

데브시스터즈(194480.KQ)

매수(유지)

호재가 앞친 데 덮친 격

분석의 기본 가정

- 1분기 'Dead Cide Club(DCC)' 출시, 2분기 '오븐시메시' 출시
- 중국 외자 판호 발급 재개에 따른 벨류에이션 리레이팅

아쉬웠던 BTS 콜라보

데브시스터즈 4분기 매출액은 전분기 대비 5% 감소한 491억원, 영업적자는 116억 원으로 전분기 대비에 이어 적자 지속 전망. '오븐브레이크'와 '킹덤'의 매출 모두 역신장함 지난 10월 '킹덤'은 대형 IP BTS와 콜라보를 진행했으나 매출 상승으로 이어지지 않았음. 하지만 콜라보 홍보를 위한 대규모 마케팅을 진행해 적자폭을 확대함. 전년 진행했던 디즈니와 BTS 콜라보 모두 효과가 없었으므로 2023년 대규모 콜라보를 축소해 비용 효율화를 진행할 예정임.

호재가 앞친데 덮친 2023년

데브시스터즈는 중국 대형 퍼블리셔와 2021년 퍼블리싱 계약을 체결한 바 있어 중국의 외자 판호 발급 재개에 따른 수혜를 받을 것으로 판단함. 또한 오는 2월 2023년 최고 기대작 '오븐시메시'의 CBT가 예정되어 있어 신작 기대감이 확대될 전망이다. 데브시스터즈는 니치 마켓 수익화 노하우를 이용해 PC/콘솔 시장에서도 유의미한 성과를 거두어 신작 기대감은 실적 기대감으로 이어질 것이라고 판단함.

투자의견 매수, 목표주가 81,000원 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 종전 대비 16% 상향한 81,000원임. 목표주가는 데브시스터즈의 12개월 예상 EPS에 Target PER 20배를 적용함. Target PER은 위메이드가 중국 모바일 시장 진출의 기대감을 받던 2014년 12mf PER의 평균을 40% 할인한 값임. 데브시스터즈는 현재 판호 발급의 마지막 단계인 신문출판총서의 심사를 기다리고 있는 것으로 파악됨. 이미 판호를 발급받은 국내사를 제외하고는 데브시스터즈가 가장 먼저 판호 발급의 수혜를 받을 것으로 판단함.

결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	71	369	215	377	415
영업이익(십억원)	-6	57	-8	76	84
세전손익(십억원)	-9	68	-4	82	85
지배순이익(십억원)	-6	60	-6	64	66
EPS(원)	-526	5,279	-495	5,421	5,573
증감율(%)	적지	흑전	적전	흑전	2.8
ROE(%)	-5.7	45.1	-3.7	35.2	27.3
PER(배)	na	19.9	na	10.6	10.3
PBR(배)	1.1	6.1	3.4	2.7	2.2
EV/EBITDA(배)	na	19.5	44.8	8.1	6.4

게임 담당 김혜령

T.02)2004-9583 / kim.hye-ryeong@shinyoung.com

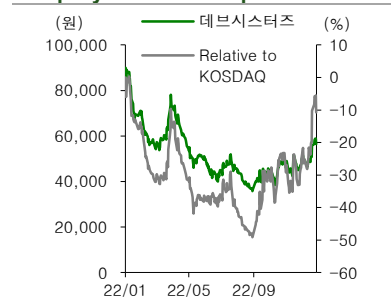
현재주가(1/9) **57,600원**
 목표주가(12M, 상향) **81,000원**

Key Data	(기준일: 2022. 1. 9)
KOSPI(pt)	2350.19
KOSDAQ(pt)	701.21
액면가(원)	500
시가총액(억원)	6,827
발행주식수(천주)	11,852
평균거래량(3M, 주)	177,503
평균거래대금(3M, 백만원)	8,831
52주 최고/최저	92,800 / 35,800
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(23F, %)	0.9
외국인지분율(%)	2.5
주요주주 지분율(%)	
이지훈 외 14 인	24.2
컴투스	14.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	25.9	28.0	-37.9
KOSDAQ대비상대	19.4	25.4	39.9	-11.9

