은 규율이 투자에도 적용되고 있음을 보여준다.

국내외 선례: 텔레다인과 메리츠금융지주

기대수익률에 따라 현금을 배분하는 원칙으로 장기 초과수익을 실현한 대표적 사례는 『현금의 재발견』이 조명한 헨리 싱글턴의 텔레다인이다. 싱글턴은 주가가 높을 때(PER 25배 이상)는 주식을 발행해 기업을 인수하고, 낮을 때(PER 8배 이하)만 대규모로 자사주를 매입했다. 이 원칙에 따라 1972~1984년 발행주식의 약 90%를 소각했고, 1963~1990년 텔레다인 주주는 연평균 20.4%의 수익률을 거뒀다. 같은 기간 S&P 500(8.0%)과 비교 기업군(11.6%)을 크게 웃도는 성과다.

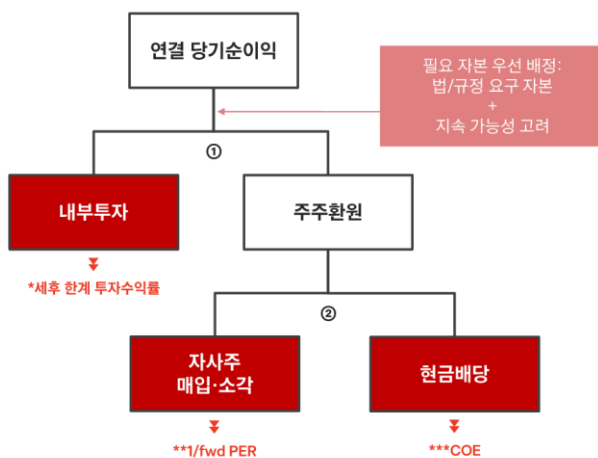
국내에서는 메리츠금융지주가 유사한 사례다. 메리츠금융지주는 2022년 11월 메리츠화재·메리츠증권을 완전자회사로 편입해 중복상장을 해소하고, 연결 당기순이익의 50%를 주주에게 환원하는 중기 정책을 제시했다. 내부투자자 주주환원의 기대수익률을 비교해 환원 규모를 정하고, 자사주 매입·소각과 현금배당의 비중은 주가 수준에 따라 조정하는 방식이다.

이후 3년간 약 2.9조 원의 자사주를 전량 소각해 주식 수를 16% 줄였고, 환원율도 2023년 51.2%·2024년 53.2%로 목표를 상회했다. 그 결과 주당순이익은 2022년 8,356원에서 2026년 14,254원으로 71% 증가할 전망이다, PER은 3.99배에서 8.7배로, PBR은 1.05배에서 1.85배로 상승할 것으로 예상된다(2026년 실적 컨센서스 기준).

동사는 주주환원에서 이미 성과를 보여줬다. 지난 3년간 대규모 자사주 소각을 실시하고 2025년 지배주주순이익의 97%를 환원했으며, 별도 영업이익 기준 환원율도 정책 목표를 크게 상회했다. 남은 검증 과제는 신사업 투자다. 향후 솔루션의 이익 기여와 벤처투자 포트폴리오의 회수를 통해 주주환원에 상응하는 수익률이 확인된다면, 동사는 오디션 IP의 현금흐름을 주당가치 제고로 연결하는 ‘계업연계의 메리츠금융지주’로 재평가될 수 있다.

기대수익률 비교에 기반한 자본배분 의사결정 구조

효율적 자본 배분 결정 방법



당사가 3가지 수익률(내부투자 수익률, 자사주 매입·소각 수익률, 현금배당 수익률) 비교를 통해 자본 배분을 결정하는 방법은 아래와 같음

① 내부투자 vs. 주주환원

주주가치 제고 측면에서 내부투자자 주주환원(자사주 매입·소각, 현금배당) 중 높은 수익률의 방법을 선택. 단, 비슷한 수준일 경우 내부투자를 통해 미래 이익 확보 선호

② 자사주 매입·소각 vs. 현금배당

주주환원 내 자사주 매입 소각과 현금배당의 비중은 각각의 수익률에 따라 달라지며, 주가의 저평가 수준에 따라 결정

* 세후 한계 투자수익률: 투자한 자본의 세후 수익률

e.g.) 내부 유보이익 1조를 투입해 세후 당기순이익이 1,000억 증가하면 세후 한계수익률은 10%

**1/fwd PER: 자사주 매입·소각 수익률은 자사주 매입 소각을 통해 주가 감소함에 따른 미래 주당 배당금의 현재가치 증가를 의미하며, 실질 수익률과 차이가 있을 수 있지만 당사는 이는 forward PER의 역수로 계산하여 의사결정

e.g.) fwd PER 이 5 배이면, 자사주 매입소각 수익률은 1/5, 20%로 계산할 수 있음

***COE(Cost of equity): 메리츠금융지주 주식에 대한 요구수익률

e.g.) 주주가 당사에 투자했을 때 기대하는 최소한의 수익률. 금리와 시장 환경에 따라 변하지만 이론적 COE를 바탕으로 주주들의 구매력 유지를 위해 필요한 '10%'가 적절하다고 생각

자료: 메리츠금융지주, 한국IR협의회 기업리서치센터

티쓰리 총주주환원 정책 로드맵(2026~2028년)

중장기 정책 개요

신규 정책

㉠ 별도 영업이익의 50% 이상 주주환원

㉡ 자사주 매입·소각 + 배당 병행

㉢ 환원 기준 명문화, 추가 안정

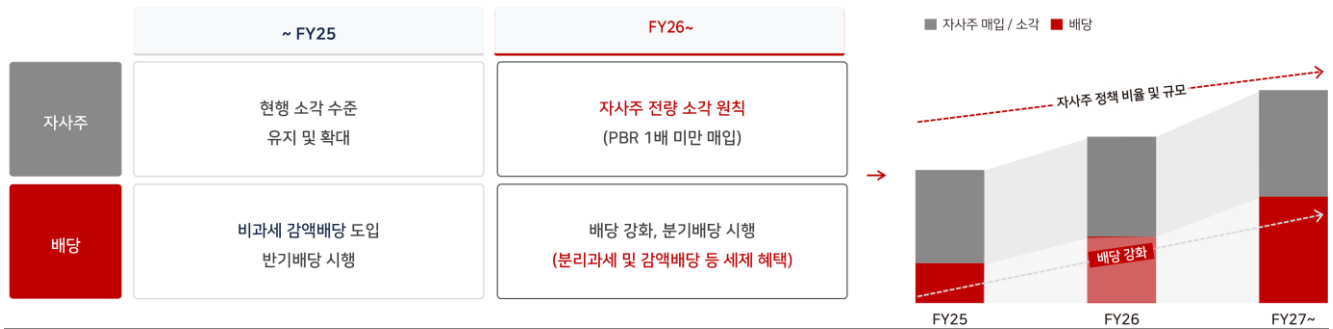
TARGET

2026 - 2028 BASE TSR¹ 50%

FCF 기반 안정적 배당



장부상 순자산가치 이하 자사주 매입 지속



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

자본배분 원칙과 성과 비교(텔레다인 · 메리츠금융지주 · 티쓰리)

구분	텔레다인(1963~1990)	메리츠금융지주(2022~)	티쓰리(2024~)
환원 기준	회계이익이 아닌 현금흐름	연결 당기순이익의 50%	별도 영업이익의 50%
매입 기준	PER 8배 이하에서 대규모 매입	저평가 구간 추가 매입	PBR 1배 미만 기준선, 저평가 판단 시 그 이상에서도 매입
발행주식수	약 90% 소각	2.08억→1.75억 주(-16%)	6,729만→5,556만 주(-17%)
EPS	26년간 무배당, 주당가치로 환원	8,356→14,254원(+71%)	175→343원(+96%)
재평가 결과	연평균 수익률 20.4%	PER 3.99→8.7배, PBR 1.05→1.85배	PER 8.9→9.0배, PBR 1.0→1.9배

주: 텔레다인 자사주 소각은 1972~1984년 기준. 발행주식수는 메리츠금융지주 2022~2025년, 티쓰리는 소각 개시 직전인 2023년 말 대비 현재 기준. EPS와 PER-PBR은 양사 모두 2026년 실적 컨센서스 기준

자료: 현금의 재발견, 메리츠금융지주, 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

오디션, 닥크 아닙니다

**전환비용 네트워크 효과 브랜드에
기반한 이용자 락인으로
22년차에도 매출과 50%대
영업이익을 동반 상승, 재계약
요율 상향으로 2026년 5~10%
성장 전망**

동사의 핵심 IP인 오디션은 출시 22년차에도 매출과 영업이익률이 함께 상승하는 고마진 캐시카우다. 일반적으로 노후 IP는 이용자 감소와 수익성 둔화가 뒤따르지만, 오디션은 해외 시장을 중심으로 성장세를 이어가고 있다.

