

게임

도쿄 서브컬처 탐방후기: 서구권 시장에 주목

도쿄 서브컬처 탐방후기: 국내 서브컬처 경쟁력 확인

도쿄 등지를 돌아다니며 서브컬처의 인기를 직접 체감했다. 일본 서브컬처 시장에서 한국/중국산 서브컬처가 차지하는 비중이 점점 높아지고 있다는 점을 특기할만 했다. 국내는 21년 출시되었던 블루아카이브가 지속해서 높은 인기를 끌고 있다. 또한 최근 2.5주년을 맞이한 시프트업의 니케가 아키하바라 곳곳에 광고가 전시되어 있어 국내산 서브컬처의 인기와 열기를 직접적으로 느낄 수 있었다. 이는 바꿔 말하면 서브컬처 종주국인 일본이 시장점유율을 잃고 있음을 방증한다. 일본이 시장 점유율을 잃고 있는 근원적인 이유는 인터넷의 확산과 무역장벽의 철폐다. 이로 인해 중국과 한국에 수많은 서브컬처 매니아들을 양산했다. 한국은 김대중 정부시절 일본대중문화를 순차적으로 개방한 바 있다. 이 시기와 인터넷 확대시기가 맞물려 일본 애니메이션은 현재의 MZ세대에게 급속도로 확산되었다. 일본 애니메이션을 보고 자란 세대가 서브컬처 침범의 중심이 되고 있는 것이다

앞으로 HIT RATIO 떨어지겠지만, 국내 주요 서브컬처 게임사 영향 제한적

호요버스의 '원신'의 기록적 성공과 일본 애니메이션의 히트로 우후죽순 서브컬처 게임이 범람하고 있다. 따라서 서브컬처 게임의 HIT RATIO는 앞으로 더 낮아질 전망이다. 25년에는 원신을 모방한 어반판타지 장르의 중국산 게임 3종이 출시될 전망이다. 치열한 경쟁은 신규 진입할 국내기업에게도 악영향이 있다. 그러나 이미 단단한 팬층을 형성해두었고, 해당게임들과 다른 게임성을 보이는 국내 주요 서브컬처게임(니케, 블루아카이브)는 경쟁의 영향이 적다. 따라서 해당게임들은 앞으로 소폭 자연감소하는 수준의 매출을 발생시키며 룬런할 것으로 전망한다

서브컬처 산업: 미개척 시장인 서구권 공략이 미래 결정짓는다

현재 '21-'22년 보여주었던 폭발적인 시장의 성장은 보이고 있지 않다. 결국 기존 강세지역인 한/중/일을 넘어 서구권시장을 개척할 수 있을 지가 향후 서브컬처 산업의 미래를 결정할 것이다. 서브컬처 핵심권역인 한/중/일은 이미 산업규모가 성숙해 급진적인 시장의 성장을 기대하기는 어렵다. 반면 서브컬처 비중이 7%에 불과한 미국(서구권)시장에서의 확대가 이어진다면 시장의 파이는 급격히 커질 수 있다. 미국비중이 높고 국내 서브컬처 1위 기업인 시프트업과 서브컬처 신작 출시 대기중인 넷마블, 엔씨소프트의 행보에 주목한다.

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

김대성 연구원
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.28

비중확대 (신규)

Top Picks

시프트업 462870

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	70,000원
상승여력	29.9%

넷마블 251270

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	59,000원
상승여력	34.7%

엔씨소프트 036570

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	170,000원
상승여력	15.7%

펄어비스 263750

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	43,000원
상승여력	23.5%

Con- tents

도쿄 서브컬처 탐방 후기 및 서구권시장 전망

03

서브컬처가 일상화 된 일본, 미래 성장동력은 다른 곳에서 찾아야
서브컬처가 새로운 시장과 성장동력이 될 수 있다

2025년 서브컬처 기상도

14

서브컬처 Q는 견조히 상승할 전망
2025~ 주요 서브컬처 게임소개

기업분석

21

시프트업(462870)_ 나무를 볼지, 숲을 볼지에 따라 달라질 적정주가
넷마블(251270)_ 체질개선 완료, 이제 볼 시점
엔씨소프트(036570)_ 너무 늦게 댄 걸음마
펄어비스(263750)_ 꿈은 가장 크다, 실현여부는 지켜봐야

도쿄 서브컬처 탐방기 및 서구권시장 전망

서브컬처가 일상화 된 일본, 미래성장 동력은 다른 곳에서 찾아야

도쿄 서브컬처 탐방 후기

서브컬처:일본 애니메이션
화풍의 미소녀/미소년
기반의 콘텐츠를 뜻함

일본은 이미 서브컬처가
충분히 일상화,
추가적인 침투 어려움

서브컬처는 일본 애니메이션 풍 그림체를 매개로 하는 애니메이션/만화/게임 등을 일컫는다. 그러나 우리가 통상적으로 일컫는 서브컬처는 미소녀/미소년 기반의 콘텐츠를 뜻한다. 쉽게 말하면 오타쿠 문화다. 필자가 일본을 방문할 때 마다 느끼는 서브컬처 관련 네 가지 점이 있다. 첫째로 어딜 가든 캐릭터 가차(뽑기)상품이 많다는 것이고, 둘째로는 어느 쇼핑몰을 가도 캐릭터상품 판매가 많다는 것이다. 우리나라로 치면 더현대와 같은 백화점 정문에 애니메이션 광고가 많이 붙어있다. 세번째로는 이런 서브컬처 문화에 전국민적인 관심이 있고 이 것이 일상화되어 있다는 점이다. 마지막으로 네번째는, 이 열기의 강도가 매년 강해지고 있다고 느껴지지는 않는다. 직접 살아 본 것이 아니기에 적절한 비교는 아닐 수 있다. 필자의 경험상 10년전의 일본과 지금의 일본에서 느끼는 서브컬처의 인기는 동일하다. 실제로 2020년 모바일 게임에서 서브컬처(아니메)의 비중은 55%에서 25년 52%로 별다른 변화를 보이고 있지 않다. 또한 22년 일본 애니메이션 시장 성장률은 6% 수준으로, 유의미한 성장가속화는 보이고 있지 않다.

그림1 일본 모바일 매출 TOP100 내 서브컬처(아니메) 비중

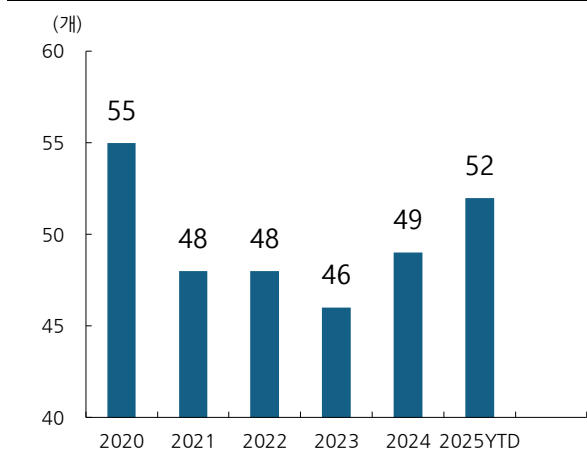


그림2 일본 애니메이션 시장 추이

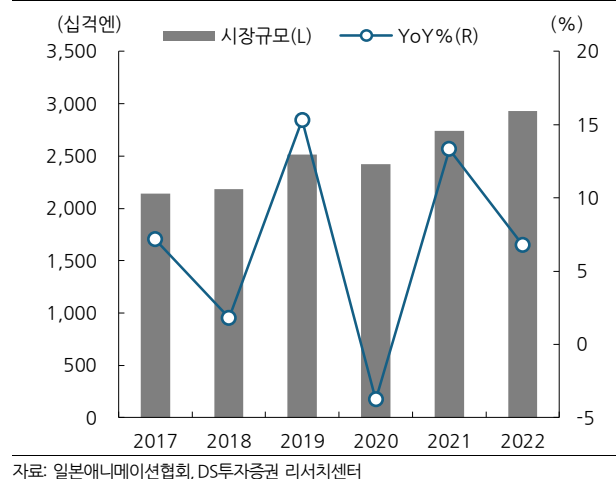
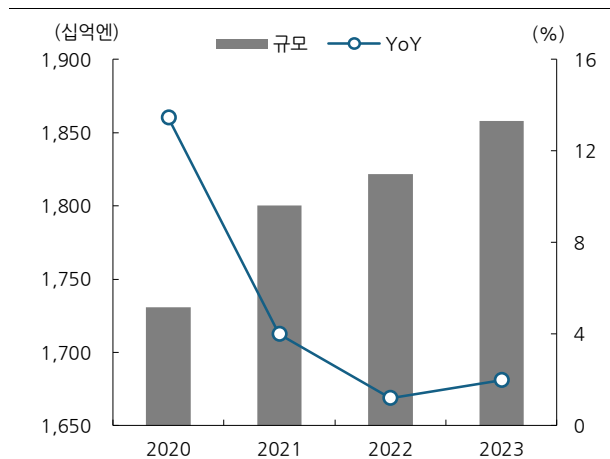


표1 일본 애니메이션 부문별 시장 추이

항목(십억엔)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TV	111.6	107.3	105.6	106.1	113.7	94.8	84	90.6	94.3
영화	41.7	47.7	66.3	41	42.6	69.2	55.4	60.2	78.5
비디오	102.1	92.8	78.6	76.5	58.7	56.3	46.6	66.2	38.5
인터넷 유통	40.8	43.7	47.8	54	59.5	68.5	93	154.3	165.2
캐릭터 상품	655.2	579.4	552.2	503.7	500.3	586.8	581.9	663.1	669.3
음악	29.2	32.4	36.9	34.4	35.8	33.7	27.6	31.7	27.4
해외	326.6	583.4	767.7	994.8	1009.2	1200.9	1239.4	1313.4	1459.2
파칭코	298.1	294.1	281.8	268.7	283.5	319.9	263	305.6	298.1
라이브 엔터	31.8	48.4	53.2	62.9	77.4	84.4	29	57.1	97.2
전체	1637.1	1829.2	1990.3	2142.1	2180.7	2514.5	2419.9	2742.2	2927.7

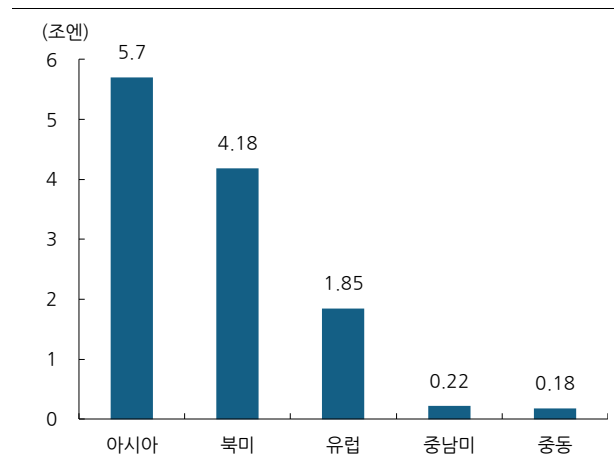
자료: 일본애니메이션협회, DS투자증권 리서치센터

그림3 일본 게임시장 규모 및 성장률



자료: 일본컴퓨터엔터테인먼트협회, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 페미통 추정 세계 모바일 게임시장 규모



자료: 페미통, DS투자증권 리서치센터

그림5 일본 아키히바라



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 시부야 니케 팝업스토어



자료: DS투자증권 리서치센터

그림7 일본 니케 옥외광고



자료: DS투자증권 리서치센터

그림8 일본 리니지2 광고간판(서브컬처는 아님)



자료: DS투자증권 리서치센터

그림9 승리의여신 니케: 굿즈



자료: DS투자증권 리서치센터

그림10 승리의여신 니케 2.5주년 행사



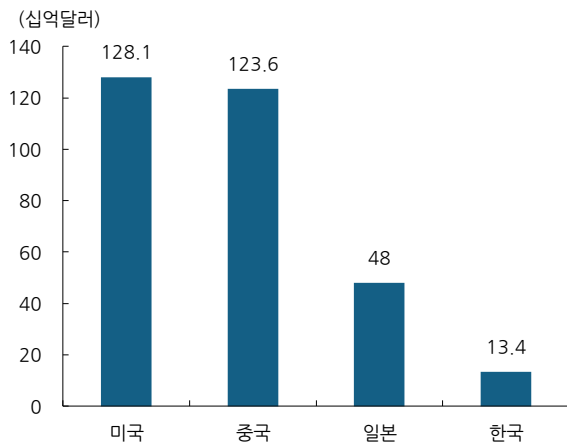
자료: DS투자증권 리서치센터

한/중/일은 이미
서브컬처가 충분히 침투
남은 거대시장은
서구권(미국) 뿐

즉 일본에서 애니메이션/서브컬처는 이미 충분히 일상화 되어있다. 하위분류인 미소녀 서브컬처까지 그렇다고 말하기는 어렵지만 이미 일본에서는 메인 문화로서 기능하고 있다. 따라서 큰 규모와 반대로 시장 침투율은 제한적일 것이다. 동북아 경제가 급격히 좋아지는 것이 아니라면 급격한 성장을 기대하기에도 어려울 것이다.

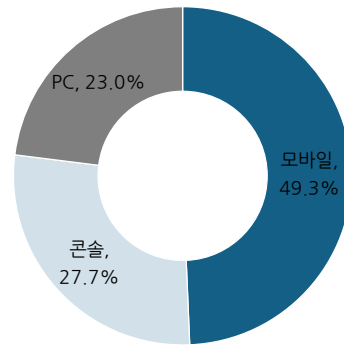
그렇다면 서브컬처를 생산해서 판매하는 기업입장에서는 새로운 시장에 눈에 돌릴 수 밖에 없다. 글로벌 게임산업은 미국,중국,일본,한국,대만 순으로 크다. 게임산업이 큰 시장에서 서브컬처가 유의미하게 침투하지 않은 시장은 서구권(미국/유럽) 뿐이다.

그림11 2024년 글로벌 게임시장 규모



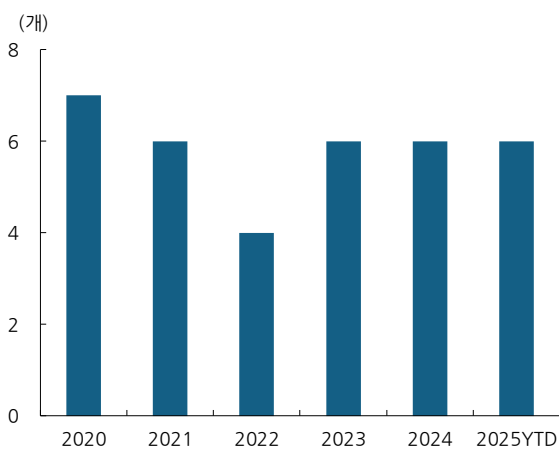
자료: Statista,DS투자증권 리서치센터

그림12 2024 글로벌 게임시장 기기별 매출액 비중



자료: NEWZOO,DS투자증권 리서치센터

그림13 미국 모바일 매출 TOP100 내 서브컬처(아니메) 개수



자료: STEAMDB, DS투자증권 리서치센터

그림14 일본 24년 콘솔 소매 판매 순위

순위	게임	기종	판매량(만장)
1	슈퍼마리오파티	스위치	95.4
2	드래곤퀘스트 3	스위치	93
3	마리오카트 8 디렉스	스위치	53.6
4	슈퍼마리오 원더	스위치	41.9
5	모모타로 전철	스위치	41.1
6	동물의숲	스위치	37.7
7	젤다 지혜의투영	스위치	37.2
8	마인크래프트	스위치	36.8
9	실황파워풀프로야구	스위치	34.1
10	파이널판타지 7 리버스	PS5	33.9

자료: GamedataLibrary, DS투자증권 리서치센터

서구권이 서브컬처의 새로운 시장과 성장동력이 될 수 있다

새로운 시장: WESTERN

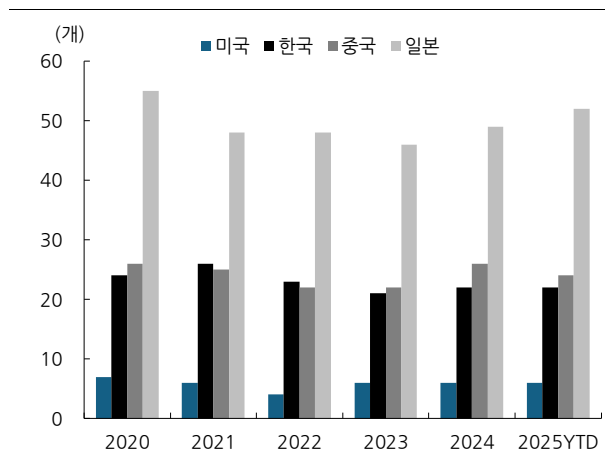
서구권 서브컬처
시장 침투율은 7%에 불과
하지만 변화는 더디지만
관측 중

서구권은 동아시아와 다른 취향을 가지고 있다. 서구권은 콘솔/PC에서는 슈팅/RPG을 선호하며, 모바일에서는 퍼즐과 같은 캐주얼 장르를 선호한다. 서브컬처의 침투율은 미국기준 24년 모바일 매출 TOP 100에서 7개 정도만 차지하고 있다. TOP 100내에 49개, 22개, 26개를 위치시킨 일본/한국/중국과는 명백히 다른 결과다. 콘솔의 경우에도 비중은 극히 미미할 것으로 추정된다.

