

게임 (비중 확대/유지)

서브컬처의 시대: IP의 종적 확장성에 주목하라

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
대 서브컬처의 시대 도래	3
K-서브컬처 게임의 약진과 가능성	3
국내 게임 Top Picks: 시프트업, 넥슨게임즈	3
II. 서브컬처의 메인 장르화	8
글로벌에서 이어지는 고성장	8
주요 국가별 현황 (국내, 일본, 중국)	13
숏폼에 종속된 현대인의 뇌에 부합하는 장르	23
K-서브컬처 게임의 약진과 가능성	26
III. 서브컬처 장르의 매력은 IP의 영속성	35
안정적이면서 장기적인 라이프사이클	35
스토리의 영속성과 높은 Hit Ratio	40
낮은 ARPU가 이끄는 복귀 유저	44
2차, 3차 창작물로의 연결	45
IV. AI와의 높은 시너지	48
생성 AI 도입에 따른 아트 비용 감소 본격화	48
생산성 증가 본격화 전망	54
스토리 커스터마이징 가능성	59
V. 밸류에이션	62
부록. 국가별 최근 5개년 모바일 매출 Top 50	66
Global Company Analysis	69
시프트업	70
넥슨게임즈	89
넥슨	101

I. Investment Summary

대 서브컬처의 시대 도래

모바일 시장 내 서브컬처 게임 매출 비중은 15년 6%에서 23년 12%까지 상승한 것으로 추정된다. 18~23년 전체 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임 성장률은 16.7%에 달한다. 서브컬처 게임은 안정적이면서도 장기적인 라이프사이클과, 후속작에 대한 높은 Hit Ratio를 기대할 수 있다는 장점이 있다.

서브컬처는 게임 플레이 시간이 짧아진 현대인이 선호하는 방치형 게임과의 공감이 좋다. 또한 생성 AI의 도입 측면에서도 타 장르 대비 유리한 면이 존재한다. 1) 주요 서브컬처 IP의 PC, 콘솔 확장, 2) 레거시 업체들의 서브컬처 장르로의 확장 러쉬를 고려 시 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

K-서브컬처 게임의 약진과 가능성

K-서브컬처 게임은 국내 매출이 대부분이었던 페이즈 1(15~17년), 글로벌에서 잠재력이 있음을 보여준 페이즈 2(18~20년)를 넘어, 서브컬처의 본고장이자 최대 시장인 일본에서도 게임이 흥행하는 페이즈 3(22년 이후)으로 넘어왔다. 블루아카이브와 니케는 일본 내 최상위 서브컬처 IP로 올라왔기에 이후 종적 확장을 통해 견조한 성장을 지속할 것으로 보인다.

페이즈 4는 서브컬처 최대 시장으로 부상 중인 중국에 대한 공략이다. 중국 게임사들이 강력한 경쟁자인 것은 맞지만 판호 획득을 염두에 두고 게임이 개발된다는 점에서 약점은 존재한다. 1) 획일화되지 않은 세계관 구축, 2) 글로벌 흥행에 성공한 국내 웹툰/웹소설 IP 활용, 3) 반(反) 젠더주의·PC주의 등을 통해 시장 공략을 노려볼 수 있다는 판단이다.

국내 게임 Top Picks: 시프트업, 넥슨게임즈

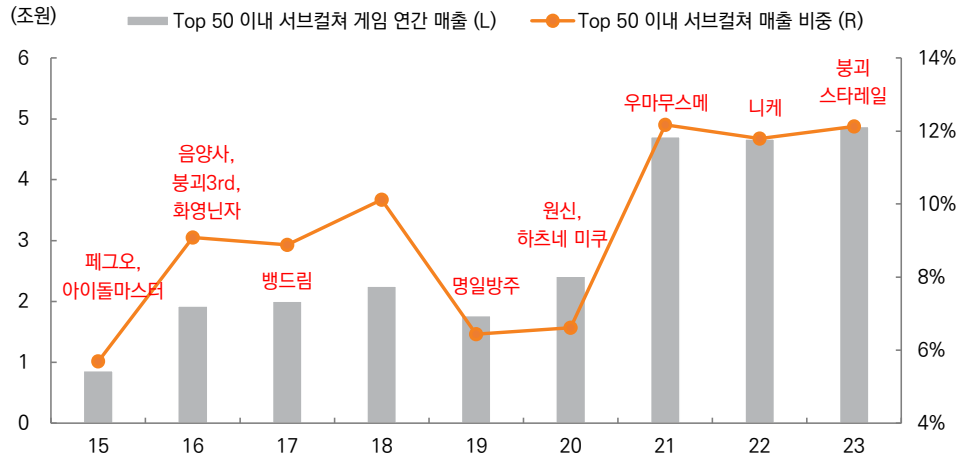
다수 게임사가 서브컬처에 대한 도전을 하고 있지만 성공까지 이어지기는 어려워 보인다. 서브컬처 게임 시장은 중국 게임사에 의해 공급 과잉이 이어지고 있는 상황이다. 1) 이미 글로벌에서 성공을 거두고, 2) 일본에서 메인 IP로 올라가고 있으며, 3) 향후 종적 확장을 할 수 있는 기업에 대한 주목이 필요하다. 최선호주로 시프트업과 넥슨게임즈를 제시한다.

시프트업은 1) 고성장 중인 서브컬처 장르 게임에 대한 차별화된 개발력, 2) 스텔라 블레이드로 입증한 콘솔 개발력, 3) 경쟁사 대비 압도적인 Hit Ratio가 투자포인트다. 대형주 Top Pick으로 추천하며 투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원으로 커버리지를 개시한다.

넥슨게임즈는 1) 다변화된 장르에서 입증한 개발력, 2) 블루아카이브의 종적 확장 가능성, 3) 부담 없는 수준까지 낮아진 밸류에이션이 투자포인트다. 투자 의견 '매수', 목표주가 28,000원, 중소형주 Top Pick 의견을 유지한다.

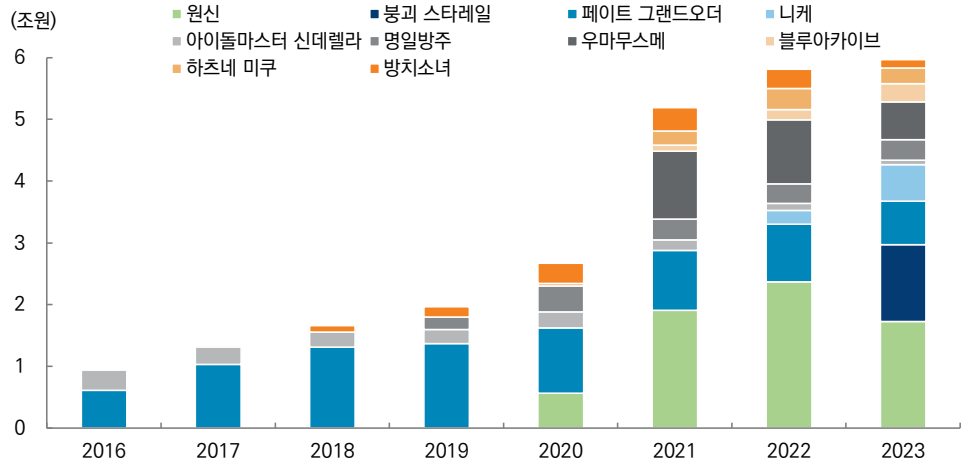
Key Chart

그림 1. 글로벌 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



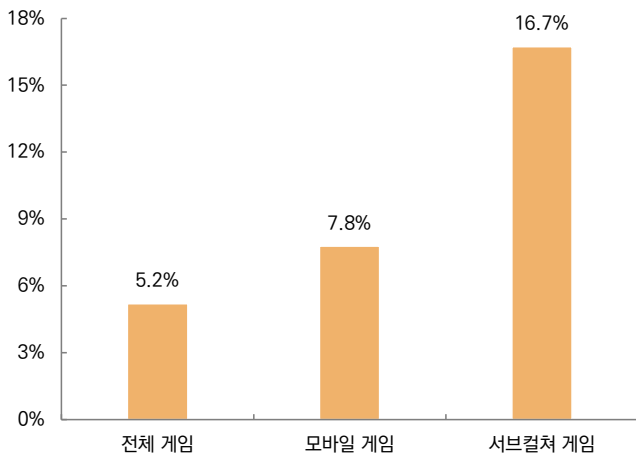
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이



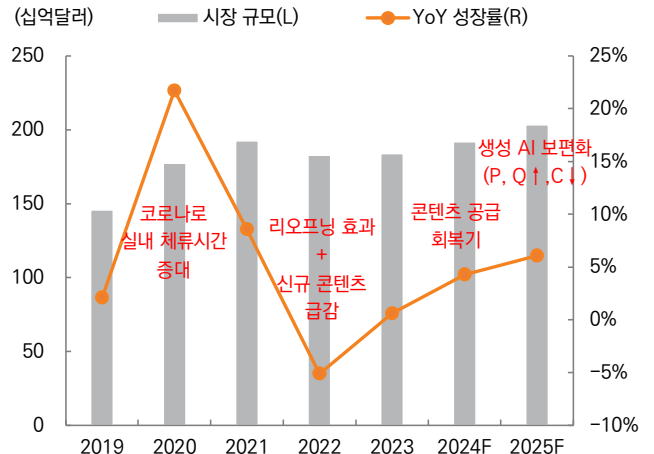
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 전체, 모바일, 서브컬처 게임 CAGR 성장률(2018~2023)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 글로벌 게임 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 국내 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이

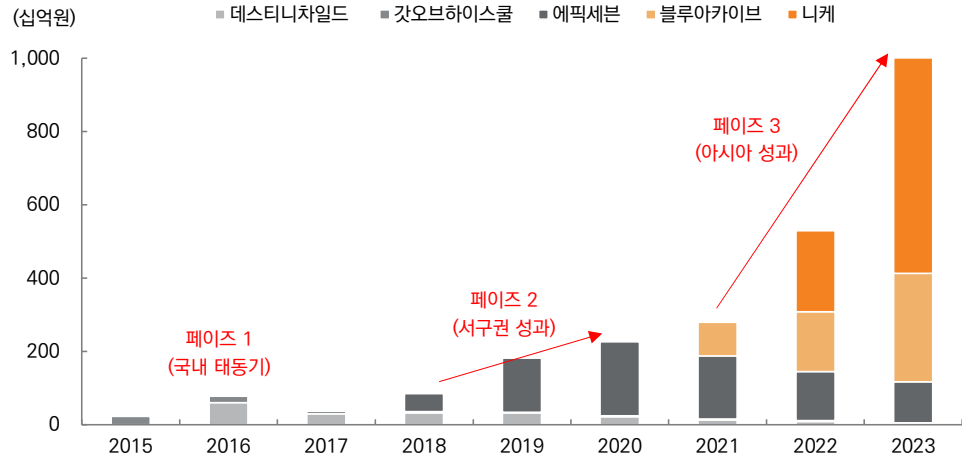


그림 6. 일본 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이

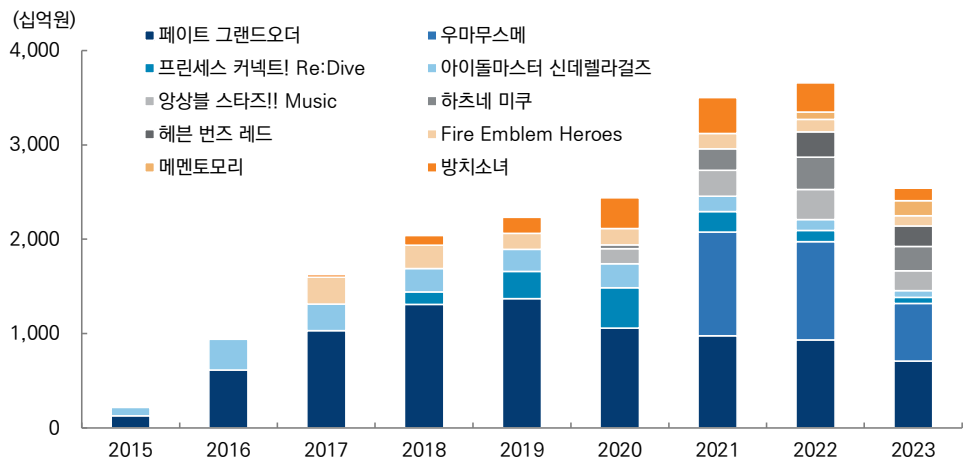


그림 7. 중국 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이

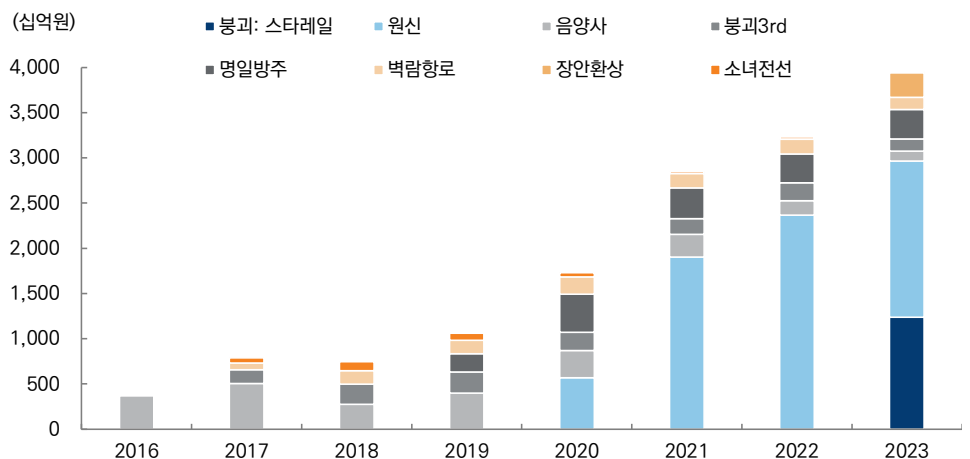
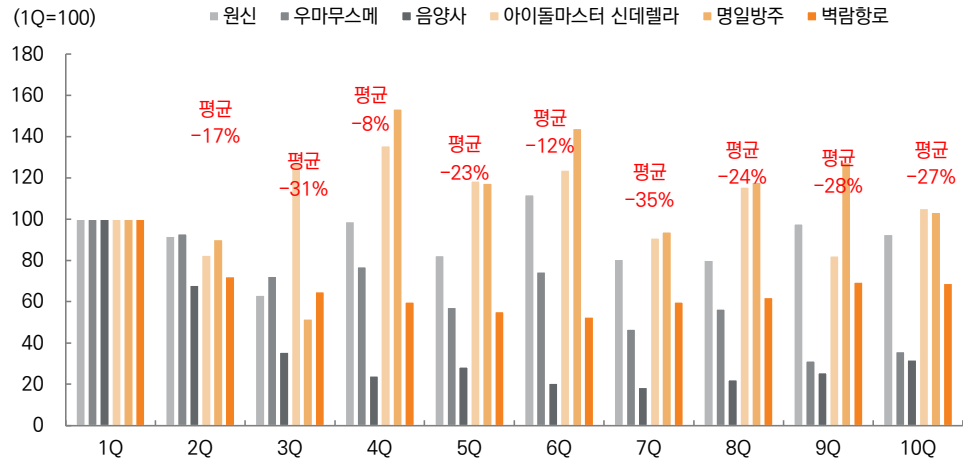
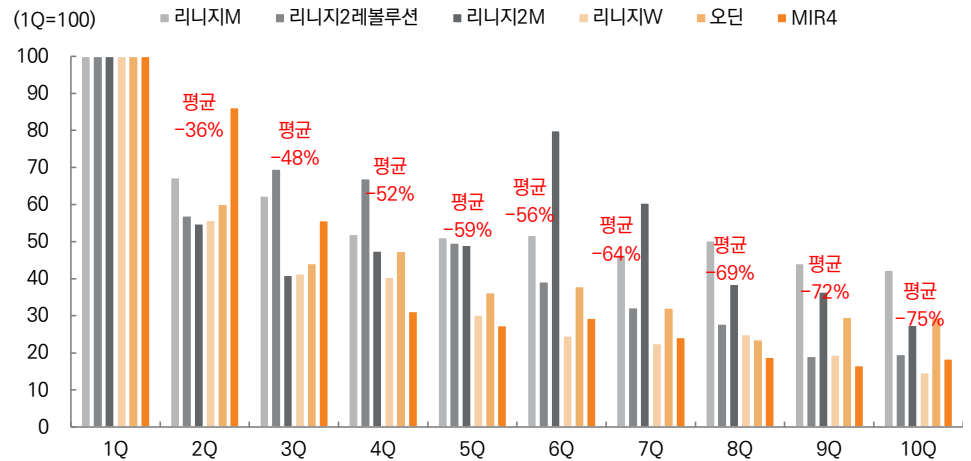


그림 8. 주요 서브컬처 게임 출시 후 분기 매출 증감 비교 (온기 반영 첫 분기=100)



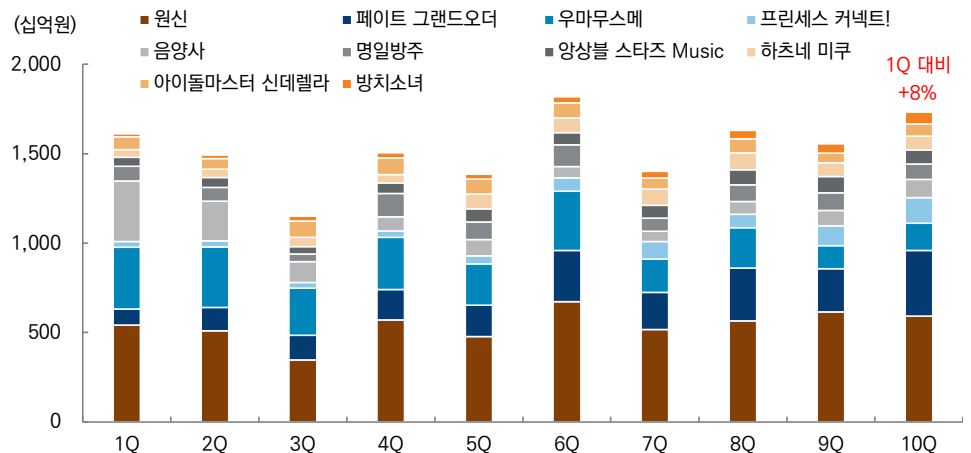
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 주요 MMORPG 출시 후 분기 매출 증감 비교 (온기 반영 첫 분기=100)



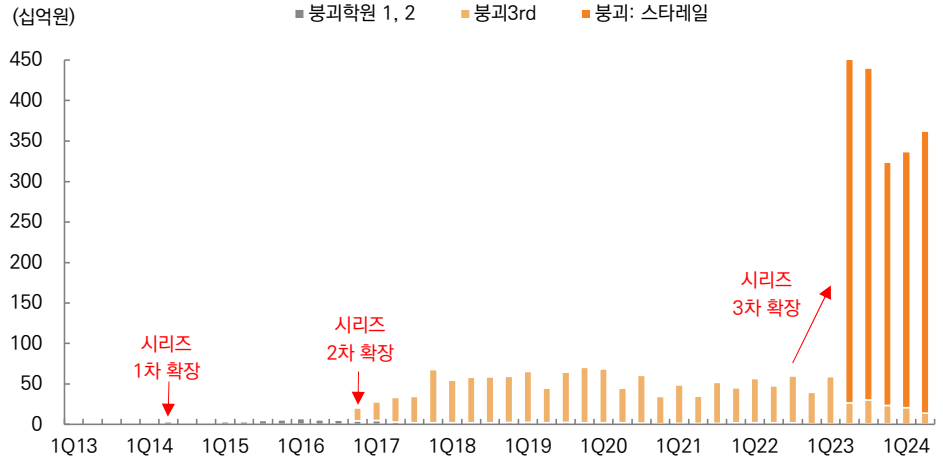
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 글로벌 주요 서브컬처 10종 출시 10분기 합산 매출 추이(1Q는 온기 첫 분기)



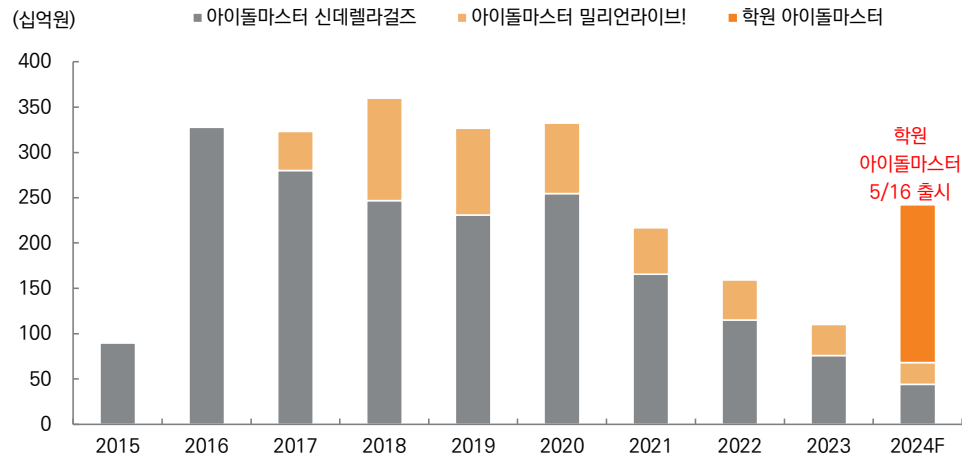
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 붕괴 시리즈 분기 매출 추이



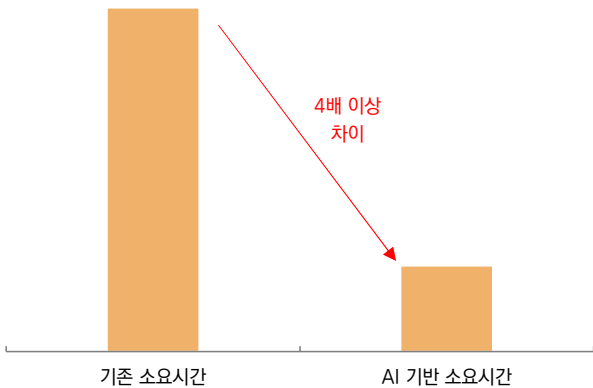
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 아이돌마스터 IP 주요 모바일 게임 연매출 추이



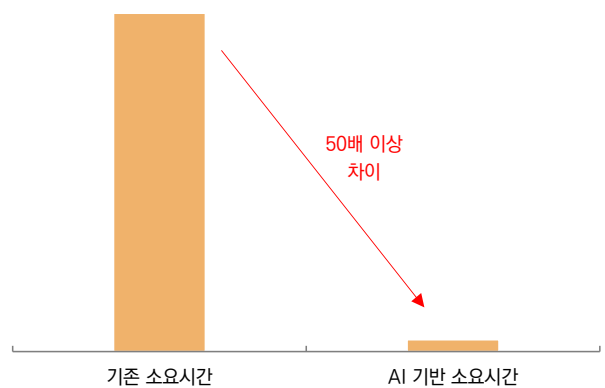
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. AI 일러스트 생산성 비교 (중국)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 도시 및 건물 모델링 시간 비교 (텐센트)



자료: 텐센트, 미래에셋증권 리서치센터

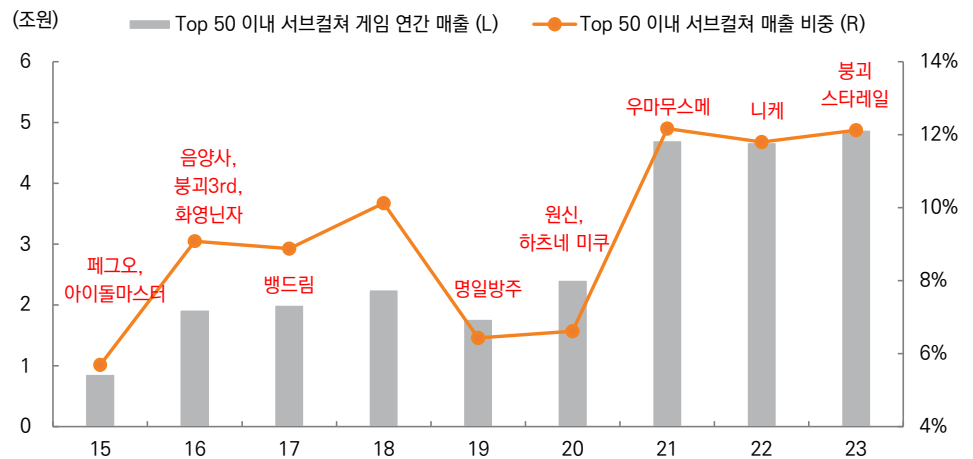
II. 서브컬처의 메인 장르화

글로벌에서 이어지는 고성장

경쟁이 치열해지고 있는 모바일 게임 시장에서 서브컬처 게임은 메인 장르로 올라서는 데 성공했다. 모바일 시장 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 6%에서 23년 12%까지 상승한 것으로 추정된다. 글로벌 주요 서브컬처 게임 10종의 연간 매출액은 6조원 이상을 기록 중이며 10년 가까이 통련하면서도 유의미한 매출을 기록하는 게임들도 등장하고 있다.

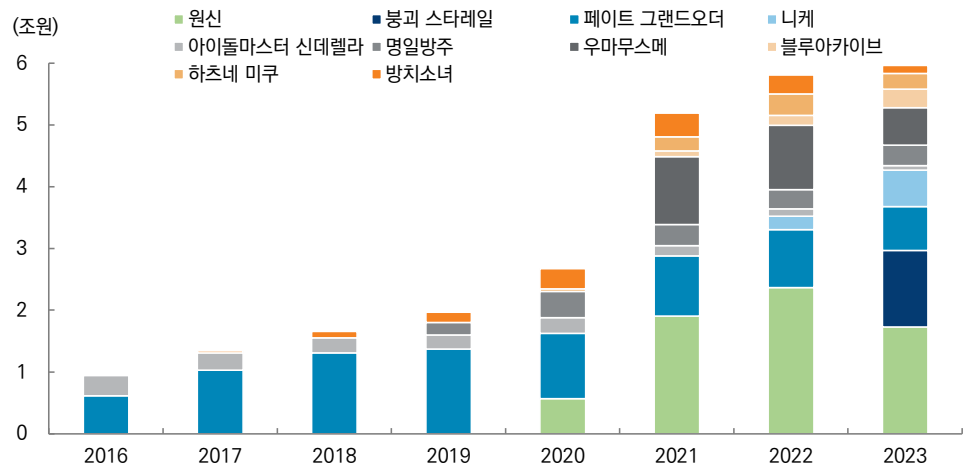
2018~2023년 전체 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임의 성장률은 16.7%에 달한 것으로 추정된다. 1) 모바일 한정인 아닌 PC, 콘솔로의 확장, 2) 레거시 업체들의 서브컬처 장르로의 확장 러쉬를 고려 시 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

그림 15. 글로벌 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



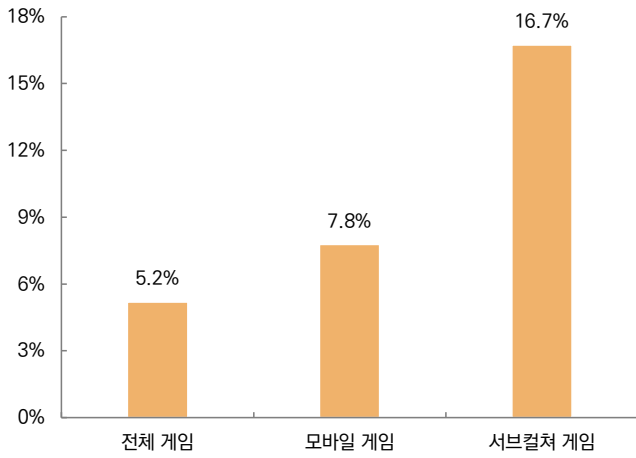
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이

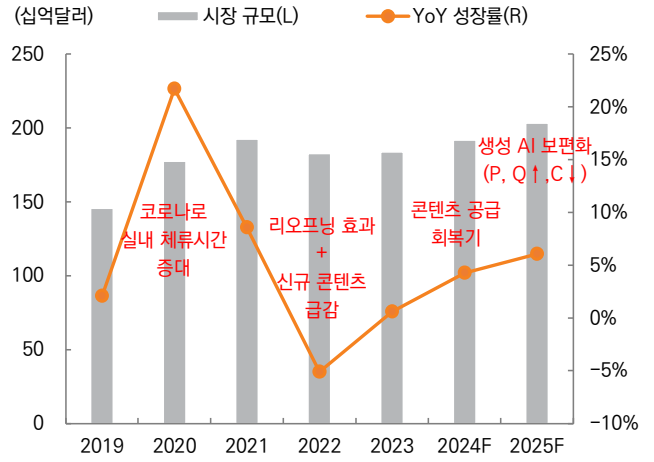


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. 전체, 모바일, 서브컬처 게임 CAGR 성장률(2018~2023) 그림 18. 글로벌 게임 시장 규모

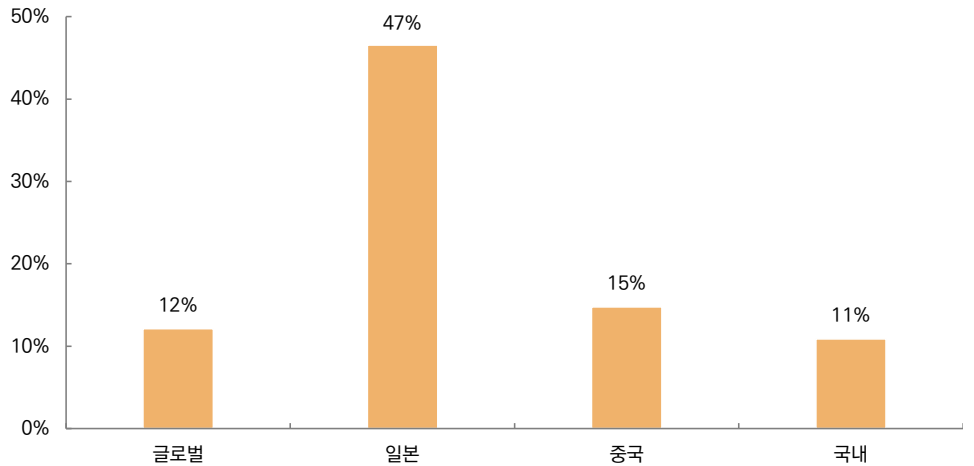


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 지역별 모바일 게임 Top 50 매출 내 서브컬처 매출 비중



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

서브컬처 게임의 약진은 글로벌 게임쇼들에서도 나타나고 있다. 글로벌 최대 게임쇼인 2024 게임스컴에서도 메인홀의 중심에 서브컬처 전문 게임사인 호요버스가 위치했으며 행사 내내 유럽 참가객들의 발길이 끊이지 않았다. 원신, 붕괴, 니케 등 서브컬처 게임 주요 캐릭터를 코스프레한 사람들을 다수 관찰되었다.

아시아 최대 게임쇼인 TGS의 경우 상당수의 부스가 서브컬처 작품 시연으로 채워졌으며, 국내 최대 게임쇼 지스타에서도 메인홀에서 서브컬처 부스를 찾는 것이 더 이상 어렵지 않게 되었다. 국내 최대 애니메이션, 게임 페스티벌 AGF는 서브컬처 게임의 인기 증가와 함께 지스타 못지 않은 열기를 보여주고 있다.

그림 20. 2024 게임스컴 호요버스 부스



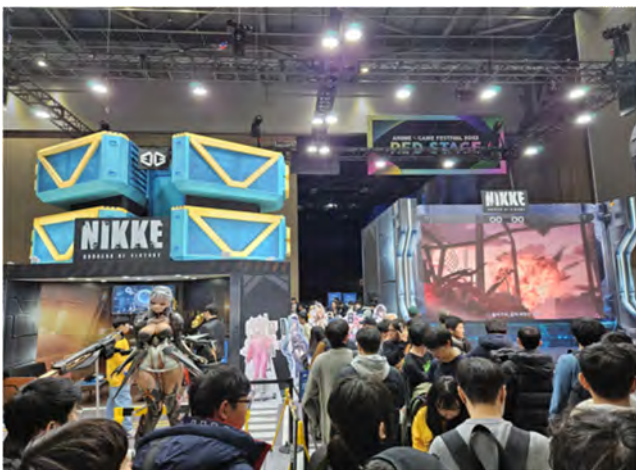
자료: 본인 촬영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 2023 TGS 호요버스 부스



자료: 본인 촬영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 2023 AGF 니케 부스



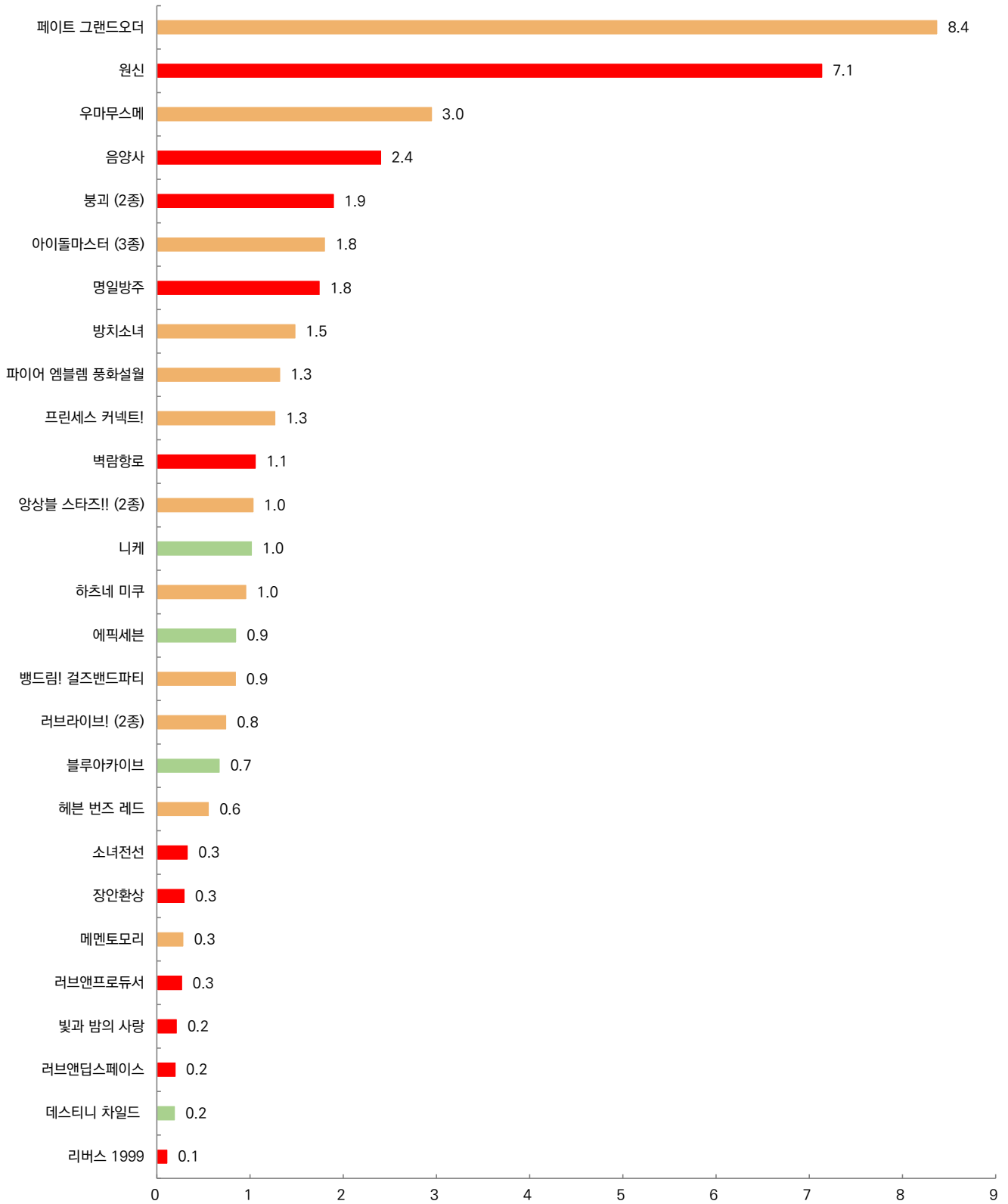
자료: 본인 촬영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 2023 지스타 명조 부스



자료: 본인 촬영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 글로벌 주요 서브컬처 IP 출시 이후 누적 모바일 매출액 (조원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 2023년 글로벌 TOP50 게임 연간 매출

No.	게임명	퍼블리셔	매출액(십억원)	Top 50내 비중	장르
1	왕자영요	Tencent	3,443	8.4%	AOS
2	Candy Crush Saga	Activision Blizzard	2,039	5.0%	캐주얼
3	Roblox	Roblox	1,863	4.6%	캐주얼
4	Royal Match	Dream Games	1,762	4.3%	캐주얼
5	원신	miHoYo	1,758	4.3%	수집형RPG
6	MONOPOLY GO!	Scopely	1,728	4.2%	캐주얼
7	Coin Master	Moon Active	1,582	3.9%	고포류
8	화평정영	Tencent	1,491	3.7%	FPS
9	붕괴: 스타레일	miHoYo	1,250	3.1%	수집형RPG
10	Gardenscapes	Playrix	1,214	3.0%	캐주얼
11	Pokémon GO	Niantic	1,066	2.6%	캐주얼
12	PUBG MOBILE	Tencent	882	2.2%	FPS
13	Homescapes	Playrix	858	2.1%	캐주얼
14	Clash of Clans	Supercell	814	2.0%	SLG
15	Call of Duty	Activision Blizzard	786	1.9%	FPS
16	삼국지 전략판	Alibaba	738	1.8%	SLG
17	Fate/Grand Order	Sony	720	1.8%	수집형RPG
18	몬스터 스트라이크	mixi	715	1.8%	캐주얼
19	Township	Playrix	692	1.7%	캐주얼
20	역수한	NetEase	673	1.6%	MMORPG
21	Fishdom	Playrix	633	1.6%	캐주얼
22	우마무스메	CyberAgent	620	1.5%	수집형RPG
23	Evony: The King's Return	TOP GAMES	618	1.5%	캐주얼
24	LoL와일드드리프트	Tencent	614	1.5%	AOS
25	니케	Tencent	597	1.5%	수집형RPG
26	Puzzles & Survival	37GAMES	579	1.4%	SLG
27	EA SPORTS FC Mobile Soccer	Electronic Arts	560	1.4%	캐주얼
28	리니지M	NCSOFT	556	1.4%	MMORPG
29	Garena Free Fire	Garena	554	1.4%	FPS
30	Rise of Kingdoms	Lilith	544	1.3%	SLG
31	드래곤볼Z	BANDAI NAMCO	513	1.3%	수집형RPG
32	Whiteout Survival	Century Games	505	1.2%	SLG
33	Top War: Battle Game	River Game	498	1.2%	SLG
34	에기파티	NetEase	498	1.2%	캐주얼
35	TFT 모바일	Tencent	498	1.2%	캐주얼
36	몽환서유	NetEase	496	1.2%	MMORPG
37	Age of Origins: Tower Defense	Camel Games	476	1.2%	캐주얼
38	프로야구 스피리츠A	Konami	466	1.1%	캐주얼
39	Candy Crush Soda Saga	Activision Blizzard	466	1.1%	캐주얼
40	Bingo Blitz	Playtika	441	1.1%	캐주얼
41	State of Survival	FunPlus	433	1.1%	SLG
42	Jackpot Party	Light and Wonder	432	1.1%	고포류
43	eFootball 2024	Konami	429	1.1%	캐주얼
44	Solitaire Grand Harvest	Playtika	409	1.0%	고포류
45	리니지W	NCSOFT	405	1.0%	MMORPG
46	늑시왕배틀	TUYOO	390	1.0%	캐주얼
47	Puzzle&Dragons	GungHo	388	1.0%	캐주얼
48	Mobile Legends	Moonton	370	0.9%	AOS
49	드래곤퀘스트 워크	SQUARE ENIX	364	0.9%	캐주얼
50	Empires & Puzzles	Take-Two Interactive	358	0.9%	캐주얼

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

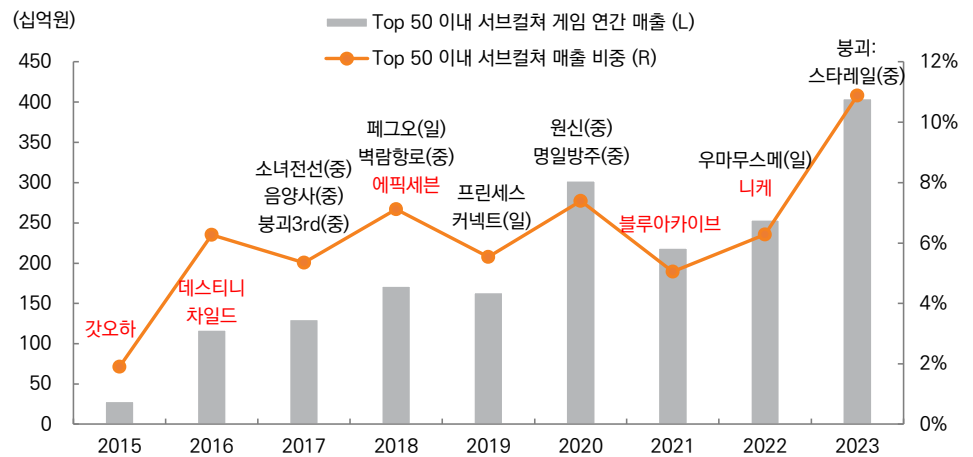
주요 국가별 현황 (국내, 일본, 중국)

국내

MMORPG가 약세를 보이는 것과 달리 서브컬처 게임은 폭발적인 성장세를 보이고 있다. 국내 모바일 게임 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 2%에서 2023년 11%까지 상승했으며 주요 서브컬처 모바일 게임들의 연간 매출액은 4천억원을 돌파한 것으로 추정된다. 2016년 시프트업의 데스티니차일드 출시로 서브컬처 게임 시장이 본격 개화했으며, 2017년부터 소녀전선, 음양사, 붕괴3rd와 같은 중국 서브컬처 게임들이 인기를 끌기 시작했다.

