서브컬처 게임 산업

비중확대 (유지)

Top Pick

✓ 시프트업

분석의 기본 가정

- 대형 서브컬처 신작 출시에도 유저 지표 유지
- 콘텐츠 업데이트 주기를 단축하여 유저 이탈 최소화
- IP를 서비스와 실물로 확대하며 유저의 삶 속 중요도 증가

사랑의 유통기한 3년?

게임/엔터 담당 김지현
T.02)2004-9964
Kim.ji-hyun@shinyoung.com

높은 자유도와 미감을 가진 중국 서브컬처 게임의 영향으로 국내 신작 서브컬처 게임의 성공은 어려워지는 상황임. 현상황에서 중국 서브컬처 작품 중 높은 기대를 받는 넷이즈의 〈무한대〉가 오늘 출시됨. 대형 서브컬처 신작 출시로 인한 투자자 관심이 집중되는 국면임. 이에 국내 서브컬처 게임에 어떤 영향이 있는지 관찰이 필요한 시점이라고 판단함. 서브컬처 게임은 3년을 기점으로 IP의 소진과 신규 IP로 인한 이용자와 매출이 감소하는 현상을 보임. 다만, IP 확장 전략을 펼치는 게임의 경우 지속적인 성장을 이룬 IP가 존재함. 〈승리의 여신: 니케〉는 3.5주년을 맞이한 업데이트 후 긍정적인 지표가 관찰됨. 이는 음악, 굿즈, 오프라인 이벤트 등 다양한 IP 확장 전략을 적극적으로 실행하고 있는 사례임. 또한 2027년 이후 텐센트와 협업한 신작이 출시될 것으로 전망되는 시프트업에 대한 관심 확대를 권고하며 국내 서브컬처 게임 업종 내 최선호주로 제시함.

Content

I. 서브컬처 게임, 관심 재점화 필요 5

1. 서브컬처 대작의 출시로 기존작의 관심 환기 5
2. 서브컬처란? 6
3. 서브컬처 시장 규모 8
4. 서브컬처 시장의 변화 10

II. 서브컬처 업황 12

1. 한국 서브컬처: 흥행 구도 고착화 12
2. 일본 서브컬처: 신작 가뭄 15
3. 중국 서브컬처: 대형 신작 출시 16

III. 마의 3년 18

1. 사랑의 공식 3년 그 이후… 18
2. 지금이 관심 확대 구간 22

IV. 기업 분석 27

1. 시프트업 28
2. 넷마블 33
3. 네오위즈 38

Summary

서브컬처 산업은 OTT및 디지털 플랫폼으로 인해 대표적인 하위콘텐츠인 애니메이션으로의 접근성이 좋아지면서 자연스러운 신규 유입이 일어나고 있다. 또한 기존 세대와 결합해 지속적인 수요 기반이 형성되고 있다. 이에 따라 서브컬처는 특정 세대의 일시적 트렌드가 아니라 장기적인 소비 시장으로 자리잡고 있다.

서브컬처에서 애니메이션은 글로벌 확산 채널로 기능하고 게임은 수익화의 핵심 플랫폼으로 기능하고 있다. 특히 서브컬처 게임은 가장 높은 성장성과 수익성이 실현되고 있다. 이에 신규 IP에 필요한 비용을 초기에 회수하기에 용이한 게임이 서브컬처 IP의 출발점이 되는 사례가 증가하고 있다.

다만 〈원신〉이라는 최대 IP가 하향 안정화되면서 전체 시장규모가 축소되었다. 그러나 2026년은 다양한 대형 서브컬처 신작이 출시되고 있어 시장의 규모가 증가하고 투자자의 관심이 다시금 증가할 것으로 판단한다.

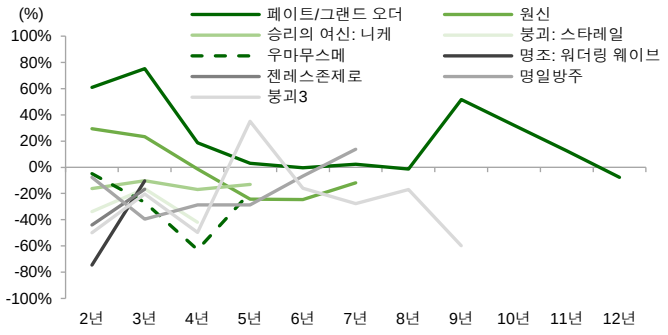
서브컬처 게임은 신규 캐릭터와 콘텐츠의 소모가 일어나는 3년차 이후부터 이용자 지표와 매출 지표가 하락하는 패턴을 보인다. 이에 따라 단순 게임 내 업데이트만으로는 성장 둔화를 방어하기 어려우며, IP 확장을 통한 수요 환기가 필수적인 전략으로 판단된다. 이러한 확장 과정은 소비자의 참여 방식을 변화시킨다. 초기에는 단순 콘텐츠 소비에 머물던 이용자가, 이후 굿즈 구매를 통한 소유 욕구로 전환되고, 나아가 오프라인 경험 소비를 통해 일상 속 경험으로 IP를 받아들이는 단계로 진화한다.

결과적으로 IP 확장은 단순 매출 다각화를 넘어, 콘텐츠 → 소유 → 경험으로 이어지는 소비 심화 구조를 형성하여 IP 수명을 연장하는 핵심 요인으로 작용한다. 서브컬처 게임의 주요 성수기인 여름을 맞이하여 지표의 반등이 관찰되고 있으며 대형 서브컬처 신작 출시로 인한 투자자 관심이 집중되는 국면이다. 이에 국내 서브컬처 게임에 대한 관찰이 필요한 시점이라고 판단한다.

이 가운데 〈승리의 여신: 니케〉는 음악, 굿즈, 오프라인 이벤트 등 다양한 IP 확장 전략을 적극적으로 실행하고 있는 사례다. 또한 2027년 이후 텐센트와 협업한 신작이 출시될 것으로 전망되는 시프트업에 대한 관심 확대를 권고하며 국내 서브컬처 게임 업종 내 최선호주로 제시한다.

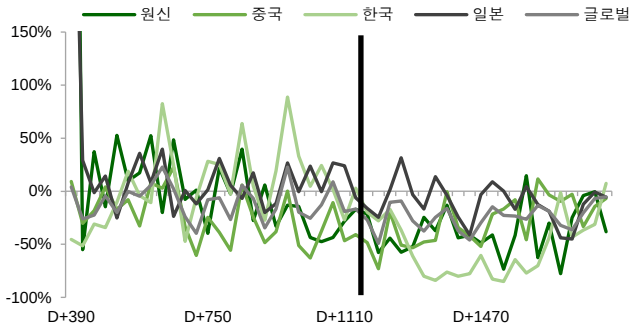
Summary

대표 서브컬처 게임의 MAU 연간 변화율



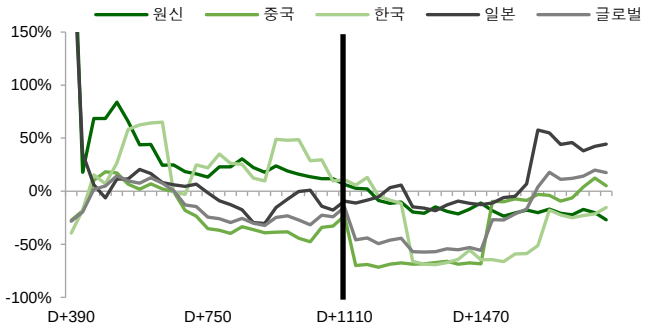
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

대표 서브컬처 게임의 월별 매출 전년대비 변화율(출시후 기준, 3년 까만선)



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

대표 서브컬처 게임의 MAU 전년대비 변화율(출시후 기준, 3년 까만선)



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

I. 서브컬처 게임, 관심 재점화 필요

1. 서브컬처 대작 출시로 기존작의 관심 환기

서브컬처 게임의 대형신작 출시가 잇따르며 투자자 관심 환기

서브컬처 게임 이용자에게 많은 관심을 받는 넷이즈의 〈이환〉이 오늘(4/29) 출시되며 서브컬처 게임 산업의 전체 산업 규모 성장으로 이어질 수 있을지가 주목된다. 서브컬처 게임이란 일본 애니메이션풍의 그래픽을 사용한 게임을 일컫는다. 서브컬처는 시작되었으나 중국의 게임이 다수의 성공을 거두며 사실상 종주국으로 활약하고 있다. 다만, 최근 대형 히트작이 노후화로 인한 매출 감소를 겪으며 전체 산업 규모는 감소하며 투자자들의 관심에서 멀어졌다. 이번 〈이환〉부터 이어질 오픈월드 AAA급 서브컬처 신작 게임의 출시는 전체 서브컬처 산업의 변곡점으로 판단한다.

일반적으로 게임의 하위장르는 자기잠식(카니발라이제이션)이 존재하므로 대형 신작의 출시로 인한 기존 작품의 타격이 예상된다. 특히 IP의 노후화는 모든 콘텐츠에서 우려요인으로 작용한다. 일반적으로 서브컬처게임은 출시 첫 1년을 매출의 피크로 하며 3년차를 기점으로 급격한 하향화가 진행된다.

하지만 국내 게임 중 시프트업의 〈승리의 여신: 니케〉는 대형 신작의 출시로 인한 경쟁 강화와 3년이 지난 상황에서도 IP 노후화의 우려를 최소화하며 장기화IP가 될 가능성이 관찰되고 있다.

도표 1. iOS 4/28 무료다운로드 순위

자료 : 모바일인덱스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 4/26 국내 통합 모바일게임 순위

게임명	기업	수익($)	다운로드(건)	DAU(명)
승리의 여신:니케	시프트업	593,731	2,368	110,873
붕괴: 스타레일	miHoYo	374,303	1,554	217,880
Whiteout Survival	Century Games	308,571	3,109	81,360
Kingshot	Century Games	260,130	3,637	48,639
리니지 M	NC	205,542	297	10,251
Last War:Survival	FUNFLY	200,528	267	71,820
Gossip Harbor	Microfun	185,301	3,957	118,518
Royal Match	Dream Games	157,449	1,498	612,096
메이플 키우기	넥슨	152,860	3,408	68,856
마비노기 모바일	넥슨	116,628	1,083	38,512

자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

2. 서브컬처란?

서브컬처는 오타쿠문화 중 아이돌 문화를 제외한 일본 애니메이션 풍의 문화 산업

서브컬처란 하위문화(Sub+Culture)를 결합한 언어로 비주류 문화를 뜻한다. 과거에는 서브컬처가 히피 등과 같은 주류가 아닌 비주류 계층의 문화를 뜻했으나 현재에는 오타쿠문화 중 아이돌 문화를 제외한 일본 애니메이션 풍의 문화 산업을 광범위하게 일컫는 단어가 되었다. 일반적으로 서브컬처를 구성하는 주축 산업은 애니메이션(Anime), 만화책(Comics), 게임(Game), 소설(Novel)의 ACGN시장으로 이루어져 있다.

서브컬처는 본질적으로 기존 주류 문화에 대한 반대의 정체성에서 출발하지만, 일정 수준 이상의 확산과 상업화를 거치며 주류 문화에 편입되거나 주류 문화를 변화시키기도 한다. 1960~70년대 히피 문화는 이러한 흐름을 대표적으로 보여주는 사례다.

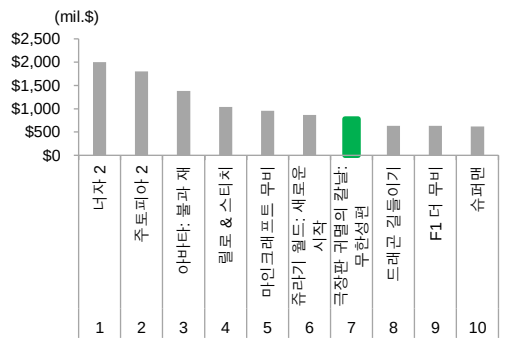
히피 문화는 반전, 자유, 반체제적 가치관을 기반으로 형성된 대표적인 서브컬처였으며 점차 음악과 패션을 중심으로 대중에게 확산되면서 문화 산업 전반에 영향을 미치기 시작했다. 특히 비틀즈와 같은 아티스트들은 히피 문화의 미학과 메시지를 음악에 반영하며 대중화에 결정적인 역할을 했다. 그 결과 히피문화는 더 이상 특정 집단에 국한된 하위문화가 아니라 대중문화에 편입되었다.

이러한 관점에서 현재의 서브컬처의 확장 흐름 또한 유사한 방향성을 가진다. 초기에는 특정 팬층을 중심으로 형성된 서브컬처 작품이 캐릭터, 음악, 애니메이션 등을 통해 대중문화 전반으로 확산된 상태라고 판단한다.

도표 3. 비틀즈의 히피룩

자료 : Google, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2025년 박스오피스 순위



자료 : The numbers, 신영증권 리서치센터

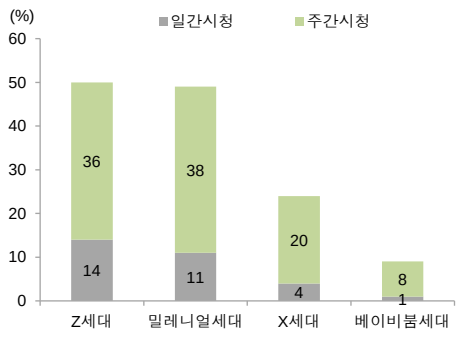
OTT로 인해 애니메이션 시청자가 증가하며 서브컬처는 소비기반을 확대 중

2025년 기준 글로벌 주요 10개국에서 애니메이션 시청 비중은 세대별로 뚜렷한 차이를 보이고 있다. 특히 Z세대와 밀레니얼 세대의 경우 주간 기준 약 50% 수준의 시청률을 기록하고 있으며, 이는 타 세대 대비 높은 수준이다. 반면 X세대 및 베이비붐 세대에서는 상대적으로 낮은 시청 비중이 나타난다.