그러나 변화는 더디지만 조금씩 감지되고 있다. '17년 미국 모바일 매출 TOP100내 서브컬처 게임은 4개에 불과했지만, 24년은 승리의여신 니케를 포함해 6개에 달했다. 확산되는 일본 애니메이션의 인기와 수준 높은 서브컬처 게임의 흥행이 서브컬처의 침투율을 느리지만 조금씩 높이고 있다.

또한 절대적 비중만 적을 뿐이다. 시프트업의 서브컬처 콘솔 패키지 게임, 스텔라 블레이드의 판매량 60%가량이 북미유럽에서 판매된 것으로 추정된다.

그림15 국가별 모바일 TOP 100 내 서브컬처 침투율



자료: DS투자증권 리서치센터

그림16 24년 4월 북미 PS STORE 다운로드 순위

순위	게임	개발사
1	헬다이버스 2	애로우헤드
2	스텔라블레이드	시프트업
3	씨 오브 씨브즈	MS
4	콜 오브 듀티: 모던워페어 3	EA
5	MLB 더쇼 24	SONY
6	GTA5	Taketwo
7	WWE 2K24	Taketwo

자료: SONY, DS투자증권 리서치센터

표2 2025 YTD 서브컬처 매출순위

미국순위	게임명	퍼블리셔
39	DRAGON BALL Z 폭렬격전	Bandai Namco Entertainment Inc.
41	DRAGON BALL LEGENDS-드래곤 볼 레전즈	Bandai Namco Entertainment Inc.
42	붕괴: 스타레일	miHoYo
47	원신	miHoYo
81	승리의 여신: 니케	Tencent(시프트업)
99	페이트 그랜드오더	Aniplex Inc.
중국순위	게임명	퍼블리셔
7	러브앤답스페이스	Paper Games
12	나루토:화영닌자	Tencent
13	붕괴: 스타레일	miHoYo
16	원신	miHoYo
30	드래곤네스트월드	数龙信息技术(浙江)有限公司
43	명조:워더링 웨이브	KURO GAMES
46	세계지외	NetEase
47	명일방주	Shanghai Hypergryph Network
52	젠레스 존 제로	miHoYo
53	인피니티 니키	Paper Games
56	빛과 밤의 사랑	Tencent
60	원피스:앰비션	Tencent
61	온모지	NetEase
64	심형소장	X.D. Network
67	Life Makeover	Archosaur Games
73	Reverse: 1999	Bluepoch Games
75	代号鸢-沉浸式劇情卡牌手遊	Lingxi Games
93	Shining Nikki	Paper Games
95	페이트 그랜드오더	bilibili
한국순위	게임명	퍼블리셔
18	붕괴: 스타레일	miHoYo
19	승리의 여신: 니케	Tencent
23	로스트 소드	Wemade Connect
27	젠레스 존 제로	miHoYo
28	원신	miHoYo
32	소녀전선 2: 망명	HaoPlay Limited
33	명조:워더링 웨이브	KURO GAMES
39	트릭컬 리바이브	EPIDGames
65	페이트/그랜드 오더	Netmarble
70	Limbus Company	Project Moon
77	우마무스메 프리티 더비	Kakao Games Corp.
83	나 혼자만 레벨업:어라이즈	Netmarble
84	블루 아카이브	NEXON Company
86	명일방주	Yostar Games
91	이세계 판타지 라이프	SINGAPORE JUST GAME TECHNOLOGY PTE. LTD.

자료: Apple, Google, DS투자증권 리서치센터

주: 미국은 24년, 한국/중국은 25년 1~4월 데이터

주2: 중국은 IOS 데이터

주3: 볼드체는 한국게임

왜 서구권에 서브컬처가 확산될 수 있는가? - OTT/뉴미디어의 등장

과거의 서브컬처는
매니아가 즐기는 문화

국내의 수많은 서브컬처 매니아들이 어디서부터 양산되었는지 생각해 볼 필요가 있다. 서브컬처의 원류는 의견이 다양하지만 적어도 미소녀 서브컬처의 유행은 타카하시 루미코(이누야샤 작가)의 80년대 초히트작 ‘우루세이 야츠라’에서 시작되었다고 보는 것이 적절하다. 또한 초기 서브컬처의 흥행은 일본과 같이 에반게리온이 흥행했던 시절인 90년대다. 다만 부족한 인터넷 보급률로, 서브컬처는 말 그대로 소수 매니아만 즐기는 문화에 불과했다. 본격적으로 국내에 서브컬처가 확산된 시점은 2000년대다. 김대중 정부의 일본문화 개방 이후 당시 투니버스/애니원/공중파 채널에 수많은 일본 애니메이션이 방영되었다. 당시 방영된 명탐정코난/원피스/이누야샤/나루토와 같은 일본 TOP 애니메이션들은 상당한 인기를 구가했다. 이를 보고 자라온 세대들이 지금 20-30대가 되어 국내 서브컬처 소비/생산의 주축이 되고 있는 셈이다. 아동시기의 미디어노출은 어른이 돼서까지 영향을 미친다. 포켓몬스터가 지금까지 많은 사랑을 받는 이유다.

그림17 모에의 시초 - 우루세이 야츠라(1978작)의 ‘라무’



자료: 소년선데이, DS투자증권 리서치센터

그림18 오타쿠 문화의 시초 - 에반게리온



자료: 가이닉스, DS투자증권 리서치센터

표3 2002년도 케이블 채널 시청률 조사

순위	방송국	시청률(%)	비고
1	투니버스	9.44	만화
2	OCN	7.65	영화
3	애니원	5.84	만화
4	MBC드라마넷	5.36	드라마
5	KBS드라마	5.1	드라마
6	SBS드라마플러스	4.99	드라마
7	MBCEPN	4.28	스포츠

자료: 스카이라이프, DS투자증권 리서치센터

반대로 미국은 그럴 이유가 적었다. 이미 미국에는 스파이더맨, 배트맨, 아이언맨과 같은 자국의 애니메이션 문화가 풍부했다. 문화적으로 트렌드가 맞고 아니고를 떠나서 전세계급 인기인 ‘포켓몬스터’를 제외하면 일본산 애니메이션이 미국의 저연령층들에게 유의미하게 노출되지 않은 셈이다.

서구권에서
일본 애니메이션 인기
계속 높아지는 중

그러나 지금은 시청형태가 변화하고 있다. 미디어는 레거시 미디어에서 OTT로 축을 옮기고 있다. 과거와 달리 유튜브라는 전세계 공용 동영상 플랫폼도 생겼다. 이제는 과거와 달리 일본 서브컬처 문화가 자연스럽게 침투할 수 있는 환경이 마련된 셈이다. 실제로 미국에서의 일본 애니메이션 인기는 갈수록 높아지고 있다.

서브컬처 문화는 OTT의 확산과 더불어 특히 코로나 시기인 21-22년에 크게 성장했다. 그 중에서 큰 축을 담당한 것이 ‘진격의 거인’, ‘귀멸의 칼날’과 같은 애니메이션들이다. 21년 18주차에 개봉한 극장판 귀멸의칼날: 무한열차편은 북미 박스오피스 1위를 거두며 일본영화로서는 포켓몬스터:뮤츠의 역습이후로 21년만에 1위를 차지했다. 뿐만 아니라 2020년 개봉영화 중 전세계 1위를 기록, 일본 애니메이션의 제2 전성기를 알렸다.

그림19 미국 애니메이션 스타일 - 마블



자료: 마블, DS투자증권 리서치센터

그림20 북미/전세계 박스오피스 1위를 달성한 귀멸의칼날



자료: 애니플러스 DS투자증권 리서치센터

표4 2020년 전세계 박스오피스 순위

순위	영화	국가	장르	수입(억 달러)
1	귀멸의칼날:무한열차편	일본	애니메이션	5.03
2	800	중국	전쟁	4.72
3	나와나의고향	중국	드라마	4.33
4	나쁜녀석들:포에버	미국	액션	4.26
5	테넷	미국	액션	3.63
6	수퍼소닉	미국	판타지	3.19
7	닥터두리틀	미국	코미디	2.45

자료: Wikipedia, DS투자증권 리서치센터

OTT에서 높은 인기 구가하는 일본 애니메이션

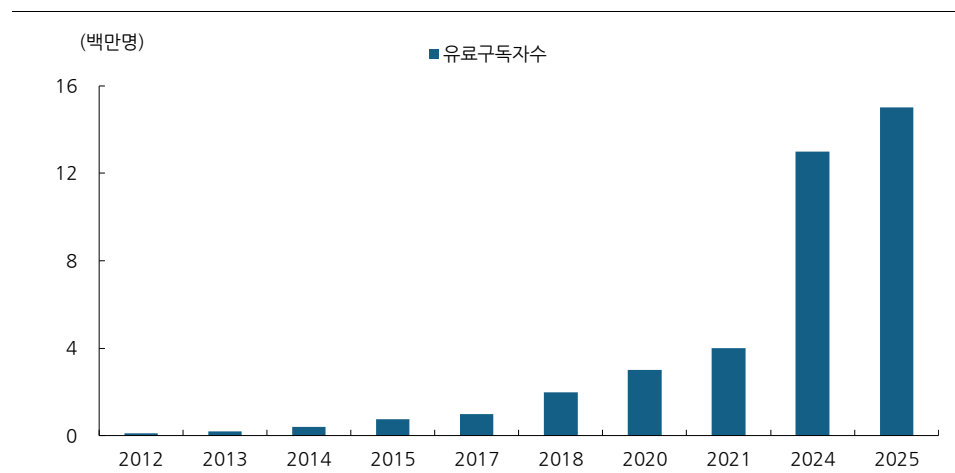
일본 애니메이션
스트리밍은 넷플릭스가
1위

Parrot Analytics 조사에 따르면, 2023년 기준 전세계 OTT에서 일본 애니메이션으로 발생한 스트리밍 매출은 약 55억 달러에 이른다. 이 중 넷플릭스가 38%, 크런치롤이 21%를 차지하고 있다.

미국의 서비스 크런치롤은
1,500만 유료 구독자 보유

미국의 서비스 크런치롤은 일본의 애니메이션을 전문적으로 스트리밍 하는 OTT 플랫폼이다. 해당 플랫폼의 성장과 함께 미국 서브컬처의 시장도 동반성장 하고 있다. 2015년 75만명에 불과했던 유료구독자는, 2021년 소니가 인수하며 약 500만명을 돌파했고, '22년에는 경쟁 스트리밍 플랫폼인 퍼니메이션을 인수하며 약 1,000만명 수준까지 성장했다. 현재는 1,500만명을 상회하는 유료구독자를 확보하고 있는 것으로 추정된다. 이는 서구권에서 높아진 일본애니메이션/서브컬처에 대한 인기를 방증한다. 서브컬처 애니메이션의 인기는 서브컬처 게임의 인기로 연결될 수 있어 긍정적이다.

그림21 크런치롤 유료구독자 추이



자료: statista, DS투자증권 리서치센터

문화의 차이를 감안하더라도 침투여력 높다

서구권 취향과
아시아 취향은 다름

물론 문화의 차이를 무시할 수는 없다. 서구권은 마초적인 성향이 아시아보다 두드러진다.

서구권은 같은 서브컬처에서도 넥슨게임즈의 블루아카이브 같은 단신 캐릭터보다는 시프트업의 니케와 같은 장신대 캐릭터를 선호하는 경향이 존재한다. 예컨대 귀여움보다는 COOL/SEXY함에 더 취향을 가지고 있는 셈이다. 실제로 승리의여신 니케는 북미 매출비중 10~20%수준을 유지하며 서브컬처 게임 중에서는 드물게 서구권에서도 인기를 끌고 있다. 특히 최근 출시했던 캐릭터 '브래디'의 인기가 높았다. 브래디는 서구권 취향의 캐릭터로 출시 후 북미에서 많은 화제를 모았다.

그림22 서구권을 저격한 니케 신규캐릭터 - 브래디



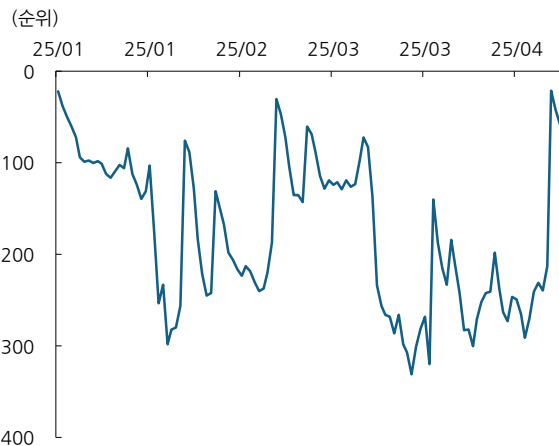
자료: 시프트업, DS투자증권 리서치센터

그림23 '니케' 영문 X, 최근 캐릭터 최초발표 성과 추이

캐릭터	리트윗	좋아요	댓글수
마나	1.7 천	1.5 만	453
마스트메이드	1.4 천	1.3 만	223
앵커 메이드	1 천	1.2 만	188
아스카 WILLE	1.1 천	1.1 만	129
레이	0.7 천	0.75 만	57
헬름 스페셜	1.4 천	1.4 만	357
트리나	1.4 천	1.5 만	332
브래디	4.1 천	2.5 만	805

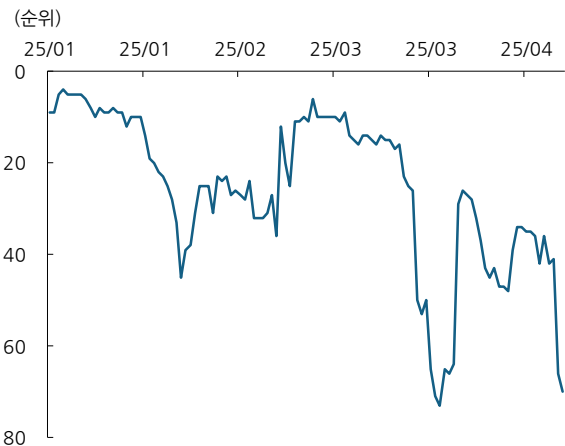
자료: 게임플자료 재구성, DS투자증권 리서치센터

그림24 니케 미국 IOS 순위 추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림25 니케 국내 매출순위 추이 - 미국이 국내대비 우수



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

서브컬처는 본질적으로
매우 퀄리티 높은
콘텐츠

그러나 차이는 생각보다 쉽게 허물어지는 법이다. K-POP이 글로벌 시장에 유의미하게 침투할지 몰랐듯이, 서브컬처도 서구권에 유의미하게 침투할 가능성은 풍부하다. 이는 본질적으로 현재 서브컬처의 퀄리티와 흥미수준이 높기 때문이다. 한/중/일에서 유의미하게 소구되는 문화라는 것 자체가 곧 그 문화가 상당히 매력적이고 퀄리티 있음을 방증한다. 우리가 들을 때 좋았던 K-POP이 미국에 유의미하게 침투했듯이, 우리(아시아)가 보고 즐겼을 때 좋았던 서브컬처도 충분히 시장에 침투할 여력이 있다고 판단하는 이유다.

