

오븐에서 갓 나온 쿠키

동사의 2024E EPS 6,398원에 PER 13.7x를 적용한 87,700원을 목표주가로 제시한다. 오랜 기간 적자의 늪에 빠져 있던 동사, <쿠키런: 모험의 탑>으로 화려하게 귀환할 준비를 마쳤다. 신작의 윤곽은 베타테스트를 통해 세상에 공개되었고, 유저들로부터 뜨거운 반응을 이끌어내고 있다. 본 보고서는 캐주얼 게임이 모바일 게임 산업의 트렌드로 자리잡은 현재, 신작이 유저의 취향을 저격할 수밖에 없음을 규명한다. 나아가 효율적인 과금 구조와 강력한 비용 절감 기조의 결실로 Top-Line과 Bottom-Line의 성장을 동시에 이룩하며 강력한 주가 상승을 이뤄낼 것임을 논증한다.

투자포인트 1. 쿠키가 TOP을 오르는 법

21년 이후 지나긴 겨울 끝에 신작 모멘텀이 찾아왔다. 지난 1월 CBT(Closed Beta Test)를 성황리에 마치며 기대감을 모은 <쿠키런: 모험의 탑>은 6월 26일 출시 이후 동사의 지지부진한 실적 황보를 끝내고 업사이드를 열 것으로 보인다. 본 투자포인트에서는 실적 업사이드 제시 전에 선결되어야 하는 동사의 신작 게임의 성공 여부에 대한 확신을 제공하고자 한다. 단순 Q의 증가뿐 아니라 게임사의 다음 신작 라인업을 기대하게 하는 성장성의 지표가 되기도 하는 유저 수(월간 이용자수, MAU)를 기준으로 게임 흥행 요인을 살펴보면, 결론적으로 단기 흥행과 장기 지속에 성공한 신작이 다변화된 포트폴리오와 맞물려 동사 업사이드의 포문을 열 것임을 증명한다.

투자포인트 2. 쿠키 맛집이 성심당처럼 돈을 버는 법

24년 동사의 <쿠키런: 모험의 탑> 흥행이 예견되는 상황에서 다음으로 확인해야 되는 것은 동사의 수익성이다. 지난 7분기 연속으로 적자를 내왔던 동사는 올해 하반기를 기점으로 큰 폭의 이익 성장을 위해 비효율적인 비용은 차단하고 게임의 과금구조는 <쿠키런: 킹덤>보다 보완하여 신작의 흥행을 온전히 누릴 준비가 되어있다. Q의 증가에 힘입어 P, C 개선도 준비 완료된 동사. 마침내 돈 벌 준비가 되었다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
영업수익	37,597	70,511	369,329	214,424	161,143	59,756	62,469	109,305	126,686	358,216
YoY / QoQ (%)	5.29%	87.54%	423.79%	-41.94%	-24.85%	57.96%	4.54%	74.97%	15.90%	122.30%
영업비용	59,783	76,634	312,675	234,335	209,136	54,221	56,658	81,230	88,143	280,253
영업이익(손실)	(22,186)	(6,123)	56,654	(19,911)	(47,993)	5,535	5,812	28,074	38,543	77,964
OPM (%)	-59.01%	-8.68%	15.34%	-9.29%	-29.78%	9.26%	9.30%	25.68%	30.42%	21.76%
기타손익	(321)	(6,283)	(1,108)	66	(980)	(46)	(14)	(26)	(28)	(113)
금융손익	10,016	4,719	13,234	10,492	(915)	2,902	3,087	2,452	2,226	10,667
지분법손익	(264)	(1,510)	(416)	(456)	343	73	77	82	74	305
법인세비용차감전순이익(손실)	(12,754)	(9,198)	68,365	(9,809)	(49,545)	8,464	8,961	30,582	40,815	88,822
법인세비용(수익)	1,144	(3,295)	7,987	(3,116)	177	1,747	1,851	6,603	8,966	20,056
당기순이익(손실)	(13,898)	(5,903)	60,377	(6,693)	(49,721)	6,717	7,110	23,980	31,849	68,766
NPM (%)	-36.97%	-8.37%	16.35%	-3.12%	-30.86%	11.24%	11.38%	21.94%	25.14%	19.20%

Rating

Buy

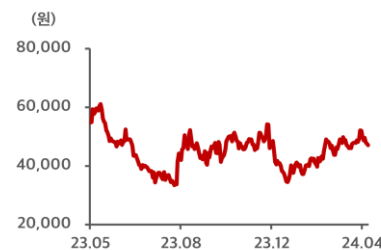
목표주가: 87,700 원

현재주가: 47,100 원

상승여력: 86%

12M 추가추이

시가총액 5,651 억원



Balance sheet data

자산 총계 2,398 억원

부채 총계 1,052 억원

자본 총계 1,346 억원

Earning data

EPS (23) -4,162 원

추정 EPS (24E) 6,398 원

당기순이익 (23) -497 억원

주요 주주

이지훈 외 11인 24.62%

컴투스 13.89%

자사주 10.32%

SMIC 2 팀

팀장 48기 이학범

팀원 48기 서건호

48기 이보연

49기 이대영

49기 전수연

CONTENTS

Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석	06
3. Pre-투자포인트. 강력한 IP의 힘	08
4. 투자포인트 1. 쿠키가 TOP을 오르는 법	10
5. 투자포인트 2. 쿠키 맛집이 성심당처럼 돈을 버는 법	17
6. 매출 추정	22
7. Valuation	25
8. Appendix	31

Intro

지난 2년, 국내 게임주는 **고난의 시간**을 보냈다. 글로벌 게임 산업은 가파른 성장 곡선을 그리며 코로나19 시기에 유례없는 호황기를 누렸지만, 이후 **리오프닝이 진행됨에 따라 역성장** 국면을 면치 못했다. 이에 팬데믹이 촉발한 게임 산업의 황금기에 게임사들이 터뜨린 축포는 부메랑이 되어 돌아왔다. **과도한 인력 충원**은 불황기에 접어들자 영업실적의 악화로 이어졌고, **무리한 사업 확장**은 주력 신작 모멘텀의 부재로 인해 방향성을 잃어버렸다.

그렇다면 지금, 굳이 지난 2년간의 싸늘한 투심을 뒤로하고 **왜 동사에 주목해야 하는가?**

게임주의 투자 매력도를 결정짓던 **산업 자체의 이익 구조에는 변한 곳이 없기** 때문이다. 높은 공헌이익률로 인해 신작의 **실적 성장 국면에는 무한한 수익성의 상방**이 열리게 되고, 적극적인 재투자를 통한 선도적 신작 개발로 성장성을 견인하는 게임주의 투자 매력은 여전히 건재하다. 다만, 21년 이후 투자자의 외면을 면하지 못했던 게임주의 암면은 단 하나의 요인에서 비롯된다. 유저의 사랑을 받는, 즉 **흥행을 이끌어내는 신작의 출시가 부재**했다는 점이다.

23년, 국내 게임주의 부진을 만들어낸 기폭제는 흥행 신작의 부재에 따른 실적 부진이었다. 반대로 생각하면, **높은 확률로 확실하게 흥행 실적**이 보장된 신작의 출시를 앞둔 게임주라면, **다시 주목하지 않을 이유가 없다**. 오늘의 주인공, 데브시스터즈는 모바일 게임 산업의 트렌드를 저격할 신작의 출시를 앞둔 것은 물론, 길고 긴 적자의 늪을 지나 구조적 턴어라운드 국면을 목전에 두고 있다. 동사는 21년 국내 모바일 게임의 황금기를 이끌었던 흥행작 <쿠키런: 킹덤>의 후속 주력작, <쿠키런: 모험의 탑>과 함께 **6월 화려한 복귀**를 앞두고 있다.

<쿠키런: 모험의 탑>은 지난 1월 19일부터 2월 4일 CBT(Closed Beta Test)를 완료했고, 유저들은 2주간 매력적인 신작의 면면을 경험했다. 그리고 유저들의 호평에 반응하듯, 동사의 주가는 정확히 CBT 시작일을 기점으로 **조용히 꿈틀대고** 있다.

그럼에도 불구하고, 아직 시장에는 불확실성과 기대감이 혼재하는 것이 사실이다. 이에 본 보고서는 투자자들이 마주한 불확실성을 해소하기 위해 <쿠키런: 모험의 탑>이 **폭발적인 흥행에 성공할 수밖에 없는 이유**를 ‘유저’와 ‘투자자’의 관점에서 규명하며, 흥행에 성공할 동사가 누리게 될 **달콤한 과실**을 제시하고자 한다.

바닥을 기던 쿠키의 부활, 이제 시작이다.

1. 산업 분석

1.1. 많고 많은 게임, 너의 정체가 궁금하다 - 게임의 분류

플랫폼 유형별 분류
: 모바일 게임이 절반
이상 차지

게임산업은 유저들이 이용하는 ① 플랫폼 유형과 ② 게임의 플레이 방식에 따라 두 가지 형태로 분류 가능하다. ① 게임을 플랫폼 종류에 따라 분류할 경우 온라인, PC, 모바일, 콘솔, 아케이드 게임으로 구분된다. 이 중 '모바일' 게임은 특유의 간편성과 단순함으로 인해 전체 게임시장의 51% 가량을 차지하고 있다. 국내 게임시장으로 시장을 좁히면 그 점유율은 58.5%로 높아진다. 수년 간 모바일 기기의 대중화로 인해 타 플랫폼 대비 휴대성, 접근성, 간편성 측면에서 비교 우위에 있기 때문이다.

모바일 게임
역성장이 멈췄다

주목할 점은 1) 모바일 게임의 역성장이 드디어 멈췄다는 사실과 2) 2년여 간의 불황 끝에 시장이 재편됐다는 사실이다. 1) 코로나 확산에 따른 실내 체류시간 증대로 20-21년 게임 시장의 규모는 커졌지만 22년부터 리오프닝 효과와 신규 콘텐츠 감소로 인해 역성장이 시작됐다. 하지만 1Q24에 이르러 기저효과가 드디어 해소되며 글로벌 모바일 게임시장은 YoY 1.7% 성장세를 보였다. 뚜렷한 성장세는 아닐지라도 시장 하락이 멈췄다는 사실은 긍정적인 시그널이며 이제는 둔화 속에서 기회를 발굴할 차례이다.

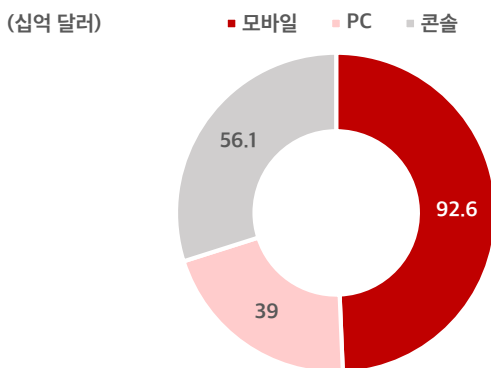
게임산업 불황을
거치며

2) 게다가 게임산업 불황을 거치며 탈락자들은 속출하고 업계 지형은 새롭게 재편됐다. 프랑스의 유비소프트는 23년 약 7,000억 원에 달하는 적자를 기록하여 한국지사를 철수하는 등 구조조정을 시행했으며, 유럽의 콘솔명가인 엠브레이서 그룹 역시 1,400명 구조조정을 감행했다. 블리자드, 소니와 같은 공룡기업들도 이 대열에 동참하고 있는 상황이다. 불황의 늪을 거처온 결과 현재 모바일 앱스토어 게임 시장은 새롭게 재편됐고, 동사 역시 적자 이후 구조조정을 거치며 이제는 재편된 게임 시장의 단물을 온전히 누릴 때이다.

플레이 방식에 따른
게임 분류

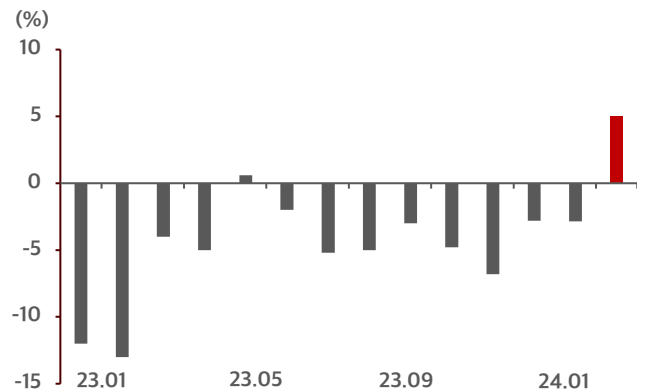
② 플레이 방식에 따라 게임을 분류한다면 RPG, 액션, 어드벤처, 슈팅, 시뮬레이션 퍼즐 등으로 분류 가능하다. 초창기 모바일 게임은 기술적 한계로 인해 조작이 간단한 퍼즐, 아케이드와 같은 장르가 주를 이뤘지만 최근에는 첨단 기술의 발전으로 RPG, 3D 액션 등 영역으로 확장되고 있다. 동사의 최대 히트작인 <쿠키런: 킹덤>은 수집형 RPG 장르이며, 이후 출시된 <쿠키런: 마녀의 성>은 퍼즐 어드벤처, 올해 6월에 출시예정인 기대작 <쿠키런: 모험의 탑>은 3D 캐주얼 액션 RPG 장르에 속한다.

그림 1-1. 2023 게임시장 플랫폼별 규모



출처: newzoo, SMIC 2팀

그림 1-2. 국내 모바일게임시장 YoY 증감률 추이



출처: Mobile index, SMIC 2팀

1.2. 캐주얼 게임의 재정의

한 스테이지를 빠르게 플레이 할 수 있다면 캐주얼 게임

게임 트렌드의 재편으로 인해 캐주얼과 하드코어 게임의 분류 역시 중요해졌다. 기존 캐주얼 게임은 쉬운 규칙과 간단한 조작으로 즐길 수 있는 게임을 의미했지만, 최근 '캐주얼 게임'의 명명은 겉으로 보기에 조작이나 그래픽이 간단한 게임에만 사용되지 않는다. 장르와 무관하게 유저가 잠깐 시간을 내 한 스테이지를 빠르게 플레이하고 다시 본업으로 돌아갈 수 있는 간편성을 탑재했다면 캐주얼 게임으로 충분히 분류되는 것이다. 반면 하드코어는 MMORPG 처럼 플레이어가 지속적으로 시간을 투자해 숙련도를 높여야만 수월한 진행이 가능한 게임이다. 캐주얼 게임으로의 트렌드 변화에 대해서는 투자포인트 1에서 후술하도록 한다.

1.3. 게임 산업의 Value Chain

게임산업 Value Chain

게임 산업의 생태계를 Value Chain으로 구조화하면 크게 후방산업(개발사) - 퍼블리싱 (배급사, 이하 '퍼블리셔') - 전방산업(플랫폼)으로 구분할 수 있다. 게임 유통 시에는 1) 개발사에서 직접 배급하여 메인 퍼블리셔 역할을 맡는 방법, 2) 퍼블리셔를 통해 배급하는 방법이 존재한다. 동사는 직접 배급을 진행하고 있었지만, 최근 중국과 인도에 진출할 때는 각각 '텐센트'와 '크래프톤'과 퍼블리싱 계약을 맺음으로써 시장 공략에 나섰다.

1.4. 돈은 벌어야지 - 과금 구조

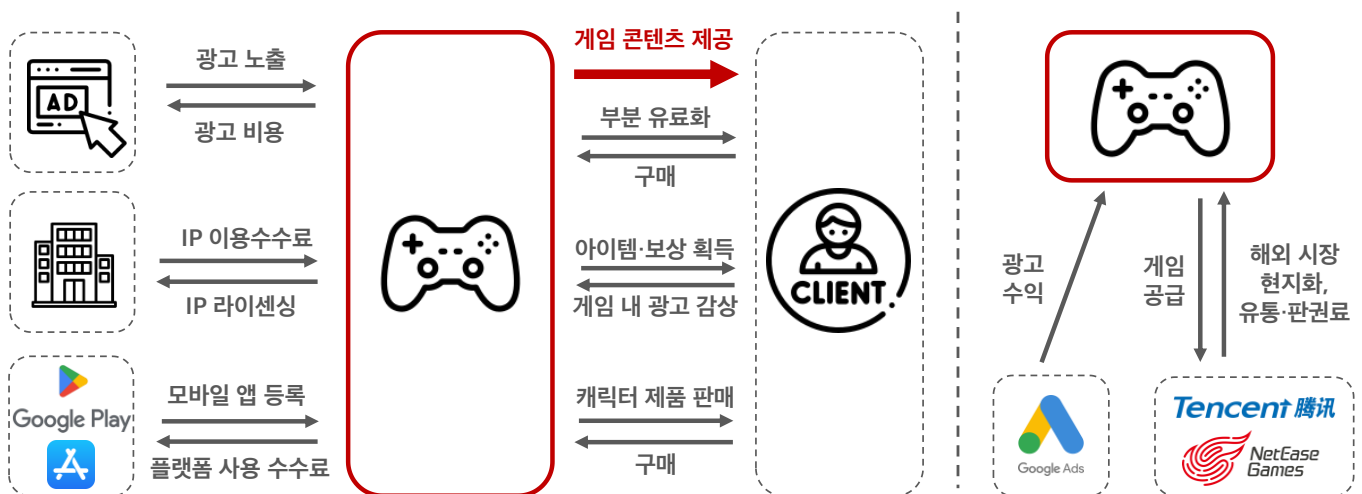
콘텐츠와 과금의 절묘한 밸런스가 중요

게임 매출은 유저들이 게임을 플레이하는 과정에서 과금이 이루어지며 발생한다. 최근 들어서는 인게임 콘텐츠 설계와 이에 직접적인 영향을 미치는 과금 밸런스를 치밀하게 짜맞추는 것이 중요해졌다. 콘텐츠 설계와 유저의 성장 등 콘텐츠와 과금의 절묘한 밸런스를 찾아낸 게임이어야 흥행 가능성이 높아지고, 이에 실패할수록 유저 이탈율은 높아지기 때문이다.

노골적인 과금 유도
→ 라이트 유저들 이탈 유도

국내 게임사들은 P2W (Pay-to-Win) 과금 모델로 승리를 위한 경쟁심리를 자극하고 아이템 뽑기를 유도해왔지만, 노골적인 과금 유도로 비판을 받으며 라이트 유저들의 이탈이 이어졌다. 따라서 시장 내 경쟁력을 위해 과금방식에 대한 면밀한 고민이 요구되는 시점이다. 동사는 과금 방식에서 효율적인 설계를 마쳤고, 이는 투자포인트 2에서 상세히 살펴보도록 한다.

그림 1-3. 게임사의 Business Model



출처: 언론정보종합, SMIC 2팀

2. 기업 분석

2.1. 기업 개요

쿠키런은
들어봤겠지?

동사는 '쿠키런'이라는 독자적 IP를 기반으로 한 캐주얼 전문 게임 개발 기업이다. 10년 모바일 게임 <오븐브레이크>를 시작으로, <쿠키런 for kakao>, <쿠키런: 킹덤> 등을 출시했다. 그 중 21년 출시한 <쿠키런: 킹덤>은 메가 히트를 치며, 구글과 애플 앱스토어 매출 순위 1~2위를 차지하고 스타 게임사로 도약했다. 쿠키런은 지금까지도 오랜 기간에 걸쳐 서비스되며 게임 IP계의 왕좌를 차지하고 있으며, 동사는 캐주얼 감성을 담은 모바일 RPG 및 액션 등의 게임에서 독보적인 존재감을 보여주고 있다.