오디션의 경쟁력은 장기간 축적된 이용자 기반과 브랜드에서 나온다. 계정에 쌓인 아바타·재화는 다른 게임으로 이동할 때 포기해야 하는 가치를 높이고, 팸(FAM)·커플 등 이용자 관계망은 게임에 머무를 유인을 강화한다. 여기에 22년간 축적된 오리지널 IP 인지도가 더해져 견고한 진입장벽을 구축한다.

별도 기준 오디션 IP는 최근 3년간 안정적인 성장세를 유지했고, 퍼블리셔와의 재계약 과정에서 로열티 요율과 라이선스피가 상향돼 왔다. 국내 시장은 성숙 단계에 진입했지만, 베트남·태국의 두 자릿수 성장세와 재계약에 따른 요율 상향이 이를 보완하고 있다. 이에 2026년에도 별도 로열티 매출은 9% 수준의 견조한 증가세를 이어갈 것으로 전망된다.

오디션 IP의 경쟁력: 전환비용, 네트워크 효과, 브랜드

오디션의 경쟁력은 시간이 지날수록 강화되는 이용자 기반에서 나온다. 계정에 축적된 자산과 게임 안에서 형성된 관계망은 이용자의 이탈 비용을 높이고, 오리지널 IP로서 쌓은 인지도는 유사 경쟁작의 대체를 어렵게 한다. 전환비용·네트워크 효과·브랜드가 함께 작용해 이용자 락인을 강화하는 구조다.

전환비용: 계정에 축적되는 아바타 자산

오디션의 과금은 캐릭터를 꾸미는 아바타·아이템에 집중되며, 3만 종 이상의 아이템이 자기표현 수단으로 활용된다. 유행과 신규 콘텐츠에 따라 아이템의 추가 구매가 발생하며, 국가별 월 1~2회의 정기 업데이트와 주 2회 수준의 이벤트도 구매를 유도한다. 이용 기간이 길어질수록 계정 내 자산과 투입 시간이 누적돼 다른 게임으로 이동할 때 포기해야 하는 가치도 커진다.

네트워크 효과: 이용자 관계망

게임 내 관계망은 전환비용을 한층 높인다. 오디션은 점수 경쟁뿐 아니라 대화방과 팸·커플·길드 등 이용자 간 교류 기능을 제공한다. 이용자가 많고 체류 기간이 길수록 관계 형성과 커뮤니티 활동이 활발해지며, 이는 게임을 지속해서 이용하는 유인으로 작용한다. 리듬게임 플레이에 집중했던 오투잼·알투비트 등 경쟁작이 잇따라 서비스를 종료한 반면, 소셜 기능을 결합한 오디션은 국내에서 22년간, 2005년 진출한 중국·베트남·태국 등 주요 시장에서도 20년 이상 서비스를 이어왔다. 장기간 축적된 이용자 관계망은 현재 37개국의 지역별 커뮤니티로 확장돼 있다.

브랜드: 오리지널 IP 지위가 만드는 진입장벽

전환비용과 네트워크 효과가 기존 이용자의 이탈을 억제한다면, 브랜드는 신규 경쟁작의 진입을 어렵게 한다. 22년간 축적된 오리지널 IP로서의 인지도는 단기간의 투자만으로 확보하기 어려운 자산이다. 유사한 조작 방식을 적용한 경쟁작이 여러 차례 출시됐지만, 오디션 이용자를 유의미하게 흡수하지는 못했다. 베트남에서는 이들 게임을 '짝퉁'으로 인식하는 경향도 나타난다. 신규 경쟁작이 오디션을 대체하려면 게임 방식을 모방하는 데 그치지 않고, 계정 자산과 이용자 관계망을 구축하는 동시에 오리지널 IP로서 축적된 브랜드 인지도까지 확보해야 한다.

장르 내 지위는 외부 평가에서도 확인된다. 오디션은 리듬댄스 게임 중 유일하게 정식 e스포츠 종목으로 채택됐고

(2018년 한국e스포츠협회), 동남아 최대 게임 전시회 TGS(Thailand Game Show)에서 6년 연속 'Best Music Game'을 수상했다.

경쟁력의 성과: 로열티 매출 성장과 50%대 영업이익률

전환비용·네트워크 효과·브랜드를 기반으로 한 경쟁력은 퍼블리셔와의 재계약 조건에서도 확인된다. 국가별 퍼블리싱 계약은 통상 2~3년 주기로 갱신된다. 태국은 2024년, 중국과 대만은 2025년에 계약을 갱신했고, 베트남은 2023년 체결한 계약을 2025년에 재협상해 변경된 조건이 2026년부터 반영된다. 재계약 과정에서 로열티 요율과 라이선스피가 상향되는 등 동시에 유리한 방향으로 조건이 개선돼 왔다. 현지 시장과 이용자 반응을 직접 확인하는 퍼블리셔가 상향된 조건을 수용했다는 점은 오디션의 수익성과 장기 흥행 가능성을 신뢰하고 있음을 보여준다.

실적도 이러한 경쟁력을 보여준다. 별도 기준 오디션 IP 매출은 2022년 221억 원에서 2025년 267억 원으로 3년간 연평균 6.4% 성장했다. 이 가운데 해외 러닝로열티는 2023년 184억 원에서 2024년 195억 원, 2025년 218억 원으로 연평균 8.8% 증가하며 매출 성장을 이끌었다. 별도 영업이익률도 2022년 42%에서 2025년 56.4%로 상승했으며, 2026년 1분기에는 57.8%를 기록했다.

글로벌 확산: 낮은 과금 진입장벽과 퍼블리셔 관리 역량

오디션 매출의 90% 이상은 해외에서 발생한다. 국내에서 개발된 리듬게임이 20년 넘게 해외에서 성장해온 데는 낮은 과금 진입장벽과 국가별 수요 형성 시점의 차이, 퍼블리셔 관리 역량이 함께 작용했다.

먼저 낮은 과금 진입장벽이 해외 이용자 유입을 뒷받침했다. 오디션은 결제 규모가 게임 내 능력치로 직결되지 않아, 과금이 곧 전투력이 되는 P2W(Pay to Win) 게임과 성격이 다르다. 이용자가 원하는 만큼만 외형을 꾸미면 되기 때문에 첫 결제의 문턱이 낮고, 구매력이 제한적인 신흥국 이용자에게도 결제 부담이 크지 않다.

국내에서 먼저 형성된 리듬댄스 게임 수요가 신흥국에서는 시차를 두고 확대된 점도 성장에 기여했다. 2000년대 국내에서 나타난 성장 흐름은 2010년대 베트남을 거쳐 현재 태국에서 재현되고 있으며, 동사는 국내에서 축적한 콘텐츠와 라이브 운영 경험을 각 시장의 성장 단계에 맞춰 적용할 수 있었다.