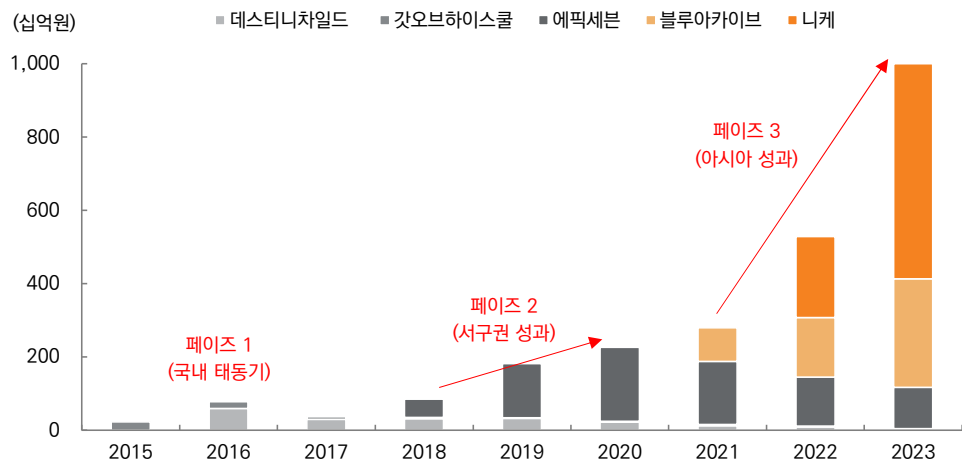
2018~2019년 페이트 그랜드오더, 프린세스 커넥트와 같은 일본 게임이 인기를 끌고 2020년 원신, 명일방주의 인기로 서브컬처 게임 매출액이 급증했다. 2021~2022년에는 국내 게임 블루아카이브와 니케, 일본 서브컬처 대표작 우마무스메 흥행에 성공했다. 2023년에는 붕괴: 스타레일, 2024년에는 명조, 젠레스 존 제로와 같은 중국 게임사들의 서브컬처 게임이 다시금 흥행에 성공하고 있다.

그림 25. 국내 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 26. 국내 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 서브컬처 게임 중 유의미한 성과를 처음으로 낸 작품은 2015년 와이드온라인에서 출시한 갓오브하이스쿨(현재는 원컴즈로 서비스 이관)이었다. 네이버웹툰 인기 IP를 기반으로 제작한 수집형 RPG로 초반 흥행에 성공했다. 글로벌에서도 가능성을 입증하며 K서브컬처를 알리기 시작한 작품은 시프트업의 데스티니차일드다. 2016년 국내, 2017년 일본, 2018년 글로벌 지역으로 확장하며 글로벌에서도 유의미한 흥행 성과를 기록했다.

2018년에 출시된 스마일게이트의 에픽세븐은 글로벌에서 폭발적인 반응을 얻으며 국내 서브컬처 게임 중 최초로 연간 천억원 이상의 매출을 올렸다. 일반적인 서브컬처 게임이 일본, 중국을 비롯한 아시아 국가 매출 비중이 높은 것과 달리 이례적으로 미국을 비롯한 서구권에서의 매출 비중이 더 높았다. 2021년 출시된 블루아카이브와, 2022년 출시된 니케는 서브컬처 최대 시장인 일본에서도 국내 게임사가 통할 수 있음을 입증하고 있다.

표 2. 국내 주요 서브컬처 게임

이름	게임사	출시일	장르	비고
갓 오브 하이스쿨	와이드온라인	15년 5월	턴제 액션 RPG	- 네이버 인기 웹툰 '갓 오브 하이스쿨'을 기반으로 한 게임 - 일본 IP '나의 히어로 아카데미아', '이세계 콰르텟' 등과 콜라보 - 국내 웹툰 '복학왕', '프리드로우' 등과도 콜라보 - 콘텐츠 부족, 낮은 뽑기 확률, 캐릭터 간 밸런스 붕괴라는 평 존재
데스티니 차일드	시프트업	16년 10월	수집형 RPG	- 시프트업 개발, 라인게임즈 퍼블리싱 - 일러스트 수위 이슈로 안드로이드는 성인용, iOS는 청소년용으로 별도 출시 - 17년 11월 일본 출시 이후 일본에서도 준수한 성과 기록 - 23년 9월 서비스 종료
에픽세븐	스마일게이트	18년 8월	수집형, 전략형 RPG	- 스마일게이트 슈퍼크리에이티브 개발, 스마일게이트 퍼블리싱 - 인게임 모션, 애니메이션 컷신 등 비주얼적으로 높은 평가 - 일본 애니메이션 '강철의 연금술사', '전생술' 등 콜라보 진행으로 일매출 급상승 - 21년 신규 캐릭터 출시 이후 밸런스 인플레이션 심화
블루 아카이브	넥슨게임즈	21년 2월	수집형 밀리터리 학원물 RPG	- 넥슨게임즈 개발, 요스타 퍼블리싱 - 0.5주년 단위 페스티벌 및 업데이트 진행 - 삼성전자, GS25, 이디야커피, 현대카드, 맘스터치 등 다양한 브랜드와 콜라보 - 한국 서코, AGF, 일본 코믹마켓, 태국 게임쇼, 대만 G8, 중국 빌리빌리월드 참가
승리의 여신: 니케	시프트업	22년 11월	방치형 미소녀 건슈팅 액션 RPG	- 데스티니차일드를 개발한 시프트업의 22년 11월 신작 - 퍼블리싱은 텐센트 산하의 레벨 인피니트에서 담당 - 23년 2월 일본 IP '체인소맨', 9월 '니어: 오토마타' 콜라보 - 24년 3월 일본 IP '리제로', 8월 '에반게리온' 콜라보

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2023년 국내 TOP50 게임 연간 매출

No.	게임명	퍼블리셔	매출액(십억원)	Top 50내 비중	장르
1	리니지M	NCSOFT	442	11.9%	MMORPG
2	오딘: 발할라 라이징	Kakao	284	7.7%	MMORPG
3	나이트 크로우	WEMADE	237	6.4%	MMORPG
4	리니지W	NCSOFT	189	5.1%	MMORPG
5	리니지2M	NCSOFT	171	4.6%	MMORPG
6	EA SPORTS FC™ Mobile Soccer	Electronic Arts	135	3.6%	캐주얼
7	아키에이지 워	Kakao	134	3.6%	MMORPG
8	원신	miHoYo	112	3.0%	수집형RPG
9	EA SPORTS FC Online M	NEXON	112	3.0%	캐주얼
10	Whiteout Survival	Century Games	104	2.8%	SLG
11	붕괴: 스타레일	miHoYo	92	2.5%	수집형RPG
12	데블M	37GAMES	89	2.4%	MMORPG
13	Roblox	Roblox	86	2.3%	캐주얼
14	나케	Tencent	81	2.2%	수집형RPG
15	세븐나이츠 키우기	Netmarble	74	2.0%	수집형RPG
16	히트2	NEXON	71	1.9%	MMORPG
17	탕탕특공대	HABBY	66	1.8%	캐주얼
18	Royal Match	Dream Games	66	1.8%	캐주얼
19	프라시아 전기	NEXON	63	1.7%	MMORPG
20	블레이드&소울 레볼루션	Netmarble	57	1.5%	MMORPG
21	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	Kakao	54	1.5%	MMORPG
22	Gardenscapes	Playrix	53	1.4%	캐주얼
23	한게임 포커	NHN	48	1.3%	고포류
24	MapleStory M	NEXON	47	1.3%	MMORPG
25	던전앤파이터 모바일	Tencent	45	1.2%	MMORPG
26	Top War: Battle Game	River Game	42	1.1%	SLG
27	픽셀 히어로	EFun	40	1.1%	수집형RPG
28	CookieRun: Kingdom	Devsisters	40	1.1%	캐주얼
29	Rise of Kingdoms	Lilith	38	1.0%	SLG
30	리니지2 레볼루션	Netmarble	36	1.0%	MMORPG
31	우마무스메	CyberAgent	36	1.0%	수집형RPG
32	Age of Origins: Tower Defense	Camel Games	35	0.9%	캐주얼
33	PUBG MOBILE	Tencent	35	0.9%	FPS
34	한게임 섯다&맞고	NHN	34	0.9%	고포류
35	히어로즈 테일즈	37GAMES	34	0.9%	캐주얼
36	Puzzles & Survival	37GAMES	33	0.9%	SLG
37	한게임포커 클래식	NHN	32	0.9%	고포류
38	Candy Crush Saga	Activision Blizzard	31	0.8%	캐주얼
39	TFT 모바일	Tencent	31	0.8%	캐주얼
40	뮤 모나크	WEBZEN	30	0.8%	MMORPG
41	라그나로크M	Bytedance	30	0.8%	MMORPG
42	Brawl Stars	Supercell	29	0.8%	캐주얼
43	Tower of God: New World	Netmarble	29	0.8%	수집형RPG
44	Valor Legends: Remove Screw	Century Games	29	0.8%	캐주얼
45	블루아카이브	Yostar	29	0.8%	수집형RPG
46	Homescapes	Playrix	29	0.8%	캐주얼
47	Eversoul	Kakao	26	0.7%	수집형RPG
48	미르2: 왕의 귀환	SHARK	26	0.7%	MMORPG
49	피망 포커	Neowiz	25	0.7%	고포류
50	KartRider Rush+	NEXON	25	0.7%	캐주얼

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

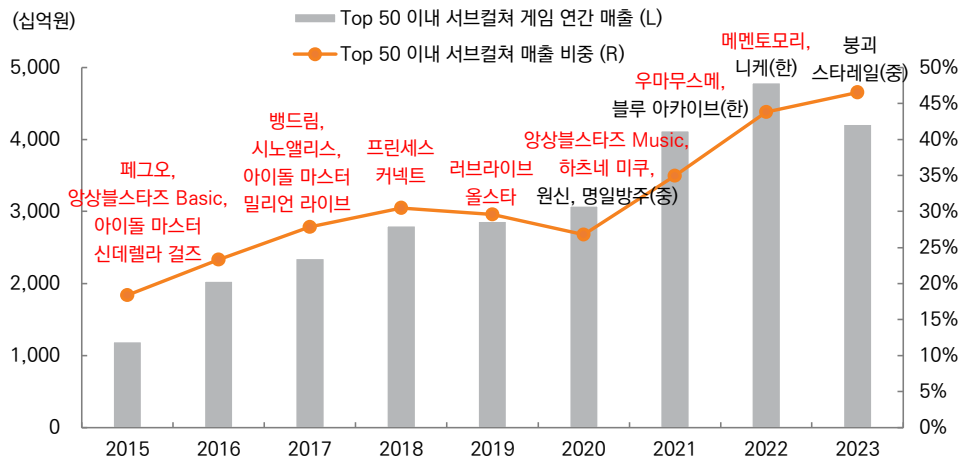
일본

일본은 글로벌 최대 서브컬처 시장이다. 일본 모바일 게임 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 18%에서 2023년 47%까지 상승했으며 주요 서브컬처 모바일 게임들의 연간 매출액은 4조원을 돌파한 것으로 추정된다. 일본 주요 서브컬처 게임들은 크게 1) 미디어믹스가 전개되는 아이돌물, 2) 인기 애니메이션, 만화, 게임 IP 기반 수집형RPG로 구분된다.

전설적인 IP인 아이돌마스터를 비롯한 러브라이브, 앙상블스타즈와 같은 모바일 게임들이 2010년대 중반부터 인기를 끌었으며, 타입문 페이트 세계관을 기반으로 한 페이트 그랜드 오더는 2015년부터 기록적인 글로벌 성과를 이어오고 있다. 다만 중국 게임사들의 폭발적인 성장으로 최근 일본 게임사들의 글로벌 매출 성과는 이전보다 부진하다.

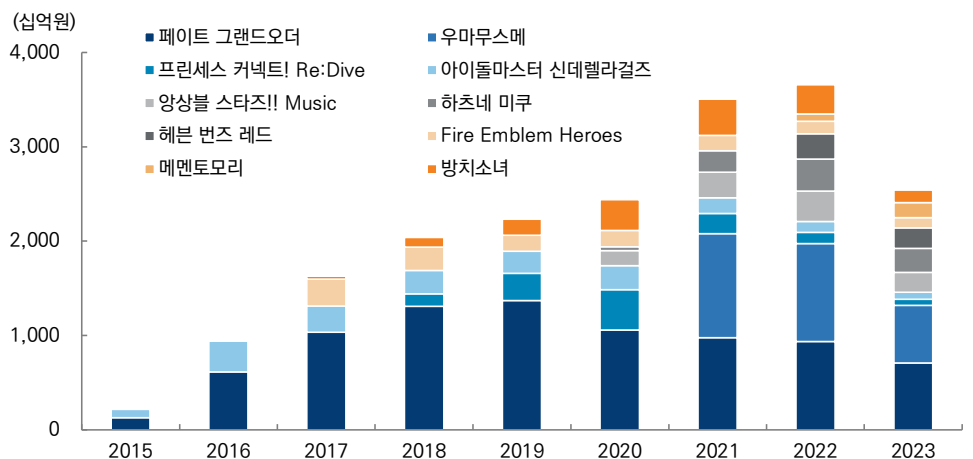
2020년부터는 원신, 명일방주와 같은 중국 게임들이 본격적인 성과를 내기 시작했다. 2021년에는 서브컬처 게임계에 획을 그은 사이게임즈의 우마무스메가 출시된 이후 급격한 시장 성장을 경험한다. 넥슨게임즈의 블루아카이브, 시프트업의 니케와 같은 한국 게임들도 2021년 이후 메인 게임으로 올라서며 일본 내 인기 물이에 성공했다.

그림 27. 일본 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 28. 일본 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 일본 주요 서브컬처 모바일 게임

이름	게임사	출시일	장르	비고
러브라이브! 스쿨아이돌 페스티벌	Klab	13년 4월	리듬 액션 어드벤처	- 최초로 모바일로 출시한 아이돌 리듬게임, 리듬게임의 상용화에 기여 - 21년 일본 서비스와 글로벌 서비스가 통합되며 영어로만 플레이 가능 - 23년 3월 서비스 종료, 후속작 출시
양상블 스타즈!! Basic	해피 엘리먼트	15년 4월	아이돌 육성 시뮬레이션, TCG	- 20년 3월 기존 작품을 리뉴얼하여 재출시 - 기존 프로듀스 기능, 과거 랭킹 복기 등의 연계 기능이 존재 - 지속적인 업데이트로 신규 아이돌 캐릭터 추가, 풍부한 유저 경험 제공
페이트 그랜드오더	라센글	15년 7월	RPG	- 오로지 페이트 세계관 스토리와 캐릭터 메이킹으로 꾸준한 인기 - PVP 모드가 없는 순수 PVE 게임. 경쟁 요소의 배제로 유저 스트레스 낮은 편 - 페이트 시리즈의 타 게임이나 애니메이션의 인지도를 넘을 정도로 선풍적 인기 - 글로벌 서브컬처 게임계에 획을 그은 작품. 10년차에도 여전히 최상위 매출 유지
아이돌마스터 신데렐라 걸즈 (테레스테)	사이게임즈	15년 9월	리듬게임	- 아이돌마스터 시리즈의 전성기를 이끈 게임 - 테레스테 출시를 기점으로 서브컬처 게임의 모바일 출시가 보편화 - 180명이 넘는 아이돌 서사의 정교한 구성, 지속적 업데이트로 유저의 팬심 자극 - 닥신 식품과 디지털, 타 애니메이션 IP, DJ 등과의 콜라보로 IP 다각화
뱅드림! 걸즈 밴드 파티!	부시로드	17년 3월	리듬 게임	- 성우들이 출연하는 라이브 공연 등 다양한 팬 이벤트 실시 - 밴드를 소재로 삼아 기존 아이돌 미디어 믹스에 실증을 느낀 유저층 모객에 성공 - 차별화된 화려한 3D 라이브 연출. 수위도 높지 않아 전 연령층 유입 - 2H21부터 밴드별로 아티스트 타이업 프로젝트 진행
방치소녀	C4게임즈	17년 3월	방치형 수집형 미소녀 RPG	- 전국시대 장수를 모티브로 한 미소녀들과 교감이라는 소재로 기대감을 올림 - 인기 성우 투입, 성인 일러스트, 캐릭터와 게임 문단, 일상 잡담 채팅 기능 도입 - 인기 캐릭터 총선거를 진행하여 유저의 캐릭터에 대한 애정도 증진
아이돌마스터 밀리언라이브! (밀리사타)	반다이남코	17년 6월	아이돌 프로듀스 리듬 게임	- 밀리사타 감사제, 특별방송 등 라이브 이벤트 실시간 스트리밍으로 생동감 상승 - 매년 오프라인 페스티벌 개최, 24년 7주년 공연 및 유저 참여형 페스티벌 개최 - 카페, 가라오케, 세븐 일레븐 한정 브로마이드 등과의 콜라보
프린세스 커넥트! Re: Dive	사이게임즈	18년 2월	애니메이션 RPG	- 16년 서비스 종료한 '프린세스 커넥트' IP를 부활시켜 기존 팬들의 기대감을 높임 - 웹툰, 웹 라디오, 애니메이션, 코믹스 등 다양한 미디어 믹스 영위 - 일본 유명 아이돌 하시모토 칸나와 콜라보, 타 유명 게임 IP와 콜라보
파이어 엠블렘 풍화설월	인텔리전트 시스템즈, 코에이 테크모	19년 7월	택티컬 RPG	- 스위치 유저 상승에 따른 동반 성장세를 보임 - 5주년 기념 디자인 협업으로 가방, 아우터, 시계 등 패션 아이템 출시
러브라이브! 올스타	Klab	19년 9월	체감 육성 어드벤처	- 유저가 스쿨 아이돌을 가까이서 육성하는 과정을 통해 유저와의 상호작용 강조 - 기존의 리듬 액션게임 방식과 다르게 유저만의 라이브를 구성 가능 - 유저들과 개발사 간의 의사소통과 피드백 반영 부재 - 23년 6월 서비스 종료
양상블 스타즈!! Music	해피 엘리먼트	20년 3월	아이돌 육성 시뮬레이션	- 여성향 게임 시장을 개화한 '양상블 스타즈'의 후속작 - 전작 유저들이 기능, 스토리 면에서 쉽게 신작을 플레이할 수 있도록 유도 - 스토리 및 스틸은 리뉴얼된 Basic과 동일, 속성 및 게임 종류가 상이
하츠네 미쿠	컬러풀 팔레트, 크립톤 퓨처	20년 9월	리듬 게임	- 크립톤 퓨처 미디어가 2007년 발매한 아마하의 음성 합성 보컬 소프트웨어 - 캐릭터로도 인기를 끌기 시작하며 리듬 게임으로 만들어지기 시작 - 25년 1월 주인공 '하츠네 미쿠'를 그린 애니메이션 개봉 예정
우마무스메 프리티 더비	사이게임즈	21년 2월	육성 시뮬레이션	- 경주마를 미소녀로 의인화하여 육성하는 스토리로 경마 과정을 섬세하게 구현함 - 0.5주년 단위 온오프라인 이벤트 진행, 2주년 애니플러스 콜라보 카페 개최 - KFC, 실물 카드 게임, 애니메이션 제작 등 다양한 IP로의 확장 - 24년 8월 닌텐도 스위치용 소프트 출시, 예약 접수 랭킹 2위 기록
헤븐즈레드	라이트 플라이어	22년 2월	RPG	- 월간 구독형 프리미엄 서비스 제공 (프리미엄 2,900엔/월, 라이트 600엔/월) - OST의 음악성으로 데일리 1위 호조
메멘토모리	뱅크 오브 이노베이션	22년 10월	방치형 어드벤처 RPG	- 간단한 조작, LIVE 2D 그래픽 배틀 액션, 동양화풍 일러스트로 주목 - 하드코어 MMORPG가 대세였던 당시 시장에 캐주얼 게임으로 승부
학원아이돌마스터 (가쿠마스)	켈리아츠	24년 5월	아이돌 육성 시뮬레이션	- 국내 서브컬처 마니아층의 기대감이 큰 작품 - 고품질의 그래픽으로 아이돌 무대를 시현, 유저 경험 극대화

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2023년 일본 TOP50 게임 연간 매출

No.	게임명	퍼블리셔	매출액(십억원)	Top 50내 비중	장르
1	몬스터 스트라이크	mixi	692	7.7%	캐주얼
2	우마무스메 프리티더비	CyberAgent	559	6.2%	수집형RPG
3	Fate/Grand Order	Sony Corporation	535	5.9%	수집형RPG
4	프로야구 스피리츠A	Konami	466	5.2%	캐주얼
5	Puzzle&Dragons	GungHo Online	367	4.1%	캐주얼
6	드래곤퀘스트 워크	SQUARE ENIX	364	4.0%	캐주얼
7	원신	miHoYo	351	3.9%	수집형RPG
8	니케	Tencent	344	3.8%	수집형RPG
9	Pokémon GO	Niantic	267	2.9%	캐주얼
10	붕괴: 스타레일	miHoYo	249	2.8%	수집형RPG
11	드래곤볼Z	BANDAI NAMCO	229	2.5%	수집형RPG
12	하츠네 미쿠	SEGA	223	2.5%	캐주얼
13	블루아카이브	Yostar	218	2.4%	수집형RPG
14	황야행동	NetEase	212	2.3%	FPS
15	Puzzles & Survival	37GAMES	209	2.3%	캐주얼
16	eFootball™ 2024	Konami	205	2.3%	캐주얼
17	ONE PIECE 바운티 래쉬	BANDAI NAMCO	203	2.2%	캐주얼
18	양상블 스타즈!! Music	Happy Elements	184	2.0%	캐주얼
19	Heaven Burns Red	GREE	183	2.0%	수집형RPG
20	LINE: 디즈니 씬섬	NAVER	157	1.7%	캐주얼
21	메멘토모리	Bank of Innovation	143	1.6%	수집형RPG
22	로맨싱사가 리유니버스	SQUARE ENIX	137	1.5%	수집형RPG
23	방치소녀	C4games	134	1.5%	수집형RPG
24	Royal Match	Dream Games	132	1.5%	캐주얼
25	Gardenscapes	Playrix	130	1.4%	캐주얼
26	노부나가의 야망 패도	KOEI TECMO	123	1.4%	SLG
27	드래곤 퀘스트 전략 RPG	SQUARE ENIX	122	1.4%	캐주얼
28	블루 록 프로젝트	Rudel	117	1.3%	캐주얼
29	명일방주	Yostar	116	1.3%	수집형RPG
30	LINE 보글보글	NAVER	115	1.3%	캐주얼
31	삼국지 전략판	Alibaba	107	1.2%	SLG
32	Homescapes	Playrix	107	1.2%	캐주얼
33	냥코 대전쟁	PONOS	99	1.1%	수집형RPG
34	ONE PIECE 트레저 크루즈	BANDAI NAMCO	92	1.0%	수집형RPG
35	Disney Twisted Wonderland	SONY	92	1.0%	캐주얼
36	요괴워치 푸니푸니	Level-5	90	1.0%	캐주얼
37	픽셀 히어로	EFun	82	0.9%	수집형RPG
38	Age of Origins: Tower Defense	Camel Games	80	0.9%	캐주얼
39	Monster Hunter Now	Niantic	80	0.9%	캐주얼
40	아이돌마스터 신데렐라걸즈	BANDAI NAMCO	77	0.9%	수집형RPG
41	제발 사장님!	Ewan	71	0.8%	캐주얼
42	Fishdom	Playrix	69	0.8%	캐주얼
43	그랑블루 판타지	CyberAgent	67	0.7%	수집형RPG
44	Mafia City	Yotta	67	0.7%	SLG
45	DRAGON BALL LEGENDS	BANDAI NAMCO	66	0.7%	수집형RPG
46	어둠의 실력자가 되고 싶어서!	Aiming	64	0.7%	수집형RPG
47	일일 실내실	37GAMES	64	0.7%	캐주얼
48	Top War: Battle Game	River Game	63	0.7%	SLG
49	일곱개의 대죄	Netmarble	62	0.7%	수집형RPG
50	주술회전	CyberAgent	61	0.7%	수집형RPG

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

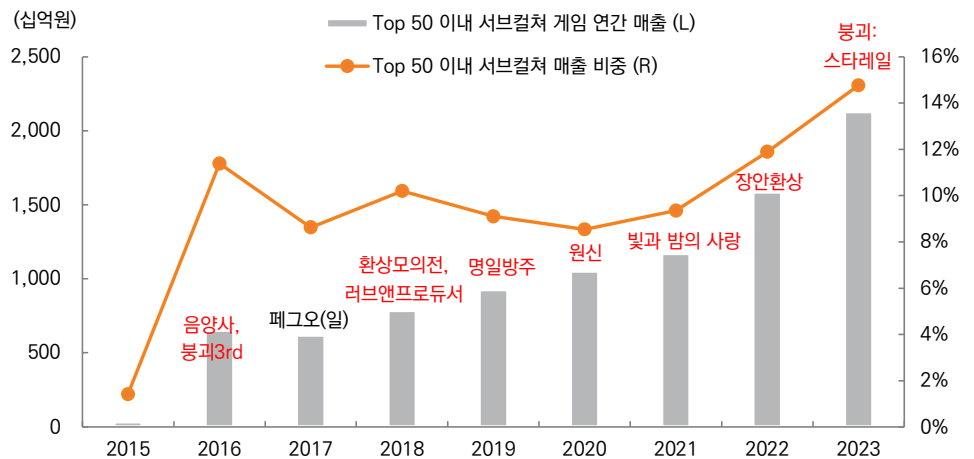
중국

서브컬처 게임은 중국에서도 폭발적인 인기를 끌고 있다. 중국 모바일 게임 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 1%에서 2023년 15%까지 상승했으며 주요 서브컬처 모바일 게임들의 iOS 기준 연간 매출액은 2조원을 돌파한 것으로 추정된다. 비 iOS 플랫폼 매출액도 고려할 시 중국 서브컬처 시장 규모는 머지 않은 시기 일본을 추월할 것으로 보인다.

2016년 음양사, 붕괴3rd, 소녀전선과 같은 작품들이 출시되며 시장이 개화했다. 비 중국 게임으로는 이례적으로 페이트 그랜드오더(일본)가 2017년 흥행에 성공했다. 2019~2020년 명일방주, 원신과 같은大作들이 성장을 견인했고, 2023년에는 붕괴: 스타레일이 대규모 흥행에 성공하며 서브컬처 시장 성장을 가속화하고 있다.

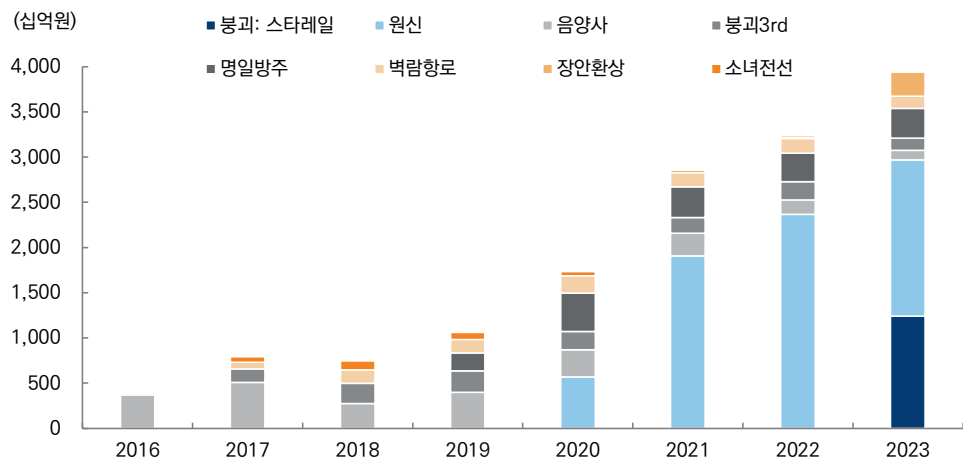
대표적인 중국 서브컬처 게임사로는 호요버스(붕괴3rd, 원신, 붕괴: 스타레일), 히포그리프(명일방주), 페이퍼게임즈(러브앤프로듀서, 러브앤답스페이스), 하오플레이(빛과 밤의 사랑) 등이 존재한다. 호요버스의 경우 붕괴 시리즈와 원신의 연타석 흥행을 통해 글로벌 대형 게임사 반열에 올라섰다.

그림 29. 중국 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. 중국 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 중국 주요 서브컬처 게임

이름	게임사	출시일	장르	비고
화영닌자	텐센트	16년 1월	모바일 액션 RPG	- 일본 인기 IP '나루토' 기반, 애니메이션 재현을 위한 정교한 그래픽에 초점 - 스타 게임 플레이어를 모아 NPL 슈퍼 리그 개최
소녀전선	선본네트워크	16년 5월	턴제 전략, 수집형 RPG	- 유료 뽑기가 없는 가성비 좋은 게임이라는 호평 다수 존재 - 17년 '붕괴 3rd'와 협업. 21년 '톰 클랜시'와 협업 등 다양한 마케팅 진행 - 21년 개발사가 텐센트의 후원을 받는 등의 기대감이 이어짐 - 23년 12월 후속작 '소녀전선2'의 출시로 세계관 확장
음양사	넷이즈	16년 9월	수집형 RPG	- 만화 '음양사'를 원작으로, 일본 만화 콘텐츠와 성우 채용 - '서머너즈 워' 등과 비슷한 전투 조작과 독특한 배경 설정로 주목 - 한, 중, 일본만 아니라 북미 유저들에게도 높이 평가됨
붕괴 3rd	호요버스	16년 10월	ARPG	- 기존 인기작을 넘은 성과는 물론, 스테디셀러로서 입지를 공고히 다짐 - 개발사의 유저 친화적 운영으로 장기 흥행에 기여함 - 20년 3주년 이벤트와 업데이트를 동시에 진행, 신규 캐릭터에 대한 접근성을 높임 - 붕괴 IP의 osmu 사업에 주력, 공식 만화 등 출시
벽람항로	만주게임즈, 용시게임즈	17년 5월	전략 시뮬레이션, 슈팅 게임	- 비교적 쉽게 캐릭터를 획득할 수 있는 과금 정책으로 일본 유저들의 호평 받음 - 24년 7주년 기념 심천, 창사, 상하이에 여류 쿨링 페스티벌 진행
러브앤프로듀서	페이퍼게임즈	17년 12월	연애 육성 시뮬레이션 게임	- 중국 게임계 발렌타인데이의 최강자로, 3일 동안 2,113만 위안의 수익 달성 - 캐릭터의 면도를 할 수 있는 등의 일상적인 연애 경험을 선사, 유저와의 상호작용 강조 - 무형문화유산과 협업, '플라워리듬천주' 한정카드 출시
명일방주	하이퍼그리프	19년 4월	타워 디펜스 RPG	- 중국의 고대 문화를 녹여낸 그래픽과 설정으로 색다른 플레이 경험 제공 - 은행 카드 디자인 협업. 월병 선물 상자 디자인, 협업 운동화 출시로 IP 다각화 시도 - 3D 실시간 전략 오픈월드 RPG '명일방주: 엔드필드' 준비중
원신	호요버스	20년 9월	오픈 월드 액션 어드벤처 RPG	- 지역별로 상이한 마케팅 적용, 21년 한국 출시 당시 글로벌 유일 온라인 쇼케이스 진행 - 21년 1주년 기념 오케스트라 콘서트 개최, 다양한 예술장르와 협업 - 24년 8월 카니발 개최, 다양한 맵 장면 현실화, 10만명 이상의 방문자 기록 - 24년 8월 말 5.0 업데이트(Road to the Sun), 텐센트 QQ 채널과 데이터 연결
빛과 밤의 사랑	텐센트	21년 6월	여성향 연애 시뮬레이션 게임	- 22년 중국 발렌타인데이 기간 매출 연애 시뮬레이션 장르 게임 중 1위 달성 - 22년 발렌타인데이 기간 3일 동안 1,269만 건의 판매량 달성 - '광시'의 문화 관광 홍보 대사로 인기 남성 캐릭터 사용
장안환상	시위네트워크	22년 12월	판타지 캐릭터 어드벤처 배틀 게임	- 1Q23 중국 내 수집형 RPG 점유율을 16%까지 견인하는 등 중국 내 히트 기록 - 24년 8월 '검이 오다' 애니메이션 콜라보하여 IP 다각화
붕괴: 스타레일	호요버스	23년 4월	턴제 RPG, SF, 스페이스 오페라	- 출시 전부터 원신의 제작사가 만든 붕괴 IP의 후속작 타이틀로 기대감을 모음 - 중국 내 4월 모바일게임 서브컬처 매출 2위 기록, 출시 5일만의 쾌거 달성 - 23년 말 순위 급락, 새로운 콘텐츠의 부재로 유저들이 피로감 느낌 - KFC, '페이트 스테이 나이트' 애니메이션 시리즈, 청두관광청 등과 협업으로 IP 다각화
리버스 1999	블루포치	23년 5월	레트로 미스터리 전략 턴제 RPG	- 글로벌 시장 출시 후 3위 기록, 국내외 시장 초기 흥행 입증 - 아방가르드 스타일, 독자적인 시간 여행 소재, 정교한 그래픽을 통한 몰입도 증가
러브앤답스페이스	페이퍼게임즈	24년 1월	연애 육성 시뮬레이션 게임	- 여성향 게임이라는 장르적 특성을 통해 다수의 여성 유저 유치 - 중국체육총국과 협업하여 중국-프랑스 수교 기념 중국 스포츠 문화 전시회 참가 - 무형문화재 수국과 연계 '허니하트' 컬렉션 출시
명조: 워더링 웨이브	쿠로게임즈	24년 5월	오픈월드 액션 RPG	- 24년 6월 한국 유튜브 광고 기준 점유율 1위 기록 - 달콤커피, 맘스터치 등 현지 브랜드와 협업 - 오프라인 프로모션 행사 '웰컴 투 핑조랜드' 진행
젠레스 존 제로	호요버스	24년 7월	어반 판타지 로그라이트 ARPG	- 정교한 그래픽, 전투 시스템의 영향력, 작전의 깊이를 통한 흥행 견인 - 방어 동작에 화면이 흔들리는 설정으로 유저에게 정확한 전투 경험 제공 - 스위치 기능으로 다양한 캐릭터 활용, 기존 수집형 ARPG의 한계 극복

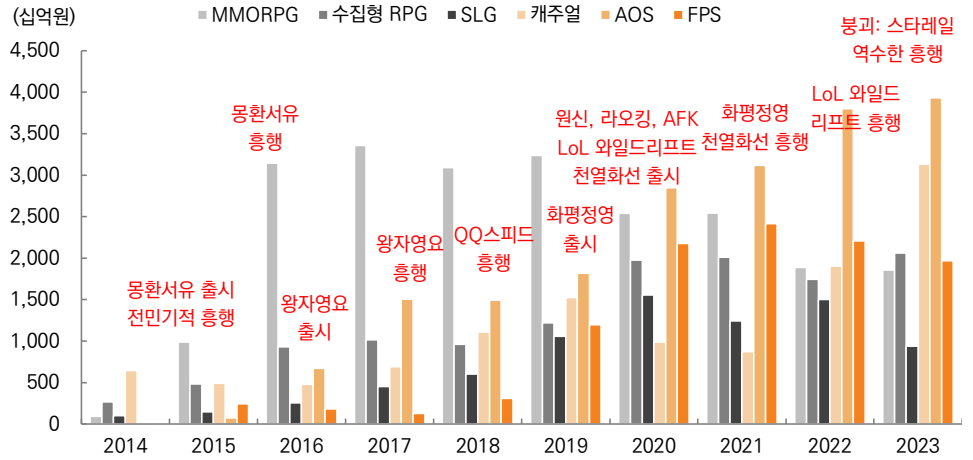
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 23년 중국 iOS 매출 Top 50 연간 매출