2.2. 사업 부문 및 매출 비중

전체 매출 98%가
게임매출

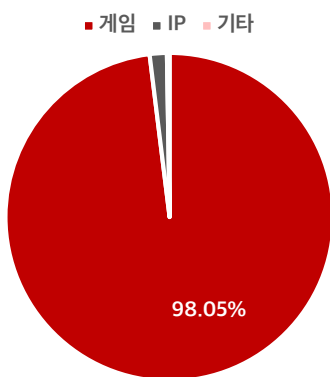
사업부문은 게임사업, IP사업, 기타 사업으로 구성되어 있다. 23년 전체 매출 1,611억 원 중 게임 매출이 1,580억 원으로 전체 매출의 98%를 차지하며, 게임 이용 중 사용자의 과금을 통해 수익을 창출하는 구조를 가진다. 게임 부문은 개발 게임을 자체적으로 퍼블리싱하여, 글로벌 시장에 직접 공급하는 '개발 후 직접 퍼블리싱' 방식으로 사업을 운영한다. 다만, 최근 '쿠키런'으로 진출한 중국과 인도 시장에서는 각각 텐센트와 크래프톤을 퍼블리셔로 두고 진출하였으며, 이는 로열티 매출로 집계된다. 24년부터 유의미한 수치를 기록할 것으로 보인다. IP 부문은 세계적으로 알려진 동사의 자체 IP '쿠키런'을 활용하여 상품을 판매하고, 라이선스 활용에 따라 로열티를 받는 부문이다. 전체 매출의 1.7% 가량을 차지한다.

2.3. 재무 분석

이번 분기
적자 → 흑자
턴어라운드

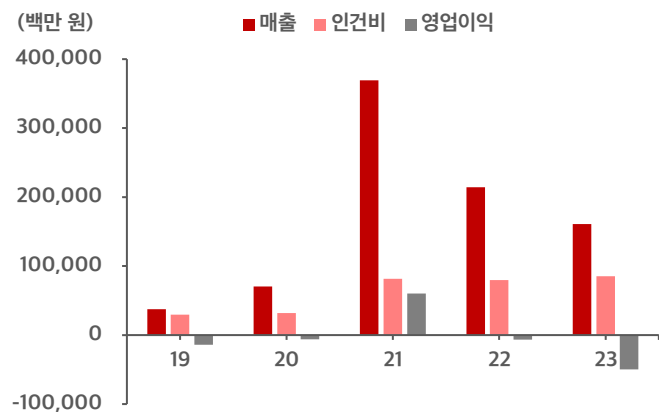
<쿠키런: 킹덤>으로 21년 연간 매출 3,693억 원으로 전년 대비 4배 이상의 매출을 기록한 동사는 성장성에 힘입어 대규모 인력 충원을 감행했다. 하지만 이후 출시한 게임이 좋은 성과를 거두지 못했고, 300% 가까이 증가한 급여로 인해 2Q22부터 4Q23까지 7분기 연속 적자를 기록했다. 하지만 23년 하반기부터 조직 개편으로 인건비 삭감을 진행하며 고정비 감소 효과를 만들어내며, 이로 인해 기존 게임의 매출만으로도 이번 분기 흑자 턴어라운드를 기대하고 있다. 자세한 사항은 투자포인트 2에서 다루도록 한다.

그림 2-1. 2023 사업부문 매출 비중



출처: DART, SMIC 2팀

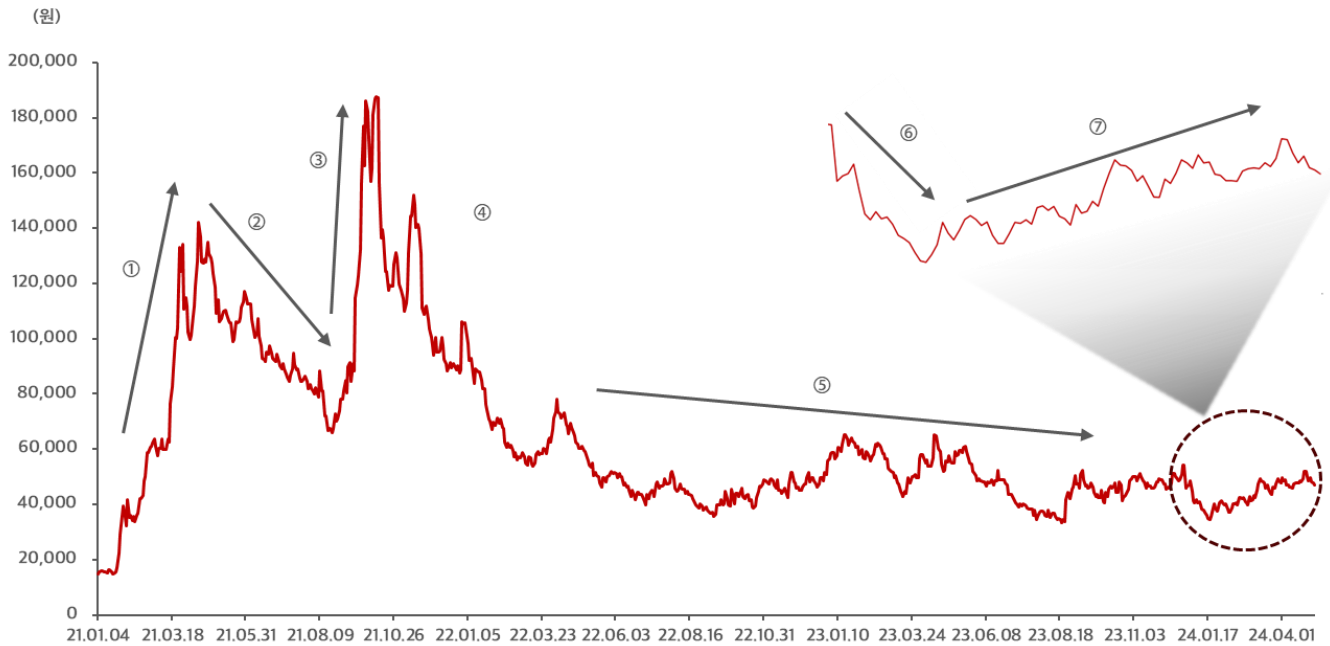
그림 2-2. 동사 매출, 인건비, 영업이익 추이



출처: DART, SMIC 2팀

2.4. 주가 분석

그림 2-3. 데브시스터즈 주가 추이



출처: DART, SMIC 2팀

Phase1. <쿠키런: 킹덤>이 쏟아올린 폭주

① 21년 1월~ : 1월 <쿠키런: 킹덤> 서비스 개시 후 약 3개월 간 게임 매출 상위권 유지하며 주가 급등이 일어났다. 당시 1분기 매출액은 YoY 475%로 분기 사상 최고 성과를 달성했다.

② 21년 4월~ : 2분기 일평균 매출액이 전분기 대비 27% 감소하며 주가 하락이 이어졌다.

③ 21년 9월~ : <쿠키런: 킹덤> 콘텐츠 업데이트 후 미국 인기순위 3위로 급등, 매출순위 역시 8/25 389위에서 9/23 29위로 급증했다. 이에 따른 실적 기대감으로 주가는 급등했다.

④ 21년 10월~ : 3분기 영업수익 QoQ -29.9%, 영업이익 QoQ -61.5% 기록하며 컨센서스를 하회했다. <쿠키런: 킹덤> 일본·미국 매출이 9월 중순부터 급등했으나 7-8월 하향 안정화에 따른 매출 하락으로 전분기 대비 전체 영업수익은 감소했다.

Phase2. 적자의 늪

⑤ 22년~ : <쿠키런: 킹덤> 발매 이후 대형 흥행작이 부진했다. <쿠키런: 킹덤>은 일매출 하향 안정화가 지속되며 적자 실적 공개로 주가는 하향구간을 맞이했다.

Phase3. 반등의 시도

⑥ 23년 12월~ : <쿠키런: 킹덤> 중국 진출 성과가 시장의 기대를 하회하며 주가가 급락했다.

⑦ 23년 1월 19일~ : 신작 <쿠키런: 모험의 탑> 비공개 베타 테스트(CBT) 개시와 함께 우호적인 반응이 뒤따르며 주가가 상승했다. CBT 이후 동사 주가 상승 추세는 <쿠키런: 모험의 탑> 성과에 대한 기대감이 반영된 것이다.

3. Pre-투자포인트. 강력한 IP의 힘

본 보고서의 투자포인트는 크게 세 가지 흐름으로 전개된다.

Pre-투자포인트. 게임 산업에서 IP의 중요성은 그 어느 때보다 대두되고 있다. 먼저 동사가 가지고 있는 **쿠키런 IP가 신작 흥행에 얼마나 강력한 무기가 될 수 있는지** 살펴본다.

Point 1. 신작이 성공하기 위해 근본적으로 필요한 것은 **유저들의 마음을 끌 수 있는 작품성**을 갖추는 것이다. 이를 위해 **유저의 관점에서 면밀하게 신작의 흥행 가능성을 분석한다.**

Point 2. 유저들이 모인다 하더라도 **효과적인 과금**이 이루어지지 않는다면 이익 창출은 불가능하다. 따라서 **Top-Line과 Bottom-Line 관점에서 신작 모멘텀에 따른 수익성**을 분석한다.

3.1. 쿠키면 일단 먹어볼게요 - IP의 중요성

쿠키가 달려야
플레이를 하고 싶어

좋아하는 가수의 사진이 붙었다 하면 일단 달려가 사는 것이 엔터 산업 IP의 힘이라면, 게임 산업에서는 **내가 좋아하는 캐릭터가 게임의 주체인지 여부가 플레이 욕구를 좌지우지한다.** 같은 달리기 게임이래도 그것이 내가 좋아하던 귀여운 쿠키인지, 혹은 친숙하지 않은 캐릭터인지에 따라 게임의 매력도는 달라질 수밖에 없기 때문이다. Pre-투자포인트에서는 **게임산업에서의 IP의 중요성에 대해 논증하며, 동사의 쿠키런 IP가 얼마나 강력한지** 규명한다.

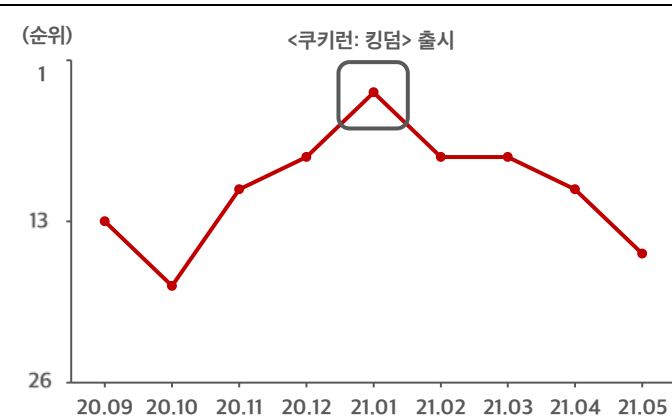
탄탄한 스토리와
세계관 가진 IP는
게임사의 무기

상용 엔진의 발전으로 개발자 간 게임 개발 환경이 유사해지며 **기술적 요소로 게임의 차별성을 만드는 것이 어려워졌다.** 하지만 이러한 상황 속에서도 유저들의 발길을 붙잡기 위한 강력한 무기는 필요한 터, **탄탄한 스토리와 세계관을 지닌 IP의 중요성은 더욱 대두되고 있다.** IP가 매력적이어야 유저들의 **충성심을 자극하며 게임 몰입도를 극대화할 수 있기** 때문이다.

IP로 인한 추억은
구작도 끌어올려

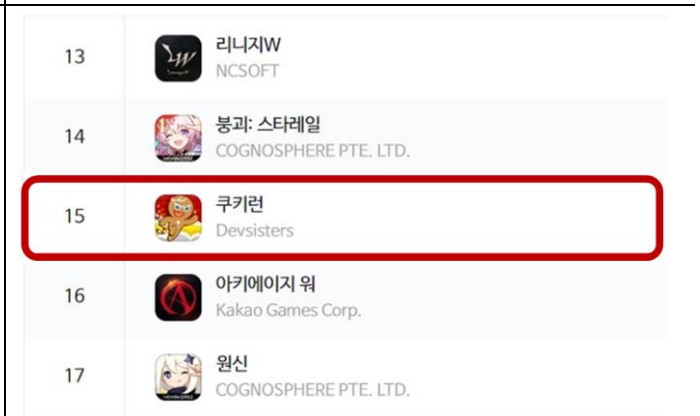
무엇보다 **훌륭한 IP를 바탕으로 팬덤을 쌓아두면, 신작 모멘텀 이상으로 수익을 확보할 수 있다.** 신작 출시 시 **구작도 상기되며 구작의 MAU와 매출도 상승하는 모양새**를 보이기 때문이다. 실제로 동사가 지난 21년 <쿠키런: 킹덤>을 출시한 당시, **구작이던 <쿠키런: 오븐브레이크>의 MAU 순위는 15위에서 9위로 반등하는 모습**을 보였다. 심지어는 구작의 **업데이트만으로도 유저들의 충성심이 자극된다.** 출시 11주년을 맞아 업데이트를 진행한 쿠키런은 유저들의 추억을 불러일으키며 **앱 마켓 매출 순위 100계단 이상 반등해 10위권대로 역주행했다.** 게다가 복귀 유저보다 1.5배 이상 많은 신규 유저까지 유입됐다.

그림 3-1. 신작 출시로 <쿠키런: 오븐브레이크> 순위 반등



출처: Mobile index, SMIC 2팀

그림 3-2. 업데이트 후 쿠키런 매출 순위 100계단 반등



출처: Mobile index, SMIC 2팀

3.2. 내가 만든 쿠키~ - 쿠키런 IP의 강력함

쿠키런 IP
누적매출 1조원
이용자 수 2억명

캐주얼 액션 게임 분야에서 동사와 비견될 만한 IP를 소유한 게임사는 사실상 없다. 생명력이 짧은 캐주얼 게임 IP가 등장 초기부터 지금까지 강력한 영향력을 발휘한 것은 매우 이례적인 일이다. 동사는 <쿠키런 for kakao>, <쿠키런: 킹덤>의 연이은 흥행을 바탕으로 글로벌 누적매출 1조 원의 IP 가치를 달성했으며 '2023 대한민국 콘텐츠 대상'에서 만화, 방송영상 등 타분야를 제치고 대통령상을 수상하며 IP의 가치를 인정받았다. 가지각색의 쿠키 캐릭터와 방대한 세계관을 바탕으로 형성한 누적 이용자 수 2억 명의 글로벌한 팬덤은 덤이다.

(1) '쿠키런'이라는 세계관

장르 변주 가능
→자기잠식 NO

동사는 '쿠키런' IP를 바탕으로 게임의 장르를 변주해 출시한다. 모든 신작을 다른 장르로 개발할 수 있는 것은 동사의 정체성이 하나의 장르가 아니라 '쿠키런'이라는 세계관이기 때문이다. 장르의 변주가 가능하기에 게임 간 유저 잠식 역시 우려할 필요가 없다. 실제로 <쿠키런: 오븐브레이크>와 <쿠키런: 킹덤>의 경우에도 두 작품의 트래픽이 동시에 증가하는 모습을 보였다. 또한, 해외 진출에 어려움을 겪는 국내 모바일 MMORPG 개발사들과 달리, 동사가 가진 캐주얼 DNA는 오히려 더 많은 해외 유저들에게 어필되는 포인트이다.

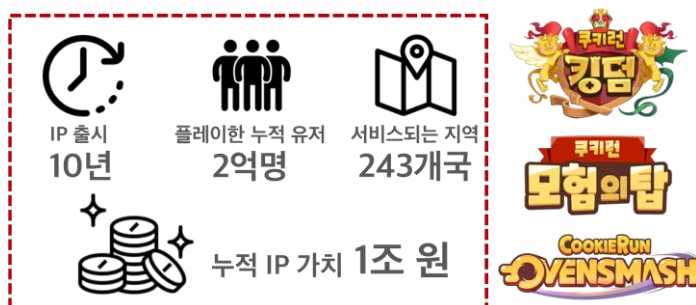
(2) 몰려오는 신작 모멘텀

<쿠키런: 모험의 탑>
출격 대기 완료

24년은 쿠키런 IP 신작 모멘텀이 몰려오는 한 해이다. 올해 6월 출시 예정인 <쿠키런: 모험의 탑>은 쿠키런 시리즈 최초로 3D 모델링을 한 게임으로, G-STAR와 CBT에서 유저들의 호응을 이끌어내며 성황리에 테스트를 마무리했다. 이후 하반기에는 <쿠키런: 오븐스매시>가 출시된다. 2년간 출시를 연기하며 게임 퀄리티를 높이는 작업을 해 온 만큼 높은 퀄리티로 유저들의 호응을 얻을 것이라 기대된다. 물밀듯이 밀려오는 신작 모멘텀, 이제부터 시작이다.

강력한 IP를 바탕으로 신작을 출시하면 초기 유저를 모객하는 것은 수월해진다. 하지만 그에 걸맞는 퀄리티와 작품성을 보여주지 않는다면 게임의 인기가 사그라드는 것은 자명한 바. 지금부터는 작품성과 관련해 <쿠키런: 모험의 탑>이 얼마나 '유저들'에게 매력적인 게임인지, 그리고 이것이 창출할 수익이 '투자자들' 입장에서 얼마나 매력적일지에 대해 논증하도록 하겠다. <쿠키런: 모험의 탑>, 이젠 되는 게임이다.

그림 3-3. 쿠키런 IP 가치 도식



출처: 동사, SMIC 2팀

그림 3-4. 동사 2024 신작 유형

신작	장르	플랫폼	출시시기
쿠키런: 오븐스매시	3D 캐주얼 액션	모바일	2H24
쿠키런: 모험의 탑	3D 캐주얼 액션 RPG	모바일/PC	1H24
쿠키런: 마녀의 성	퍼즐 어드벤처	모바일	1H24
쿠키런: 킹덤 (중국)	수집형 RPG	모바일	4Q23
쿠키런: 더 다키스트 나이트	VR게임	VR	23.12

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

4. 투자포인트 1. 쿠키가 TOP을 오르는 법

신작의 흥행여부
→트렌드 및 유저
관점에서의 매력분석

바이오 산업에서 제약 파이프라인 하나하나의 성공 여부가 주가에 큰 영향을 미치는 것처럼, 게임주 역시 출시하는 **게임의 흥행 여부가 기업의 주가에 큰 영향**을 미친다. 하지만 흥행 여부를 점치는 것에는 불확실성이 존재하는 법. 따라서 투자포인트 1에서는 (1) 게임 트렌드 및 **게임소비 특성의 변화를 분석**해 흥행의 우위를 점한 기업을 찾아내며 (2) 신작 <쿠키런: 모험의 탑>이 얼마나 흥행할 수 있을 것인지 **게임 설계의 매력도**를 유저 관점에서 분석한다.

