

디어유 376300

본 게임은 2분기부터

1Q25 Re: 실적은 저조했지만 일본 사업 가능성은 부각

1Q25P 매출액 175억원(-13.5% YoY), 영업이익 55억원(-23.4% YoY, OPM 31.2%)으로 시장 기대치(매출액 182억원, 영업이익 60억원)를 하회했다. 블랙핑크 '지수'의 계약 종료와 배우 '김수현' 이슈 영향에 따라 전체 구독자 수가 188만명(-2만명 QoQ)을 기록한 점이 주요했다. 영업이익 감소는 AI 펫 버블 개발비 잔금 인식(5억원)과 임직원 상여금 지급으로 인한 판관비 증가가 영향을 미쳤다. 버블 포 재팬의 구독자 수는 '미세스 그린애플' 인기로 힘입어 6.2만명(+37.5% QoQ)을 기록했다. 아직 실적 영향은 미미하지만 분기마다 5명 이상의 IP가 꾸준히 입점 중인 만큼 일본 자회사의 실적 기여도는 점차 확대될 전망이다.

중국 진출 임박, 호재는 2분기부터 쏟아진다.

2025년 실적은 매출액 912억원(+21.9% YoY), 영업이익 406억원(+59.6% YoY, OPM 44.5%)으로 전망한다. 1)중국 QQ뮤직 서비스 오픈, 2) PG결제 도입, 3) 대형 IP 입점 등 실적 성장을 견인할 호재들은 모두 2분기에 집중돼 있다. 중국 서비스의 경우 서버 이슈로 오픈이 지연되고 있으나 6월 중으로 정상 오픈 할 예정이다. 오픈 시 기대되는 구독자 유입 규모는 25년 기준 191만명으로 로열티 매출(10%)로 환산 시 58억원의 수익이 기대된다. PG결제도 6월 중 도입 예정으로 도입 시 결제 수수료는 5~6%(기존 인앱 수수료 26%) 수준이다. 이에 따라 연말까지 전체 구독자 중 25%만 전환해도 약 6%p의 영업이익률을 개선효과를 기대할 수 있다. 4월 입점한 '라이즈', 'NCT wish'가 '더보이즈', '제로베이스원' 이탈 영향을 커버하며 구독자수는 1분기를 저점으로 회복될 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 55,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS 1,829원에 PER 30배(SM과 JYP의 과거 글로벌 확장시기 PER 평균)를 적용했다. 국내 팬 플랫폼 중 유일하게 중국에 진출해 IP 경쟁 하들이 없는 만큼 서비스 출시 이후 밸류에이션 상향 여지도 높다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	49	76	75	90	112
영업이익	16	29	25	40	62
영업이익률(%)	33.1	37.8	33.9	44.5	55.7
세전이익	17	33	31	45	68
지배주주지분순이익	16	26	24	35	53
EPS(원)	695	1,104	1,027	1,478	2,244
증감률(%)	흑전	58.9	-6.9	43.9	51.8
ROE(%)	12.4	16.9	11.3	16.6	21.3
PER(배)	41.4	29.1	35.1	29.5	19.4
PBR(배)	4.8	4.5	4.4	4.6	3.8
EV/EBITDA(배)	32.9	21.0	25.6	19.9	12.6

자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

2025.05.13

매수(유지)

목표주가(유지)	55,000원
현재주가(05/12)	43,600원
상승여력	26.1%

Stock Data

KOSDAQ	725.4pt
시가총액(보통주)	1,035십억원
발행주식수	23,738천주
액면가	500원
자본금	12십억원
60일 평균거래량	352천주
60일 평균거래대금	14,928백만원
외국인 지분율	4.8%
52주 최고가	50,300원
52주 최저가	17,640원
주요주주	
에스엠스튜디오스(외 5인)	49.5%
제이와이피엔터테인먼트(외 3인)	10.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	19.5	15.2
3M	4.4	7.1
6M	20.9	18.8