순위	이름	퍼블리셔	매출액(십억원)	TOP 50내 비중	장르
1	왕자영요	Tencent 腾讯	3,441	23.8%	AOS
2	화평정영	Tencent 腾讯	1,491	10.3%	FPS
3	원신	miHoYo 米哈游	809	5.6%	수집형 RPG
4	역수한	NetEase 网易	673	4.7%	MMORPG
5	붕괴: 스타레일	miHoYo 米哈游	544	3.8%	수집형 RPG
6	삼국지전략판	Alibaba 阿里巴巴	537	3.7%	SLG
7	몽환서유	NetEase 网易	496	3.4%	MMORPG
8	LoL와일드리프트	Tencent 腾讯	492	3.4%	AOS
9	에기파티	NetEase 网易	491	3.4%	캐주얼
10	TFT 모바일	Tencent 腾讯	448	3.1%	캐주얼
11	남시왕배틀	TUYOO 途游	390	2.7%	캐주얼
12	천열화선	Tencent 腾讯	307	2.1%	FPS
13	장안환상	诗悦网络	277	1.9%	수집형 RPG
14	나루토	Tencent 腾讯	206	1.4%	수집형 RPG
15	Fish Kingdoms	Hortor	185	1.3%	캐주얼
16	CoA	Bytedance 字节跳动	178	1.2%	MMORPG
17	QQ스피드	Tencent 腾讯	167	1.2%	캐주얼
18	JJ도우디주	JJWorld 竞技世界	166	1.1%	캐주얼
19	Anipop	Happy Elements 乐元素	157	1.1%	캐주얼
20	메이플스토리M	NEXON Company	141	1.0%	MMORPG
21	솔토지빈	NetEase 网易	139	1.0%	SLG
22	도유휴한포어	TUYOO 途游	137	1.0%	고포류
23	메탈슬러그	Tencent 腾讯	131	0.9%	캐주얼
24	환당지	Duoyi 多益网络	129	0.9%	MMORPG
25	명일방주	Yostar 悠星网络	127	0.9%	수집형 RPG
26	지침사천마작	365you	125	0.9%	고포류
27	포어대가	游族盛世科技(北京)有限公司	113	0.8%	고포류
28	전봉극속	NetEase 网易	111	0.8%	캐주얼
29	QQ댄스	Tencent 腾讯	106	0.7%	캐주얼
30	음악사	NetEase 网易	96	0.7%	수집형 RPG
31	삼국지 전기판	Alibaba 阿里巴巴	95	0.7%	SLG
32	콜 오브 듀티	Activision Blizzard	92	0.6%	FPS
33	Top War: Battle Game	River Game HK	91	0.6%	SLG
34	삼국지	杭州游卡网络技术有限公司	91	0.6%	캐주얼
35	스트리트볼 올스타	NetEase 网易	90	0.6%	캐주얼
36	환락두지주	Tencent 腾讯	89	0.6%	고포류
37	원시정도	Giant Network 巨人网络	88	0.6%	MMORPG
38	EA SPORTS Mobile Soccer	Electronic Arts	88	0.6%	캐주얼
39	문도	Leiting 雷霆网络	87	0.6%	캐주얼
40	일념소요	Leiting 雷霆网络	86	0.6%	MMORPG
41	초능세계	BINGCHUAN NETWORK	81	0.6%	캐주얼
42	암구돌위	Tencent 腾讯	79	0.5%	FPS
43	도유두지주	TUYOO 途游	77	0.5%	고포류
44	클래시오브클랜	Supercell	75	0.5%	SLG
45	신석기시대	上海鹿游网络科技有限公司	74	0.5%	캐주얼
46	탕탕특공대	HABBY 海彼	72	0.5%	캐주얼
47	빛과 밤의 사랑	Tencent 腾讯	70	0.5%	캐주얼
48	대화서유	NetEase 网易	67	0.5%	MMORPG
49	이성량지명	祖龙游戏	65	0.4%	캐주얼
50	eFootball™ 2024	Konami	62	0.4%	캐주얼

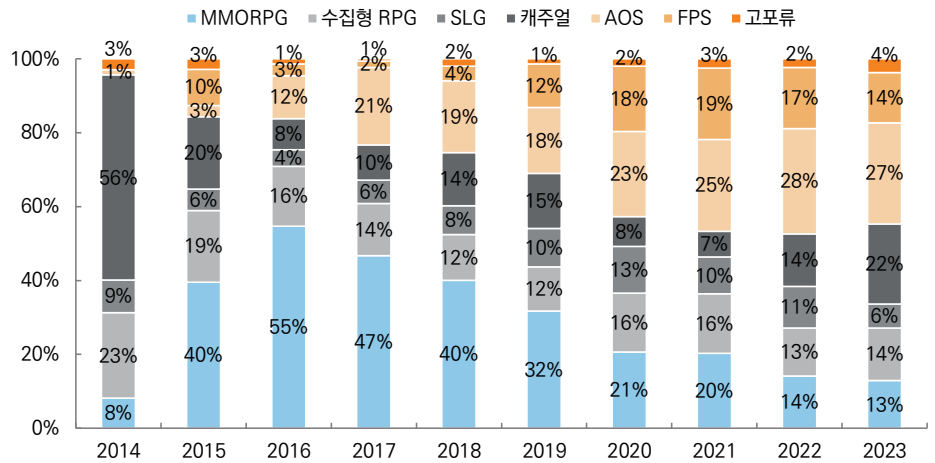
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 31. 14~23년 중국 iOS 매출 Top50 게임 장르별 연간 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 32. 14~23년 중국 iOS 매출 Top50 게임 장르별 매출 비중



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

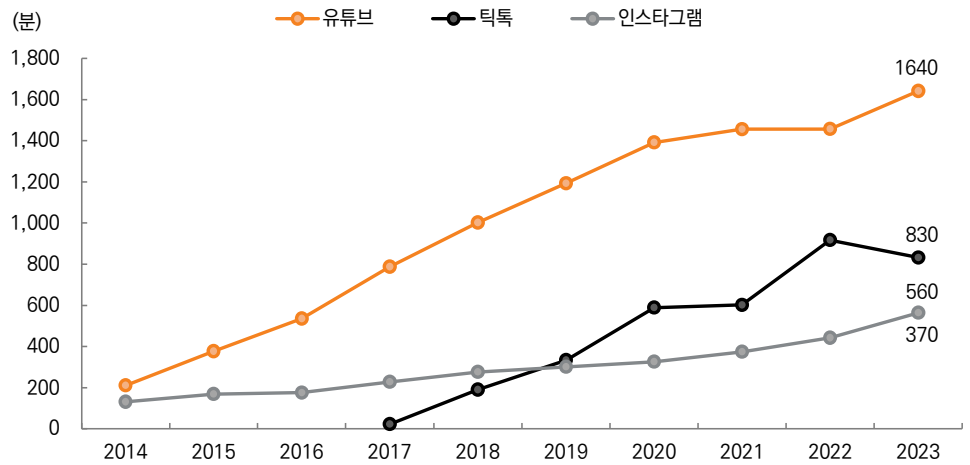
숏폼에 중독된 현대인의 뇌에 부합하는 장르

숏폼에 절여지고 있는 현대인

미드코어, 하드코어 게임 체류시간이 감소하는 것과 달리 영상 플랫폼 체류시간은 끝없이 상승 중이다. 국내 유튜브 유저의 월평균 체류시간은 2014년 200분에서 2023년 1,600분 수준까지 상승했다. 숏폼 콘텐츠 출시 이후 영상 플랫폼들의 체류시간이 급상승 중이다. 숏폼은 자극적인 콘텐츠를 빠르고 반복적으로 볼 수 있다 보니 롱폼 대비 중독성이 높다.

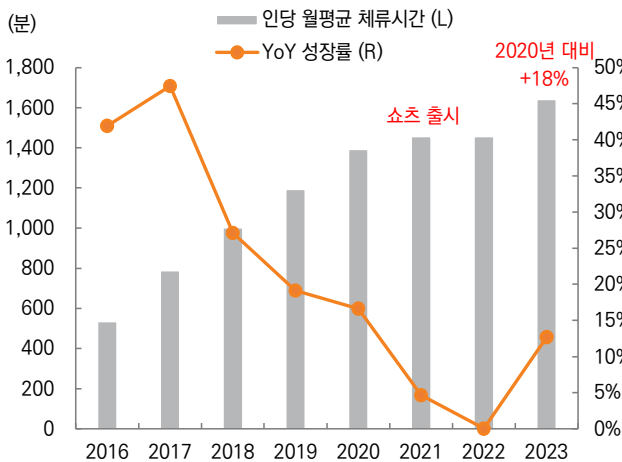
국내 유튜브 인당 월평균 체류시간은 쇼츠 정식 출시 이전인 2020년 대비 18% 증가했다. 체류시간 성장세가 둔화되고 있던 인스타그램은 2021년 릴스 출시 이후 급격한 체류시간 상승을 경험했다. 국내 인스타그램 인당 월평균 체류시간은 2020년 대비 73% 증가했다. 숏폼 특화 플랫폼인 틱톡 체류시간은 동기간 41% 증가했다.

그림 33. 국내 주요 영상 플랫폼 월평균 체류시간 추이



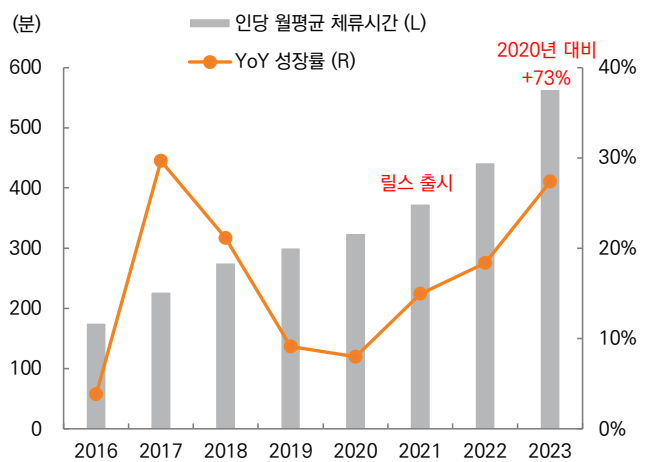
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 유튜브 인당 월평균 체류시간 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 인스타 인당 월평균 체류시간 추이



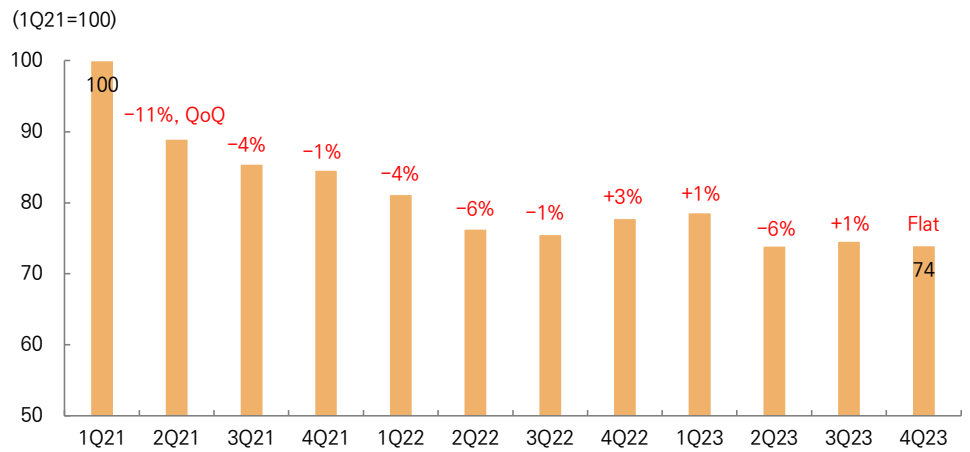
자료: 미래에셋증권 리서치센터

비 스포츠 콘텐츠 플랫폼에서의 체류시간 감소

현대인의 눈과 뇌는 피로하다. 정확한 조사 결과는 없으나 어느 때보다 높아진 스마트폰 보급률과 끝없이 상승 중인 영상 플랫폼 이용시간을 고려 시 현 인류는 역사상 눈을 가장 혹사하고 있는 세대일 것이다. 필자만 하더라도 스포츠 시청이 일상화된 이후에는 퇴근 이후 새로운 기기로 게임을 접속하는 것에 대한 신체적 거부감이 높아진 것을 체감 중이다.

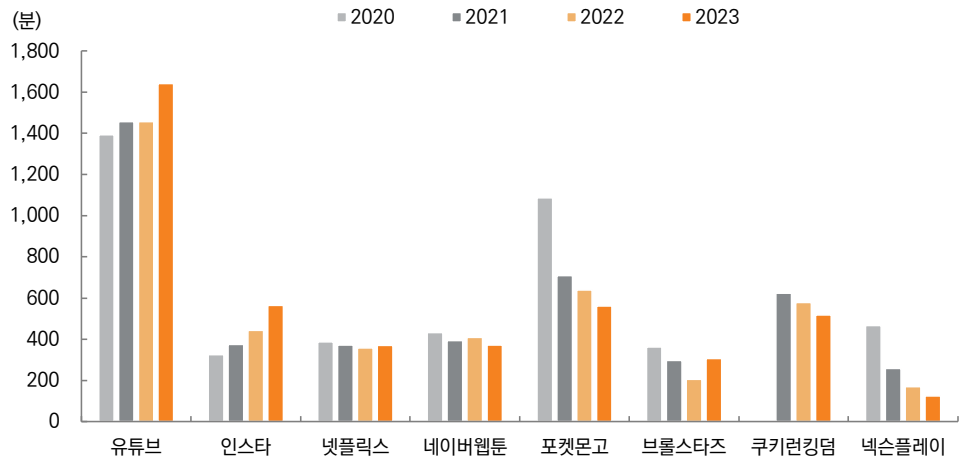
글로벌 게임 시장 조사기관 Newzoo에 따르면 PC, 콘솔 유저 수는 매년 꾸준한 증가를 기록하고 있지만 평균 이용 시간 자체는 꾸준한 감소세에 있다. 23년 4분기 유저 1인당 평균 PC, 콘솔 이용시간은 21년 1분기 대비 26% 감소했다. 국내의 경우 스포츠 콘텐츠가 메인이 된 유튜브, 인스타를 제외한 대부분의 콘텐츠 플랫폼이 이용시간 감소를 겪고 있다. 비단 게임뿐만 아니라 웹툰, OTT 플랫폼도 이용시간 감소세가 뚜렷하다.

그림 36. 유저 1인당 분기 평균 PC, Xbox, PlayStation 이용시간 추이



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 국내 주요 콘텐츠 앱 인당 월평균 체류시간 추이(2020년~2023년)



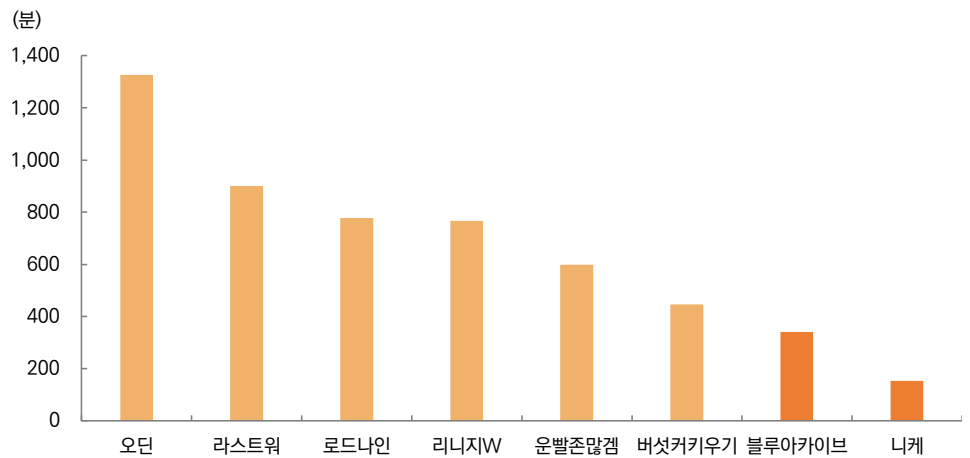
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

방치형 게임과 서브컬처의 공합은 최상

방치형 게임은 눈과 뇌가 피로한 현대인에게 안성맞춤인 게임 장르로 볼 수 있다. 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는 데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 오딘을 누르고 국내 상반기 매출 순위 3위에 오른 버섯커키우기가 대표적이다. 8월 국내 매출 4위에 오른 AFK: 새로운 여정도 방치형 게임이며 매출 순위 상위권에서 방치형 게임을 찾는 일이 더 이상 어렵지 않다.

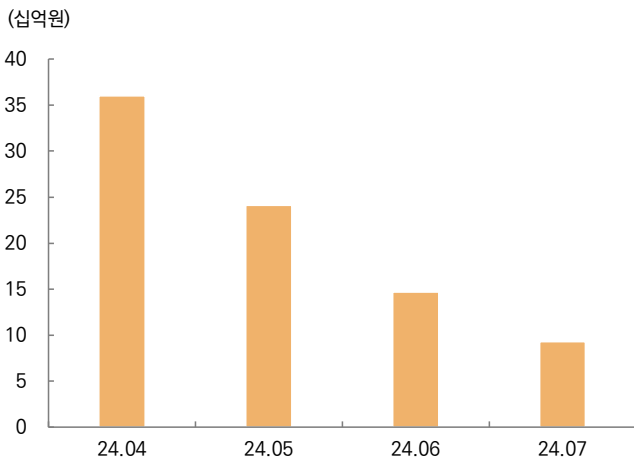
서브컬처 장르는 일반 방치형 게임이 가진 단점인 1) 생각보다 많이 필요한 접속 빈도에서 오는 귀찮음, 2) 경쟁에서 오는 과금 피로도, 3) 빠른 콘텐츠 소진에 따른 급격한 매출 하락을 보완해주는 점에서 공합이 좋다. 유저간 경쟁이 아닌 스토리 진행이 메인 콘텐츠이기 때문에 과도한 파워 인플레이 없이 잘 운영해나가기만 한다면 라이프사이클을 길게 가져갈 수 있다. 유저 입장에서는 하루에 한 번만 플레이해도 문제가 없으며 경쟁이 주 목적이 아니기에 과금 수준도 높지 않다. 즉, 분재 관리하듯이 게임을 즐길 수 있다.

그림 38. 국내 주요 게임 1인당 월평균 체류시간 비교



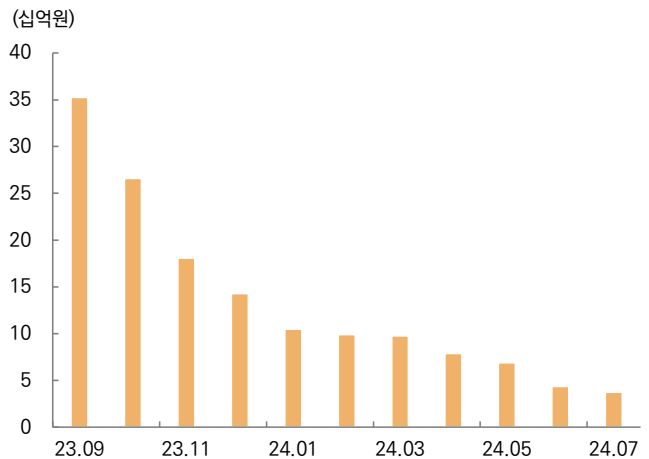
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. AFK: 새로운 여정 월매출 추이(서구권 선 출시)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 40. 세븐나이츠 키우기 월매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

K-서브컬처 게임의 약진과 가능성

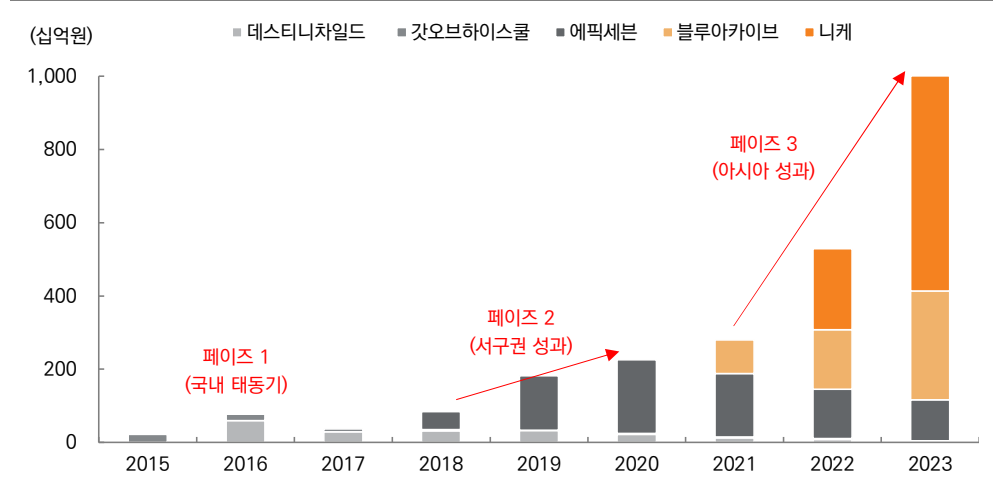
글로벌에서 증명되고 있는 흥행

K-서브컬처 게임의 역사는 크게 3개의 페이즈로 구분할 수 있다. 페이즈 1은 국내 매출이 대부분이었던 2015~2017년이다. 인기 웹툰 IP를 기반으로 한 갓오브하이스쿨과 신규 IP로 시프트업에서 만든 데스티니차일드가 대표 작품들이다.

페이즈 2는 2018~2020년으로 글로벌에서 K-서브컬처 게임이 가능성이 존재함을 보여준 시기다. 2018년에 출시된 스마일게이트의 에픽세븐은 글로벌에서 폭발적인 반응을 얻으며 연간 천억원 이상의 매출을 기록했다. 특히 아시아 지역이 아닌 미국을 비롯한 서구권에서의 매출 비중이 더 높은 특징을 보여주었다.

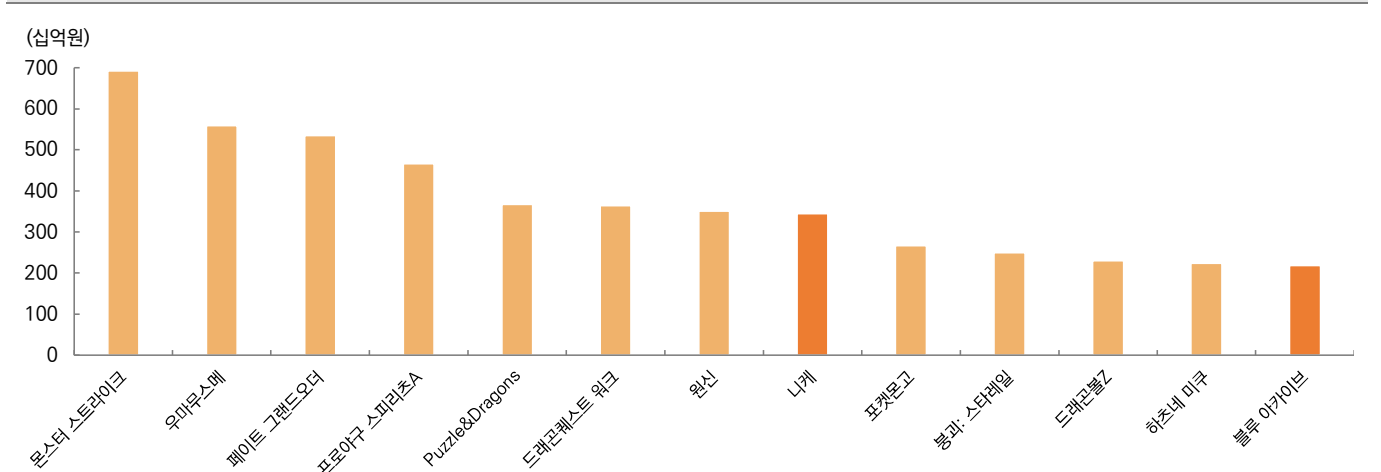
페이즈 3은 2021년 이후 시기로 서브컬처 본고장 일본에서도 K-서브컬처 게임이 통함을 증명하고 있는 단계다. 시프트업의 니케와 넥슨게임즈의 블루아카이브는 작년 일본 모바일 게임 연간 매출액 기준 8위와 13위를 기록했다. 특히 니케는 23년 글로벌 모바일 게임 중 25위에 해당하는 매출액을 기록했으며 이는 서브컬처 게임에서는 5위에 해당하는 성과다.

그림 41. 국내 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 42. 2023년 일본 모바일 게임 Top 13 매출액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

세계관과 스토리에서 차별화를 보여줄 수 있을 것

K-서브컬처 게임의 지속적인 성장을 위해서는 쏟아지고 있는 중국 서브컬처 게임과의 경쟁에서 살아남아야 하며 더 나아가서는 중국 본토에서의 흥행에 성공할 필요가 있다. 호요버스 등 중국 대형 게임사에서 천문학적인 개발비를 투여해 만드는 오픈월드 장르에서의 직접적인 경쟁은 어려우나 스토리 중심형 RPG에서는 잠재력이 있다는 판단이다.

중국 서브컬처 게임이 갖는 약점은 스토리에 존재한다. 중국에서 게임, 소설 등 콘텐츠 출판 허가를 받는 데 있어서 가장 중요한 부분은 사회주의 가치관에 위배되지 않는가 여부에 있다. 때문에 사회 현실을 세밀하게 묘사하거나 인간 주체의 세력 간 대립이 주 내용인 책, 만화, 게임은 거의 출판되지 않는다.

사상에 대한 규제 부분은 중국 게임들이 자국 기존 IP를 가지고 만든 게임이 상대적으로 적은 이유기도 하다. 새로운 IP를 창조한 중국 게임들이 대부분 포스트 아포칼립스 세계관을 따라가는 것은 규제 이슈에서 벗어나고자 하는 부분도 크다. 원신의 초반 흥행에 있어 세계관, 스토리에 대한 부분보다는 게임의 기술적인 완성도가 주요한 역할을 했다. 게임이 흥행하고 나서 세계관의 보강과 확장이 이루어지면서 흥행을 끌고 가고 있는 케이스다.

그림 43. 아포칼립스 세계관을 가진 소녀전선

그림 44. 아포칼립스 세계관을 가진 명일방주



자료: 소녀전선, 미래에셋증권 리서치센터

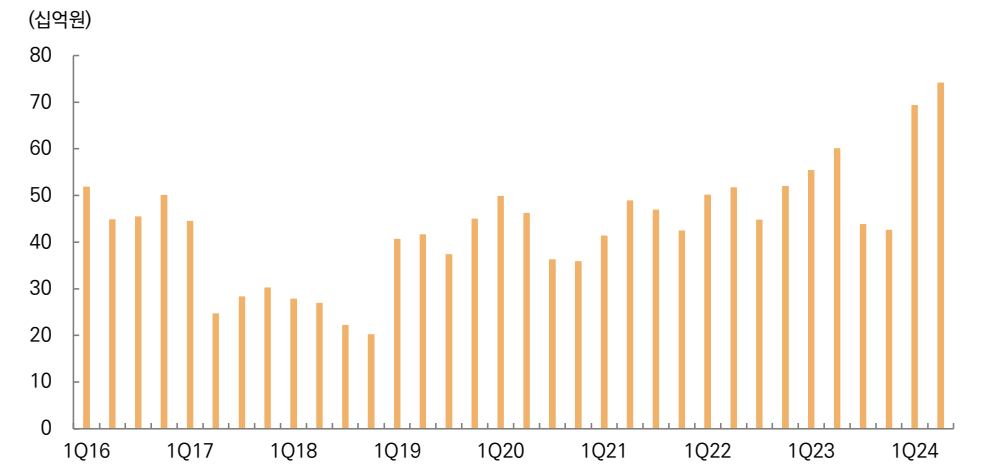
자료: 명일방주, 미래에셋증권 리서치센터

한국 게임사가 가질 수 있는 장점은 국내 웹툰/웹소설 IP

글로벌에서 흥행한 국내 웹툰/웹소설 IP 기반 게임의 중국 잠재력도 충분하다는 판단이다. 중국에서 흥행에 성공한 서브컬처 게임들의 대부분이 중국 게임사가 신규 IP로 만든 게임인 것은 사실이나 글로벌 인기 IP 기반 게임들도 돌풍을 일으킨 것을 고려할 필요가 있다.

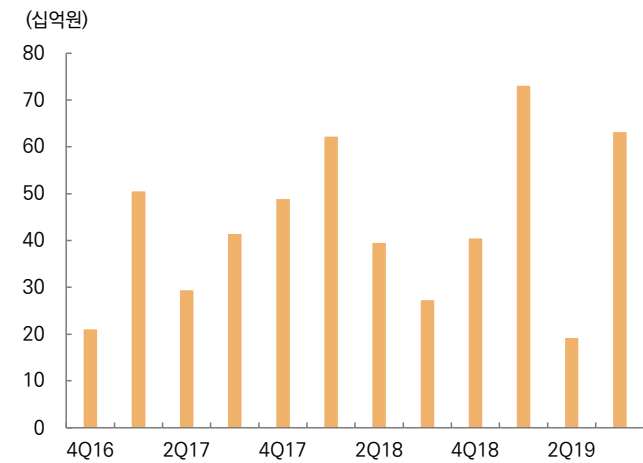
글로벌 인지도가 높은 일본 만화 IP 나루토를 기반으로 만든 수집형 RPG 화영닌자의 경우 출시 8년이 넘었음에도 매출이 신고점을 경신하는 저력을 보여주고 있다. 여전히 매출 순위 10~15위권을 유지하고 있다. 글로벌에서 인지도가 높은 페이트 IP를 기반으로 한 페이트 그랜드오더도 2016년 중국 출시 이후 3년간 최상위권 매출을 유지한 바 있다.

그림 45. 화영닌자 중국 iOS 매출 추이



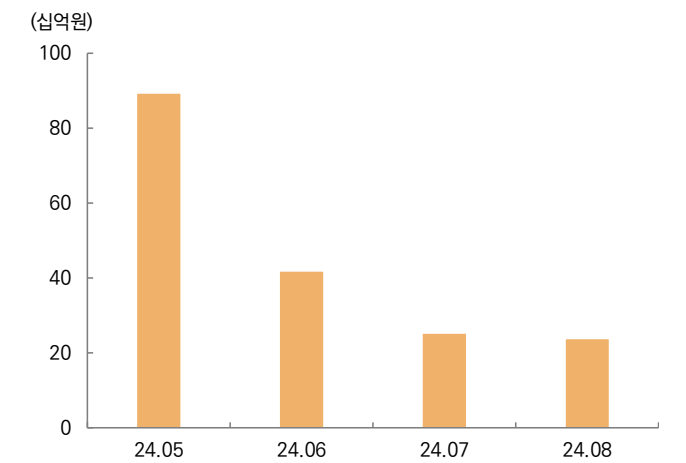
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 페이트 그랜드오더 중국 iOS 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 나혼렘 글로벌 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

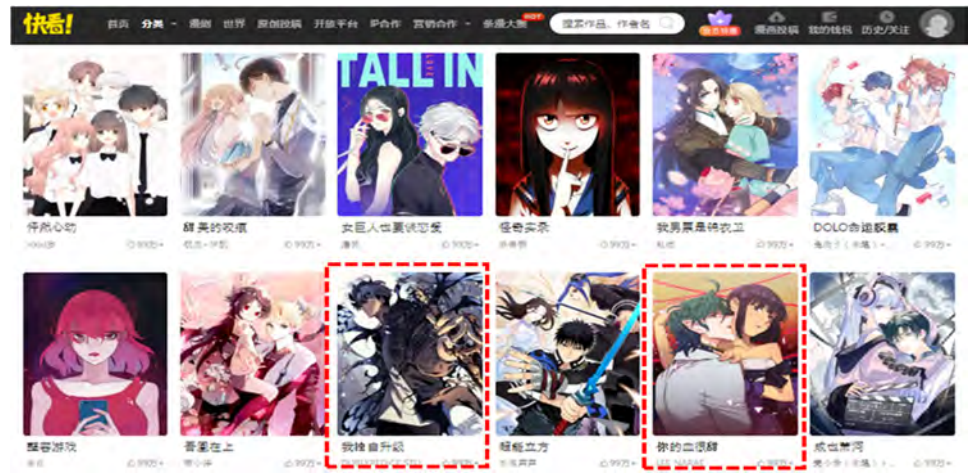
글로벌에서 흥행을 성공한 동시에 중국에서도 인기가 있는 IP 신작의 중국 흥행 가능성이 높다는 판단이다. 중국 인기 만화 플랫폼 빌리빌리 만화의 경우 인기 순위에서 국내 웹툰을 찾는 것이 어렵지 않으며, 완결작 인기 1위는 나훈렙이 차지하고 있다. 귀멸의 칼날, 나루토의 인기를 능가한다. iOS 월간 다운로드 수가 50만건이 넘는 중국 1위 웹툰 플랫폼 콰이칸 인기 순위 상단에도 국내 웹툰들이 다수 포진하고 있다. 게임으로도 글로벌에서 성과를 이미 입증한 나훈렙과 같은 작품의 중국에서의 추가 성과도 기대되는 이유다.

그림 48. 빌리빌리 만화 완결작 인기 순위: 나 훈자만 레벨업 1위



자료: 빌리빌리만화, 미래에셋증권 리서치센터

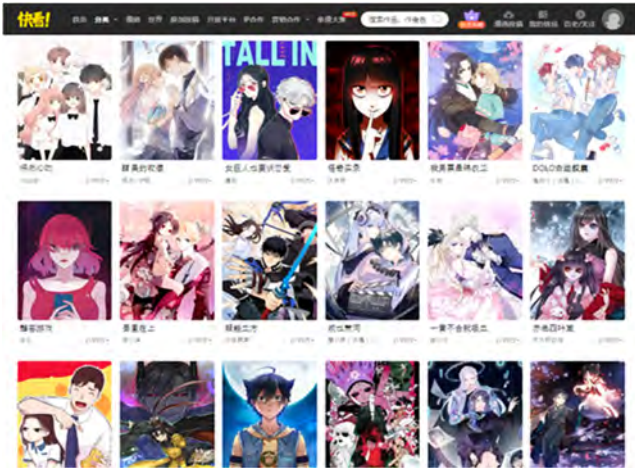
그림 49. 콰이칸 기다리면 무료 인기 순위



자료: 콰이칸, 미래에셋증권 리서치센터

중국의 자국 인기작 대부분은 초인들이 주인공인 무협, 선협물이거나 일반 로맨스물에 해당한다. 액션물이라 해도 주인공이 혼자 급속도로 강해지는 먼치킨형 작품이 많다. 주인공이 강해지며 흑막들을 부수는 단순 전개가 많고 동반 성장하는 주변 캐릭터나 주인공과 깊은 서사를 형성한 빌런은 찾기 힘들다. 이는 글로벌에서 흥행하는 한국 웹툰은 많아도 중국 웹툰은 거의 없는 이유기도 하다. 그리고 이러한 세계관은 과금을 유도할 다수의 캐릭터들이 필요한 게임 쪽 세계관과는 거리가 멀다.

그림 50. 콰이칸 중국 작품 기다리면 무료 인기 순위



자료: 콰이칸, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 빌리빌리 만화 중국 작품 인기 순위



자료: 빌리빌리 만화, 미래에셋증권 리서치센터

중국 게임사가 한국 웹툰 IP를 가져가 제작하는 경우도 배제할 수는 없지만 그 가능성은 낮다고 판단한다. 중국 게임사 입장에서는 판호의 불확실성이 존재하기에 외산 콘텐츠를 활용한 게임 개발에 착수하기 쉽지 않다. 반면 국내 게임사의 경우 흥행 IP를 기반으로 글로벌을 타겟팅해 출시하고, 이후 판호 획득이라는 운까지 따라주면 중국에도 출시하는 방식을 택할 수 있다.

또한 히트 IP 원작자 입장에서도 사전 및 사후 소통이 원활한 자국 게임사와의 협력을 메인으로 고려하게 된다. 게임으로의 확장도 좋지만 스토리에 과도한 변경이 들어갈 경우 메인 IP에 대한 손상이 불가피하기 때문이다. 글로벌 흥행에 성공한 수많은 일본 만화, 라이트노벨 IP들이 일본 게임사 외 타국 게임사와의 협력 케이스가 거의 없는 이유기도 하다.

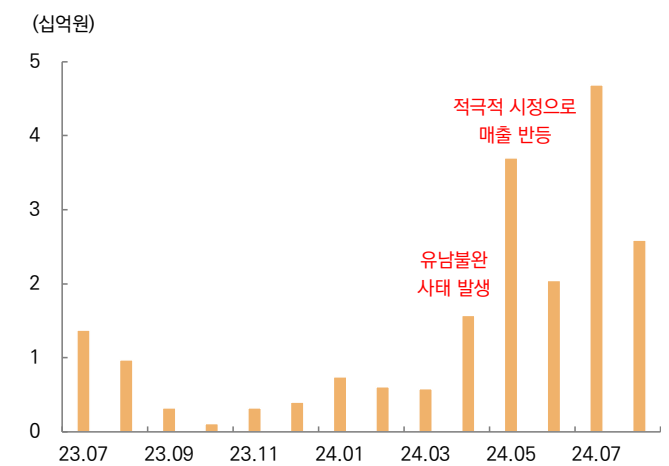
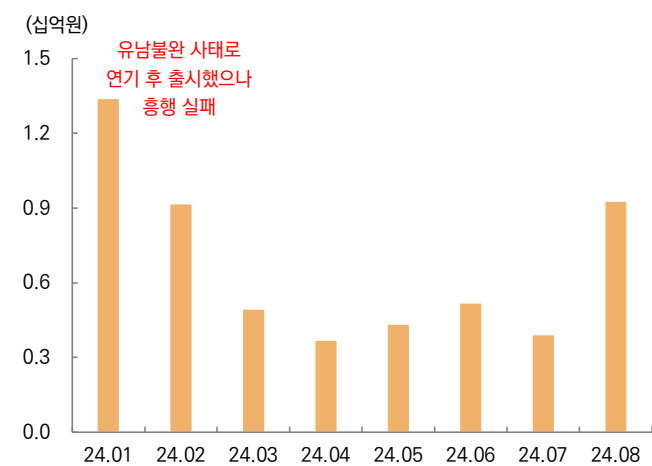
중국 유남불완(有男不玩)에서 보이는 기회

상반기 중국 서브컬처 게임 업계의 가장 큰 화두는 유남불완(有男不玩)이다. '남자가 있으면 플레이하지 않는다'는 의미다. 여성 캐릭터와 남성 캐릭터(NPC도 포함) 사이의 애정 전선 또는 로맨틱한 상호작용이 나타나면서 남성 유저들의 분노가 쌓였고, 서브컬처 게임 내 남성 캐릭터가 존재하는 경우 해당 게임에 대한 불매로 이어지게 된 경우다. 페이트, 원신과 같이 방대하고 정교한 세계관을 기반으로 인기를 끌고 있는 게임들에 대해서는 불만이 덜 하나 일반 남성향 메인 타겟 서브컬처 게임들의 경우에는 첨예한 갈등 요소가 되고 있다.