4.1. 트렌드를 찾아라 - 변화하는 유저들의 성향, 그리고 캐주얼 게임으로의 전환

콘텐츠 소비
러닝타임 감소

작금은 소위 말해 ‘숏폼’의 시대라 해도 과언이 아니다. 과거 50부작 이상 진행되던 드라마는 OTT에서 한 시즌 6-7회로 종결되며, 4세대 아이돌의 음원도 러닝타임 3분을 초과하는 것을 발견하기 어렵다. 사람들이 **소비하는 콘텐츠의 러닝 타임이 짧아져** 감에 따라, 빠른 호흡의 게임이 선호되고 있다. 실제로 게임 차트를 살펴보면 간단한 조작만을 요구하는 <버섯커 키우기> 같은 방치형 게임이 인기차트 상위권을 차지하고 있다. 하지만 상기의 캐주얼 게임은 게임 간 차별점이 적어 상호 복제와 자가복제가 심해 **유저들을 락인(Lock-in)하기 어렵다.**

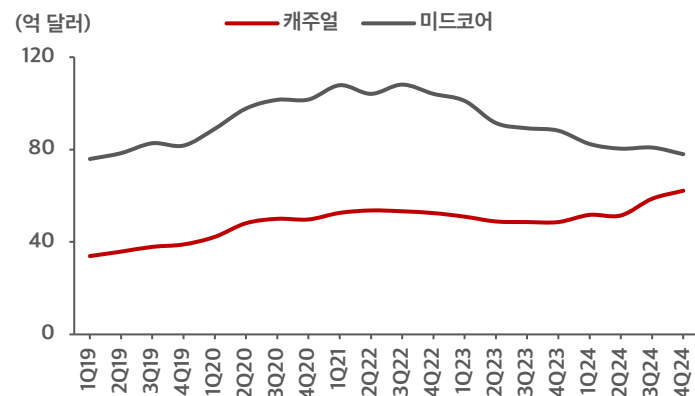
매력적인 게임에
대한 갈망은 여전

게다가 주목해야 할 점은 스테이지당 플레이 시간이 짧은 게임이 선호되며 1회 기준 이용시간은 적어졌지만, **모바일 게임의 전체 체류시간은 짧지 않다**는 사실이다. 23년 기준 유저의 하루 총합 체류 시간은 **주중 87.6분, 주말 118.7분으로 풍부한 콘텐츠를 제공해야만 유저 플레이 경험을 만족시킬 수 있는 구조다.** 즉, 캐주얼 게임으로의 트렌드 변화와 동시에 유저들은 여전히 **‘매력적인 게임’에 대한 갈망**이 크다. 이 수요를 정확하게 파악하고 대응하는 기업만이 실적 상승과 멀티플 리레이팅을 동시에 이뤄낼 수 있을 것이다.

동사 게임은
1. 콘텐츠 러닝타임 ↓
2. 유저 몰입도 ↑

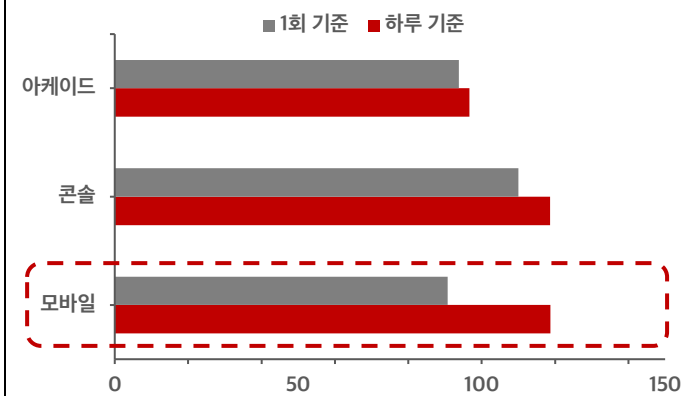
이러한 측면에서 동사는 그 어느 때보다도 주목을 받을 시기에 서 있다. **단언컨대 한국 최고의 캐주얼 게임 개발사**인 동사는 캐주얼한 애니메이션과 적당한 조작감을 바탕으로 매력적인 플레이 경험을 만든다. **쿠키런 IP의 강력한 충성도**는 말할 것도 없다. **콘텐츠 러닝타임을 줄이면서도 유저들의 몰입도를 높일 수 있는 IP 세계관**을 가진 동사는 이 게임의 승기를 차지할 준비가 되었다.

그림 4-1. 캐주얼 게임 성장세



출처: 센서타워, SMIC 2팀

그림 4-2. 짧아진 콘텐츠 소비, 하지만 길어진 체류 시간



출처: 한국콘텐츠진흥원, SMIC 2팀

4.2 신작이 찾아왔다

프로젝트 B
드디어 공개

상술한 업황 앞에, 현시점 동사의 명운을 가를 신작 <쿠키런: 모험의 탑>이 찾아왔다. 사내 오븐게임즈 스튜디오가 프로젝트 B라는 이름으로 21년 개발에 돌입한 해당 게임은 23년 출시 예정이었지만 출시가 지연되고 개선 작업이 이루어지면서 **24년 6월 26일로 출시일이 확정**되었다. 23년 11월 국내 최대 게임 축제인 **지스타2023에서 처음 공개**되었고 24년 1월 2주간 CBT(Closed Beta Test)가 진행되어 **일반 유저의 플레이 기회**가 주어졌다.

게임 공개와
역대급 CBT 반응

지스타와 CBT를 통해 게임의 **윤곽은 모두 공개**되었으며, 출시 후 패치 요소를 제외한 초기 공개 게임은 **극히 일부를 제외하고 플레이 방식을 모두 확인할 수 있는 상황**이다. 4월 26일 개발자 라이브를 통해 CBT 피드백 개선 사항까지 공개, 패치 예정 내용까지 짐작 가능하게 되었다. 1월 CBT 당시, **CBT를 통해 게임을 플레이해본 유저들의 극찬**이 쏟아졌다. 만족도는 5.2점/6점을 달성했으며 유저 반응을 종합할 때 **감점 요인도 모두 게임 내 원활한 플레이를 방해하는 과금 구조에서 비롯된 것으로 확인되며, 개선사항으로 반영 완료된 상태**다.

게임 구성
스토리, 레이드
유리 미궁, 성장 던전

게임 내에서 유저는 소유한 쿠키를 조작해 스토리 모드, 레이드 모드, 성장 던전과 유리 미궁의 재화 수급 콘텐츠를 즐길 수 있으며, 길드 콘텐츠 등 추가 콘텐츠가 출시 이후 업데이트를 통해 추가될 계획이다. **스토리 모드**는 유저가 선택한 쿠키를 직접 조작하여 맵을 탐방하고 도착 지점에 도달하는 방식이다. **보스 레이드**는 타인과 팀을 꾸려 보스를 처치하는 배틀 RPG 성격의 모드로 1인 플레이도 가능하다. 쿠키 육성을 위한 재화를 수급하는 **속제 콘텐츠인 유리 미궁, 성장 던전**은 쿠키 육성에 필요한 재화를 얻을 수 있는 콘텐츠이다.

직접 파헤친다
출발

유저들은 쿠키런 IP 후속 게임 출시에 대한 기대를 넘어, CBT를 통한 직접 플레이 경험으로 소위 **'갯김'임을 확인**했다. 동사 신작 라인업이 21년 이후 지지부진한 실적을 보여왔기에 화제성이 쏠리지 않았던 모험의 탑 출시는 CBT 후 유저 반응이 공개되고 나서야 유저와 투자의 기대가 쏠렸다. **기대해도 좋다, 기다려도 좋다, 쿠키등급 완성도, 던파모바일 이후 오랜만의 감동**. CBT를 경험한 유저 반응들이다. 도대체 어떻게 이런 **역대급 반응**을 이끌어낼 수 있었던 걸까? 동사의 신작을 뜯어보며 그 이유를 확인하고, 신작 흥행에 대한 확신을 가져보자.

4.3 쿠키는 유저를 모아

단기 흥행 요인

게임이 **단기적 흥행, 중장기적 흥행** 모두를 달성하기 위해서는 **초기 유저의 진입과 유저의 지속을 위한 요소**를 모두 보유하여야 하여야 한다. 먼저, 흥행 지속성의 측면과 장기적 관점을 배제하고 단기적 흥행 요소에 집중하여, 게임의 첫인상을 결정함으로써 유저의 진입을 유도하는 본 게임의 매력을 살펴보고자 한다. 상세한 논의 전에 모험의 탑과 유사한 게임 구조를 가진 **기존 흥행작 <가디언 테일즈>**의 존재를 살펴보고자 하자.

그림 4-3. 게임 공개 추이

일자	자원 매체	공개 매체 및 내용	프로젝트명
22.4.25	유튜브	데브나우 2022	프로젝트 B
23.10.26	유튜브	공식 트레일러	
23.11.4	유튜브	용감한 쿠키 캐릭터 PV	
23.11.16	오프라인	지스타 2023	쿠키런: 모험의 탑
23.1.19~ 23.2.24	pc, 모바일	CBT	
24.4.26	pc, 모바일	사전예약	
24.6.26	모바일	출시	

출처: 언론종합, SMIC 2팀

그림 4-4. 모험의 탑 게임 구성

모드	유형	플레이 방식	비고
스토리 모드		싱글, 멀티플레이	
보스 레이드	pve	멀티플레이	
유리 미궁		싱글플레이	초기 구성
성장 던전		싱글플레이	
챔피언스 레이드	비공개	비공개	
-	길드 콘텐츠	싱글플레이	업데이트
-	간접 pvp	멀티플레이(추정)	예정
-	이벤트 콘텐츠	비공개	

출처: 동사, SMIC 2팀

유사 흥행작
가디언 테일즈

<가디언 테일즈>는 한국 개발진 구성의 콩스튜디오가 제작하고 카카오게임즈가 퍼블리싱한 모바일 수집형 RPG 게임으로, 스토리 모드, pvp(player vs. player), 재화 획득 목적의 속제 컨텐츠로 구성된다. 20년 7월 출시 후 한국, 미국, 일본 등을 주요 국가로 7개월 만에 약 1,120억 원의 누적 매출, 누적 1,000만 다운로드를 기록하며 대성공을 거둔 게임이다. 모험의 탐과 진행 구조, 강점뿐 아니라 한국, 미국, 일본을 주요 대상국으로 한다는 점도 유사하다.

유사 흥행작
오히려 좋아

유사 흥행작의 존재는 유저가 해당 게임의 강점 요소에 반응한다는 사실이 입증되었음을 의미한다. 누적 게임 수량이 거대해진 현 업계는 유저 반응이 입증된 기존 게임의 흥행 요소를 차용, 옛지를 더함으로써 흥행 보장 게임을 출시하는 시도가 잦아졌다. 소형 게임사 HoYoverse의 모바일 게임 <원신>은 <젤다의 전설: 야생의 숨결>과 진행 요소 면에서 유사하면서도 고유한 스토리와 캐릭터 디자인을 옛지로 가져 성공적 흥행 실적을 달성했다. 글로벌 게임사 텐센트 또한 23년 최고 흥행작 팰월드의 강점 요소를 차용한 '팰월드류' 게임을 개발 중이다.

초기 흥행에
성공하는
3 요소

모험의 탐은 <가디언 테일즈>와 유사한 게임 구조를 가지고, <쿠키런: 킹덤>에서 유저의 사랑을 받았던 요소를 포함하면서도 본작만의 무기로 유저 심리를 자극한다. 본작이 유저 초기 흡입에 성공할 수밖에 없는 대표적 요인을 ① 사용 경험 다양화, ② 확률형 아이템과 결합하는 소유욕, ③ 재화 투입을 통한 육성 욕구의 3요소를 중심으로 살펴보자.

(1) 모험을 하는 것만 같아

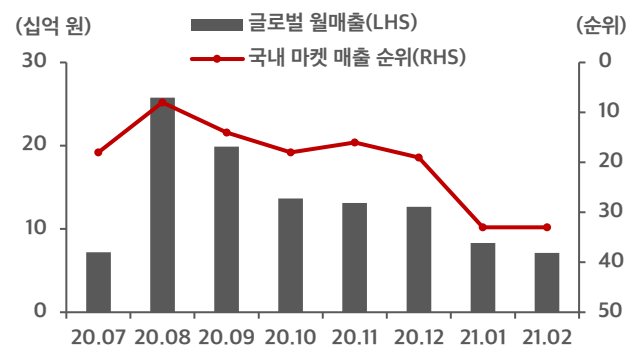
① 스토리 모드가
신작의 핵심

① 스토리 모드가 제공하는 다양한 플레이 방식이 사용 경험을 풍부하게 만든다. 세계적 인기 게임 <리그 오브 레전드>와 <오버 워치>가 사용자 간 매치를 통해 매 게임 다른 상황을 구현하며 사용 경험을 풍부화한다는 점을 상기하면 플레이 상황의 다양함이 장르를 불문하고 유저 흡입력을 지닌 강점이라는 점을 알 수 있다. 본작에서는 제목에 걸맞게 게임 내 주인공으로서 '모험'을 하는 경험을 제공하고자 다수의 맵에서 스토리 진행에 따른 다양한 플레이 상황에 유저를 배치한다.

가디언 테일즈도
매력적인
스토리 모드

<가디언 테일즈>와 같은 구성이다. <가디언 테일즈>가 달성한 글로벌 유저 흡입의 핵심은 동일한 플레이 환경을 반복하여 제공하지 않고 매 맵마다 다른 플레이 경험을 제공한다는 점에 있다. 본작도 <가디언 테일즈>와 마찬가지로 캐릭터의 대화와 세세한 모션으로 스토리에 몰입을 제공하며 다양한 맵 플레이가 제공된다. 특정 미션을 달성하기 위해 맵을 꼼꼼히 살피므로써 타 유저와 다른 경험을 할 수 있다는 점에서 비롯되는 자유도에서도 모험의 탐은 가디언 테일즈와 유사한 매력으로 기대감을 모은다.

그림 4-5. 가디언 테일즈 출시 후 월매출 추이



출처: Sensor Tower, SMIC 2팀

그림 4-6. 가디언 테일즈 게임 구성

모드	유형	모험의 탐 유사 모드	비고
모험	pve	스토리 모드	스토리 진행
균열		성장 던전	재화 수급
미궁	pve	유리 미궁	재화 수급
길드		길드 컨텐츠	-
궤도 엘리베이터	pvAI	-	-
플로세움		-	-
아레나	pvp	-	-
팀 데스 매치		-	-

출처: 카카오 게임즈, SMIC 2팀

사용 경험을 증대
소통 경험을 대체

모험의 탐은 출시 초기 총 40개 스테이지가 공개되고 추가 스토리 콘텐츠는 업데이트를 통해서 누적될 예정으로, 업데이트 주기마다 신규 유저 유입과 기존 유저의 복귀를 유도하는 모델을 차용했다. 유저가 싱글 플레이 모드에서 설정한 3종의 쿠키를 번갈아 사용하며 쿠키 시너지를 활용 가능하다는 점, 친구와 함께 플레이 가능하다는 점도 사용 경험을 다양화한다. 또한 친구와의 플레이는 소통 경험을 제공함으로써 모바일 환경 내 소통 목적의 타 앱 이용 또는 모바일 외 대면 소통의 경험을 대체하고, 이를 통해 유저의 체류 시간을 늘린다.

유저 체류 시간에
최적화

모바일 게임 유저의 하루 총합 게임 체류 시간은 주중 기준 87.6분으로 단일 게임은 풍부한 콘텐츠를 제공해야 MAU 집중도를 높일 수 있다. 스토리 모드는 한 맵 당 대략 10분을 소요, 하루 이용 제한 횟수가 5회인 보스 레이드가 5분을 소요한다. 자동 조작으로 인한 유저 피로도와 기타 콘텐츠를 감안하면 유저는 하루에 2~5개의 스테이지를 클리어하고 보스 레이드와 기타 콘텐츠를 추가적으로 플레이해 60분 이상 게임에 체류할 수 있도록 한 치밀한 구조다.

(2) 뽑기가 소유욕을 자극해

② 소유욕을
자극하는 뽑기

또 다른 핵심은 ② 소유욕을 자극하는 확률형 아이템(쿠키 뽑기)이다. 쿠키런 IP 게임의 공통 요소인 '쿠키 뽑기'는 재화인 크리스탈을 지급하고 플레이에 사용할 캐릭터인 쿠키를 뽑는 시스템으로 유저는 낮은 확률로 더 높은 등급의 쿠키를 뽑는다. 해당 시스템은 <쿠키런: 킹덤> 때부터 화려한 이펙트와 성우 녹음이 가미된 애니메이션을 통해 유저에게 쾌감을 제공해왔다.

기존 뽑기 시스템
+갖고 싶은 쿠키

뽑기 시스템은 04년 PC 게임 메이플스토리를 통해 온라인 게임에서 첫 등장한 후 12년 이후부터 다수 모바일 게임의 주요 BM으로 자리잡았으며, <가디언 테일즈>도 뽑기 시스템을 포함하고 있다. 대기를 통한 흥분의 상승과 결과 확인의 절정감, 기대감과 보상감, 희귀한 캐릭터 보유를 통한 환상 우울감은 뽑기 시스템이 제공함으로써 유저를 끌어들이는 요소다. 여기에 본작은 쿠키의 개성, 성격, 성능, 데미지 상성을 다양화함으로써 유저가 자신의 선호에 부합하는 쿠키에 대한 소유욕을 가지게끔 하고 뽑기의 목적성을 부여했다.

(3) 육성의 맛

③ 육성의 맛
쿠키야 사랑해

쿠키를 뽑아만 놓고 방치할 수는 없다. ③ 쿠키들을 육성하는 맛과 많은 재화를 투입한 쿠키에 갖게 되는 애착은 동사가 게임에 부여하는 가장 큰 매력이다. '육성과 애착'은 스토리 모드 다음으로 <가디언 테일즈>의 성공을 보장했던 주된 요소였다. <가디언 테일즈>는 부족한 재화 공급으로 다양한 캐릭터들 중 선택적 육성을 유도한다. 성능과 외관 면에서 유저가 선택한 특정 캐릭터 레벨업을 위한 재화를 투입하고 최대 시너지를 내는 장비, 약세서리를 획득, 장착하여 노력 끝에 얻어진 모습의 캐릭터는 유저에게 애착의 대상이다.

그림 4-7. 쿠키 등급별 구성

	등급	초기 출시 쿠키
희귀도 높음 ↑	LEGENDARY, ANCIENT SUPER EPIC	스토리 업데이트에 따른 출시 예정
	EPIC	캐모마일맛, 호밀맛, 크러쉬드페퍼맛, 칠리맛, 레몬제스트맛, 플랜틴맛, 크림소다맛 쿠키
희귀도 낮음 ↓	RARE	파베기맛, 체리맛, 닌자맛 쿠키
	COMMON	용감한 쿠키, 천사맛, 근육맛 쿠키

출처: SMIC 2팀

그림 4-8. 쿠키 육성 인게임 이미지



출처: CBT, SMIC 2팀

직접 조작과 함께
애착은 더 커지고

직접 조작 의존도가 덜해 **쿠키 성능이 절대적 영향력을 행사했던 <쿠키런: 킹덤>**에서는 고성능 쿠키 위주로만 사용 경험이 이루어졌다. 다만 모험의 탐에서 직접 조작으로 쿠키의 약점을 극복하고 강점을 극대화할 수 있는 자유도를 부여받은 유저들은 외모와 서사, 스킬 등의 면에서 선호하는 쿠키를 먼저 재화를 투자하고 함께 사용 경험을 누적할 수 있다. 플레이를 위한 캐릭터 사용에서 나아가 **캐릭터 사용을 위한 플레이 경험**을 원하게 되는 구조다.