서구권 서브컬처:
7% → 15%으로
침투율 증가만 해도
10조 이상 시장 창출가능

미국 게임시장은 연간 약 100조원에 달한다. 이 중 절반 수준 차지하는 모바일의 서브컬처 침투율은 7%에 불과하다. 한국/중국/일본 처럼 서브컬처의 시장침투율이 30% 이상까지 갈 필요도 없다. 그 절반인 15% 수준만 되어도 서브컬처 시장은 지금 대비 곱절로 커질 수 있는 셈이다. 단순 계산 시 현재의 7% → 15%으로 성장 시 연간 10조원 이상의 새로운 시장이 창출 될 수 있다. 서브컬처의 전폭적 성장에 서구권 시장이 중요한 이유다.

2025 서브컬처 기상도

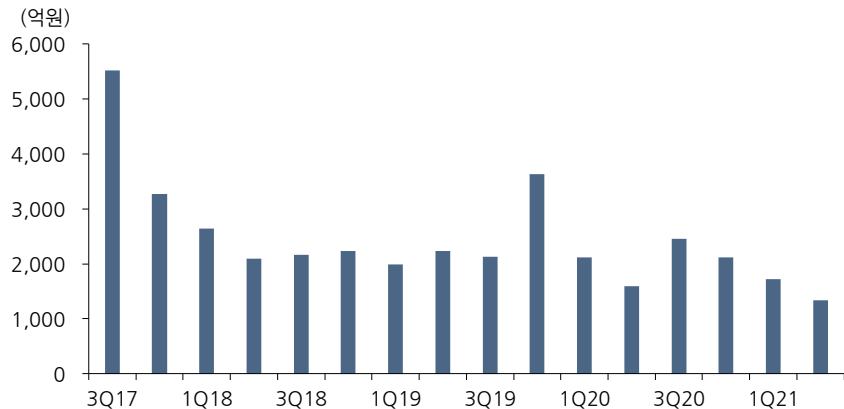
콘텐츠 산업의 핵심은 리더와 팔로워

모든 콘텐츠 산업은 리더와 팔로워로 구성된다. 한가지 트렌드가 성공하면 트렌드를 따라 팔로워들이 수많은 레퍼런스(나쁘게 보면 카피)작을 출시하는 것은 게임/엔터/미디어 모든 콘텐츠에 해당되는 이야기다. 게임산업도 리더와 팔로워들의 붐업으로 시장이 성장해온 바 있다. 국내에서 가장 좋은 예시는 '리니지라이크'다. 16년 넷마블의 '리니지 레볼루션'의 기록적 성공 후, '17년 엔씨소프트 리니지M은 첫분기 5,000억원 상회하는 매출을 달성했다.

국내 게임산업 성장 초석은 리니지라이크

그 후 리니지와 비슷한 아류작들(리니지라이크)이 범람했다. 지금와서는 많은 비판에 직면하고있지만, 역설적이게도 리니지라이크의 등장으로 국내 게임산업은 급격히 성장할 수 있었다. 압도적인 ARPU와 적절한 수준의 Q가 합쳐졌다. 그 당시 국내 시장은 MMORPG는 출시 첫 분기 1,000억원 상회하는 게임이 다수였다.

그림26 리니지M초기매출



자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

그림27 리니지라이크의 사초 -리니지M



자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

그림28 팔로워로서 가장 성공한 카카오게임즈의 오딘



자료: 카카오게임즈, DS투자증권 리서치센터

경쟁심화로 기업별 파이는 줄어 들 수 있으나, 성장 관점은 맞다

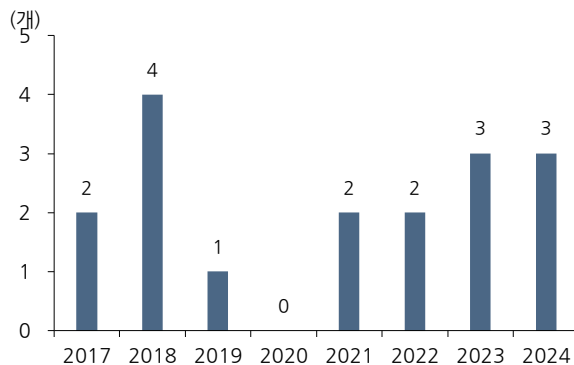
MMORPG 시장은 하락 트렌드

물론 지금은 MMORPG 시장이 과거만큼 매력적으로 작용하고 있지 못하다. 여전히 현금창출이 가장 강력하고 매력적인 장르다. 그러나 타겟 연령층, 트렌드 변화, 너무 많은 경쟁작, 타장르 대비 낮은 글로벌 침투력을 이유로 현재 MMORPG의 비중은 견조히 떨어지고 있는 상황이다. 앞으로도 상향전환보다는 현재수준 내지는 하락 트렌드가 예상된다.

서브컬처의 기업별 파이도 MMORPG와 같이 줄어들 전망

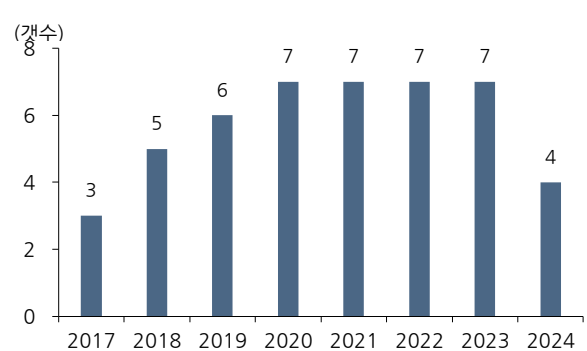
그렇다면 서브컬처는 어떨까? 서브컬처 또한 원신의 기록적인 성공이후 MMORPG 처럼 수많은 아류작이 등장하고 있다. 결론부터 말하면, 우리는 MMORPG와 같은 일이 서브컬처에서 발생할 것이라고 보지 않는다. 서브컬처 시장은 일본과 중국이라는 강력한 구매수요를 지니고 있다. 또한 서브컬처 게임은 초장기적으로 봐도 현재수준 Q(유저)를 유지하거나 오히려 상향될 것으로 예상된다. 다만 경쟁강도가 높아짐에 따라 MMORPG가 그랬듯이, 기업별 파이는 줄어들 가능성이 높다.

그림29 국내 매출 TOP20 내 서브컬처 비중



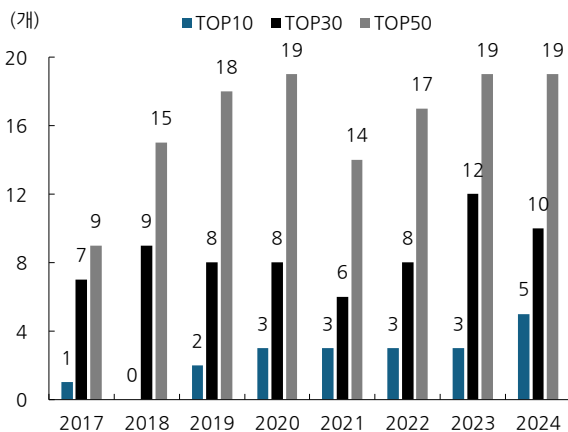
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림30 국내 매출 TOP 10 내 MMORPG 비중



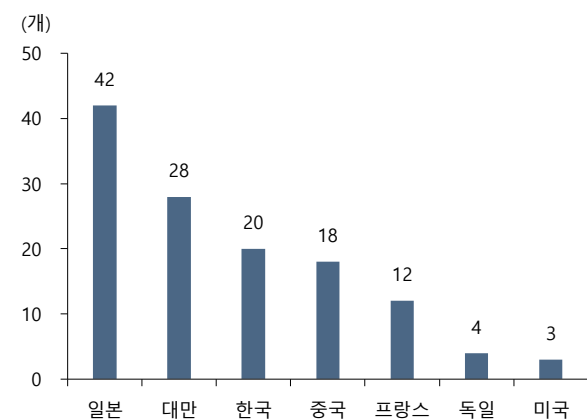
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림31 외산게임 침투율



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림32 22년 매출 TOP 100 내 애니메이션/서브컬처 갯수



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

앞으로 HIT RATIO 떨어질 것, 호요버스로 하락세

서브컬처 게임 붐업은
원신과 함께 시작

본격적인 서브컬처 게임 붐업은 2020년 원신 출시와 함께 시작되었다. 원신은 만화풍 그래픽 + 만화 같은 게임을 지향하며 출시 첫 해 매출기준 역대 게임 중 1위 달성, 서브컬처 게임 유저 풀을 압도적으로 늘리는 역할을 했다.

그러나 원신도 지금은 수많은 원신라이크의 범람을 맞이하며 과거만큼의 파급력을 가지고 있지는 못한 상황이다. 원신의 팔로워로 24년 명조가 출시되었고, 25년에만 3개의 오픈월드 서브컬처 게임 출시가 예정되어있다.

호요버스의 신작 출시
전까지는 역성장도 우려

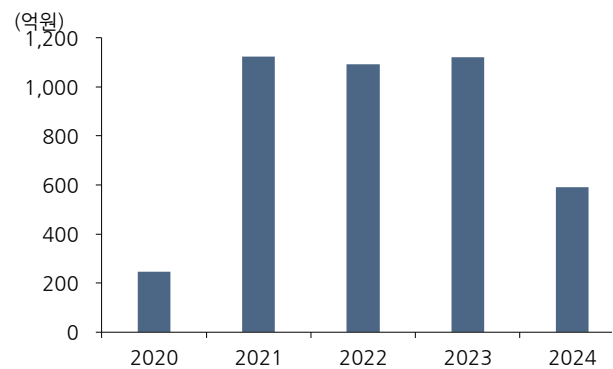
호요버스의 24년 신작, 젬레스존제로도 냉정히 평가하면 기대대비 실패했다고 보는 것이 적절하다. 원신-스타레일 2연타석 홈런에 이은 첫 아웃이다. 젬레스존제로의 실패는 게임의 이유도 있지만, 냉정하고 치열해진 서브컬처 게임시장에 대한 생각을 재고하게 한다. 비상장기업이기 때문에 명확한 재무제표가 없어 추정을 할 수 없으나, 당사는 호요버스가 앞으로 신작이 출시될 때까지 연간 성장률이 둔화 내지는 역성장까지 고려해야 할 것으로 생각한다.

그림33 전작들 보다 확실히 부진한 젬레스 존 제로



자료: SENSORTOWER, DS투자증권 리서치센터

그림34 출시 오래됨에 따라 원신 국내매출도 급감



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

타겟 연령층이 젊기 때문에, 계속해서 신규 유저가 유입가능한 구조

서브컬처의 타겟 연령층은 젊은 층, Q는 유지 가능

서브컬처는 타겟하는 연령층이 젊다. 대다수 MMORPG는 특성 상 성인향의 화풍을 지향한다. 반면 서브컬처는 일본 애니메이션 풍의 화풍을 기반으로 한다. 쉽게 말하면 만화다. 당연히 만화는 저연령층을 타겟한다. 만화의 화풍과 감성을 지니고 있기 때문에, 본질적으로 서브컬처는 젊은세대의 유입이 용이하다.

또한 이미 서브컬처를 즐기고 있는 1030세대가 많다. 당연히 어느정도 이탈은 있을 것이다. 그래도 시간이 흘러 해당 연령층들이 4050이 되어도 어느정도의 리텐션을 유지할 가능성이 높다. 여기에 신규유저가 계속 유입되면서 서브컬처 게임의 Q 자체는 유지 혹은 상승하는 그림이 예상된다.

북미, 유럽 시장 시장 성장 가능성도 존재

Q의 외부 확장여력도 작지 않다. 앞서 살펴본 것처럼 북미 유럽 시장에서의 가능성이 존재한다. 현재 미국/유럽 시장 매출 TOP 100내 서브컬처 비중 10% 언더다. 워낙 침투율이 낮기 때문에 추가적인 성장의 가능성이 존재한다.

그림35 MMORPG 화풍 - 성인취향의 진중한 그래픽



자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

그림36 서브컬처 화풍 - 애니메이션 스타일



자료: 넥슨게임즈, DS투자증권 리서치센터

결론: 시장은 성장하지만, 결국은 점유율 싸움이다. 확실한 타겟도 중요

모바일 서브컬처 시장은
경쟁이 심화될 전망

이미 막대한 자본력을 투입한/투입하고 있는 중국산 서브컬처 게임들이 즐비하다. 서브컬처의 종주국이자 원류는 일본이지만, 상대적으로 모바일 게임 개발이 더디다. 이미 모바일게임에서 중국이 헤게모니를 가져가고 있다. 자본력과 경험이 풍부한 중국산 서브컬처의 대대적 침공으로, AAA 모바일 서브컬처 시장은 앞으로 더더욱 경쟁이 심화될 전망이다.

미드코어/캐주얼 형태의
서브컬처 게임도 하나의
방법

다만 모두가 원신(블록버스터)에 도전할 필요는 없다. 블록버스터 대신 캐주얼 게임으로도 충분히 비용투입 대비 유의미한 성과를 거둘 수 있다. 이는 서브컬처 게임 유저들이 메인게임+서브게임으로, 하드코어한 게임 하나와 미드/캐주얼 스러운 게임을 같이 즐기는 행태가 많기 때문이다.

따라서 하드코어/블록버스터 게임 개발 어렵다면, 오히려 지능적으로 서브게임의 포지션을 취하면서 미드코어/캐주얼 게임으로 도전하는 것도 방법이 될 수 있다. 실제로 국내에서도 중소기업이었던 트릭컬 리바이브가 서브게임으로서 일매출 1억원 근접한 성과를 거둔 바 있다.

서구권 시장의 침투로
시장 규모 성장 가능성도
충분히 존재

또한 앞서 말한 것처럼 서구권 시장의 침투로 시장규모 자체가 키워질 가능성도 존재한다. 서구권에서 일본 애니메이션을 과거보다 많이 시청하고 있음은 명백한 사실이다. 현재 일본애니메이션을 선호하는 10대가 10-20년 후 경제력이 생기면 서브컬처에 대한 구매수요도 분명히 늘어날 것이다. 서브컬처 애니메이션 시청층은 게임으로 전이되는 경향을 보인다. 따라서 서브컬처 게임에 대한 수요도 증가할 것이다.

서브컬처 게임 특성 상, 서브컬처에 대한 깊은 이해도와 개발 경험을 가지고 있는 회사가 절대적으로 유리하다. 또한, 서브컬처 회사에도 팬덤이 존재해, 성공해 본 회사가 차기작을 낼 때 시장의 주목이 더 높다.

국내에서는 시프트업이 미디어/엔터/게임 통틀어 서브컬처에 대한 가장 강력한 헤게모니를 가지고 있는 기업으로 판단된다.

2025년 주요 서브컬처 게임 소개

무한대(넷이즈) 중국 모바일 오픈월드 RPG, 2H25 출시전망

어반판타지 배경의 원신라이크 게임으로, 올해 가장 기대치가 높은 서브컬처 게임이다.

이환(퍼펙트월드게임즈) 중국 모바일 오픈월드 RPG, 1H25 출시전망

위와 동일한 어반판타지 배경의 원신라이크 게임이다. CBT 진행 중에 있다.

망월(비리비리) 중국 모바일 오픈월드 RPG, 2H25 출시 전망

위와 동일한 어반판타지 배경의 원신라이크 게임이다. 무한대-이환 대비 평가는 부진하다.

명일방주:엔드필드(하이퍼그래프) 중국 모바일 수집형 전략 RPG, 2H25 출시 전망
올해 출시 예정인 서브컬처 게임 중 가장 독특하고 차별화되는 게임플레이를 보인다.

그림37 넷이즈 무한대



자료: 넷이즈, DS투자증권 리서치센터

그림38 퍼펙트월드게임즈 이환



자료: 퍼펙트월드게임즈, DS투자증권 리서치센터

그림39 비리비리 망월



자료: 비리비리, DS투자증권 리서치센터

그림40 명일방주:엔드필드



자료: 하이퍼그래프, DS투자증권 리서치센터

에테리아:리스타트(XD) 중국 모바일 턴제 RPG, 2025 출시 전망
중국 호요버스의 스타레일과 유사하게 보이는 턴제 RPG 게임이다.