여기에 퍼블리셔와의 협업 체계가 더해져 해외 성장의 지속성을 높였다. 동사는 각국 퍼블리셔를 통해 현지 이용자 반응을 수집해 개발에 반영하고, 현지 이벤트와 아이템을 공동 기획해왔다. 단순한 라이선스 제공을 넘어 퍼블리셔와 함께 현지 서비스 성과를 높이는 구조다.

성장 여력: 중국 서비스 확대와 베트남·태국 고성장

국내(매출비중 5.8%)는 이용자층이 30~40대 중심으로 성숙하면서 매출이 감소하고 있다(2022년 32.4억→2025년 15.6억 원). 향후 성장은 중국 내 서비스 지역 확대와 베트남·태국의 성장세가 주도할 전망이다.

최대 시장인 중국(매출비중 47.8%)은 2025년 매출 127.6억 원으로 최근 3년간 연평균 4.6% 성장했다. 현지 퍼블리셔 나인유의 서비스 지역이 중국 전체 성(省)의 절반 수준에 그치는 만큼, 나머지 지역으로의 확대 여지가 남아 있다. 동사는 진출 방안을 다각도로 검토하고 있으나, 기존 퍼블리셔와의 관계 및 로열티 조건을 함께 고려해야 해 확정까지는 시간이 소요될 전망이다. 기존 지역에서는 향후 한 자릿수 초반의 완만한 성장이 예상되며, 서비스 지역 확대가 구체화될 경우 성장률이 추가로 높아질 수 있다.

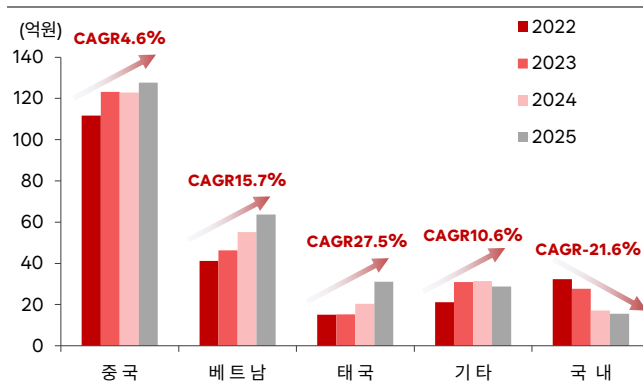
베트남(매출비중 23.9%)은 성장세가 가장 안정적이다. 매출은 2022년 41.2억 원에서 2025년 63.8억 원으로 연평균

15.7% 증가하며 매년 두 자릿수 성장을 이어왔고, 2026년 1분기에도 전년 동기 대비 16.2% 늘었다. 현지 이용자 기반 확대와 재계약 조건 개선을 바탕으로 중장기적으로도 두 자릿수 성장이 이어질 전망이다. 성장을 뒷받침한 것은 현지 맞춤형 운영이다. 19주년 오프라인 기념행사와 VIP 레이팅 시스템 최적화 등이 이용자 지표 개선으로 이어졌다. 향후 성장 동력은 e스포츠다. 베트남 정부가 e스포츠를 육성하는 가운데 현지 퍼블리셔 VTC도 오디션의 e스포츠 활성화를 우선 과제로 추진하고 있으며, 교육당국과 방과후·시범수업 종목 도입도 논의된 바 있다. 아직 초기 단계지만 성사될 경우 이용자 저변 확대가 기대된다.

태국(매출비중 11.7%)은 성장 속도가 가장 빠르다. 매출은 2024년 33.9%, 2025년 52.2% 증가하며 2년 만에 두 배(15.3억→31.1억 원)로 확대됐다. 게임시장 성장에 현지화 콘텐츠와 e스포츠 저변 확대가 더해진 결과다. 실제로 2025년 12월 방콕에서 열린 SEA Games(동남아시아게임)에서 오디션이 e스포츠 시범종목으로 채택돼 태국·베트남·라오스·필리핀 4개국 대항전이 열렸으며, 향후에도 30% 내외의 높은 성장세가 이어질 것으로 전망된다.

종합하면 베트남·태국의 이용자 기반 확대와 재계약 효율 개선을 바탕으로 중장기 별도 로열티 매출은 연 5~10% 수준의 증가세를 이어갈 것으로 추정된다.

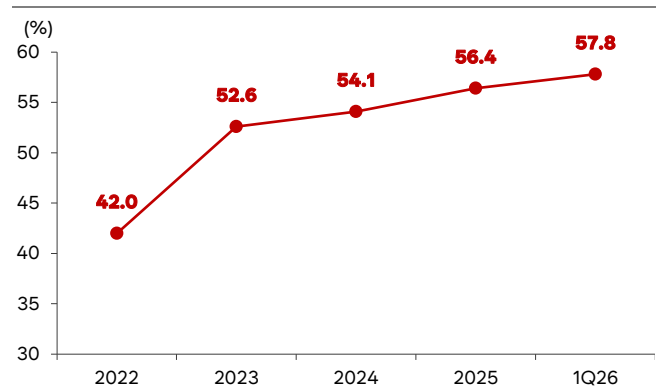
오디션 지역별 매출액 추이 (별도)



주: 막대 위 숫자는 2022~2025년 CAGR

자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터

오디션 별도 영업이익률 추이



자료: 티쓰리, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2025년 실적 리뷰: 오디션 성장 위에 자회사 손익 개선이 더해진 해

고마진 별도 로열티 성장에 자회사
흑자 전환과 고정비 통제가
더해지며, 매출 +17.2%를 크게
상회한 영업이익 +61.7%(OPM
24.5%) 기록

2025년 동사는 연결 매출 695억 원(+17.2% YoY), 영업이익 170억 원(+61.7% YoY, OPM 24.5% / +6.8%p), 지배순 이익 169억 원(+47.8% YoY, NPM 24.3%)을 기록했다. 매출 증가율(+17.2%)을 크게 상회한 이익 성장은 고마진 별도 로열티 매출 증가에 자회사 손익 개선과 고정비 통제가 따른 영업레버리지 효과가 더해진 결과로 판단된다.

매출

부문별 매출은 게임서비스 492억 원(+5.1% YoY), 유통 141억 원(+50.0% YoY), 기타(솔루션·벤처투자) 63억 원(+97.5% YoY)을 기록했다.

게임서비스(+5.1%)에서는 별도 오디션 로열티 매출이 267억 원(+8.1%)으로 4년 연속 성장하며 외형 확대를 뒷받침했다. 베트남(+16%)·태국(+52%)의 신규 이용자 유입이 국내·중국의 정체를 상쇄했고, 주요 해외 퍼블리셔와의 재계약 과정에서 로열티 요율이 상향된 효과도 반영됐다. **한빛소프트**는 그라나도에스파다M의 서비스 지역이 대만·일본·동남아시아로 확대되며 매출 240억 원으로 전년 수준을 유지했다.

유통(+50.0%)은 DJI가 국내 농업용 드론 유통망을 소수 벤더 중심으로 재편하면서 한빛드론의 취급 물량이 크게 증가한 영향이다.

기타(+97.5%)는 티쓰리솔루션 매출 확대(5→22억 원)와 벤처투자 수익 증가(27→49억 원)가 견인했다. 다만 벤처투자 수익은 평가·처분이익에 따라 변동성이 크다.

영업이익

2025년 영업이익은 170억 원(+61.7% YoY), OPM은 24.5%(+6.8%p)를 기록했다. 수익성 개선 요인은 세 가지다. 첫째, 별도 영업이익이 150억 원(+12.6%, OPM 56.4%)으로 증가했다. 별도 인건비가 3년째 63억 원 안팎에서 유지된 가운데 매출이 8.1% 증가하면서 매출 증가분의 상당 부분이 이익으로 연결됐다.

둘째, 자회사 합산 영업손익이 약 -28억 원에서 +20억 원으로 개선됐다. 한빛소프트가 적자를 축소(-9→-3억 원)했고, 드론·솔루션(-7→+7억 원)과 벤처투자(-16→+16억 원)가 모두 흑자로 전환했다.