3.4 쿠키는 바짓가랑이를 잡아

흥행 지속을
보장하는
3 요소

초기 유저 흡입을 위한 게임성은 갖추었지만, 게임이 매력적이라고 해서 지속적인 것은 아니다. 이제 보다 **장기적인 관점에서** 모험의 탐의 MAU 유지 능력에 집중하자. 흥행 지속을 위해서는 게임 내적으로 ① **반복플레이 요소를 포함**하고 있어야 하며, ② **지속적인 업데이트를 통한 새로운 콘텐츠** 제공이 필요하다. 다만 이는 선결 요건일 뿐, **충성도 높은 유저가 이탈할 유인을 배제**하는 것이 더 중요하고, 이는 ③ **직접 pvp 지양**이라는 새로운 게임 트렌드를 반영한 개발진의 행보에서 확인 가능하다.

① 반복플레이 요소

① **반복플레이 요소**는 스토리 모드가 주력인 게임의 지속적 MAU 보장을 위해 필수적이다. 스토리 모드를 다 클리어하고 난 후 게임에 계속 머무를 유인을 만들어야 하기 때문이다. 보스 레이드 모드가 이를 해결한다. 딜러, 탱커, 서포터 등 다양한 속성의 쿠키들 가운데 선택해 싸우면 되니, 반복플레이를 지루하지 않게 만든다. 향후 업데이트될 쿠키를 고려하면 조합의 경우의 수가 많아 플레이 경험은 더 다양화된다.

② 지속적 업데이트

② **지속적인 업데이트**를 통해 **새로운 캐릭터와 콘텐츠를 출시**해야 한다. 모험의 탐은 <쿠키런: 킹덤>과 마찬가지로 초기 적은 수의 쿠키만을 선보이고 업데이트를 통해 새로운 쿠키를 공개한다. 업데이트는 지속 흥행의 요인이면서, 동시에 유저가 선호하지 않는 방향의 게임 내 변화는 이탈 요인이 되기도 한다. 동사는 개발자 라이브를 통해 유저 반응을 반영한 유저 친화적 업데이트를 추구하려는 의지를 공개적으로 드러냈으며 현재 콘텐츠, 몬스터, 캐릭터 **업데이트 기획 인력 보충을 진행 중**이다.

③ 직접 pvp 지양

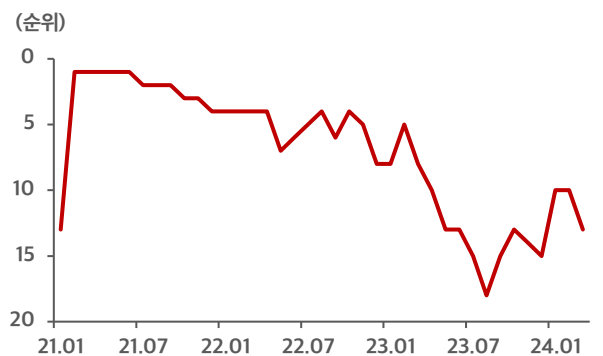
상술한 보편화된 공식만으로는 유저 이탈을 방지하기 어렵다. 동사는 ③ **직접 pvp를 지양**하여 게임 내적 구조를 통해 유저 이탈을 방지하는 전략을 채택했다. <쿠키런: 킹덤>에서 가장 큰 인기를 끌었던 pvp 모드를 유저 요구에도 불구하고 지양하겠다는 입장을 개발 총괄 PD 측에서 밝힌 것을 보면, 개발팀이 추구하는 게임 모델과 지속성을 위한 것으로 보인다.

그림 4-9. 레이드 공격 유형 및 속성별 쿠키 조합 예시

전투 유형	시너지 속성	쿠키 조합
탱커+딜러+서포터	불2+물1	크러쉬드페퍼맛+호밀맛+크림소다맛 크러쉬드페퍼맛+칠리맛+크림소다맛
	불2+바람1	크러쉬드페퍼맛+호밀맛+캐모마일맛 크러쉬드페퍼맛+칠리맛+캐모마일맛
	땅2+물1	다크초코+파배기맛+크림소다맛
	땅2+바람1	다크초코+파배기맛+캐모마일맛
딜러+딜러+서포터	불2+물1	호밀맛+칠리맛+크림소다맛
	불2+바람1	호밀맛+칠리맛+캐모마일맛
탱커+탱커+딜러	땅2+빛	다크초코+플랜틴맛+레몬제스트맛

출처: SMIC 2팀

그림 4-10. <쿠키런: 킹덤> 국내 주요 마켓 MAU 순위



출처: Mobile Index, SMIC 2팀

pvp 는 무력감 유발
유저 이탈을 유도

pvp 모드는 유저 간 전투 콘텐츠로 경쟁을 통해 유저들의 쾌감과 성취욕을 증대시킴으로써 초기 게임을 매력적으로 만드는 요인이지만, 동시에 유저 피로감을 증가시킨다. 특히 성능 좋은 캐릭터가 필요한 수집형 RPG에서 pvp 모드는 성능 좋은 쿠키, 또는 최신 업데이트 쿠키 등으로 유저가 선택하는 쿠키들이 단일화되면서 플레이 경험을 단조롭게 하고, 성능이 낮은 쿠키를 사용하는 유저에게 무력감을 유발하여 이탈을 유도한다.

원신을
참고한 개발진

21년 이후 시장에 가장 큰 파장을 일으켰던 모바일 게임 원신의 가장 큰 장기 흥행 요인은 pvp 모드의 배제이다. 20년 9월 HoYoverse가 출시한 원신은 장기 흥행을 지속하여 24년 6월 글로벌 누적 매출 6.2조원, 국내 누적 매출 3790억원으로 모바일 게임 시장에서 대성공을 거두며 게임 개발자의 귀감이 되는 게임으로 자리잡았다. 다양한 게임이 원신을 오마주하고 있는 가운데 모험의 탐도 게임 내 일부 이펙트에서 유사성을 보이며 개발팀이 원신을 참고했음이 확실시되었다. 더불어 총괄 PD가 유저 스트레스 요인을 상당히 참작하는 모습을 고려하면 정황 상 pvp 모드의 배제는 유저 이탈을 방지하려는 전략으로 보인다.

+a① 사용성도 보장
+a② PC, 게임패드
선호 유저도 포섭

좋은 게임을 들고 온 동사는 유저 사용성을 위한 노력도 게을리하지 않는다. 1월 CBT를 통해 수렴한 유저 피드백을 게임에 반영하여 개선된 사항을 사전예약 개발자 라이브를 통해 공개하였으며, 유저와의 소통에 대한 의지를 드러냈다. 본작 출시에 있어 PC와 게임패드 선호 유저를 포섭하고자 구글 플레이 게임즈를 통한 PC 버전 플레이와 게임 패드 플레이를 지원하며, 저사양 기기 대상 고프레임을 지원 건을 위해서는 R&D에 투자 중에 있다. 차별 없이 최대한 많은 유저를 포섭하려 하는 동사의 추후 업데이트에서의 행보도 기대되는 지점이다.

MAU 그래서 얼마야?

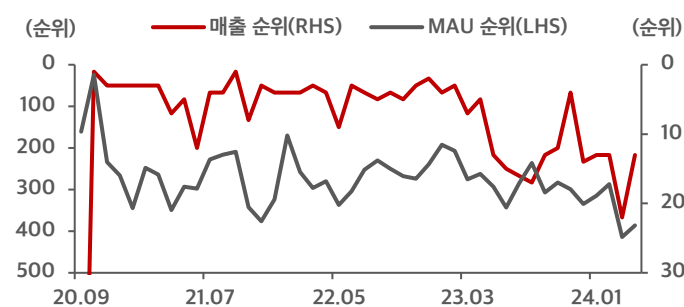
흥행이 예상되는 6월 신작 <쿠키런: 모험의 탐>은 신작 효과가 본격 개시되는 7월 MAU 기준 1위로 순위권에 진입할 것으로 보인다. 마켓 1위 MAU가 평균 150만~200만 사이임을 고려할 때 <쿠키런: 킹덤>으로 국내 최대 MAU 520만을 기록한 바 있는 동사의 주력 신작으로서 모험의 탐은 국내만으로 초기 최소 MAU 200만을 무리 없이 기록할 것으로 보인다. <쿠키런: 킹덤>이 초기 국내 MAU와 해외 MAU 간 6:4 비를 기록했다는 점에 보수적 추정을 반영해 글로벌 초기 MAU는 300만 수준을 예상하며, 상세 추이는 6. 매출추정에서 후술한다.

3.5 네가 알던 쿠키가 아냐

더 이상
원히트원더가
아니야

모험의 탐 흥행이 보장된다 해도, <쿠키런: 킹덤>이 흥행했던 21년과 같은 '원히트원더'의 기업 형태로 남을 가능성에 대한 시장 일각의 우려가 존재한다. 그러나 동사는 단일 주력작에 대한 지나친 의존을 피하기 위해 게임 포트폴리오를 다변화하는 행보를 보이고 있다. <쿠키런: 마녀의 성> 출시 행보와 기존 게임 복귀 유저 대상 이벤트, 하반기 출시작이 뒷받침한다.

그림 4-11. 원신 글로벌 마켓 MAU 순위 변화



출처: Mobile Index, SMIC 2팀

그림 4-12. CBT 유저 피드백 반영 사항 및 목적

궁극기 1성 개방	싱글플레이모드 쿠키 2중>3중	쿠키 아티팩트 뽑기 분리
CBT 반응, 유튜브 리뷰, 커뮤니티 의견 반영		
플레이 경험 개선	플레이 경험 개선	확률형 아이템 확률 개선
과금 유도 완화	난이도 완화	과금 유도 완화

출처: 동사, SMIC 2팀

① 마녀의 성 출시 무슨 의미?

동사는 3월 15일 모바일 퍼즐게임 <쿠키런: 마녀의 성>을 출시했다. 모바일 퍼즐 게임 ‘로얄 매치’를 대표작으로 하는 매치&퍼즐 장르의 게임으로, **복잡도가 매우 낮고 단순한 구조다**. 양산형 퍼즐 게임의 인기가 하락한 24년 초 발매를 단행하고 ‘발매 후 다듬기’ 전략을 택했다는 점에서 출시 후 실적 업사이드에 대한 동사의 준비와 기대는 낮은 수준인 것으로 보인다. 대신 **최대한의 라인업을 확보함으로써 단일 게임 의존도를 낮추려는 전략**을 보여주는 행보다.

② 복귀 유저 증가 기대감

MAU 하락 추세였던 기존 흥행작 <쿠키런: 킹덤>과 <쿠키런: 오븐브레이크>의 복귀 유저 증가로 인한 매출처 다변화도 기대된다. 쿠키런 IP 게임 차트인 효과로 타 쿠키런 IP 게임 차트가 상승하는 효과가 있을 것으로 예상된다. 동사는 사전 예약 시 **기존 게임 정보 입력 후 보상을 지급하는 이벤트를 사전예약 홈페이지에 공개하면서 유저 복귀를 유도한다**. 반대로 위 두 게임의 초기 화면에서 모험의 탑 사전예약을 홍보하며 교차적인 효과를 노리는 식이다.

②+a 채용 현황에서 엿보는 동사의 계획

채용 및 인력 현황에서도 동사의 행보가 보인다. 주력작의 이동과 모험의 탑 집중 마케팅이 아닌, 포트폴리오 유저를 모두 만족시키는 콘텐츠 제공을 지속할 것을 목표로 하고 있음을 확인할 수 있다. 더불어 동사는 주력작 분산에 따른 업무 비효율화 리스크를 보완할 수 있도록 **개발 스튜디오 분리해 운영하고 있다**. <쿠키런: 오븐브레이크>, <쿠키런: 마녀의 성>, <쿠키런: 킹덤> 개발 및 아트 인력을 채용 중에 있으며 특히 모험의 탑과 <쿠키런: 오븐브레이크>를 개발, 기획하는 스튜디오인 오븐게임즈의 경우 23년 5월 이후 지속적으로 인력을 증대해왔다.

③ 오븐 스매시로 하반기 신작 모멘텀

하반기 출시 예정인 **모바일 슈팅 게임 <쿠키런: 오븐스매시>**도 단일 게임 의존도를 낮출 라인업이다. 해당 게임은 다대다 슈팅 게임으로 21년 2월 프로젝트 첫 공개 시 스팀 및 콘솔 게임으로 공개되었으나 지속적으로 게임 출시가 미뤄지면서 모바일 게임으로 변경되어 개발이 진행 중이다. 21-24년 사이 동일하게 출시가 두 차례 늦어졌던 <쿠키런: 마녀의 성>이 올해 출시되었고, 23년 출시가 미뤄졌던 모험의 탑이 출시되는 점을 고려하면 오븐스매시도 24년 예정되었던 3개 신작 라인업으로써 차질 없이 출시될 것으로 보인다.

밝은 미래맛 쿠키

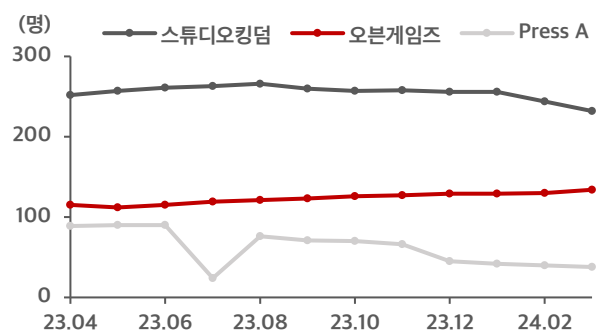
<쿠키런: 오븐스매시>의 출시 지연은 **현시점 오히려 호재**다. 3월 출시작 <쿠키런: 마녀의 성>은 동사와 유저 간의 소통 방송이었던 데브나우 2022에서 첫 공개된 후 22년, 23년 출시 예정 발표를 반복하고 **개발에 재돌입한 바 있다**. 결과적으로 **24년 3월 출시된 인게임 퀄리티는 그래픽, 조작감 면에서 당시 공개된 것보다 크게 증대되었다**. 오븐스매시도 개발 재돌입 시기가 잦았던 만큼 초기 공개된 버전보다 개선되고, **변화한 게임 트렌드를 반영한 형태로 유저를 만날 것으로 기대된다**. 모험의 탑과 그를 지지하는 기존 라인업, 하반기 추가적인 신작 모멘텀까지 겹치는 24년, 동사가 구울 **밝은 미래맛 쿠키**가 기대된다.

그림 4-13. 동사 채용 진행 현황

소속	게임	직무	세부 직무	경력 여부
스튜디오킹덤	쿠키런: 킹덤/마녀의 성	개발	Web Fronted Developer	경력
스튜디오킹덤	쿠키런: 마녀의 성	개발	게임 서버 소프트웨어	경력
오븐게임즈	쿠키런: 오븐브레이크	개발	데이터 분석	무관
오븐게임즈	쿠키런: 오븐브레이크	개발	서버 소프트웨어	경력
오븐게임즈	쿠키런: 오븐브레이크	개발	서버 소프트웨어	신입
오븐게임즈	쿠키런: 모험의 탑	개발	클라이언트 소프트웨어	경력
스튜디오킹덤	쿠키런: 킹덤/마녀의 성	아트	애니메이션 아티스트	경력
스튜디오킹덤	쿠키런: 킹덤	아트	이펙트 아티스트	무관
스튜디오킹덤	쿠키런: 킹덤	아트	2D 배경 아티스트	경력
오븐게임즈	신규프로젝트: Station	아트	UX/UI 디자이너	경력
스튜디오킹덤	쿠키런: 킹덤	기획	이벤트 및 콘텐츠 기획	경력
오븐게임즈	쿠키런: 모험의 탑	기획	레벨 디자인 및 몬스터 기획	신입/경력
오븐게임즈	쿠키런: 모험의 탑	기획	콘텐츠 및 시스템 기획	경력
오븐게임즈	쿠키런: 모험의 탑	기획	콘텐츠 및 시스템 기획	신입
오븐게임즈	쿠키런: 모험의 탑	기획	캐릭터 기획	경력
데브시스터즈			일본어 로컬라이제이션	경력/계약

출처: 동사, SMIC 2팀

그림 4-14. 스튜디오별 인력 변화



출처: 국민연금, SMIC 2팀

5. 투자포인트 2. 쿠키 맛집이 성심당처럼 돈을 버는 법

게임의 수익성
= 과금 정책

게임 출시 후 높은 MAU를 확보하였다면, 다음으로 확인해야 되는 것은 **게임의 수익성**이다. 결국, 유저의 심기를 건드리지 않고 지속적으로 과금을 유도해야 게임사는 인고의 결실을 맺을 수 있다. 동사는 24년, 신작의 매력적인 과금 구조 설계와 전략적인 비용 감소를 통해 큰 폭의 이익 성장이 기대된다. <쿠키런: 킹덤>에서 배운 교훈을 발판으로 삼아, 지속적으로 높은 수익을 가져다 줄 동사의 신작 <쿠키런: 모험의 탑>, 정말 높은 수익을 낼 수 있을까?

5.1. 쿠키 왕국에서 배운 레시피 - '까다로운 손님을 묶어 두는 법'

왕국에서 배운 교훈
① 낮은 지속성 X
② 공격적인 과금 X

모바일 게임의 평균 **흥행 기간은 6~8개월**이다. 모바일 게임의 짧은 수명에 유저들의 충성도는 PC 게임보다 낮을 수밖에 없다. 따라서 모바일 게임은 PC 게임과는 다른 과금 구조를 설계해야 하며, 유저들의 반응을 면밀히 살펴 반영해야 한다. <쿠키런: 킹덤> 역시 장기적으로 대흥행을 예상했지만, 두 가지 실수로 인해 유저들은 빠르게 돌아섰다. 수익성과 라이프사이클 볼륨을 키우기 위해 완벽하게 보완해서 돌아온 신작 <쿠키런: 모험의 탑>, 함께 살펴보자.