소녀전선 2의 경우 전작의 인기를 이어받을 기대작으로 평가되었으나 출시 전 베타테스트에서 유남불완 사태가 터졌고 이를 수정하여 출시했으나 조롱과 함께 흥행에 실패했다. 스노우 브레이크의 경우 유남불완 사태에 대한 대응으로 지난 4월 남성 캐릭터를 모두 여성으로 교체하고, 연령 제한을 상향시키는 등의 적극적인 조치를 취하였다. 이러한 조치로 여론이 반전되어 매출이 오히려 역주행하는 효과를 누리고 있기도 하다.

그림 52. 소녀전선 2 중국 iOS 월매출 추이

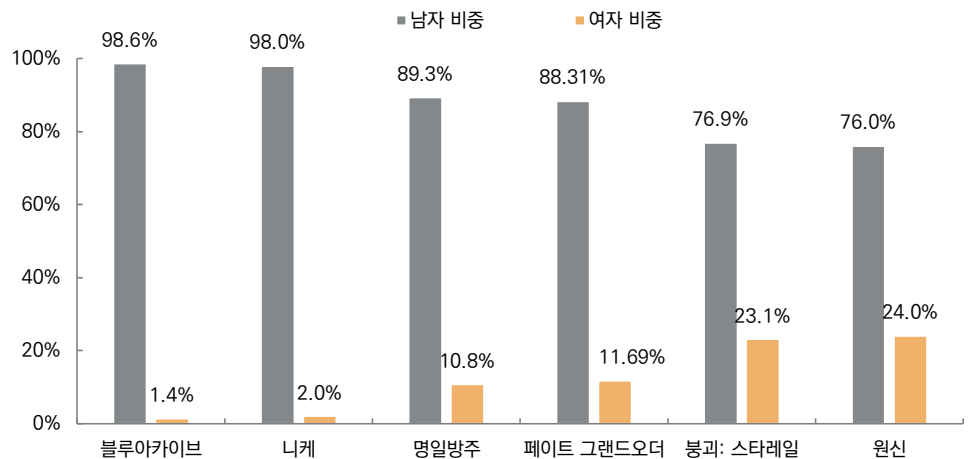
그림 53. 스노우 브레이크 중국 iOS 월매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 54. 주요 서브컬처 게임 국내 유저 성비 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

중국 게임계에서 당분간 지속될 것으로 보이는 유남불완 논쟁에서 국내 게임사는 상대적으로 자유롭다. 글로벌 흥행에 성공하고 있는 시프트업의 니케와 넥슨게임즈의 블루아카이브는 애시당초 남성 캐릭터가 존재하지 않으며, 철저한 남성향 게임으로 타겟팅이 된 경우다. 철저한 남성향 게임인 니케가 중국에 출시될 경우 스노우 브레이크가 매출 역주행을 보여준 것처럼 유남불완 지지자들의 각광을 받으며 흥행을 할 가능성도 있다는 판단이다.

국내 게임업계는 2016년 이후 오랜기간 페미니즘 논란에 흥역을 알아왔지만 2023년 발생한 집게 손가락 논란을 끝으로 젠더 갈등을 일으키는 무리들이 대다수 퇴치되었다. 남성은 남성향 게임을 하고, 여성은 여성향 게임을 하는 원원하는 시장이 되고 있다. 니케, 블루아카이브의 스킨 업데이트를 보고 있다면 유남불완 논쟁에서는 완전히 '안전하다'라는 느낌을 받을 수 있다. 젠더주의, PC주의를 표방한 게임들의 말로는 글로벌 흥행 실패라는 참담한 결과로 이미 나타나고 있다.

표 8. 중국 유남불완 운동 사례

게임	게임사	발생시기	내용
소녀전선 2: 망명	선본 네트워크	23년 12월	<ul style="list-style-type: none"> - 총을 여성 의인화한 IP로 전작 '소녀전선'의 흥행으로 기대감을 모음 - 베타테스트에서 인기 캐릭터 '다이엔'과 남성 캐릭터 '레이몬드' 사이 과도한 상호작용 비판 - 테러리스트 레이몬드의 마음을 다이엔의 노래로 녹인다는 설정에 불만 - 90분 동안 레이몬드에게 고유한 이름을 붙여 50번이나 부른 점은 사랑 서사가 있다는 판단 가능 - 유저와 여성 캐릭터 사이 서약 시스템이 존재하는 소녀전선 IP 특성상 유저는 기만당했다는 반응 - 이러한 반응으로 소녀전선 2 출시 연기, 레이몬드가 여성 캐릭터로 교체되어 정식 출시 - 그러나 출시 이후에도 레이몬드 부인이라 불리며 다이엔에게 주홍글씨 새겨짐 - 다이엔 캐릭터 인기 하락으로 소녀전선 2 매출 부진, 평판 실추
아주르 프로말리아	만주게임즈	24년 3월	<ul style="list-style-type: none"> - 트레일러 및 키비주얼에 여성 캐릭터들만 등장하여 남성향 게임 팬들의 기대감을 모음 - 그러나 공식계정에는 주인공의 성별을 남성으로 설정 가능하다 발표하여 유저 불만 발생 - 이후 만주게임즈는 여성 캐릭터만 등장할 것이라며 논란 일축 - 베타테스트 전 거센 여론만으로 주요 설정이 바뀐 케이스
스노우 브레이크: 포비든 존	어메이징 시선게임즈	24년 4월	<ul style="list-style-type: none"> - 유남불완의 영향으로 남성 캐릭터들을 모두 여성으로 교체, 일러스트, 대사 전부 교체. 연령제한 상향 - 해당 조치로 전례 없던 매출 상승과 역주행을 기록 - 개발사는 해당 조치에 반감을 드러낸 성우 소속사와 계약을 파기하며 유남불완 주도층에게 호응 획득
블루 아카이브	넥슨게임즈	24년 4월	<ul style="list-style-type: none"> - '작혼'과의 콜라보 당시 호감도 및 계약 시스템 도입, 블루아카이브 자체 IP 문제는 아님 - 해당 시스템으로 캐릭터들이 작혼 유저들과 인연 및 계약을 맺는 것이 가능해짐 - 이에 중국 유남불완 주도층이 넥슨에 콜라보 철회를 촉구하는 시위태력을 보냄

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 소녀전선 2 레이몬드 교체



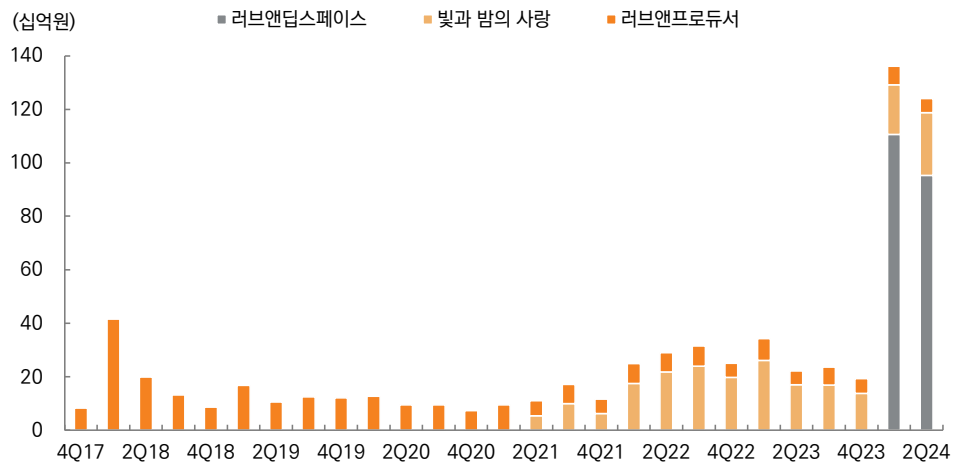
자료: 빌리빌리, 미래에셋증권 리서치센터

커져가는 여성향 작품 인기와 가능성

남성향 일색이었던 서브컬처 시장에서 여성향 게임도 두각을 나타내고 있다. 페이퍼게임즈에서 2017년 12월에 출시 러브앤프로듀서가 중국에서의 여성향 게임 시장을 개화시켰고, 2021년 6월 하오플레이에서 출시한 빛과 밤의 사랑이 이용자층 확대에 성공했으며, 2024년 1월 인폴드게임즈에서 출시한 러브앤딤스페이스는 남성향 서브컬처 대작에 밀리지 않는 매출을 보이고 있다. 러브앤딤스페이스는 올해 1~8월 중국 iOS 누적 매출액 13위를 기록했다. iOS 일매출만 10억 수준인 것을 고려하면 전체 매출은 리니지M 이상으로 추정된다.

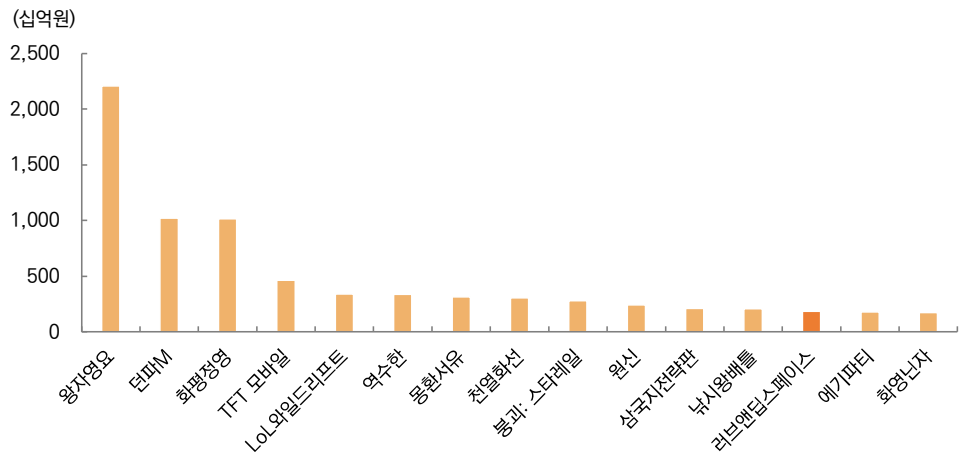
중국을 중심으로 폭발적으로 성장하는 여성향 게임 시장에서 국내사의 잠재력도 있다는 판단이다. 빌리빌리만화, 콰이칸 등 중국 주요 만화 플랫폼 내 여성향 장르에서 메인을 차지하고 있는 작품들은 국내 작품들이다. 나훈렘과 같이 글로벌 인지도를 갖춘 판타지 웹툰 IP를 기반으로 한 수집형RPG가 인기몰이를 성공했듯, 인기 여성향 웹툰 IP를 기반으로 한 연애시뮬레이션 게임의 중국을 비롯한 글로벌 확장 잠재력도 충분하다는 판단이다.

그림 56. 중국 주요 여성향 게임 분기 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 57. 중국 1~8월 iOS 누적 매출 Top 15



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 9. 중국 주요 여성향 게임

게임	게임사	출시 시기	게임내용
러브앤프로듀서	페이퍼게임즈	17년 12월	<ul style="list-style-type: none"> - 여성향 게임 시장이 개화할 때의 출시된 히트작. 출시 1개월 접속자 수 700만명 기록 - 출시 초기 게임 스타일은 유저와 4명의 남자 캐릭터 간의 순수한 사랑을 묘사 - 캐릭터와 문자와 전화, SNS를 하는 기능을 통해 유대감 강화 - 눈이 오면 게임 배경 도시에도 눈이 오는 설정, 시티뉴스 등 연애 현실감을 높이는 요소 도입 - 초기 유저 이탈률이 높아지자 출시 4년차 캐릭터의 노출 수위를 높인 자극적 장면 연출
빛과 밤의 사랑	하오플레이	21년 6월	<ul style="list-style-type: none"> - 성인 연령제한으로 출시한 초능력물 여성향 게임으로 높은 수위의 콘텐츠 다수 존재 - 22년 발렌타인데이에 출시한 이벤트 중 메인 카드는 오픈 후 3일 만에 4300만개 판매 - 남성 캐릭터는 초능력자, 유저의 캐릭터는 평범한 디자이너로 설정 - 다른 여성향 게임들에서 히로인은 남성 캐릭터보다 상대적으로 약하게 표현되곤 함 - 이를 위해 과도하게 말을 더듬거나 상황 대처 능력을 부족하게 묘사하곤 했음 - 빛과 밤의 사랑은 히로인의 깔끔한 옷차림, 얼굴을 절반 보여주는 등의 설정으로 몰입감 향상 - 히로인은 디자이너로서 성장하는 테스크를 통해 승진. 새로운 옷과 메이크업 등으로 캐릭터 꾸미기 가능 - 상대적으로 플레이 레벨 상승을 위해 전화, 문자 등 연애 요소의 강제성이 낮음
러브앤답스페이스	인폴드게임즈	24년 1월	<ul style="list-style-type: none"> - 3D 실시간 렌더링으로 입체감 있는 그림체, 360도 돌아가며 캐릭터를 터치할 수 있는 시스템 도입 - 연애 현실감 증진시킨 작품. 히로인의 외모 커스터마이징 가능 - 근미래 판타지를 배경으로 1인칭 시점 데이트, 몰입형 보이스 스토리 - 인형 뽑기, 스티커 사진 촬영 등 상호작용 강화 요소 다수 도입 - 게임 내 전투 시스템을 도입, 3명의 남성 캐릭터와 함께 전투 진행 - 연애 시뮬레이션과 성장형 전투 콘텐츠를 병행하는 전례없는 조합으로 색다른 시너지 선사 - 남성향 게임에 비해 여성향 게임은 퀄리티가 떨어진다는 인식을 바꿈

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 빛과 밤의 사랑



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 러브앤답스페이스



자료: 러브앤답스페이스, 미래에셋증권 리서치센터

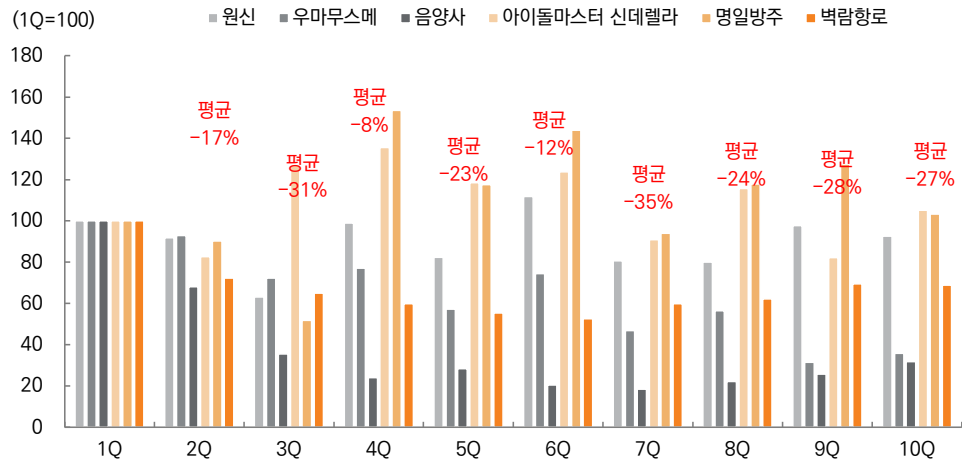
III. 서브컬처 장르의 매력은 IP의 영속성

안정적이면서 장기적인 라이프사이클

서브컬처 게임들은 흥행 궤도에 오르기만 한다면 안정적이고 장기적인 라이프사이클을 가져가는 특징이 있다. 매출이 초기에 집중되는 MMORPG나 콘솔 게임 등과는 확연히 다른 모습을 보인다. 서브컬처 장르 게임들은 초기 진입 유저들을 충성 고객으로 서서히 만들면서 ARPPU는 상대적으로 낮더라도 장기적인 매출 흐름을 발생시키는 데 중점을 둔다.

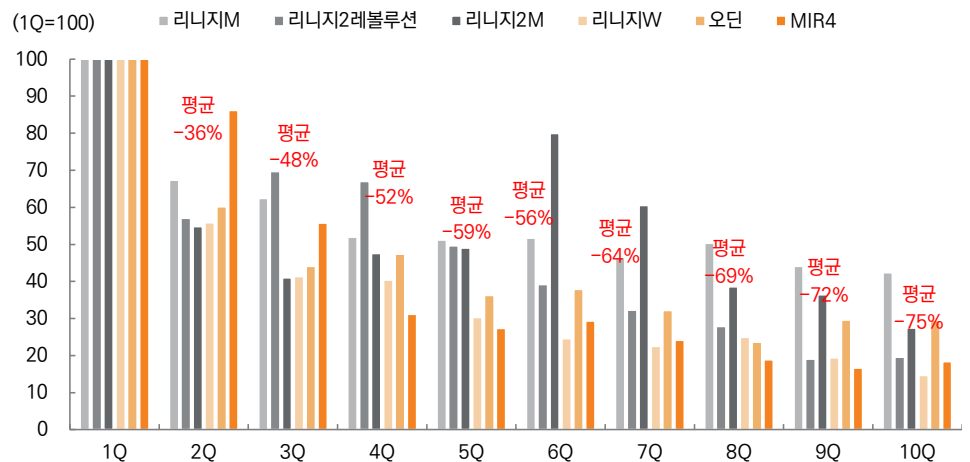
1) 과도한 과금을 유도하지 않고, 2) 게임 내 캐릭터 파워 인플레이를 심각하게 발생시키지 않으면서, 3) 꾸준히 메인 스토리를 업데이트 해나가는 경우 서브컬처 유저들은 꾸준한 과금을 하면서 게임에 대한 애정을 키워나간다. 운영을 안정적으로 하는 글로벌 최상위권 서브컬처 게임들의 매출 하향세가 거의 발생하지 않는 이유기도 하다.

그림 60. 주요 서브컬처 게임 출시 후 분기 매출 증감 비교 (온기 반영 첫 분기=100)



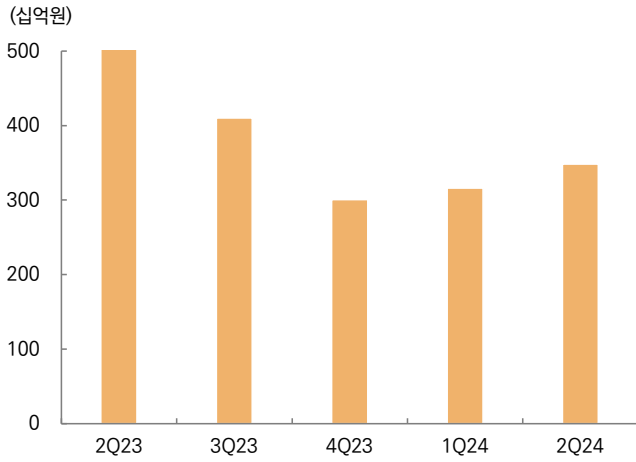
자료: 센서타워 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 61. 주요 MMORPG 출시 후 분기 매출 증감 비교 (온기 반영 첫 분기=100)



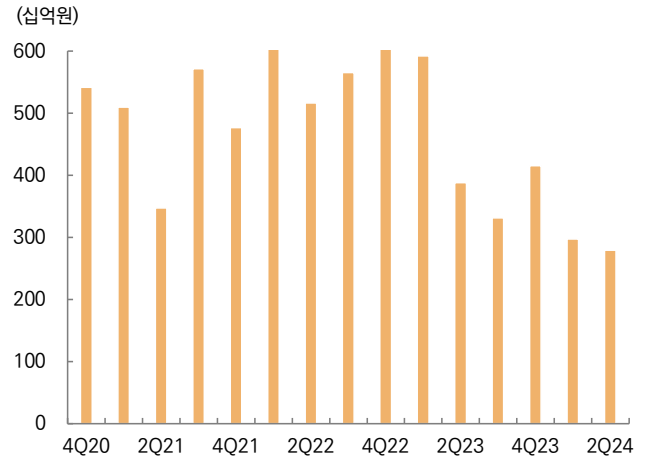
자료: 센서타워 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 62. 붕괴: 스타레일 분기 매출



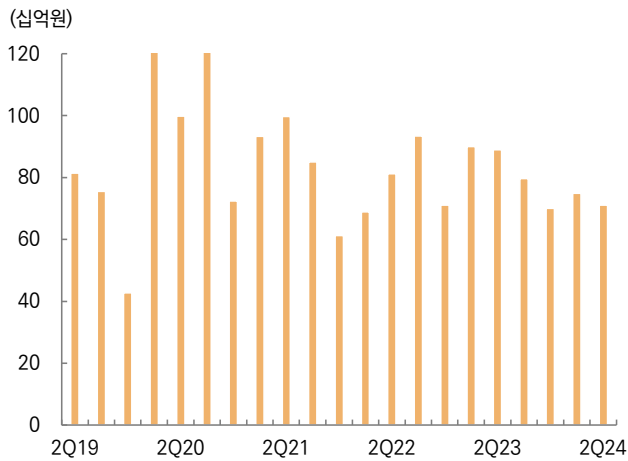
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 63. 원신 분기 매출



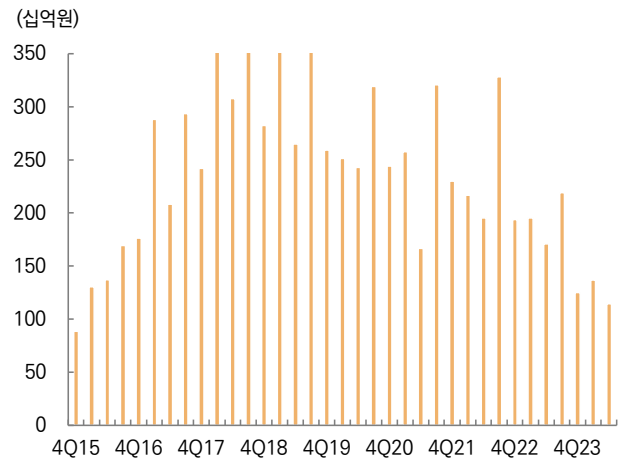
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 64. 명일방주 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 65. 페이트 그랜드오더 분기 매출

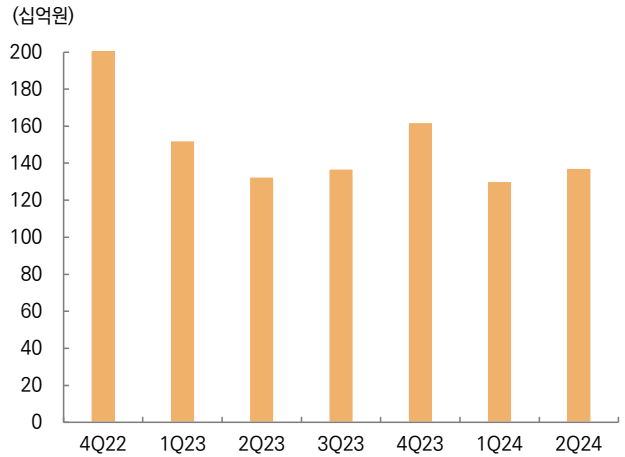
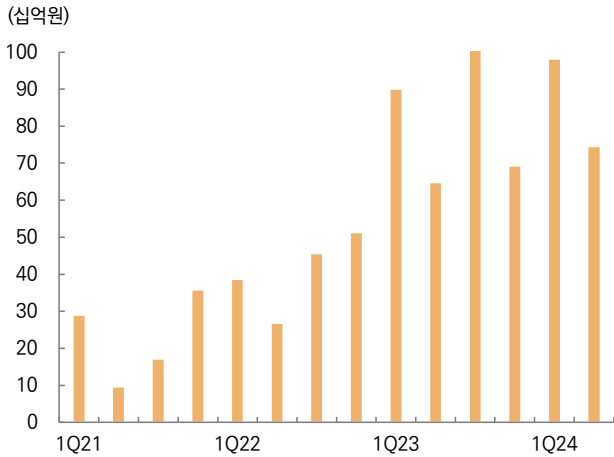


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

유저들의 서브컬처 게임을 즐기는 주 목적이 유저 간 경쟁이 아닌 스토리를 미는 데 있다는 점도 안정적인 라이프사이클을 가능하게 만드는 부분이다. 매력적이고 방대한 세계관으로 IP에 대한 팬층이 이미 두텁게 구축된 경우 신규 스토리를 보기 위한 목적만으로도 플레이를 하는 유저가 많다. 페이트 세계관을 기반으로 한 페이트 그랜드오더는 출시 10년차에도 인기가 꺾이지 않고 있다. 또한 유저 간 경쟁이 메인이 아니라는 것은 신규 유저의 유입이 쉽다는 의미기도 하다. 블루아카이브, 니케는 여전히 유저 수 신고점을 갱신하고 있다.

그림 66. 블루아카이브 분기 매출

그림 67. 니케 분기 매출



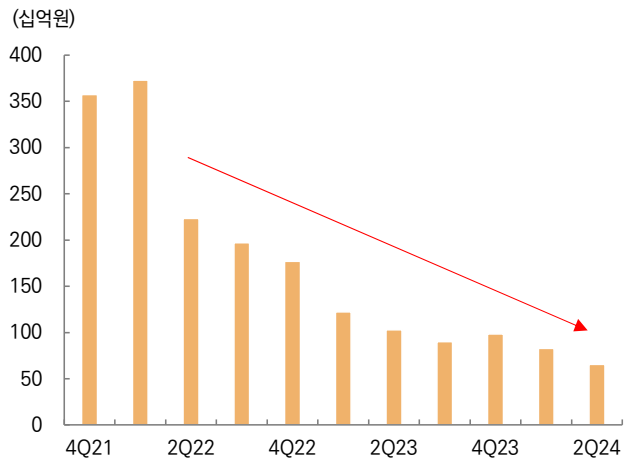
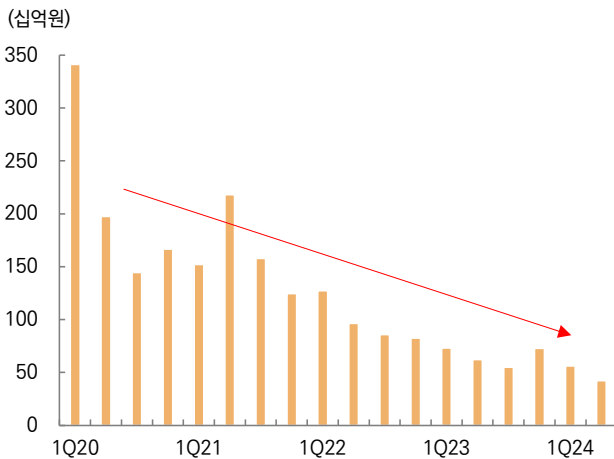
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

이러한 특징들로 서브컬처 게임은 국내에서 주류를 차지하고 있는 모바일 MMORPG 대비 안정적인 라이프사이클을 보여주고 있다. 모바일 MMORPG의 경우 매출 하향세가 타 장르 게임들보다도 훨씬 가파르는데 이는 초기 과금 수준에 따라 유저 간의 격차가 크게 벌어지기 때문이다. PvP가 메인 콘텐츠가 되면 될 수록 유저들의 초기 이탈률은 높아질 수밖에 없다. 리니지M을 제외한 국내 주요 게임사의 모든 MMORPG 매출은 끊임없는 우하향 곡선을 그려왔으며 3년 이상 안정적인 매출을 유지한 케이스도 전무하다.

그림 68. 엔씨소프트 리니지2M 분기 매출

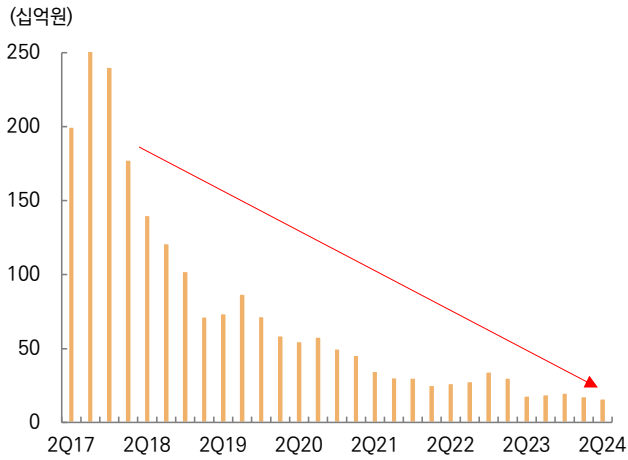
그림 69. 엔씨소프트 리니지W 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

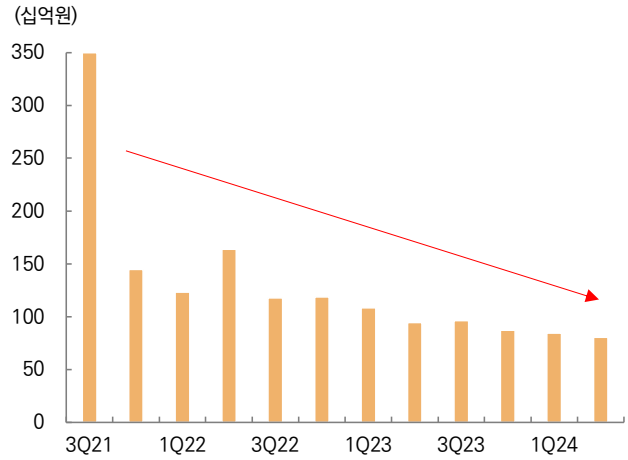
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 70. 넷마블 리니지2레볼루션 분기 매출



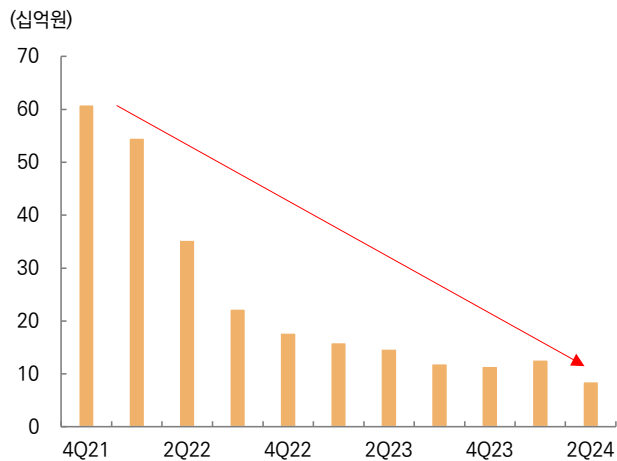
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 71. 카카오게임즈 오딘 분기 매출



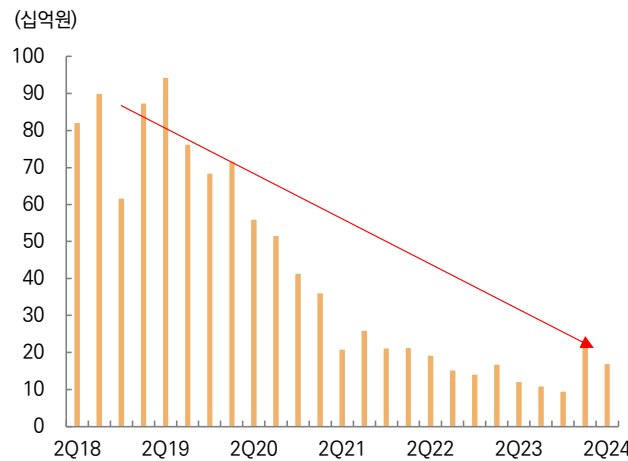
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 72. 위메이드 미르4 글로벌 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 73. 펠어비스 검은사막M 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

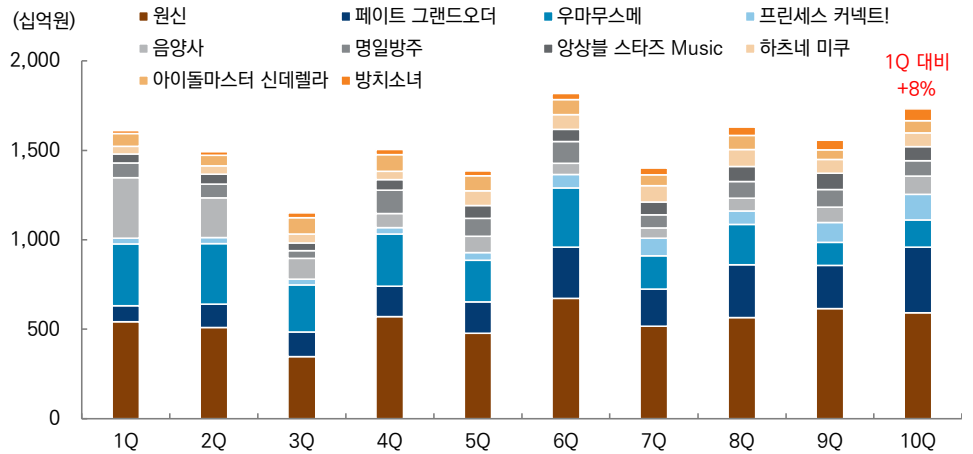
표 10. 글로벌 주요 서브컬처 20종 출시 10분기 매출 추이(1Q는 온기 첫 분기)

(십억원)

	1Q	2Q	3Q	4Q	5Q	6Q	7Q	8Q	9Q	10Q	Vs. 1Q
원신	542	510	348	572	477	671	516	566	615	592	9%
페이트 그랜드오더	89	131	137	169	176	288	208	294	242	367	314%
우마무스메	346	338	264	291	231	331	186	227	128	151	-56%
프린세스 커넥트! Re: Dive	32	33	31	35	44	74	98	74	112	143	342%
음양사	338	223	116	79	90	63	58	72	84	103	-70%
명일방주	81	76	43	131	100	121	72	93	100	85	5%
양상블 스타즈!! Music	51	56	43	59	72	68	73	84	91	80	57%
하츠네 미쿠	42	46	52	47	82	82	90	94	76	77	83%
아이돌마스터 신데렐라걸즈	71	59	91	93	84	85	62	79	54	68	-5%
방치소녀	16	21	26	28	26	35	36	47	52	65	312%
붕괴3rd	16	23	30	32	65	52	56	56	57	63	298%
블루아카이브	29	10	17	36	38	28	50	46	93	58	100%
Fire Emblem Heroes	100	63	63	60	69	69	65	48	51	45	-55%
벽람항로	58	41	37	36	33	31	37	39	43	44	-24%
밴드립! 걸즈밴드파티	35	33	33	54	45	52	40	53	38	43	20%
에픽세븐	36	37	40	31	40	40	60	57	45	39	9%
화영닌자	52	45	46	50	45	25	29	30	28	27	-48%
양상블 스타즈!! Basic	10	20	25	31	32	34	32	21	19	24	142%
아이돌마스터 밀리언라이브!	21	21	26	30	29	27	20	24	33	19	-8%
빛과 밤의 사랑	5	10	6	17	22	24	20	26	17	17	216%
합산	1,971	1,796	1,474	1,881	1,801	2,200	1,808	2,031	1,978	2,108	7%

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 74. 글로벌 주요 서브컬처 10종 출시 10분기 합산 매출 추이(1Q는 온기 첫 분기)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

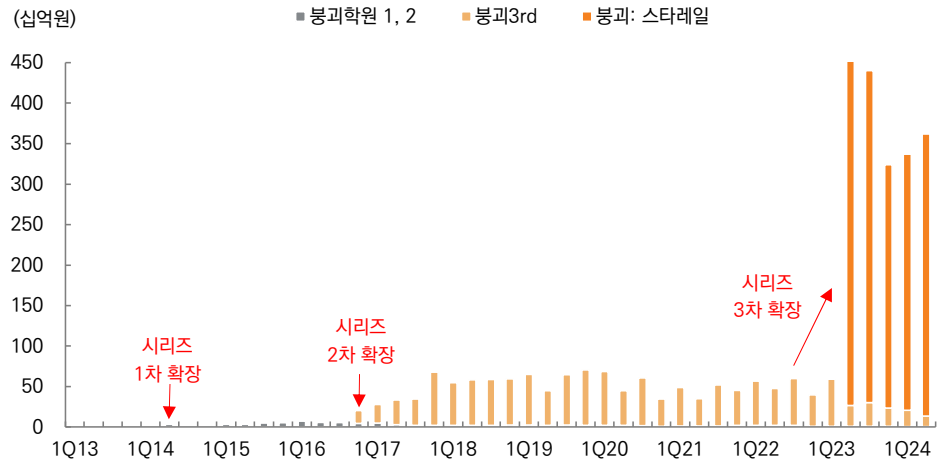
스토리의 연속성과 높은 Hit Ratio

호요버스 붕괴 IP를 보자

서브컬처는 다른 어떤 장르보다 스토리의 중요도가 높은 편이다. 1) IP가 존재하는 작품 기반 서브컬처 게임은 해당 IP에 대한 친숙한 기억 또는 애정을 가진 사람들을 끌어들이며 흥행을 지속해 나가고(타입문 IP의 페이트 그랜드오더가 대표적), 2) IP가 창조된 게임의 경우 해당 편 이후의 후속 스토리에 대한 기대감과 궁금증으로 후속 흥행을 이끌어 나간다.

스토리의 진행이 중심이 아닌 MMORPG가 IP의 연속성을 가지지 못하는 것과는 대비되는 부분이다. 플랫폼 전환에 성공하며 리니지가 장기 흥행하기는 했지만 더 이상 리니지 IP 후속작을 만들지 않기로 한 이유도 스토리에 대한 확장은 의미가 없어졌기 때문이다.

그림 75. 붕괴 시리즈 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

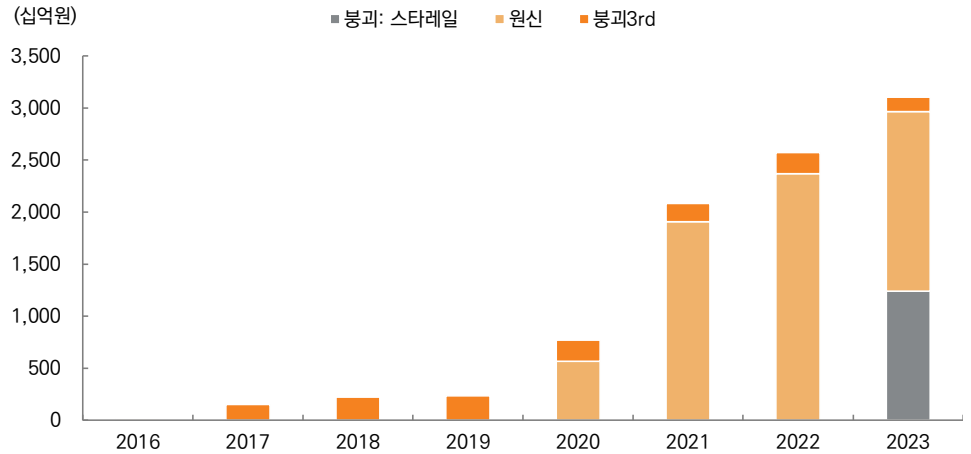
호요버스의 붕괴 시리즈가 서브컬처 IP의 연속성을 보여주는 대표적인 케이스다. 호요버스 초창기인 12년 FlyMe2theMoon에서 시작된 붕괴 IP는 붕괴학원(12년)을 거쳐 붕괴학원 2(14년)부터 인기를 끌기 시작하더니 붕괴3rd(17년)부터 글로벌 흥행에 성공한다. 작년부터는 붕괴: 스타레일을 통해 또 한번의 성공적인 IP 확장 신화를 써내려가고 있다.