셋째, 연결 영업비용률이 82.2%에서 75.5%로 6.8%p 하락했다. 인건비가 161억 원에서 169억 원으로 4.5% 증가하는 데 그쳤고, 경장연구개발비는 23억 원에서 19억 원으로 감소하는 등 고정비 통제가 이어진 결과다. 다만 드론 유통 물량 확대로 상품매출원가가 80억 원에서 122억 원으로 증가한 점은 수익성 개선 폭을 제한했다.

지배순이익

2025년 지배순이익은 169억 원(+47.8% YoY), NPM은 24.3%를 기록했다. 증가 요인은 영업이익 확대(105→170억 원)와 지분법이익 증가(19→60억 원)다. 지분법이익 증가는 그라나도에스파다M의 서비스 지역 확대에 따른 관계기업 아이엠씨게임즈(그라나도에스파다 원작 개발사)의 실적 개선이 반영된 결과다.

외형은 드론 유통 물량 증가가,
이익은 한빛소프트 흑자 전환이
주도하며 매출 +37.8%·영업이익
+69.9%(OPM 26.4%) 기록

1Q26 실적 리뷰

1Q26 동사는 연결 매출 221억 원(+37.8% YoY), 영업이익 58억 원(+69.9% YoY, OPM 26.4% / +4.9%p), 지배순이익 43억 원(+28.7% YoY, NPM 19.3%)을 기록했다. 외형 성장은 드론 유통 물량 증가가, 이익 개선은 한빛소프트의 흑자전환이 주도했다.

매출

부문별 매출은 게임서비스 141억 원(+17.9% YoY), 솔루션 72억 원(+143.4% YoY), 기타(벤처투자) 8억 원(-31.6% YoY)을 기록했다. 동사는 1Q26부터 사업부문을 게임서비스·솔루션·벤처투자의 3개 부문으로 재편했다.

게임서비스(+17.9%)는 한빛소프트 매출이 55억 원에서 73억 원으로 33.1% 증가하며 성장을 견인했다. 그라나도에 스파다M은 2024년 2월 국내 출시 이후 2025년 중 대만·일본과 동남아시아(필리핀·말레이시아·싱가포르)로 서비스 지역을 순차적으로 확대했고, 1Q26에는 이들 지역 매출이 온기로 반영됐다. 별도 오디션 로열티 매출은 72억 원(+5.6%)으로 안정적인 성장세를 유지했다.

솔루션(+143.4%)은 DJI의 국내 농업용 드론 유통망 재편에 따라 티쓰리솔루션과 한빛드론의 합산 취급 물량이 30억 원에서 73억 원으로 늘면서 매출이 크게 증가했다. 부문 내에서는 유통 주체가 한빛드론에서 티쓰리솔루션으로 이관되며, 티쓰리솔루션 매출이 1억 원에서 60억 원으로 급증한 반면 한빛드론은 29억 원에서 13억 원으로 감소했다.

기타(-31.6%)는 벤처투자 부문으로 구성되며, 투자자산의 회수·평가 시점에 따라 분기별 매출 변동성이 크다.

영업이익

1Q26 영업이익은 58억 원(+69.9% YoY), OPM은 26.4%(+4.9%p)를 기록했다. 부문별로는 게임서비스가 38억 원에서 65억 원으로 증가했고(OPM 31.8%→45.9%), 솔루션도 1억 원에서 6억 원으로 개선됐다. 반면 벤처투자 부문은 -4억 원에서 -13억 원으로 적자가 확대됐다.

이익 개선은 한빛소프트가 주도했다. 한빛소프트 영업손익은 -3억 원에서 +23억 원으로 흑자 전환하며, 전사 영업이익 증가분 24억 원이 사실상 한빛소프트에서 발생했다. 2025년 말 완료된 인력 구조조정으로 고정비 부담이 완화된 가운데, 그라나도에스파다M의 해외 매출이 더해진 결과다. 연결 인건비는 39억 원으로 전년 동기과 유사한 수준을 유지하면서 매출 대비 비중이 24.7%에서 17.7%로 7.0%p 하락했다. 별도 영업이익은 42억 원(+5.5%, OPM 57.8%)으로 전년 동기과 유사한 수익성을 유지했다.

한편 매출 구성이 달라지면서 비용 구조에도 변화가 나타났다. 드론 유통 물량 증가로 상품매출원가가 23억 원에서 59억 원으로 늘어나 매출 대비 비중이 14.4%에서 26.6%로 12.2%p 상승했다. 반면 지급수수료는 31억 원으로 전년 동기과 유사해 매출 대비 비중이 19.5%에서 14.2%로 하락했으며, 광고선전비도 6억 원에서 1억 원으로 감소했다. 이에 따라 전체 영업비용률은 78.5%에서 73.6%로 4.9%p 하락했다.

지배순이익

1Q26 지배순이익은 43억 원(+28.7% YoY), NPM은 19.3%를 기록했다. 영업이익의 증가가 순이익의 성장을 이끈 가운데, 원/달러 환율 상승에 따른 외화환산이익·외환차익이 반영되며 금융손익도 -2억 원에서 +10억 원으로 개선됐다. 반면 관계기업 아이엠씨게임즈의 지분법이익은 12억 원에서 5억 원으로 감소하며 증가 폭을 일부 제한했다.

2026년 실적전망

드론 물량 확대로 솔루션이 49% 성장하며 외형을, 한빛소프트 흑자 전환이 이익을 견인해 영업이익 +41.1% 전망. 다만 지분법이익 정상화로 순이익 증가폭은 제한

2026년 실적은 매출 806억 원(+16.0% YoY), 영업이익 240억 원(+41.1% YoY, OPM 29.8% / +5.3%p), 지배순이익 192억 원(+13.6% YoY, NPM 23.8% / -0.5%p)을 기록할 전망이다. 매출은 DJI 유통망 재편에 따른 드론 취급 물량 확대로 솔루션 부문이 49% 성장하며 외형을 견인하고, 오디션 로열티도 태국-베트남을 중심으로 9% 늘어날 전망이다. 영업이익은 인력 구조조정 효과로 한빛소프트가 흑자 전환(-3억 원 → 38억 원)하며 증가분 70억 원의 대부분을 차지하고, 고정비 레버리지가 더해져 OPM은 5%p 이상 개선될 것으로 예상된다. 반면 지배순이익은 2025년 관계기업 아이엠씨게임즈의 신작 흥행에 따른 지분법이익과 일회성 손상차손환입이 감소하면서 증가 폭은 제한될 전망이다.

매출

2026년 연결 매출액은 806억 원(+16.0% YoY)을 기록할 전망이다. 오디션 로열티가 베트남-태국을 중심으로 성장을 이어가는 가운데, DJI 유통망 재편에 따른 드론 취급 물량 증가로 솔루션 부문이 성장을 주도할 전망이다. 부문별로는 게임서비스 526억 원(+6.9% YoY), 솔루션 230억 원(+49.4% YoY), 기타(벤처투자) 50억 원(+2.0% YoY)이 예상된다.

게임서비스(526억 원, +6.9% YoY)

별도 오디션 로열티는 291억 원(+9.1% YoY)으로 전망된다. 최근 3년 연평균 성장률(6.4%)과 1분기 증가율(+5.6%)을 웃도는 수준으로, 2025년 재계약에서 상향된 요율의 온도 반영과 태국-베트남의 고성장을 반영했다.

지역별 성장세는 뚜렷하게 갈린다.

중국 최대 시장이나 성장세는 완만하다. 최근 3년 연평균 성장률은 4.6%에 그쳤으며, 2026년에도 한 자릿수 초반 성장을 예상한다. 서비스 지역 확대 효과는 구체적인 진출 방식이 확정되지 않은 만큼 실적 추정에서 제외했다.

베트남은 성장세가 가장 안정적이다. 최근 3년간 연평균 15.7% 성장한 가운데, 2025년 재협상한 계약 조건이 올해부터 반영되며 2026년에도 15% 안팎의 증가세를 이어갈 전망이다.