또한 시청 주기 측면에서도 전체 응답자의 약 48%가 매일 또는 매주 애니메이션을 소비하고 있는 것으로 나타나, 애니메이션이 단순한 선택적 콘텐츠가 아닌 일상적인 소비 콘텐츠로 자리잡고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 변화는 서브컬처 시장의 성장으로 이어진다. 애니메이션은 서브컬처 콘텐츠의 핵심 진입로로 캐릭터, 세계관, 서사에 대한 초기 경험을 제공한다. 이후 해당 IP는 게임, 만화, 굿즈 등으로 확장되며 소비가 이어지는 구조를 갖는다.

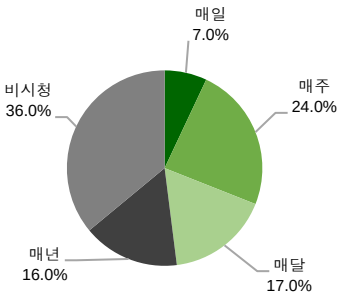
특히 Z세대는 OTT 및 디지털 플랫폼을 통해 애니메이션에 접근하고 있어, 과거 대비 훨씬 자연스럽게 서브컬처에 유입되고 있다. 이는 기존 MZ세대가 TV 기반 애니메이션을 통해 형성된 팬덤과 결합되며, 세대 간 단절 없이 수요가 이어지는 구조를 형성한다. 결과적으로 서브컬처 시장은 특정 세대에 국한된 트렌드가 아니라, 세대 교체 과정에서도 지속적으로 확대되는 소비 기반을 확보하고 있는 것으로 판단된다.

도표 5. 2025년 세대별 애니메이션 시청 비중(10개국가)



주: 미국, 프랑스, 이탈리아, 폴란드, 스페인, 영국, 중국, 인도네시아, 일본, 태국 10개 국가
자료 : Dentsu, 신영증권 리서치센터

도표 6. 2025년 애니메이션 시청 주기(10개국가)



주: 미국, 프랑스, 이탈리아, 폴란드, 스페인, 영국, 중국, 인도네시아, 일본, 태국 10개 국가
자료 : Dentsu, 신영증권 리서치센터

3.서브컬처 시장 규모

서브컬처 기반 산업 중 게임이 가장 높은 성장률을 시현할 전망

일본 만화책 시장은 3.7%, 일본 애니메이션 산업은 5.7%, 서브컬처 게임은 15%의 연평균 성장률을 보여줄 것으로 기대된다.

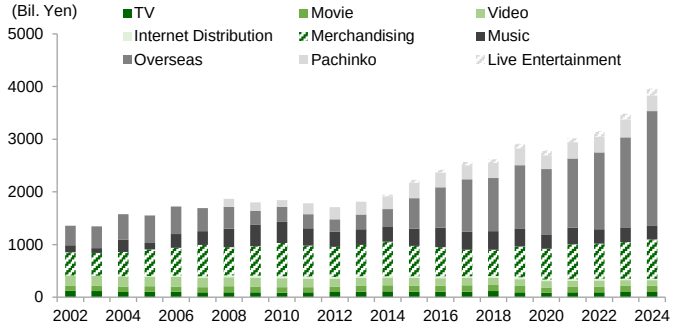
일본 애니메이션 협회(AJA)에 따르면 일본 애니메이션 산업 규모는 2024년 기준 약 3.84조엔 수준이며 인터넷 유통(스트리밍), 굿즈(MD), 음악 등 2차 수익 비중이 증가하면서 애니메이션은 단순 제작 콘텐츠를 넘어 IP 기반 수익 산업으로 진화하고 있다.

글로벌 애니메이션 시장 또한 중장기적으로 견조한 성장세가 예상된다. 시장 조사 기관에 따르면 글로벌 애니메이션 시장은 향후 약 8% 이상의 연평균 성장률을 기록하며 지속 확대될 전망이다. 이러한 성장은 OTT 플랫폼 확산, 서브컬처 콘텐츠의 대중화, 그리고 게임 및 굿즈 등으로 이어지는 IP 확장 구조에 기인한다.

만화 시장은 디지털 전환을 기반으로 성장하고 있으며 애니메이션 및 게임 대비 성장 속도는 상대적으로 완만하다. 만화가 여전히 주요 IP의 출발점 역할을 수행하고 있지만 실제 수익화 및 확장 단계는 애니메이션과 게임에서 이루어지는 구조가 강화되고 있기 때문이다.

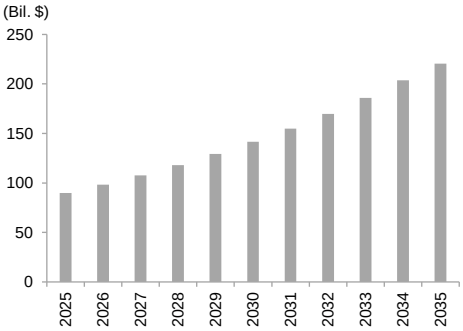
서브컬처 게임 시장은 이러한 IP 밸류체인 내에서 가장 높은 수익성과 성장성을 보이는 영역으로 평가된다. 모바일 게임을 중심으로 한 글로벌 동시 서비스 환경과 캐릭터 수집형 비즈니스 모델은 빠른 팬덤 형성과 높은 수익화 효율을 가능하게 한다. 게임은 출시 시점부터 캐릭터, 서사, 음악, 비주얼 요소를 모두 포함한 종합 콘텐츠 형태를 갖추고 있어 애니메이션, 웹툰, 굿즈 등으로의 확장이 용이하며 단일 타이틀의 흥행이 다양한 2차 콘텐츠로 연결되는 구조를 형성한다.

도표 7. 일본 애니메이션 시장 규모



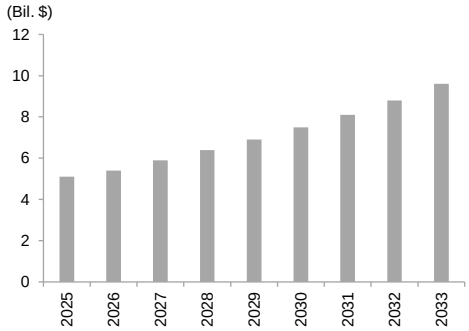
자료 : AJA(일본 애니메이션 협회), 신영증권 리서치센터

도표 8. 애니메이션 시장 규모 전망



자료 : Precedence Research, 신영증권 리서치센터

도표 9. 일본 만화책 시장 규모 전망



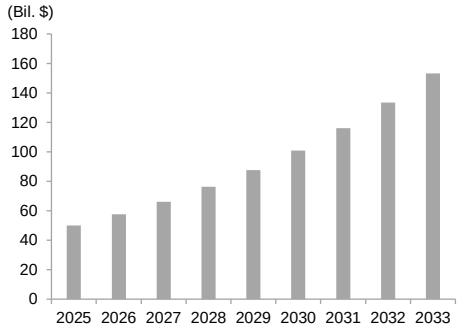
자료 : Grand View Research, 신영증권 리서치센터

서브컬처의 종주국이 된 중국기장

지역별로는 중국과 일본이 서브컬처 게임 시장의 핵심 소비 및 생산 거점으로 자리잡고 있으며, 한국은 퍼블리싱 및 수입 중심의 시장 구조를 보이고 있다. 반면 북미와 유럽은 최근 빠르게 성장하는 시장으로, 서브컬처 IP의 글로벌 확산이 본격화되고 있음을 보여준다. 이는 서브컬처 산업이 동아시아를 중심으로 형성된 이후 글로벌로 확장되는 구조를 갖고 있음을 시사한다.

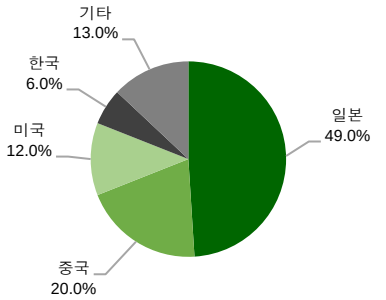
종합적으로 서브컬처 시장은 더 이상 애니메이션, 만화, 게임이 분리된 개별 산업이 아니라, 하나의 IP를 중심으로 다양한 콘텐츠가 유기적으로 연결되는 통합 산업으로 진화하고 있다. 특히 애니메이션이 글로벌 확산의 핵심 채널 역할을 수행하는 가운데, 게임은 수익화와 팬덤 형성의 중심 플랫폼으로 기능하며 산업 전체의 성장을 견인하고 있다.

도표 10. 글로벌 서브컬처 게임 시장 규모 전망



자료 : DiMarket, 인크로스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 국가별 서브컬처 모바일 게임 매출 점유율



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

4. 서브컬처 시장의 변화

서브컬처의 확장구조가 게임으로부터 출발하는 형태로 변화

과거 서브컬처 산업은 만화(원작) → 애니메이션 → 게임으로 이어지는 전통적인 IP 확장 구조를 기반으로 성장해왔다. 대표적으로 드래곤볼, 원피스 등 주요 히트 IP들은 만화 연재를 통해 팬덤을 형성한 이후 애니메이션화 및 게임화가 이루어지는 흐름이 일반적이었다. 이 흐름에서 만화는 IP의 출발점, 애니메이션은 확산 채널, 게임은 수익화 수단으로 기능해왔다.

그러나 최근 서브컬처 산업에서는 이러한 구조가 점차 변화하고 있다. 특히 모바일 및 온라인 게임의 성장과 함께 게임이 단순한 2차 창작 콘텐츠가 아닌 IP의 출발점으로 기능하는 사례가 빠르게 증가하고 있다. 〈원신〉, 〈블루 아카이브〉 등은 게임 출시를 통해 초기 팬덤을 형성한 이후 애니메이션, 음악, 굿즈 등으로 확장된 대표적인 사례로, 기존의 '만화→애니→게임' 구조와는 반대 방향의 흐름을 보여준다.

이러한 변화는 완전히 새로운 현상이라기보다는, 과거부터 존재하던 구조가 모바일 플랫폼으로의 변화에 따라 재부각되고 강화된 것으로 해석하는 것이 타당하다. 포켓몬스터는 1996년 게임보이용 타이틀로 출발하여 애니메이션, 극장판, 카드게임, 완구 등으로 확장된 대표적인 사례로, 게임을 기점으로 IP가 생성되고 다양한 미디어로 확장된 구조를 이미 선제적으로 구현한 바 있다. 다만 당시에는 콘솔 패키지 중심의 유통 구조와 지역별 출시 시차로 인해 팬덤 형성 및 확장 속도가 상대적으로 제한적이었다.

도표 12. 블루아카이브 상시카페 '카페 메모리얼'

자료 : 넥슨게임즈, 신영증권 리서치센터

도표 13. 블루아카이브 애니메이션

자료 : 넥슨게임즈, 신영증권 리서치센터

서브컬처 게임은 IP개발 비용에 대한 수익화 측면에서도 이점을 가짐

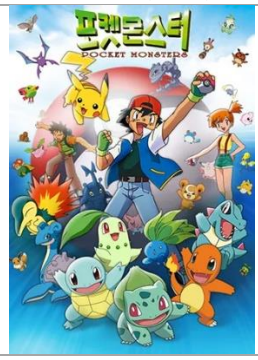
반면 현재는 모바일 및 온라인 플랫폼을 기반으로 글로벌 동시 출시가 가능해지면서, 게임 출시 초기부터 대규모 유저를 확보하고 빠르게 팬덤을 형성할 수 있는 환경이 구축되었다. 또한 게임은 출시 시점부터 캐릭터, 서사, 비주얼, 음성, 음악 등 다양한 요소를 내재한 종합 콘텐츠 형태를 띠고 있어 별도의 추가 제작 없이도 애니메이션, 웹툰, 음악, 굿즈 등으로 즉시 확장이 가능하다. 특히 캐릭터 수집형 구조를 기반으로 하는 서브컬처 게임은 개별 캐릭터 자체가 매출 단위로 기능한다는 점에서 IP 수익화 효율 측면에서도 강점을 보인다.

결과적으로 현재 서브컬처 산업은 기존의 만화책에서 시작한 확장 구조에서 벗어나 게임을 중심으로 다양한 콘텐츠가 확장되는 구조로 전환되었다. 이에 애니메이션과 만화는 이러한 IP를 확장하는 수단이 되고 수명을 연장하는 수단으로 재정의되고 있다.