일곱개의대죄-오리진(넷마블) 한국 모바일 오픈월드 RPG, 2H25 출시 전망
올해 서브컬처 기대작 중 유일한 기존 IP 게임이다.

테르비스(웹젠) 한국 모바일 수집형 RPG, 2H25 출시 전망
웹젠 5 년만의 자체개발 게임으로, 2D 그래픽이 특징적인 수집형 RPG 게임이다.

브레이커스(엔씨소프트) 한국 모바일 수집형 RPG, 2026 출시전망
원신스타일의 캐릭터 교체형 액션이 돋보이는 헌팅액션 RPG 게임이다.

그림41 에테리아 리스타트



자료: XD, DS투자증권 리서치센터

그림42 넷마블 일곱개의대죄-오리진



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

그림43 웹젠 테르비스



자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터

그림44 엔씨소프트 브레이커스



자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·시프트업 462870

나무를 볼지, 숲을 볼지에 따라 달라질 적정주가

·넷마블 251270

체질개선 완료, 이제 볼 시점

·엔씨소프트 036570

너무 늦게 댄 걸음마

·펄어비스 263750

꿈은 가장 크다, 실현여부는 지켜봐야

시프트업

462870

나무를 볼지, 숲을 볼지에 따라 달라질 적정주가

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.04.28

매수(신규)

목표주가(신규)	70,000원
현재주가(04/25)	53,900원
상승여력	29.9%

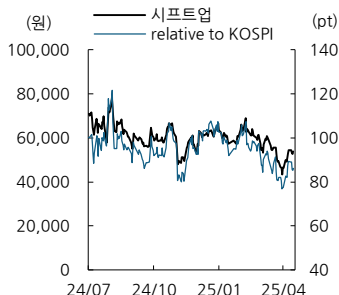
Stock Data

KOSPI	2,546.3pt
시가총액(보통주)	3,152십억원
발행주식수	58,485천주
액면가	200원
자본금	0십억원
60일 평균거래량	211천주
60일 평균거래대금	12,382백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	89,500원
52주 최저가	42,300원
주요주주	
김형태(외 8인)	42.8%
ACEVILLE PTE. LTD.(외 1인)	34.8%

주가차이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.6	1.0
3M	-5.9	-6.3
6M	-7.1	-5.6

주가차트



투자 의견 매수로 커버리지 개시, TP 70,000원

시프트업 투자 의견 매수, 목표주가 70,000원으로 커버리지를 개시한다. 25년 추정 매출액 2,700억원(YoY+22.8%), 영업이익 1,923억원(YoY+29.3%)을 제시한다. 목표주가는 25년 추정 EPS에 국내 최상위권의 1인당 게임개발 역량을 고려, 게임주 3개년 Historical PER 최상단인 Target PER 22배를 적용했다. 니케 중국 1Y 추정 순매출은 781억원, 스텔라블레이드는 447억원(YoY-28.9%)이다.

글로벌 니케는 현재 수준 유지, 중국 실적 따라 적정주가 변동 크다

글로벌 니케에 대한 대세적인 상승을 기대하기는 어렵다. 1Q 니케는 YoY-10% 수준 감소로 추정되는데, 결국 전체적인 매출의 볼륨은 하향안정화를 피할 수 없을 것으로 전망한다. 다만 게임의 기본체급이 있어 하단은 지지될 전망이다. 이미 글로벌에서 손에 꼽는 서브컬처 IP로 성공적으로 자리매김했다. 따라서 지속적인 업데이트를 통해 추가적인 하락을 방어할 가능성이 높다. 우리는 니케 하향 안정화 수렴 레벨을 연간 순매출 1,200억원 수준으로 제시한다. 25년 글로벌 니케(중국제외) 추정 매출액은 1,422억원으로 전년도와 유사한 그림을 예상한다.

중국 니케 성과에 따른 적정주가 폭 크지만, 지금은 실패가 가정된 밸류

올해 추정 실적에서 니케 중국(5/22출시)이 차지하는 비중이 30%에 달한다. 게임 흥행 여부에 따라 적정 주가의 변동이 심하기 때문에 니케 중국에 대한 면밀한 트레이킹을 권고한다. 내년에는 신작 출시가 없을 전망이다. 따라서 이번 니케 중국의 성과가 중단기적인 주가와 적정 밸류에이션을 결정할 것이다. 그러나 나무를 넘어 숲을 보면 장기적 적정주가는 다를 수 있다. 숲을 보면 1)회사가 가진 서브컬처에 대한 확고한 헤게모니, 2)글로벌 1등 퍼블리셔인 텐센트와의 협업, 3)글로벌 초히트 포텐셜을 지닌 차기작(프로젝트위치스)가 보인다. 또한 현재 주가수준은 사실상 니케 중국의 실패가 가정되어있는 주가 밸류에이션으로 보인다. 투자자 스스로 니케 중국의 성공을 믿거나, 장기적 가치에 주목한다면 충분히 매수가능 한 주가다. 우리는 대한민국 미디어/엔터/게임을 포함해서 앞으로도 시프트업이 독보적인 서브컬처 No.1으로 순항할 것으로 굳게 믿는다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	65	169	224	270	287
영업이익	22	111	153	192	217
영업이익률(%)	34.0	65.9	68.1	71.2	75.5
세전이익	20	114	179	216	217
지배주주지분순이익	20	107	148	178	179
EPS(원)	605	2,747	2,537	3,060	3,071
증감률(%)	흑전	354.1	-7.7	20.6	0.4
ROE(%)	36.7	86.4	31.3	24.2	22.3
PER(배)	n/a	n/a	21.2	17.6	17.6
PBR(배)	n/a	n/a	4.1	4.4	3.5
EV/EBITDA(배)	-0.7	-0.9	18.3	15.5	13.1

자료: 시프트업, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표1 시프트업 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	37.4	65.2	58.0	59.3	40.2	73.4	80.8	75.5	168.6	219.9	270.0
글로벌 니케	36.5	38.5	34.2	43.9	32.0	34.7	35.9	39.6	163.5	153.1	142.2
중국 니케						20.4	30.6	27.1			78.1
스텔라블레이드		25.9	22.6	14.3	7.0	17.1	13.2	7.3		62.8	44.7
영업비용	11.4	20.1	22.4	17.2	14.7	26.6	17.9	18.5	57.5	71.1	77.7
인건비	9.1	17.1	19.1	9.8	11.1	22.2	13.2	13.1	46.7	55.1	59.6
변동비	0.7	0.9	0.8	4.4	0.8	1.5	1.6	1.9	4.8	6.8	5.8
고정비	1.6	2.1	2.5	3.0	2.8	2.9	3.1	3.5	6.1	9.3	12.3
영업이익	26.0	45.1	35.6	42.1	25.5	46.9	62.9	57.1	111.1	148.7	192.3
OPM	69	69	61	71	63	64	78	76	66	68	71
지배순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.1	42.5	55.8	54.2	106.7	148.0	178.5
NPM	66	62	41	100	65	58	69	72	63	67	66

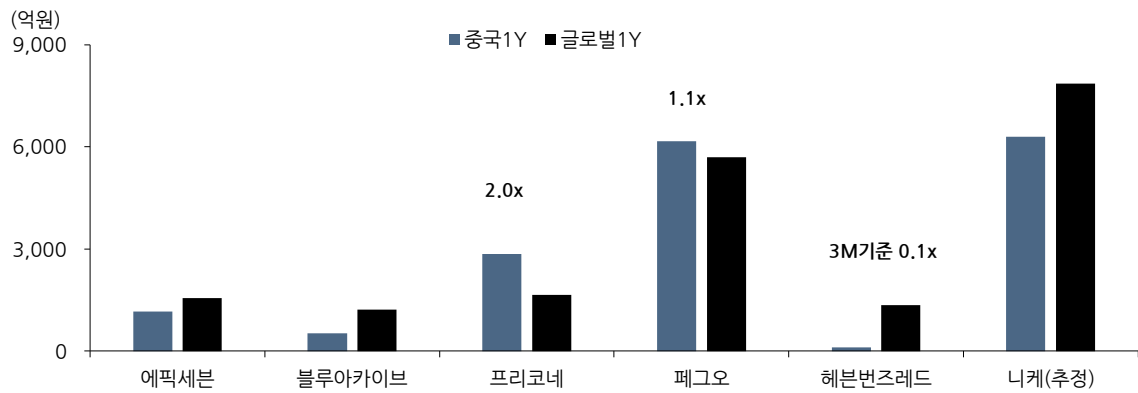
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 시프트업 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	178	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	3,060	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	22	게임주 Historical 3개년 PER 최상단 적용
목표주가	(원)	70,000	적정주가 67,320원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	53,900	4/25 종가 기준
Upside	(%)	29.9	4/25 종가 기준

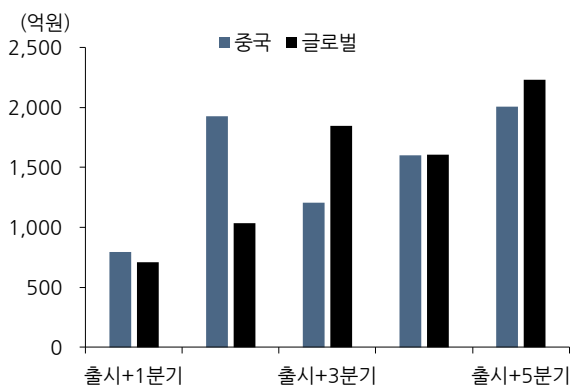
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림45 PEER GROUP 매출 비교



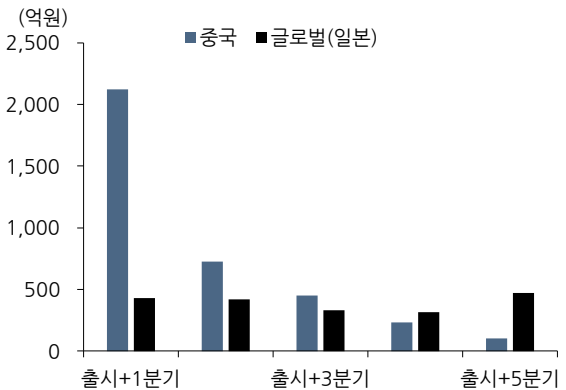
자료: DS투자증권 리서치센터

그림46 페그오 글로벌 vs 중국(첫 5분기)



자료: DS투자증권 리서치센터

그림47 프리코네 일본 vs 중국(출시 첫 5분기)



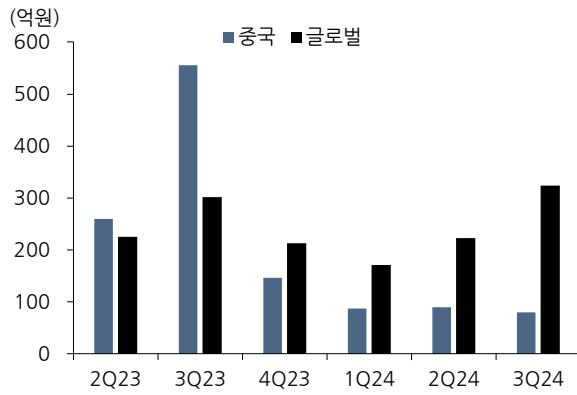
자료: DS투자증권 리서치센터

표3 국내게임 중국 성과

게임	개발사	퍼블리셔	사전예약 목표	공식 사전예약 성과	1Y 매출액(억 원)
쿠키런:킹덤	데브시스터즈	텐센트	1,000	1000 UP	893
던파M	네오플	텐센트	4,000	6000 UP	1M 기준 1조원
메이플M	넥슨	텐센트	1,000	1000 UP	7,111
블루아카이브	넥슨게임즈	미호요	300	300UP	515
에픽세븐	스마일게이트	즈롱	200	400UP	1,156
프리코네	사이게임즈	비리버리	100	600UP	3,514
니케	시프트업	텐센트	800	730~집계중	

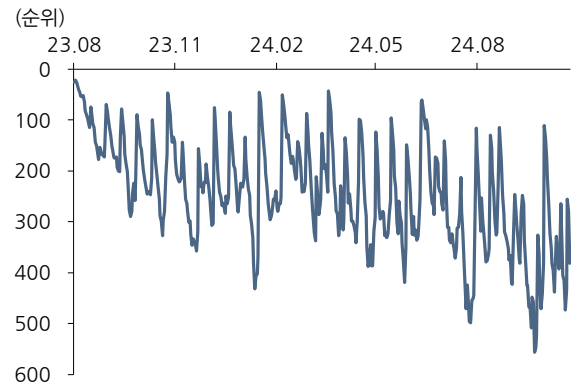
자료: 각사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림48 에픽세븐 중국 출시 후, 중국 vs글로벌 매출 추이



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림49 블루아카이브 중국 IOS 매출 순위 추이



자료: MOBILEINDEX, DS투자증권 리서치센터

표4 PS 독점작 판매 사례

게임	PS출시일	PC출시일	PS성과	PC성과
파판16	23.06.22	24.09.18	첫 주 300만	두달 30만장 추정+40%할인
호라이즌제로던	17.02.28	20.08.07	1년 760만장	1년반 240만장+할인
갯오브워	18.04.20	22.01.15	1달 500만장	두달반 97만장
스파이더맨2	23.10.20	25.01.31	10일 500만장	두달 50만장

자료: VGCHARTZ, STEAM, DS투자증권 리서치센터

서구권이 서브컬처의 새로운 시장과 성장동력이 될 수 있다

새로운 시장: WESTERN

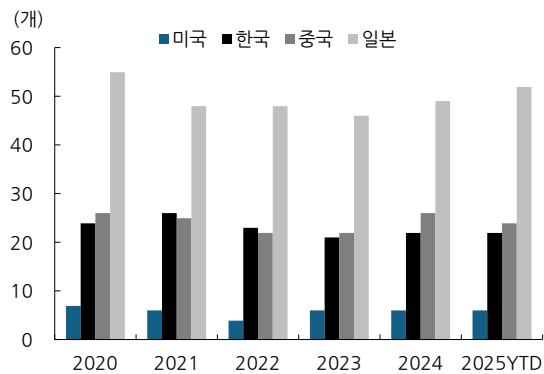
서구권 서브컬처
시장 침투율은 7%에 불과
하지만 변화는 더디지만
관측 중

서구권은 동아시아와 다른 취향을 가지고 있다. 서구권은 콘솔/PC에서는 슈팅/RPG을 선호하며, 모바일에서는 퍼즐과 같은 캐주얼 장르를 선호한다. 서브컬처의 침투율은 미국기준 24년 모바일 매출 TOP 100에서 7개 정도만 차지하고 있다. TOP 100내에 49개, 22개, 26개를 위치시킨 일본/한국/중국과는 명백히 다른 결과다. 콘솔의 경우에도 비중은 극히 미미할 것으로 추정된다.

그러나 변화는 더디지만 조금씩 감지되고 있다. '17년 미국 모바일 매출 TOP100내 서브컬처 게임은 4개에 불과했지만, 24년은 승리의여신 니케를 포함해 6개에 달했다. 확산되는 일본 애니메이션의 인기와 수준 높은 서브컬처 게임의 흥행이 서브컬처의 침투율을 느리지만 조금씩 높이고 있다.

또한 절대적 비중만 적을 뿐이다. 시프트업의 서브컬처 콘솔 패키지 게임, 스텔라 블레이드의 판매량 60%가량이 북미유럽에서 판매된 것으로 추정된다.