Company vs KOSPI composite



중국 외자판호 발급 재개에 따른 밸류에이션 리레이팅

중국 당국의
외자판호 발급 재개

전년 12월 28일 중국이 외자판호 발급을 재개했다. 2021년 7월 외자판호 발급을 중단했던 중국 당국은 전년 12월 28일 외자판호 발급을 재개했다. 데브시스터즈는 2021년 중국 퍼블리셔와 계약 후 중국 시장 진출을 준비하고 있었다. 현재 판호 발급 절차의 마지막 단계인 신문출판총서의 심사를 기다리고 있는 것으로 파악된다. 판호 발급을 기다리고 있는 '쿠키런: 킹덤'의 경우 사행성과 폭력성, 선정성과 거리가 멀기 때문에 심사에서 탈락될 가능성은 적다. 따라서 이미 판호를 발급받은 국내사를 제외하고는 데브시스터즈가 가장 먼저 판호 발급의 수혜를 받을 것으로 판단한다.

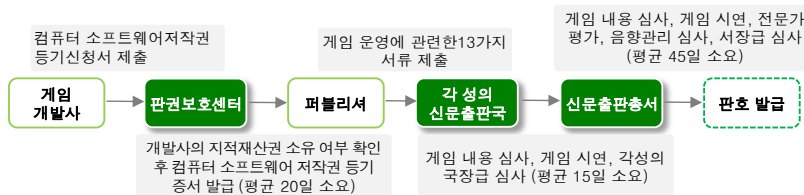
이에 따라 데브시스터즈의 Target PER을 20배로 종전 대비 18% 상향한다. Target PER은 위메이드가 중국 모바일 시장 진출의 기대감을 받던 2014년의 12mf PER의 평균값을 40% 할인했다.

도표 1. 게임 관련 중국 당국 규제 타임라인

내용	비고	비고
2010년 이전	<p>일반</p> <ul style="list-style-type: none"> [초기 규제] <ul style="list-style-type: none"> - 2000년대 부터 중국 게임 시장이 고속 성장하며 중국 정부는 게임 중독 관련에 대한 우려를 표명함 - 2000년, 중국 정부는 콘솔 게임을 금지시킴 - 2002년, PC 게임은 중국 정부의 승인을 받아야 출시가 가능해짐 - 2005년~2007년, 중국 정부는 게임 개발사에 미성년자의 게임 중독 방지를 위한 시스템 개발을 요구함 <p>미성년자 보호</p> <ul style="list-style-type: none"> [미성년자 게임 이용 시간 규제] <ul style="list-style-type: none"> - 미성년자 게임 이용 지양을 유도하는 시스템 도입. 게임을 3시간 이상 이용하면 인게임 보상이 감소하는 등의 시스템을 도입. 	
2010년	<p>판호</p> <ul style="list-style-type: none"> [판호 규제 도입] <ul style="list-style-type: none"> - 수익 창출을 하는 모든 게임은 중국 정부에서 발급하는 판호를 발급 받아야함 	
2011년	<p>일반</p> <ul style="list-style-type: none"> [베타테스트 규제] <ul style="list-style-type: none"> - 게임의 베타 버전이 수익 창출을 한다면 출시 전 판호를 발급 받아야함 [실명 인증] <ul style="list-style-type: none"> - 게임 이용을 위해 실명 인증을 받아야함 	
2014년	<p>일반</p> <ul style="list-style-type: none"> [콘솔 규제 완화] <ul style="list-style-type: none"> - Microsoft 와 Sony는 정부 규정에 맞춘 콘솔 게임 출시를 허락함 	
2016년	<p>판호</p> <ul style="list-style-type: none"> [모바일 게임 판호 규제 도입] <ul style="list-style-type: none"> - 모든 모바일 게임은 출시 전 판호를 발급 받아야함 	
2017년	<p>일반</p> <ul style="list-style-type: none"> [실명인증2] <ul style="list-style-type: none"> - 모든 PC 모바일 게임 이용자는 게임 중독 방지 시스템에 실명 인증을 완료해야함 	
2018년	<p>판호</p> <ul style="list-style-type: none"> [판호 발급 중단] <ul style="list-style-type: none"> - 2018년 3월부터 12월까지 판호 발급 중단 	
2019년	<p>미성년자 보호</p> <ul style="list-style-type: none"> [미성년자 게임 이용 시간 규제2] <ul style="list-style-type: none"> - 미성년자에 대해 평일과 주말 각각 1.5시간과 3시간 이상의 게임 이용을 금지함 	
2021년	<p>판호</p> <ul style="list-style-type: none"> [판호 발급 중단2] <ul style="list-style-type: none"> - 2021년 7월부터 9개월 동안 판호 발급 중단 	