도표 14. 포켓몬스터 첫번째 시리즈 레드 ·그린(1996)

자료 : 게임프리크, 신영증권 리서치센터

도표 15. 포켓몬스터 애니메이션(1997)

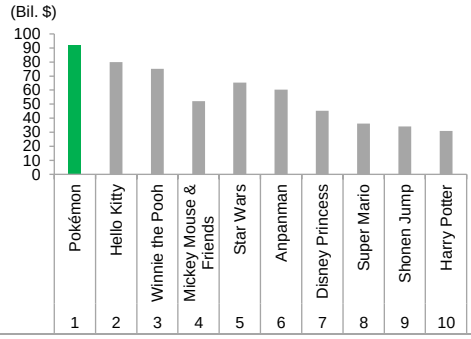


자료 : 게임프리크, 신영증권 리서치센터

도표 16. 포켓몬스터, '포켓 파크 간토' 2026년 2월 개장

자료 : 닌텐도, 신영증권 리서치센터

도표 17. IP 프랜차이즈 매출 순위



자료 : Wikipedia , 신영증권 리서치센터

II. 서브컬처 업황

1. 한국 서브컬처: 흥행 구도 고착화

국내 시장은 초기 작품의 성공 이후 후속 타이틀의 성과는 제한적

국내 서브컬처 게임은 넥슨게임즈의 〈블루아카이브〉(2021년작), 시프트업의 〈니케: 승리의 여신〉(2022년작)가 글로벌에서 흥행하면서 본격적인 성장 국면에 진입했다. 해당 타이틀들은 서브컬처의 본고장인 일본 시장에서의 성과를 통해 국내 개발사의 경쟁력을 입증하였으며, 이후 국내 게임사들의 서브컬처 장르 진입을 촉진하는 계기로 작용하였다. 이후에는 네오위즈의 〈브라운더스트2〉(2023년작), 에피드게임즈의 〈트릭컬 리바이브〉(2023년작), 프로젝트문의 〈림버스 컴퍼니〉(2023년작), 컴투스의 〈스타시드: 아스니아 트리거〉(2024년작), 엔씨소프트의 〈호연〉(2024년작) 위메이드의 〈로스트소드〉(2025년작, 스마일게이트의 〈카오스 제로 나이트메어〉(2025년작), NHN의 〈어비스디아〉(2026년작), 넷마블의 〈몬길: 스타 다이브〉(2026년작) 등 각 개발사와 퍼블리셔가 다양한 서브컬처 신작을 출시했다.

다만 시장 확대에도 불구하고 흥행 구조는 점차 고착화되는 양상을 보이고 있다. 초기 성공작 대비 후속 타이틀의 성과는 제한적인 수준에 머무르고 있으며 일부 작품을 제외하면 글로벌 및 일본 시장에서 유의미한 성과를 기록하지 못하는 사례가 반복되고 있다. 이는 1) 게임의 특성인 초기 팬덤 형성 실패 시 장기 성과로 이어지기 어려운 구조와 2)서브컬처 장르의 특성인 기존 히트 IP에 대한 유저 충성도가 높은 점 및 3) 게임사들의 서브컬처에 대한 낮은 이해도에 기인한 것으로 판단된다.

결과적으로 국내 서브컬처 시장은 다수의 신규 IP 출시에도 소수 IP 집중 흥행 구조가 고착화되며, 신규 IP의 진입 장벽이 점차 높아지고 있는 국면에 진입한 것으로 판단된다.

도표 18. <승리의 여신: 니케>

자료 : 시프트업, 신영증권 리서치센터

도표 19. 국내 주요 출시작품 정리

세대	주요작	성과
1세대	<블루 아카이브>, <니케>	글로벌 흥행
2세대	<브라운더스트2>, <림버스 컴퍼니> 등	일부 흥행
3세대	<스타시드>, <트릭컬>, <호연>, <로스트 소드> 등	성과 제한
4세대 이후	<카오스 제로 나이트메어>, <몬길>, <브레이커스 언락 더 월드> 등	경쟁 심화

자료 : 신영증권 리서치센터

2. 일본 서브컬처: 신작 가뭄

일본은 개발 효율성이 떨어지는 서브컬처 게임의 제작이 감소 중

일본 서브컬처 게임 시장은 여전히 글로벌 기준 최대 소비 시장이다. 그러나 최근에는 신작 부재에 따른 성장 둔화가 관찰되고 있다. 과거에는 애니메이션 및 만화 IP를 기반으로 한 게임들이 지속적으로 출시되며 시장을 견인했으나 최근에는 대형 히트작의 부재뿐 아니라 개발 효율성의 저하에 따른 신작 공급 감소가 관찰되고 있다.

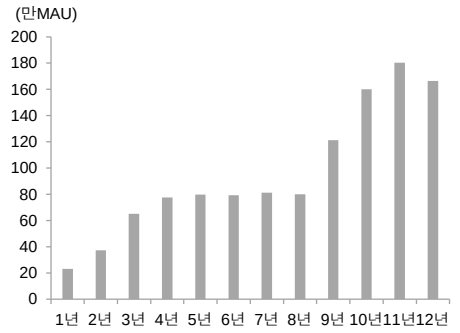
특히 서브컬처 게임은 고품질 일러스트, 풀보이스, 스토리, 라이브 서비스 운영 등을 요구하는 장르 특성상 개발비가 지속적으로 상승해왔다. 이에 따라 신규 IP 개발의 기대수익률이 낮아지면서 개발사들은 리스크가 높은 신작보다는 기존 IP를 활용한 라이브 서비스 운영에 집중하는 전략으로 전환하고 있다.

〈페이트/그랜드 오더〉는 2015년 출시 후 올해로 12년차 IP로서 MAU가 매해 성장하고 있다. 2025년 8월에도 10주년, 11년차 IP로서 글로벌 매출 1위를 달성하며 장기 흥행을 이어가고 있다. 이외에도 기존 장수 타이틀들의 라이브 서비스 중심 구조가 강화되면서, 시장 내 매출이 기존 IP에 집중되는 경향이 심화되어 결과적으로 시장 정체로 이어지고 있다.

도표 20. 페이트/그랜드 오더 (2015년 작)

자료 : 타입문, 신영증권 리서치센터

도표 21. <페이트/그랜드 오더> 출시 후 연간 최대 MAU 지속



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

3. 중국 서브컬처: 대형 신작 출시

서브컬처와 AAA를 결합한 대작을 출시하는 중국

중국 서브컬처 게임 시장은 글로벌 기준 가장 공격적인 성장 전략을 보이고 있다. 대형 개발사 중심으로 고퀄리티 게임 개발이 진행되고 있으며, 이러한 변화는 〈원신〉의 글로벌 흥행으로 출발했다. 〈원신〉은 출시 첫 해 수익 기준 1위를 달성했다. 이후 중국 개발사들은 서브컬처 게임을 대규모 자본을 기반으로 한 AAA급 콘텐츠로 확장하는 방향으로 나아가고 있다.

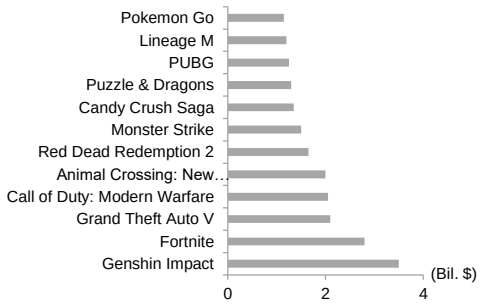
원신 이후 중국 게임사들은 오픈월드, 고품질 그래픽, 글로벌 동시 출시 및 서비스 및 수집형 가챠 BM 구조를 결합한 대형 프로젝트를 지속적으로 출시하고 있다. 4월 29일 출시 예정인 퍼펙트월즈의 〈이환〉은 도시시뮬레이션 오픈월드RPG장르의 서브컬처이며 2026년 이후 출시 예정인 넷이즈의 〈무한대〉도 오픈월드를 배경으로 한다.

중국 서브컬처는 글로벌 시장에서 기존 일본 중심 구조를 빠르게 대체하고 있으며 사실상의 개발 종주국으로 활약하고 있다.
다만, 중국 게임시장이 2025년 7.7 %의 고성장을 유지하는 가운데 서브컬처 게임이 주로 포함되는 RPG 장르의 상대적 비중이 축소되고 있다. 이러한 변화는 단순한 수요 감소라기보다는 일본과 마찬가지로 개발비 대비 수익성 저하, 기존 라이브 서비스 게임의 장기화로 인한 것으로 판단된다. 특히 〈오공: 검은신화〉 이후 AAA급 액션 장르의 성공을 글로벌 콘솔/PC 시장에서 성공 사례가 나오면서 글로벌 시장 공략을 위한 장르 다변화 전략에 기인한 것으로 판단된다.

도표 22. 호요버스 <원신>(2020년 작)

자료 : 미호요, 신영증권 리서치센터

도표 23. 출시 첫 해 매출



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

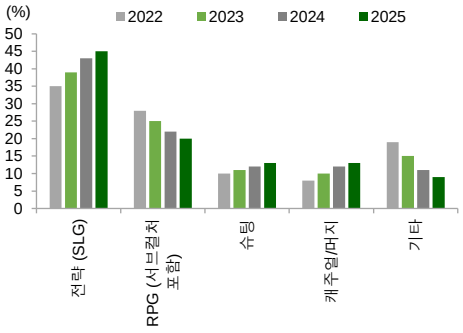
도표 24. 넷이즈의 <무한대> (2026년 이후 출시 예정)

자료 : 넷이즈, 신영증권 리서치센터

도표 25. 퍼펙트월드(완미세계)의 <이환> (2026년 4월 29일 출시 예정)

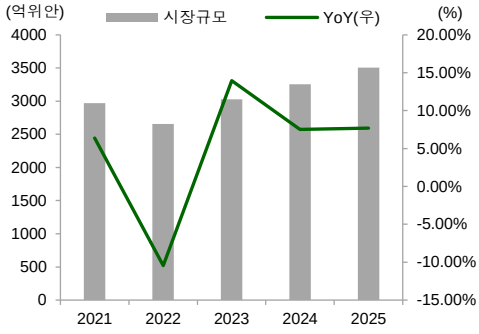
자료 : 퍼펙트월드, 신영증권 리서치센터

도표 26. 중국 장르별 매출 비중



자료 : 중국 음향영상 및 디지털출판협회, 신영증권 리서치센터

도표 27. 중국게임 산업 시장 규모와 성장률



자료 : 중국 음향영상 및 디지털출판협회, 신영증권 리서치센터

도표 28. 출시 예정작 정리

출시일	작품명	개발사
2026.01.22	명일방주 엔드필드	Hypergryph
2026.04.29	무한대	넷이즈
2026	페이트 트리거	Saroasis Studios
-	이환	퍼펙트월드
-	아주르 프로밀리아	Manjuu
-	붕괴: 넥서스 아니마	호요버스
2027	실버 팰리스	Elementa
-	바스라푸라	호요버스

자료 : 언론종합, 신영증권 리서치센터

III. 마의 3년

1. 사랑의 공식 3년 그 이후….

(1) 구조적인 성장 둔화

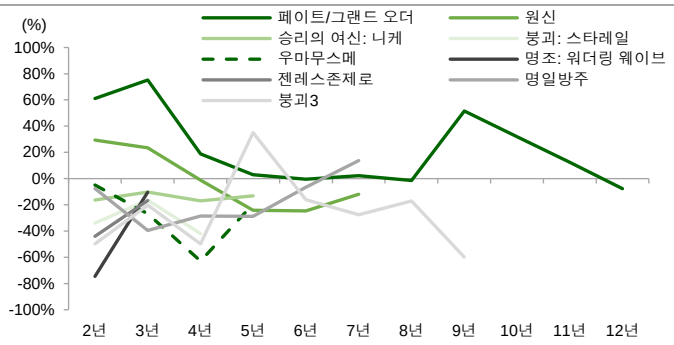
서브컬처 게임은 3년 이후 급격히 둔화하는 구조

서브컬처 게임은 공통적으로 출시 후 2~3년차까지 성장 혹은 피크를 형성한 이후 4년차부터 급격한 하락 국면에 진입하는 패턴을 보이고 있다. 초기 2~3년 구간은 신규 캐릭터 출시, 콘텐츠 확장, 마케팅 효과에 기반한 유저 유입이 집중되며 과금이 극대화되는 시기다. 그러나 4년차 이후에는 성장률이 둔화되거나 역성장으로 전환되는 사례가 다수 관찰되며, 이는 개별 타이틀이 아닌 장르 전반에서 반복되는 구조적 현상으로 판단된다.

서브컬처 게임은 외형상 장기 서비스가 가능하더라도 실질적인 매출 사이클은 약 3년 내외의 피크 구조를 갖는 산업이다. 이러한 4년차 하락 전환은 서브컬처 게임의 비즈니스 모델에서 기인한다. 캐릭터 수집형 구조는 초기에는 강력한 과금 유인을 제공하지만, 일정 시점 이후에는 핵심 캐릭터가 소진되며 신규 캐릭터의 매력도가 점차 감소한다. 동시에 스토리 및 세계관 역시 반복 구간에 진입하며 콘텐츠 피로도가 누적된다. 여기에 신규 유입 감소와 경쟁 타이틀 등장까지 더해지면서, 3년차 이후부터는 유지 중심의 운영이 이루어진다.

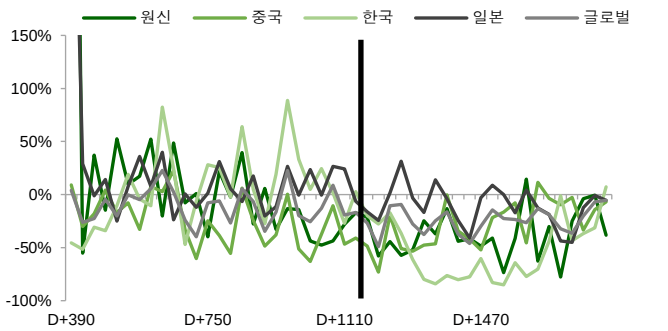
다만 이러한 구조 속에서도 〈페이트/그랜드 오더〉는 예외적인 장기 흥행 사례로 평가된다. 해당 타이틀은 단순 게임이 아닌 'Fate'라는 강력한 원천 IP를 기반으로 한다. 2026년 1월에도 TV애니 시리즈 〈Fate/strange Fake〉가 방영되었다. 또한 캐릭터 수집 중심 BM을 유지하면서도, 이벤트 스토리와 세계관 확장을 통해 팬덤의 몰입도를 유지하고, 애니메이션, 굿즈, 오프라인 이벤트 등으로 경험을 확장시키며 IP 소비를 게임 외부로 확장한 'Fate'가 강력한 IP 허브가 되어 수명 한계를 극복한 사례다.