그림50 국가별 모바일 TOP 100 내 서브컬처 침투율



자료: DS투자증권 리서치센터

그림51 24년 4월 북미 PS STORE 다운로드 순위

순위	게임	개발사
1	헬다이버스 2	애로우헤드
2	스텔라블레이드	시프트업
3	씨 오브 씨브즈	MS
4	콜 오브 듀티: 모던워페어 3	EA
5	MLB 더쇼 24	SONY
6	GTA5	Taketwo
7	WWE 2K24	Taketwo

자료: SONY, DS투자증권 리서치센터

표5 2025 YTD 서브컬처 매출순위

미국/매출순위	게임명	퍼블리셔
39	DRAGON BALL Z 폭렬격전	Bandai Namco Entertainment Inc.
41	DRAGON BALL LEGENDS-드래곤 볼 레전즈	Bandai Namco Entertainment Inc.
42	붕괴: 스타레일	miHoYo
47	원신	miHoYo
81	승리의 여신: 니케	Tencent(시프트업)
99	페이트 그랜드오더	Aniplex Inc.
중국/매출순위	게임명	퍼블리셔
7	러브앤덱스페이스	Paper Games
12	나루토:화영닌자	Tencent
13	붕괴: 스타레일	miHoYo
16	원신	miHoYo
30	드래곤네스트월드	数龙信息技术(浙江)有限公司
43	명조:워더링 웨이브	KURO GAMES
46	세계지외	NetEase
47	명일방주	Shanghai Hypergrph Network
52	젠레스 존 제로	miHoYo
53	인피니티 니키	Paper Games
56	빛과 밤의 사랑	Tencent
60	원피스:앰비션	Tencent
61	온묘지	NetEase
64	심형소장	X.D. Network
67	Life Makeover	Archosaur Games
73	Reverse: 1999	Blueepoch Games
75	代號驚-沉浸式劇情卡牌手遊	Lingxi Games
93	Shining Nikki	Paper Games
95	페이트 그랜드오더	bilibili
한국/매출순위	게임명	퍼블리셔
18	붕괴: 스타레일	miHoYo
19	승리의 여신: 니케	Tencent
23	로스트 소드	Wemade Connect
27	젠레스 존 제로	miHoYo
28	원신	miHoYo
32	소녀전선 2: 망명	HaoPlay Limited
33	명조:워더링 웨이브	KURO GAMES
39	트릭컬 리바이브	EPIDGames
65	페이트/그랜드 오더	Netmarble
70	Limbus Company	Project Moon
77	우마무스메 프리티 더비	Kakao Games Corp.
83	나 혼자만 레벨업:어라이즈	Netmarble
84	블루 아카이브	NEXON Company
86	명일방주	Yostar Games
91	이세계 판타지 라이프	SINGAPORE JUST GAME TECHNOLOGY PTE. LTD.

자료: Apple, Google, DS투자증권 리서치센터

주: 미국은 24년, 한국/중국은 25년 1~4월 데이터

주2: 중국은 IOS 데이터

주3: 볼드체는 한국게임

왜 서구권에 서브컬처가 확산될 수 있는가? - OTT/뉴미디어의 등장

국내의 수많은 서브컬처 매니아들이 어디서부터 양산되었는지 생각해 볼 필요가 있다. 서브컬처의 원류는 의견이 다양하지만 적어도 미소녀 서브컬처의 유행은 타카하시 루미코(이누야샤 작가)의 80년대 초히트작 ‘우루세이 야츠라’에서 시작되었다고 보는 것이 적절하다. 또한 초기 서브컬처의 흥행은 일본과 같이 에반게리온이 흥행했던 시절인 90년대다. 다만 부족한 인터넷 보급률로, 서브컬처는 말 그대로 소수 매니아만 즐기는 문화에 불과했다. 본격적으로 국내에 서브컬처가 확산된 시점은 2000년대다. 김대중 정부의 일본문화 개방 이후 당시 투니버스/애니원/공중파 채널에 수많은 일본 애니메이션이 방영되었다. 당시 방영된 명탐정코난/원피스/이누야샤/나루토와 같은 일본 TOP 애니메이션들은 상당한 인기를 구가했다. 이를 보고 자라온 세대들이 지금 20-30대가 되어 국내 서브컬처 소비/생산의 주축이 되고 있는 셈이다. 아동시기의 미디어노출은 어른이 돼서까지 영향을 미친다. 포켓몬스터가 지금까지 많은 사랑을 받는 이유다.

그림52 모에의 시초 - 우루세이 야츠라(1978작)의 ‘라무’



자료: 소년선데이, DS투자증권 리서치센터

그림53 오타쿠 문화의 시초 - 에반게리온



자료: 가이닉스, DS투자증권 리서치센터

표6 2002년도 케이블 채널 시청률 조사

순위	방송국	시청률(%)	비고
1	투니버스	9.44	만화
2	OCN	7.65	영화
3	애니원	5.84	만화
4	MBC드라마넷	5.36	드라마
5	KBS드라마	5.1	드라마
6	SBS드라마플러스	4.99	드라마
7	MBCEPN	4.28	스포츠

자료: 스카이라이프, DS투자증권 리서치센터

반대로 미국은 그럴 이유가 적었다. 이미 미국에는 스파이더맨, 배트맨, 아이언맨과 같은 자국의 애니메이션 문화가 풍부했다. 문화적으로 트렌드가 맞고 아니고를 떠나서 전세계급 인기인 ‘포켓몬스터’를 제외하면 일본산 애니메이션이 미국의 저연령층들에게 유의미하게 노출되지 않은 셈이다.

서구권에서
일본 애니메이션 인기
계속 높아지는 중

그러나 지금은 시청형태가 변화하고 있다. 미디어는 레거시 미디어에서 OTT로 축을 옮기고 있다. 과거와 달리 유튜브라는 전세계 공용 동영상 플랫폼도 생겼다. 이제는 과거와 달리 일본 서브컬처 문화가 자연스럽게 침투할 수 있는 환경이 마련된 셈이다. 실제로 미국에서의 일본 애니메이션 인기는 갈수록 높아지고 있다.

서브컬처 문화는 OTT의 확산과 더불어 특히 코로나 시기인 21-22년에 크게 성장했다. 그 중에서 큰 축을 담당한 것이 ‘진격의 거인’, ‘귀멸의 칼날’과 같은 애니메이션들이다. 21년 18주차에 개봉한 극장판 귀멸의칼날: 무한열차편은 북미 박스오피스 1위를 거두며 일본영화로서는 포켓몬스터:뮤츠의 역습이후로 21년만에 1위를 차지했다. 뿐만 아니라 2020년 개봉영화 중 전세계 1위를 기록, 일본 애니메이션의 제2 전성기를 알렸다.

그림54 미국 애니메이션 스타일 - 마블



자료: 마블, DS투자증권 리서치센터

그림55 북미/전세계 박스오피스 1위를 달성한 귀멸의칼날



자료: 애니플렉스, DS투자증권 리서치센터

표7 2020년 전세계 박스오피스 순위

순위	영화	국가	장르	수입(억 달러)
1	귀멸의칼날:무한열차편	일본	애니메이션	5.03
2	800	중국	전쟁	4.72
3	나와나의고향	중국	드라마	4.33
4	나쁜녀석들:포에버	미국	액션	4.26
5	테넷	미국	액션	3.63
6	수퍼소닉	미국	판타지	3.19
7	닥터두리틀	미국	코미디	2.45

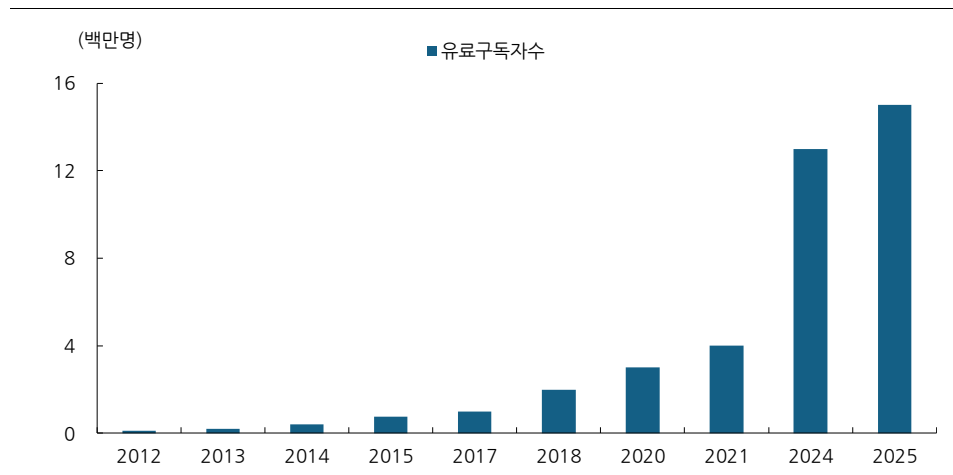
자료: Wikipedia, DS투자증권 리서치센터

OTT에서 높은 인기 구가하는 일본 애니메이션

Parrot Analytics 조사에 따르면, 2023년 기준 전세계 OTT에서 일본 애니메이션으로 발생한 스트리밍 매출은 약 55억 달러에 이른다. 이 중 넷플릭스가 38%, 크런치롤이 21%를 차지하고 있다.

미국의 서비스 크런치롤은 일본의 애니메이션을 전문적으로 스트리밍 하는 OTT 플랫폼이다. 해당 플랫폼의 성장과 함께 미국 서브컬처의 시장도 동반성장 하고 있다. 2015년 75만명에 불과했던 유료구독자는, 2021년 소니가 인수하며 약 500만명을 돌파했고, '22년에는 경쟁 스트리밍 플랫폼인 퍼니메이션을 인수하며 약 1,000만명 수준까지 성장했다. 현재는 1,500만명을 상회하는 유료구독자를 확보하고 있는 것으로 추정된다. 이는 서구권에서 높아진 일본애니메이션/서브컬처에 대한 인기를 방증한다.

그림56 크런치롤 유료구독자 추이



자료: statista, DS투자증권 리서치센터

문화의 차이를 감안하더라도 침투여력 높다

서구권 취향과
아시아 취향은 다름

물론 문화의 차이를 무시할 수는 없다. 서구권은 마초적인 성향이 아시아보다 두드러진다.

서구권은 같은 서브컬처에서도 넥슨게임즈의 블루아카이브 같은 단신 캐릭터보다는 시프트업의 니케와 같은 장신대 캐릭터를 선호하는 경향이 존재한다. 예컨대 귀여움보다는 COOL/SEXY함에 더 취향을 가지고 있는 셈이다. 실제로 승리의여신 니케는 북미 매출비중 10~20%수준을 유지하며 서브컬처 게임 중에서는 드물게 서구권에서도 인기를 끌고 있다. 특히 최근 출시했던 캐릭터 ‘브래디’의 인기가 높았다. 브래디는 서구권 취향의 캐릭터로 출시 후 북미에서 많은 화제를 모았다.

그림57 서구권을 저격한 니케 신규캐릭터 - 브래디



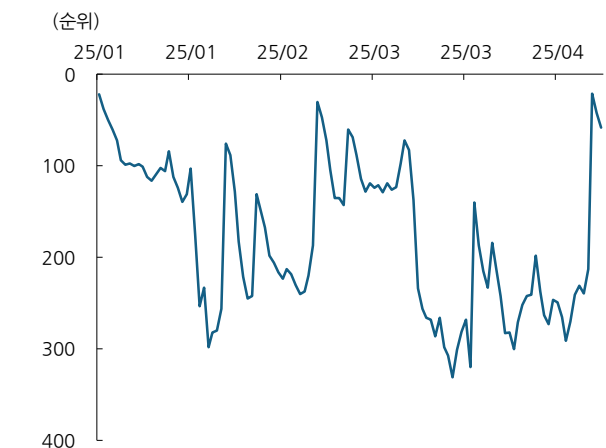
자료: 마블, DS투자증권 리서치센터

그림58 ‘니케’ 영문 X, 최근 캐릭터 최초발표 성과 추이

캐릭터	리트윗	좋아요	댓글수
마나	1.7 천	1.5 만	453
마스트메이드	1.4 천	1.3 만	223
앵커 메이드	1 천	1.2 만	188
아스카 WILLE	1.1 천	1.1 만	129
레이	0.7 천	0.75 만	57
헬름 스페셜	1.4 천	1.4 만	357
트리나	1.4 천	1.5 만	332
브래디	4.1 천	2.5 만	805

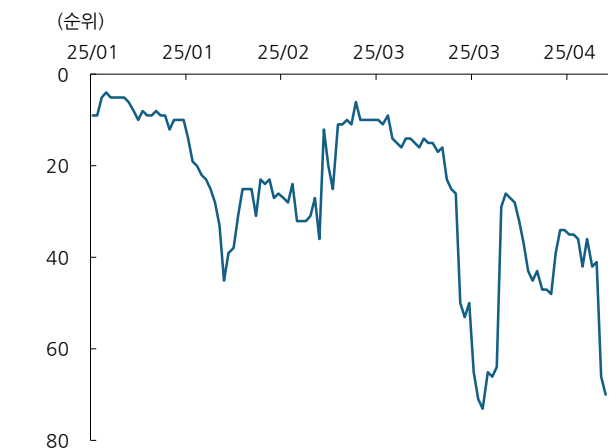
자료: 게임플자료 재구성, DS투자증권 리서치센터

그림59 니케 미국 IOS 순위 추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림60 니케 국내 매출순위 추이 - 미국이 국내대비 우수



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

서브컬처는 본질적으로
매우 퀄리티 높은
콘텐츠

그러나 차이는 생각보다 쉽게 허물어지는 법이다. K-POP이 글로벌 시장에 유의미하게 침투할지 몰랐듯이, 서브컬처도 서구권에 유의미하게 침투할 가능성은 풍부하다. 이는 본질적으로 현재 서브컬처의 퀄리티와 흥미수준이 높기 때문이다. 한/중/일에서 유의미하게 소구되는 문화라는 것 자체가 곧 그 문화가 상당히 매력적이고 퀄리티 있음을 방증한다. 우리가 들을 때 좋았던 K-POP이 미국에 유의미하게 침투했듯이, 우리(아시아)가 보고 즐겼을 때 좋았던 서브컬처도 충분히 시장에 침투할 여력이 있다고 판단하는 이유다.

서구권 서브컬처:
7% → 15%으로
침투율 증가만 해도
10조 이상 시장 창출가능

미국 게임시장은 연간 약 100조원에 달한다. 이 중 절반 수준 차지하는 모바일의 서브컬처 침투율은 7%에 불과하다. 한국/중국/일본 처럼 서브컬처의 시장침투율이 30% 이상까지 갈 필요도 없다. 그 절반인 15% 수준만 되어도 서브컬처 시장은 지금 대비 곱절로 커질 수 있는 셈이다. 단순 계산 시 현재의 7% → 15%으로 성장 시 연간 10조원 이상의 새로운 시장이 창출 될 수 있다. 서브컬처의 전폭적 성장에 서구권 시장이 중요한 이유다.