그림 76. 붕괴 IP 시리즈 변화



자료: 호요버스, 앱스토어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 호요버스 주요 게임 iOS 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 11. 호요버스 주요 타임라인

타임라인	내용
미호요 설립 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> - 2011년 '미호요' 창립, 2012년 2월 법인화, 비상장사 - 대학 동기 차이하오위, 류웨이(현 CEO), 위위하오 3명 공동 설립 - '테크 오타쿠가 세상을 바꾼다'라는 슬로건을 내세워 창립 - 2022년 이후 중국 외 지역에서는 '호요버스'라는 브랜드 명칭으로서 운영
〈FlyMe2theMoon〉 출시 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> - 설립자의 오타쿠 취향을 담은 첫 서브컬처 장르 게임 - 현 〈붕괴〉 시리즈의 대표 캐릭터 '키아나 카스라나'를 주인공으로 출시 - 대중 및 평단의 부정적 반응, 저조한 매출 - 특히 서브컬처 장르가 확립되기 전이라 생소하다는 반응이 상당수
〈붕괴학원〉 출시 (2012)	<ul style="list-style-type: none"> - 전작에 대한 부정적 반응에도 불구하고 설립자의 서브컬처 취향 유지 - '중비학원과 '학원목시록'에서 영감 받아 2012년 〈붕괴학원〉 출시
〈붕괴학원2〉 출시 (2014)	<ul style="list-style-type: none"> - 유의미한 매출 발생 시작, 게임사로서 경쟁력을 갖추게 한 게임 - 중국 내 뿐만 아니라 한, 일 포함 글로벌 출시 시작 - 패러디 요소가 다수 존재, 일본의 서브컬처를 기반으로 한 아이템 다수 - 다양한 게임, 애니메이션과 콜라보레이션 진행
〈붕괴3rd〉 출시 (2016)	<ul style="list-style-type: none"> - 호요버스의 기술력을 입증, 매출을 본격 성장시킨 작품 - 수집형 RPG 주류 시장에서 ARPG 장르로 성공을 이룸 - 3D 렌더링 기술 접목시켜 더욱 세밀한 표현에 집중 - 게임 내 다수의 실험적 업데이트 진행, 대부분 일회성 콘텐츠 - 여러 실험을 통해 개발 역량이 발전했다는 평가
〈원신〉 출시 (2020)	<ul style="list-style-type: none"> - 글로벌에서도 폭발적인 매출을 증명한 첫 작품. 오픈 월드 어드벤처 - 출시 당시 수백명 규모에서 2022년 4,000명의 직원 규모로 성장 - 출시 12일만에 매출 1억 달러 달성, 개발비 전액 회수 - 서브컬처 게임으로서 캐릭터 매력 극대화, 유저들과 소통을 통해 코어 팬층 생성 - '전설 및 초대 이벤트'로 메인 스토리에서의 비주류 캐릭터들의 이야기 소개 - 모바일 F2P 게임에서 오픈 월드 요소를 사용하여 유저들의 탐험 욕구 자극 - 멀티 플랫폼(모바일, PC, PS)을 채택, 크로스 플레이 지원으로 타 플랫폼 유저들과 협동 가능 - 뛰어난 게임성, 〈젤다의 전설: 야생의 숨결〉에서 영감받아 유사한 콘텐츠 + 독창적인 요소 - 호요버스의 성과로 중국 내 서브컬처 장르에 대한 수요가 높아졌고, 주류 게임 장르로 등극
〈미해결사건부〉 출시 (2020)	<ul style="list-style-type: none"> - 여상향 추리 연애 시뮬레이션 모바일 게임, 큰 성과는 없었지만 꾸준히 업데이트하며 서비스 지속
〈붕괴: 스타레일〉 출시 (2023)	<ul style="list-style-type: none"> - 붕괴 IP 후속작, 호요버스의 2번째 대형 IP, 대형 게임사로서 입지를 공고히 한 게임 - 서브컬처 게임의 중요 요소인 탄탄한 스토리, 매력적인 캐릭터, 안정적 퍼블리셔 3박자가 조화를 이룸 - '은하열차 글로벌 투어' 이벤트 성공적 진행에 따른 초반 인기 열기 확보
〈젠레스 존 제로〉 출시 (2024)	<ul style="list-style-type: none"> - 원신, 붕괴: 스타레일에 이어 또다른 센세이션을 일으키고 있는 게임 - 특히 카니발리제이션을 막고자 기존 IP와 차별점을 둬 - 기존의 RPG 및 스토리 중심 타이틀에서 벗어남 - 모험을 테마로 한 공상과학 배경 도입, 3인칭 카메라 시점으로 진행

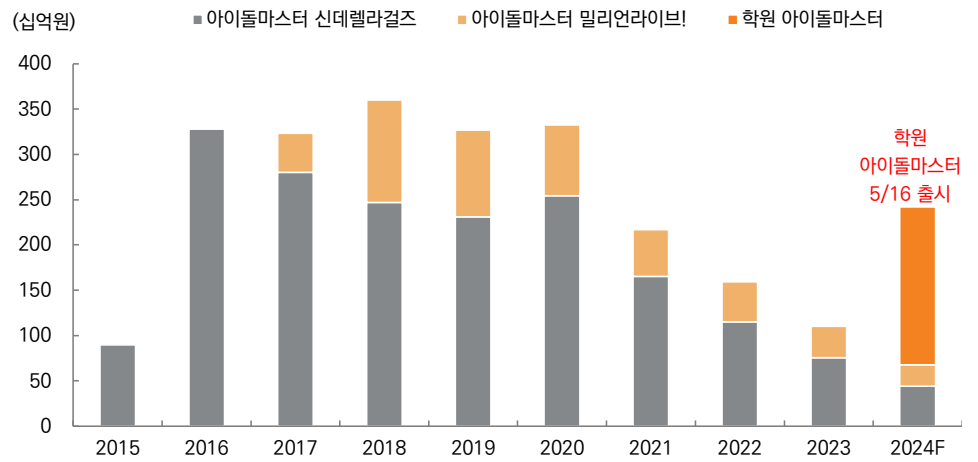
자료: 미래에셋증권 리서치센터

전설이 되버린 아이돌마스터 IP

IP의 영속성을 보여주는 또 다른 사례는 일본의 아이돌마스터가 대표적이다. 성공적인 미디어믹스를 이어나가며 무려 20여년의 기간동안 IP 인기를 유지해오고 있다. 아이돌마스터는 반다이남코(2005년 9월 반다이-남코 합병)가 2005년 출시한 아케이드 게임을 기반으로 하는 아이돌 장르 IP다. 게임뿐 아니라 만화, 애니메이션, 음악, 라이브 등 다양한 미디어믹스를 전개해오고 있다.

2015년 모바일로 출시된 아이돌마스터 신데렐라걸즈 스타라이트 스테이지가 공전의 히트를 치며 매출 확대가 본격화된다. 2017년 출시된 아이돌마스터 밀리언라이브까지 더해지며 매출 전성기를 누렸다. 2021년 이후로는 게임 내 인플레이션 심화와 팬덤 갈등으로 인한 유저 이탈로 매출 감소를 겪고 있었으나 2024년 5월 출시된 신작 학원 아이돌마스터가 흥행에 성공하면서 다시 한 번 매출 반전에 성공하는 모습이다.

그림 78. 아이돌마스터 IP 주요 모바일 게임 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 79. 아이돌마스터 IP 시리즈 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 아이돌마스터 IP 변천사

대표 프로젝트	출시시기	대표 후속작	특이사항
아이돌마스터 (아케이드)	05년 7월	아이돌마스터 2 (콘솔, 11년 2월 출시)	- 아이돌마스터 IP의 전신 - 대중적인 캐릭터 디자인, 팝 OST로 폭넓은 유저층 확보 노력 - 터치스크린, 대화 시스템 등으로 캐릭터와 유저 간 상호작용 증진 - 아이돌 육성 장르가 생소했던 당대 장르 주류화 주도 - 성장형 스토리 요소 최초 도입. 남녀노소 모두에게 폭발적 반응
아이돌마스터 신데렐라 걸즈 (웹, 모바일)	11년 11월	아이돌마스터 신데렐라 걸즈 스타라이트 스테이지 (모바일, 15년 9월 출시)	- 765프로덕션 아이돌(본가)가 아닌 346프로덕션(분가)의 개념 도입 - 매년 총선거 실시, 싱글 앨범 참가, 성우 배정의 혜택 제공 - 스타라이트 스테이지 출시 이후 모바일 기반 시리즈 전개 - 타 소셜게임에 비해 과도한 과금 구조로 비판받음 - 음반, 만화책, 애니메이션 등 미디어 믹스의 활성화를 이끔 - 일본 내 소셜 게임 열풍과 동반 성장 - 서브컬처 게임의 모바일 출시 보편화
아이돌마스터 밀리언 라이브! (웹, 모바일)	13년 2월	아이돌마스터 밀리언 라이브! 시어터 데이즈 (모바일, 17년 6월 출시)	- 아이돌마스터 IP 독자적 소셜게임의 출범 - 기존 765 프로덕션과 새로운 캐릭터 설정으로 기존 팬층 유입 - 시어터데이즈의 3D 그래픽, 라이브 MV 등 다양한 콘텐츠 존재 - 캐릭터와 대화, 블로그 게시 등 유저와의 적극적 상호작용 - 과도한 과금 요소를 줄여 유저 친화적 환경 조성 - 실시간 스트리밍 이벤트로 생생한 유저 경험 제공에 주안점 - 유저와 캐릭터 상호작용의 중요성을 강조
아이돌마스터 SideM (웹, 모바일)	14년 7월	아이돌마스터 SideM 라이브온스테이지 (모바일, 17년 8월 출시)	- 아이돌마스터의 남자버전, 유닛제의 첫 도입 - 라이브온스테이지 출시, 리듬게임이 아닌 육성에 초점 - 여성 유저를 유입하는데 기여 - 비교적 낮은 퀄리티의 3D 그래픽과 오디오로 혹평 존재
아이돌마스터 샤이니 컬러즈 (웹, 모바일)	18년 4월	아이돌마스터 샤이니 컬러즈 Song for Prism (모바일, PC 23년 11월 출시)	- 새로운 캐릭터들로만 구성된 유닛제로 신선함 선사 - 높은 채도의 기존 그림체와 달리 투명한 일러스트 사용 - Song for Prism 출시, 육성 시뮬레이션과 리듬게임으로 구성 - 대형 IP도 지속적으로 새로운 시도가 가능함을 입증 - 출시 1주년 안정화, 액티브 유저 3배 이상 증가 - 3D 그래픽 퀄리티와 애니메이션에 대한 혹평 존재
학원 아이돌마스터 (모바일)	24년 5월	-	- 개발 외주를 맡겨 높은 퀄리티의 3D 모델링 구현 - 정체성 유지하며 고등학생 캐릭터, 학원 내부 프로듀싱 등 내용상 변주 - K-POP 느낌 곡들과 라이브로 젊은 유저층 유입 노력 - 아이돌마스터 IP의 인기를 부활시킨 작품 - 대표적인 일본 서브컬처 IP로 자리매김 - 출시 2주만에 100만 다운로드 달성

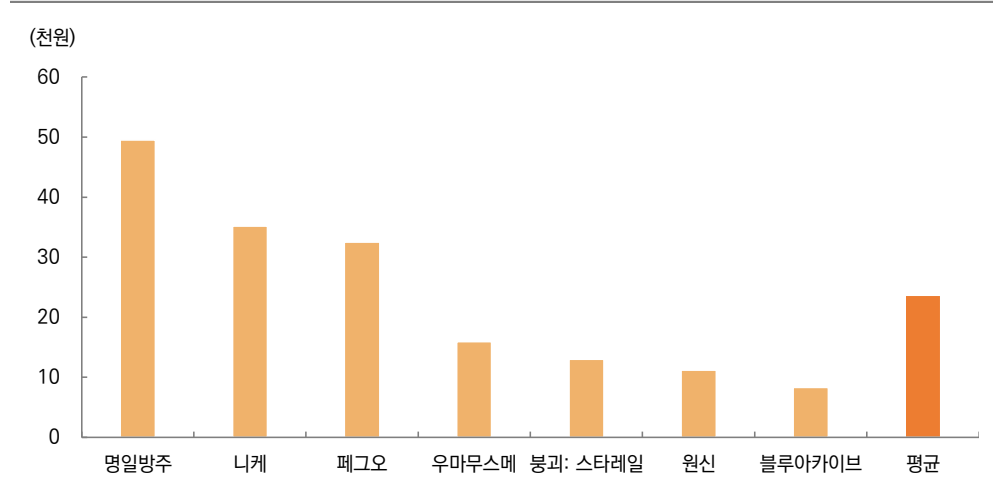
자료: 미래에셋증권 리서치센터

낮은 ARPU가 이끄는 복귀 유저

서브컬처 게임의 상대적으로 낮은 과금성은 신규 유저의 지속적인 유입뿐만 아니라 휴면 유저의 복귀에도 긍정적인 영향을 준다. PvP가 메인인 되는 하드코어 게임들의 경우 반년 이상 게임을 이탈한다면 어지간한 수준의 과금으로는 기존 유저들과의 간극을 메우고 컨텐츠를 함께 즐기는 것이 불가능하다. 이에 반해 서브컬처 게임들은 반년 이상 게임을 쉬고 주요 컨텐츠 또는 캐릭터 업데이트 때 복귀하는 유저들도 많은 편이다.

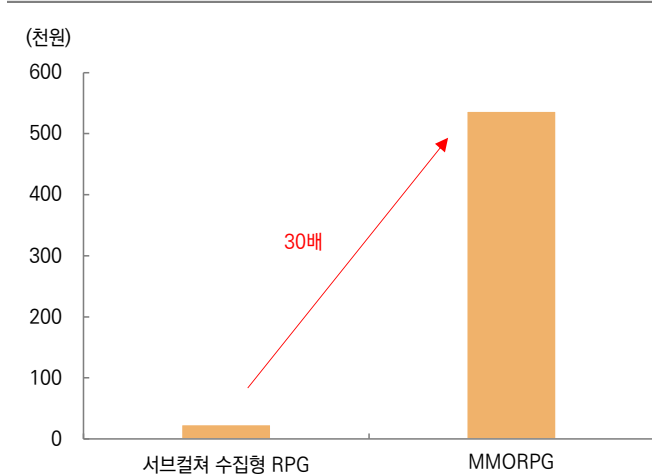
주요 서브컬처 게임 7종의 국내 평균 ARPU는 2.3만원 수준으로 70만원에 육박하는 주요 MMORPG 평균 ARPU와는 30배 수준의 격차가 나는 것으로 추정된다. 서브컬처 게임들은 비워둔 기간에 상응하는 과금만 하더라도 업데이트 된 주요 스토리를 미는 데는 문제가 없다. 유저간 경쟁이 메인 컨텐츠가 아닌 게임일수록 휴면 유저의 복귀율이 높다.

그림 80. 주요 서브컬처 게임 국내 ARPU 추정



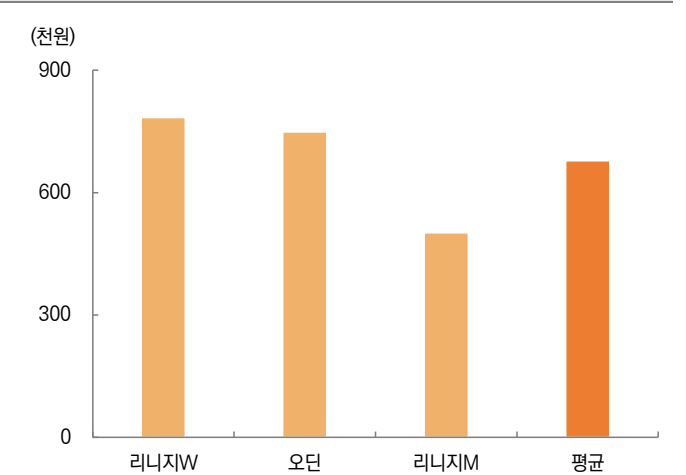
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 81. MMORPG, 서브컬처 게임 국내 ARPU 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 82. 주요 MMORPG 국내 ARPU 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

2차, 3차 창작물로의 연결

애니메이션, 만화, 영화 등 2차, 3차 창작물로 이어지는 부분이 IP의 확장을 이끌어 후속작에 대한 흥행 가능성을 높인다. 20년이 넘는 시간 동안 흥행에 성공해오고 있는 타입문의 페이트 IP가 대표적이다. 게임 IP(미연시)로 시작했지만 이후 수 많은 애니메이션, 만화, 영화로 제작되면서 세계관이 성공적으로 확장되어온 경우다.

2015년 출시해 일본, 중국, 미국 등 글로벌 전역에서 기록적인 흥행을 보여온 페이트 그랜드오더는 지금까지 확장되어온 페이트 세계관의 집약체에 가깝다. 페이트 그랜드오더의 10년에 가까운 글로벌 흥행이 놀라운 이유는 PvP라는 유저간 경쟁을 완전히 배제한 게임이라는 데 있다. 무과금으로 즐기는 데도 문제가 없다는 점을 고려하면 사실상 IP 파워와 스토리 업데이트 능력만으로도 유저의 지갑을 연 이상적인 케이스다.

그림 83. 2004년 출시 '페이트 스테이 나이트' 비주얼노벨(미연시)

그림 84. 2006~2012년 연재된 '페이트 스테이 나이트' 만화



자료: 유튜브, 타입문, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 네이버북스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 2006년 출시 '페이트 스테이 나이트' 애니메이션

그림 86. 영화 '페스나' 무한의 검제(09년), 헤븐즈필(17년)

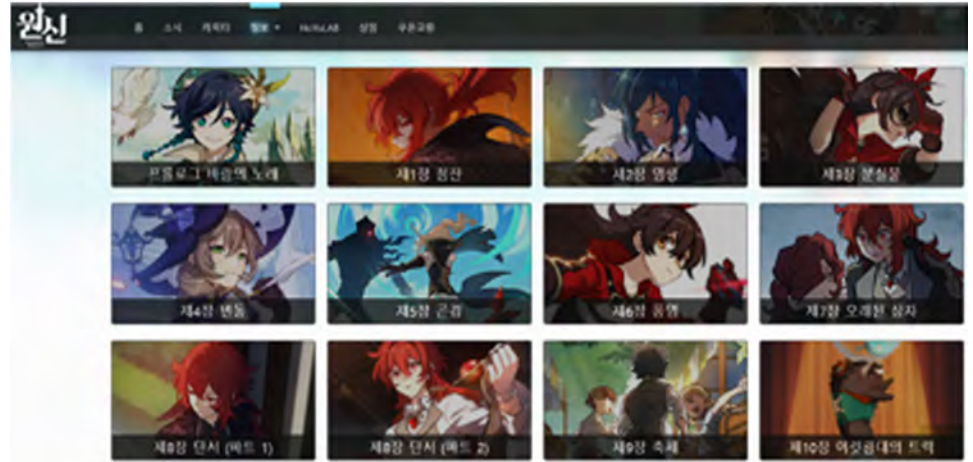


자료: 유튜브, 스튜디오 딘, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 네이버영화, 미래에셋증권 리서치센터

호요버스 붐과 시리즈의 성공적인 확장 이면에도 꾸준한 오프라인 행사 개최와 굿즈, 애니메이션 등 2차 창작물로의 확장이 존재했다. 이미 글로벌 최고의 서브컬처 게임으로 성공한 원신이 웹툰을 만들고, 애니메이션을 집중적으로 확장하는 이유도 세계관의 성공적인 확장을 통해 연속성을 갖겠다는 의미가 크다. 넥슨게임즈의 블루아카이브 역시도 일본에서 애니메이션으로 제작되면서 IP 확장이 활발하게 이뤄지고 있다.

그림 87. 원신 공식 웹툰(콘텐츠 업데이트와 함께 지속 제작)



자료: 원신, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 애니메이션으로 제작된 블루아카이브



자료: 블루아카이브, 미래에셋증권 리서치센터

일본에서 국내 게임 IP가 정상급 반열로 올라서고 있다는 점을 느끼는 것은 어렵지 않다. 우마무스메와 같은 최상위 서브컬처 게임들만 광고 가능한 아키하바라역 메인 광고판은 작년 이후 올해에도 블루아카이브가 자리를 차지하고 있다. 또 다른 메인 광고 지역인 시부야 스크램블 스퀘어나 신주쿠역 앞 메인 광고판에서 니케 광고를 찾는 것도 어렵지 않다.

일본 내 IP 영향력을 확인할 수 있는 아키하바라 애니메이트에서는 니케와 블루아카이브 모두 전과 달라진 위상을 체감할 수 있었다. 러브라이브, 아이돌마스터, 페그오와 같은 일본 대형 IP와 함께 메인층에 위치한 채 비슷한 규모의 매대에서 판매가 이뤄지고 있다.

그림 89. 블루아카이브 아키하바라역 옥외 광고

그림 90. 블루아카이브 아키하바라 3.5주년 팝업스토어



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 니케 시부야 옥외 광고

그림 92. 니케 아키하바라 돈키호테 옥외 광고



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

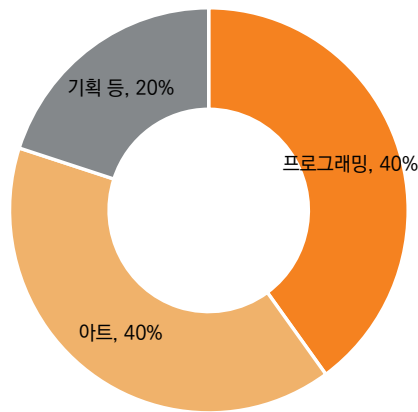
IV. AI와의 높은 시너지

생성 AI 도입에 따른 아트 비용 감소 본격화

생성 AI 도입으로 증가세를 이어온 게임 제작비의 규모가 감소할 전망이다. 트리플A급이라고 불리는 글로벌 대작 게임들의 경우 제작비가 1억 달러 이상 들어가는 경우가 빈번하며 많게는 5억 달러 이상이 소요되기도 한다. 게임 제작비 비중은 개략적으로 아트 부문 40%, 프로그래밍 부문 40%, 기획 부문 20% 수준으로 추정된다.

생성 AI 도입을 통한 생산성 혁신은 아트와 프로그래밍 부문의 비용을 절감시켜 전체 제작비 부담을 큰 폭으로 완화시킬 것이다. AI 도입을 통한 비용 절감의 효과는 특히 아트(이미지, 사운드) 비중이 높은 서브컬처 장르가 특히 클 것으로 판단한다.

그림 93. 게임 제작비 비중 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 글로벌 주요 게임 개발비(추정)

제목	개발비(달러 기준)	개발사	개발기간	출시
어쌔신 크리드: 발할라	5억 달러 이상	유비소프트	3년	2020
사이버펑크 2077	3억 달러 이상	DEPR	8년	2020
스타워즈: 구 공화국	3억 달러 이상	바이오웨어	4년	2011
레드 데드 리DEM션 2	2억 달러 이상	락스타 스튜디오	8년	2018
GTA 5	2억 달러 이상	락스타 스튜디오	5년	2013
더 라스트 오브 어스 파트 2	2억 달러 이상	너티 독	6년	2020
호라이즌 포비든 웨스트	2억 달러 이상	게릴라 게임즈	5년	2022
갓 오브 워 라그나로크	2억 달러 이상	SIE 산타 모니카 스튜디오	5년	2022
스타필드	2억 달러 이상	베데스다 게임 스튜디오	8년	2023
엘든 링	2억 달러 이상	프롬 소프트웨어	5년	2022
칼리스토 프로토콜	1억 달러 이상	스트라이킹 디스턴스	4년	2022
헤일로5: 가디언즈	1억 달러 이상	343 인더스트리	3년	2015
파이널 판타지 VII 리메이크	1억 달러 이상	스퀘어에닉스	10년	2020
툼레이더의 그림자	1억 달러 이상	크리스탈 다이내믹스	4년	2018

자료: 언론사 종합, 미래에셋증권 리서치센터 추정

1) 이미지

서브컬처 게임의 경우 캐릭터 디자인이 흥행 성패를 가를 정도로 일러스트의 완성도가 중요하다. 그렇기에 서브컬처 게임은 타 장르에 비해 캐릭터 일러스트 작업에 들어가는 시간과 비용이 압도적으로 높은 편이다. 일러스트 비용 감소의 최대 수혜가 예상되는 이유다.

일러스트레이터가 수작업으로 그린 게임 일러스트 가격은 장당 수십만원을 호가하지만 생성 AI가 그린 일러스트 가격은 장당 수십원 수준에 불과하다. 물론 생성 AI 톨로 그린 그림에 대한 리터칭 필요성이 있으므로 비용은 일부 추가될 것이나 기존의 순수 수작업과 비교 시 10분의 1의 비용도 들지 않게 될 것이다.

AI가 생성한 캐릭터를 기반으로 리터칭 작업했을 때의 효율은 기존 대비 3~4배 수준까지 올라온 것으로 추정된다. 생성 AI가 선제적으로 도입되고 있는 중국의 경우 캐릭터 외주 비용이 기존 대비 4분의 1 수준으로 떨어졌다. 손가락과 같이 생성 AI가 구현에 아직 미숙한 부분의 완성도도 향상된다면 작업 효율은 기존에 비할 수 없는 수준으로 상승할 것이다.

그림 94. 미드저니 요금제

	Basic Plan	Standard Plan	Pro Plan	Mega Plan
Monthly Subscription Cost	\$10	\$30	\$60	\$120
Annual Subscription Cost	\$96 (\$8 / month)	\$288 (\$24 / month)	\$576 (\$48 / month)	\$1152 (\$96 / month)
Fast GPU Time	3.3 hr/month	15 hr/month	30 hr/month	60 hr/month
Relax GPU Time	-	Unlimited	Unlimited	Unlimited
Purchase Extra GPU Time	\$4/hr	\$4/hr	\$4/hr	\$4/hr
Work Solo In Your Direct Messages	✓	✓	✓	✓
Stealth Mode	-	-	✓	✓

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 미드저니 배경 생성 예시



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 미드저니 배경 생성 예시



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 미드저니 캐릭터 생성 예시



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 미드저니 캐릭터 생성 예시



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 미드저니 펫 생성 예시



자료: 본인 작업, 미드저니, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 글로벌 생성 AI 이미지 툴 현황

이름	개발사	출시 시기	특징
미드저니 (Midjourney)	Midjourney	22년 7월	- 텍스트 수정, 인페인팅, 아웃페인팅, 캔버스 확장 등을 단일 뷰로 통합 - 디스코드 서버에 텍스트를 입력하거나 이미지 삽입 시 그림 생성 - 이미지 프롬프트 내 텍스트 삽입 기능 추가
스테이블디퓨전 (Stable Diffusion)	STABILITY AI	22년 8월	- 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - Clip, Unet, VAE 세가지 인공지능경망으로 구성 - 대중에게 오픈소스로 공개, 일반 컴퓨터에서도 로컬 실행 가능
그록2 (Grok-2)	xAI	24년 8월	- 독일 스타트업의 모델 FLUX.1을 통합, 이미지 생성 기능을 추가 - 8월말 API를 통해 제공, 사용자 확대 계획 - 유명 인사 이미지 생성 가능, 워터마크 불포함, 딥페이크 허용 - DMA 위배, X에 대한 소송으로 EU와 갈등
Imagen3	구글	24년 5월	- 텍스트 입력시 그림 생성, 구어적 표현에 대한 학습 완료 - 생성 이미지 디지털 워터마크 표시, 유명 인사 이미지 생성 불가, 오남용 방지 - 이마젠FX(구글의 생성 AI 플랫폼)과 버텍스 AI(기업용 AI 플랫폼)에서 사용 가능
달리3 (DALL-E3)	오픈 AI	23년 9월	- 챗GPT플러스, 챗GPT 엔터프라이즈, MS의 빙챗, 빙 이미지 크리에이터에서 사용 가능 - 생성 이미지의 후속 편집 기능 강화 - 챗GPT와 통합되어 이용자의 프롬프트 입력이 필요 없어짐 - 저작권 및 윤리적 문제를 방지하는 소프트웨어 장치 탑재
셔터스톡 AI (Shutterstock AI)	셔터스톡	23년 1월	- DALL-E API 연동, 오픈 AI에 자사 데이터에 대한 접근권 부여 - 학습 데이터 이미지의 원저작자에게 로열티 형태로 보상 제공 - 생성 이미지 저작권 문제에 대하여 소비자 면책 보장 - NVIDIA Picasso 등 3D 장면에 생성형 AI를 도입
매직 픽스업 (Magic Fixup)	ADOBE	24년 8월	- 이미지 데이터, 비디오 프레임 데이터까지 학습 - 비디오에서 추출한 이미지 프레임의 전후 컨텍스트 변화 학습 - 디테일 추출기: 참조 이미지와 대응하는 노이즈 버전을 처리, 합성 유도, 원본 보존 - 합성기: 유저의 편집과 추출 디테일 기반 최종 출력 생성
BING Image Creator	구글, MS	23년 3월	- DALL-E를 BING에 적용, 빙챗 또는 전용 웹사이트를 통해 그림 생성 - skype에서 빙 챗봇을 사용하는 사람들은 skype 대화에서 이미지를 생성 가능 - 유해이미지 생성 제한, 부스트크래딧으로 생성 속도 제한
노벨 AI (Novel AI)	Anlatan	22년 10월	- 텍스트를 입력하거나, 이미지 파일 삽입시 그림 생성 - 인체 구도 등 정교함 개선, 프롬프트 이해력이 크게 향상 - Stable Diffusion의 소스코드를 개조, Danboru의 이미지를 크롤링하여 학습
파이어플라이 (Firefly)	ADOBE	23년 9월	- 기능: test to image, generative fill, text effects, rector vector - 어도비스톡, 다른 퍼블릭 도메인 등의 작품들로만 학습하여 저작권 이슈 해결 - 텍스트 프롬프트를 사용하지 않아도 이미지를 편집하고 확장 가능 - 포토샵과 일러스트레이터, 익스피리언스 클라우드와 연동
피카소 (Picasso)	NVIDIA	23년 3월	- AI 모델 개발 위한 클라우드 기반 파운드리 - 자체 데이터로 최첨단 Edify 확산 모델을 훈련, 2D와 3D 다양한 시간 컨텐츠 유형 생성 - 어도비, 셔터스톡, 게티이미지 등 유명이미지 사이트의 데이터를 활용하여 훈련 - 히어로 3D 에셋 또는 시청자의 주요 3D 에셋 작업에 주안점

자료: 미래에셋증권 리서치센터

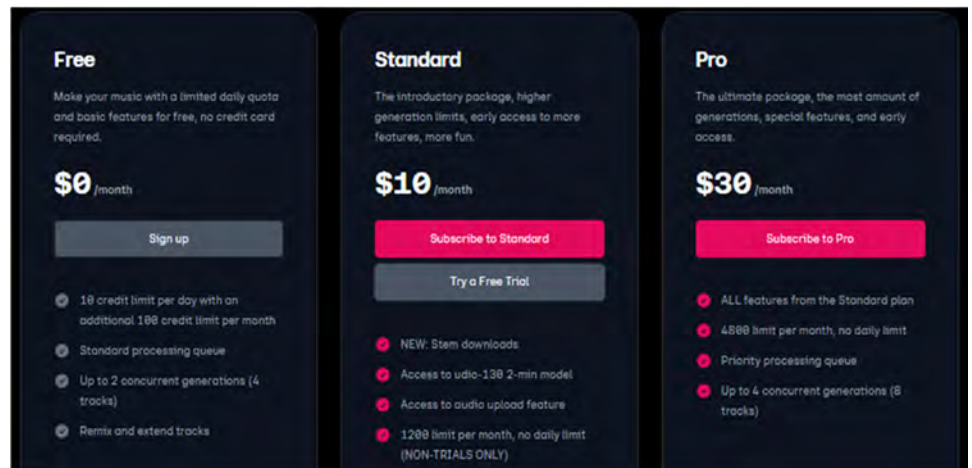
2) 사운드

사운드(효과음, BGM)도 AI로 생성하려는 움직임이 본격화되고 있다. 사운드 리소스 확보는 유니티 에셋스토어, 언리얼 마켓플레이스와 같은 오픈 마켓이나 외주를 통한 구매가 일반적이었다. 그러나 특정 게임의 분위기에 맞는 사운드를 찾는 것은 오랜 시간과 큰 비용이 소요되는 일이기도 했다. 사운드 생성 AI 툴들은 그러한 단점들을 보완해준다.

인디 게임에 들어가는 짧은 BGM의 외주 가격도 최저 30만원대부터 시작하는 것이 일반적이나 사운드 생성 AI 툴은 단가를 획기적으로 낮춰준다. 구글 딥마인드 출신 개발자들이 만든 Udio의 경우 간단한 프롬프트만으로 음악을 생성할 수 있는데 음질이 깔끔하고 곡의 흐름이 전혀 이상하지 않고 자연스러워 글로벌에서 폭발적인 반향을 얻고 있다. 월간 10달러면 600여 곡을 만들어볼 수 있고, 30달러면 2,400곡을 시도(회당 2 credit)할 수 있다.

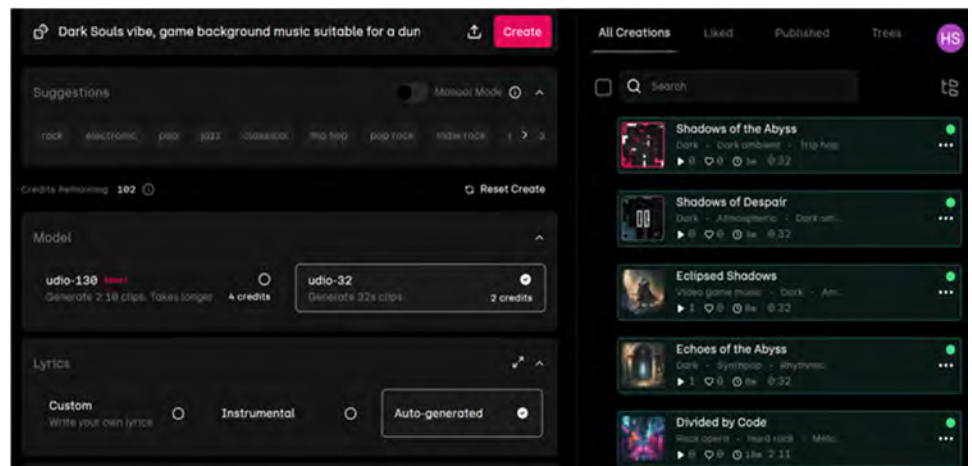
또한 생성 AI를 도입한다면 유저에게 정해진 사운드만 제공하는 것이 아니라 플레이 환경과 분위기에 맞춰서 실시간으로 변하는 사운드를 제공할 수 있게 된다. 메인 에피소드, 캐릭터 에피소드 OST 등 수많은 음악이 필요한 서브컬처 게임에서의 큰 수혜가 예상된다.

그림 100. Udio 월간 요금제



자료: Udio, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. Udio 사용 예시. 프롬프트 입력만 하면 1분만에 두 곡이 만들어진다.