도표 29. 대표 서브컬처 게임의 MAU 연간 변화율



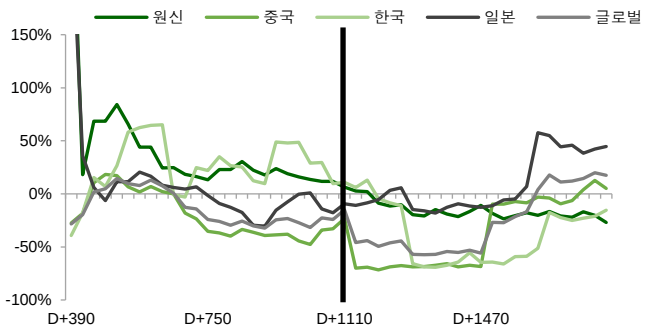
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 30. 대표 서브컬처 게임의 월별 매출 전년대비 변화율(출시후 기준, 3년 까만선)



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터
주: 중국은 명일방주: 엔드필드, 붕괴: 스타레일, 명조, 벽람항로, 젠레스 존 제로, 명일방주, 붕괴: 3rd, 소녀전선, 일본은 페이트/그랜드 오더, 우마무스메: 프리티 더비, 한국은 블루아카이브, 승리의 여신: 니케, 림버스 컴퍼니, 브라운더스트2를 포함

도표 31. 대표 서브컬처 게임의 MAU 전년대비 변화율(출시후 기준, 3년 까만선)



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터
주: 중국은 명일방주: 엔드필드, 붕괴: 스타레일, 명조, 벽람항로, 젠레스 존 제로, 명일방주, 붕괴: 3rd, 소녀전선, 일본은 페이트/그랜드 오더, 우마무스메: 프리티 더비, 한국은 블루아카이브, 승리의 여신: 니케, 림버스 컴퍼니, 브라운더스트2를 포함

(2) IP 확장은 유통기한의 확장

게임 IP를 외부 산업으로 확장하며 장기 성장형 IP화

게임 원천 IP는 만화, 영상, 애니 등 타 장르로 활용되어 N차 콘텐츠화 되며 타 장르보다 다양한 확장이 가능하다. 게임 장르 내에서도 게임 원천 IP는 추가 시리즈로 작품화되거나 타 게임의 콜라보나 모드 등으로 활용된다.

콘텐츠 산업 내의 다양한 장르로의 확장을 넘어서 연관산업으로 확장될 때에는 다양한 실물 상품 및 서비스와 결합된다. 가장 대표적으로 피규어, 인형 등 게임 내 캐릭터를 실물화하거나, 이를 의류, 식음료 등의 생활용품과 결합하기도 한다. 가장 멀리 간 확장은 공간 서비스와의 확장인데 팝업스토어가 대표적이며 최근에는 제작요소 중 하나인 음악을 이용한 콘서트를 개최하기도 한다. 닌텐도월드, 포케파크(포켓몬월드), 디즈니월드, 워너 브라더스 월드, 레고랜드 등 글로벌로 유명한 IP는 테마파크로 확장되기도 한다.

N차 콘텐츠화→ 실물상품 경험→ 공간 서비스 경험으로 확장은 콘텐츠 IP를 단순한 취미활동에서 → 소유욕구 → 삶의 경험 확장시키며 삶에서 IP의 중요도를 높일수 있다.

이처럼 장기 IP형 타이틀이 되기 위해서는 게임을 하나의 콘텐츠가 아닌 IP 소비의 허브로 활용하며 애니메이션, 음악, 굿즈 등으로 확장될 필요가 있다. 이 경우 게임 매출의 감소를 외부 수익으로 보완할 수 있으며, 팬덤 자체가 유지되기 때문에 장기적인 라이프사이클이 가능하다. 이에 향후 서브컬처 게임의 성장은 IP 기획 및 확장 역량이 핵심 요소로 작용할 것으로 전망한다.

도표 32. 시프트업의 <승리의 여신: 니케> 콘서트

자료 : 시프트업, 신영증권 리서치센터

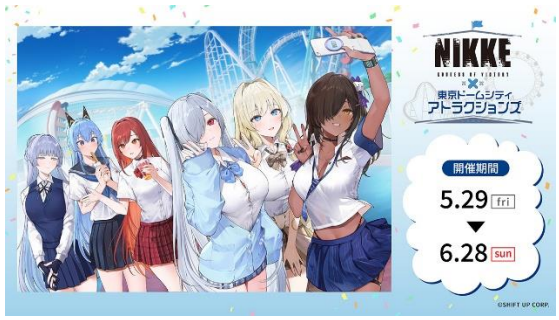
도표 33. <승리의 여신: 니케> GS25 콜라보

자료 : GS25, 신영증권 리서치센터

도표 34. <승리의 여신: 니케> AK플라자 전시회

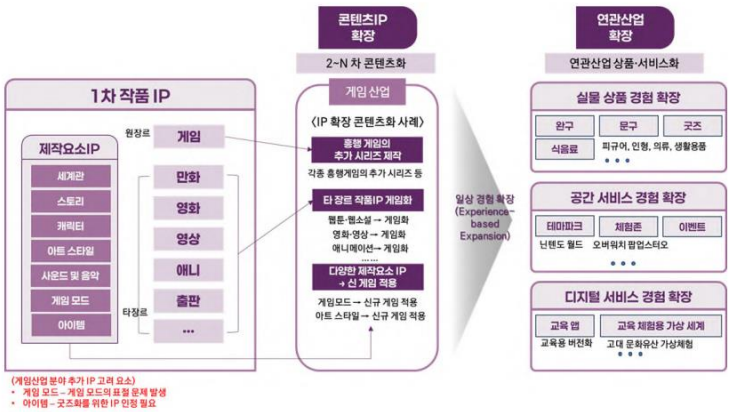
자료 : 시프트업, 신영증권 리서치센터

도표 35. <승리의 여신: 니케> 도쿄돔시티어트랙션 놀이공원 콜라보



자료 : 도쿄돔시티어트랙션, 신영증권 리서치센터

도표 36. 게임 장르 원천 IP 콘텐츠 및 연관산업 확장 도식화



자료 : 한국콘텐츠진흥원 <2025 콘텐츠 IP 거래 현황조사>, 신영증권 리서치센터

2. 지금이 관심 확대 구간

(1) 3년차 구간 통과 후 지표 확인

3년차 이후 긍정적인 지표는 장기 성장의 기반

서브컬처 게임은 라이브 서비스 구조를 기반으로 운영되며, 콘텐츠 소진 속도가 빠른 특성상 일정 주기의 이벤트를 통해 이용자 체류를 유지하는 것이 핵심이다. 이에 따라 주요 타이틀들은 단순한 연 단위 주년 이벤트를 넘어, 0.5주년(반주년), 100일 단위 이벤트 등 세분화된 마일스톤 이벤트를 지속적으로 운영하고 있다.

〈승리의 여신: 니케〉는 3주년뿐만 아니라 3.5주년 이벤트를 통해 대형 업데이트와 보상을 제공하며 이용자 재유입을 유도하고 있으며, 〈브라운더스트2〉는 출시 이후 100일 단위로 기념 이벤트를 운영하며 초기 유저 이탈을 방어하는 전략을 취하고 있다. 이러한 이벤트는 단순한 기념성 이벤트를 넘어, 콘텐츠 공백 구간을 최소화하고 이용자의 접속 동기를 지속적으로 자극하기 위한 전략이다. 특히 서브컬처 게임은 캐릭터 수집과 스토리 소비가 핵심인 만큼, 이벤트를 통해 신규 캐릭터, 한정 보상, 스토리 확장을 주기적으로 제공하지 않을 경우 유저 이탈이 빠르게 발생한다.

결과적으로 주년 이벤트는 더 이상 연 1회의 단발성 대형 이벤트가 아니라, 이용자의 접속을 지속적으로 유도하는 핵심 장치로 기능하고 있다. 이에 따라 서브컬처 게임은 N주년을 포함한 주요 주년 이벤트 시점에 대한 모니터링이 중요하다고 판단한다. 특히 국내 대표 서브컬처 게임이 이른바 '3년차 구간'을 통과한 만큼, 해당 시점에서 유저 지표의 방어 여부는 IP의 지속성과 수익 구조 안정성을 판단하는 핵심 지표로 작용할 전망이다.

도표 37. <승리의 여신: 니케> 3.5주년 업데이트

자료 : 시프트업 , 신영증권 리서치센터

도표 38. <브라운더스트2> 1000일단위 기념일 세분화

자료 : 네오위즈, 신영증권 리서치센터

(2) 여름 성수기 효과

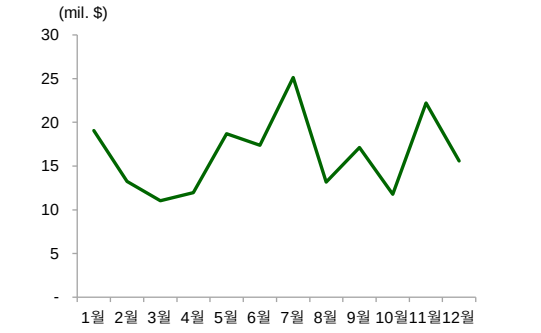
여름 성수기로 서브컬처 게임의 매출 상방을 가늠

국내 대표 서브컬처 게임인 〈승리의 여신: 니케〉와 〈브라운더스트2〉 모두 6~8월 구간에서 매출 상승이 뚜렷하게 나타나며, 이후 조정되는 패턴을 반복하고 있다. 이는 서브컬처 게임에서 여름 시즌이 실질적인 매출 성수기로 작용하고 있음을 보여준다.

이러한 계절성은 여름휴가와 방학이라는 이용 시간 증가에 기인하는 것이 아니라, 서브컬처 장르의 핵심 수익 구조인 캐릭터 중심 BM과 밀접하게 연결되어 있다. 여름 시즌에는 수영복, 휴양지, 이벤트 스토리 등 계절 테마를 반영한 한정 캐릭터가 출시되며, 이는 기존 캐릭터 대비 높은 구매 전환율을 기록하는 경향이 있다. 특히 서브컬처 게임은 캐릭터의 성능뿐만 아니라 소장 가치와 감정이 중요한 장르로, 여름 시즌의 비주얼 중심 콘텐츠(예: 비키니 스킨, 여름 한정 일러스트)는 과금 유인을 극대화하는 핵심 요소로 작용한다.

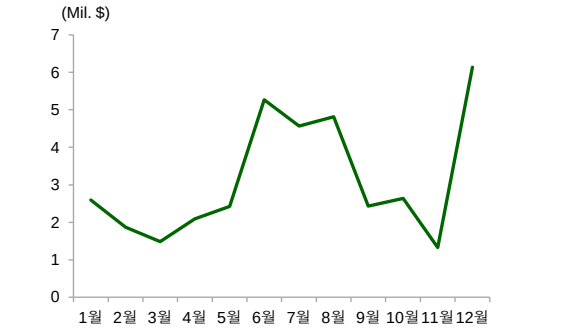
이에 따라 여름 시즌은 연간 실적의 상방을 결정짓는 가장 중요한 시기 중 하나로 판단되며, 해당 구간에서의 매출 반응 및 이용자 지표는 연간 성과를 가늠할 수 있다고 판단한다. 특히 최근 〈승리의 여신: 니케〉의 지표가 안정적인 흐름을 보이고 있다는 점을 감안할 때, 4월 3.5주년 이벤트 → 여름 시즌 → 11월 N주년 이벤트로 이어지는 모멘텀 흐름이 형성될 가능성에 주목할 필요가 있다.

도표 39. <승리의 여신: 니케> 2025년 월간 매출



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 40. <브라운더스트2> 2025년 월간 매출



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

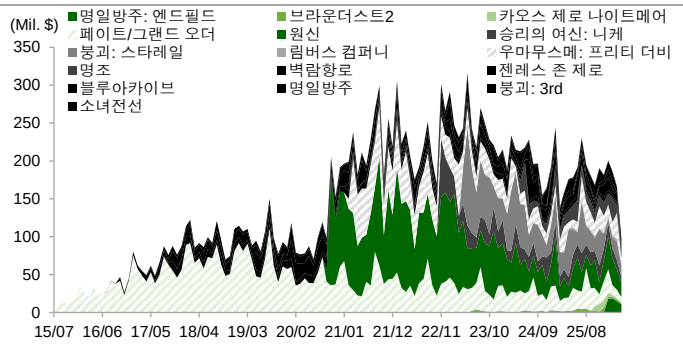
대형 신작의 출시는 산업 내 기대감을 증폭

(3) 대형 신작 효과

글로벌 서브컬처 게임 시장은 표면적으로 정체 혹은 둔화된 것처럼 보이지만, 이는 원신 출시 이후 형성된 높은 기저와 매출 정상화 영향이 크게 반영된 결과다. 실제로 원신을 제외한 주요 타이틀의 흐름을 살펴보면 신규 게임 유입과 함께 시장은 여전히 점진적인 성장세를 이어가고 있다.