태국은 성장을 주도한다. 최근 3년 연평균 성장률은 27.5%로 5개 지역 중 가장 높았고, 2024년 재계약으로 요율이 상향된 이후 성장세가 더욱 가팔라졌다. 2026년에도 30% 안팎의 성장을 예상한다. 올해 또는 내년 중 재계약 협의가 예정돼 있어, 조건이 추가로 개선될 경우 실적 상향 여지도 있다.

기타 지역(대만-인도네시아 등)은 2025년 8.5% 감소한 데 이어 1분기에도 소폭 줄어, 2026년에는 전년과 비슷한 수준을 유지할 전망이다.

국내 5개 지역 중 유일하게 역성장했으나(최근 3년 연평균 -21.6%), 2024년 이후 분기 4억 원 안팎에서 안정돼 2026년에도 전년 수준을 가졌다.

한빛소프트는 251억 원(+4.6% YoY)이 예상된다. 1분기 일회성 매출 13억 원을 제외한 경상 매출은 60억 원으로 2025년 분기 평균과 유사하다. GEM 해외와 국내 매출도 최근 분기 수준에서 안정된 만큼, 2~4분기 매출은 분기 59억 원 안팎으로 추정했다. 중국 출시는 판호 확보 여부와 시점이 확정되지 않아 추정에 포함하지 않았다.

솔루션(230억 원, +49.4% YoY)

DJI 유통망 재편으로 주요 벤더에 선정되지 않은 중소 딜러의 물량이 대동과 동사로 집중되면서, 1분기 솔루션 부문 매출은 72억 원으로 전년 동기 대비 140% 증가했다. 회사가 제시한 2026년 부문 매출 목표는 200억 원이나, 2~3분

기가 농업용 드론 성수기인 점을 감안하면 이를 상회할 전망이다. 다만 1분기에 재편 초기 물량이 몰렸고 4분기는 비수기여서, 2026년 부문 매출은 230억 원(+49.4% YoY)으로 추정했다.

기타(벤처투자, 50억 원, +2.0% YoY)

1분기 매출은 8억 원으로 전년 동기 대비 31.6% 감소했다. 하반기 이후 포트폴리오 회수가 이뤄질 경우 상방 요인으로 작용할 수 있으나, 시점과 규모가 확정되지 않아 전년 수준인 50억 원으로 가정했다.

영업이익

2026년 영업이익은 240억 원(+41.1% YoY), OPM은 29.8%(+5.3%p)를 기록할 전망이다. 영업이익 증가분 70억 원은 한빛소프트의 흑자 전환(+41억 원)과 별도 오디션 로열티 이익 증가(+19억 원)가 대부분을 차지하며, 솔루션은 16억 원 증가하고 기타 부문은 4억 원 감소할 것으로 추정했다. 부문별로는 게임서비스 207억 원(+38.9% YoY, OPM 39.4%), 솔루션 23억 원(+228.6% YoY, OPM 100.0%)으로 개선되는 반면, 기타는 10억 원(-30.1% YoY)으로 감소할 전망이다.

별도 영업이익은 169억 원(+12.7% YoY, OPM 58.1%)이 예상된다. 비용이 인건비 위주로 구성되는 만큼 매출 증가분 대부분이 이익으로 이어질 전망이다.

한빛소프트는 38억 원으로 흑자 전환할 전망이다. 1분기 영업이익 22.7억 원에는 원가가 수반되지 않는 일회성 매출 13억 원이 반영돼 있어, 이를 제외한 경상 분기 영업이익은 5억 원 안팎으로 추정된다. 이를 남은 세 분기에 적용해 연간 영업이익 38억 원(1분기 22.7억 원+2~4분기 15억 원)을 산출했다.

솔루션 영업이익은 23억 원(OPM 100.0%)으로 전망된다. 1분기 부문 영업이익률이 8.3%(매출 72억 원, 영업이익 6억 원)로 이미 회사 목표에 근접한 만큼, 남은 세 분기에는 10%대 초반의 영업이익률을 적용했다.

기타 부문은 1분기 13억 원의 영업손실을 기록했다. 다만 포트폴리오 회수 시점과 규모를 사전에 예측하기 어려운 점을 고려해, 연간으로는 전년보다 소폭 낮은 10억 원의 영업이익을 가정했다.

종합하면 매출 대비 영업비용 비중은 2025년 75.5%에서 2026년 70.2%로 5.3%p 하락하며 수익성 개선을 이끌 전망이다. 연결 매출이 16% 증가하는 동안 판매관리비는 403억 원에서 386억 원으로 감소하는 반면, 드론 유통 물량 확대로 상품매출원가는 122억 원에서 180억 원으로 늘어(매출 대비 17.6% → 22.3%) 수익성 개선 폭을 일부 제한할 것으로 예상된다.

지배순이익

2026년 지배순이익은 192억 원(+13.6% YoY), NPM(지배주주 기준)은 23.8%를 기록할 전망이다. 영업이익이 41% 증가하는 데 비해 지배순이익 증가 폭이 제한적인 것은 2025년 실적에 반영된 지분법이익이 감소하기 때문이다.

세부적으로 보면 지분법이익은 2025년 60억 원에서 2026년 22억 원으로 감소할 전망이다. 2025년에는 관계기업 아이엠씨게임즈의 신작 트리 오브 세이비어 흥행에 따른 지분법손익 47억 원과 일회성 손상차손환입 13억 원이 반영됐다. 2026년에는 출시 초기 정점을 지난 신작 매출이 안정화되는 흐름을 감안해 1분기 지분법이익을 연간으로 환산해 적용했다.

티쓰리 실적

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	126	178	150	139	160	197	167	171	221	762	510	593	695	806
YoY	-12.1	27.4	5.4	65.2	27.3	10.4	11.5	22.8	37.8	10.9	-33.1	16.4	17.2	16.0
게임서비스	111	126	114	116	120	127	123	122	141	323	335	468	492	526
유통	5	47	29	13	29	49	44	19	-	439	143	94	141	-
솔루션	-	-	-	-	-	-	-	-	72	-	0	-	-	230
기타	10	5	7	10	12	21	-0	30	8	-	32	32	63	50
YoY														
게임서비스	41.3	23.5	49.6	49.5	7.6	1.0	7.6	4.9	17.9	-3.8	3.6	39.7	5.1	6.9
유통	-92.0	23.3	-6.9	42.4	455.8	4.7	53.2	44.4	-	25.1	-67.5	-34.3	50.0	-
솔루션	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	49.4
기타	-	-	-80.4	-438.2	25.2	275.6	-100.4	204.3	-31.6	-	-	-0.3	97.5	2.0
매출원가	4.0	34.8	22.0	19.5	23.2	42.3	32.0	24.6	58.9	351.5	111.4	80.3	122.1	180
매출원가율(%)	3.2	19.5	14.7	14.0	14.4	21.5	19.2	14.4	26.6	46.1	21.9	13.5	17.6	22.3
매출총이익	122	143	128	120	137	155	135	147	162	410	398	513	573	626
YoY	33.0	28.2	6.5	60.3	12.5	7.7	5.6	22.2	18.2	-40.2	-2.9	28.8	11.7	9.2
GPM	96.8	80.5	85.3	86.0	85.6	78.5	80.8	85.6	73.4	53.9	78.1	86.5	82.4	77.7
판매관리비	97	114	91	106	103	95	105	100	104	282	323	408	403	386
인건비	29	40	37	55	40	44	41	44	39	127	141	161	169	
관리비	45	54	47	51	46	54	51	49	46	141	166	197	199	
판매비	6	7	3	4	6	5	7	2	2	13	12	21	20	
기타	17	12	4	-5	11	-8	6	5	17	0	4	29	15	
매출대비 비중(%)	77	64	61	76	64	48	63	58	47	37	63	69	58	48
인건비	23	23	24	40	25	22	25	26	18	17	28	27	24	
관리비	36	30	31	36	28	27	30	29	21	19	32	33	29	
판매비	4	4	2	3	4	3	4	1	1	2	2	3	3	
기타	13	7	3	-3	7	-4	4	3	7	0	1	5	2	
영업이익	25	29	37	14	34	59	30	47	58	128	76	105	170	240
YoY	19.6	-3.5	-12.8	흑전	35.2	104.5	-18.8	229.7	69.9	40.5	-41.0	39.2	61.7	41.1
OPM	20.2	16.3	24.5	10.1	21.5	30.2	17.8	27.2	26.4	16.8	14.8	17.7	24.5	29.8
별도	35	35	39	24	40	38	35	38	42	93	128	134	150	169
자회사	-10	-6	-2	-10	-5	22	-5	8	17	35	-52	-28	20	71
YoY														
별도	-1	-14.9	18.2	34.3	11.5	6.3	-10.3	60.2	5.5	-11.4	37.7	4.3	12.6	12.7
자회사	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	25.5
영업외손익	7	31	-2	14	10	4	9	44	16	20	-49	51	68	43
금융손익	5	13	-1	14	-2	-4	7	6	10	25	-2	32	8	21
기타영업외손익	3	-3	-0	-0	-0	0	1	-0	1	11	-39	-0	0	0
지분법손익	-	20	-1	-0	12	7	1	39	5	-16	-7	19	60	22
세전순이익	33	60	35	28	45	63	39	91	74	148	27	156	238	283
법인세비용	9	8	8	5	8	7	7	10	10	23	36	29	33	51
지배순이익	25	32	29	29	33	51	30	55	43	111	56	115	169	192
YoY	-16.7	11.6	-37.1	흑전	33.5	61.3	3.9	88.6	28.7	11.5	-49.5	104.6	47.8	13.6
NPM	19.7	17.8	19.3	20.9	20.6	26.0	18.0	32.1	19.3	14.5	11.0	19.3	24.3	23.8
별도	35	28	30	-22	38	31	33	27	40	92	82	71	130	
자회사	-10	4	-1	51	-5	20	-3	28	3	19	-26	43	40	