[시프트업 462870]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	70	177	768	748	934	매출액	65	169	224	270	287
현금 및 현금성자산	12	116	289	138	294	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	52	60	114	116	125	매출총이익	65	169	224	270	287
재고자산	0	0	0	25	27	판매비 및 관리비	43	58	71	78	70
기타	5	1	365	469	488	영업이익	22	111	153	192	217
비유동자산	5	27	36	1	1	(EBITDA)	23	114	157	195	220
관계기업투자등	0	0	14	0	0	금융손익	-2	2	19	3	-3
유형자산	1	1	3	1	1	이자비용	0	1	1	2	3
무형자산	0	1	3	0	0	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	74	204	804	748	935	기타영업외손익	0	1	8	20	3
유동부채	6	11	29	28	35	세전계속사업이익	20	114	179	216	217
매입채무 및 기타채무	5	5	6	25	27	계속사업법인세비용	0	8	31	37	38
단기금융부채	0	3	3	3	8	계속사업이익	20	107	148	178	179
기타유동부채	1	4	20	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2	12	11	8	8	당기순이익	20	107	148	178	179
장기금융부채	0	10	8	8	8	지배주주	20	107	148	178	179
기타비유동부채	2	2	3	0	0	총포괄이익	20	107	148	179	179
부채총계	8	23	39	36	44	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	66	181	764	712	891	영업이익률 (%)	34.0	65.9	68.1	71.2	75.5
자본금	1	10	12	0	0	EBITDA마진률 (%)	35.8	67.4	70.1	72.1	76.7
자본잉여금	72	96	527	527	527	당기순이익률 (%)	31.2	63.3	66.0	66.1	62.5
이익잉여금	-7	71	219	178	358	ROA (%)	33.6	76.8	29.4	23.0	21.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	36.7	86.4	31.3	24.2	22.3
자본총계	66	181	764	712	891	ROIC (%)	60.5	165.8	46.0	30.1	29.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-22	100	114	123	154	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	20	107	148	178	179	P/E	n/a	n/a	21.2	17.6	17.6
비현금수익비용가감	3	14	16	530	3	P/B	n/a	n/a	4.1	4.4	3.5
유형자산감가상각비	1	2	3	2	3	P/S	n/a	n/a	14.0	11.6	11.0
무형자산상각비	0	0	1	0	0	EV/EBITDA	-0.7	-0.9	18.3	15.5	13.1
기타현금수익비용	2	12	12	521	0	P/CF	n/a	n/a	19.2	4.4	17.2
영업활동 자산부채변동	-46	-10	-44	-585	-28	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-52	-9	-40	-116	-9	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-25	-2	매출액	280.3	158.1	32.9	20.5	6.2
매입채무 증가(감소)	-1	1	1	25	2	영업이익	흑전	400.7	37.5	26.0	12.6
기타자산 부채변동	6	-2	-6	-469	-19	세전이익	흑전	460.7	56.4	20.6	0.6
투자활동 현금	28	4	-368	-3	-3	당기순이익	흑전	423.2	38.7	20.6	0.4
유형자산처분(취득)	-1	0	-3	-3	-3	EPS	흑전	354.1	-7.7	20.6	0.4
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-3	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	28	5	-361	0	0	부채비율	12.6	12.6	5.2	5.1	4.9
기타투자활동	1	0	-1	0	0	유동비율	1,108.3	1,582.3	2,687.2	2,666.2	2,650.7
재무활동 현금	0	0	427	18	5	순차입금/자기자본(x)	-26.2	-57.6	-36.4	-17.8	-31.1
차입금의 증가(감소)	0	-1	-1	12	5	영업이익/금융비용(x)	n/a	126.6	130.5	111.5	67.5
자본의 증가(감소)	0	0	435	6	0	총차입금 (십억원)	0	13	11	12	17
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-17	-104	-278	-126	-277
기타재무활동	0	0	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	6	104	173	-151	156	EPS	605	2,747	2,537	3,060	3,071
기초현금	6	12	116	289	138	BPS	40,713	3,568	13,104	12,207	15,278
기말현금	12	116	289	138	294	SPS	1,347	3,323	3,841	4,629	4,917
NOPLAT	16	104	126	159	179	CFPS	481	2,383	2,814	12,140	3,126
FCF	6	114	-249	120	151	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

넷마블

251270

체질개선 완료, 이제 볼 시점

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.04.28

BUY(신규)

목표주가(신규) 59,000원
현재주가(04/25) 43,800원
상승여력 34.7%

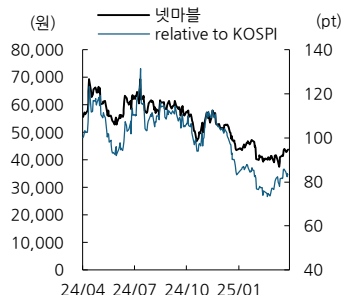
Stock Data

KOSPI 2,546.3pt
시가총액(보통주) 3,765십억원
발행주식수 85,954천주
액면가 100원
자본금 9십억원
60일 평균거래량 192천주
60일 평균거래대금 8,024백만원
외국인 지분율 0.0%
52주 최고가 72,400원
52주 최저가 37,500원
주요주주
방준혁(외 1인) 58.6%
엔씨소프트(외 1인) 6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	8.8	11.5
3M	0.6	0.2
6M	-21.8	-20.4

주가차트



투자의견 매수로 커버리지 개시, TP 59,000원

넷마블 투자의견 매수, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시한다. SOTP밸류에이션을 적용한 수치다. 25년 추정 매출액은 2.7조원, 영업이익 2,608억원을 제시한다. 1분기 실적은 매출액 5,932억원, 영업이익 306억원으로 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망한다.

체질개선 #1 비용감축

작년에 이어 올해 마케팅비는 전체 매출액의 20%미만에서 관리될 예정이며, 추가적인 인력채용도 계획하고 있지 않다. 무형자산 손상차손 마무리되며 감가상각비 규모/영업외비용도 줄어든 전망이다. 사옥 매각 후 장기차입금 상환하면 연간 천억원에 달하는 이자비용도 대폭 감소시키며 EPS 상승도 노릴 수 있다. 지급수수료의 경우에도 PC결제 확대되며 전년대비 1%p 수준 개선이 있을 것으로 판단된다. 올해 영업이익률은 전년대비 개선된 9.5%를 예상한다.

체질개선 #2 Hit ratio 제고 중

회사의 HIT RATIO는 계속해서 제고되고 있다. 매출하락의 기울기/속도가 높긴 했다. 그래도 23년 세나키우기를 시작으로 24년 나혼자만레벨업 25년 RF온라인 넥스트까지 다양한 장르에서의 성공을 거뒀다. '25년은 넷마블의 HIT RATIO가 장기적으로 검증될 수 있을지를 판단하는 해가 될 것으로 전망한다. 올해 최고 기대작은 일곱개의 대죄: 오리진이다.

밸류에이션/이익정상화 구간 진입, 매수시점

동사는 지속적인 적자로 EPS/PER로 설명하기 어려운 회사였다. 그러나 24년 이익 턴어라운드와 함께 이익/밸류에이션이 정상적인 레벨로 회귀를 시도하고 있다. 25년, 기대해볼만 한 대형신작은 많다. 권역/플랫폼/장르 모두 다양해 카니발 요소도 비교적 적은 편이다. 높아진 Hit ratio를 고려 시 추후 게임의 흥행도 어느정도 기대할만 하다. 기나긴 체질개선을 끝내고 이제 매수할 시점이 다가왔다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,741	2,985
영업이익	-109	-68	216	261	358
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	9.5	12.0
세전이익	-941	-159	76	220	330
지배주주지분순이익	-819	-256	26	161	242
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	1,969	2,953
증감률(%)	적전	적지	흑전	560.1	49.9
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	3.1	4.6
PER(배)	-6.3	-19.5	173.3	22.2	14.8
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	14.7	11.4	8.0

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표8 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	593.2	675.0	702.2	770.5	2,502.1	2,663.8	2,740.8
MCOG	46.8	70.4	51.8	84.4	48.9	60.5	48.6	63.3	269.6	253.4	221.4
스핀엑스	163.9	148.6	142.4	149.3	150.0	144.0	142.9	147.9	649.0	604.2	584.9
나혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	40.5	34.8	31.7	37.5	-	279.5	144.5
레이븐 2	-	31.3	38.8	32.5	29.0	21.3	15.0	12.8	-	102.6	78.0
RF 온라인넥스트	-	-	-	-	18.0	63.7	32.2	22.5	-	-	136.4
왕좌의게임	-	-	-	-	-	12.5	29.9	18.4	-	-	60.8
세븐나이츠리버스	-	-	-	-	-	20.3	20.7	16.6	-	-	57.5
알뜰개의 대작:오리진	-	-	-	-	-	-	52.0	74.2	-	-	126.2
몬걸:STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	10.0	32.2	-	-	42.2
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	562.6	610.9	628.4	678.1	2,570.6	2,448.2	2,476.6
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	205.8	230.8	242.4	267.1	980.0	946.9	945.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	178.1	184.5	181.7	181.1	744.1	720.0	725.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	109.7	121.5	127.8	142.5	486.8	470.3	495.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	33.8	39.6	42.2	53.2	174.3	156.6	170.7
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	35.1	34.5	34.3	34.2	185.4	154.4	139.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	30.6	64.1	73.8	92.3	-68.5	215.6	260.8
OPM	0.6	14.2	10.1	5.4	5.2	9.5	10.5	12.0	-	8.1	9.5
지배순이익	-9.9	162.3	20.6	-166.7	19.6	38.0	45.9	57.9	-303.5	6.3	161.3
NPM	-1.7	20.8	3.2	-25.7	4.0	10.1	8.8	11.0	-12.1	0.2	8.7

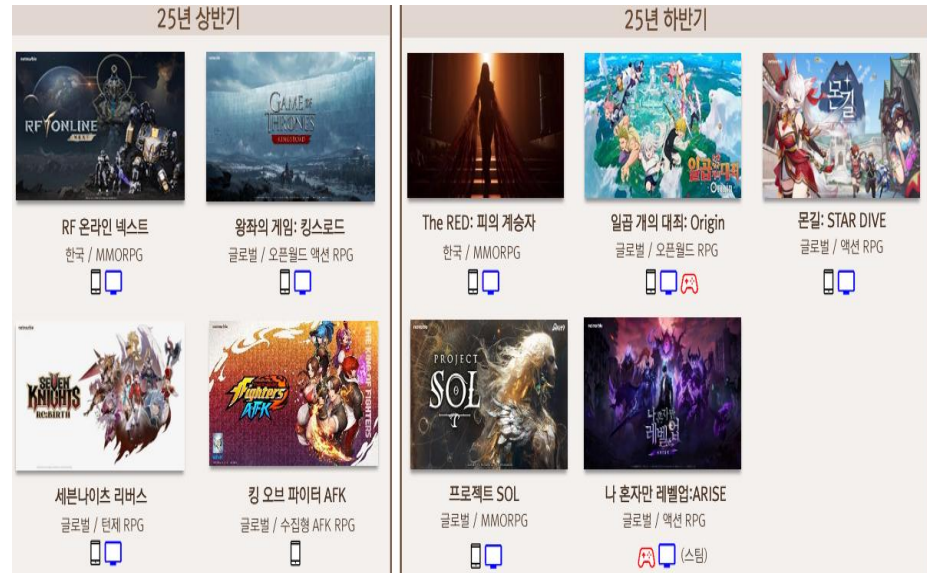
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표9 넷마블 SOTP 밸류에이션 테이블

(십억원, X, 천주, 원)	금액	비고
1)영업가치	4,492.7	a)*b)
a) 12개월 fwd. EBITDA	449.3	
b) Target EV/EBITDA	10.0	게임업종 12mf EV/EBITDA 평균
2)비영업가치	576	c)+d)+e)-f)
c) 엔씨소프트 지분	169	지분율 8.88%, 40% 할인
d) 코웨이 지분	868	지분율 25.1%, 40% 할인
e) 하이브 지분	549	지분율 9.4%, 40% 할인
f) 순차입금	1,009	24년 기준
적정 기업가치	5,068.5	1)+2)
유통주식수	85,953	
목표주가	59,000	백단위 반올림
현재주가	43,800	4/25기준
Upside	34.7	4/25기준

자료: 회사자료, DS투자증권 리서치센터 추정

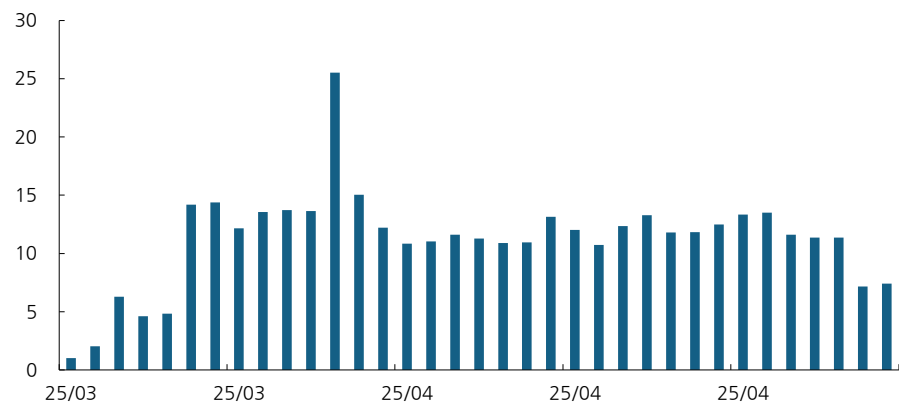
그림61 넷마블 출시예정 신작



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림62 RF온라인 매출추이

(억원)



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

[넷마블 251270]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,115	1,018	1,269	매출액	2,673	2,502	2,664	2,741	2,985
현금 및 현금성자산	503	430	578	398	604	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	215	272	295	324	356	매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,741	2,985
재고자산	3	3	2	3	3	판매비 및 관리비	2,782	2,571	2,448	2,480	2,627
기타	276	201	240	294	306	영업이익	-109	-68	216	261	358
비유동자산	7,938	7,010	7,062	7,453	7,496	(EBITDA)	124	117	370	449	551
관계기업투자등	3,541	2,996	2,918	3,036	3,160	금융손익	-211	-151	-90	-64	-51
유형자산	336	344	340	621	547	이자비용	113	147	107	93	81
무형자산	3,596	3,229	3,245	3,213	3,183	관계기업등 투자손익	79	423	244	64	64
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,472	8,764	기타영업외손익	-701	-362	-293	-40	-41
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,714	1,578	세전계속사업이익	-941	-159	76	220	330
매입채무 및 기타채무	213	265	344	464	511	계속사업법인세비용	-55	145	73	55	83
단기금융부채	1,783	1,398	636	836	636	계속사업이익	-886	-304	3	165	248
기타유동부채	298	278	368	414	431	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,020	897	1,355	1,562	1,784	당기순이익	-886	-304	3	165	248
장기금융부채	795	443	1,057	1,057	757	지배주주	-819	-256	26	161	242
기타비유동부채	225	454	298	505	1,027	총포괄이익	-894	-584	358	165	248
부채총계	3,314	2,837	2,703	3,276	3,361	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,461	4,980	5,416	5,138	5,346	영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	9.5	12.0
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	4.6	4.7	13.9	16.4	18.5
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,055	3,055	당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.1	6.0	8.3
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,273	1,480	ROA (%)	-8.4	-3.0	0.3	1.9	2.8
비지배주주지분(연결)	161	100	58	58	58	ROE (%)	-14.6	-4.9	0.5	3.1	4.6
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,196	5,403	ROIC (%)	-2.0	-1.3	0.3	5.5	8.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	288	410	688	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-886	-304	3	165	248	P/E	-6.3	-19.5	173.3	22.2	14.8
비현금수익비용가감	1,088	440	382	114	416	P/B	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
유형자산감가상각비	54	57	53	87	93	P/S	1.9	2.0	1.7	1.4	1.3
무형자산상각비	178	129	101	101	100	EV/EBITDA	58.1	54.2	14.7	11.4	8.0
기타현금수익비용	855	255	228	-203	94	P/CF	25.8	36.6	11.5	13.5	5.7
영업활동 자산부채변동	-73	-121	-35	131	25	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	1.0	1.0
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-29	-32	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0	0	매출액	6.6	-6.4	6.5	2.9	8.9
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	120	46	영업이익	적전	적지	흑전	21.0	37.1
기타자산 부채변동	-78	-26	-19	40	11	세전이익	적전	적지	흑전	188.6	49.9
투자활동 현금	-40	466	37	-309	-178	당기순이익	적전	적지	흑전	5,034.8	49.9
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-114	-19	EPS	적전	적지	흑전	560.1	49.9
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	-69	-69	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	550	192	-103	-66	부채비율	58.9	55.9	49.4	63.1	62.2
기타투자활동	-46	-62	-159	-23	-24	유동비율	43.5	46.7	82.7	59.4	80.4
재무활동 현금	-549	-481	-221	166	-534	순차입금/자기자본(x)	35.6	26.4	18.4	25.8	11.6
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-203	200	-500	영업이익/금융비용(x)	-1.0	-0.5	2.0	2.8	4.4
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	-34	-34	총차입금 (십억원)	2,577	1,841	1,693	1,893	1,393
배당금의 지급	52	2	0	34	34	순차입금 (십억원)	1,999	1,342	1,009	1,340	628
기타재무활동	-54	14	-18	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-851	-73	148	-180	206	EPS	-9,531	-2,975	298	1,969	2,953
기초현금	1,354	503	430	578	398	BPS	63,533	57,933	63,011	59,774	62,191
기말현금	503	430	578	398	604	SPS	31,103	29,109	30,991	31,887	34,728
NOPLAT	-79	-50	9	196	268	CFPS	2,343	1,587	4,482	3,244	7,718
FCF	88	481	387	101	510	DPS	n/a	n/a	417	420	420

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

엔씨소프트

036570

너무 늦게 댄 걸음마

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.04.28

매수(신규)

목표주가(신규)	170,000원
현재주가(04/25)	146,900원
상승여력	15.7%

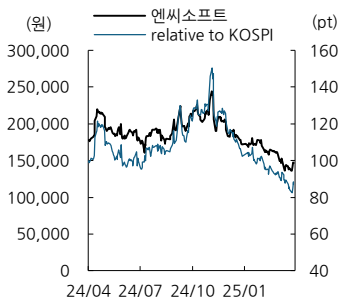
Stock Data

KOSPI	2,546.3pt
시가총액(보통주)	3,165십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
자본금	11십억원
60일 평균거래량	83천주
60일 평균거래대금	13,213백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	248,000원
52주 최저가	134,600원
주요주주	
김택진(외 17인)	12.4%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드(외 2인)	9.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-8.9	-6.3
3M	-14.7	-15.1
6M	-31.2	-29.8

주가차트



투자의견 매수, TP 170,000원 커버리지 개시

엔씨소프트 투자의견 매수, 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 25년 추정매출액 1.6조원, 영업이익 828억원을 전망한다. 올해 실적 추정의 KEY POINT는 아이온2다. 기존작들은 리니지M을 제외하고 견조히 하락할 것으로 전망된다. 아이온2 25년 예상매출액 975억원을 전망한다. 바공개 애널리스트 간담회에서 공개된 정보를 기반으로 추정했다. 얇아진 이익과 불확실한 향후 추정 이익을 감안, 목표주가는 25년 BPS에 동사 24년 PBR1.2배 적용해 산출했다.