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 2. 판호 발급 절차



출처 : 한국콘텐츠학회, 신영증권 리서센터

도표 3. 데브시스터즈 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22F	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	2021A	2022F	2023F
매출	60.7	53.3	51.6	49.1	54.0	131.1	107.8	84.1	369.3	214.7	377.0
yoy%	-42.4%	-44.4%	-23.0%	-51.5%	-11.0%	146.0%	108.8%	71.5%	584.2%	63.8%	249.6%
qoq%	-40.0%	-12.2%	-3.1%	-5.0%	10.0%	142.8%	-17.7%	-22.0%	339.0%	-41.9%	75.6%
킹덤	46.2	39.2	37.7	35.8	40.3	36.7	33.4	30.0	311.9	158.9	140.3
오븐브레이크	13.2	11.0	13.3	12.6	11.7	11.2	10.8	11.9	55.7	50.1	45.6
신작	-	-	-	-	1.4	82.6	63.1	21.2	-	-	188.6
영업비용	51.3	55.5	55.5	60.7	51.9	98.4	75.0	75.3	312.7	223.0	300.5
인건비	14.9	17.2	17.5	18.7	15.8	18.2	18.6	19.9	70.6	68.3	72.4
지급수수료	21.9	19.8	19.5	18.2	18.4	44.6	36.7	28.6	123.2	79.4	128.2
광고선전비	6.6	6.4	7.2	12.3	5.9	23.6	7.5	14.3	88.1	32.5	51.4
기타비용	8.0	12.1	11.2	11.6	11.8	12.0	12.3	12.5	30.9	42.8	48.6
영업이익	9.4	-2.2	-3.8	-11.6	2.1	32.7	32.8	8.9	56.7	-8.3	76.5
OPM%	15.4%	-4.2%	-7.4%	-23.7%	3.9%	24.9%	30.4%	10.5%	15.3%	-3.9%	20.3%
yoy%	-60.2%	적전	적전	적전	-77.3%	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전
qoq%	62.5%	적전	적지	적지	흑전	1439.3%	0.4%	-73.0%	-	-	-
지배주주순이익	8.3	-2.3	-3.9	-8.0	2.8	26.6	26.7	8.1	60.4	-5.9	64.2
yoy%	-59.6%	적전	적전	적전	-66.7%	흑전	흑전	흑전	흑전	-109.8%	-1189.0%
qoq%	-53.0%	적전	적지	적지	흑전	864.7%	0.4%	-69.8%	-	-	-

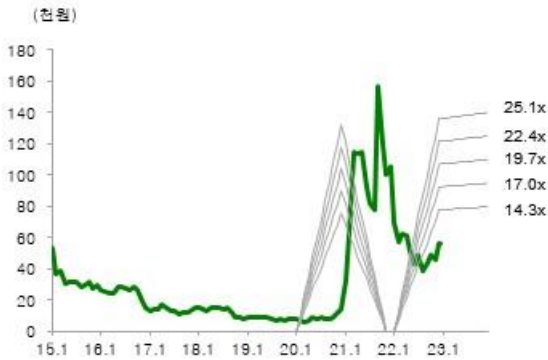
자료 : 데브시스터즈, 신영증권 리서치센터

도표 4. 데브시스터즈 Valuation Table

구분	내용	비고
12mf 지배주주지분 순이익(십억원)	48.1	
Target PER (X)	20.0	위메이드의 2014년 12mf PER 평균값을 40%할인
적정가치 (십억원)	963	
보통주수정평균발행주식수 (주)	11,829,586	
주당적정가치 (원)	81,384	

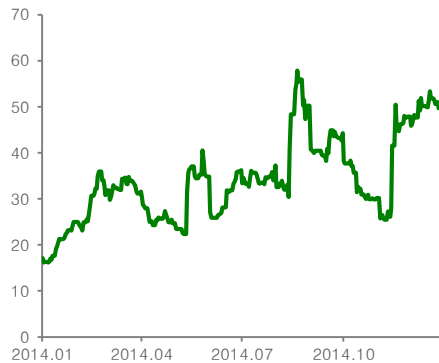
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 데브시스터즈 12mf PER 추이