(1) 흥행의 지속성은 게임의 본질적 특성에서 기인한다

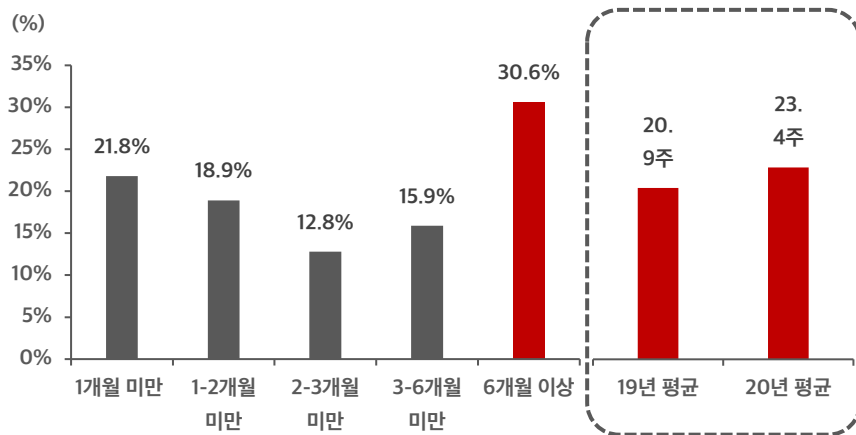
빠른 엔드
콘텐츠 도달
= 유저 이탈

과거 <쿠키런: 킹덤>에서는 게임의 본질적 특성으로 인해 유저들이 **빠르게 엔드 콘텐츠에 도달**하였고, 이는 결국 짧은 흥행 기간이라는 결과로 이어졌다. <쿠키런: 킹덤>에서는 유저의 세밀한 조작보다 **단순히 좋은 쿠키를 사용하는 것이 순위를 가르는 주요 요소**였다. 상대보다 좋은 쿠키를 사용하지 않으면 승리하기 어려웠으며, 모두가 똑같은 쿠키와 덱(조합)으로 플레이하였다. 다시 말해, 유저 그룹 내에서 서로 차별화할 수 있는 요소가 부족했고, 결국 고과금 유저들이 더 이상의 흥미를 느끼지 못하게 됨에 따라 서서히 유저 이탈 현상이 발생했다.

이번엔 장기 흥행이
가능하다

반면, 신작 <쿠키런: 모험의 탑>은 **유저의 조작이 중요**해졌고, **다른 유저와 차별성**을 부여할 수 있는 요소들이 추가되어 장기적인 흥행 가능성이 높아졌다. 단순히 캐릭터의 능력치가 뛰어나다고 해서 높은 유저 순위로 이어지지 않으며, 조작 능력과 전략이 중요해지며 유저들이 지속적으로 **새로운 상황에 직면**하여 오랫동안 즐길 수 있게 되었다. 즉, 동사는 과거와 달리 유저들의 이탈을 막고 장기적 흥행이 가능할 수 있도록 게임의 본질적 구조를 재구성하였다.

그림 5-1. 단일 모바일 게임 평균 지속 기간



출처: 한국콘텐츠진흥원, SMIC 2팀

그림 5-2. 유저의 조작 중요성 ↑



출처: 동사, SMIC 2팀

(2) 유저들을 위한 순한 맛 과금 구조

쿠키런 킹덤
: 공격적 과금

<쿠키런: 킹덤>이 장기적으로 흥행하지 못했던 두 번째 이유, 바로 **과도한 과금 정책** 탓에 유저 이탈이 가속화되었다는 점이다. 매 업데이트 때마다 소수의 고과금 유저를 대상으로 한 확률형 아이템이 추가됨에 따라 유저들의 피로도가 쌓였고, P2W(Pay-to-Win) 방식의 BM 하에서 고과금 상위 유저를 만나며 무력감을 느낀 중간층 유저들이 대거 이탈하며 양극화 구조가 형성되었다. 이는 순환적 경쟁구도를 형성해야 하는 게임사 입장에서는 뼈아픈 결과였다.

유저 친화적 게임
순한맛 BM으로
유저 만족도 ↑

<쿠키런: 모험의 탑>에서는 과도한 과금 경쟁을 유발하는 P2W, PVP(Player VS Player)방식을 **지양**하며 과금의 문턱을 낮췄고, 무과금 유저들도 편하게 플레이할 수 있도록 설계했다. CBT 당시에는 1성 캐릭터에서는 궁극기를 사용하지 못하고 2성 캐릭터부터 사용 가능했지만, 유저들의 반응을 면밀히 살핀 후 궁극기를 1성 때부터 쓸 수 있도록 수정했다. 이를 통해 **유저들이 극도의 결핍 상태로 이어지는 것을 방지**했다. 이는 순수한 유저 배려 차원이 아니라, 건강한 게임 순환이 장기간 지속될 수 있도록 함으로써 **높은 수익성을 달성하기 위함**이다.

5.2. 쿠키런 킹덤보다 높은 수익성

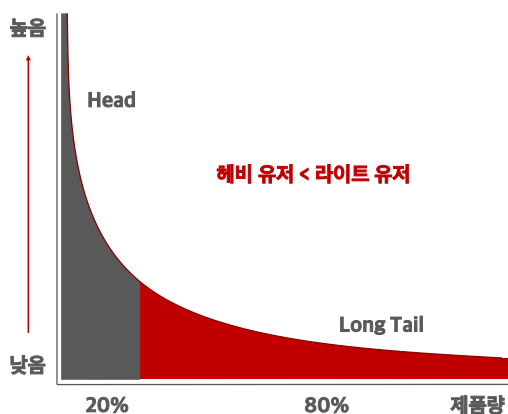
모바일 게임과
동사의 IP는
박리다매 전략이
통한다.

<쿠키런: 킹덤>이 기존 모바일 게임과 한 차원 다른 수익성을 낼 수 있었던 것은 **매력적인 과금 구조**에서 기인한다. 당시 모바일 게임은 최저 11,000원부터 최고 110,000원에 이르는 다소 부담스러운 상품을 선보였다. 이는 ‘파레토 법칙’을 중시한 게임사들의 전략이었다. 하지만 동사는 다수의 저과금 유저를 타깃하는 **‘롱테일 법칙’**이 **모바일 게임사의 수익성 증대에 더욱 효과적**이라고 판단, 이를 적극적으로 활용했다. 이는 ARPPU(과금 유저 당 평균 매출)를 올리는 것에 주력하기 보다는, **PUR(과금 유저비율)을 올리는 것이 효율적**이라는 판단이었다.

정답은 PUR을
끌어 올리는 것

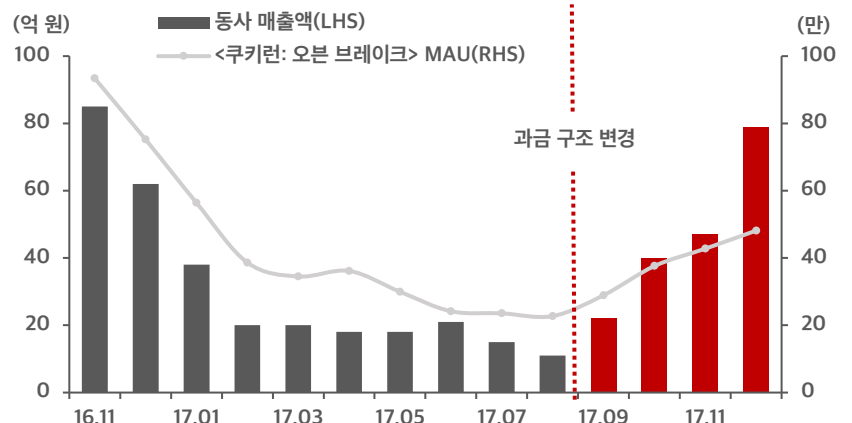
이에 **PUR 상승을 중심으로 과금 전략을 구성**했고, 16년 출시된 <쿠키런: 오븐브레이크>는 2년간 약 2,000만 이상의 다운로드와 500억 원 이상의 매출을 기록했다. 당시 **PUR은 290% 상승**했고, 최고 단일 매출을 갱신하였다. PUR을 올리기 위해 동사는 낮은 가격의 매력적인 상품으로 비과금 유저가 과금을 단행할 수 있도록 이끌었다. 뽑기에 기반한 상품 구성이 추가 과금을 유도하기 때문에, 처음 과금하는 것은 어렵지만 그 다음 과금의 문턱은 낮아진다.

그림 5-3. 롱테일 법칙



출처: SMIC 2팀

그림 5-4. 과금 전략 수정 이후, 매출 및 MAU 증가



출처: 동사, DART, SMIC 2팀

탄탄한 가격
차별 구조
> 유저 이탈 ↓

동사는 유저를 과금 유저로 편입시키기 위한 **저가 아이템 확충**뿐 아니라, 아이템의 품질과 성능을 고려한 패키지를 제공하여 **탄탄한 가격 차별 구조**를 연구했다. 시행착오를 거치며 동사의 IP에 적합한 과금 방향을 설정했고, 이는 지금까지도 통하는 과금 방식이다. 저과금 유저들은 시즌패스에 매료됐고, 중/대과금 유저들을 분리하여 패키지별로 차별화된 가격을 내놓았다. 그 결과 동사의 **PUR은 지속적으로 상승**했고, 모든 분류 유형의 과금 유저 수를 증가시켰다. 동사는 특유의 매력적인 유저 분류와 가격 책정으로 높은 매출을 기록할 수 있었다.

더욱 강력해질
모험의 탑 수익성

24년 6월 출시될 <쿠키런: 모험의 탑>은 더욱 **강력한 과금 구조**를 선보이며 전작보다 **높은 수익성**을 가져다 줄 것이다. 가장 큰 변화는 액션RPG로의 장르 변화이다. 액션RPG는 전투에 필요한 무기와 스킬이 중요하기에, 캐릭터와 무기의 이중 과금 구조를 유저가 받아들이기에 익숙한 구조이다. 전작의 과금 형태를 유지하면서도, 장르 변화로 인한 **추가적인 과금과 유저층의 변화**로 인한 ARPPU의 증가가 기대된다. 신작이 보유한 매력적 과금 구조를 살펴보자.

(1) 킹덤의 매력적인 상품 판매방식은 그대로 가져간다.

쿠키런 킹덤의
주요 상품

<쿠키런: 킹덤>의 주요 상품은 크게 ① 쿠키, ② 쿠키 육성을 위한 재화, ③ 게임 입장권으로 나눌 수 있다. 주요 상품들은 긴밀하게 연결되어 있으며, 게임사는 유저들의 과금 경험과 노동의 대가에 대비하여 할인된 패키지를 적절히 제시하며 유저들이 **합리적인 소비를 하고 있음을 체감하게 만든다**. 나아가 좋은 경험의 마지막 순간을 기억하는 것이 중요하다는 '피크 엔드 법칙'을 고려하여, 유저가 긍정적인 경험을 하였을 때 패키지를 제시하는 방식도 과금의 거부감을 줄여주는 용도로 사용하며 유저들로 하여금 **기분 좋은 소비를 유도**한다.

교묘한 과금 구조

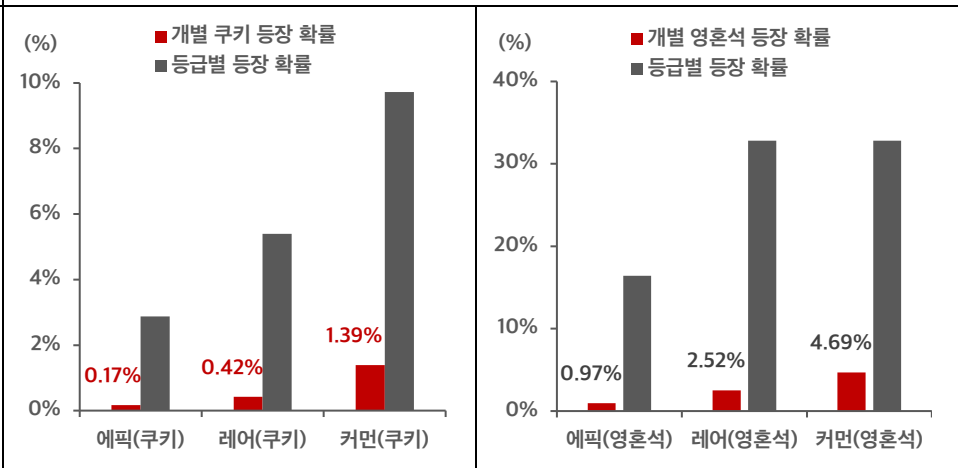
<쿠키런: 킹덤> 출시 당시, 가장 강력한 에픽 등급 쿠키(등장확률 2.87%)와 영혼석(등장확률 16.41%)을 획득할 확률이 20%가량 되었기 때문에 유저들은 뽑기를 지속했다. 당시 확률에 기반하여 에픽 등급 쿠키를 얻고 싶다면 평균 115,500원을 지불해야 됐다. 하지만 이는 **공명의 함정**이었다. 에픽 등급 내에서도 자신이 원하는 쿠키를 뽑을 확률은 0.17% 수준으로, 더 큰 과금을 유도했다. 이뿐 아니라 쿠키의 최고 성장 단계인 5단계에 이르기 위해서는 동일한 쿠키가 15개 필요했고, 2주마다 등장하는 새로운 쿠키로 인해 동사는 큰 매출을 창출했다.

그림 5-5. 동사의 최적의 과금 방향

	소과금 유저	중과금 유저	고과금 유저
게임 초기	상품1	상품2	
Lv. 20 즈음			상품3
업데이트 직후	상품4		상품5
Lv. 50 이후		상품7	상품8

출처: 동사, SMIC 2팀

그림 5-6. <쿠키런: 킹덤>의 쿠키 & 영혼석 뽑기 확률



출처: 동사, SMIC 2팀

출처: 동사, SMIC 2팀

킹덤 + 가디언 테일즈
= 모험의 탑

마찬가지로 <쿠키런: 모험의 탑>은 <쿠키런: 킹덤>의 상품 판매 방식을 유지하여 지속적인 과금을 유도할 것이며, 더불어 게임의 장르적 특성이 추가됨에 따라 더 큰 수익을 창출할 수 있을 것이라 판단한다. <쿠키런: 모험의 탑>은 <가디언 테일즈>와 같은 수집형 RPG이면서도 사용자 조작 기반의 액션 RPG이다. 이로 인해 조작 액션 RPG 장르만의 과금 구조를 더할 수 있기에 동사가 만들어낼 수익성의 업사이드는 한층 높아질 수 있을 것이라 판단한다.

(2) 장르의 차이에서 발생하는 추가 과금 구조

캐릭터 + 무기
> 이중 뽑기 과금 구조

<가디언 테일즈>와 <쿠키런: 모험의 탑>은 장르도 비슷하지만 과금 구조도 비슷하다. <가디언 테일즈>에서는 영웅과 장비 뽑기의 두 축으로 과금 구조가 이루어져 있다. 캐릭터를 수집하고, **캐릭터에 맞는 전용 무기**를 사용해야 된다는 점이 쿠키를 수집하고 특화된 아티팩트를 추가로 뽑아야 하는 것과 매우 닮아 있다. 조작형 액션 RPG의 특성상, 캐릭터와 무기에 전투력을 부여해야 하기 때문에 두 게임 모두 유저가 원하는 캐릭터와 그 캐릭터에 최적화된 전용 무기를 뽑아야 하는 이중 뽑기 구조에 과금을 가장 많이 압축해두었고, 이는 전작 <쿠키런: 킹덤>에 추가되는 과금 성격으로, 추가 수익이 예상된다.

액션 RPG
> 남성 유저 비율 ↑

조작형 액션 RPG 장르의 특성상 남성 이용자 비율이 높은 것도, 동사의 수익성을 개선시켜 줄 것이다. 동사의 <쿠키런: 모험의 탑>과 같은 조작형 액션 RPG인 <가디언 테일즈>와 <브롤스타즈>는 남성의 유저 비율이 70% 이상이다. 남성유저는 1회 평균 결제액이 여성보다 약 20% 더 높아 동사의 <쿠키런: 모험의 탑> 역시 <쿠키런: 킹덤>의 성비와 다르게 남성 비율이 더 높다면 ARPU는 개선될 것이다. 기존 쿠키런의 IP를 좋아하는 남성이 아닌, 조작형 액션 RPG장르를 좋아하는 남성의 유입이 기대되어 추가적인 이익이 기대되는 바이다.

여성 유저 이탈은 X

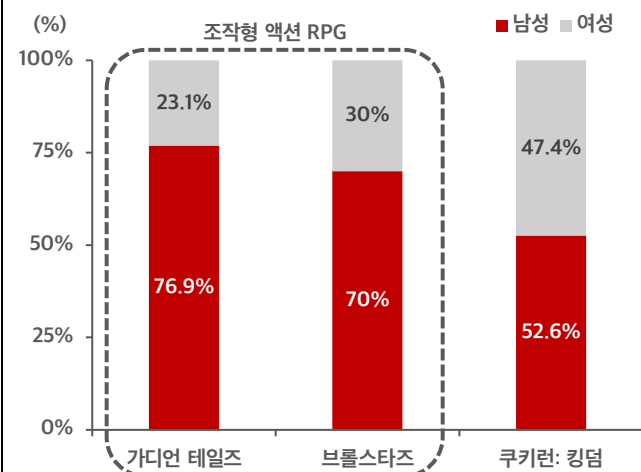
이는 기존 여성들이 이탈한다는 의미는 아니다. 배형욱 오븐게임즈 대표는 장르의 전환에 따른 여성유저 이탈 방지를 위해 불편하거나 잔인한 장면을 배제하여 기존 여성 유저들은 유지하며, 장르의 특성상 남성 유저의 확대가 기대된다고 하였다. 실제로 기존 쿠키런 IP의 여성 팬의 팬 층은 두터워, 지난 <지스타 2023>에서도 <쿠키런: 모험의 탑> 부스에 가장 많은 여성 유저가 찾았다.

그림 5-7. 수집형 RPG의 수집 요소 구체화

대분류	중분류	소분류	세부 요소 구체화	
수집	캐릭터 획득	캐릭터 뽑기 (랜덤 획득)	획득 자산	완제 캐릭터
			획득 방식	캐릭터 조각
	캐릭터 합성	시스템 보유		유료 뽑기
		시스템 미보유		제작 시스템
텍구성의 다양성	타입을 통한 조합 시너지	데미지 상승		
		캐릭터의 성향		
		보유 버프		
		진형 버프		
		특정 타입 대상 스킬 에너지		

출처: SMIC 2팀

그림 5-8. 조작형 액션 RPG와 쿠키런: 킹덤의 남녀 성비 비교



출처: App Ape, SMIC 2팀

5.3. 기업의 전방위적 체질 개선

고정비 감소를 통한 동사의 체질 개선

게임의 수익성이 좋더라도 비용이 물 새듯 나간다면 큰 마진을 남길 수 없다. 동사는 지난 7분기 연속 적자를 끊고, 장기적인 성장을 도모하기 위해 **23년 11월 비상경영 체제에 돌입**했다. 장기적인 적자는 신규 IP 발굴을 위해 진행한 개발 및 인건비 투자로 인해 발생하였다고 판단하여 **인력감축, 외국 법인 철회, 효율적 마케팅비** 사용이란 세 가지 틀로 전방위적 체질 개선이 시작되었다. 지금부터는 동사가 감행하고 비용 절감과 체질 개선에 대해 살펴보겠다.

비핵심 인력 감축으로 고정비 ↓

21년 쿠키런 킹덤의 역대급 흥행을 경험한 동사는 더 큰 성장을 위해 양질의 개발인력을 고용하기 위해 급여를 인상하고 고용 인원을 늘렸다. 하지만 차기 작의 그렇다 할 성공이 없어 충분한 외형성장이 수반되지 못하면서 적자로 전환되었다. **23년 333명으로, 22년 409명 대비 18.9% 감소**했다. 21년 이후 대형 콘솔, PC게임 업체 수준으로 개발인력을 늘렸지만, 모바일 게임 특성상 그 정도의 인원은 과도했다. **핵심 게임의 개발자는 고용**하고, 성장성이 더딘 동사의 VR게임 자회사 **프레스에이의 직원은 큰 폭으로 내보내는 구조조정을 단행**하였다.