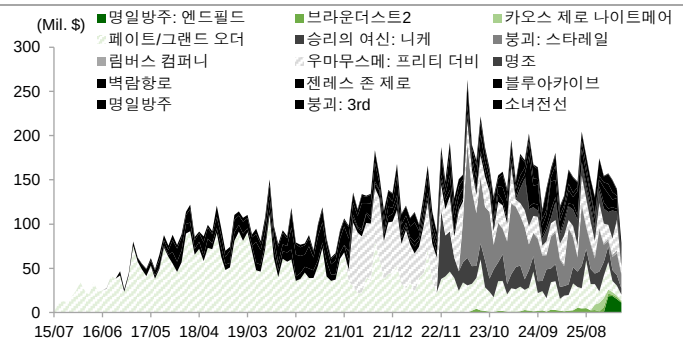
향후 1~2년간은 글로벌 대형 서브컬처 신작 출시가 집중되는 구간으로, 단기적으로는 트래픽 분산과 경쟁 심화가 불가피하다. 그러나 중장기적으로는 신규 유저 유입과 관심 확대를 통해 장르 전체의 소비를 진작할 가능성이 있다고 판단한다. 특히 〈무한대〉, 〈이환〉 등 오픈월드를 표방하는 신작이 발매되는 만큼 서브컬처 팬들은 오픈월드 서브컬처 게임으로 인기를 얻은 〈원신〉과 신작을 비교하며 다시금 관심도가 올라갈 수 있을 것으로 전망한다.

도표 41. 대표 서브컬처 게임 누적 매출



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 42. <원신>을 제외한 대표 서브컬처 게임 누적 매출



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

기존 IP의 견고한 지표를 관찰할 수 있다면 장기IP화 시그널

이러한 경쟁 환경 속에서도 서브컬처간 잠식이 일어나지 않는 경우도 있다. 서브컬처 장르는 캐릭터와 서사, 커뮤니티를 기반으로 한 팬덤 중심 소비 구조를 갖고 있기 때문에, 일부 상위 IP는 신규 대작 출시에도 불구하고 유저 이탈이 제한적인 높은 충성도를 유지하는 경향을 보인다.

특히 3년차 이상 주요 타이틀의 DAU 및 매출 유지 여부는 IP의 수명과 수익 구조 안정성을 판단하는 핵심 지표로 작용할 전망이다. 이벤트, 콜라보, 오프라인 활동 등 외부 확장을 통한 팬덤 결속 강화 역시 장기적인 실적을 좌우하는 중요한 변수다.

결과적으로 현재는 대형 신작 출시가 집중되는 구간임과 동시에 기존 IP의 생존력과 팬덤 충성도가 확인되기 시작하는 시점이다. 이는 서브컬처 게임 산업이 단기 흥행 중심에서 장기 IP 중심으로 전환되는 초기 단계로 해석할 수 있으며, 이에 따라 관련 종목에 대한 관심이 유효한 시점으로 판단한다

도표 43. 글로벌 서브컬처 게임 출시 예정작 정리

출시일	작품명	개발사
2026.01.22	명일방주 엔드필드	Hypergryph
2026.04.29	무한대	넷이즈
2026	페이트 트리거	Saroasis Studios
2H26	리밋 제로 브레이커스	빅게임스튜디오(엔씨소프트)
2H26	프로젝트 C	라이온하트(카카오게임즈)
-	이환	퍼펙트월드
-	아주르 프로밀리아	Manjuu
-	붕괴: 넥서스 아니마	호요버스
-	미래시	스마일게이트
2027	실버 팰리스	Elementa
-	바스라푸라	호요버스
-	프로젝트 스피릿	시프트업(텐센트)

자료 : 언론종합, 신영증권 리서치센터

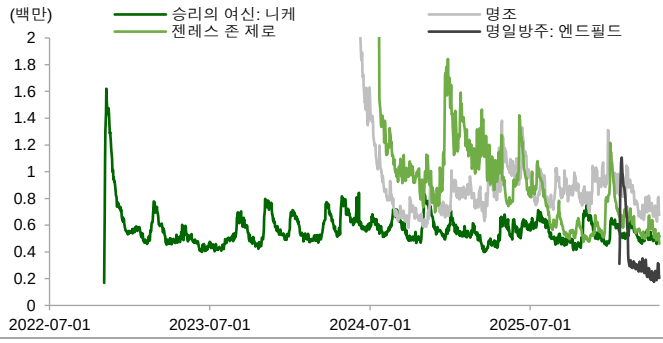
<승리의 여신: 니케>의 트래픽 매출반등은 장기IP화 시그널

최선호주로는 시프트업을 제시한다. 〈승리의 여신: 니케〉는 3년차 구간에 진입했음에도 불구하고 3.5주년 이벤트를 기점으로 트래픽 및 매출 반등 흐름이 확인되고 있으며, 이는 콘텐츠 업데이트 역량과 팬덤 충성도가 여전히 유효함을 보여주는 사례다. 더불어 콜라보, 팝업스토어, 공연 등 게임 외부로의 IP 확장 전략을 통해 단순 매출을 넘어 팬덤 기반을 강화하고 있다. 또한, 신작 경쟁 환경에서도 방어력이 높은 구조를 갖추고 있다. 또한 2027년 출시될 것으로 예상되는 〈프로젝트 스피릿〉에 대한 기대감도 텐센트와의 공동개발로 인해 흥행 가능성이 높을 것으로 판단한다.

<브라운더스트2>는 트래픽 성장 구간 지속

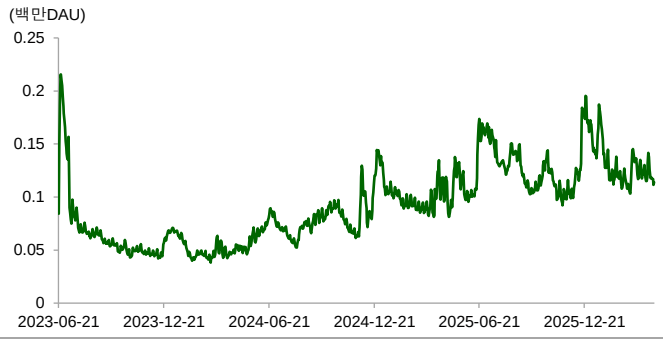
관심 종목으로는 네오위즈를 제시한다. 〈브라운더스트2〉는 출시 초기 구간을 지나 트래픽 성장과 수익화 구간에 진입하고 있다. 신작 경쟁 환경 속에서도 성장 초입 구간이라는 점에서 오히려 트래픽 확대의 수혜를 받을 가능성이 존재한다.

도표 44. <승리의 여신: 니케> 대형 신작 서브컬처 게임 출시 영향



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 45. <브라운더스트2> MAU 추이



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
시프트업(462870.KS)	매수(유지)	53,000원(유지)
넷마블(251270.KS)	매수(유지)	73,000원(유지)
네오위즈(095660.KQ)	매수(유지)	36,000원(유지)

시프트업(462870.KS)

IP 확장으로 사랑의 유통기한 확장

매수(유지)

현재주가(4/28)	34,800원
목표주가(12M)	53,000원

분석의 기본 가정

- 2027년 이후 〈프로젝트 스피릿〉, 〈스텔라블레이드2〉 출시 예정
- 〈프로젝트 스피릿〉의 개발 인력은 텐센트 내부 인력으로 대부분 충원되어 인력으로 인한 비용 효율화 가능

- **<승리의 여신: 니케> 3.5주년 맞아 '아이돌'로 IP 확장**

〈승리의 여신: 니케〉는 콜라보, 팝업, 공연 등 다양한 외부 콘텐츠로 확장되는 중임. 출시 3.5주년을 맞아 '아이돌' 콘텐츠를 도입함에 따라 글로벌 매출 순위 지표 상승 중임. 트래픽이 충분히 높아진 상황이며 이로 인해 6월, 7월 여름시즌 매출은 작년과 유사한 수준으로 전망함. 이러한 지표 개선은 11월 N주년 이벤트로 이어지는 실적 모멘텀의 기반으로 작용할 가능성이 높음

- **2027년부터 신작 <프로젝트 스피릿>, <스텔라블레이드 2> 출시**

텐센트와 공동 제작중인 모바일 서브컬처 〈프로젝트 스피릿〉이 2027년 출시될 것임. 하반기에 신작 2종의 첫 번째 영상이 공개될 시 기대감 증폭될 것임. '바이오하자드' 시리즈의 미카미 신지가 설립한 개발사를 100% 인수함. 과거 인터뷰에서 해당 스튜디오가 AAA급과 AA급 작품을 예정하고 있다고 밝힌 바 있음

- **매수 의견 유지, 목표주가 53,000원 유지**

올해 〈스텔라블레이드〉의 판매량은 자연적으로 감소하지만, 〈승리의 여신: 니케〉의 견조한 트래픽 및 매출 흐름이 전사 이익 방어에 기여할 전망임. 한편 언바운드 인수 비용은 시장의 예상보다 작을 것으로 판단하며 인수로 인한 콘솔 IP 확보에 대한 기대감도 밸류에이션을 유지할 수 있는 해자로 작용한다고 판단함

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	224	295	213	267	572
영업이익(십억원)	153	181	116	149	416
세전손익(십억원)	179	233	155	188	456
지배순이익(십억원)	148	191	127	155	371
EPS(원)	2,717	3,261	2,157	2,635	6,328
증감율(%)	-	20.0	-33.9	22.2	140.1
ROE(%)	19.4	22.7	12.9	13.7	26.7
PER(배)	23.3	10.9	16.1	13.2	5.5
PBR(배)	4.8	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	21.7	10.9	11.6	9.5	2.9

Key Data (기준일: 2026. 4. 28)

KOSPI(pt)	6641.02
KOSDAQ(pt)	1215.58
액면가(원)	200
시가총액(억원)	20,412
발행주식수(천주)	58,654
평균거래량(3M,주)	85,407
평균거래대금(3M, 백만원)	2,790
52주 최고/최저	58,500 / 28,200
52주 일간Beta	-0.1
배당수익률(26F,%)	0.0
외국인지분율(%)	37.1
주요주주 지분율(%)	
김형태 외 8 인	42.5
ACEVILLE PTE. LTD.	34.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	-4.5	-11.6	-35.6
KOSPI대비 상대수익률	-11.8	-25.7	-46.6	-75.3

Company vs KOSPI composite

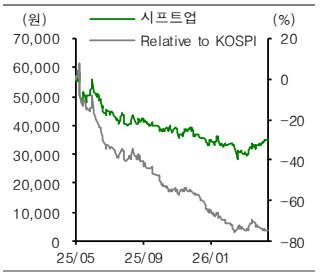
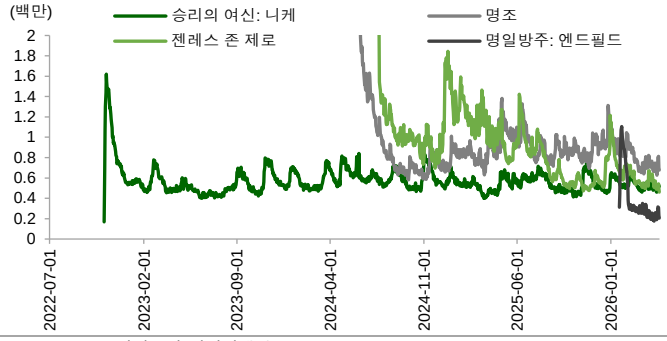


도표1. <승리의 여신: 니케> 대형 신작 서브컬처 게임 출시 영향



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 2. 시프트업 신작 라인업

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
2025~	글로벌	스텔라블레이드	액션RPG	스위치2	자체개발
2027~	글로벌	스텔라블레이드2	액션RPG	PC/콘솔	자체개발
2027~	글로벌	프로젝트 스피릿(가제)	서브컬처	-	자체개발

자료 : 시프트업, 신영증권 리서치센터

도표 3. 차기작 <프로젝트 스피릿>

자료 : 시프트업, 신영증권 리서치센터

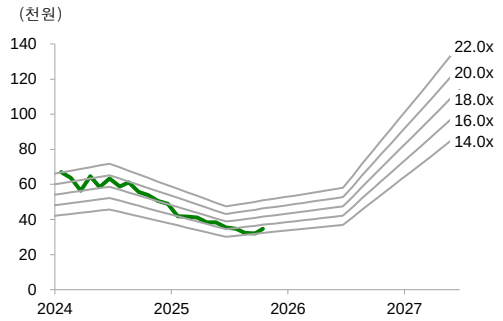
도표 4. 시프트업, 미카미 신지의 '언바운드' 인수

자료 : 시프트업, 신영증권 리서치센터

도표 5. 시프트업 실적 추이 및 전망

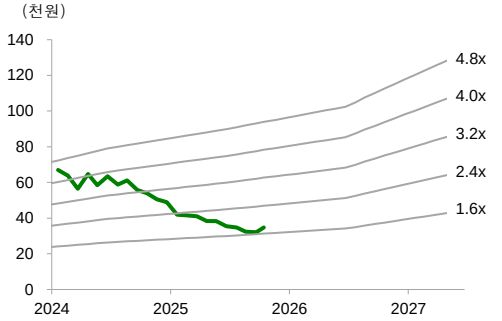
단위(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	42	112	75	64	46	61	52	54	294	213	267
QoQ%	*-33%*	*166%*	*-33%*	*-15%*	*-28%*	*32%*	*-15%*	*5%*			
YoY%	*13%*	*72%*	*30%*	*1%*	*10%*	*-46%*	*-32%*	*-15%*	*44%*	*44%*	*144%*
승리의 여신 : 니케	32	45	44	45	37	41	42	42	167	162	157
스텔라 블레이드	7	66	28	15	6	6	6	9	116	27	24
기타	3	2	3	4	3	14	4	4	12	24	86
영업비용	16	44	26	27	21	25	25	26	113	97	118
QoQ%	*-8%*	*176%*	*-41%*	*4%*	*-22%*	*21%*	*-3%*	*5%*			
YoY%	*40%*	*119%*	*16%*	*56%*	*32%*	*-43%*	*-5%*	*-4%*	*44%*	*44%*	*144%*
인건비	10	16	14	14	14	17	17	18	54	65	81
지급수수료	2	25	10	6	3	3	3	4	43	13	15
기타	4	2	2	8	4	5	5	5	16	19	22
영업이익	26	68	50	37	25	36	27	28	181	116	149
OPM%	*62%*	*61%*	*66%*	*58%*	*55%*	*58%*	*52%*	*52%*	*62%*	*54%*	*56%*
QoQ%	*-15%*	*-2%*	*8%*	*-12%*	*-6%*	*7%*	*-11%*	*0%*			
YoY%	*-10%*	*-12%*	*7%*	*-20%*	*-12%*	*-4%*	*-21%*	*-10%*	*44%*	*44%*	*144%*
당기순이익	27	51	55	44	25	26	36	40	176	127	155
NIM%	*64%*	*46%*	*72%*	*68%*	*53%*	*42%*	*71%*	*74%*	*60%*	*59%*	*58%*
QoQ%	*-32%*	*-28%*	*58%*	*-6%*	*-22%*	*-21%*	*68%*	*4%*			
YoY%	*-4%*	*-26%*	*79%*	*-28%*	*-17%*	*-8%*	*-2%*	*8%*	*44%*	*44%*	*144%*
지배순이익	27	51	55	58	25	26	36	40	176	127	155