자료: 티쓰리, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation
1 PBR 밸류에이션: 수익성과 주주환원이 만든 프리미엄

**ROE 20.5%, 총주주환원을
97%의 자본배분 역량, 오디션
IP의 이익 반복성이 더해지며 PBR
1.9배로 PEER 대비 1.76배 수준
형성**

동사의 2026년 예상 PBR은 1.9배로 국내 주요 게임사 11개사 평균(1.08배)의 1.76배 수준이며, 동사의 과거 추이(2022~2025년 0.9~1.2배)와 비교해도 높은 수준이다. 표면적으로는 밸류에이션 부담이 존재하지만, 현 수준이 적정 한지는 PBR 상승 배경을 함께 살펴볼 필요가 있다.

PBR·ROE 밸류에이션: 자본배분이 높은 ROE

PBR은 ROE의 함수로, 자기자본 대비 이익창출력이 높은 기업일수록 높은 PBR이 부여된다. 동사의 ROE는 2024년 12.0%에서 2025년 17.7%로 상승했으며, 2026년에는 20.5%까지 높아질 전망이다. PBR도 2024년 1.0배에서 현재 2026년 예상 실적 기준 1.9배로 높아졌다.

ROE 상승은 지배주주순이익이 증가한 반면, 배당과 자사주 매입·소각 등 적극적인 주주환원으로 자기자본은 늘지 않은 데 따른 것이다. 지배주주순이익은 오디션 로열티 성장과 자회사 손익 개선에 힘입어 2024년 115억 원에서 2026년 192억 원으로 67% 증가할 전망이다. 반면 지배주주 자본총계는 2024년 958억 원에서 2026년 914억 원으로 오히려 감소할 전망이다. 결국 현재의 PBR 상승은 이익 성장과 적극적인 주주환원으로 높아진 ROE가 밸류에이션에 반영된 결과로 판단된다.

피어 밸류에이션: 이익의 반복성과 주주환원

동사의 2026년 예상 PBR 1.9배와 ROE 20.5%는 국내 주요 게임사 평균(1.08배, 8.1%)을 모두 크게 웃돈다. 동사의 PBR 프리미엄은 높은 ROE로 일부 설명되지만, ROE만으로 현재 수준을 모두 설명하기는 어렵다. 업종 내 ROE와 PBR의 관계를 고려하면 ROE 20.5%에 대응하는 PBR은 1.2~1.3배 안팎으로 추정되는 만큼, 동사의 1.9배에는 추가 프리미엄이 반영된 것으로 보인다. 프리미엄의 배경으로는 주주환원과 이익의 반복성을 꼽을 수 있다.

첫째, 주주환원이다. 동사는 별도 영업이익의 50% 이상을 환원하는 정책을 명문화하고 배당과 자사주 소각을 병행해 2025년 총주주환율을 97%를 기록했다. 2026년 예상 배당수익률도 7.1%로 국내 상장 게임사 가운데 높은 수준이며, 배당금 전액이 비과세 감액배당으로 지급돼 일반 과세 배당보다 세후 기준 매력도가 높다.

둘째, 이익의 반복성이다. 게임사는 신작 성과에 따라 이익과 ROE의 변동성이 크지만, 동사는 22년째 서비스 중인 오디션 IP에서 안정적으로 로열티 이익을 창출하며 ROE를 꾸준히 높여왔다. 이처럼 이익의 지속성과 예측 가능성이 높을수록 동일한 ROE에서도 더 높은 PBR을 적용받을 수 있다.

종합하면 현재 PBR에는 자본배분 역량과 오디션 IP의 이익 안정성이 일정 부분 반영된 것으로 판단된다.

2 PER 밸류에이션: 사업모델이 규정하는 멀티플 프리미엄

**사업모델이 유사한 더블유게임즈
대비 높은 ROE 주주환원으로
PER 9.0배를 적용받으나, 이익
안정형 사업모델 특성상 멀티플**

동사는 22년째 서비스 중인 오디션의 로열티를 기반으로 이익을 창출한다. 신작 사이클에 따라 이익 변동성이 큰 일반 게임사와는 수익 구조가 다른 만큼, 업종 평균보다 사업모델이 유사한 기업과 비교하는 것이 적절하다.

이에 비교 대상은 ① 신작 성과에 대한 이익 의존도가 낮고 ② 장기간 축적된 이용자 기반에서 안정적으로 이익을 창출하며 ③ 해외 매출 비중이 높은 기업으로 선별했다. 국내 상장 게임사 중 이 기준에 가장 부합하는 기업은 더블유게

상단은 10배 안팎으로 제한

임즈다. 동사가 오디션의 장기 이용자 기반에서 로열티 수익을 창출하는 것처럼, 더블유게임즈도 기존 소셜카지노 이용자를 기반으로 안정적인 실적을 이어가며 매출 대부분이 해외에서 발생한다.

동사는 더블유게임즈 대비 높은 멀티플을 적용받고 있다. 2026년 기준 PER은 9.0배로 더블유게임즈(6.55배)를 37% 상회하고, PBR도 1.9배로 더블유게임즈(0.86배)의 2.2배 수준이다. 이러한 차이는 ROE와 주주환원 수준에서 비롯된 것으로 판단된다. 2026년 예상 ROE는 20.5%로 더블유게임즈(15.4%)를 5.1%p 상회하며, 2026년 예상 배당수익률도 7.1%로 더블유게임즈(2.2%)의 3배를 웃돈다.

다만 과거 PER 밴드를 보면 멀티플 상단은 제한적이었다. 동사의 PER은 이익 변동에 따른 일시적 왜곡 구간을 제외하면 6.7~10.6배, 더블유게임즈는 이익이 안정화된 2024년 이후 5.7~8.8배 범위에서 형성됐다. 두 회사 모두 PER이 10배를 크게 넘어선 구간은 없었다.