탈리니지에서 -> 리니지 동행 전략으로 수정

동사는 MMORPG 장르 하락세와 경쟁강도 증가를 이유로 사업의 전략을 바꾼 바 있다. 우선 리니지라이크에서 탈피했다. 최근 출시된 배틀크러시,호연,블소 NEO,TL은 과거대비 확실히 낮은 과금강도를 보이며, 장르도 다변화된 모습이다. 문제는 오히려 리니지라이크를 탈피하면서 수익성이 낮아졌다는 데에 있다. 하던 대로 리니지라이크 게임을 계속 양산해냈다면, 적어도 어느정도의 수익성은 지켰을 가능성이 높다. TL을 제외한 게임들은 냉정히 국내 시총 TOP3에 걸맞는 퀄리티를 보여주지 못했다. 이는 시장의 외면으로 이어지며 매출하락으로 연결되었다. 다만 회사도 이러한 문제점을 인지했다. 애널리스트 간담회를 통해 리니지는 리니지대로, 기타 게임은 다른 게임성을 보이겠다고 밝히며 다시 전략을 수정했다. 이른바 리니지와 비리니지의 동행전략이다

주가레벨은 최하단, 하지만 아이온2 실패하면 결과는 모른다

그동안 지켜왔었던 PBR 1.2배선도 무너졌다. 하락의 가장 큰 이유는 올해 추정이익의 변화다. 4Q24->1Q25 넘어오면서 '25년 엔씨소프트 컨센서스 영업이익은 2,200억원 수준에서 1,100억원 수준으로 그리고 또다시 500억원으로 수직낙하했다. 컨센 하향 조정은 신작일정 지연 탓이다. 언제나 그랬듯이 주가에 신작에 대한 큰 기대감이 반영되어있지 않다. 예상하지 못한 히트는 주가 상승을 야기할 수 있다. 그러나 주가가 장기적으로 유지되기 위해서는 리니지를 잇는 히트 상품이 필요할 것으로 생각된다. 현재로서는 그 가능성이 매우 긍정적으로 보이지 않는다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,627	1,713
영업이익	559	137	-109	83	149
영업이익률(%)	21.7	7.7	-6.9	5.1	8.7
세전이익	609	206	121	96	134
지배주주지분순이익	436	212	94	71	100
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	3,593	5,055
증감률(%)	9.8	-51.3	-55.6	-16.3	40.7
ROE(%)	13.7	6.6	3.0	2.3	3.2
PER(배)	22.6	24.9	42.7	40.9	29.1
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	-77,100.0	10.7	8.0

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

비공개 애널리스트 간담회 후기

총 5종 게임 선보임

엔씨소프트는 4/22 비공개 애널리스트 간담회를 진행했다. 해당 행사에서 슈팅 3종 + 아이온2 + 브레이커스 총 5개의 게임을 선보였다. 전반적인 게임의 감상은, “MMORPG 절대강자인 엔씨소프트가 타장르도 이정도 수준을 만들 수 있구나”에서 크게 벗어나진 않았다. 특히 2종을 선보인 PVP 슈팅장르는 경쟁이 치열해 시장에 안착하기 어렵다는 점에서 더 그렇다. 공개한 게임 중에서는 빅게임 스튜디오가 개발한 ‘브레이커스’가 가장 차별화 요소가 많고 기대되었다. 나머지 게임은 기대를 상회하는 수준 정도였다.

리니지 동행 전략: 전략 방향성은 VERY GOOD

이번 행사를 통해 엔씨소프트는 리니지와 非리니지의 동행을 강조했다. 코어장르를 MMORPG, 슈팅, 서브컬처로 나누고 엄격한 게임평가 기준을 통해 출시까지 완성시키겠다는 기조다. 전략 자체는 우수하다. 24년 한 해 동안 탈리니지를 외치며 쏟아냈던 신작들은 오히려 리니지라이크의 팔목할만한 현금창출을 그림게 만들었다. 따라서 현금창출력 우수한 리니지라이크 개발을 지속하며 타 장르로 새로운 유저층과 매출처를 찾겠다는 전략은 현재로서 가장 최선의 방법이었을 것이다. 비용 면에서도 과도한 마케팅 비용투입을 지양하고, 게임평가위원회를 설립하기로 했다. 간담회의 내용이 모두 좋다. 게임도 괜찮다. 전략의 방향도 옳다고 판단된다.

문제는 그 시기가 너무 늦었다는 데에 있음

문제는 그동안 수많은 기회가 있었음에도 전략변경의 시점이 너무 늦었다는 것이다. 옳지른 물을 다시 담기는 쉽지 않다. 이제서라도 옳은 방향으로 나아가고 있다고 칭찬하기에는 과거의 수없이 많았던 기회가 아른거린다. 당장 4Q출시될 아이온2가 성공을 거두지 못한다면 이익은 다시 BEP에 붙을 가능성이 높다. 다양한 장르를 시도하며 새로운 IP를 발굴하기 위해서 역설적이게도 더 많은 리니지가 필요할 것으로 생각된다. 올해는 아이온2 정보공개와 그 실적에 주목한다. 리니지는 리니지대로 가겠다고 밝힌 만큼 과금강도가 강하다고 해서 회사를 부정적으로 바라 볼 필요는 없다. 올해 엔씨소프트는 게임개발역량이 아닌 게임세일즈역량을 증명해야 한다.

게임개발 역량 증명보다 리니지 역량 증명이 우선

표10 간담회 소개 게임들

게임	소개내용
ILL	회사 첫 번째 오픈월드 슈팅으로 AAA퀄리티의 시네마틱 택티컬 슈터 완성 21세기 서울에서 펼쳐지는 또 다른 현실 세계를 구현 오픈월드와 MMO,슈팅이 결합된 도전적 시도
타임테이커스	타임 서바이벌 히어로 슈터 히어로슈터+배틀로얄(서바이벌)의 특징을 가지고 있으며, 시간을 키워드로 차별성 부여 팀 단위 대전을 기반으로 한 경쟁형 슈터 게임 PC/콘솔 모두 출시 예정이며, 글로벌 서비스 목표 연내 글로벌 CBT 진행목표
본파이어	차세대슈터 현대/SF 배경 기반의 FPS 시장에 있는 경쟁작들과 확연히 다른 점을 보유
아이온2	엔리얼엔진5 기반 MMORPG, 모바일 및 퍼플을 통한 PC 서비스 준비중 올해 4분기 한국과 대만에 선출시 후, 글로벌 출시 조속한 시일 내에 마케팅을 통해 유저대상 공개 예정
브레이커스 언락더월드	NC최초의 글로벌 타겟 액션중심 서브컬처 RPG 본격 헌팅액션+서브컬처 애니메이션 게임으로 기존 서브컬처와 차별화 AAA급 전투를 모바일에서 경험하고, 한편의 애니메이션을 보며 플레이하는 감각의 서브컬처 업계 유명애니메이션 제작사 협업을 통해 고품질 캐릭터 아트/애니 제작 카도카와와의 IP협업을 통한 확장성 확보로 폭넓은 글로벌 유저층 타겟

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

표1 엔씨소프트 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	3,979	3,689	4,019	4,094	3,667	3,655	3,921	5,026	17,798	15,781	16,268
모바일	2,494	2,182	2,534	2,156	1,981	2,113	2,112	2,977	12,004	9,367	9,183
리니지 M	1,051	1,070	1,589	1,218	1,101	1,315	1,432	1,255	4,961	4,928	5,103
리니지 2M	559	423	431	413	330	305	255	301	2,629	1,826	1,191
리니지 W	829	655	469	491	385	341	295	355	4,170	2,443	1,376
아이온 2								975			975
PC	915	862	807	934	813	823	860	1,007	3,650	3,518	3,503
로열티	327	377	381	735	608	454	494	571	1,444	1,820	2,126
영업비용	3,722	3,600	4,162	5,389	3,568	3,767	3,918	4,186	16,426	16,873	15,440
인건비	2,028	1,880	2,011	3,145	1,955	1,830	1,850	1,791	8,229	9,064	7,426
마케팅비	69	174	487	552	185	451	555	431	850	1,282	1,622
영업이익	257	88	-143	-1,295	98	-113	3	839	1,373	-1,092	828
OPM	6.5	2.4	-	-	2.7	-	0.1	16.7	7.7	-	5.1
지배순이익	38	22	24	15	19	-11	27	24	2,121	100	591
NPM	1.0	0.6	0.6	0.4	0.5	-	0.7	0.5	11.9	0.6	3.6

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 엔씨소프트 Valuation Table

	단위		비고
지배주주지분	(십억원)	3249	25F 지배주주 지분 적용
Target BPS	(원)	139,306	자기주식 수 제외
Target P/B	(x)	1.2	24년 PBR 적용
목표주가	(원)	170,000	적정주가 167,167원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	146,900	04월 25일 종가
Upside	(%)	15.7	04월 25일 종가

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

[엔씨소프트 036570]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	1,789	1,793	1,808	매출액	2,572	1,780	1,578	1,627	1,713
현금 및 현금성자산	286	365	1,260	1,243	1,207	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	219	172	167	182	210	매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,627	1,713
재고자산	1	1	1	1	1	판매비 및 관리비	2,013	1,643	1,687	1,544	1,564
기타	2,185	1,799	360	366	389	영업이익	559	137	-109	83	149
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,202	2,247	(EBITDA)	665	249	0	193	258
관계기업투자등	531	665	864	899	935	금융손익	166	102	155	40	52
유형자산	930	1,001	998	978	964	이자비용	9	15	10	9	9
무형자산	43	96	104	113	122	관계기업등 투자손익	-8	3	5	-23	-67
자산총계	4,438	4,394	3,954	3,995	4,054	기타영업외손익	-108	-36	70	-4	-1
유동부채	515	614	322	360	377	세전계속사업이익	609	206	121	96	134
매입채무 및 기타채무	292	215	196	227	241	계속사업법인세비용	173	-8	27	24	33
단기금융부채	35	280	46	46	46	계속사업이익	436	214	94	72	100
기타유동부채	188	119	80	87	90	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	724	526	568	528	505	당기순이익	436	214	94	72	100
장기금융부채	593	369	336	289	258	지배주주	436	212	94	71	100
기타비유동부채	130	158	232	239	247	총포괄이익	145	204	77	72	129
부채총계	1,239	1,141	890	888	882	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	3,196	3,250	3,058	3,101	3,167	영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	5.1	8.7
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	25.9	14.0	0.0	11.9	15.1
자본잉여금	433	433	433	433	433	당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.0	4.4	5.9
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,517	3,555	ROA (%)	9.7	4.8	2.3	1.8	2.5
비지배주주지분(연결)	2	3	5	5	5	ROE (%)	13.7	6.6	3.0	2.3	3.2
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,106	3,173	ROIC (%)	20.1	5.5	-6.0	5.5	9.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	107	228	285	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	436	214	94	72	100	P/E	22.6	24.9	42.7	40.9	29.1
비현금수익비용가감	359	72	-7	140	211	P/B	3.1	1.6	1.3	1.0	1.0
유형자산감가상각비	104	110	106	107	105	P/S	3.8	3.0	2.5	2.0	1.9
무형자산상각비	2	2	3	4	4	EV/EBITDA	13.7	17.6	-77,100.0	10.7	8.0
기타현금수익비용	253	-40	-116	30	102	P/CF	12.4	18.5	46.1	15.2	10.3
영업활동 자산부채변동	50	-96	-43	16	-27	배당수익률 (%)	1.5	1.3	0.8	2.1	2.2
매출채권 감소(증가)	101	42	20	-15	-28	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0	매출액	11.4	-30.8	-11.3	3.1	5.3
매입채무 증가(감소)	0	0	0	31	14	영업이익	49.0	-75.4	적전	흑전	80.1
기타자산 부채변동	-57	-139	-63	0	-12	세전이익	24.0	-66.1	-41.4	-20.9	39.9
투자활동 현금	-392	113	1,294	-170	-228	당기순이익	10.2	-50.9	-56.0	-23.8	39.9
유형자산처분(취득)	-249	-117	-83	-87	-91	EPS	9.8	-51.3	-55.6	-16.3	40.7
무형자산 감소(증가)	-3	-41	41	-13	-13	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-136	266	1,318	-58	-111	부채비율	38.7	35.1	29.1	28.6	27.8
기타투자활동	-3	5	18	-12	-13	유동비율	522.2	380.4	555.1	498.3	479.6
재무활동 현금	-304	-177	-523	-75	-93	순차입금/자기자본(x)	-23.4	-27.2	-34.6	-35.1	-34.4
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-285	-47	-31	영업이익/금융비용(x)	59.0	9.4	-10.6	9.5	16.5
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	-28	-62	총차입금 (십억원)	629	649	382	335	304
배당금의 지급	119	136	64	28	62	순차입금 (십억원)	-748	-885	-1,059	-1,089	-1,091
기타재무활동	0	1	2	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	30	80	895	-17	-36	EPS	19,847	9,663	4,291	3,593	5,055
기초현금	256	286	365	1,260	1,243	BPS	145,587	148,023	139,312	141,259	144,275
기말현금	286	365	1,260	1,243	1,207	SPS	117,144	81,071	71,883	74,098	78,032
NOPLAT	400	100	-85	62	112	CFPS	36,227	13,017	3,975	9,645	14,194
FCF	453	303	1,338	58	57	DPS	6,680	3,130	1,460	3,130	3,200

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

펠어비스

263750

꿈은 가장 크다, 실현여부는 지켜봐야

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.04.28

매수(신규)

목표주가(신규)	43,000원
현재주가(04/25)	34,800원
상승여력	23.5%

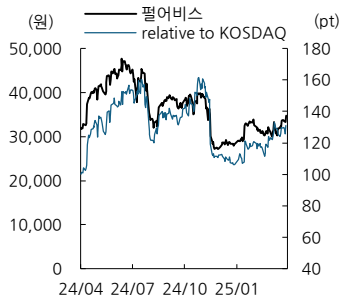
Stock Data

KOSDAQ	729.7pt
시가총액(보통주)	2,236십억원
발행주식수	64,248천주
액면가	100원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	181천주
60일 평균거래대금	5,736백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	47,650원
52주 최저가	26,750원
주요주주	
김대일(외 11인)	37.3%
서용수(외 1인)	5.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	8.2	5.7
3M	23.6	23.5
6M	-7.2	-7.5

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 43,000원, 커버리지 개시

25년 매출액은 5,256억원 영업이익은 1,211억원을 예상한다. 목표주가는 25년 예상 EPS에 회사의 개발역량을 고려, 게임주 Historical PER 최상단 수준인 20배를 적용해 산출했다. 사실 붉은사막 출시 전까지 BEP에 붙어있는 실적이 주가에 끼치는 영향은 제한적이다. 결국 붉은사막 출시 전 기대감과 실제 성과가 주가와 기업가치를 결정한다. 우리는 붉은사막 25년 추정 매출액(PS순매출 포함)으로 1,916억원을 제시한다. 이는 2025년 10월 출시를 가정한 수치다.