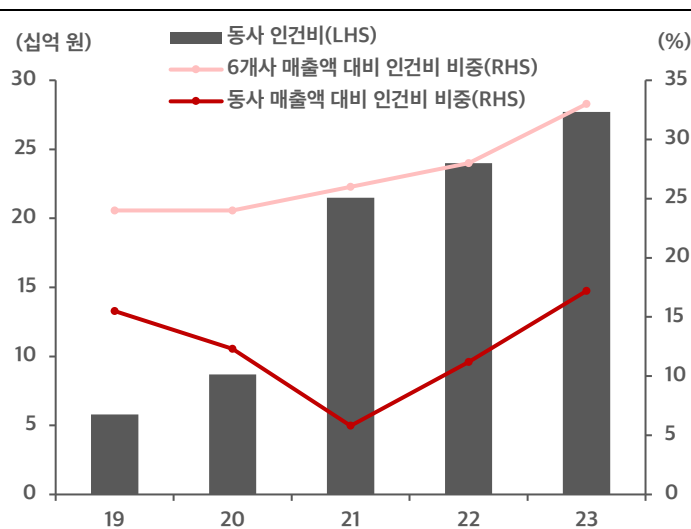
유럽 법인 정리로 인하여 고정비 ↓

동사는 유럽 법인을 1년 2개월 만에 정리하며 고정비를 큰 폭으로 감축할 수 있었다. 현재의 게임 구성으로는 통하지 않는 유럽 시장에서 물러나며 중국과 인도시장에 집중하기 시작했다. 다만, 법인 청산과는 별개로 유럽 현지 게임 서비스는 기존과 동일하게 **유럽권 유저들에게 안정적으로 제공할 수 있다**. 서구권 진출을 위해 유럽 법인을 활용했지만, 유럽시장은 **모바일 게임 시장이 27% 수준, 콘솔시장이 40% 수준**이기 때문에 동사의 게임은 아시아권역에 더 통한다고 판단하였다. 동사는 모바일 게임 시장이 큰 중국과 인도를 공략할 것이다.

효율적 마케팅비 사용

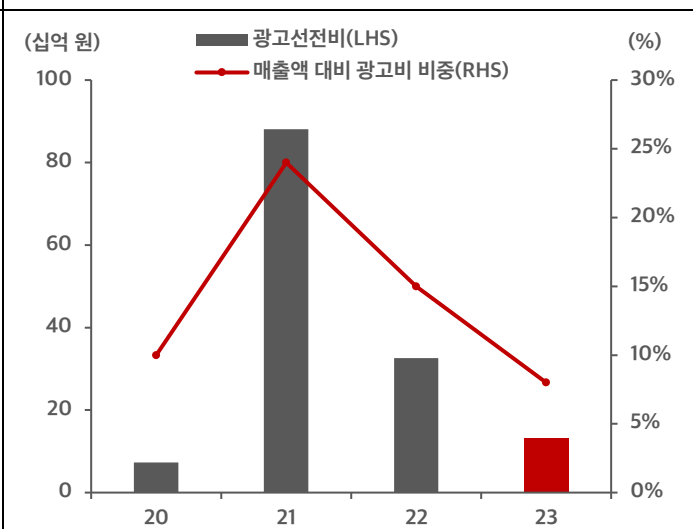
마지막으로 효율적인 마케팅 전략 진행을 통해 광고선전비도 감축하였다. 광고선전비는 2019년 41억원, 2020년 73억원, 2021년 881억원, 2022년 326억원을 지출했고 지난해 131억원을 지출하였다. 국내외 주요 타겟에 맞춘 파트너십 프로모션, UA마케팅(신규 사용자 모객) 등으로 효율적인 비용 집행을 진행하며 이용자수를 확대할 것이다. 올해도 신작 출시에 따른 광고비용이 전년보다는 늘겠지만 **흑자전환을 방해할 만큼의 광고비 지출을 없을 것**이다.

그림 5-9. 국내 게임사 매출액 대비 인건비 비중



출처: DART, SMIC 2팀

그림 5-10. 광고선전비, 매출액 대비 광고비 비중 추이



출처: DART, SMIC 2팀

6. 매출 추정

본 매출추정은 게임별로 영업수익 발생 추이가 다른 점을 고려하여 동사의 주요 게임 <쿠키런: 모험의 탑>, <쿠키런: 킹덤>, <쿠키런: 마녀의 성>, <쿠키런: 오븐스매시>와 기타 게임으로 나누어 영업수익을 별도 추정해주었다. 게임의 영업수익은 초기 MAU의 크기와 그에 따른 추이, 그리고 ARPU가 좌우한다. 따라서, MAU와 ARPU의 분석에 집중하여 영업수익 추정을 진행하였다.

(1) <쿠키런: 모험의 탑>

<쿠키런: 모험의 탑>은 ① 초기 MAU, ② MAU 추이, ③ ARPU로 항목을 나누어 영업수익 추정을 진행해주었다. ① 초기 MAU는 게임 IP 자체에 관심을 가지고 있는 사람들, 즉 쿠키런에 대한 애정을 가지고 있는 팬덤으로부터 유입되는 경우가 많다. 따라서, 다른 IP를 가진 게임보다 IP를 공유하고 있는 게임의 초기 MAU값을 대응치로 쓰는 것이 합리적이다. 따라서, 동사의 <쿠키런: 킹덤>을 MAU 피어로 선정하였으며 <쿠키런: 킹덤>의 390만 MAU에서 코로나 시기 특수성을 고려해 40% 할인한 230만을 초기 MAU로 사용하였다.

② MAU 추이는 <가디언 테일즈>의 출시 이후 MAU 추이를 적용하였다. 단기·중장기적 흥행을 위해서는 유저의 진입과 유지가 필요하다. 투자포인트 1에서 상술하였듯, <가디언 테일즈>는 <쿠키런: 모험의 탑>과 같은 장르이며 비슷한 게임요소를 가지고 있어 유저의 유입·유출 흐름도 유사하다. MAU 추이는 인기 순위 추이와 상관관계 0.8 이상으로 강한 상관관계를 가지고 있으며, <가디언 테일즈>의 MAU 추이 데이터에 대한 대응치로 인기 순위 추이를 사용하였다. 이를 통해 유추한 그래프 개형과 상관관계 분석 결과는 [Appx 6.]에 첨부하였다.

③ ARPU는 6,500원을 적용하였다. MAU와 MAU 변화 추이 즉, Q를 알았다면 영업수익 추정을 위해 P에 해당하는 ARPU를 알아야한다. 투자포인트 2에서 서술하였듯, <쿠키런: 모험의 탑>은 <쿠키런: 킹덤>의 과금 구조에 <가디언 테일즈>의 과금 구조가 더해졌다. 따라서, <쿠키런: 킹덤>의 ARPU 6,500원과 <가디언 테일즈>의 최근 ARPU 5,682원을 고려하여 6,500원을 <쿠키런: 모험의 탑> ARPU로 적용해주었다.

이에 더해, 평균 결제 금액이 많은 남성의 비율이 높아져 ARPU의 더 큰 상승이 기대된다. <쿠키런: 킹덤>은 47.7%의 높은 여성 유저 비율로 구성되었으나, <쿠키런: 모험의 탑>은 <브롤스타즈>와 같은 조작형 슈팅 액션 요소의 포함으로 남성의 유입이 기대된다. <브롤스타즈>의 경우, 70%의 유저가 남성으로 구성돼 있어 출시 초기에 11,600원에 달하는 높은 ARPU를 나타내었다. 하지만, 보수적인 추정을 위해 ARPU의 상승에 반영하지 않았다.

또한, <쿠키런: 킹덤> 때도 그랬듯 출시 이후 본격적으로 글로벌 홍보를 하게 되면 매출의 증가가 이루어진다. 글로벌 홍보는 더빙 등 앱의 국가별 커스터마이징을 통해 이루어지며, 대표적으로 일본어 더빙판은 6월 출시 이후 2~3개월 뒤에 예정되어 있다. 따라서, 래깅을 고려하면 글로벌 홍보에 따른 매출 증가 효과는 4Q24에 본격적으로 드러날 예정이다.

① 초기 MAU, ② MAU추이, ③ ARPU를 조합하여 계산한 최종 Table은 다음과 같다.

일자	MAU 추정치(단위: 명)	ARPU(단위: 원)	월 영업수익(단위:백만 원)
24.06	909,409	6,500	5,911
24.07	2,364,463	6,500	15,369
24.08	3,381,182	6,500	21,978
24.09	3,137,933	6,500	20,397
24.10	3,137,933	6,500	20,397
24.11	2,967,657	6,500	19,290
24.12	2,700,082	6,500	17,551
25.01	2,578,456	6,500	16,760
25.02	2,578,456	6,500	16,760
25.03	2,481,156	6,500	16,128
25.04	2,773,057	6,500	18,025
25.05	2,408,181	6,500	15,653
25.06	2,432,505	6,500	15,811
25.07	2,456,829	6,500	15,969
25.08	2,262,229	6,500	14,704
25.09	2,946,981	6,500	19,155
25.10	2,874,006	6,500	18,681
25.11	2,582,105	6,500	16,784
25.12	2,606,429	6,500	16,942

(2) <쿠키런: 킹덤(중국제외)>

<쿠키런: 킹덤(중국제외)>은 동사의 최대 흥행작으로 최근에는 하향 안정화 단계로 접어들고 있다. 따라서, 변동성이 큰 MAU 추이를 적용하기 보다는 비교적 안정적인 분기별 영업수익 성장률을 적용하여 추정하였다. 대규모의 글로벌 홍보와 업데이트에 따른 기저 효과로 예년과 다른 큰 폭의 감소를 보인 분기를 제외하고 평균을 낸 QoQ -12%를 적용하여 계산하였다.

영업수익 하락세에도 대규모의 업데이트가 진행되면 영업수익이 증가하거나 하락세가 완화되는 경우가 있었다. 특히, 매해 가장 큰 업데이트인 N주년 이벤트의 경우 영업수익의 상승을 이끈다. 24년 1월 진행된 3주년 대규모 업데이트는 유저의 긍정적인 반응을 이끌어내 미국, 일본 등 해외 지역에서의 매출 순위 상승을 견인하였다.

이는 MAU 수치의 변화로도 확인된다. 23년 12월 45만 MAU에서 3주년 이벤트를 거쳐 24년 1월에는 79만 MAU로 무려 75%의 상승폭을 보였다. 이를 반영해, 4Q23 MAU 평균에서 1Q24 MAU 평균으로의 증가율인 53.61%를 1Q24 영업수익에 적용하였다. 구체적인 MAU의 변화와 분기별 영업수익은 [Appx 7.]에 첨부하였다.

하지만, 매년 이렇게 큰 폭의 상승이 일어나는 것은 아니다. 23년 1월에도 대규모 업데이트를 진행하였지만 22년 12월 76만의 MAU에서 23년 1월 86만으로 13% 증가하는데 그쳤다. 이와 같이, 25년 1분기에 예정된 업데이트는 어떤 효과를 누릴 수 있을 지 예측하기 어렵다. 따라서, 보수적으로 1Q23 QoQ 증가율과 flat 처리 시의 QoQ 증가율을 평균한 값인 -12%를 적용해주었다. 1Q22의 경우 대규모 글로벌 홍보에 따른 여파로 QoQ의 큰 증감이 있었기에 특수한 경우로서 반영하지 않았다.

(3) <쿠키런: 킹덤(중국)>

<쿠키런: 킹덤(중국)>은 1월 동안 앱스토어에서만 117억의 영업수익을 올린 것을 바탕으로 일 매출을 구하여 2월, 3월에도 3.77억의 일매출을 적용하여 일수에 곱하여 월매출을 구하였다. 앱스토어가 중국에서 약 60%의 점유율을 가지고 있다는 점에 기인해서, 안드로이드의 점유율 40%도 계산식을 통해 반영했다. 여기에 한국 게임사의 대중국 로열티 수치인 25%를 적용하여 [Appx 8.]처럼 1Q24의 영업수익을 산출하였다. 그리고, 2분기부터는 재출시를 고려하여 <쿠키런: 킹덤(중국제외)>의 분기별 증가율 평균을 적용했다. <쿠키런: 킹덤(중국)>은 글로벌 출시가 예정되어 있지 않기 때문에 글로벌 출시에 따른 QoQ 변화는 제외하였다.

(4) <쿠키런: 마녀의 성>, <쿠키런: 오븐스매시>

<쿠키런: 마녀의 성>과 <쿠키런: 오븐스매시>도 ① MAU 초기값 추정, ② MAU 추이, ③ ARPU를 구하는 방식으로 영업수익추정을 해주었다. ① <쿠키런: 마녀의 성> MAU는 매치3 장르에서의 순위를 보고 유사한 순위를 가진 게임들의 MAU 값을 평균해주었다. 현재 <쿠키런: 마녀의 성>은 매치3장르에서 100위 권에 위치하고 있다. 이와 비슷한 게임인 애니팡, 프렌스타운은 120위권에 위치하며 평균 MAU는 13.5만에 해당한다. ① <쿠키런: 오븐스매시>MAU는 <쿠키런: 모험의 탑>과 유사하게 <쿠키런: 킹덤>의 초기 MAU 값을 이용하여 초기 MAU 값을 추정해주었다.

② <쿠키런: 마녀의 성> MAU 추이는 기존의 <쿠키런: 퍼즐월드>를 리뉴얼해서 낸 게임임을 고려하여 퍼즐월드의 MAU 추이를 적용하였다. ③ <쿠키런: 마녀의 성> ARPU는 매치3장르의 평균이 3달러 수준에 이르는 점을 고려하여 4,095원을 적용하였다. ② <쿠키런: 오븐스매시> MAU는 장르적 유사성을 고려하여 <브롤스타즈>의 MAU 추이를 적용하였다. ③ <쿠키런: 오븐스매시> ARPU는 <브롤스타즈>의 최근 ARPU 4,384원을 선정하였다. 최종 영업수익 Table은 [Appx 9.]에 첨부하였다.

(5) 기타게임

오븐브레이크 등 기타게임의 경우, 연간 15%의 영업수익 감소가 이루어져 분기별로 3.75%의 감소율을 적용해주었다. 이는 업데이트와 신작 출시에 따른 복귀 유저효과를 고려하지 않은 수치로, 보수적 추정을 하기 위함이다.

최종 영업수익 Table은 다음과 같다.

최종 영업수익 Table										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E
영업수익	37,597	70,511	369,329	214,424	161,143	59,756	62,469	109,305	126,686	358,216
게임 영업수익	36,818	69,655	367,262	209,401	158,000	58,956	61,669	108,505	125,886	355,016
쿠키런: 모험의 탑	-	-	-	-	-	-	5,911	57,743	57,237	120,891
쿠키런: 킹덤(중국제외)	-	-	307,800	159,200	113,500	33,640	29,612	26,066	22,945	112,264
쿠키런: 킹덤(중국)	-	-	-	-	-	12,037	11,100	10,236	9,439	42,812
쿠키런: 마녀의 성	-	-	-	-	-	573	2,818	2,689	2,670	8,750
쿠키런: 오븐스매시	-	-	-	-	-	-	-	-	22,267	22,267
기타게임(오븐브레이크)	36,818	69,655	59,462	50,201	44,500	12,705	12,229	11,770	11,329	48,032
기타	779	855	2,068	5,023	3,144	800	800	800	800	3,200

7. Valuation - Peer PER Method

7.1. 비용 추정

(1) 영업비용 추정

영업비용 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
영업수익	37,597	70,511	369,329	214,424	161,143	59,756	62,469	109,305	126,686	358,216
YoY / QoQ (%)	5.29%	87.54%	423.79%	-41.94%	-24.85%	57.96%	4.54%	74.97%	15.90%	122.30%
영업비용	59,783	76,634	312,675	234,335	209,136	54,221	56,658	81,230	88,143	280,253
영업비율 (%)	159.01%	108.68%	84.66%	109.29%	129.78%	90.74%	90.70%	74.32%	69.58%	78.24%
인건비	29,740	31,868	81,394	79,883	85,290	18,329	18,071	18,239	18,711	73,351
% of sales	79.10%	45.20%	22.04%	37.25%	52.93%	30.67%	28.93%	16.69%	14.77%	20.48%
종업원급여	24,258	26,266	63,928	59,739	69,252	14,573	14,658	14,988	15,558	59,777
% of sales	64.52%	37.25%	17.31%	27.86%	42.98%	24.39%	23.46%	13.71%	12.28%	16.69%
퇴직급여	2,304	2,629	3,600	5,195	6,760	1,485	1,188	1,069	1,016	4,759
% of sales	6.13%	3.73%	0.97%	2.42%	4.20%	2.49%	1.90%	0.98%	0.80%	1.33%
복리후생비	3,178	2,974	13,865	14,949	9,278	2,271	2,225	2,181	2,137	8,815
% of sales	8.45%	4.22%	3.75%	6.97%	5.76%	3.80%	3.56%	2.00%	1.69%	2.46%
지급수수료	15,136	24,697	122,995	84,822	67,843	21,489	22,465	39,308	45,559	128,822
% of sales	40.26%	35.03%	33.30%	39.56%	42.10%	35.96%	35.96%	35.96%	35.96%	35.96%
감가상각비	1,323	1,356	2,044	3,320	4,049	979	893	687	523	3,082
% of sales	3.52%	1.92%	0.55%	1.55%	2.51%	1.64%	1.43%	0.63%	0.41%	0.86%
사용권자산상각비	2,492	2,116	3,573	5,027	5,826	952	977	1,004	1,094	4,028
% of sales	6.63%	3.00%	0.97%	2.34%	3.62%	1.59%	1.56%	0.92%	0.86%	1.12%
무형자산상각비	266	571	1,875	2,832	431	299	293	296	329	1,216
% of sales	0.71%	0.81%	0.51%	1.32%	0.27%	0.50%	0.47%	0.27%	0.26%	0.34%
외주용역비	533	557	929	3,033	6,692	959	1,026	1,982	2,323	6,291
% of sales	1.42%	0.79%	0.25%	1.41%	4.15%	1.61%	1.64%	1.81%	1.83%	1.76%
경상연구개발비	1,161	2,484	3,021	3,461	3,745	853	847	1,575	1,898	5,173
% of sales	3.09%	3.52%	0.82%	1.61%	2.32%	1.43%	1.36%	1.44%	1.50%	1.44%
광고선전비	4,100	7,292	88,087	32,569	13,112	5,993	7,518	8,550	8,258	30,319
% of sales	10.91%	10.34%	23.85%	15.19%	8.14%	10.03%	12.03%	7.82%	6.52%	8.46%
기타비용	5,032	5,693	8,757	19,387	22,147	4,368	4,567	9,589	9,447	27,971
% of sales	13.38%	8.07%	2.37%	9.04%	13.74%	7.31%	7.31%	8.77%	7.46%	7.81%

영업비용은 인건비(종업원급여, 퇴직급여, 복리후생비), 지급수수료, 감가상각비, 사용권자산상각비, 무형자산상각비, 외주용역비, 경상연구개발비, 광고선전비, 기타비용으로 나누어 추정해 주었다. 영업비용 추정에 있어 중요하게 다뤄야 할 계정은 인건비, 지급수수료, 광고선전비 계정이다.