이는 사업모델의 특성에서 비롯된다. 게임업종에서 높은 멀티플은 검증된 IP를 후속작·시리즈로 확장하며 이익 성장을 이어가는 기업에 주로 부여돼 왔다. 반면 장기간 축적된 이용자 기반에서 안정적으로 이익을 창출하는 사업모델은 실적 가시성이 높은 대신 성장 여력이 제한적이어서, PER도 한 자릿수 후반~10배 초반에서 형성되는 경우가 많다. 동사의 2026년 예상 PER 9.0배도 이 범위 안에 있어, 현 사업구조가 유지되는 한 멀티플이 큰 폭으로 확대되기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

리레이팅 경로: EPS 상승이 견인

**오디션 단일 IP 의존에 따른
멀티플 재평가 지연으로, 주가는
이익 성장과 자사주 소각이 이끄는
EPS 상승이 당분간 견인할 것**

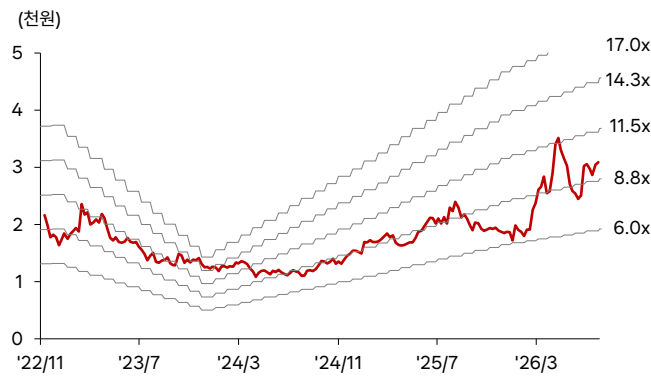
동사의 주가 상승 경로는 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 멀티플이 유지되는 가운데 주당순이익(EPS)이 증가하는 경우이고, 다른 하나는 시장이 적용하는 멀티플 자체가 높아지는 경우다.

첫째는 EPS 상승이다. 이익이 늘고 자사주 소각으로 발행주식수가 감소하면 EPS는 순이익보다 빠르게 증가한다. 실제로 2024~2026년 지배주주순이익이 67% 증가하는 동안 EPS는 175원에서 343원으로 96% 늘어날 전망이다. 2026년 EPS 증가율도 24.9%로, 이익 성장과 자사주 소각이 병행되는 한 이러한 흐름은 이어질 것으로 판단된다.

둘째는 요구수익률 하락에 따른 멀티플 상승이다. 동사의 2026년 예상 PER 9.0배와 PBR 1.9배에는 약 11%의 요구수익률이 반영돼 있으며, 이 수치가 1%p 낮아지면 PER은 10배, PBR은 2.1배 안팎까지 확대될 수 있다.

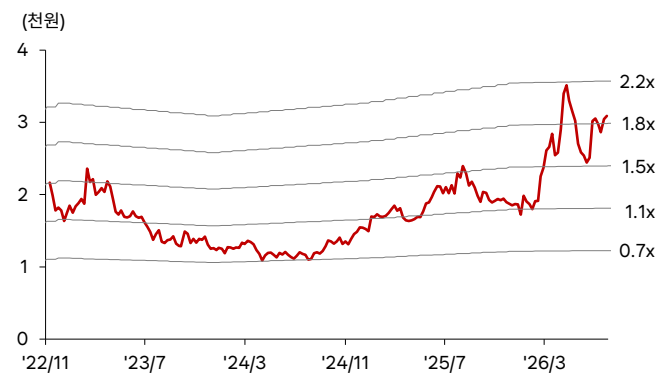
현재 요구수익률에는 이익 대부분을 오디션 단일 IP에 의존하는 데 따른 이익 지속성 우려가 반영된 것으로 판단된다. 이러한 우려가 해소되기 전까지 주가는 멀티플 확대보다 EPS 성장이 견인할 가능성이 높으며, 멀티플 재평가는 솔루션 부문의 소프트웨어 전환과 벤처투자 성과 등 신사업의 이익 기여가 확인되는 시점에 가능할 것으로 판단된다.

티쓰리 PER 밴드 차트



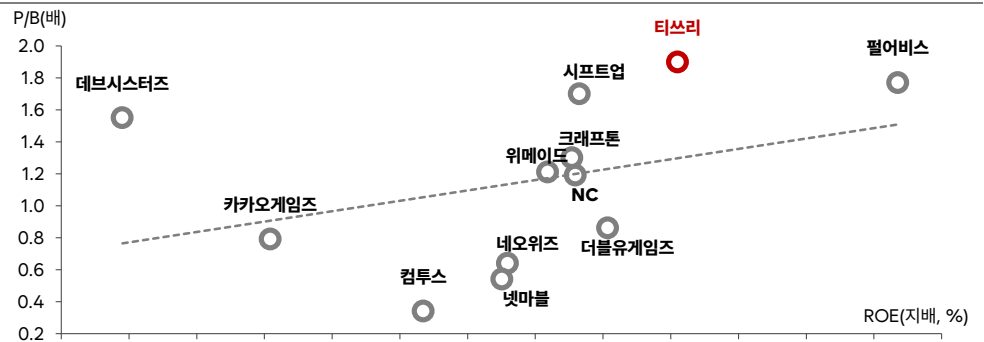
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

티쓰리 PBR 밴드 차트



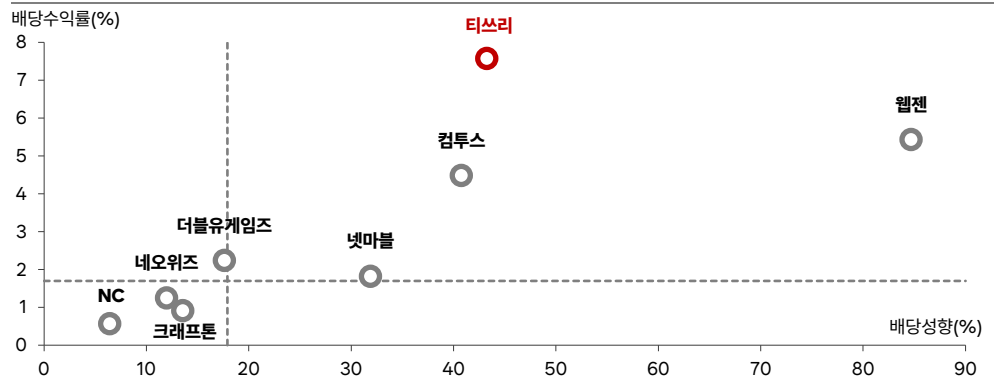
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 게임사 ROE-PBR 분포(2026년 기준)



주: 1) PBR은 2026년 예상 실적 대비 2026년 8월 3일 종가 기준, ROE는 2026년 예상 실적 기준. 2) 티쓰리의 2026년 실적은 당사 추정치, 그의 기업은 컨센서스
 자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

게임 섹터 배당수익률-배당성향 비교(2025년 결산 기준)



주: 1) 국내 코스피·코스닥 상장 게임사 15개사(KODEX 게임산업 ETF 구성종목 기준, DataGuide, 2025년 결산·현금배당 기준), 2) 점선은 게임 섹터 평균(배당성향 17.9%, 배당수익률 1.7%, 위메이드 제외 14개사 기준·무배당 포함), 3) 위메이드는 적자로 배당성향 산정 불가해 제외, 4) 무배당 6개사(펄어비스·시프트업·카카오게임즈·넥슨게임즈·데브시스터즈·미투온)는 표시 생략, 자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

❗ 오디션 단일 IP에 집중된 이익 구조

**2025년 별도 오디션 로열티가
연결 영업이익의 88%를
차지하는 단일 IP 집중 구조로,
이를 보완할 신사업의 이익 기여는
아직 검증 단계**

동사의 가장 큰 리스크는 이익 대부분을 오디션 단일 IP에 의존하는 데 따른 이익 지속성 우려다. 이를 대체할 신사업은 아직 검증 단계에 있어, 오디션의 이익 창출력이 약화될 경우 이를 보완할 수단이 제한적이다.