주가차트

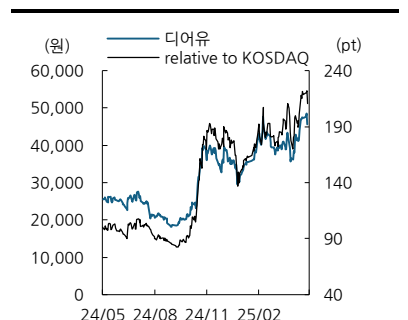


표1 디어유 1Q25P 실적 Review

(십억원, %)	1Q25P	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	17.5	17.8	20.3	(1.3)	(13.5)	18.2	(3.6)	18.0	(2.5)
버블	17.1	17.6	20.2	(18.5)	1.1			17.8	
기타	0.1	0.1	0.1	0.2	47.6			0.1	
일본 로열티	0.1	0.1	0.0	23.8	N/A			0.1	
중국 로열티		0.0	0.0	N/A	N/A			0.0	
영업이익	5.5	4.9	7.2	12.6	(23.4)	6.0	(8.6)	5.9	(7.8)
OPM	31.2	27.4	35.3	14.0	(11.4)			33.0	
당기순이익	5.2	5.5	8.9	(4.9)	(41.7)	6.5	(19.8)	6.9	(24.9)
NPM	29.7	30.8	44.1	(3.7)	(32.6)			38.6	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 디어유 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	91	112	90	112	(1.1)	(0.2)
영업이익	41	62	40	62	(1.0)	0.0
OPM	44	56	44	56	0.0	0.2
당기순이익	37	54	35	53	(4.7)	(0.7)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 디어유 실적 추정 Table

(십억원, 만명, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
버블 구독 수	230.0	218.0	202.0	190.0	188.0	210.6	229.5	234.1	238.8	243.6	248.4	253.4
버블 포 재팬 구독 수	-	-	-	4.5	6.2	6.8	7.8	8.8	10.0	11.3	12.6	14.1
매출액	20.3	19.1	17.7	17.8	17.5	20.2	25.9	26.7	75.7	74.9	90.3	111.7
YoY	24.0	(0.1)	(8.5)	(14.8)	(13.5)	5.7	45.8	50.2	53.9	(1.1)	20.6	23.8
버블	20.2	19.0	17.7	17.6	17.1	19.2	23.3	23.7	74.6	74.5	83.3	97.8
YoY	25.9	1.2	(7.5)	(15.0)	(15.3)	0.9	31.9	34.9	56.2	(0.2)	11.9	17.4
기타	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	1.0	2.6	3.0	1.1	0.4	6.7	13.9
YoY	(78.4)	(80.2)	(72.5)	(31.0)	176.3	1,478.9	2,921.4	1,696.3	(25.4)	(64.6)	1,673.6	108.4
AI 팻, 폰트	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.1	0.3	0.4	0.5
YoY	(78.4)	(80.2)	(72.5)	(31.0)	47.6	63.3	25.0	16.0	(25.4)	(71.0)	34.7	21.6
일본로열티	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.4	0.6
YoY	-	-	-	-	-	-	-	75.8	-	-	488.9	61.7
중국로열티	-	-	-	-	-	0.8	2.4	2.7	0.0	0.0	5.9	12.8
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	117.7
영업이익	7.2	7.1	6.3	4.9	5.5	8.0	13.2	13.5	28.6	25.4	40.2	62.2
YoY	24.6	4.5	(13.1)	(44.9)	(23.4)	13.9	107.5	177.0	75.8	(11.2)	58.0	55.0
OPM	35.3	37.0	35.8	27.4	31.2	39.8	50.9	50.5	37.8	33.9	44.5	55.7
순이익	8.9	6.9	3.1	5.5	5.2	7.7	11.4	10.8	26.2	24.4	35.0	53.2
YoY	(0.1)	44.5	(52.5)	(8.8)	(41.7)	11.8	268.2	96.5	59.9	(7.0)	43.6	51.9
NPM	44.1	36.0	17.4	30.8	29.7	38.1	43.9	40.3	34.6	32.6	38.8	47.6

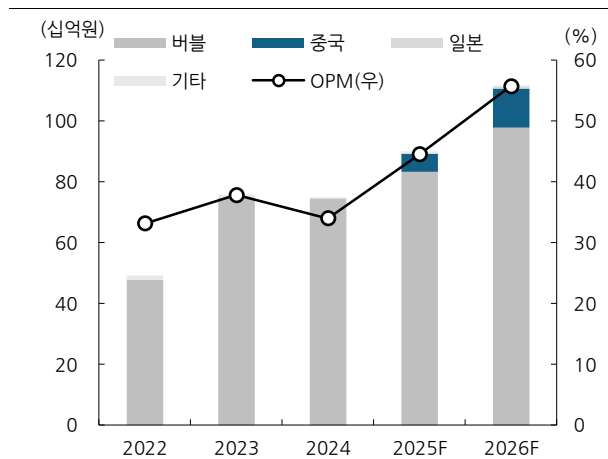
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 디어유 밸류에이션 테이블