자료 : wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 6. 2014년 위메이드 12mf PER 추이



자료 : wisefn, 신영증권 리서치센터

데브시스터즈(194480.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	71	369	215	377	415
증가율(%)	86.8	419.7	-41.7	75.3	10.1
매출원가	0	0	0	0	0
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	71	369	215	377	415
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	77	313	223	301	330
판매비율(%)	108.5	84.8	103.7	79.8	79.5
영업이익	-6	57	-8	76	84
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	10.5
영업이익률(%)	-8.5	15.4	-3.7	20.2	20.2
EBITDA	-2	64	12	62	98
EBITDA마진(%)	-2.8	17.3	5.6	16.4	23.6
순금융손익	5	13	4	5	2
이자손익	1	1	4	5	2
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-1	1	1	-1
종속및관계기업 관련손익	-2	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	-9	68	-4	82	85
계속사업손익법인세비용	-3	8	2	18	19
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6	60	-6	64	66
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	3.1
순이익률(%)	-8.5	16.3	-2.8	17.0	15.9
지배주주지분 당기순이익	-6	60	-6	64	66
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	3.1
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	-6	59	-7	63	65

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

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	-4	71	71	45	84
당기순이익	-6	60	-6	64	66
현금유출이없는비용및수익	7	7	19	-1	31
유형자산감가상각비	3	6	18	-15	13
무형자산상각비	1	2	2	1	1
영업활동관련자산부채변동	-5	2	56	-6	3
매출채권의감소(증가)	-2	-19	-47	-17	-17
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	0	0	114	14	23
투자활동으로인한현금흐름	-2	-55	-52	-55	-55
투자자산의 감소(증가)	-16	-30	-1	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-1	-9	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	30	33	3	0	0
재무활동으로인한현금흐름	6	8	3	3	3
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	45	45	45
현금의 증가	0	24	67	38	77
기초현금	7	7	31	98	136
기말현금	7	31	98	136	213

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	78	162	284	342	439
현금및현금성자산	7	31	98	136	213
매출채권 및 기타채권	6	31	77	94	112
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	55	111	91	106	92
유형자산	3	10	-8	7	-6
무형자산	3	7	5	4	3
투자자산	39	69	70	70	71
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	132	274	375	448	531
유동부채	9	46	159	174	197
단기차입금	1	0	0	0	0
매입채무및기타채무	6	29	142	157	180
유동성장기부채	1	5	5	5	5
비유동부채	23	62	62	62	62
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	32	108	221	236	259
지배주주지분	103	165	153	212	272
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	143	147	147	147	147
기타포괄이익누계액	-1	-2	-2	-3	-4
이익잉여금	-8	52	41	100	160
비지배주주지분	-3	1	1	1	1
자본총계	100	166	154	212	272
총차입금	25	65	65	65	65
순차입금	-10	10	-124	-162	-35

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Per Share (원)					
EPS	-526	5,279	-495	5,421	5,573
BPS	12,638	17,312	16,241	21,150	26,211
DPS	0	500	500	500	500
Multiples (배)					
PER	na	19.9	na	10.6	10.3
PBR	1.1	6.1	3.4	2.7	2.2
EV/EBITDA	-71.6	19.5	44.8	8.1	6.4

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	흑전	적전	흑전	2.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-88.9%	-3300.0%	-81.3%	416.7%	58.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-5.9%	45.4%	-3.7%	35.1%	27.3%
ROE(지배순이익 기준)	-5.7%	45.1%	-3.7%	35.2%	27.3%
ROC	-54.8%	201.0%	-1543.9%	-216.2%	-251.3%
WACC	7.5%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
안전성(%)					
부채비율	32.6%	64.9%	143.6%	111.0%	95.2%
순차입금비율	-10.0%	6.0%	-80.5%	-76.4%	-12.9%
이자보상배율	-378.0	177.6	-26.0	239.8	264.9

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율				
기준일(20221231)	매수 : 87.5%	중립 : 12.5%	매도 : 0.0%	

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식선물 주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
데브시스터즈	-	-	-	-	-	-