자료: 본인 작업, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 글로벌 생성 AI 사운드 툴 현황

이름	개발사	출시시기	특징
사운드 이펙트 (Sound Effects)	일레븐랩스	24년 5월	<ul style="list-style-type: none"> - 서터스톡의 라이선스 트랙 오디오 라이브러리 모델 훈련 - 월 1만자로 프롬프트를 제한, 파일 제목에 일레븐랩스 출처 표시 - 유저가 오디오 클립의 지속 시간을 직접 설정할 경우 할당량에서 초당 40자 차감 - 기본 오디오 지속 시간을 사용, 프롬프트 요청은 200자 차감 - 최대 22초 사운드 생성 가능, 다운로드 가능한 4개 이상의 오디오 클립 제공 - 비디오-사운드 이펙트에서 생성된 프레임을 기반으로 프롬프트를 입력하면 이에 걸맞은 음향 제공
유디오 (Udio)	유디오	20년 4월	<ul style="list-style-type: none"> - 구글 딥마인드 출신 개발자들이 만든 오디오, 음악 생성 인공지능 - 전반적인 음질이 깨끗하며 보컬 갈라짐 현상도 매우 적은 편 - 타 사운드 AI 모델 대비 곡의 흐름이 매우 자연스럽다는 평가 - 1분이면 30초짜리 곡 두개를 금방 만들어낼 수 있음
뮤직FX (Music FX)	구글	23년 12월	<ul style="list-style-type: none"> - 텍스트로 음악 생성하는 모델 '뮤직LM'과 딥마인드의 워터마크 삽입 모델 '신스ID'를 통합 - 최대 70초 길이의 음악 생성 가능 - 뮤직LM을 기반으로 1000만 트랙 이상의 데이터 확보
뮤직젠 (MusicGen)	메타	23년 6월	<ul style="list-style-type: none"> - 29만 개의 악기 전용 트랙 + 2만 시간 학습 데이터 + 1만 개 내부 데이터로 학습 - 음악을 학습한 파라미터 크기에 따라 small, medium, large의 3가지 모델 제공 - 텍스트, 추가된 음원 등을 통해 멜로디, 장르, 스타일 생성 - 악기 지정 시 해당 음악 생성
오디오젠 (AudioGen)	메타	22년 8월	<ul style="list-style-type: none"> - 텍스트로 음향 효과에 대해 사전 학습 - '개 짖는 소리', '나무바닥 위의 발소리'같은 생활 음향을 텍스트로 지정 후 오디오 생성 - 0.5초에서 10초까지 다양한 길이의 사운드 생성 가능
오디오크래프트 (AudioCraft)	메타	23년 8월	<ul style="list-style-type: none"> - 텍스트로 음악 작사, 작곡 및 사운드 효과 생성 - 음악과 사운드 생성 및 압축을 모두 한 곳에서 처리, 구축 및 재사용이 쉬움 - 3가지 모델 사용: 뮤직젠, 오디오젠, 엔코덱 - 더 적은 아티팩트로 고품질 오디오 생성 가능 - 인스타그램 슱 운영자는 최신 광고에 사운드트랙 추가 용이
스테이블 오디오 (Stable Audio)	STABILITY AI	23년 9월	<ul style="list-style-type: none"> - 1초만에 최대 3분짜리 오디오 트랙 생성 - 텍스트뿐만 아니라 기존 사운드 클립, 텍스트 업로드 샘플을 새로운 사운드로 변환 및 수정 가능 - LDM(잠재 확산 모델) 사용, 배포단계에서 처리할 파일과 유사한 데이터셋 훈련 - 가장 중요한 세부 정보만 포함된 데이터셋 존재. 훈련 중 모델 처리 정보 감소로 비용 절감 - 구글의 '트랜스포머 아키텍처' 기반으로한 새로운 신경망 추가
주크박스 (Jukebox)	오픈 AI	20년 4월	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 노래의 모델링 방법을 학습하는 신경망을 통해 원하는 장르, 가수의 스타일로 음악을 생성 - 미디어파일이 아닌 오디오사운드 자체로 120만곡의 메타데이터 학습 - 뮤즈넷이라는 별도모델의 도움으로 가사, 노래하는 목소리까지 생성 가능 - 영화, 비디오 게임 및 기타 미디어용 음악을 작곡할 때 사용 가능
리퓨전 (Riffusion)	독립 연구팀	22년 12월	<ul style="list-style-type: none"> - 사운드의 시각 초음파를 생성 및 변환하여 텍스트로 음악 생성 - 스테이블디퓨전 1.5모델을 미세 조정, 음향을 2차원 이미지로 표현하는 소노그램 생성 - 사전 훈련된 모델을 추가적으로 훈련, 텍스트 기반으로 즉석에서 새로운 음악 생성 가능 - 초음파를 이용함으로써 안정된 확산으로 처리 가능 - 생성된 복수의 짧은 악곡 연결, 긴 악곡으로 만드는 기능 탑재
사운드로우 (SOUNDRAW)	사운드로우	22년 7월	<ul style="list-style-type: none"> - 키워드 선택하면 음악샘플 제공, 악기, 코드, 음 디테일 설정 가능. 스트리밍 무료 - 10초~5분 노래 길이 생성 가능, 25가지 분위기, 20가지 장르 등 설정 가능 - 유저의 창작물로 인정받기 위해서는 곡의 60% 이상 새로운 사운드가 들어가야함
포자랩스 (Pozalabs)	포자랩스	21년 10월	<ul style="list-style-type: none"> - B2C 배경음악 제작 서비스, B2B 인공지능 제작 음원 서비스, 인공지능 음악 창작 웹 운영 - 게임, 광고, 드라마 등에 쓰이는 맞춤형 음원을 만들 수 있는 AI 음원 생성 기술 - 기존 곡이 아닌, 독자적인 데이터로 학습시킴(약 80만개), 120만개의 음원 샘플 데이터 확보 - CJ ENM, MBC, 매일경제그룹, 크래프톤, 삼성생명 등에 인공지능 음원을 납품

자료: 미래에셋증권 리서치센터

생산성 증가 본격화 전망

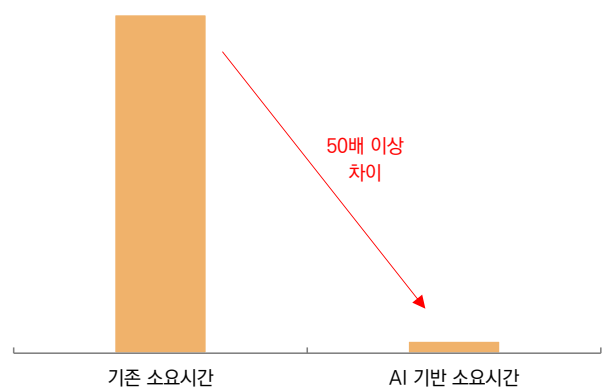
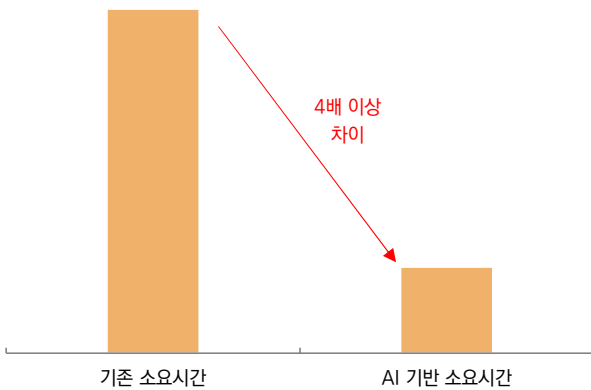
SI의 적용은 비용 측면의 개선뿐만 아니라 게임 개발 생산성 자체도 획기적인 수준으로 끌어올리고 있다. 특히 중국에서는 생성 AI 도입에 따른 드라마틱한 생산성 향상이 관찰되고 있다. 국내, 일본, 서구권 등 글로벌 게임사들이 생성 AI 도입을 망설인 것과 달리 중국은 23년부터 적극적으로 생성 AI를 도입했으며 매출 상위 50개 게임사 중 3분의 2가 AIGC 사업에 발을 들인 것으로 추정된다. 텐센트는 자체 개발 엔진으로 배경 제작, 콘텐츠 생성 등 일부 작업의 효율성을 40배까지 끌어올렸다고 밝혔다.

생성 AI 적용에 따른 생산성 증대 효과는 서브컬처 장르 게임이 타 장르 대비 빠르게 누릴 전망이다. 서브컬처 게임 제작에서 가장 큰 비중을 차지하는 일러스트 측면에서의 생산성은 중국에서 이미 4배 이상 올라온 것으로 추정된다. 넷이즈가 지난 1월 출시한 여성향 서브컬처 게임 세계지외는 상당수의 캐릭터와 대사를 AI를 통해 생성하였다. 2016년 출시되어 초장기 흥행을 이어가고 있는 텐센트의 화영닌자는 AI 도입을 통해 격투 훈련 학습에 필요한 자원과 시간을 90% 이상 절감하고 있다.

생성 AI를 통한 도시 및 건물 외관 레이아웃 작업 생산성 향상도 어반판타지류가 많아지고 있는 서브컬처 장르 게임 제작에 큰 도움이 될 전망이다. 텐센트가 GDC에서 밝힌 바에 따르면 자체 개발엔진 지넥스(GiNEX)를 통해 3D 도시를 제작했을 때 도시 및 건물 레이아웃 시간을 25분 미만(기존 5일 이상)으로 단축했다. 고유 건물을 모델링하는 시간도 18분 미만으로 기존 수작업 대비 50배 이상 효율적으로 변했다.

그림 102. AI 일러스트 생산성 비교 (중국)

그림 103. 도시 및 건물 모델링 시간 비교 (텐센트)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 텐센트, 미래에셋증권 리서치센터

생성형 AI를 통해 게임 내 NPC의 대본을 생성하는 것도 1) 메인 스토리, 2) 수많은 캐릭터들의 개별 에피소드, 3) SNS 기능이 필요한 서브컬처 게임의 생산성 혁신에 큰 도움이 될 것이다. 유비소프트도 생성 AI 기술로 NPC들의 대화 초안을 만들어주는 고스트라이터를 선보인 바 있다.

생성 AI 사운드 툴을 통한 NPC 목소리 생성도 기대되는 부분이다. NPC들의 멘트를 일일이 성우들이 녹음하여 활용하는 기존 방식에서 벗어나 성우의 목소리를 생성 AI를 통해 캐릭터에게 학습시키는 방식으로 변화한다면 시간과 비용 모두 대폭 감축될 것이다.

그림 104. AI를 캐릭터 및 대본 형성에 적극 활용한 넷이즈의 세계지의외



자료: 세계지의외, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 유비소프트의 생성 AI 툴 고스트라이터



자료: 유비소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 중국 게임사 AI 접목에 따른 생산성 향상, 비용 감소 현황

게임사	적용 사례	모델/플랫폼	내용
텐센트	게임 개발 과정 전반	자체개발 '게임 라이프 사이클' 솔루션	- 전 단계 포괄, 텐센트 파이프라인의 전 분야와 통합되어 운영 - 텐센트 클라우드를 통해 고객 데이터베이스 비용 최대 85% 절감 목표 - 최상위 보안 패키지, IP, EO-웹방화벽 활용, 보안 강화 - 전세계 11,000개 이상 파트너 보유, 400개 이상 솔루션 제공
텐센트	화영닌자	자체개발 '훈위인'	- 격투 훈련 학습 중 필요 자원과 시간을 90% 이상 절감 - 기존의 속도로는 400자 훈련에 800일 소요 - 캐릭터 공격의 X, Y축 범위, 공간 거리 및 속도 등을 디지털화하여 처리 - 21년부터 강화학습 기술을 적용한 세계 최초 격투 게임
텐센트	원명스타	자체개발 '지넥스(GiiNEX)'	- GDC에서 발표한 지넥스로 3D 도시 제작 - 도시 레이아웃 25분 소요, 수작업 시 5일 소요 - 외관 레이아웃 20분 미만으로 단축, 수작업 대비 50배 효율 달성 - 건물 내부 1시간 이내 제작, 수작업 대비 40배 효율 달성
텐센트	아레나 브레이크아웃	자체 개발 응용프로그램	- 자동 노출 및 유저의 시각 트래킹 기술 사용 - 위성 지도 데이터 식별 후 3D 모델링, 반사 효과 및 조명 기술 구현 - 렌더링된 픽셀 재사용 및 새로운 프레임 저장으로 고화질 유지 - 높은 효율성, 정밀한 구현, 배터리 절약
넷이즈	에기파티	자체 개발	- 유저가 게임 내 '지도'를 무한히 생성 가능 - 유저 생성 지도 1억개 이상, 재생 횟수 1억 2천만 번 이상
넷이즈	나라카: 블레이드포인트	자체 개발	- 23년 3월 유저 자체적으로 스킨을 제작할 수 있는 기능 출시 - 신규 유저에게 AI 적을 배치하여 스킬에 최적화된 전투 진행
넷이즈	세계지외	자체 개발	- 대부분의 캐릭터와 대사가 AI에 의해 생성 - 캐릭터 손가락 6개, 관절 2개 등 물입도 저해 요소 존재
넷이즈	역수한	자체 개발 'Danqing Yue'	- 지능화된 NPC, 이미지, 텍스트, 노래 등을 생성 - 배경, 스킨 등 개인화된 캐릭터로 맞춤 설정, NPC와 대화로 유저 최적화된 플레이 제공
넷드래곤	게임 개발 과정 전반	자체개발	- 23년 일러스트 AI 활용도가 14%에서 58%로 증가 - 일러스트 모델과 LLM의 병용으로 생산성 300% 증가 - AIGC의 도입으로 빈번한 업데이트 진행, 리텐션 증가 효과 - 22년 8월 AI 로봇 '탕위'를 CEO 임명
스티엔 테크놀로지	하마 게임	미드저니	- 22년부터 AI 도구 도입, 작화 과정 효율화, 원가 절감
레니우 게임즈	소울 크로니클	자체개발	- AI 드레스업 인터페이스에 프롬프트 입력으로 원하는 의상을 입힐 수 있음 - 게임 패션쇼 대회 개최, 다른 유저 디자인에 기반한 2차 창작 가능 - 헬멧, 가슴갑옷 등 특정 부위 드레스업 기능 개발 중 - 유저 활성도 20% 증가, 홍보비 30% 감소
자이언트네트웍	게임 일러스트	자체개발 'iImagine'	- 자체 AI 페인팅 플랫폼 iImagine으로 생산성 50~70% 향상 - UI 최적화 효과 80% 이상 달성, 일부 프로젝트 100% AI로 진행
자이언트네트웍	게임 음향 효과	자체개발 'CodeBrain'	- AI 음성 생성 플랫폼 '바이링' 출시, AI NPC 및 홍보 더빙에 적용 - 코드 연구 개발 효율성 30~40% 증대
자이언트네트웍	번역 모델	자체개발 'GiantGPT'	- 대규모 현지 번역 모델과 스마트 질의응답 고객 서비스 구현 - 아웃소싱 비용 절감, 스마트 질의응답으로 문제 해결률 90% 이상 달성
중국 게임 시장	-	-	- 각 비즈니스 라인에서 AI 일러스트 28만장 이상 생산 - AI 일러스트로 평균적으로 60~80%의 작업 시간 절감 - 게임 개발자 대다수가 AI로 20%~50% 이상의 효율성 향상 경험 - 중국 게임 매출 상위 50개사 중 64%가 AIGC에 대한 비전과 계획 수립

자료: 미래셋증권 리서치센터

표 17. 글로벌 게임사 생성 AI 활용 현황

게임사	모델/플랫폼	유형	특징
텐센트	자체개발 '훈위안'	게임 개발	- 3조개 이상의 토큰 학습 후 B2B 서비스 제공, 중국의 기업 AI 시장 선도 - 콘텐츠 생산 파이프라인, 게임 캐릭터 훈련, 인공지능 행동 생성 등에 주력 - '백야극광' 캐릭터 일러스트에 원발만 두개인 모습이 나와 논란이 일어옴
텐센트	자체개발 '지넥스'	게임 개발, 강화학습 NPC, AI 이미지, 3D 콘텐츠	- 24년 3월 GDC에서 생성형 AI 게임엔진 '지넥스' 소개 - '지넥스'를 통해 NPC 대화, 게임 플롯, 도시 건축물 생성 등 다양한 콘텐츠 제작 가능 - 캐주얼 가족게임 '원몽지성(元夢之星)'의 레벨 디자인 툴에 '지넥스' 활용
넷이즈	Chat GPT, 자체개발	AI 이미지, 강화학습 NPC	- '역수한 모바일'에 GPT 적용, 무협게임에 특화된 대화 제공, 1H24 호실적 견인 - NPC가 유저의 음성을 인식하여 상황에 맞게 대답하고 리액션
퍼펙트월드	자체개발	강화학습 NPC, 게임개발	- 지능형 NPC, 장면 모델링, 프로그램, 스토리, 고객 서비스 등의 다양한 분야에서 AI 응용
환송 스튜디오	스테이블 디퓨전, 미드저니	AI 이미지	- 일러스트레이터를 보조하여 그림을 다듬는 업무 톨로 사용
레이아크	미공개	AI 이미지	- '다모2', '사이터스2'의 일러스트를 생성 AI로 제작 - 손이나 장신구 등이 어색하게 표현되며 논란이 일어옴
블리자드	스테이블 디퓨전 기반 자체개발 '블리자드 디퓨전'	게임 개발	- '와우', '디아블로' 등 히트작으로 AI 학습, 생성 이미지에 고유의 아이덴티티 반영 - 게임 제작 시 배경, 캐릭터, 복장에 대한 컨셉트 아트 제작 - 향후 NPC, 레벨 스케일링, 게임 코딩, 음성 등 다양한 개발 전반 과정에 AI를 활용할 계획
EA	자체개발 'AI Seed'	AI 이미지, 강화학습 NPC	- 게임 레벨, 퀘스트, 어아다어 시각화 등 디지털 스케치 작업에 AI 기술 활용 - 대화형 서비스 제공, 플레이어의 플레이를 모방해 NPC 강화학습 진행 - 스스로 학습하는 지능형 NPC와 유저의 시너지를 장기적으로 기대
베데스다	일레븐랩스	AI 음성, 게임 개발	- 전문 성우의 목소리를 AI로 무단 도용하여 비판받음 - '스카이림', '폴아웃4' 등에서 AI 알고리즘을 통해 게임 뱀, 오브젝트 랜덤 생성 및 배치
로블록스	자체개발	3D 콘텐츠, AI 번역	- '아바타 자동 설정'과 '텍스처 생성기 3D 기술'을 탑재하여 3D 콘텐츠 양산 시간 단축 - 3D 신체 메시 즉각 적용, 애니메이션 적용된 아바타로 자동 변환하여 창작 과정 간소화 - 자동 채팅 번역 기능 도입, 상업용 번역 API가 인식할 수 없는 플랫폼 고유 표현 인식 가능 - 100밀리초에 불과한 지연 시간, 학습 기능 탑재 자체적 품질 개선 가능 - 대화형 도구 '어시스턴트' 출시
유비소프트	자체개발 '고스트라이터'	AI 텍스트	- 게임 NPC 대화 초안을 자동 생성
래티튜드	Chat GPT	AI 텍스트	- 텍스트 입력시 미리 입력받은 배경정보, 설정 등을 참조하여 자연스러운 결과 제공 - 인터랙티브 스토리텔링 게임에 실제 적용 중, 창의적 글감 생성 가능
로스트로어	미드저니	AI 이미지	- AI가 새로운 아트웍 구상 및 선제작, 그래픽 디자이너가 수정 및 보완하는 방식 - AI를 통해 약 80%의 비용 및 소모시간 절감
테일월즈	Chat GPT	강화학습 NPC	- '마운트 앤 블레이드2'에 Chat GPT 활용 모드를 출시하여 유저와 다양한 상호작용 - 게임 내 자체처리가 아닌, Chat GPT에서 불러와야한다는 단점 존재

자료: 미래셋증권 리서치센터

표 18. 국내 게임사 생성 AI 활용 현황

게임사	모델/플랫폼	유형	특징
넥슨	자체개발	AI 음성, AI 텍스트, AI 게임 중계 강화학습 NPC	- '더 파이널스' 게임 나레이션과 캐릭터 음성 일부에 TTS AI 생성 음성 적용 - 소형 생성 AI '보이스크리에이터'로 '메이플스토리' 광고 및 코드 제작 활용 - 유명 게임 디렉터의 목소리를 동일한 수준으로 생성, 성우 녹음 없이 NPC에 적용 - 이용자의 조작에 반응하는 실시간 게임 중계 서비스 제공 - NPC-이용자 간 양방향 소통 가능, 플레이 조인 도우미 기술 검토 중 - '넥슨 실험실'으로 관련 기술, 개인화 콘텐츠를 지속적 시험 예정
넥슨	자체개발 '게임스케일'	AI 데이터 분석	- 유저의 스타일에 맞게 서비스를 개인화, 유저 경험 극대화에 집중 - '플랫폼 서비스', '데이터 솔루션' 등 B2B 솔루션 제공 - '던전앤파이터 모바일' 출시 3시간 만에 불법 유저 탐지, '카트라이더' 이탈 가능 유저 40% 재접속 유도 - 개인화 광고로 유저 체류율 164% 늘리는 효과
크래프톤	스테이블 디퓨전, 자체개발 AI 병용	게임 개발, AI 음성, 강화학습 NPC, AI 이미지, AI 텍스트	- 사내 딥러닝 솔루션 이용료 지원, 자체 제작 AI 톨 배포, 전 직원 90% 이상 AI 톨 활용 - 25년 출시 신작 '눈물물마시는새' 스테이지 설계 및 NPC 대사 설정 활용 연구 - '인조이' 실제 의상 및 가구 구현 시 '크래프Talk'등 인하우스 AI 도구 활용 - 24시간 상호작용 가능한 NPC 구현을 위한 도구 연구 개발 - '렐루게임즈'의 GPT 기반 '언커버더스모킹킹', '디펜스더비' 등에 AI 기술 적용
크래프톤	자체개발 '버추얼 프렌드'	게임 개발, AI 음성, 강화학습 NPC, AI 이미지, AI 텍스트	- 유저와 친구처럼 대화하며 게임하는 '버추얼프렌드' 25년 내 도입 목표 - 유저의 게임 화면을 시각적으로 이해하고 자연어로 대화 및 난이도 측정 가능 - 감정을 담아 텍스트를 읽는 TTS, 사람 얼굴로 3D 아바타 생성하는 기술 등 적용 및 개발
스마일게이트	하이퍼클로바X	게임 개발	- 하이퍼클로바X를 활용하여 게임 리소스 제작을 효율화하는 것이 목적 - 향후 게임 내 NPC의 메타휴먼 고도화 프로젝트에도 적용할 예정
엔씨소프트	자체개발 '바르코', 자체개발 번역엔진	AI 이미지, AI 텍스트, 버추얼 휴먼	- 텍스트 기반 이미지 생성(바르코 아트), 텍스트 생성(바르코 텍스트), AI NPC 제작(바르코 아바타) - 구글 제미니를 연동, 개발 프로세스 최적화 노력 - 업데이트로 대규모 데이터를 학습, 컨텍스트 길이를 4k로 확장 등 기술 투입 - 24년 내 개발 목표로 사운드 리소스 제작 및 편집(바르코 오디오) 등 개발 중 - 해외 시장 보조 수단으로서 게임 가이드 및 콘텐츠 검색, 전달, 문의 응답(바르코 챗) 제공
엔씨소프트	자체개발	강화학습 NPC	- 다양한 상황에 맞게 지능적인 전투를 선보이는 AI를 사용, '리니지 리마스터'에 적용 - AI 스스로 필요한 데이터 수집하는 Self-play learning 기술을 적용 - 세계 최초 수십명 전투 수행 콘텐츠를 상용화 수준까지 구현 - MMORPG의 반복되는 패턴으로 촉발되는 피로감 개선
넷마블	자체개발	AI 음성, AI 텍스트, 강화학습 NPC, AI 데이터 분석, AI 번역 기능	- 지능형 게임 제작(마젤란실), AI 기술로 게임 운영(콜럼버스실), 데이터 수집(빅데이터실) - 마젤란실: 음성 합성 연구 진행, 'A3: 스틸얼라이브'에 음성 AI 적용하여 퀘스트 자동 실행 - 콜럼버스실: 작업장 등 어뷰징 감지, 유저 생애구간 분석을 통한 게임 PLC 개선 목표 - 빅데이터실: 유저 로그 데이터 수집 및 가공, 콜럼버스실과 시너지 기대 - '아스달연대기'에 AI 검색기 '지식의서' 도입, 게임 정보 및 공약 제공
위메이드 플레이	스테이블 디퓨전, 자체개발 '애니'	AI 이미지	- 10만장 이상 이미지 머신러닝, '애니팡4' IP를 미세 조정 - 25%의 제작기간 단축 효과, 원화가 총원 규모 감축 효과 - 스테이블 디퓨전 자체 파인튜닝하여 이미지 생성률 개발 - 게임 유저 수요를 정확히 예측한 디자인, 24년 9월 애니팡 신작 출시
슈퍼캐트 (핑크랜드)	스테이블 디퓨전	AI 이미지	- 텍스트 입력 시 원하는 이미지 리소스 생성, 개발 중인 게임에 즉시 적용 가능 - 일반모드 및 고급모드 모두 무료 제공, 일반모드에서는 한글 지원 자동 번역 기능 탑재 - 고급모드는 일반모드에서 생성한 이미지를 수정 및 세부조건 설정 가능
픽셀플레이 (픽셀배틀)	Chat GPT	게임 개발, AI 텍스트	- 픽셀배틀은 1,000만번 이상 학습시킨 AI를 개발 과정에 투입, 효율을 높임 - Chat GPT로 스토리 콘텐츠 제작 및 반영 - 이용자가 직접 생성형 AI를 활용한 콘텐츠 공모, NFT 증명 진행 - ChatGPT, 미드저니, TTS를 활용한 프리퀀 영상 제작
다에리소프트 (엘리멘탈)	Chat GPT	게임 개발	- Chat GPT로 게임 내 코드 제작 - 실제로 자동 이동 시 최단 경로 탐색 드의 알고리즘을 Chat GPT와 문답으로 제작 - 제작 완료된 개발코드에도 추가 요구사항을 Chat GPT에 입력하면 개선된 결과를 출력

자료: 미래에셋증권 리서치센터

스토리 커스터마이징 가능성

서브컬처 게임사의 가장 큰 수혜 예상

게임 내 생성 AI 도입은 게임 전반 장르에서 긍정적인 변화를 만들어낼 것이나 수혜의 정도와 속도는 다르게 나타날 것이다. 1) RPG 장르에서의 NPC 적용에 따른 몰입감 상승, 2) MOBA, RTS, FPS 등 멀티플레이어 대전 장르에서의 AI 팀원 적용에 따른 밸런스 조절 효과, 3) 캐주얼 장르에서의 AI 기반 신규 스테이지 형성에 따른 콘텐츠 공급 속도 증가, 4) 로그라이크 장르에서의 AI 추론 기반 선택지 제공에 따른 스트레스 경감 등이 대표적이다.

다양한 게임 장르 중에서도 가장 극적인 변화는 스토리 전개가 중심이 되는 서브컬처 수집형 RPG 장르에서 나타날 것으로 판단한다. AI 도입을 통한 밸런스 조절, 신규 콘텐츠 공급 속도 증가 등도 물론 긍정적인 부분이지만 생성 AI의 게임 내 NPC 도입은 게임의 몰입감 자체를 극적으로 향상시키기 때문이다.

NPC가 개발 단계에서 정해진 획일화된 대답을 하는 것에서 나아가 플레이어 개인에 대한 자유로운 대화를 하는 수준까지 올라갈 것이다. 매력적인 서사를 가진 캐릭터가 자신과 교감을 하게 된다면 수집에 대한 욕구가 극대화될 것이다. 본인과 교감까지 가능한 애정캐가 나왔을 때 그저 명함만 뽑아갈 유저가 얼마나 될지 생각하면 답은 명확하다.

그림 106. 캐릭터와의 대화 진행을 통한 스토리 전개가 일반적인 서브컬처 게임



자료: 본인 화면, 블루아카이브, 미래에셋증권 리서치센터

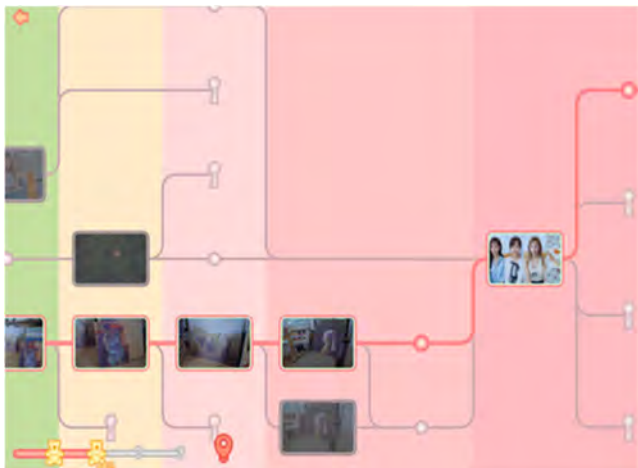
'젠장! 미녀들에게 포위당했어!'

남성향, 여성향 시뮬레이션 게임들의 인기는 해마다 증가하고 있으며 AI와의 접목이 성장을 가속화할 전망이다. 스팀에서 작년 10월 출시되어 흥행에 성공한 '젠장! 미녀들에게 포위당했어!'라는 작품이 있다. 중국 개발사 인티니에서 출시한 남성향 실사 연애 시뮬레이션 게임으로 출시된지 한 달만에 80만장, 3천만 위안 이상의 수익을 올리며 흥행에 성공했다. 현재까지 200만장 이상의 판매량을 올린 것으로 추정된다.

초기 스팀 동접자 6만명대를 기록했으며 유저의 긍정 평가는 92%로 압도적인 호평을 받은 작품이다. 플레이어는 평범한 남자 주인공으로 서로 다른 외모와 성격을 가진 6명의 미녀들과 사랑에 빠지게 되는 스토리다. 데이트 계획을 선택하고, 플롯을 진행하면서 100개 이상의 분기 라인과 12개의 엔딩을 다르게 즐길 수 있다.

'젠장! 미녀들에게 포위당했어!'의 흥행 이후로 실사 연애 시뮬레이션 게임들이 쏟아지고 있으며 생성 AI와의 접목이 본격화되고 있다. '미녀, 응접불가'와 같은 최근 게임들은 엔딩까지 끝내면 AI 여성 캐릭터를 획득하고 대화가 가능해진다. 해당 AI들은 개별 유저의 행동, 선택, 습관을 학습하여 해당 유저만의 유일한 AI가 되어준다.

그림 107. '젠장! 미녀들에게 포위당했어!' 선택 분기점들



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. '미녀, 응접불가'에서 획득 가능한 6개의 AI 캐릭터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI 연애 시뮬레이션의 흥행 잠재력

최근 상승하고 있는 AI 기반 연애 시뮬레이션 콘텐츠의 인기는 서브컬처 게임 내 AI NPC가 도입이 되었을 때의 폭발적인 파급효과를 짐작하게 한다. 하이퍼커넥트의 AI 미연시 게임 '나만의 작은 아이돌'이 대표적인 사례다. 단순히 정해진 선택지대로만 게임을 플레이하는 것이 아니라 AI 히로인(NPC)과 자유롭게 대화하면서 플레이가 가능하다. 자유로운 대화를 하면 AI가 채점을 하고 호감도의 상승, 하락이 발생한다.

스캐터랩의 AI 챗봇 서비스 플랫폼 '제타'의 인기도 뜨겁게 올라오고 있다. 제타에서는 이용자가 만들고 싶은 캐릭터의 이미지, 이름, 특징 등을 프롬프트에 입력하면 AI 캐릭터를 생성할 수 있다. 유저는 해당 캐릭터와 채팅을 하며 원하는 상황극을 할 수 있다. 6월부터 다운로드 및 매출이 폭발적으로 증가하고 있다. 월간 다운로드 수는 10만건을 돌파했으며 MAU도 30~40만명 수준까지 상승한 것으로 추정된다.

그림 109. AI 미연시 '나만의 작은 아이돌'



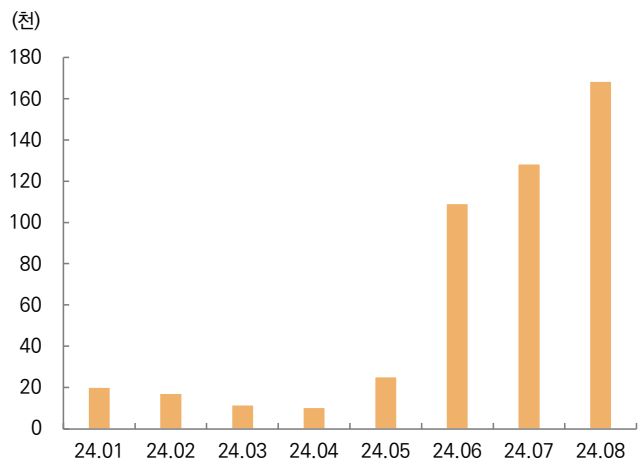
자료: 나만의 작은 아이돌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. AI 챗봇 서비스 플랫폼 '제타'



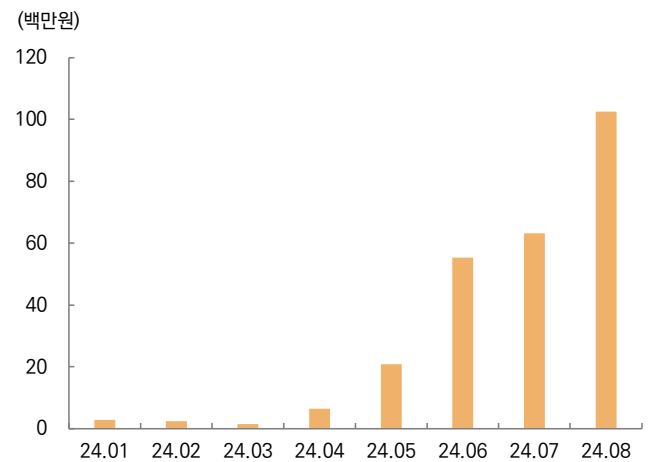
자료: 제타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 제타 월간 다운로드 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 제타 월간 매출 추이



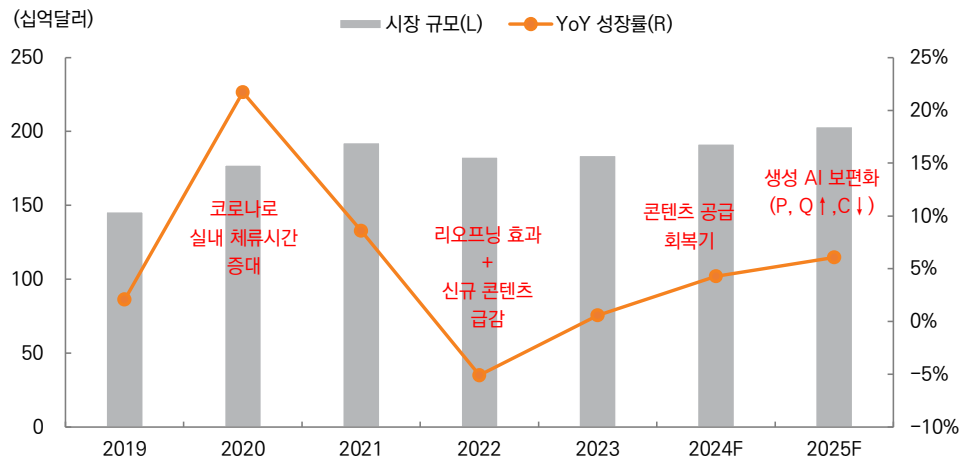
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

V. 밸류에이션

글로벌 게임사 전반의 밸류에이션은 1) 2020년 코로나 영향으로 증가한 실내 체류시간이 게임 업종 실적 호조로 이어지며 상승, 2) 2021~2022년 리오프닝에 따른 실내 체류시간 감소 및 재택근무에 따른 신작 공급 둔화 영향으로 하락, 3) 2023년 이후로는 생성 AI 도입에 따른 게임 업종 구조적 개선에 대한 기대감으로 상승하였다.

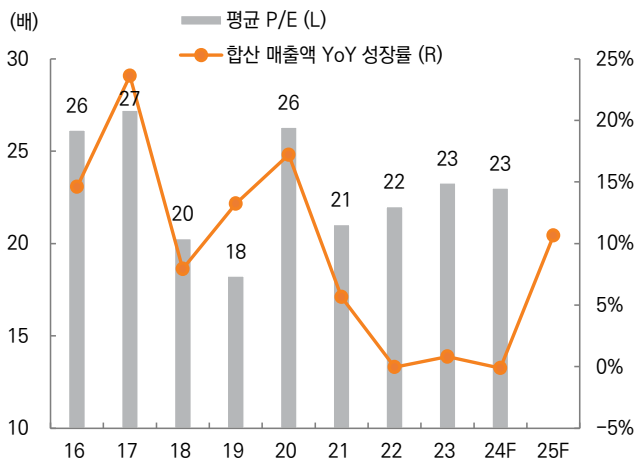
글로벌 게임 시장은 2022년 리오프닝 효과, 신규 콘텐츠 급감으로 인해 일시적으로 역성장했으나 주요 게임사들의 콘텐츠 공급이 정상화되면서 2023년부터 성장 전환하였다. 2025년 이후로는 1) 생성 AI 활용에 따른 신규 콘텐츠 공급 증가에 따른 탑라인 성장세 회복, 2) 인건비 부담 감소에 따른 게임사 수익성 개선이 이어지며 리레이팅이 이어질 전망이다.

그림 113. 글로벌 게임 시장 규모 전망



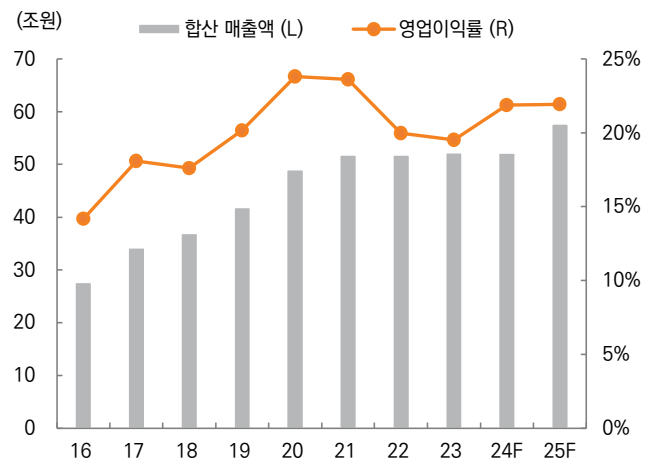
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 114. 글로벌 주요 게임사 P/E, 매출액 YoY 성장률



주: 7개 게임사 EA, 닌텐도, 반다이남코, 넥슨, 스퀘어에닉스, 코나미, 사이버에이전트로 계산
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 115. 글로벌 주요 게임사 합산 매출액, 영업이익률

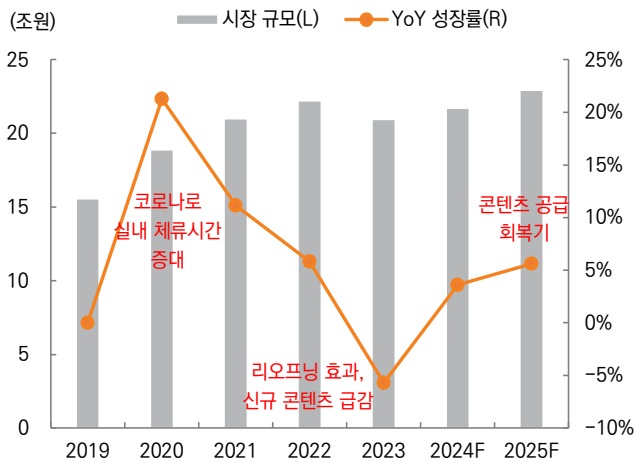


주: 7개 게임사 EA, 닌텐도, 반다이남코, 넥슨, 스퀘어에닉스, 코나미, 사이버에이전트로 계산
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 게임 시장은 글로벌과 달리 2023년까지 부진이 심화되었다. 국내 시장이 MMORPG 장르로의 편중이 17년 이후 지속적으로 심화되면서 라이트 유저들이 이탈한 데 따른 영향이다. 2024년부터는 성장 전환에 성공하는 모습이지만 국내 게임 시장 내에서 국내 게임사가 차지하는 비중은 오히려 급격한 감소를 겪고 있다.

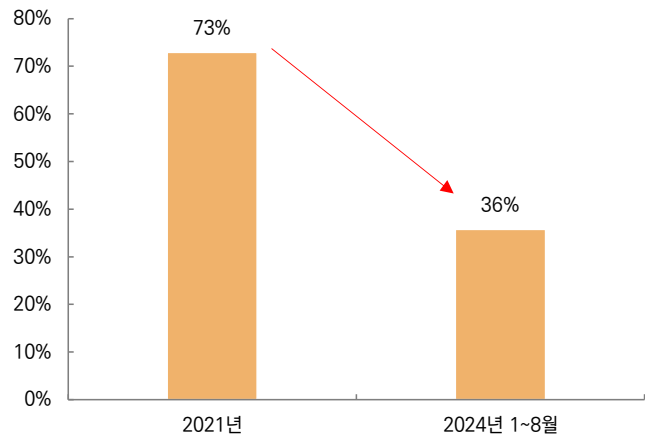
여전히 국내 MMORPG 시장이 메인인 국내 게임사들의 디레이팅은 지속될 것으로 보이며 시프트업과 넥슨게임즈와 같이 1) 비MMORPG 장르로 해외에서 성과를 보이면서, 2) 멀티 플랫폼에서의 개발력을 입증하는 곳들만이 리레이팅이 가능할 전망이다. 2021년 국내 모바일 게임 시장에서 70% 이상을 차지했던 MMORPG 비중은 이미 30%대까지 하락했으며 매출 상위권에는 국내 개발사보다 해외 개발사가 많은 것이 현실이다.