도표 6. 시프트업 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 7. 시프트업 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 8. 시프트업 목표주가 산출 방법

	2026E	2027E	비고
지배주주지분 순이익(십억원)	127	155	
발행주식총수(주)	5,782		자기주식수 차감
적용 EPS(원)	**2,347**		12M Fwd EPS (원)
타겟 P/E(배)	**22.6**		글로벌 동종사의 평균 PER 30% 할인
적정 주가(원)	52,929		적정시총 3.12조원
목표 주가(원)	**53,000**		
전일 종가(원)	34,800		
상승 여력	**52%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

시프트업(462870.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,241**	**2,945**	**2,132**	**2,670**	**5,722**
증가율(%)	NA	31.4	-27.6	25.2	114.3
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**2,241**	**2,945**	**2,132**	**2,670**	**5,722**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**714**	**1,131**	**971**	**1,182**	**1,561**
판관비율(%)	31.9	38.4	45.5	44.3	27.3
영업이익	**1,527**	**1,814**	**1,161**	**1,488**	**4,161**
증가율(%)	NA	18.8	-36.0	28.2	179.6
영업이익률(%)	68.1	61.6	54.5	55.7	72.7
EBITDA	**1,572**	**1,872**	**1,225**	**1,458**	**4,182**
EBITDA마진(%)	70.1	63.6	57.5	54.6	73.1
순금융손익	**187**	**388**	**661**	**721**	**913**
이자손익	74	105	636	672	824
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**74**	**-20**	**-25**	**-28**	**-36**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**148**	**-243**	**-295**	**-478**
법인세차감전계속사업이익	**1,788**	**2,330**	**1,554**	**1,885**	**4,561**
계속사업손익법인세비용	**308**	**416**	**287**	**339**	**849**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,480**	**1,914**	**1,267**	**1,546**	**3,712**
증가율(%)	NA	29.3	-33.8	22.0	140.1
순이익률(%)	66.0	65.0	59.4	57.9	64.9
지배주주지분 당기순이익	1,480	1,914	1,267	1,546	3,712
증가율(%)	NA	29.3	-33.8	22.0	140.1
기타포괄이익	**0**	**137**	**-1**	**-1**	**-1**
총포괄이익	**1,480**	**2,052**	**1,266**	**1,545**	**3,711**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**7,682**	**7,819**	**8,214**	**8,794**	**11,591**
현금및현금성자산	2,893	1,101	1,973	2,350	3,949
매출채권 및 기타채권	1,136	1,809	1,348	1,561	2,765
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	**357**	**3,015**	**3,885**	**4,849**	**5,762**
유형자산	27	41	-10	22	1
무형자산	30	17	3	0	0
투자자산	159	2,229	3,163	4,098	5,032
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**8,038**	**10,833**	**12,098**	**13,643**	**17,353**
유동부채	**286**	**955**	**955**	**955**	**955**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	60	574	574	574	574
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**108**	**666**	**666**	**666**	**666**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**394**	**1,621**	**1,621**	**1,621**	**1,621**
지배주주지분	**7,644**	**9,212**	**10,477**	**12,021**	**15,732**
자본금	117	118	117	117	117
자본잉여금	5,274	5,322	5,322	5,322	5,322
기타포괄이익누계액	-1	137	136	134	133
이익잉여금	2,191	4,105	5,372	6,918	10,629
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**7,644**	**9,212**	**10,477**	**12,021**	**15,732**
총차입금	**112**	**635**	**635**	**635**	**635**
순차입금	**-2,923**	**-609**	**-6,199**	**-6,577**	**-8,177**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**1,141**	**1,572**	**1,643**	**1,125**	**2,306**
당기순이익	**1,480**	**1,914**	**1,267**	**1,546**	**3,712**
현금유출이없는비용및수익	**162**	**-45**	**-450**	**-552**	**-183**
유형자산감가상각비	34	44	51	-32	21
무형자산상각비	11	14	14	2	0
영업활동관련자산부채변동	**-444**	**-132**	**477**	**-202**	**-1,198**
매출채권의감소(증가)	-401	-569	461	-213	-1,205
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	13	282	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-3,683**	**-2,832**	**-1,913**	**-1,890**	**-1,849**
투자자산의 감소(증가)	-159	-1,921	-786	-786	-786
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-27	-26	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	101	258	17	40	80
재무활동으로인한현금흐름	**4,269**	**-514**	**-15**	**-15**	**-15**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	4,350	0	-1	0	0
기타현금흐름	**4**	**-16**	**1,157**	**1,157**	**1,157**
현금의 증가	**1,731**	**-1,791**	**871**	**377**	**1,599**
기초현금	1,161	2,893	1,101	1,973	2,350
기말현금	2,893	1,101	1,973	2,350	3,949

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	2,717	3,261	2,157	2,635	6,328
BPS	13,104	16,471	18,714	21,347	27,673
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	23.3	10.9	16.1	13.2	5.5
PBR	4.8	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	21.7	10.9	11.6	9.5	2.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	20.0%	-33.9%	22.2%	140.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	na	19.1%	-34.6%	19.0%	186.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	19.4%	22.7%	12.9%	13.7%	26.7%
ROE(지배순이익 기준)	19.4%	22.7%	12.9%	13.7%	26.7%
ROIC	110.4%	107.7%	65.0%	93.7%	168.8%
WACC	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
안전성(%)					
부채비율	5.2%	17.6%	15.5%	13.5%	10.3%
순차입금비율	-38.2%	-6.6%	-59.2%	-54.7%	-52.0%
이자보상배율	130.5	138.1	88.4	113.3	316.8

넷마블(251270.KS)

수수료 인하 최우선 수혜주

매수(유지)

현재주가(4/28)	50,600원
목표주가(12M)	73,000원

분석의 기본 가정

- 6월 출시 예정인 〈Sol: Enchant〉의 실적 기여
- 구글 수수료 인하로 6월부터 북미권에 적용되며 스핀엑스 수수료 감축

• 상반기 2개의 서브컬처 게임 출시

〈일곱 개의 대죄: Origin〉3월 17일(PS,PC)/24일(모바일) 출시, 〈몬길: STAR DIVE〉가 4월 15일 출시됨. 두 서브컬처 게임의 BM이 다소 약하게 설정되어 시장의 기대 대비 초기 매출지표는 아쉬운 상황이나 이 중 〈일곱 개의 대죄: Origin〉은 6주 단위의 업데이트로 점진적인 매출 상승 효과가 가능한 상황이라고 판단함. 플레이스테이션 무료 다운로드 1위를 달성했으며 스팀에서도 프랑스 매출 1위, 한국 5위, 일본 2위 등 주요 IP팬덤을 보유한 국가에서 매출 호조를 보이며 전체 글로벌 매출 순위 6위권으로 상승함

• 하반기 수수료 인하와 자체 결제 확대

매수 의견 유지, 목표주가 73,000원 유지함. 스핀엑스가 작년 4분기부터 자체 웹결제를 구축했고 이번 1분기부터 자체결제를 점진적으로 도입하고 있음. 현재 동사의 출시작 중 60%의 자체결제 전환의 사례가 존재함. 이와 더불어 구글 스토어의 수수료가 인하되는 효과를 통해 하반기부터 모바일 매출이 대부분인 동사의 지급수수료 비용은 감축될 예정임. 현재 주가에서 이익의 증가를 감안할 때 매수가 부담스러운 주가 레벨은 아니라고 판단함

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,664	2,835	3,120	3,252	3,138
영업이익(십억원)	216	352	469	570	529
세전손익(십억원)	76	346	451	547	480
지배순이익(십억원)	26	225	310	377	331
EPS(원)	298	2,618	3,733	4,508	3,957
증감율(%)	흑전	777.7	42.6	20.8	-12.2
ROE(%)	0.5	4.1	5.6	6.5	5.5
PER(배)	173.3	18.4	13.6	11.2	12.8
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	14.9	10.2	7.7	6.3	6.4

Key Data (기준일: 2026. 4. 28)

KOSPI(pt)	6641.02
KOSDAQ(pt)	1215.58
액면가(원)	100
시가총액(억원)	41,472
발행주식수(천주)	83,526
평균거래량(3M,주)	288,527
평균거래대금(3M, 백만원)	15,271
52주 최고/최저	68,000 / 44,700
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(26F,%)	1.8
외국인지분율(%)	27.9
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 11 인	25.5
HAN RIVER INVESTMENT	18.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-4.2	-9.8	12.8
KOSPI대비 상대수익률	-20.6	-25.4	-45.5	-56.7

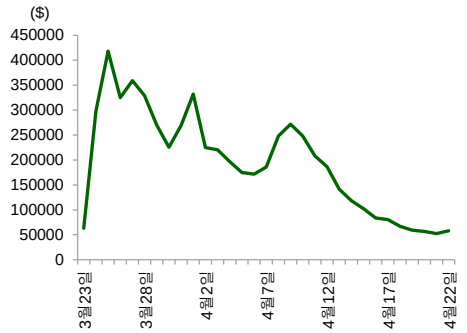
Company vs KOSPI composite

도표 1. 넷마블 신작 라인업

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
1Q26	글로벌	스톤에이지: 펫월드	수집형 RPG	모바일	
2026.03.17	글로벌	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	모바일/PC/콘솔	자체개발
2026.04.15	글로벌	몬길: STAR DIVE	액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2026.06	한국	SOL :enchant	MMORPG	모바일/PC	자체개발
2H26	글로벌	프로젝트 이블베인	3인칭 협동 액션	PC/콘솔	자체개발
2H26	글로벌	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	모바일/PC	자체개발
2H26	글로벌	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	모바일	퍼블리싱
2H26	글로벌	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형RPG	모바일/PC	자체개발
-		프로젝트 블룸워커	어드벤처	PC/콘솔	지체개발

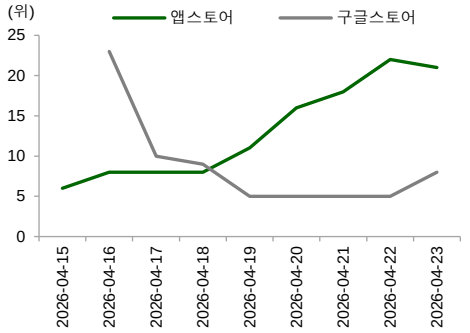
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 2. <일곱 개의 대죄: Origin> 일매출 추이



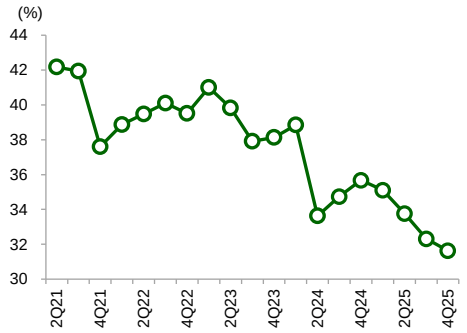
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 3. <몬길: STAR DIVE> 매출 순위



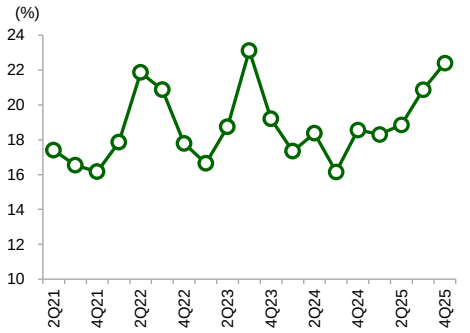
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 4. 넷마블 매출대비 지급수수료