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	43	12M Fwd 지배순이익 적용
주식 수	(주)	23,738,406	
Target EPS	(원)	1,829	12M Fwd EPS 적용
Target P/E	(x)	30	과거 글로벌 확장시기(17~19년) SM 및 JYP PER 평균
목표주가	(원)	55,000	
현재주가	(원)	43,600	전일 종가
Upside	(%)	26.1	

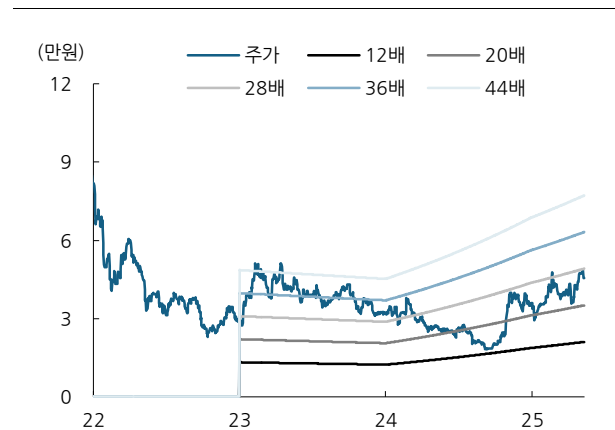
자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 디어유 연간 실적(매출, OPM) 추이 및 전망



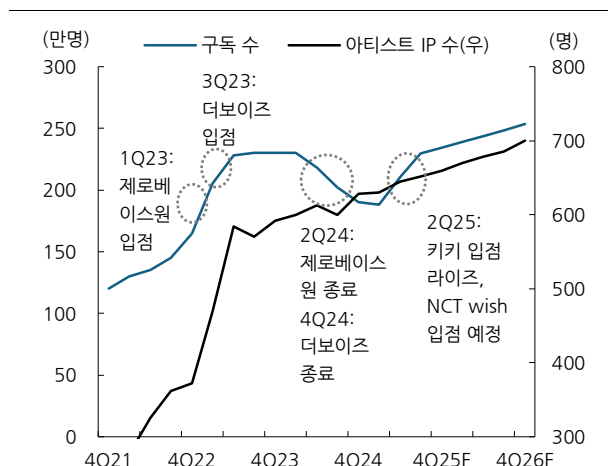
자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

그림2 디어유 PER 밴드차트



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

그림3 버블 구독 수 및 입점 아티스트 수 추이



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 SM, JYP 아티스트 입점 현황

SM		JYP	
슈퍼주니어	레드벨벳	NEXZ	2PM
엑소	NCT	ITZY	스트레이키즈
강인	WayV	야오첸	박재범
루카스	라이즈	데이식스	킥플립
강타	NCT Wish	트와이스	프로젝트 C
에스파	루카스	보이스토리	VCHA
동방신기	Hearts2Hearts	Xdinary Heroes	
샤이니	보아	엔믹스	
소녀시대		니쥬	

자료: LYSN, Bubble for JYPnation, DS투자증권 리서치센터

주1: 하늘색은 미입점 아티스트

표5 중국 진출 관련 로열티 매출 추정(중립적 케이스 가정 시)

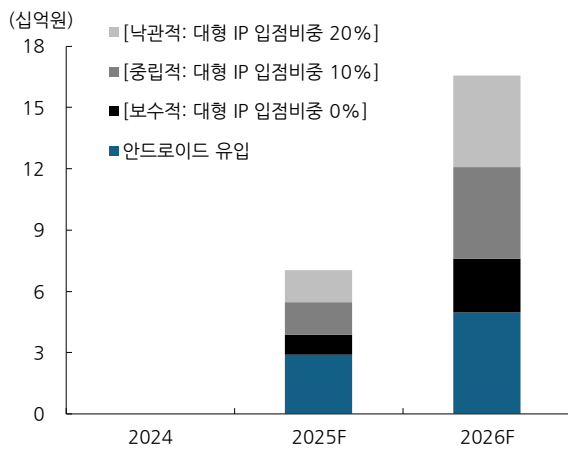
(명)	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
안드로이드 유저 유입 수	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254
중국 아티스트 입점에 따른 유입 수	618,000	673,000	927,000	982,000	1,236,000	1,291,000	1,545,000	927,000	1,545,000
총 구독자 수(누계)	1,599,254	1,654,254	1,908,254	1,963,254	2,217,254	2,272,254	2,526,254	1,908,254	2,526,254
구독권 가격(원)	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700
총 매출(십억원)	22.5	23.3	26.9	27.7	31.3	32.0	35.6	57.7	126.6
로열티 매출(십억원)	0.8	2.3	2.7	2.8	3.1	3.2	3.6	5.8	12.7