그림 116. 국내 게임 시장 규모 전망



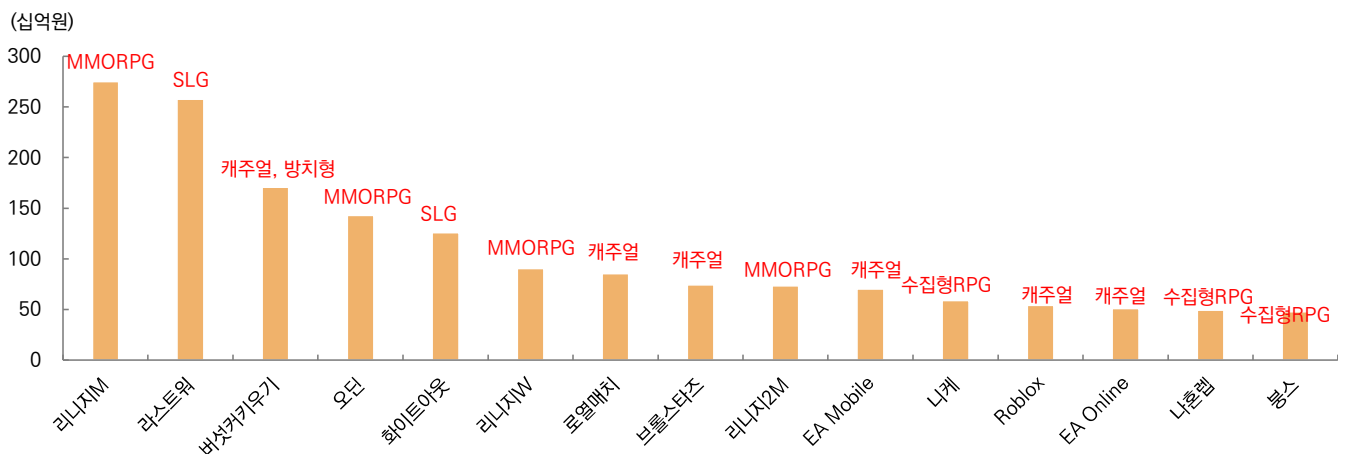
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 117. 국내 모바일 게임 Top 15 매출 내 MMORPG 비중



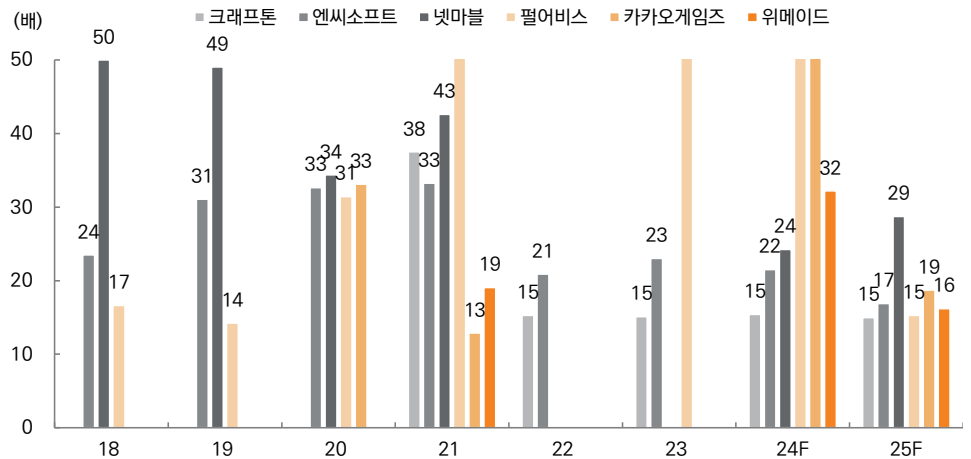
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 국내 매출 Top 15 24년 1~8월 매출액



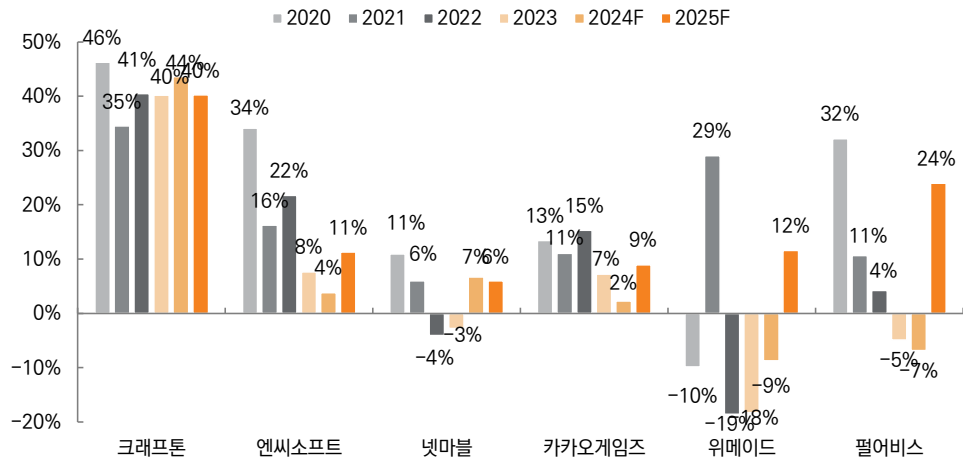
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 시총 상위 6개사 P/E 추이



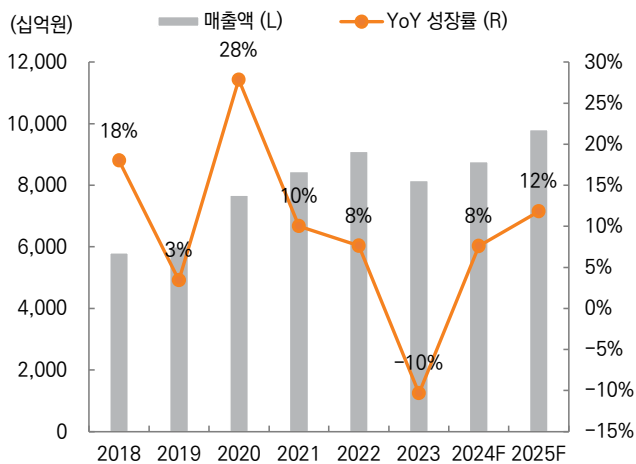
주: 신규 상장사 시프트업 제외 6개사(크래프톤, 넷마블, 엔씨, 펠어비스, 카겜, 위메이드), 24, 25년은 컨센서스 추정치
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 시총 상위 6개사 연간 영업이익률 추이



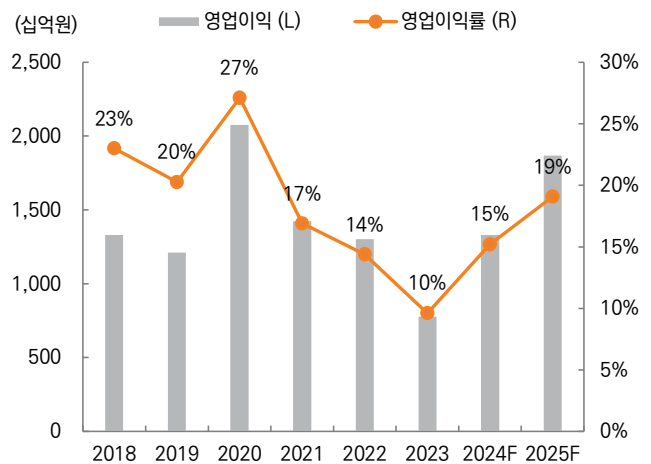
주: 신규 상장사 시프트업 제외 6개사(크래프톤, 넷마블, 엔씨, 펠어비스, 카겜, 위메이드)
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 121. 시총 상위 6개사 합산 연간 매출액 추이



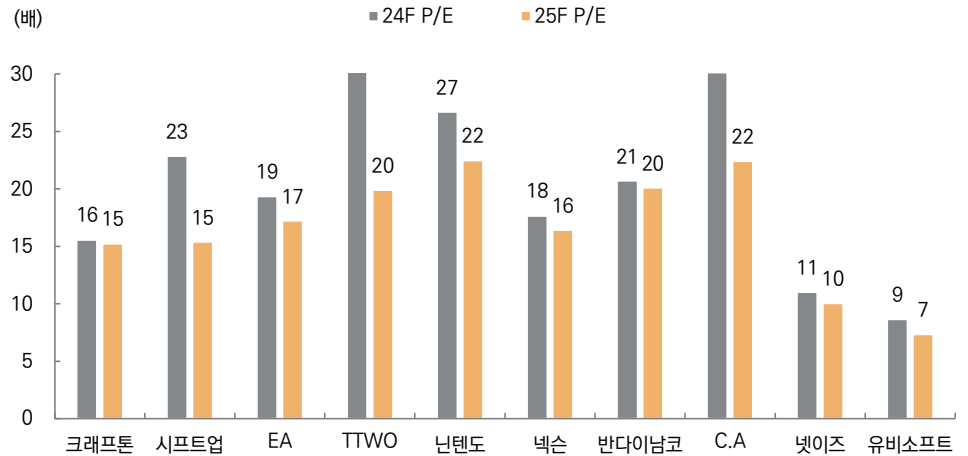
주: 신규 상장사 시프트업 제외 6개사(크래프톤, 넷마블, 엔씨, 펠어비스, 카겜, 위메이드)
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 122. 시총 상위 6개사 합산 연간 영업이익, 영업이익률 추이



주: 신규 상장사 시프트업 제외 6개사(크래프톤, 넷마블, 엔씨, 펠어비스, 카겜, 위메이드)
 자료: 미래에셋증권 리서치센터추정

그림 123. 글로벌 주요 게임사 24F, 25F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 글로벌 게임 기업 Valuation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	15,709	15.6	15.2	5.9	5.3	2.4	2.1	10.5	9.6	40.4	40.8
시프트업	3,372	22.8	15.4	14.8	10.0	4.3	3.4	19.3	14.0	72.7	68.3
넷마블	4,942	24.5	29.0	1.7	1.7	0.9	0.9	14.7	14.8	7.6	7.7
엔씨소프트	3,912	21.3	16.7	2.5	2.1	1.1	1.1	14.0	8.4	5.0	11.4
넥슨게임즈	1,003	12.9	8.9	3.1	2.6	2.9	2.2	7.1	5.6	33.3	36.5
위메이드	1,159	33.2	16.7	1.4	1.3	4.3	3.4	-	12.2	-0.1	12.7
플레이비스	2,162	115.5	15.3	6.3	3.5	2.9	2.5	172.9	10.6	-5.2	24.5
카카오게임즈	1,386	54.1	18.6	1.4	1.2	1.0	0.9	14.1	10.0	4.6	9.7
NHN	600	17.9	7.5	0.2	0.2	0.4	0.4	2.4	2.2	4.5	4.8
네오위즈	473	12.3	10.9	1.3	1.2	0.9	0.8	5.3	4.9	8.8	9.6
컴투스	458	17.2	11.4	0.7	0.6	0.4	0.4	14.4	8.5	2.0	4.9
더블유게임즈	1,054	6.1	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	3.1	3.0	38.8	38.5
웹젠	604	8.6	6.6	2.6	2.1	0.9	0.8	5.2	3.9	26.8	30.1
조이시티	118	13.3	10.6	0.8	0.7	1.0	0.9	11.0	8.8	8.8	9.9
Electronic Arts (US)	51,212	19.3	17.2	5.0	4.7	5.0	4.7	14.2	13.4	32.0	31.3
Take Two Interactive	36,807	61.7	19.9	4.9	3.4	4.7	4.2	39.3	15.6	11.2	18.2
Nintendo (JP)	94,328	26.7	22.5	7.0	5.4	3.3	3.1	18.7	15.9	27.6	26.1
Nexon	21,525	17.7	16.4	4.6	4.3	2.2	2.0	10.2	9.1	32.4	33.9
Bandai Namco	19,757	20.7	20.1	1.9	1.8	2.8	2.6	10.4	10.2	12.3	12.5
Konami	18,154	26.0	23.8	4.8	4.5	3.8	3.4	14.2	13.3	24.2	24.8
Cyber Agent	4,850	30.1	22.4	0.6	0.6	3.3	3.0	9.5	9.0	5.2	5.4
Square Enix	6,319	20.1	19.7	2.1	2.0	1.9	1.8	8.3	8.1	13.9	13.9
Tencent (CH)	597,492	15.2	13.6	4.8	4.4	3.3	2.8	13.2	11.9	31.9	33.3
NetEase	67,338	11.0	10.0	3.3	3.0	2.5	2.2	7.6	7.1	28.2	29.2
Kingsoft	4,834	20.8	16.8	2.6	2.3	1.1	1.1	2.4	2.1	28.6	29.4
Youzu Interactive	1,268	27.1	19.3	4.1	3.6	1.4	1.3	19.1	15.4	14.5	11.8
Ubisoft (FR)	2,602	8.6	7.3	0.7	0.7	0.9	0.8	2.6	2.6	15.0	17.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

부록. 국가별 최근 5개년 모바일 매출 Top 50

표 20. 국내 최근 5개년 모바일 매출 Top 50

No.	2019	2020	2021	2022	2023
1	리니지M	리니지2M	리니지2M	리니지W	리니지M
2	블레이드&소울 레볼루션	리니지M	리니지M	리니지M	오딘: 발할라 라이징
3	리니지2M	Rise of Kingdoms	오딘: 발할라 라이징	오딘: 발할라 라이징	나이트 크로우
4	리니지2 레볼루션	V4	리니지W	리니지2M	리니지W
5	검은사막 모바일	바람의나라: 연	기적의 검	던전앤파이터 모바일	리니지2M
6	Rise of Kingdoms	기적의 검	Cookie Run: Kingdom	히어로즈 테일즈	EA SPORTS F Mobile
7	Brawl Stars	KartRider Rush+	제2의 나라: Cross Worlds	FIFA ONLINE 4 M	아키에이지 워
8	FIFA ONLINE 4 M	AFK 아레나	원신	원신	원신
9	환상모의전	블레이드&소울 레볼루션	세븐나이츠2	HIT2	EA SPORTS FC Online M
10	피망 포커: 카지노 로얄	리니지2 레볼루션	Rise of Kingdoms	Roblox	Whiteout Survival
11	로한M	뮤 아크엔젤	바람의나라: 연	우마무스메 프리티더비	붕괴: 스타레일
12	왕이 되는 자	FIFA ONLINE 4 M	블레이드&소울 레볼루션	Rise of Kingdoms	데블M
13	뮤오리진2	A3: 스틸얼라이브	V4	블레이드&소울 레볼루션	Roblox
14	모두의마블	세븐나이츠2	그랑사가	기적의 검	니케
15	에오스 레드	R2M	리니지2 레볼루션	FIFA Soccer	세븐나이츠 키우기
16	The King of Fighters ALLSTAR	라그나로크 오리진	FIFA ONLINE 4 M	탕탕특공대	히트2
17	V4	검은사막 모바일	삼국지 전략판	블레이드&소울2	탕탕특공대
18	Summoners War	메이플스토리M	KartRider Rush+	뮤오리진3	Royal Match
19	기적의 검	피망 포커: 카지노 로얄	뮤 아크엔젤	Cookie Run: Kingdom	프라이아 전기
20	바람의 대륙	Random Dice: Defense	메이플스토리M	리니지2 레볼루션	블레이드&소울 레볼루션
21	세븐나이츠	원신	R2M	한게임 포커	아레스 : 라이브 오브 가디언즈
22	일곱 개의 대죄	PUBG Mobile	State of Survival: Zombie War	메이플스토리M	Gardenscapes
23	붕괴3rd	Brawl Stars	블레이드&소울2	제2의 나라: Cross Worlds	한게임 포커
24	PUBG Mobile	Guardian Tales	Roblox	Puzzles & Survival	MapleStory M
25	프린세스 커넥트 Re:Dive	소년삼국지2	히어로즈 테일즈	Diablo Immortal	던전앤파이터 모바일
26	Fate/Grand Order	Summoners War	PUBG Mobile	KartRider Rush+	Top War: Battle Game
27	메이플스토리M	Cookie Run: OvenBreak	Brawl Stars	삼국지 전략판	픽셀 히어로
28	Mafia City	Gardenscapes	A3: 스틸얼라이브	PUBG Mobile	CookieRun: Kingdom
29	달빛조각사	명일방주	FIFA Soccer	바람의나라: 연	Rise of Kingdoms
30	황제라 칭하라	Age of Origins	MIR4	Last Fortress: Underground	리니지2 레볼루션
31	Lords Mobile: Kingdom Wars	컴투스프로야구2023	피망 포커: 카지노 로얄	승리의 여신: 니케	우마무스메
32	한게임 포커	한게임 포커	Epic Seven	한게임포커 클래식	Age of Origins
33	Clash of Clans	Epic Seven	Summoners War	Pokémon GO	PUBG MOBILE
34	Epic Seven	황제라 칭하라	One Punch Man	Brawl Stars	한게임 스티드&맷고
35	컴투스프로야구2023	Roblox	Guardian Tales	피망 포커: 카지노 로얄	히어로즈 테일즈
36	Cookie Run: OvenBreak	FIFA Soccer	검은사막 모바일	Gardenscapes	Puzzles & Survival
37	MARVEL Future Fight	환상모의전	컴투스프로야구2023	세븐나이츠 레볼루션	한게임포커 클래식
38	Last Shelter: Survival	Empires & Puzzles	Cookie Run: OvenBreak	R2M	Candy Crush Saga
39	킹 오브 더 킹	Lords Mobile: Kingdom Wars	한게임 포커	양상블 스타즈!! Music	TFT 모바일
40	Homescapes	Homescapes	Gardenscapes	Top War: Battle Game	뮤 모나크
41	공수의 전설	바람의 대륙	Homescapes	Epic Seven	라그나로크M
42	십이지천M	마구마구 2023	트릭스터M	State of Survival: Zombie War	Brawl Stars
43	검은강호: 환생	왕이 되는 자	AFK 아레나	Cookie Run: OvenBreak	Tower of God: New World
44	Guns of Glory	Fate/Grand Order	Empires & Puzzles	Homescapes	Valor Legends
45	윈조이 포커	붕괴3rd	Age of Origins	Summoners War	블루 아카이브
46	삼국지M	Clash of Clans	Top War: Battle Game	엔디셈버	Homescapes
47	소녀전선	State of Survival: Zombie War	뮤 아크엔젤2	V4	Eversoul
48	Clash Royale	슬램덩크	Lords Mobile: Kingdom Wars	Empires & Puzzles	미르2: 왕의 귀환
49	Gardenscapes	케페우스M	미니어스	2X	피망 포커
50	아르카	일곱 개의 대죄	마구마구 2023	Candy Crush Saga	KartRider Rush+

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 일본 최근 5개년 모바일 매출 Top 50

No.	2019	2020	2021	2022	2023
1	Fate/Grand Order	몬스터 스트라이크	우마무스메 프리티더비	우마무스메 프리티더비	몬스터 스트라이크
2	몬스터 스트라이크	Fate/Grand Order	Fate/Grand Order	몬스터 스트라이크	우마무스메
3	Puzzle&Dragons	황야행동	몬스터 스트라이크	Fate/Grand Order	페이트 그랜드오더
4	황야행동	프로야구 스피리츠A	프로야구 스피리츠A	프로야구 스피리츠A	프로야구 스피리츠A
5	드래곤볼Z	Puzzle&Dragons	Puzzle&Dragons	원신	Puzzle&Dragons
6	Pokémon GO	드래곤퀘스트 워크	Pokémon GO	Puzzle&Dragons	드래곤퀘스트 워크
7	그랑블루 판타지	Pokémon GO	드래곤퀘스트 워크	드래곤퀘스트 워크	원신
8	프로야구 스피리츠A	드래곤볼Z	황야행동	Pokémon GO	니케
9	드래곤퀘스트 워크	방치소녀	원신	황야행동	포켓몬고
10	LINE : 디즈니 썸썸	프린세스커넥트! Re:Dive	방치소녀	Puzzles & Survival	붕괴: 스타레일
11	로맨싱사가 리유니버스	Disney Twisted Wonderland	드래곤볼Z	방치소녀	드래곤볼Z
12	아이돌마스터 신데렐라걸즈	LINE : 디즈니 썸썸	양상블 스타즈!! Music	하츠네 미쿠	하츠네 미쿠
13	프린세스커넥트! Re:Dive	아이돌마스터 신데렐라걸즈	LINE : 디즈니 썸썸	드래곤볼Z	블루 아카이브
14	실황 파워풀 프로야구	Mafia City	하츠네 미쿠	Heaven Burns Red	황야행동
15	Mafia City	로맨싱사가 리유니버스	Mafia City	양상블 스타즈!! Music	Puzzles & Survival
16	방치소녀	실황 파워풀 프로야구	로맨싱사가 리유니버스	LINE : 디즈니 썸썸	eFootball™ 2024
17	뱅 드림! 걸즈밴드 파티!	드래곤퀘스트 택트	Disney Twisted Wonderland	드래곤퀘스트 택트	ONE PIECE 바운티 래쉬
18	별의 드래곤퀘스트	그랑블루 판타지	드래곤퀘스트 택트	로맨싱사가 리유니버스	양상블 스타즈!! Music
19	하얀 고양이 프로젝트	파이널판타지 BE:WOTV	Puzzles & Survival	삼국지 전략판	Heaven Burns Red
20	LINE 보글보글	명일방주	프린세스커넥트! Re:Dive	LINE 보글보글	LINE : 디즈니 썸썸
21	검은사막 모바일	eFootball™ 2023	아이돌마스터 신데렐라걸즈	리니지W	메멘토모리
22	일곱개의 대죄	Gardenscapes	Homescapes	ONE PIECE 바운티 래쉬	로맨싱사가 리유니버스
23	요괴워치 푸니푸니	양상블 스타즈!! Music	LINE 보글보글	Yu-Gi-Oh! Master Duel	방치소녀
24	SINoALICE	원신	실황 파워풀 프로야구	Mafia City	Royal Match
25	DRAGON BALL LEGENDS	뱅 드림! 걸즈밴드 파티!	명일방주	승리의 여신: 니케	Gardenscapes
26	Yu-Gi-Oh! Duel Links	LINE 보글보글	일일 실내실	Homescapes	노부나가의 야망 패도
27	PUBG Mobile	Homescapes	eFootball™ 2023	블루 아카이브	드래곤 퀘스트 전략 RPG
28	새도우버스	일곱개의 대죄	그랑블루 판타지	명일방주	블루 록 프로젝트
29	Fire Emblem Heroes	Rise of Kingdoms	파이널판타지 BE:WOTV	아이돌마스터 신데렐라걸즈	명일방주
30	Homescapes	제 5인격	Gardenscapes	ONE PIECE 트레저 크루즈	LINE 보글보글
31	KINZA	Toon Blast	삼국지 패도	일일 실내실	삼국지 전략판
32	아이돌마스터 밀리언라이브!	하얀 고양이 프로젝트	Toon Blast	실황 파워풀 프로야구	Homescapes
33	제 5인격	일일 실내실	제 5인격	Gardenscapes	냥코대전쟁
34	ONE PIECE 트레저 크루즈	PUBG Mobile	Age of Origins	요괴워치 푸니푸니	ONE PIECE 트레저 크루즈
35	리니지2 레볼루션	아주르 레인	Rise of Kingdoms	Age of Origins	Disney Twisted Wonderland
36	아주르 레인	드래곤 판타지	일곱개의 대죄	삼국지 패도	요괴워치 푸니푸니
37	냥코대전쟁	별의 드래곤퀘스트	냥코대전쟁	Disney Twisted Wonderland	픽셀 히어로
38	마법소녀 마도카 마기가 외전	기적의 검	PUBG Mobile	프린세스커넥트! Re:Dive	Age of Origins
39	eFootball™ 2023	러브라이브! ALL STARS	삼국지 전략판	그랑블루 판타지	Monster Hunter Now
40	Gardenscapes	요괴워치 푸니푸니	하얀 고양이 프로젝트	DRAGON BALL LEGENDS	아이돌마스터 신데렐라걸즈
41	Summoners War	DRAGON BALL LEGENDS	Lords Mobile: Kingdom Wars	냥코대전쟁	제발 사장님!
42	신삼국지 모바일	Fire Emblem Heroes	DRAGON BALL LEGENDS	전생했더니 슬라임이던 건~	Fishdom
43	#나침반	AFK 아레나	요괴워치 푸니푸니	Toon Blast	그랑블루 판타지
44	파판 BRAVE EXVIUS	Yu-Gi-Oh! Duel Links	제2의 나라: Cross Worlds	Lords Mobile: Kingdom Wars	Mafia City
45	드래곤퀘스트 몬스터즈	라이프애프터	ONE PIECE 트레저 크루즈	일곱개의 대죄	DRAGON BALL LEGENDS
46	마법사와 검은 고양이 워드	냥코대전쟁	기적의 검	제발 사장님!	어둠의 실력자가 되고 싶어서!
47	환상모의전	SINoALICE	아주르 레인	아주르 레인	일일 실내실
48	양상블 스타즈!! Basic	아이돌마스터 밀리언라이브!	라이프애프터	Top War: Battle Game	Top War: Battle Game
49	KING's RAID	ONE PIECE 트레저 크루즈	Call of Duty®: Mobile	삼국지 환상대륙	일곱개의 대죄
50	바람의 대륙	Call of Duty®: Mobile	별의 드래곤퀘스트	파이널판타지 BE:WOTV	주술회전

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 중국 최근 5개년 모바일 매출 Top 50

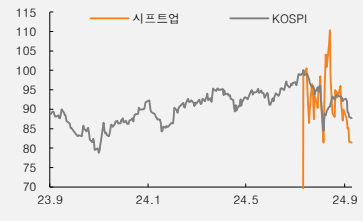
No.	2019	2020	2021	2022	2023
1	왕자영요	왕자영요	왕자영요	왕자영요	왕자영요
2	화평정영	화평정영	화평정영	화평정영	화평정영
3	몽환서유	삼국지전략판	몽환서유	원신	원신
4	완미세계	몽환서유	삼국지전략판	몽환서유	역수한
5	음양사	AFK아레나	원신	삼국지전략판	붕괴: 스타레일
6	대화서유	솔토지빈	천애명월도	LoL와일드리프트	삼국지전략판
7	QQ스피드	천애명월도	해리포터	TFT 모바일	몽환서유
8	솔토지빈	음양사	라이즈오브킹덤즈	천열화선	LoL와일드리프트
9	카트라이더	대화서유	천열화선	일념소요	에기파티
10	삼국지전략판	신무4	일념소요	낙시왕배틀	TFT 모바일
11	명일방주	원신	대화서유	솔토지빈	낙시왕배틀
12	신무4	천열화선	음양사	디아블로이모탈	천열화선
13	천녀유혼	QQ스피드	솔토지빈	나루토	장안환상
14	난세왕자	신소오강호	LoL와일드리프트	QQ스피드	나루토
15	QQ댄스	부생위경가	신무4	JJ또우디주	Fish Kingdoms
16	천룡팔부수	나루토	나루토	신무4	CoA
17	나루토	삼국지환상대륙	QQ스피드	문도	QQ스피드
18	드래곤판타지	명일지후	투라대륙:혼사대결	음양사	JJ또우디주
19	Anipop	천녀유혼	문도	인피니트라그랑주	Anipop
20	레드폴스OL	라이즈오브킹덤즈	JJ또우디주	Anipop	메이플스토리M
21	명일지후	최강와우	명일지후	탑워: 배틀게임	솔토지빈
22	천열화선	QQ댄스	TFT 모바일	Sky: 빛의 아이들	도유휴한포어
23	페이트그랜드오더	소년삼국지	환락두지주	명일지후	메탈슬러그
24	요정성전	명일방주	원피스	대화서유	환당지
25	단도전세	포세이큰월드	콜오브듀티	명일방주	명일방주
26	신검협연	브롤스타즈	몽환신주선	라이즈오브킹덤즈	지침사천마작
27	붕괴3rd	일몽강호	Anipop	문명과정복	포어대가
28	일몽강호	문도	명일방주	해리포터	전봉극속
29	훈투라	Anipop	천유	QQ댄스	QQ댄스
30	환상모의전	완미세계	부생위경가	천애명월도	음양사
31	문도	몽환서유3D	천녀유혼	지침사천마작	삼국지 전기판
32	환락두지주	JJ또우디주	QQ댄스	천녀유혼	콜오브듀티
33	조각합연2	붕괴3rd	Sky: 빛의 아이들	환락두지주	Top War: Battle Game
34	닌자필수사3	환락두지주	투라대륙:무혼각성	빛과 밤의 사랑	삼국지
35	바람의대륙	신검협연	무어장원	콜오브듀티	스트리트볼 올스타
36	섬요난난	난세왕자	낙시왕배틀	몽환서유웹버전	환락두지주
37	라스트헬터:서바이벌	천룡팔부수	훈투라	LOLe-Sports매니저	원시정도
38	아이들히어로즈	훈투라	천지검:유성의재림	탕탕특공대	EA SPORTS Mobile
39	투라대륙	몽환서유웹버전	신검협연	투라대륙:혼사대결	문도
40	삼국군영전	카트라이더	일몽강호	원피스	일념소요
41	스톤에이지M	프린세스커넥트! Re:Dive	완미세계	엠펙이어	초능세계
42	일기래착요	페이트그랜드오더	영광대천사	포어대가	암구돌위
43	희비Q전	주선	천룡팔부수	PES	도유두지주
44	Art of Conquest	섬요난난	환락마작	몽환신주선	클래시오브클랜
45	주선	히어로즈테일즈	AFK아레나	부생위경가	신석기시대
46	FIFA Soccer	레드폴스OL	붕괴3rd	훈투라	탕탕특공대
47	로드모바일	FIFA Soccer	최강와우	붕괴3rd	빛과 밤의 사랑
48	성투사호시아	환락마작	난세왕자	도유두지주	대화서유
49	시훈:농월전설	슬램덩크	삼국지환상대륙	FIFA Soccer	이성량지명
50	환락마작	라스트헬터:서바이벌	가디언테일즈	환탑	eFootball™ 2024

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	95,000원
현재주가(24/9/9)	57,800원
상승여력	64.4%

영업이익(24F,십억원)	149
Consensus 영업이익(24F,십억원)	160
EPS 성장률(24F,%)	7.9
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	25.1
MKT P/E(24F,x)	9.7
KOSPI	2,535.93
시가총액(십억원)	3,372
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	17.8
외국인 보유비중(%)	1.4
베타(12M) 일간수익률	-0.74
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	78,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-19.3 0.0 0.0
상대주가	-17.6 0.0 0.0



[인터넷/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

호요버스의 성장 스토리가 보인다

투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원, 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원(25F 타겟 P/E 24배), 게임 업종 대형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 타겟 P/E는 넥슨의 기존 IP 매출 반등 및 플랫폼 확장기였던 22년 P/E 평균이다. 25F P/E 15배에서 거래 중이다. 하반기는 판호 획득, 니케 2주년 효과에 따른 실적 모멘텀도 강하게 기대해 볼 수 있는 구간이다.

1) 국내 대부분의 상장 게임사와 달리 One IP 리스크를 해소한 점, 2) 게임 산업 내 고성장 중인 서브컬처 게임에 대한 차별화된 개발력, 3) 스텔라 블레이드 흥행으로 입증한 멀티플랫폼 개발력, 4) 경쟁사 대비 압도적인 Hit Ratio를 고려 시 국내 게임 업종 내 최상위 밸류에이션을 부여받을 수 있는 게임사라는 판단이다.

지역 및 플랫폼 확장으로 25년 성장 가속화 전망

24F 매출액 2,130억원(+26% YoY), 영업이익 1,490억원(+35% YoY)을 기록할 전망이다. 니케 매출액은 1,660억원(+2% YoY), 스텔라 블레이드 매출액은 430억원을 기록할 것이다. 스텔라 블레이드의 콘솔 판매량으로 150만장을 가정한다.

25년은 매출액 3,560억원(+67% YoY), 영업이익 2,890억원(+93% YoY)으로 성장 이 가속화될 것이다. 지역 확장이 이어지는 니케는 2,550억원(+53% YoY), PC로 확장되는 스텔라 블레이드는 980억원(+127% YoY)의 매출액이 예상된다. 니케 중국 일평균 매출로 10억원, 스텔라 블레이드 PC 판매량은 180만장을 가정한다.

서브컬처 게임 시장 고성장의 최대 수혜

18~23년 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임의 성장률은 16.7%에 달한 것으로 추정된다. 기존 IP의 플랫폼 확장, 짧아지는 플레이타임, 높아지는 방치형 게임 인기 등을 고려하면 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

니케는 서브컬처 본고장 일본을 비롯한 글로벌 시장에서 최상위 IP 반열에 올라서고 있다. 1) 안정적이고 장기적인 라이프사이클이 기대되며, 2) 니케 IP의 종적 확장 가능성도 열려있다. 동사는 IP의 영속성을 무기로 최근 글로벌 게임 업계에서 가장 큰 성공을 거둔 호요버스와 같은 성공스토리를 기대해볼 수 있는 기업이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	213	356	339
영업이익 (십억원)	22	111	149	289	266
영업이익률 (%)	33.8	65.7	70.0	81.2	78.5
순이익 (십억원)	20	107	125	231	213
EPS (원)	421	2,132	2,301	3,960	3,646
ROE (%)	36.7	86.4	51.4	54.8	33.0
P/E (배)	-	-	25.1	14.6	15.9
P/B (배)	-	-	11.0	6.3	4.5
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

시프트업에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 95,000원(25F 타겟 P/E 24배), 게임 업종 대형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 타겟 P/E는 넥슨의 기존 IP 매출 반등 및 플랫폼 확장기였던 22년 P/E 평균이다. 25F P/E 15배에서 거래 중이다. 하반기는 판호 획득, 니케 2주년 업데이트 효과에 따른 실적 모멘텀도 강하게 기대해 볼 수 있는 구간이다.

24년은 콘솔 신작 스텔라 블레이드의 흥행에 따른 결과로 견조한 성장을 지속 중이다. 24F 매출액 2,130억원(+26% YoY), 영업이익 1,490억원(+35% YoY)을 기록할 전망이다. 25년은 주요 IP 니케의 지역 확장이 이뤄지며 성장세가 가속화되는 구간이다. 25F 매출액 3,560억원(+67% YoY), 영업이익 2,890억원(+93% YoY)을 전망한다.

1) 국내 대부분의 상장 게임사와 달리 One IP 리스크를 해소한 점, 2) 게임 산업 내 고성장 중인 서브컬처 게임에 대한 차별화된 개발력, 3) 스텔라 블레이드 흥행으로 입증한 멀티플랫폼 개발력, 4) 경쟁사 대비 압도적인 Hit Ratio를 고려 시 국내 게임 업종 내 최상위 밸류에이션을 부여받을 수 있는 게임사라는 판단이다.

표 23. 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	66	169	213	356	339	417
(% YoY)	285%	155%	26%	67%	-5%	23%
니케	55	164	166	255	289	275
스텔라 블레이드	0	0	43	98	48	30
기타	11	5	3	3	2	2
신규 IP 신작	0	0	0	0	0	110
영업비용	48	58	64	67	73	82
영업이익	18	111	149	289	266	335
(% YoY)	흑진	508%	35%	93%	-8%	26%
영업이익률	28%	66%	70%	81%	78%	80%
지배주주순이익	-7	107	125	231	213	268
순이익률	-11%	63%	59%	65%	63%	64%

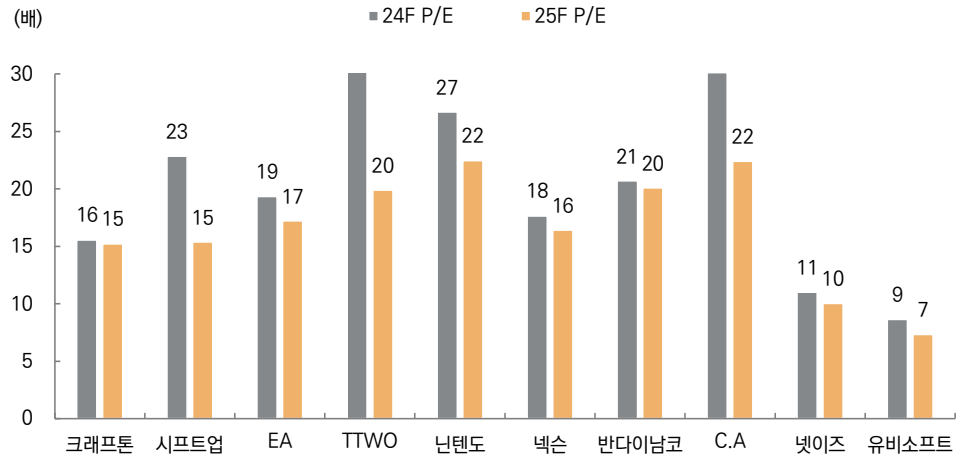
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	231	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,544	
주식 수 (천주)	58,335	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	57,800	
상승여력	64.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 글로벌 주요 게임사 24F, 25F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 글로벌 게임 기업 Valuation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	15,709	15.6	15.2	5.9	5.3	2.4	2.1	10.5	9.6	40.4	40.8
시프트업	3,372	22.8	15.4	14.8	10.0	4.3	3.4	19.3	14.0	72.7	68.3
넷마블	4,942	24.5	29.0	1.7	1.7	0.9	0.9	14.7	14.8	7.6	7.7
엔씨소프트	3,912	21.3	16.7	2.5	2.1	1.1	1.1	14.0	8.4	5.0	11.4
넥슨게임즈	1,003	12.9	8.9	3.1	2.6	2.9	2.2	7.1	5.6	33.3	36.5
위메이드	1,159	33.2	16.7	1.4	1.3	4.3	3.4	-	12.2	-0.1	12.7
펄어비스	2,162	115.5	15.3	6.3	3.5	2.9	2.5	172.9	10.6	-5.2	24.5
카카오게임즈	1,386	54.1	18.6	1.4	1.2	1.0	0.9	14.1	10.0	4.6	9.7
NHN	600	17.9	7.5	0.2	0.2	0.4	0.4	2.4	2.2	4.5	4.8
네오위즈	473	12.3	10.9	1.3	1.2	0.9	0.8	5.3	4.9	8.8	9.6
컴투스	458	17.2	11.4	0.7	0.6	0.4	0.4	14.4	8.5	2.0	4.9
더블유게임즈	1,054	6.1	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	3.1	3.0	38.8	38.5
웹젠	604	8.6	6.6	2.6	2.1	0.9	0.8	5.2	3.9	26.8	30.1
조이시티	118	13.3	10.6	0.8	0.7	1.0	0.9	11.0	8.8	8.8	9.9
Electronic Arts (US)	51,212	19.3	17.2	5.0	4.7	5.0	4.7	14.2	13.4	32.0	31.3
Take Two Interactive	36,807	61.7	19.9	4.9	3.4	4.7	4.2	39.3	15.6	11.2	18.2
Nintendo (JP)	94,328	26.7	22.5	7.0	5.4	3.3	3.1	18.7	15.9	27.6	26.1
Nexon	21,525	17.7	16.4	4.6	4.3	2.2	2.0	10.2	9.1	32.4	33.9
Bandai Namco	19,757	20.7	20.1	1.9	1.8	2.8	2.6	10.4	10.2	12.3	12.5
Konami	18,154	26.0	23.8	4.8	4.5	3.8	3.4	14.2	13.3	24.2	24.8
Cyber Agent	4,850	30.1	22.4	0.6	0.6	3.3	3.0	9.5	9.0	5.2	5.4
Square Enix	6,319	20.1	19.7	2.1	2.0	1.9	1.8	8.3	8.1	13.9	13.9
Tencent (CH)	597,492	15.2	13.6	4.8	4.4	3.3	2.8	13.2	11.9	31.9	33.3
NetEase	67,338	11.0	10.0	3.3	3.0	2.5	2.2	7.6	7.1	28.2	29.2
Kingsoft	4,834	20.8	16.8	2.6	2.3	1.1	1.1	2.4	2.1	28.6	29.4
Youzu Interactive	1,268	27.1	19.3	4.1	3.6	1.4	1.3	19.1	15.4	14.5	11.8
Ubisoft (FR)	2,602	8.6	7.3	0.7	0.7	0.9	0.8	2.6	2.6	15.0	17.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

시프트업은 24년 매출액 2,130억원(+26% YoY), 영업이익 1,490억원(+35% YoY)을 기록할 전망이다. 니케 매출액은 1,660억원(+2% YoY), 스텔라 블레이드(지난 4월 출시) 매출액은 430억원을 기록할 것이다. 니케는 2주년 업데이트 효과가 더해지며 상반기보다 좋은 하반기 성과가 기대된다. 스텔라 블레이드 올해 판매량으로는 150만장을 가정한다.