① 인건비

종업원급여, 퇴직급여, 복리후생비로 구분된다. 먼저 종업원급여는 종업원 수에 인당 급여를 곱하여 추정하였다. 동사는 23년 11월 비상경영 체제에 돌입, 인건비 절감을 위해 신규 채용을 줄이고 희망퇴직을 받고 있다. 게임 개발 및 서비스 제공에 요구되는 인력 제외 비핵심 인력을 중심으로 인력 재편이 진행되고 있으며, 4Q23에는 전분기 대비 14.4% 가량의 인력 감축을 단행했다. 사측에 따르면 강력한 비용 절감 기조는 24년에도 지속될 것으로 판단되나, 보수적 추정을 위해 2Q24~3Q24는 비상경영 체제에 돌입하기 이전 시기의 분기 평균 인력 감소율을 고려하여 순차적으로 감소 처리해주었다. 인당 급여의 경우 과거 2개년 분기 평균 임금 상승률 추이를 고려하여 추정하였다. 퇴직급여는 퇴직자 수와 연동되는 계정임을 고려하여, 퇴직자 수와 인당 퇴직급여 추정치를 고려하여 산출하였다. 복리후생비는 종업원 수에 비례하는 경향이 강해, 상술한 종업원 수 추이에 연동하여 추정하는 방식을 사용하였다.

종업원급여 및 퇴직급여 추정														
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
영업수익	37,597	70,511	369,329	214,424	50,312	38,251	34,751	37,829	161,143	59,756	62,469	109,305	126,686	358,216
종업원급여	24,258	26,266	63,928	59,739	16,972	17,985	17,486	16,809	69,252	14,573	14,658	14,988	15,558	59,777
종업원 수	103	147	283	409	406	401	389	333		283	280	276	276	
인당 급여	236	179	226	146	42	45	45	50	182	51	52	54	56	214
퇴직급여	2,304	2,629	3,600	5,195	1,089	1,613	1,089	2,971	6,760	1,485	1,188	1,069	1,016	4,759

② 지급수수료: (1) 애플 앱스토어, 구글플레이를 통해 소비자에게 게임 콘텐츠를 판매할 때 발생하는 30% 수수료, (2) 어플리케이션 내 인앱결제 시 발생하는 추가 수수료가 포함된 계정으로, 변동비적 성격을 띤다. 향후 단기간 내 양대 앱스토어 과금 구조에 변동이 없을 것으로 판단되는 바, 게임 부문 영업수익에 연동하여 지급수수를 추정하는 방식을 사용했다.

③ 광고선전비: 마케팅비로 대표되는 광고선전비는 일회성 비용의 성격이 강하며, 통상적으로 신작 출시 전후 분기에 일시적으로 증가하는 경향을 띤다. 다만, 동사는 비상경영 체제 하에서 향후 마케팅비를 최대 25% 수준까지 줄일 계획을 밝혔으며, 실제로 4Q23에 이와 유사한 수준까지 광고선전비가 감소했음을 확인하였다. 그러나 보수적 추정을 위해 21년 <쿠기런: 킹덤> 출시를 앞두고 지출했던 광고선전비의 50% 이내 범위에서, 금년 분기별 신작 출시 일정 및 21년도 분기별 광고선전비 지출 추이를 반영하여 광고선전비를 추정해주었다.

④ 기타 비용: 감가상각비의 경우 별도 추정해주었다([Appx 3.]). 외주용역비는 성우 녹음(게임 개발 또는 업데이트 등) 및 외부 프로젝트 등에 투입되는 비용이 포함된 계정으로 비교적 꾸준히 발생하는 비용이지만, 통상적으로 신작 출시 후 1~2개 분기 동안 증가하는 추세임을 고려하여 과거 추이를 토대로 증가율 반영해주었다. 그 외 기타 비용은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동, Average Flat, Moving Average 처리해주었다.

(2) 영업외손익 및 법인세비용 추정

영업외손익 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
기타손익	(321)	(6,283)	(1,108)	66	(980)	(46)	(14)	(26)	(28)	(113)
잡손익	(7)	276	(15)	40	156	23	25	35	28	110
유형자산관련손익	(316)	(183)	(55)	(125)	(227)	(45)	(36)	(54)	(48)	(184)
무형자산관련손익	(115)	(6,424)	178	(0)	(371)	-	-	-	-	-
리스해지손익	-	-	1	98	-	-	-	-	-	-
종속기업투자주식처분손익	-	-	(1,270)	188	-	-	-	-	-	-
기타영업외손익	117	47	54	(135)	(537)	(23)	(3)	(6)	(8)	(39)
금융손익	10,017	4,719	13,234	10,492	(915)	2,902	3,087	2,452	2,226	10,667
이자손익	1,751	1,366	1,027	1,103	1,375	1,335	1,262	1,335	1,322	5,254
외환차손익	64	4	(258)	110	162	-	-	-	-	-
외화환산손익	(9)	(74)	52	(368)	(106)	-	-	-	-	-
기타금융자산평가손익	(6,396)	4,895	19,483	26,986	6,557	2,576	2,834	2,125	1,913	9,448
기타금융손익	14,606	(1,472)	(7,070)	(17,339)	(8,903)	(1,009)	(1,009)	(1,009)	(1,009)	(4,035)

영업외손익은 성격상 대응되는 계정의 경우 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 이자손익의 경우 이자수익은 이자부자산 바탕으로, 이자비용은 이자부부채 바탕으로 유효이자율을 산출한 후 이를 반영하여 추정하였으며, 상세 추정 내역은 [Appx 2.]에 첨부해두었다. 이외 기타 손익 및 금융손익 계정의 경우, 합리적 추정이 불가하거나 금액적 중요성이 낮은 계정에 대해 0 또는 AVG Flat 처리해주었다.

법인세비용은 구간별 법인세율을 적용하여 추정해주었으며, 상세 추정 내역은 [Appx 4.]에 첨부해두었다.

(3) 최종 손익계산서 Table

추정 손익계산서										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
영업수익	37,597	70,511	369,329	214,424	161,143	59,756	62,469	109,305	126,686	358,216
YoY / QoQ (%)	5.29%	87.54%	423.79%	-41.94%	-24.85%	57.96%	4.54%	74.97%	15.90%	122.30%
영업비용	59,783	76,634	312,675	234,335	209,136	54,221	56,658	81,230	88,143	280,253
영업이익(손실)	(22,186)	(6,123)	56,654	(19,911)	(47,993)	5,535	5,812	28,074	38,543	77,964
OPM (%)	-59.01%	-8.68%	15.34%	-9.29%	-29.78%	9.26%	9.30%	25.68%	30.42%	21.76%
기타손익	(321)	(6,283)	(1,108)	66	(980)	(46)	(14)	(26)	(28)	(113)
금융손익	10,016	4,719	13,234	10,492	(915)	2,902	3,087	2,452	2,226	10,667
지분법손익	(264)	(1,510)	(416)	(456)	343	73	77	82	74	305
법인세비용차감전순이익(손실)	(12,754)	(9,198)	68,365	(9,809)	(49,545)	8,464	8,961	30,582	40,815	88,822
법인세비용(수익)	1,144	(3,295)	7,987	(3,116)	177	1,747	1,851	6,603	8,966	20,056
당기순이익(손실)	(13,898)	(5,903)	60,377	(6,693)	(49,721)	6,717	7,110	23,980	31,849	68,766
NPM (%)	-36.97%	-8.37%	16.35%	-3.12%	-30.86%	11.24%	11.38%	21.94%	25.14%	19.20%

길고 긴 적자의 늪에 빠져 있던 동사의 Top-Line은 6월 <쿠키런: 모험의 탑>의 출시를 기점으로 가파르게 성장할 것으로 예상된다. 이에 더해 강력한 비용 절감 기초의 결실이 가시화됨에 따라 Bottom-Line 또한 빠르게 개선되며 본격적인 턴어라운드 국면에 진입, 영업레버리지가 극대화될 것이라 전망한다. 흑자는 이익단 추정이 다소 공격적이라고 생각할 수 있을 것이다. 그러나 [투자전략]에서 후술하겠지만, 공헌이익률이 50%를 상회하는 동사의 BM을 고려하면, 영업수익의 증대와 영업비용의 전략적 절감이 동시에 이뤄지는 구간에서 OPM의 급격한 상승이 이뤄질 수 있다는 점은 강력한 투자포인트이다. 실제로 <쿠키런: 킹덤>이 출시된 21년도에 급격한 영업이익 개선이 이뤄진 것을 확인할 수 있다는 점에서, 비용 절감이 병행되는 올해의 이익단 추정치는 합리적 범위 내에서 달성 가능한 수준이라고 판단한다.

7.2. Valuation - Peer PER Method

본 보고서는 동사가 ① 6월 출시를 앞둔 신작 <쿠키런: 모험의 탑>을 필두로 유저들을 사로잡으며 가파른 Top-Line의 성장을 이뤄내는 동시에, ② 지난해 하반기부터 이어진 강력한 비용 절감 기초의 결실이 가시화되며 Bottom-Line 또한 빠르게 개선될 것임을 입증하였다. 이에 동사의 기업가치를 Valuation하기 위해, 신작의 출시가 동사에게 가져다줄 수혜에 대한 기대감을 반영하는 동시에, Top-Line과 Bottom-Line의 동반 성장 국면에서 동사가 누리게 될 증익을 함께 반영할 수 있는 PER Method를 사용한다.

먼저 Historical PER Method가 적합하지 않다고 판단한 이유는 다음과 같다. ① 동사는 7개 분기 연속 영업적자를 기록해 최근 변화하는 동사의 상황을 합리적으로 반영할 수 있는 PER Data가 존재하지 않으며, ② 과거 국내 게임 산업이 코로나19 기간을 정점으로 가파른 성장을 지속하던 시기의 멀티플을 부여하는 것은 국내 게임 산업의 성장세가 안정화 국면으로 접어든 현재의 시장 상황을 온전히 반영하기 어렵다는 점에서 그 의미가 퇴색된다고 판단했다.

따라서 국내 중소형 게임사인 컴투스, 웹젠, 네오위즈 3사를 Peer Group으로 선정, 3사의 12MF PER 평균값 13.7x를 Target Multiple로 제시한다. 해당 기업들은 동사와 유사한 수준의 시가총액 5천억 원 안팎의 중소형 게임사들로 23년 기준 게임 사업 매출 비중이 80%를 상회하며, 각각 <서머너즈 워>, <뮤> 시리즈, <브라운더스트 2>로 대변되는 모바일 게임 IP를 보유하고 있다. 또한, 변화한 게임 산업 환경에 동일하게 노출되며, 기존 및 신규 IP를 활용해 게임 라인업을 확대하는 방식으로 모바일 게임 시장 내 성장을 도모하고 있다는 점에서 쿠키런 IP를 기반으로 확장성을 넓히고 있는 동사의 Peer로 선정하기에 충분하다고 판단한다.

동시에 13.7x의 PER은 매우 보수적으로 부여된 멀티플이기도 하다. ① 동사는 <쿠키런: 모험의 탑>이라는 강력한 신작 모멘텀의 시현을 목전에 두고 있다는 점에서, Peer들 대비 더 높은 성장성이 예상된다. 예컨대 컴투스가 자사의 '뮤' IP를 활용하여 신작 <뮤 모나크>를 출시한 23년, 컴투스의 12MF PER은 19.8x 수준이었다. 현재 동사의 신작은 이미 CBT를 통해 우수한 작품성이 검증 완료된 상황이며, 동사는 이에 그치지 않고 모바일 게임 시장의 주류로 자리잡은 캐주얼 게임 부문에서 쿠키런 IP를 활용하여 포트폴리오 다변화를 추진하고 있다.

또한, ② 동사는 현시점 Peer Group 내에서 가장 가파른 이익 성장이 전망되는 기업이기도 하다. [투자포인트1, 2]를 통해 규명한 바와 같이 동사는 Top-Line과 Bottom-Line의 동시적 개선에 따른 구조적 턴어라운드 국면에 진입하였으며, 향후 가파른 영업이익 증대가 전망되는 상황이다. 이에 국내 중소형 게임사 3사의 멀티플 평균값을 부여하는 것은 기대감과 실적 어느 측면에서 보든, 합리적인 범위 내에서 매우 보수적으로 이뤄진 것임을 확인할 수 있다.

상기 논의를 종합하여 2024E EPS 6,398원에 Target Multiple 13.7x를 적용하여 목표주가 87,700원, 상승여력 86%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Peer PER Method (2024E)	
2024E 당기순이익 (단위: 백만 원)	68,766
유통가능주식수 (단위: 주)	10,747,784
2024E EPS (단위: 원)	6,398
Target PER Multiple	13.7x
목표주가 (단위: 원)	87,700
현재주가 (단위: 원)	47,100
상승여력	86%

7.3. 투자 전략 - 데브시스터즈에 대한 View

게임 콘텐츠를 비롯한 무형의 재화를 생산하는 기업에 투자한다는 것의 의미는 무엇인가? 본질적으로 수익과 비용이 비례하지 않는다는 데서 그 매력을 찾을 수 있다. 즉, 매력적인 콘텐츠로 소비자들의 마음을 사로잡을 수 있다면 기업이 벌어들일 수 있는 수익의 상방은 광활하게 열려 있지만, 이를 생산하기 위해 투입되는 비용의 상승폭은 비교적 제한적이다.

특히 동사의 경우, 영업비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 지급수수료의 영업수익 대비 비중이 30~40% 범위 내에서 변동, 인건비를 비롯한 기타 비용들은 고정비 혹은 일회성 비용에 해당한다. 이처럼 공헌이익률이 50%를 상회하며 추가적인 고정비 지출 모멘텀이 적은 BM 하에서는, 유저 확보에 따른 영업수익의 절반 가량이 곧바로 영업이익으로 기여될 수 있다.

실제로 본 보고서가 24년 <쿠키런: 모험의 탑> 단일 작품이 추가적으로 창출할 수 있는 영업이익을 별도로 추정한 결과, 지급수수료를 비롯한 변동비와 광고선전비를 비롯한 일시적 비용을 제외하고 해당 신작 별도 기준 48% 수준의 마진을 확보할 수 있을 것으로 추정한다. 즉, 탁월한 IP에 기반한 양질의 콘텐츠를 보유한 기업은, 이론상 상방이 무한한 수익성의 업사이드를 기대할 수 있다.

시장은 이처럼 무한한 미래 성장성에 대해 높은 프리미엄을 부여한다. 통상적으로 무형의 재화를 판매하는 기업들의 주가는 ① 콘텐츠가 세상에 공개되기 전 기대감으로 한번, ② 그것이 실적으로 환원될 수 있음이 다양한 지표들을 통해 확인될 때 또 한번 상승한다. 이는 특정 콘텐츠가 높은 완성도를 바탕으로 소비자들을 끌어들이 수 있을 것이 예상된다면, 시장 참여자들은 기업이 미래에 창출할 것으로 예상되는 실적을 선제적으로 투자 의사결정에 반영하기도 한다는 것을 의미한다. 이는 동시에 해당 회계년도 실적에 기반한 밸류에이션 상의 이론적 업사이드 이상의 차익을 기대할 수 있게 해주는 유효한 특성으로 작용하기도 한다.

이는 비단 게임주에만 국한되는 것이 아니라 무형 재화의 생산 및 판매를 영위하는 다수 기업들의 주가 흐름에서 공통적으로 발견되는 부분이지만, 게임주의 경우에는 업의 특성상 짧은 시계열 내 큰 폭의 변동이 관찰된다는 특징이 있다. 통상적으로 게임주의 주가는 상술한 무형의 재화를 다루는 여타 산업군의 기업들과 유사하게, 신작 출시를 앞두고 크게 ① 신작 모멘텀, ② 실적 모멘텀이라는 두 가지 모멘텀에 의해 움직이는 양상을 띠어 왔다.

① 신작 모멘텀은 게임사의 신작 출시 일정에 맞춰, 출시 전 기대감에 의해 주가가 상승하는 현상을 의미한다. 보통 출시일 전후까지 주가가 상승한 후, 출시 이후 이에 대한 기대감이 소멸하면 주가가 하락하는 모습이 관찰된다. ② 실적 모멘텀은 신작에 대한 기대감이 소멸한 이후, 신작의 출시가 실제 긍정적 실적으로 이어질 수 있음이 확인되면 주가가 반등하는 현상을 의미한다. 실적이 시장의 기대치를 뛰어넘을 경우, 주가 변동폭은 더욱 확대될 수 있다.

본 보고서는 동사가 두 가지 모멘텀을 모두 향유할 준비를 마쳤다고 판단한다. ① 시장에서 동사의 신작 출시에 거는 기대감은 서서히 주가에 반영되고 있다. 올해 1월 19일 <쿠키런: 모험의 탑> CBT가 시작된 이후, 동사의 주가는 지속적인 우상향 추이를 보이고 있다. 1월 18일 34,500원이었던 주가는 5월 3일 47,100원으로 36.5% 가량 상승했으며, 이는 시장이 동사의 신작에 부여하는 기대감이 유효하다는 것을 시사한다. 상술한 통상적인 게임주의 주가 흐름을 고려한다면, 향후 신작 출시일인 6월 26일 전후까지 상승폭이 확대될 가능성이 높다.

② 또한 본 보고서는 [투자포인트 1.]을 통해 <쿠키런: 모험의 탑>이 유저들을 흡입할 수 있는 작품성을 갖췄음을, [투자포인트 2.]를 통해 효과적인 과금 구조와 강력한 비용 절감이 맞물리며 수익성의 증대를 도모할 수 있음을 규명했다. 이에 신작 출시 이후 긍정적인 실적 지표가 공개될 가능성이 높을 것으로 보며, 또 한번의 주가 반등이 시현될 가능성이 높다고 판단한다. 특히, CBT를 통해 게임 완성도에 대한 유저 반응이 긍정적이라는 점이 확인된 현 시점은, 신작의 성공에 대한 리스크를 낮추는 동시에 차익 실현이 가능한 적기라고 판단한다.

이에 신작에 대한 ① 기대감과 ② 실적을 확인할 수 있는 지표들을 지속적으로 트래킹하며 투자 의사결정을 내릴 것을 제안한다. 다양한 지표들이 존재하지만, 가장 접근성이 높은 지표들을 위주로 제시하도록 하겠다. 먼저 ① 기대감을 확인할 수 있는 지표로는 사전예약자 수 추이를 참고할 것을 권한다. 사전예약자 수는 출시 초기 확보 가능한 유저 수를 유추할 수 있는 지표로, 일반적으로 IP에 대한 유저 충성도와 비례하는 경향을 띤다. 다만, 사측에서 구체적인 사전예약자 수를 공개하기 보다는 달성 기준 및 보상과 함께 공개하는 경우가 많으며, 언론 및 기업 관계자 코멘트를 통해 간접적으로 공개되기도 한다는 점에 유념할 필요가 있다.

② 출시 이후 신작이 창출할 수 있는 실적의 규모를 가늠할 수 있는 지표로는 양대 앱스토어 (애플 앱스토어, 구글플레이)의 인기 순위와 매출 순위를 제시한다. 구체적인 수익 규모를 추산하는 것은 무리일 수 있으나, 통상적으로 인기 순위는 MAU를 유추할 수 있는 지표에, 매출 순위는 MAU와 ARPU를 포함해 수익성을 종합적으로 유추할 수 있는 지표에 해당한다.