자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 5. 넷마블 매출대비 매출대비 마케팅비



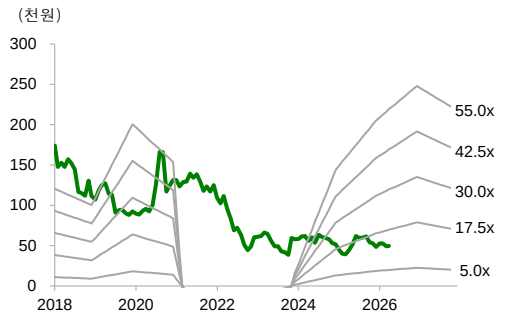
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 6. 넷마블 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	624	718	696	798	692	743	859	827	2,835	3,120	3,252
QoQ%	*-4%*	*15%*	*-3%*	*15%*	*-13%*	*7%*	*16%*	*-4%*			
YoY%	*7%*	*-8%*	*8%*	*23%*	*11%*	*4%*	*23%*	*4%*	*6%*	*10%*	*4%*
[매출구성]											
스핀엑스 3종	150	144	146	152	154	145	145	152	591	596	604
마블 CoC	56	65	49	88	77	80	84	80	257	321	291
해리포터	19	19	13	8	6	5	5	5	58	22	20
일곱개의 대죄	31	29	28	32	36	41	48	55	120	180	311
나 혼자만 레벨업: ARISE	50	43	28	32	27	25	23	22	153	97	72
레이븐2	31	29	21	32	19	16	14	13	113	62	36
RF 온라인 넥스트	19	65	35	32	22	20	17	14	150	73	39
세븐나이츠 리버스		93	84	120	71	51	66	46	296	235	143
뱀피르			63	56	44	31	22	11	118	107	34
일곱 개의 대죄 : Origin					22	73	59	53		207	163
SOL :enchant							120	96		215	217
기타수익	268	233	231	247	214	255	255	280	979	1,005	1,324
영업비용	574	617	605	687	631	648	682	690	2,483	2,652	2,682
QoQ%	*-6%*	*7%*	*-2%*	*14%*	*-8%*	*3%*	*5%*	*1%*			
YoY%	*-1%*	*-8%*	*4%*	*12%*	*10%*	*5%*	*13%*	*1%*	*1%*	*7%*	*1%*
지급수수료	219	242	225	252	223	240	264	250	939	976	915
인건비	172	175	170	182	177	177	178	189	699	721	752
마케팅비	114	135	145	179	163	161	163	176	574	662	711
D&A	32	30	32	32	32	32	33	33	125	130	135
기타	37	34	33	42	37	38	45	43	146	163	169
영업이익	50	101	91	111	61	95	177	137	353	468	570
OPM%	*8%*	*14%*	*13%*	*14%*	*9%*	*13%*	*21%*	*17%*	*12%*	*15%*	*18%*
QoQ%	*47%*	*77%*	*-7%*	*6%*	*-37%*	*46%*	*62%*	*-20%*			
YoY%	*1160%*	*-1%*	*29%*	*156%*	*10%*	*-10%*	*58%*	*19%*	*54%*	*21%*	*17%*
당기순이익	80	160	41	-36	46	107	111	70	245	333	405
NIM%	*13%*	*22%*	*6%*	*-5%*	*7%*	*14%*	*13%*	*8%*	*95%*	*104%*	*139%*
QoQ%	*흑전*	*74%*	*-74%*	*적전*	*흑전*	*119%*	*-11%*	*-34%*			
YoY%	*흑전*	*8%*	*96%*	*적축*	*-49%*	*-35%*	*121%*	*흑전*	*4729%*	*9%*	*34%*
지배주주순이익	76	160	38	-34	42	100	103	65	239	310	377

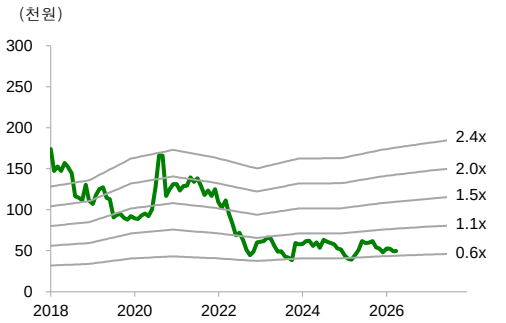
자료 : 넷마블, 신영증권 리서치센터

도표 7. 넷마블 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 8. 넷마블 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 9. 넷마블 목표주가 산출 방법

	2026E	2027E	비고
지배주주지분 순이익(십억원)	310	377	
발행주식총수(만 주)	8,193		자기주식수 차감
적용 EPS(원)	4,038		12개월 선행 EPS 적용
타겟 P/E(배)	18		글로벌 동종사의 2026년 PER
적정 주가(원)	72,678		적정시총 5조 9,812억원
목표 주가(원)	**73,000**		
전일 종가(원)	50,600		
상승 여력	**44%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

넷마블(251270.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**26,638**	**28,351**	**31,200**	**32,522**	**31,383**
증가율(%)	6.5	6.4	10.0	4.2	-3.5
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**26,638**	**28,351**	**31,200**	**32,522**	**31,383**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**24,482**	**24,826**	**26,515**	**26,818**	**26,093**
판관비율(%)	91.9	87.6	85.0	82.5	83.1
영업이익	**2,156**	**3,525**	**4,686**	**5,704**	**5,289**
증가율(%)	흑전	63.5	32.9	21.7	-7.3
영업이익률(%)	8.1	12.4	15.0	17.5	16.9
EBITDA	**3,700**	**4,840**	**5,974**	**6,822**	**6,263**
EBITDA마진(%)	13.9	17.1	19.1	21.0	20.0
순금융손익	**-1,154**	**369**	**-697**	**-683**	**-663**
이자손익	-890	-564	-511	-447	-391
외화관련손익	-71	-89	-43	-43	-43
기타영업외손익	**-1,327**	**-1,491**	**-1,483**	**-1,483**	**-1,483**
종속및관계기업 관련손익	**1,087**	**1,059**	**2,000**	**1,933**	**1,659**
법인세차감전계속사업이익	**763**	**3,462**	**4,506**	**5,471**	**4,803**
계속사업손익법인세비용	**731**	**1,154**	**1,171**	**1,423**	**1,249**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**32**	**2,308**	**3,334**	**4,049**	**3,554**
증가율(%)	흑전	7,112.5	44.5	21.4	-12.2
순이익률(%)	0.1	8.1	10.7	12.5	11.3
지배주주지분 당기순이익	256	2,250	3,101	3,765	3,306
증가율(%)	흑전	778.9	37.8	21.4	-12.2
기타포괄이익	**3,486**	**-94**	**-345**	**-345**	**-345**
총포괄이익	**3,518**	**2,214**	**2,989**	**3,703**	**3,209**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**11,148**	**12,565**	**15,382**	**18,739**	**21,464**
현금및현금성자산	5,779	6,889	9,067	11,677	13,586
매출채권 및 기타채권	2,951	2,991	3,261	3,398	3,293
재고자산	21	15	20	21	20
비유동자산	**70,622**	**68,371**	**68,148**	**68,095**	**68,187**
유형자산	3,398	4,023	3,571	3,208	2,916
무형자산	32,452	28,583	27,746	26,991	26,310
투자자산	29,281	30,603	31,668	32,733	33,797
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**81,771**	**80,937**	**83,530**	**86,834**	**89,651**
유동부채	**13,482**	**19,006**	**19,366**	**19,718**	**20,078**
단기차입금	5,050	7,325	7,325	7,325	7,325
매입채무및기타채무	3,442	3,684	4,043	4,395	4,755
유동성장기부채	1,311	2,911	2,911	2,911	2,911
비유동부채	**13,550**	**7,005**	**7,005**	**7,005**	**7,005**
사채	3,992	1,498	1,498	1,498	1,498
장기차입금	5,979	2,137	2,137	2,137	2,137
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**27,032**	**26,012**	**26,371**	**26,723**	**27,083**
지배주주지분	**54,160**	**54,297**	**56,298**	**58,966**	**61,175**
자본금	86	86	84	84	84
자본잉여금	30,548	30,609	30,609	30,609	30,609
기타포괄이익누계액	7,769	7,668	7,323	6,978	6,632
이익잉여금	11,455	13,376	15,725	18,738	21,292
비지배주주지분	**578**	**628**	**861**	**1,145**	**1,393**
자본총계	**54,739**	**54,925**	**57,159**	**60,111**	**62,568**
총차입금	**16,926**	**15,906**	**15,906**	**15,906**	**15,906**
순차입금	**9,950**	**7,420**	**4,590**	**1,222**	**-1,731**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**2,877**	**3,378**	**3,839**	**4,509**	**4,089**
당기순이익	**32**	**2,308**	**3,334**	**4,049**	**3,554**
현금유출이없는비용및수익	**3,820**	**2,582**	**1,952**	**1,966**	**1,588**
유형자산감가상각비	534	479	452	363	292
무형자산상각비	1,009	836	836	755	681
영업활동관련자산부채변동	**-348**	**-474**	**236**	**364**	**587**
매출채권의감소(증가)	-95	-121	-270	-137	105
재고자산의감소(증가)	-4	-10	-5	-1	1
매입채무의증가(감소)	-63	-37	359	352	360
투자활동으로인한현금흐름	**369**	**-740**	**-521**	**-725**	**-1,008**
투자자산의 감소(증가)	1,894	-263	-6	-6	-6
유형자산의 감소	3	5	0	0	0
CAPEX	-173	-473	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-412	-417	-548	-752	-1,034
재무활동으로인한현금흐름	**-2,208**	**-1,463**	**-1,347**	**-1,378**	**-1,378**
장기차입금의증가(감소)	3,140	-1,313	0	0	0
사채의증가(감소)	3,987	1,999	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
기타현금흐름	**437**	**-64**	**206**	**206**	**206**
현금의 증가	**1,475**	**1,111**	**2,177**	**2,611**	**1,909**
기초현금	4,303	5,779	6,889	9,067	11,678
기말현금	5,779	6,889	9,067	11,678	13,586

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	298	2,618	3,733	4,508	3,957
BPS	67,728	67,887	72,255	75,450	78,094
DPS	417	876	906	906	906
Multiples (배)					
PER	173.3	18.4	13.6	11.2	12.8
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	14.9	10.2	7.7	6.3	6.4

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	흑전	777.7%	42.6%	20.8%	-12.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	216.2%	30.8%	23.4%	14.2%	-8.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.1%	4.2%	5.9%	6.9%	5.8%
ROE(지배순이익 기준)	0.5%	4.1%	5.6%	6.5%	5.5%
ROIC	-0.4%	6.7%	11.6%	14.8%	14.5%
WACC	4.8%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
안전성(%)					
부채비율	49.4%	47.4%	46.1%	44.5%	43.3%
순차입금비율	18.2%	13.5%	8.0%	2.0%	-2.8%
이자보상배율	2.0	4.9	6.5	7.9	7.3

네오위즈(095660.KQ)

기다려지는 여름, 3주년의 <브라운더스트2>

매수(유지)

현재주가(4/28)	22,900원
목표주가(12M)	36,000원

분석의 기본 가정

- 2027년 이후 퍼블리싱 신작 2종, 〈P의 거짓2〉과 자체개발 3종 순차적으로 출시
- 웹보드 게임 연간 성장률 5%

- **<브라운더스트2> 3주년, 사랑이 가장 무르익은 때**

〈브라운더스트2〉는 2023년 6월 22일 출시되어 N주년과 여름 성수기 효과가 한번에 몰려있음. 1000일 기념 이벤트를 개최하며 기존의 서브컬처 게임이 N주년과 0.5주년 단위로 운영하던 이벤트를 1000일 단위로 세분화하며 MAU 증가 및 평균 체류 시간 증가 효과를 확인함

- **2027년부터 대형 신작 출시**

2027년 이후 동사가 투자를 집행한 퍼블리싱 신작 2종, 〈P의 거짓 차기작〉과 자체개발 3종까지 총 6개의 신작 라인업이 발표됨. 동사의 신작 라인업은 통상적으로 보수적인 기준에 따라 공개되는 점을 감안할 때 2027년 이후 대형 신작의 연간 1개 이상 출시를 전망함. 또한 2027년 출시를 위한 마케팅이 집행되기 위해 5월부터 진행되는 스팀, 소니, 엑스박스 등 다양한 게임 행사에서의 공개를 예상함

- **매수 의견 유지, 목표주가 36,000원 유지**

올해는 〈P의 거짓: 서곡〉, 〈셰이프 오브 드림즈〉의 판매량 자연 감소가 있겠으나 웹보드 게임의 결제액 규제 완화와 〈브라운더스트2〉의 트래픽 성장과 수익화가 이를 보완할 전망임. 하반기 대형 신작의 공개가 주가의 변곡점으로 작용할 것으로 판단함

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	367	433	401	480	609
영업이익(십억원)	33	60	39	58	107
세전손익(십억원)	5	63	50	62	109
지배순이익(십억원)	2	50	40	57	79
EPS(원)	109	2,287	1,823	2,629	3,638
증감율(%)	-95.1	2,001.2	-20.3	44.2	38.4
ROE(%)	0.5	9.8	7.2	9.7	12.1
PER(배)	173.6	10.6	12.6	8.7	6.3
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	4.1	4.4	3.4	1.9	1.0

Key Data (기준일: 2026. 4. 28)

KOSPI(pt)	6641.02
KOSDAQ(pt)	1215.58
액면가(원)	500
시가총액(억원)	4,955
발행주식수(천주)	21,636
평균거래량(3M,주)	92,477
평균거래대금(3M, 백만원)	2,443
52주 최고/최저	30,950 / 22,900
52주 일간Beta	0.5
배당수익률(26F,%)	1.3
외국인지분율(%)	20.7
주요주주 지분율(%)	
나성균 외 12 인	38.1
Norges Bank	5.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.8	-22.9	-6.7	-0.7
KOSDAQ대비상대수익률	-14.3	-28.1	-30.7	-41.2

Company vs KOSDAQ composite

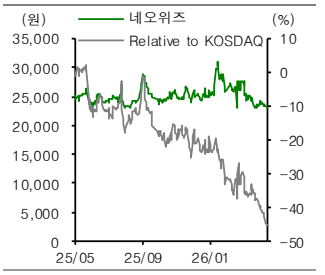
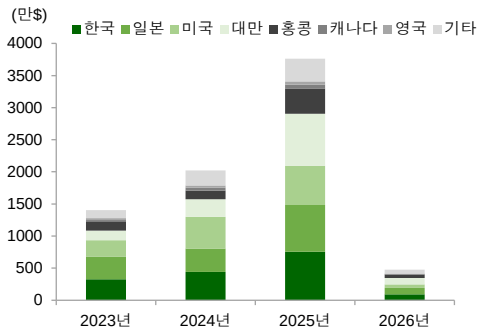