자료: DS투자증권 리서치센터 추정 / 주1: 구독권 가격은 기존 버블의 중국 지역 가격인 22위안(1인 기준)에 현재 환율 적용

주2: 2Q25 로열티 매출은 6월부터 입점을 가정해 1/3만 반영

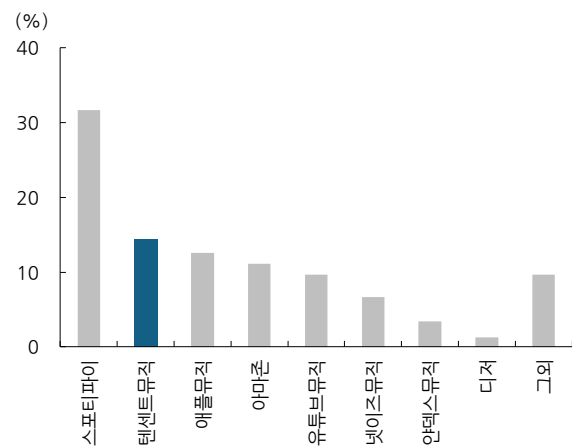
주3: 보수적 케이스: 중국 대형 IP 입점 비중 10% / 중립적 케이스: 10% / 낙관적 케이스: 20%

그림5 시나리오별 로열티 매출 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

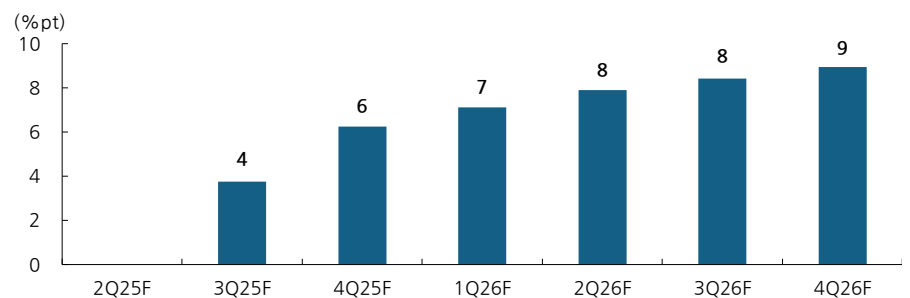
그림6 글로벌 음악 플랫폼 점유율 순위



자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

그림7 PG결제 전환율에 따른 영업이익률 영향 전망

(%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PG	0	15	25	28	31	33	35
인앱	100	85	75	72	69	67	65