붉은사막 개발 마무리 단계는 맞는 것으로 보임

꿈을 가장 크게 가지고 있는 회사다. 동사는 14년 검은사막 출시 이후, 후속작인 붉은사막을 19년에 처음으로 공개한 바 있다. 그러나 지속된 출시지연으로 주가는 급등락을 반복, 현재는 과거 고점대비 1/4 수준을 보이고 있다. 확실한 것은 개발이 마무리 단계에 있다는 것이다. 스팀/PS 스토어에도 출시년도를 확정지었다. 또한 올해 출시 전 열리는 대부분의 게임쇼에 참석할 것으로 보인다. 출시가 가시권에 들어온 것은 명백한 사실로 보인다. 빠르면 10월, 늦으면 12월을 예상한다. 물론, 과거사례로 반추해봤을 때, 깜짝 출시연기가 있을 가능성이 제로라고 확언할 수는 없다. 그래도 기간차이가 크지는 않을 전망이다.

꿈은 크다. 거대한 게임규모 덕분에 판매량 최하단은 지지될 것

24년 게임스컴, 지스타에서 붉은사막을 플레이 해본 경험이 있다. 게임을 하면서 느낀 점은 붉은사막이 목표로 하는 시장이 매우 크다는 것이다. 게임은 광활한 오픈월드를 자랑하고, 독특하고도 깊은 전투시스템을 제공한다. 게임 볼륨으로 따진다면 글로벌 TOP을 지향하고 있음이 명백하다. 하지만 꼭 볼륨이 크다고 해서 높은 판매량으로 이어지는 것은 아니다. 중요한 것은 그 광활한 세계를 채우는 세세한 디테일이다. 게임에 대해 몇 가지 기대되는 점과 몇 가지 우려스러운 점이 있다. 그래도 게임 볼륨 상 Bear시나리오는 1Y 300만장이 될 것으로 보인다. 물론 Bear 시나리오 기준으로는 현재 주가를 지탱할 수 없다. 기업가치 상승을 위해서는 Best Case가 필요하다. 추후 정보공개에 주목한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	386	333	342	526	569
영업이익	16	-16	-12	121	158
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-3.6	23.0	27.8
세전이익	-56	22	78	168	216
지배주주지분순이익	-43	15	60	131	159
EPS(원)	-669	237	939	2,128	2,586
증감률(%)	적전	흑전	296.8	126.6	21.5
ROE(%)	-6.1	2.1	7.9	15.3	16.2
PER(배)	-62.7	163.7	29.5	16.4	13.5
PBR(배)	3.9	3.4	2.2	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	63.5	229.8	117.1	12.8	9.2

자료: 펠어비스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표4 펠어비스 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	87.5	79.2	77.3	281.6	334.8	342.4	525.6
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.3	88.7	89.3	90.6	135.9	349.8	354.4	404.5
인건비	46.0	45.7	43.5	46.9	46.5	46.5	47.1	51.0	177.6	182.1	191.1
마케팅비	5.6	7.3	8.9	11.8	10.0	12.0	12.1	32.0	31.8	33.6	66.1
영업이익	0.5	(5.8)	(9.2)	2.4	(1.2)	(10.1)	(13.3)	145.7	(16.5)	(12.0)	121.1
OPM	0.6	(7.1)	(11.6)	2.5	(1.4)	(12.8)	(17.2)	51.7	(4.9)	(3.5)	23.0
지배순이익	12.8	9.1	(7.8)	46.2	2.6	(4.2)	18.8	113.5	15.2	60.3	130.7
NPM	15.0	11.1	(9.8)	48.3	3.0	(5.3)	24.3	40.3	4.5	17.6	24.9

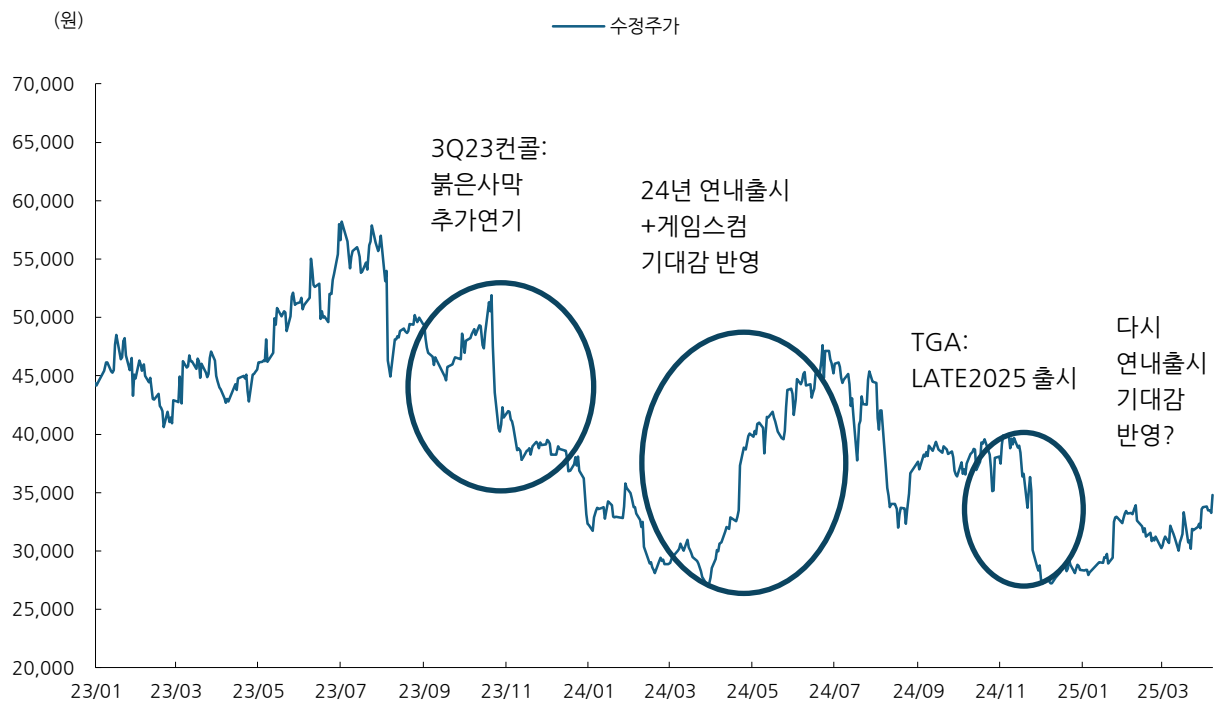
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 펠어비스 Valuation Table

	단위		비고
지배주주순이익	(십억원)	131	25F 지배주주순이익 적용
Target EPS	(원)	2,128	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	20	게임주 최상단 PER 수준 적용
목표주가	(원)	43,000	적정주가 42,560원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	34,800	04월 25일 종가
Upside	(%)	23.7	04월 25일 종가

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림63 펠어비스 주가 History -붉은사막의 역사



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림64 붉은사막- 스팀 위시리스트 64위

61.		REPLACED	—	—	Soon	34,785	+107
62.		State of Decay 3	—	—	TBA	31,347	+3,576
63.		Killer Bean	—	—	Soon	32,671	+69
64.		Crimson Desert	—	—	2025	26,502	+453
65.		Marathon	—	—	Sep 2025	29,389	+5,579
66.		Nova Roma	—	—	2025	28,149	+38
67.		Tides of Annihilation	—	—	Soon	29,793	+339
68.		REANIMAL	—	—	Soon	24,348	+354
69.		Tales of the Shire: A The Lord of The Rings™ Game	—	—	Jul 2025	26,194	+126
70.		Crowsworn	—	—	TBA	30,931	+41
71.		Derelicts	—	—	TBA	50,828	+62

자료: STEAM, DS투자증권 리서치센터

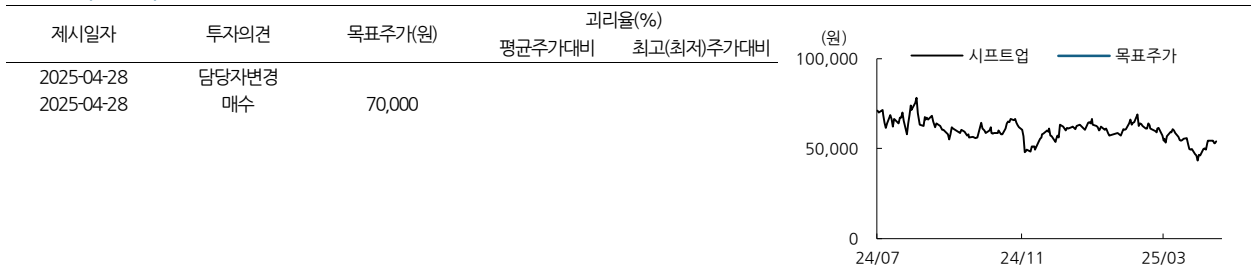
[펠어비스 263750]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	557	583	453	649	741	매출액	386	333	342	526	569
현금 및 현금성자산	160	236	143	232	417	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	52	51	63	160	57	매출총이익	386	333	342	526	569
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	369	350	355	404	410
기타	345	296	247	257	267	영업이익	16	-16	-12	121	158
비유동자산	666	630	690	680	673	(EBITDA)	42	10	13	146	182
관계기업투자등	177	167	212	221	230	금융손익	9	5	40	81	66
유형자산	210	194	189	178	169	이자비용	9	13	7	5	5
무형자산	231	227	248	239	231	관계기업등 투자손익	6	-6	12	-1	-1
자산총계	1,223	1,213	1,143	1,330	1,414	기타영업외손익	-87	39	38	-34	-8
유동부채	236	316	133	220	142	세전계속사업이익	-56	22	78	168	216
매입채무 및 기타채무	47	45	43	126	45	계속사업법인세비용	-13	7	17	37	57
단기금융부채	94	163	5	5	5	계속사업이익	-43	15	60	131	159
기타유동부채	96	108	85	88	92	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	287	172	204	208	212	당기순이익	-43	15	60	131	159
장기금융부채	235	85	97	97	97	지배주주	-43	15	60	131	159
기타비유동부채	52	87	107	111	115	총포괄이익	-25	18	78	131	159
부채총계	523	488	337	428	354	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	699	725	806	902	1,061	영업이익률 (%)	4.2	-4.9	-3.6	23.0	27.8
자본금	7	7	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	10.9	2.9	3.8	27.7	32.0
자본잉여금	216	220	220	220	220	당기순이익률 (%)	-11.1	4.6	17.6	24.9	27.9
이익잉여금	483	498	559	689	848	ROA (%)	-3.3	1.2	5.1	10.6	11.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	-6.1	2.1	7.9	15.3	16.2
자본총계	699	725	806	902	1,061	ROIC (%)	2.0	-2.8	-3.1	29.5	40.1

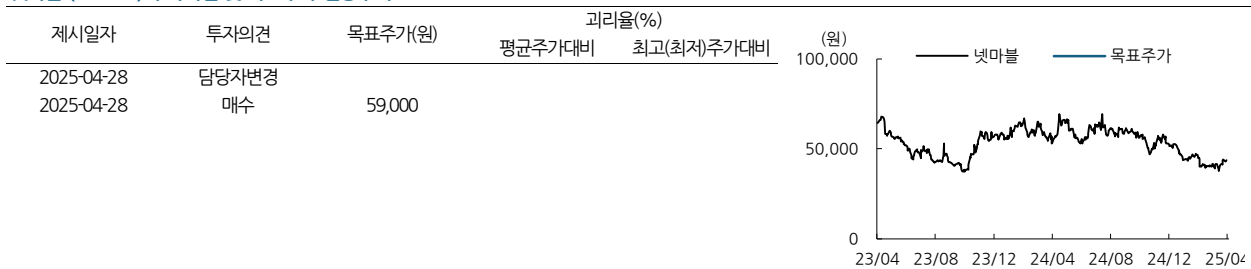
현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	32	-5	114	212	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-43	15	60	131	159	P/E	-62.7	163.7	29.5	16.4	13.5
비현금수익비용가감	118	18	-26	-5	28	P/B	3.9	3.4	2.2	2.5	2.1
유형자산감가상각비	16	17	16	15	15	P/S	7.0	7.5	5.2	4.3	3.9
무형자산상각비	10	9	9	9	9	EV/EBITDA	63.5	229.8	117.1	12.8	9.2
기타현금수익비용	93	-8	-51	-62	5	P/CF	35.8	74.7	52.3	17.9	11.9
영업활동 자산부채변동	-15	8	-34	-11	25	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	5	1	-3	-97	104	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-4.5	-13.5	2.7	53.5	8.2
매입채무 증가(감소)	0	0	0	83	-82	영업이익	-61.9	적전	적지	흑전	30.8
기타자산 부채변동	-20	7	-31	3	3	세전이익	적전	흑전	250.7	116.6	28.3
투자활동 현금	-108	134	56	-25	-27	당기순이익	적전	흑전	296.8	116.6	21.5
유형자산처분(취득)	-93	-9	-3	-5	-5	EPS	적전	흑전	296.8	126.6	21.5
무형자산 감소(증가)	12	36	-1	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-29	76	60	-19	-19	부채비율	74.8	67.3	41.8	47.4	33.3
기타투자활동	3	32	0	-2	-2	유동비율	235.6	184.5	340.4	295.2	523.0
재무활동 현금	-23	-90	-152	0	0	순차입금/자기자본(x)	-3.2	-36.0	-33.4	-40.8	-53.1
차입금의 증가(감소)	-23	-90	-152	0	0	영업이익/금융비용(x)	1.8	-1.3	-1.8	23.6	30.9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	329	248	102	102	102
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-22	-261	-270	-368	-563
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-84	76	-93	89	186	EPS	-669	237	939	2,128	2,586
기초현금	244	160	236	143	232	BPS	10,887	11,284	12,545	14,038	16,510
기말현금	160	236	143	232	417	SPS	6,004	5,191	5,329	8,181	8,853
NOPLAT	12	-11	-10	94	117	CFPS	1,173	519	530	1,949	2,914
FCF	-48	176	56	89	186	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

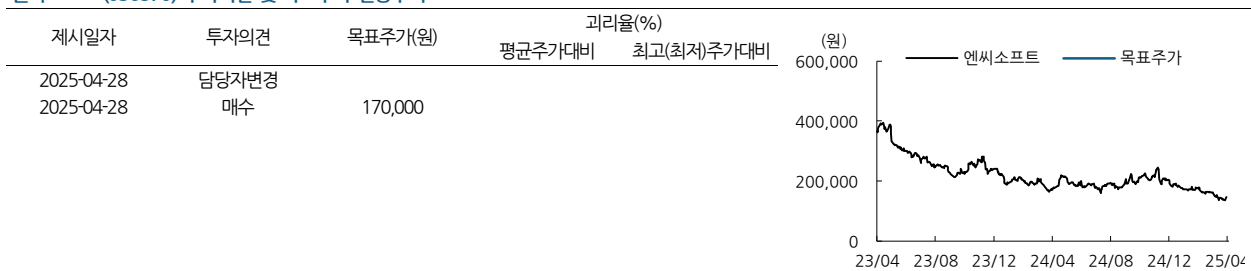
시프트업 (462870) 투자의견 및 목표주가 변동추이



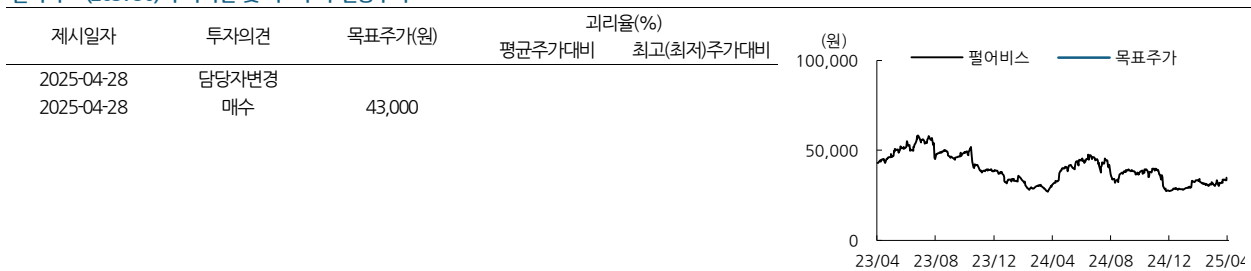
넷마블 (251270) 투자의견 및 목표주가 변동추이



엔씨소프트 (036570) 투자의견 및 목표주가 변동추이



필어비스 (263750) 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 하시기를 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.