도표 1. <브라운더스트2> 3월 1000일 방송

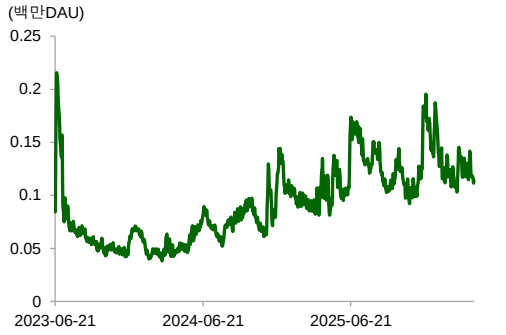
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 2. <브라운더스트2> 국가별 모바일 매출 비중 구성



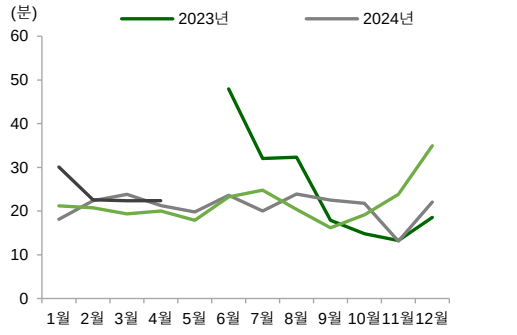
자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 3. <브라운더스트2> DAU 추이



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 4. <브라운더스트2> 모바일 평균 이용시간



자료 : SensorTower, 신영증권 리서치센터

도표 5. 네오위즈 신작 라인업

출시일자	출시지역	비고	작품명	장르	플랫폼타입	퍼블리싱/자체개발
1H26	글로벌		고양이와 스프: 마법의 레시피	시뮬레이션	모바일	자체개발
	글로벌		킹덤 2	MMORPG	모바일	자체개발
2H26	글로벌		안녕서울: 이태원편	퍼즐 플랫포머	PC	퍼블리싱
2027~	글로벌	라파엘 콜란토니오 디렉터 (대표작<Dishonored>)	Wolfeye Studio 신작	1인칭 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱
	글로벌		Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	퍼블리싱
	글로벌	양승용 디렉터	Project CF	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	자체개발
	글로벌	**최지원 디렉터 (대표작 <P의 거짓>)**	**P의 거짓 차기작**	**소울라이크**	**PC/콘솔**	**자체개발**
	글로벌	진승호 디렉터 (대표작 <베리드 스타즈>)	Project Rubicon	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	자체개발
	글로벌	**이상균 디렉터(대표작 <마비노기 영웅전>)**	**Project Windi**	**소울라이크**	**PC/콘솔**	**자체개발**

자료 : 네오위즈, 신영증권 리서치센터

도표 6. Zakazane studio 신작 정보

장르	싱글 플레이 턴제 RPG
출시일	2026년 이후
특징	서부 느와르 배경으로 펼쳐지는 내러티브 중심의 RPG 외딴 광산에 도착한 보안관을 중심으로 펼쳐지는 미스터리한 이야기
개발스튜디오	폴란드 게임 개발사 '자카자네' CDPR(위쳐 시리즈), 11비트스튜디오(프로스트펑크) 개발자구성

자료 : 네오위즈, 신영증권 리서치센터

도표 7. Wolfeye Studio 신작 정보

장르	1인칭 액션 RPG
출시일	2026년 이후
특징	1900년대 미국 콜로라도 배경의 레트로 공상과학 RPG 다양한 상호작용과 선택이 가능한 플레이 환경 속 몰입도 높은 내러티브가 특징
개발스튜디오	북미 게임 개발사 '울프아이 스튜디오' 아케인스튜디오(디스아너드, 프레이) 창업자 라파엘 콜란토니오 설립

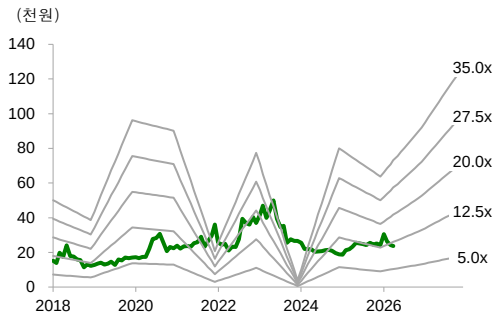
자료 : 네오위즈, 신영증권 리서치센터

도표 8. 네오위즈 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	89	110	127	106.3	94	98	107	102	433	401	480
QoQ%	*-1%*	*24%*	*16%*	*-17%*	*-11%*	*4%*	*9%*	*-5%*			
YoY%	*-8%*	*26%*	*37%*	*19%*	*6%*	*-11%*	*-16%*	*-4%*	*18%*	*-7%*	*19%*
매출구성											
PC/콘솔	36	57	59	46	34	32	33	34	199	133	204
모바일	45	44	58	48	47	53	61	55	195	216	221
기타	7	9	10	13	13	13	13	13	39	52	55
영업비용	79	91	101	102	88	89	91	94	373	362	422
QoQ%	*-5%*	*16%*	*10%*	*1%*	*-14%*	*1%*	*3%*	*3%*			
YoY%	*-4%*	*11%*	*16%*	*23%*	*11%*	*-3%*	*-9%*	*-7%*	*12%*	*-3%*	*16%*
비용구성											
인건비	37	42	37	45	41	45	39	46	160	171	175
변동비	25	31	45	37	27	26	29	27	138	109	123
마케팅	6	8	8	8	8	5	10	7	31	30	53
상각비	5	3	3	3	3	3	3	3	15	12	14
기타	7	7	7	8	9	10	10	11	29	40	56
영업이익	10	19	26	5	7	9	16	8	60	39	58
OPM%	*11%*	*17%*	*21%*	*4%*	*7%*	*9%*	*15%*	*8%*	*14%*	*10%*	*12%*
QoQ%	*50%*	*47%*	*23%*	*-79%*	*63%*	*30%*	*56%*	*-48%*			
YoY%	*-25%*	*210%*	*199%*	*-42%*	*-37%*	*-45%*	*-30%*	*70%*	*54%*	*-29%*	*24%*
당기순이익	6	13	25	2	8	6	12	9	46	37	53
NIM%	*7%*	*12%*	*20%*	*2%*	*9%*	*7%*	*12%*	*9%*	*23%*	*27%*	*26%*
QoQ%	*흑전*	*69%*	*69%*	*-91%*	*413%*	*-26%*	*76%*	*-22%*			
YoY%	*-54%*	*32%*	*흑전*	*흑전*	*30%*	*-43%*	*-41%*	*418%*	*흑전*	*19%*	*-6%*
지배순이익	7	14	26	3	9	7	13	10	51	40	57

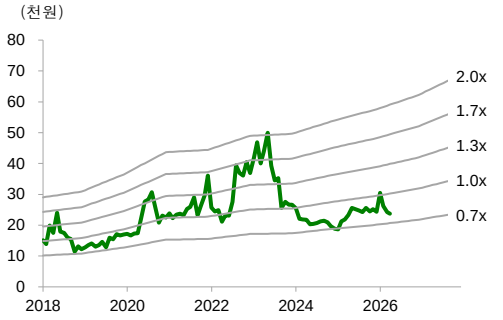
자료 : 네오위즈, 신영증권 리서치센터

도표 9. 네오위즈 12개월 선행 PER 밴드



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 10. 네오위즈 12개월 선행 PBR 밴드



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 11. 네오위즈 목표주가 산출 방법

	2026E	2027E	비고
지배주주지분 순이익(십억원)	40	57	
적용 EPS(원)	2,272		2026년 EPS 적용
타겟 P/E(배)	15.7		동종 기업의 평균 PER
적정 주가(원)	35,665		적정시총 7,860억원
목표 주가(원)	**36,000**		
전일 종가(원)	22,900		
상승 여력	**57%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

네오위즈(095660.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,668**	**4,327**	**4,015**	**4,796**	**6,095**
증가율(%)	0.3	18.0	-7.2	19.5	27.1
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**3,668**	**4,327**	**4,015**	**4,796**	**6,095**
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	**3,339**	**3,727**	**3,622**	**4,215**	**5,029**
판관비율(%)	91.0	86.1	90.2	87.9	82.5
영업이익	**329**	**600**	**393**	**581**	**1,066**
증가율(%)	4.1	82.4	-34.5	47.8	83.5
영업이익률(%)	9.0	13.9	9.8	12.1	17.5
EBITDA	**502**	**759**	**550**	**704**	**1,165**
EBITDA마진(%)	13.7	17.5	13.7	14.7	19.1
순금융손익	**76**	**115**	**74**	**70**	**19**
이자손익	51	52	81	92	96
외화관련손익	52	14	-10	-10	-10
기타영업외손익	**-348**	**-76**	**-75**	**-75**	**-75**
종속및관계기업 관련손익	**-9**	**-5**	**107**	**44**	**78**
법인세차감전계속사업이익	**49**	**634**	**499**	**620**	**1,089**
계속사업손익법인세비용	**118**	**183**	**133**	**93**	**294**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-70**	**451**	**366**	**527**	**795**
증가율(%)	적전	흑전	-18.8	44.0	50.9
순이익률(%)	-1.9	10.4	9.1	11.0	13.0
지배주주지분 당기순이익	24	500	395	569	787
증가율(%)	-95.1	1,983.3	-21.0	44.1	38.3
기타포괄이익	**87**	**-17**	**-6**	**-6**	**-6**
총포괄이익	**18**	**433**	**360**	**520**	**789**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**3,140**	**3,810**	**4,359**	**5,197**	**6,085**
현금및현금성자산	1,169	715	771	715	427
매출채권 및 기타채권	493	591	604	712	841
재고자산	2	5	3	4	5
비유동자산	**3,060**	**2,983**	**2,827**	**2,704**	**2,606**
유형자산	875	850	808	770	736
무형자산	996	787	672	586	521
투자자산	586	700	700	701	701
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**6,200**	**6,793**	**7,186**	**7,901**	**8,691**
유동부채	**811**	**1,078**	**1,171**	**1,426**	**1,486**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	496	750	843	1,098	1,158
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**200**	**157**	**157**	**157**	**157**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,011**	**1,235**	**1,329**	**1,583**	**1,643**
지배주주지분	**4,873**	**5,312**	**5,640**	**6,143**	**6,865**
자본금	110	110	109	109	109
자본잉여금	1,300	800	800	800	800
기타포괄이익누계액	-100	-119	-126	-132	-139
이익잉여금	4,208	5,210	5,546	6,055	6,783
비지배주주지분	**316**	**246**	**217**	**175**	**183**
자본총계	**5,189**	**5,558**	**5,857**	**6,318**	**7,048**
총차입금	**36**	**32**	**32**	**32**	**32**
순차입금	**-2,372**	**-2,239**	**-3,490**	**-3,941**	**-4,140**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**338**	**761**	**529**	**541**	**344**
당기순이익	**-70**	**451**	**366**	**527**	**795**
현금유출이없는비용및수익	**774**	**428**	**217**	**148**	**374**
유형자산감가상각비	47	44	42	38	34
무형자산상각비	126	115	115	86	65
영업활동관련자산부채변동	**-257**	**-32**	**-3**	**-133**	**-628**
매출채권의감소(증가)	20	-137	-12	-109	-128
재고자산의감소(증가)	0	-4	2	-1	-1
매입채무의증가(감소)	11	122	93	254	60
투자활동으로인한현금흐름	**-158**	**-1,165**	**-1,198**	**-1,323**	**-1,358**
투자자산의 감소(증가)	115	-113	-1	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-15	-9	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-409	-308	-396	-521	-556
재무활동으로인한현금흐름	**-347**	**-56**	**-67**	**-65**	**-65**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
기타현금흐름	**37**	**6**	**791**	**791**	**791**
현금의 증가	**-130**	**-454**	**56**	**-56**	**-288**
기초현금	1,299	1,169	715	771	715
기말현금	1,169	715	771	715	427

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	109	2,287	1,823	2,629	3,638
BPS	24,813	26,989	28,782	31,107	34,441
DPS	0	303	303	303	303
Multiples (배)					
PER	173.6	10.6	12.6	8.7	6.3
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	4.4	3.4	1.9	1.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-95.1%	2001.2%	-20.3%	44.2%	38.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-0.4%	51.2%	-27.5%	28.0%	65.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-1.3%	8.4%	6.4%	8.7%	11.9%
ROE(지배순이익 기준)	0.5%	9.8%	7.2%	9.7%	12.1%
ROIC	-23.5%	30.3%	20.1%	36.2%	47.7%
WACC	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
안전성(%)					
부채비율	19.5%	22.2%	22.7%	25.1%	23.3%
순차입금비율	-45.7%	-40.3%	-59.6%	-62.4%	-58.7%
이자보상배율	63.0	1,228.8	805.2	1,189.3	2,184.4

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김지현은 시프트업의 해외탐방에 시프트업의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

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

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
시프트업	-	-	-	-	-	-	-	-
넷마블	-	-	-	-	-	-	-	-
네오위즈	-	-	-	-	-	-	-	-

시프트업 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-04-29	매수	53000		
2025-11-03	매수	53000		

넷마블 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-04-29	매수	73000		
2025-11-03	매수	73000		

네오위즈 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2026-04-29	매수	36000		
	2026-03-05	매수	36000		