자료: DS투자증권 리서치센터

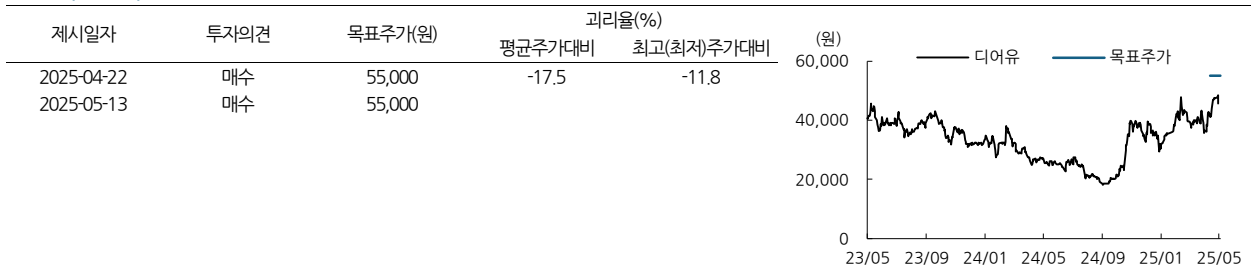
[디어유 376300]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	135	147	169	207	257	매출액	49	76	75	90	112
현금 및 현금성자산	84	57	84	112	158	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	7	15	12	18	20	매출총이익	49	76	75	90	112
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	33	47	49	50	49
기타	44	76	73	76	79	영업이익	16	29	25	40	62
비유동자산	18	43	51	50	50	(EBITDA)	17	31	28	43	64
관계기업투자등	0	5	9	9	10	금융손익	1	5	11	8	8
유형자산	0	3	3	2	1	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	7	10	12	11	9	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	153	191	220	256	307	기타영업외손익	0	-1	-5	-2	-2
유동부채	11	17	21	27	29	세전계속사업이익	17	33	31	45	68
매입채무 및 기타채무	8	13	13	19	21	계속사업법인세비용	1	6	7	10	15
단기금융부채	0	1	1	1	1	계속사업이익	16	26	24	35	53
기타유동부채	3	4	7	7	7	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	4	4	4	4	당기순이익	16	26	24	35	53
장기금융부채	0	4	3	3	3	지배주주	16	26	24	35	53
기타비유동부채	0	0	0	0	0	총포괄이익	16	26	26	35	53
부채총계	11	21	24	30	32	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	141	170	196	226	274	영업이익률 (%)	33.1	37.8	33.9	44.5	55.7
자본금	12	12	12	12	12	EBITDA마진률 (%)	34.2	40.3	37.3	48.0	57.7
자본잉여금	159	162	162	162	162	당기순이익률 (%)	33.3	34.6	32.6	38.9	47.7
이익잉여금	-41	-15	10	40	88	ROA (%)	11.5	15.3	10.2	14.7	18.9
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	12.4	16.9	11.3	16.6	21.3
자본총계	141	170	196	226	274	ROIC (%)	79.9	78.9	57.4	69.8	110.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	21	13	24	38	56	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	16	26	24	35	53	P/E	41.4	29.1	35.1	29.5	19.4
비현금수익비용가감	2	6	8	4	3	P/B	n/a	n/a	4.4	4.6	3.8
유형자산감가상각비	0	1	1	2	1	P/S	4.8	4.5	11.4	11.5	9.3
무형자산상각비	0	1	1	1	1	EV/EBITDA	32.9	21.0	25.6	19.9	12.6
기타현금수익비용	2	4	6	1	1	P/CF	36.4	23.5	26.4	26.7	18.5
영업활동 자산부채변동	2	-23	-14	-1	0	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.6	0.5	0.5
매출채권 감소(증가)	-1	-7	2	-6	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	23.0	53.9	-1.1	20.6	23.8
매입채무 증가(감소)	3	2	-1	6	2	영업이익	23.0	75.8	-11.2	58.0	55.0
기타자산 부채변동	-1	-19	-15	0	0	세전이익	흑전	93.3	-6.9	44.7	51.5
투자활동 현금	29	-41	3	-5	-5	당기순이익	흑전	59.9	-6.9	43.9	51.8
유형자산처분(취득)	0	-3	0	0	0	EPS	흑전	58.9	-6.9	43.9	51.8
무형자산 감소(증가)	0	-4	-3	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	30	-32	6	-3	-3	부채비율	8.0	12.4	12.4	13.5	11.8
기타투자활동	0	-1	0	-1	-1	유동비율	1,220.9	874.2	815.9	768.7	890.4
재무활동 현금	8	3	-1	-5	-5	순차입금/자기자본(x)	-89.2	-71.7	-72.3	-76.3	-80.5
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	0	0	영업이익/금융비용(x)	1,401.5	447.3	132.8	451.2	545.9
자본의 증가(감소)	8	3	0	-5	-5	총차입금 (십억원)	0.3	4.3	4	4	4
배당금의 지급	0	0	0	5	5	순차입금 (십억원)	-125.9	-121.7	-142	-172	-221
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	57	-27	27	28	46	BPS	695	1,104	1,027	1,478	2,244
기초현금	27	84	57	84	112	BPS	5,988	7,143	8,258	9,521	11,550
기말현금	84	57	84	112	158	SPS	n/a	n/a	3,154	3,802	4,706
NOPLAT	21	13	20	31	49	CFPS	792	1,363	1,368	1,632	2,359
FCF	16	26	21	33	51	DPS	n/a	n/a	215	220	220

자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

디어유 (376300) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.