오디션 단일 IP에 집중된 이익 구조

2025년 별도 오디션 로열티는 연결 매출의 38%를 차지했으나 영업이익 기준으로는 88%에 달해, 전사 이익이 오디션 IP에 집중된 구조다.

국내 오디션은 신규 이용자 유입이 제한되며 성숙 단계에 접어들었고, 현재 성장은 중국·베트남·태국 등 해외 시장에서 발생하고 있다. 다만 장기간 서비스된 게임인 만큼 해외 시장도 중장기적으로 국내와 유사한 성숙 경로를 밟을 수 있어, 추가 성장 여력은 지속적으로 점검할 필요가 있다.

현재 로열티 조건은 우호적이다. 동사는 최근 재계약을 통해 라이선스피와 러닝 로열티를 모두 인상했다. 다만 해외 지역별 서비스를 단일 퍼블리셔가 담당하고 있어, 특정 지역의 성과 부진이나 퍼블리셔와의 관계 변화가 별도 실적에 직접적인 영향을 미칠 수 있다.

해외 성장의 지속성을 외부에서 선제적으로 판단하기 어렵다는 점도 부담이다. 해외에서는 이용자 기반과 1인당 결제액이 함께 늘고 있으나, 성장의 상당 부분은 결제액 상승에서 발생하고 있다. 과금 부담이 커질수록 구매 전환율이 하락할 수 있어 장기간 지속되기는 어렵다고 판단된다. 동사가 이용자 지표를 공시하지 않는 만큼, 이러한 변화는 분기 로열티 매출에 반영된 이후에야 확인할 수 있다.

신사업의 이익 기여는 아직 검증 단계

솔루션 부문은 오디션 로열티에 비해 수익성이 낮고, 취급 물량이 DJI(Da-Jiang Innovations)의 유통 정책에 좌우되며 매입 자금과 재고 부담도 수반한다는 점에서 반복적으로 발생하는 오디션 로열티와는 이익의 성격이 다르다. 수익성 개선을 위해서는 소프트웨어 매출 확대가 필요하나, 유통 레퍼런스 축적이 선행돼야 하는 만큼 본격적인 이익 기여 시점은 2027~2028년으로 판단된다.

벤처투자 부문도 투자자산의 평가·처분손익에 따라 분기별 손익 변동성이 크고, 포트폴리오가 공개되지 않아 외부에서 성과를 가늠하기 어렵다. 회수 시점의 예측 가능성도 낮아 아직 안정적인 이익원으로 자리 잡았다고 보기는 어렵다.

신작 오디션 라이프와 중국 내 서비스 지역 확대 역시 추진 중이나, 실적 기여 시점은 아직 불확실하다.

따라서 향후에는 오디션의 해외 성장성과 이익 창출력이 유지되는 가운데, 신사업이 반복 가능한 이익원으로 자리 잡아 단일 IP 의존도를 낮출 수 있을지가 관건으로 판단된다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	762	510	593	695	806
증가율(%)	10.9	-33.1	16.4	17.2	16.0
매출원가	351	111	80	122	180
매출원가율(%)	46.1	21.8	13.5	17.6	22.3
매출총이익	410	398	513	573	626
매출이익률(%)	53.9	78.1	86.5	82.4	77.7
판매관리비	282	323	408	403	386
판매비율(%)	37.0	63.3	68.8	58.0	47.9
EBITDA	135	85	122	188	257
EBITDA 이익률(%)	17.7	16.7	20.6	27.1	31.9
증가율(%)	37.7	-37.0	43.2	54.3	36.6
영업이익	128	76	105	170	240
영업이익률(%)	16.8	14.8	17.7	24.5	29.8
증가율(%)	40.4	-41.0	39.2	61.7	41.1
영업외손익	36	-42	31	8	21
금융수익	56	38	43	21	22
금융비용	31	40	12	13	1
기타영업외손익	11	-39	-0	0	0
종속/관계기업관련손익	-16	-7	19	60	22
세전계속사업이익	148	27	156	238	283
증가율(%)	7.2	-82.0	484.8	53.0	18.8
법인세비용	23	36	29	33	51
계속사업이익	125	-9	126	206	232
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	125	-9	126	206	232
당기순이익률(%)	16.4	-1.8	21.3	29.6	28.8
증가율(%)	23.6	적전	흑전	62.9	12.8
자배주주지분 순이익	111	56	115	169	192

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	132	15	109	27	196
당기순이익	125	-9	126	206	232
유형자산 상각비	6	9	11	12	13
무형자산 상각비	1	1	5	6	4
외환손익	4	2	0	4	-4
운전자본의감소(증가)	3	-63	-42	-125	-50
기타	-7	75	9	-76	1
투자활동으로인한현금흐름	-387	432	64	38	-31
투자자산의 감소(증가)	-1	12	2	1	-18
유형자산의 감소	1	1	1	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-3	-4	-3	-3
기타	-384	422	65	39	-10
재무활동으로인한현금흐름	290	-216	-148	-214	-193
차입금의 증가(감소)	4	-28	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-99	-15	-73	0
자본의 증가	290	1	0	33	0
배당금	0	-39	-37	-61	-73
기타	-4	-51	-96	-113	-120
기타현금흐름	-2	-1	3	1	-50
현금의증가(감소)	34	230	28	-148	-78
기초현금	160	194	423	451	303
기말현금	194	423	451	303	226

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	1,138	1,017	1,004	935	942
현금성자산	194	423	451	303	226
단기투자자산	763	444	382	418	472
매출채권	56	49	70	77	90
재고자산	96	75	68	74	100
기타유동자산	30	26	33	61	55
비유동자산	276	217	222	313	327
유형자산	11	14	14	16	16
무형자산	127	112	107	101	97
투자자산	85	49	70	167	185
기타비유동자산	53	42	31	29	29
자산총계	1,414	1,234	1,226	1,248	1,269
유동부채	264	183	161	102	117
단기차입금	18	0	0	0	0
매입채무	1	7	0	0	0
기타유동부채	245	176	161	102	117
비유동부채	36	29	26	41	47
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	36	29	26	41	47
부채총계	300	212	187	143	164
자배주주지분	983	954	958	954	914
자본금	66	67	68	68	68
자본잉여금	598	623	629	439	317
자본조정 등	-202	-260	-288	-308	-308
기타포괄이익누계액	19	4	10	-3	-3
이익잉여금	502	519	540	757	839
자본총계	1,113	1,021	1,039	1,105	1,105

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	8.0	14.6	8.9	6.7	9.0
P/B(배)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.9
P/S(배)	1.2	1.6	1.7	1.6	2.1
EV/EBITDA(배)	3.8	1.4	2.6	2.8	4.7
배당수익률(%)	3.4	4.9	3.9	7.6	7.1
EPS(원)	220	84	175	275	343
BPS(원)	1,498	1,417	1,498	1,626	1,645
SPS(원)	1,510	765	904	1,127	1,440
DPS(원)	60	60	60	140	220
수익성(%)					
ROE	14.2	5.8	12.0	17.7	20.5
ROA	10.3	-0.7	10.3	16.6	18.4
ROIC	44.6	-9.4	48.1	67.4	82.0
안정성(%)					
유동비율	430.8	556.5	625.5	916.2	803.0
부채비율	27.0	20.8	18.0	12.9	14.9
순차입금비율	-68.9	-75.7	-73.0	-64.7	-62.5
이자보상배율	6.7	5.0	12.4	78.6	630.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	11.9	9.7	10.0	9.4	9.7
재고자산회전율	8.7	6.0	8.3	9.8	9.3

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
티쓰리	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2024.05.22	티쓰리 (204610)-'안정'에 '성장'을 더하는 2024년
2026.08.06	티쓰리 (204610)-주주환원 GOAT

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '가치한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.