이처럼 동사가 영위하는 사업의 본질적 특성에 집중한다면, 과거 통상적인 게임주의 주가 추이와 유사하게 ① 신작 출시 전, ② 실적 관련 지표가 확인 가능한 시점, 두 번의 매수 타이밍이 있을 것이라 판단한다. 다만, 시장은 늘 과거를 토대로 학습하고 변화하기에, 과거의 주가 추이를 현재의 투자 전략을 수립하는 데 그대로 적용하는 것은 위험하다. 특히 국내 게임 산업이 고도의 성장을 반복하던 코로나19 시기만큼의 폭발적인 주가 상승폭을 기대하는 것은 어렵다고 판단한다. 결국 동사에 투자함에 있어 가장 중요한 것은, 신작에 대한 기대감과 실적을 대변하는 **상기 지표들을 면밀히 참조하며 의사결정에 활용하는 것이다.**

그럼에도 불구하고 앞선 밸류에이션 과정을 통해 도출된 목표주가는 24년 추정 EPS에 기반해 도출된 것인 만큼, 펀더멘털의 관점에서 안전마진의 영역에 속한다고 판단한다. 다시 말해, 실적과 멀티플 중 어느 것을 봐도 설명되는 수준의 업사이드를 합리적으로 기대할 수 있다.

상술한 바와 같이 신작 출시 이후 긍정적인 실적 관련 지표가 공개될 경우 시장 참여자들은 25년 이후의 실적 전망치까지 고려해 투자 의사결정을 내릴 가능성이 존재하며, 그 경우 주가는 더욱 가파른 상승세를 보일 가능성이 있다. 즉, 이론적 목표주가 실현 시점은 24년 말이지만, 동사의 미래 이익에 대한 기대가 가시화될 경우 주가에 즉각 업사이드가 반영될 수 있다. 이에 투자자들의 의사결정을 돕기 위해, 향후 1년간 동사의 예상 실적을 반영하여 산출된 25년 2분기까지의 분기별 추정 손익계산서 Table을 함께 첨부한다.

추정 손익계산서												
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	1Q25E	2Q25E
영업수익	37,597	70,511	369,329	214,424	161,143	59,756	62,469	109,305	126,686	358,216	118,622	112,848
YoY / QoQ (%)	5.29%	87.54%	423.79%	-41.94%	-24.85%	57.96%	4.54%	74.97%	15.90%	122.30%	-6.37%	-4.87%
영업비용	59,783	76,634	312,675	234,335	209,136	54,221	56,658	81,230	88,143	280,253	83,286	80,229
영업이익(손실)	(22,186)	(6,123)	56,654	(19,911)	(47,993)	5,535	5,812	28,074	38,543	77,964	35,336	32,618
OPM (%)	-59.01%	-8.68%	15.34%	-9.29%	-29.78%	9.26%	9.30%	25.68%	30.42%	21.76%	29.79%	28.90%
기타손익	(321)	(6,283)	(1,108)	66	(980)	(46)	(14)	(26)	(28)	(113)	(26)	(24)
금융손익	10,016	4,719	13,234	10,492	(915)	2,902	3,087	2,452	2,226	10,667	2,667	2,613
지분법손익	(264)	(1,510)	(416)	(456)	343	73	77	82	74	305	76	74
법인세비용차감전순이익(손실)	(12,754)	(9,198)	68,365	(9,809)	(49,545)	8,464	8,961	30,582	40,815	88,822	38,054	35,282
법인세비용(수익)	1,144	(3,295)	7,987	(3,116)	177	1,747	1,851	6,603	8,966	20,056	8,328	7,688
당기순이익(손실)	(13,898)	(5,903)	60,377	(6,693)	(49,721)	6,717	7,110	23,980	31,849	68,766	29,725	27,594
NPM (%)	-36.97%	-8.37%	16.35%	-3.12%	-30.86%	11.24%	11.38%	21.94%	25.14%	19.20%	25.06%	24.45%

게임주 투자는 'High Risk, High Return'이라는 인식이 강하다. 이는 아직 세상에 공개되지 않은 신작의 성공 가능성을 점치는 일이 어려울뿐더러, 짧은 시계열 내 큰 폭의 주가 변동이 관찰되는 경우가 많기 때문이다. 다만, 이미 신작이 CBT를 통해 세상에 공개되었고 변화하는 시장 트렌드에 발맞춰 유저들을 끌어들이 준비를 마쳤음이 확인되었다면, 투자자들이 감수해야 할 리스크의 폭은 줄어들게 된다. 나아가 효과적인 과금 구조의 설계와 강력한 비용 통제 기조가 맞물리며 급격한 수익성의 증대가 전망되는 현시점의 동사는, 펀더멘털의 측면에서 봐도 매력적인 매수 구간에 진입해 있다고 판단한다.

7. Appendix.

Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표					연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023
자산	132,190	273,711	300,418	239,752	영업활동현금흐름	(3,957)	70,785	(13,681)	(26,105)
유동자산	77,663	162,498	116,792	80,056	당기순이익(손실)	(5,903)	60,377	(6,693)	(49,721)
현금및현금성자산	6,887	31,287	21,641	8,230	비현금항목조정등	6,931	7,131	7,126	22,312
기타유동금융자산	61,891	93,272	66,771	46,031	이자수익	(1,382)	(1,346)	(2,305)	(2,836)
매출채권	5,522	24,789	12,240	13,230	이자비용	16	319	1,202	1,461
기타채권	588	6,222	3,068	4,313	법인세 비용	(3,295)	7,987	(3,116)	177
기타유동자산	1,937	6,753	5,199	6,242	감가상각비	1,356	2,044	3,320	4,049
유동재고자산	263	155	1,862	925	무형자산상각비	571	1,875	2,832	431
당기법인세자산	575	21	6,011	1,085	리스자산상각비	2,116	3,573	5,027	5,826
비유동자산	54,527	111,213	183,626	159,696	퇴직급여	2,320	2,505	4,161	4,631
장기기타채권	5,003	9,388	8,749	7,145	금융자산평가이익	(4,919)	(24,296)	(26,986)	(6,557)
장기기타금융자산	37,485	66,806	133,335	115,857	금융자산평가손실	24	4,813	2,164	32,846
관계기업투자	1,586	2,070	2,485	2,298	주식보상비용(환입)	331	1,076	4,307	5,463
유형자산	3,058	10,055	13,759	11,630	지분법손실	1,510	416	456	(343)
무형자산	2,686	6,885	8,314	6,752	순운전자본의 변동	(5,275)	2,450	(9,395)	(6,379)
사용권자산	1,336	15,485	16,778	13,308	매출채권의 감소	(2,038)	(19,251)	12,201	(1,156)
비유동 순확정급여자산	-	-	205	2,706	기타채권의 감소	(19)	(1,492)	(53)	19
부채	32,469	107,735	119,179	105,194	재고자산의 감소	(65)	108	(2,382)	565
유동부채	9,377	45,932	20,192	25,693	기타자산의 감소	(1,368)	(4,817)	1,554	(292)
기타채무	4,604	24,770	7,465	8,885	기타채무의 증가	2,200	20,279	(10,905)	(436)
기타 유동부채	1,689	12,074	6,815	4,124	기타부채의 증가	(1,049)	10,385	(5,258)	2,354
당기법인세부채	94	4,177	90	106	이자취	1,468	1,466	1,564	2,608
기타유동금융부채	1,557	-	-	6,841	법인세환급(납부)	(1,177)	(635)	(6,282)	4,764
유동성리스부채	1,102	4,911	5,822	5,737	투자활동현금흐름	(1,707)	(54,689)	(6,088)	6,978
유동충당부채	331	-	-	-	기타금융자산의 처분	-	(31,564)	22,142	26,721
비유동부채	23,092	61,803	98,987	79,502	유형자산의 처분	84	182	23	57
장기기타채무	-	-	6,396	4,465	유형자산의 취득	(1,272)	(8,853)	(7,203)	(2,426)
기타 비유동 부채	-	-	-	5,045	무형자산의 취득	-	(6,024)	(4,339)	(195)
순확정급여부채	723	1,383	909	187	보증금의 감소	1,192	1,201	1,324	965
비유동충당부채	-	795	807	817	보증금의 증가	(797)	(6,169)	(2,321)	(694)
기타비유동금융부채	22,152	49,062	80,146	61,366	관계기업투자의 취득	(208)	(900)	(1,200)	(300)
비유동 리스부채	218	10,563	10,729	7,621	금융자산의 취득	(11,971)	(6,377)	(17,506)	(19,215)
자본	99,721	165,976	181,239	134,557	재무활동현금흐름	5,571	8,222	10,105	5,675
지배기업소유주자본	102,506	165,304	179,909	132,542	기타금융부채의 증가	-	6,200	9,600	11,933
자본금	5,602	5,903	5,926	5,993	기타금융부채의 감소	7,713	3,150	1,226	919
기타불입자본	105,739	109,192	117,784	123,038	리스부채의 상환	(1,995)	(3,056)	(5,213)	(6,032)
이익잉여금(결손금)	(7,850)	51,740	39,855	(9,148)	현금및현금성자산증가	(92)	24,318	(9,663)	(13,452)
기타포괄손익누계액	(985)	(1,531)	16,345	12,659	기초현금및현금성자산	7,228	6,887	31,287	21,641
비지배지분	(2,785)	672	1,330	2,015	현금및현금성자산증가	(249)	82	18	41
자본과부채총계	132,190	273,711	300,418	239,752	기말현금및현금성자산	6,887	31,287	21,641	8,230

Appx 2. 이자손익 추정

이자부자산 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
기말이자부자산	101,400	104,967	175,688	211,924	173,346	173,346	173,346	173,346	173,346	173,346
이자수익	1,836	1,382	1,346	2,305	2,836	2,294	2,125	2,285	2,272	8,976
유효이자율	1.81%	1.32%	0.77%	1.09%	1.64%	1.32%	1.23%	1.32%	1.31%	1.31%
이자부부채 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
기말이자부부채	15,332	25,028	64,536	96,696	81,565	81,565	81,565	81,565	81,565	81,565
이자비용	85	16	319	1,202	1,461	959	863	950	950	3,722
유효이자율	0.55%	0.06%	0.49%	1.24%	1.79%	1.18%	1.06%	1.16%	1.16%	1.16%

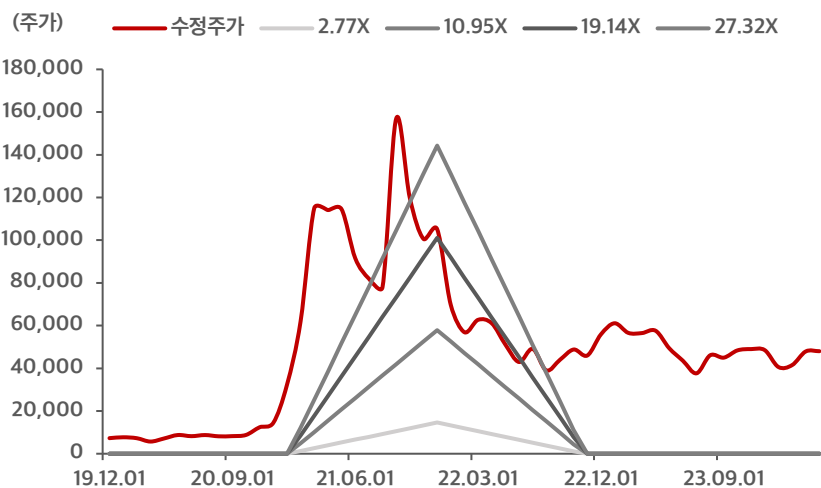
Appx 3. 감가상각비 추정

감가상각비 추정									
(단위: 백만 원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
기초장부가액	4,042	3,259	3,058	10,055	13,759	11,630	12,696	12,846	12,997
비품	1,768	1,571	1,689	4,218	5,990	4,778	4,929	5,079	5,230
시설장치	2,165	1,573	1,267	5,785	7,729	6,661	7,560	7,560	7,560
차량운반구	109	115	102	52	40	191	207	207	207
취득/처분/대체	(783)	(201)	6,997	3,704	(2,130)	1,066	150	150	150
비품	(197)	118	2,529	1,773	(1,212)	150	150	150	150
시설장치	(592)	(306)	4,518	1,944	(1,069)	899	-	-	-
차량운반구	6	(13)	(50)	(13)	151	16	-	-	-
기말장부가액	3,259	3,058	10,055	13,759	11,630	12,696	12,846	12,997	13,147
비품	1,571	1,689	4,218	5,990	4,778	4,929	5,079	5,230	5,380
시설장치	1,573	1,267	5,785	7,729	6,661	7,560	7,560	7,560	7,560
차량운반구	115	102	52	40	191	207	207	207	207
감가상각비	1,323	1,356	2,044	3,320	4,049	979	893	687	523
비품	548	813	811	1,499	1,700	368	365	266	215
시설장치	745	482	1,200	1,808	2,315	593	511	409	300
차량운반구	29	61	33	13	34	18	17	12	8
상각률	36.23%	42.92%	31.18%	27.88%	31.90%	8.05%	6.99%	5.32%	4.00%
비품	32.83%	49.88%	27.48%	29.36%	31.57%	7.58%	7.29%	5.16%	4.05%
시설장치	39.87%	33.94%	34.03%	26.76%	32.18%	8.34%	6.76%	5.40%	3.97%
차량운반구	26.10%	56.08%	42.58%	27.91%	29.42%	9.10%	8.25%	5.86%	4.03%

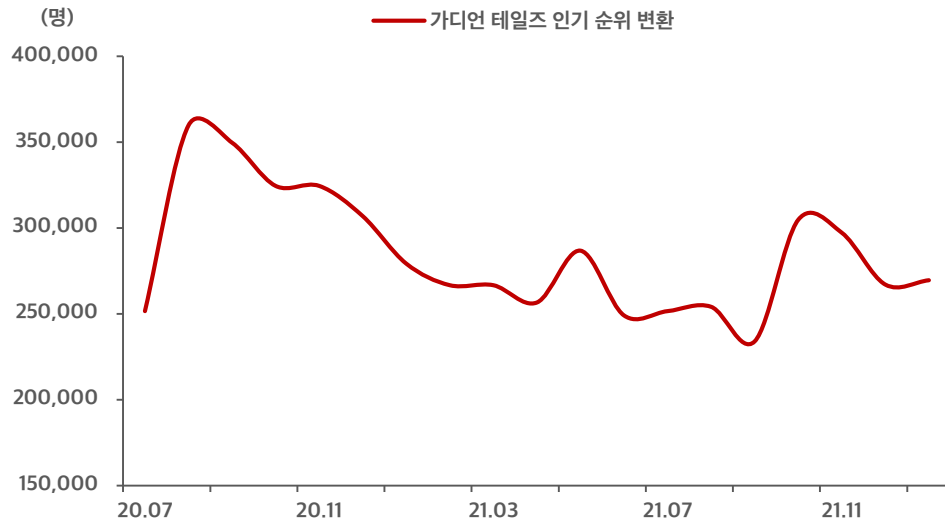
Appx 4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)		1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
과세구간	2억원 이하	200	200	200	200	200
	2억원~200억	8,264	8,761	19,800	19,800	19,800
	200억원 초과	-	-	10,582	20,815	68,822
과세구간별 법인세	2억원 이하	18	18	18	18	18
	2억원~200억	1,570	1,665	3,762	3,762	3,762
	200억원 초과	-	-	2,222	4,371	14,453
최종법인세	합계	1,588	1,683	6,002	8,151	18,233
	지방세	159	168	600	815	1,823
	법인세비용	1,747	1,851	6,603	8,966	20,056

Appx 5. 동사 PER Band



Appx 6. <쿠키런: 모험의 탑> 그래프 개형 및 상관분석 결과



상관관계 분석

	MAU	인기순위
MAU	1	
인기순위	-0.80276	1

Appx 7. <쿠키런: 킹덤(중국제외)> 이벤트 전후 MAU 변화 및 분기별 영업수익

<쿠키런: 킹덤(중국제외)> 3주년 이벤트 전후 MAU 변화

일자	MAU(단위: 명)
23.10	558,000
23.11	475,000
23.12	450,000
4Q23 평균	494,333
24.01	791,000
24.02	824,000
24.03	663,000
1Q24 평균	759,333

<쿠키런: 킹덤(중국제외)> 분기 영업수익

(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
영업수익	46,200	39,100	37,600	36,300	40,300	28,500	22,800	21,900	33,640	29,612	26,066	22,945
QoQ (%)		-15.37%	-3.84%	-3.46%	11.02%	-29.28%	-20.00%	-3.95%	53.61%	-11.97%	-11.97%	-11.97%

Appx 8. <쿠키런: 킹덤(중국)> 영업수익 추정 Table

<쿠키런: 킹덤(중국)> 2024E 영업수익 추정 Table

(단위: 백만 원)	24.01	24.02	24.03	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
일영업수익	378	378	378	378	349	318	293
앱스토어 영업수익	11,716	10,960	11,716	34,393	31,714	29,245	26,968
애플 앱스토어 점유율	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
월 전체 예상 영업수익	16,403	15,344	16,403	48,150	44,400	40,943	37,755
로열티	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
영업수익	4,101	3,836	4,101	12,037	11,100	10,236	9,439

Appx 9. <쿠키런: 마녀의 성>, <쿠키런: 오븐스매시> 영업수익 추정 Table

<쿠키런: 마녀의 성> 월 영업수익 추정 Table				
일자	MAU 추정치(단위: 명)	ARPU(단위: 원)	월 영업수익(단위:백만 원)	
24.03	140,000	4,095	573	
24.04	230,416	4,095	944	
24.05	231,219	4,095	947	
24.06	226,402	4,095	927	
24.07	223,191	4,095	914	
24.08	219,176	4,095	898	
24.09	214,359	4,095	878	
24.10	213,556	4,095	875	
24.11	223,191	4,095	914	
24.12	215,162	4,095	881	
25.01	210,345	4,095	861	
25.02	206,331	4,095	845	
25.03	206,331	4,095	845	
25.04	203,922	4,095	835	
25.05	202,317	4,095	828	
25.06	193,485	4,095	792	
25.07	203,119	4,095	832	
25.08	204,725	4,095	838	
25.09	195,894	4,095	802	
25.10	182,246	4,095	746	
25.11	177,428	4,095	727	
25.12	163,780	4,095	671	

<쿠키런: 오븐스매시> 월 영업수익 추정 Table				
일자	MAU 추정치(단위: 명)	ARPU(단위: 원)	월 영업수익(단위:백만 원)	
24.10	1,576,308	4,384	6,911	
24.11	1,786,482	4,384	7,832	
24.12	1,716,423	4,384	7,525	
25.01	1,646,366	4,384	7,218	
25.02	1,681,395	4,384	7,371	
25.03	1,646,366	4,384	7,218	
25.04	1,506,250	4,384	6,603	
25.05	1,646,366	4,384	7,218	
25.06	1,471,221	4,384	6,450	
25.07	1,646,366	4,384	7,218	
25.08	1,506,250	4,384	6,603	
25.09	1,401,163	4,384	6,143	
25.10	1,611,336	4,384	7,064	
25.11	1,576,308	4,384	6,911	
25.12	1,646,366	4,384	7,218	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.