25년에는 매출액 3,560억원(+67% YoY), 영업이익 2,890억원(+93% YoY)으로 폭발적인 성장세를 보일 전망이다. 지역 확장이 이어지는 니케 매출액은 2,550억원(+53% YoY), PC 확장이 이어지는 스텔라 블레이드 매출액은 980억원(+127% YoY)을 기록할 전망이다. 25년 니케 중국 평균 일매출은 10억원, 스텔라 블레이드 PC 판매량은 180만장을 가정한다.

표 26. 분기 및 연간 실적 전망

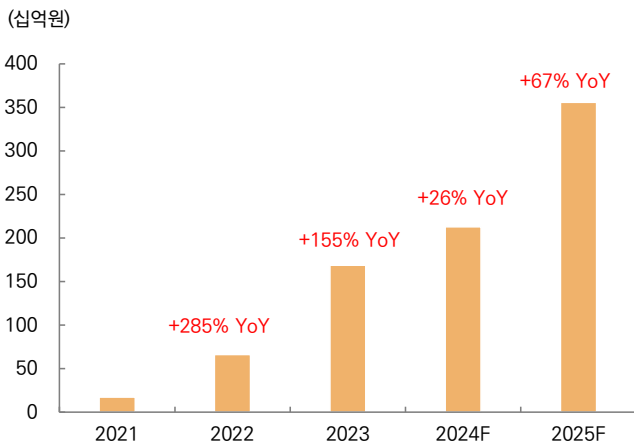
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	50	60	47	121	88	101	66	169	213	356	339	417
(% YoY)	-17%	65%	31%	31%	25%	85%	74%	68%	285%	155%	26%	67%	-5%	23%
니케	36	38	40	51	39	72	64	80	55	164	166	255	289	275
스텔라 블레이드	0	26	9	8	7	48	23	20	0	0	43	98	48	30
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	11	5	3	3	2	2
영업비용	11	20	13	19	12	19	14	21	48	58	64	67	73	82
인건비	9	17	11	16	10	15	12	18	0	47	53	55	61	68
변동비	1	1	1	1	1	2	1	1	0	5	3	5	5	5
고정비	2	2	2	2	2	2	2	2	0	6	7	8	8	8
영업이익	26	45	37	41	34	101	73	80	18	111	149	289	266	335
(% YoY)	-13%	49%	100%	27%	33%	124%	97%	94%	흑전	508%	35%	93%	-8%	26%
영업이익률	69%	69%	74%	69%	74%	84%	84%	79%	28%	66%	70%	81%	78%	80%
지배주주순이익	25	40	27	33	28	81	59	64	-7	107	125	231	213	268
순이익률	66%	62%	54%	55%	59%	67%	67%	63%	-11%	63%	59%	65%	63%	64%

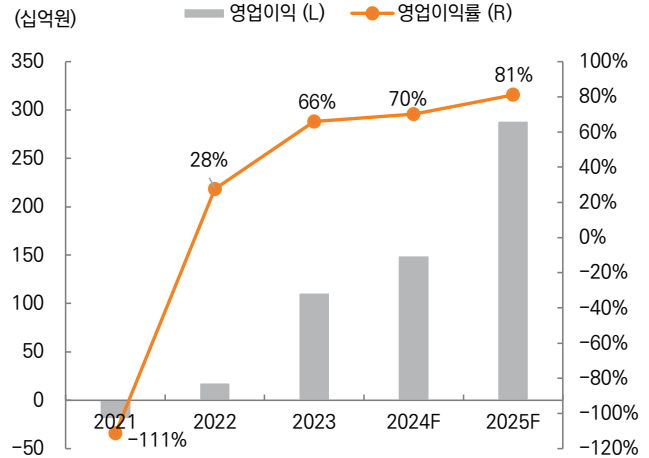
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 시프트업 연간 매출액 전망

그림 126. 시프트업 연간 영업이익, 영업이익률 전망

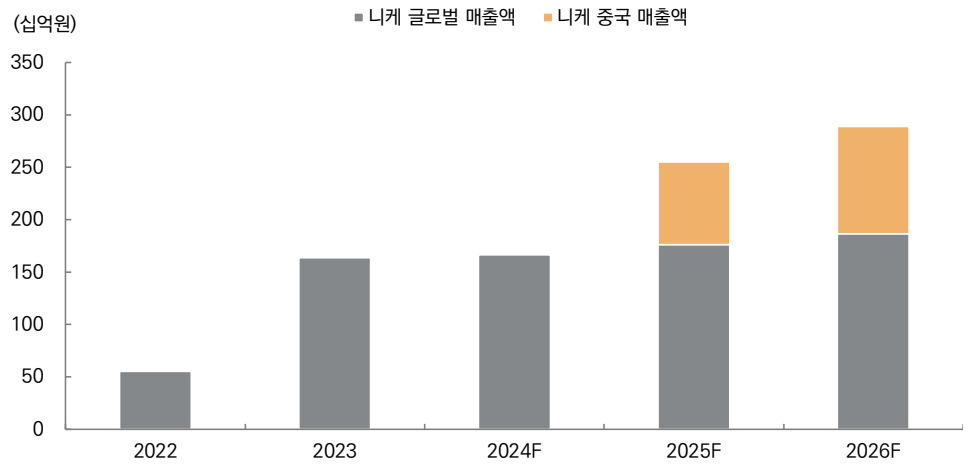


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



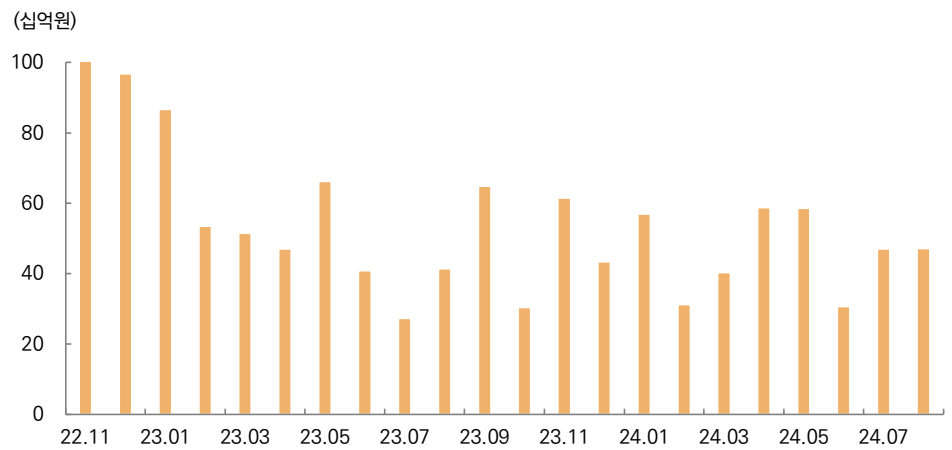
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 127. 니케 연간 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 128. 니케 월매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

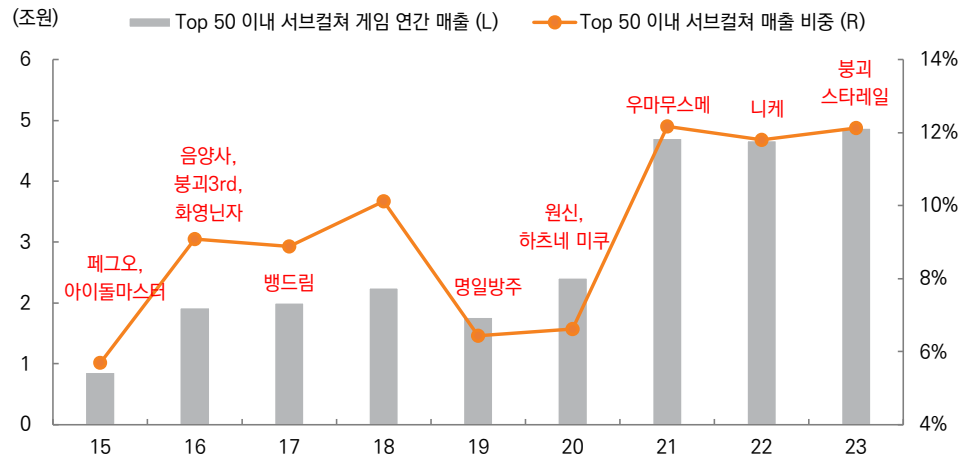
투자 포인트

1) 글로벌 서브컬처 시장의 폭발적인 성장 수혜

경쟁이 치열해지고 있는 모바일 게임 시장에서 서브컬처 게임은 메인 장르로 올라서는 데 성공했다. 모바일 시장 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 6%에서 23년 12%까지 상승한 것으로 추정된다. 글로벌 주요 서브컬처 게임 10종의 연간 매출액은 6조원 이상을 기록 중이며 10년 가까이 흥런하면서도 유의미한 매출을 기록하는 게임들도 등장하고 있다.

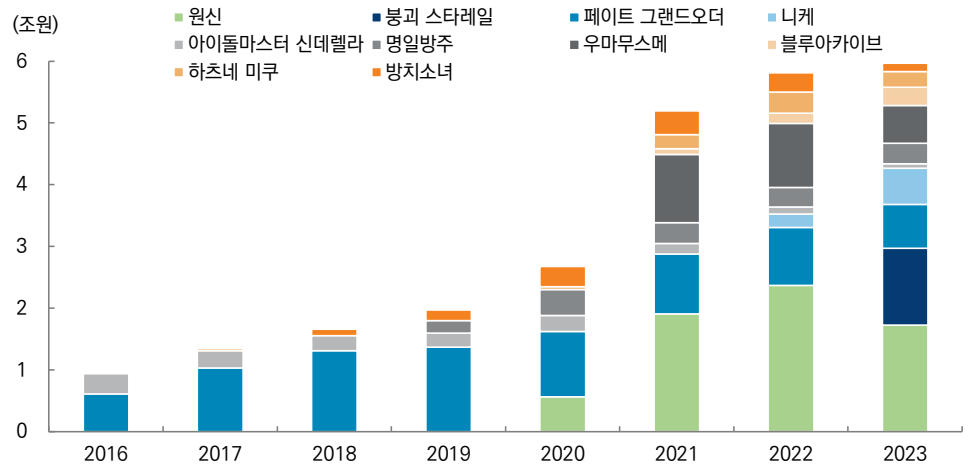
2018~2023년 전체 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임의 성장률은 16.7%에 달한 것으로 추정된다. 1) 모바일 한정 이 아닌 PC, 콘솔로의 확장, 2) 레거시 업체들의 서브컬처 장르로의 확장 러쉬를 고려 시 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

그림 129. 글로벌 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



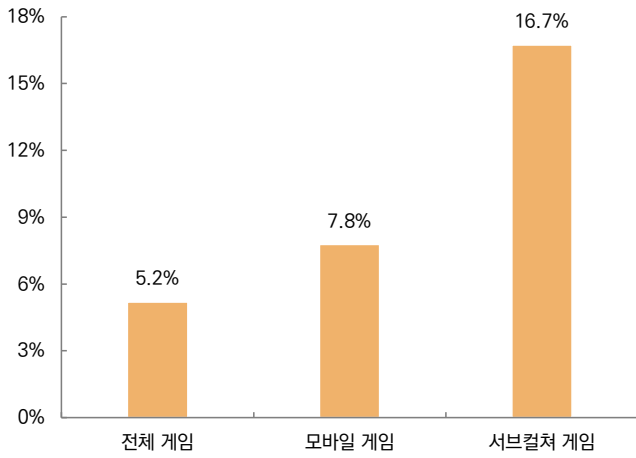
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 130. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이



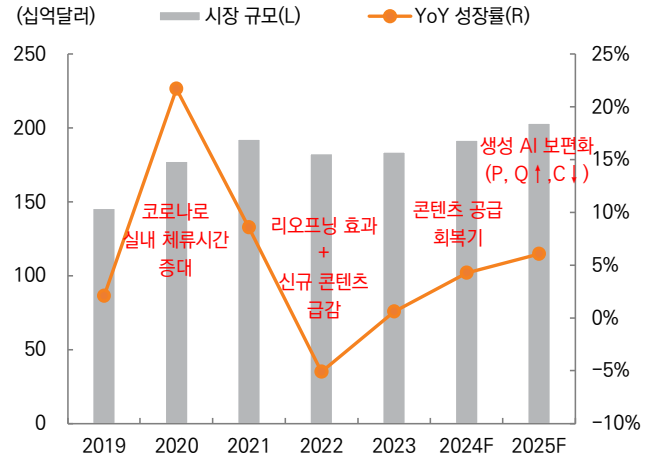
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 131. 전체, 모바일, 서브컬처 게임 CAGR 성장률(18~23)



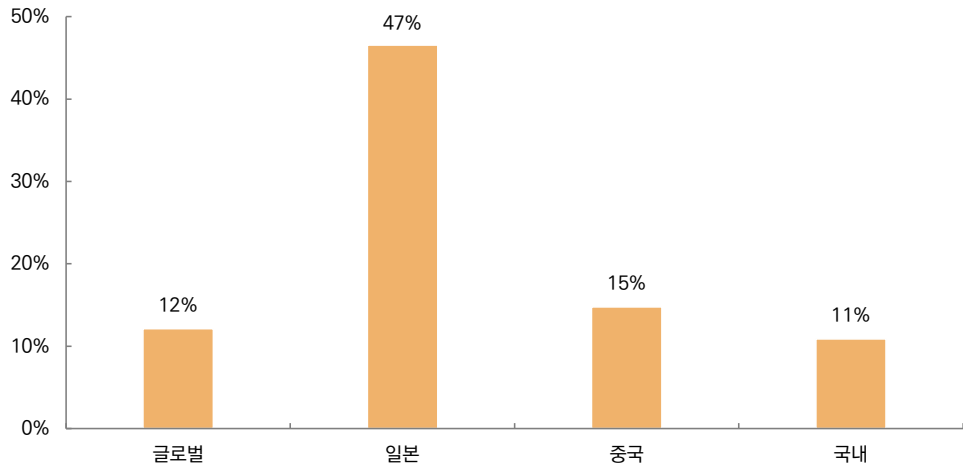
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 132. 글로벌 게임 시장 규모



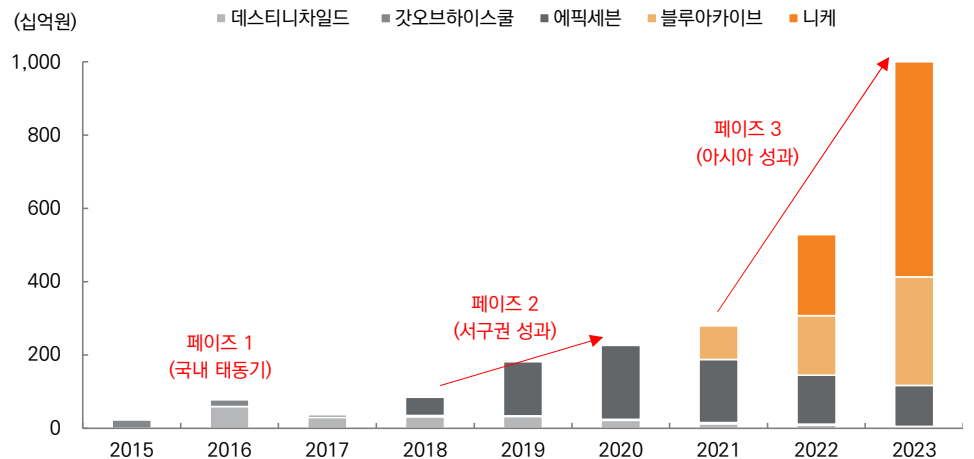
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 133. 지역별 모바일 게임 Top 50 매출 내 서브컬처 매출 비중



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 134. 국내 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

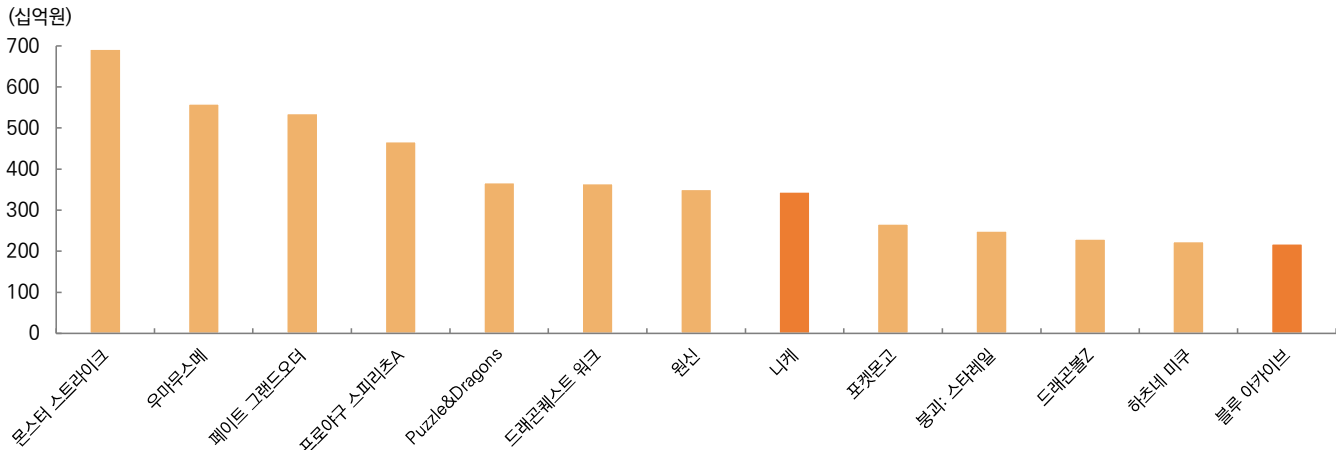
2) 글로벌 최상위 IP가 되어가는 니케

니케는 서브컬처 게임의 본고장 일본에서 최상위급 성과를 보여주고 있다. 니케는 작년 일본 모바일 게임 연간 매출액 기준 8위에 해당하는 성과를 올렸다. 서브컬처 게임으로는 우마무스메, 페이트 그랜드오더, 원신의 뒤를 잇고 있다.

일본 서브컬처 중심지 아키하바라, 신주쿠, 시부야에서도 니케가 일본 최상위 IP 반열로 올라가고 있음을 체감할 수 있었다. 핵심 IP들만 광고가 가능한 해당 지역들의 중심 광고판들은 현재 니케로 가득 차 있다. 아키하바라 애니메이션에서도 러브라이브, 아이돌마스터, 페이트 그랜드오더와 같은 일본 대형 IP와 함께 메인층에 위치한 채 판매가 이루어지고 있다.

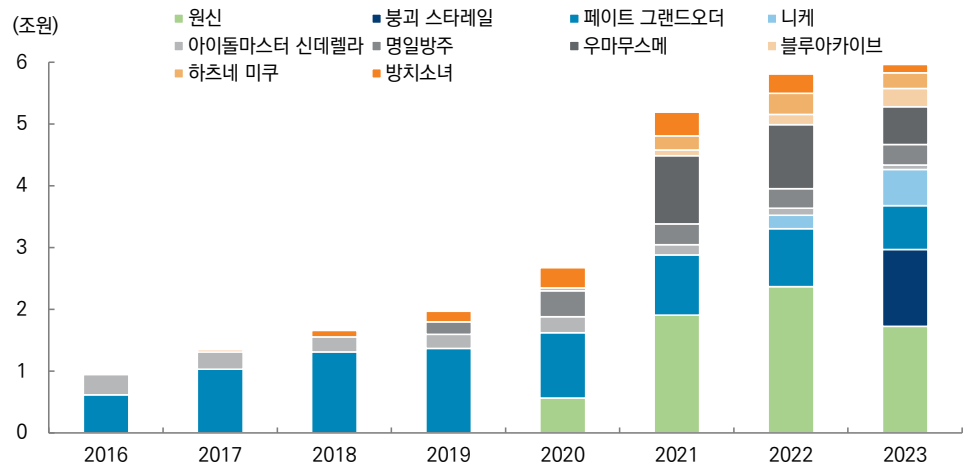
또한 니케는 23년 글로벌 모바일 게임 중 25위에 해당하는 매출액을 기록했으며 이는 서브컬처 게임에서는 5위에 해당하는 성과다. 니케는 출시 2년이 지나지 않았지만 2015년 이후 역대 서브컬처 게임 누적 매출 순위에서도 15위 안에 들어선 것으로 추정된다. 서구권에서도 유의미한 흥행 성과를 올리고 있으며 독일 게임스컴과 같은 행사장에서도 니케의 인기를 실감하는 것이 어렵지 않았다.

그림 135. 2023년 일본 모바일 게임 Top 13 매출액



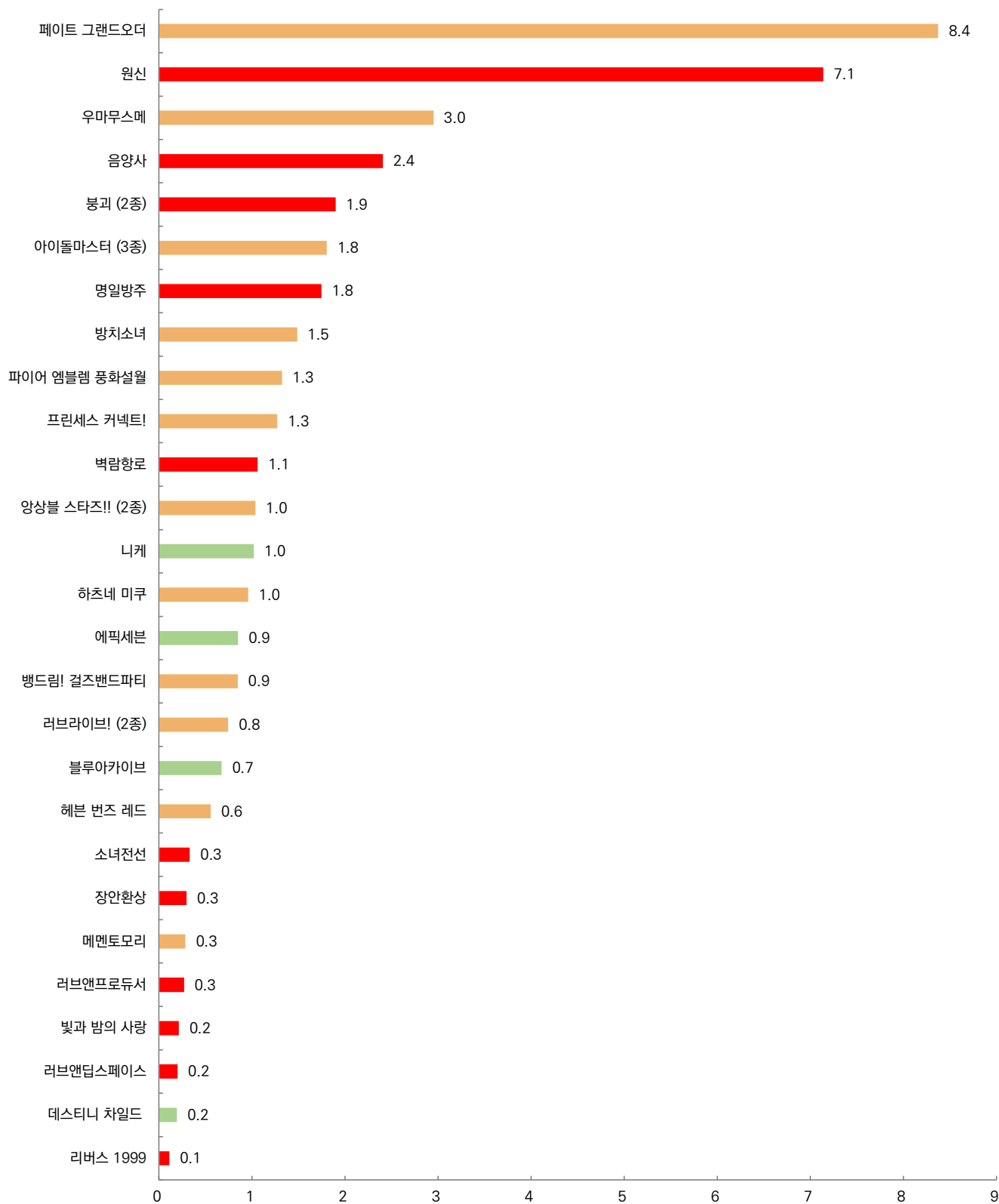
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 136. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 137. 글로벌 주요 서브컬처 IP 출시 이후 누적 모바일 매출액 (조원)



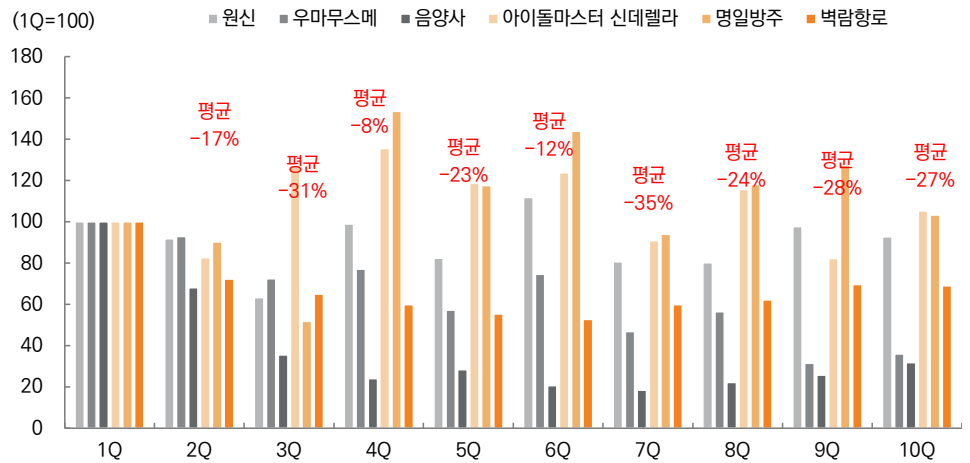
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

3) 장기적인 라이프사이클

서브컬처 게임들은 흥행 궤도에 오르지만 한다면 안정적이고 장기적인 라이프사이클을 가져가는 특징이 있다. 매출이 초기에 집중되는 MMORPG나 콘솔 게임 등과는 확연히 다른 모습을 보인다. 서브컬처 장르 게임들은 초기 진입 유저들을 충성 고객으로 서서히 만들면서 ARPPU는 상대적으로 낮더라도 장기적인 매출 흐름을 발생시키는 데 중점을 둔다.

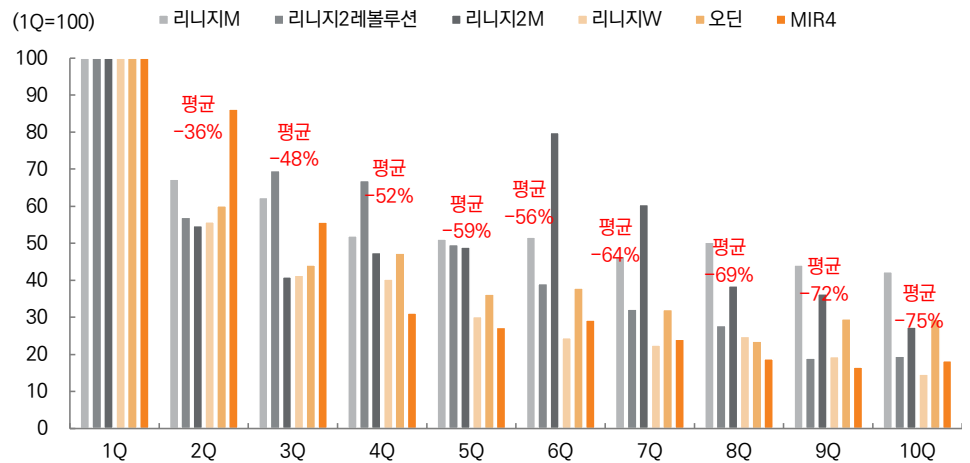
1) 과도한 과금을 유도하지 않고, 2) 게임 내 캐릭터 파워 인플레이를 심각하게 발생시키지 않으면서, 3) 꾸준하게 메인 스토리를 업데이트 해나가는 경우 서브컬처 유저들은 꾸준한 과금을 하면서 게임에 대한 애정을 키워나간다. 운영을 안정적으로 하는 글로벌 최상위권 서브컬처 게임들의 매출 하향세가 거의 발생하지 않는 이유기도 하다.

그림 138. 주요 서브컬처 게임 출시 후 분기 매출 증감 비교 (온기 반영 첫 분기=100)



자료: 센서타워 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 139. 주요 MMORPG 출시 후 분기 매출 증감 비교 (온기 반영 첫 분기=100)

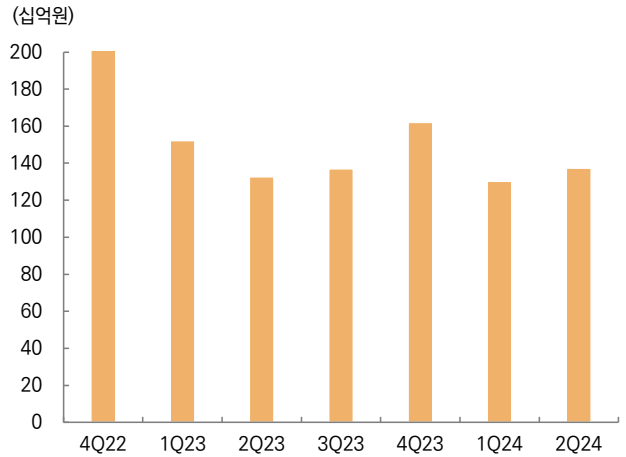
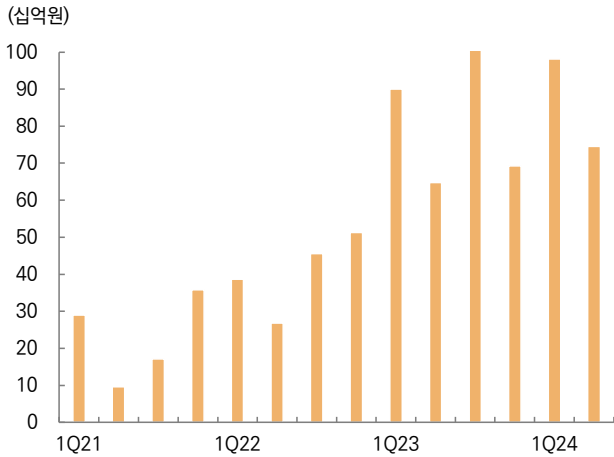


자료: 센서타워 미래에셋증권 리서치센터 추정

유저들의 서브컬처 게임을 즐기는 주 목적이 유저 간 경쟁이 아닌 스토리를 미는 데 있다는 점도 안정적인 라이프사이클을 가능하게 만드는 부분이다. 매력적이고 방대한 세계관으로 IP에 대한 팬층이 이미 두텁게 구축된 경우 신규 스토리를 보기 위한 목적만으로도 플레이를 하는 유저가 많다. 페이트 세계관을 기반으로 한 페이트 그랜드오더는 출시 10년차에도 인기가 꺾이지 않고 있다. 또한 유저 간 경쟁이 메인인 아이라는 것은 신규 유저의 유입이 쉽다는 의미기도 하다. 니케는 여전히 유저 수 신고점을 갱신하고 있다.

그림 140. 블루아카이브 분기 매출

그림 141. 니케 분기 매출



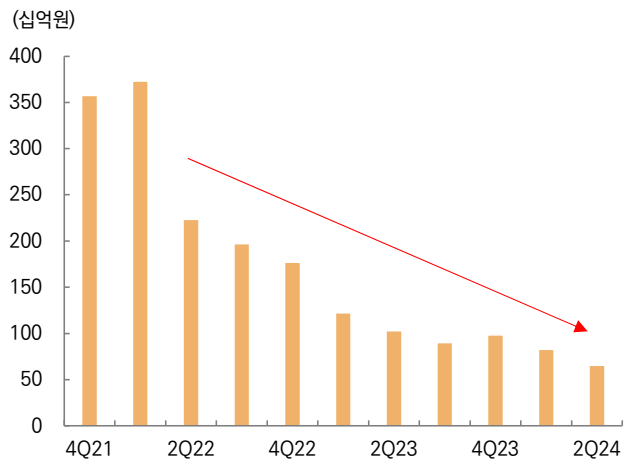
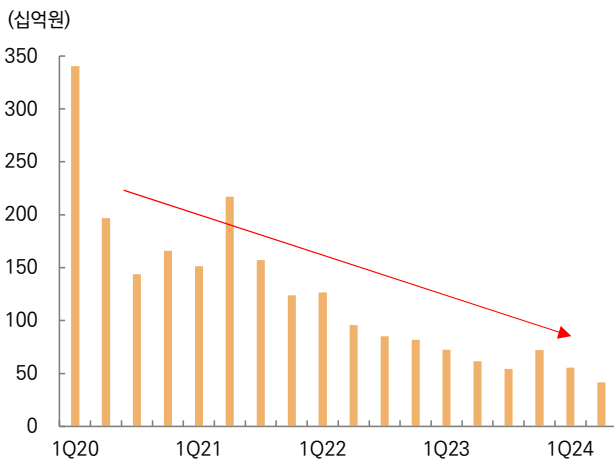
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

이러한 특징들로 서브컬처 게임은 국내에서 주류를 차지하고 있는 모바일 MMORPG 대비 안정적인 라이프사이클을 보여주고 있다. 모바일 MMORPG의 경우 매출 하향세가 타 장르 게임들보다도 훨씬 가파르는데 이는 초기 과금 수준에 따라 유저 간의 격차가 크게 벌어지기 때문이다. PvP가 메인 콘텐츠가 되면 될 수록 유저들의 초기 이탈률은 높아질 수밖에 없다. 리니지M을 제외한 국내 주요 게임사의 모든 MMORPG 매출은 끊임없는 우하향 곡선을 그려왔으며 3년 이상 안정적인 매출을 유지한 케이스도 전무하다.

그림 142. 엔씨소프트 리니지2M 분기 매출

그림 143. 엔씨소프트 리니지W 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

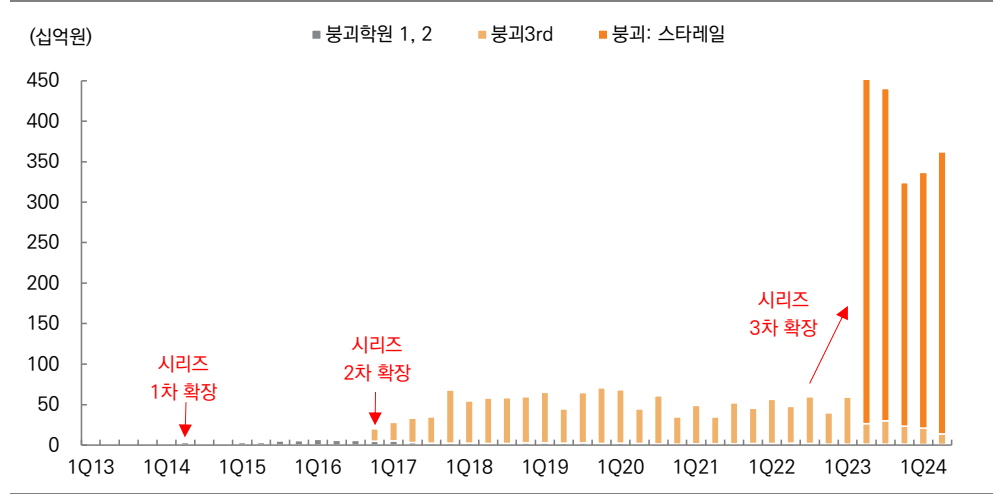
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

4) IP의 연속성을 기반으로 한 종적 확장 가능성

니케 IP의 확장 스토리는 이제 시작이다. IP의 종적 확장을 통해 10년 넘게 성과를 이어오고 있는 붕괴, 페이트, 아이돌마스터 등과 유사한 흐름을 보일 수 있다고 판단한다. 서브컬처는 다른 어떤 장르보다 스토리의 중요도가 높은 편이다. 이미 흥행한 서브컬처 게임은 해당 IP에 대한 팬덤이 형성되어 있기 때문에 후속작의 Hit Ratio도 높은 편이다.

스토리의 진행이 중심이 아닌 MMORPG가 IP의 연속성을 가지지 못하는 것과는 대비되는 부분이다. 플랫폼 전환에 성공하며 리니지가 장기 흥행하기는 했지만 더 이상 리니지 IP 후속작을 만들지 않기로 한 이유도 스토리에 대한 확장은 의미가 없어졌기 때문이다.

그림 144. 붕괴 시리즈 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

호요버스의 붕괴 시리즈가 서브컬처 IP의 연속성을 보여주는 대표적인 케이스다. 호요버스 초창기인 12년 FlyMe2theMoon에서 시작된 붕괴 IP는 붕괴학원(12년)을 거쳐 붕괴학원 2(14년)부터 인기를 끌기 시작하더니 붕괴3rd(17년)부터 글로벌 흥행에 성공한다. 작년부터는 붕괴: 스타레일을 통해 또 한번의 성공적인 IP 확장 신화를 써내려가고 있다.

그림 145. 붕괴 IP 시리즈 변화

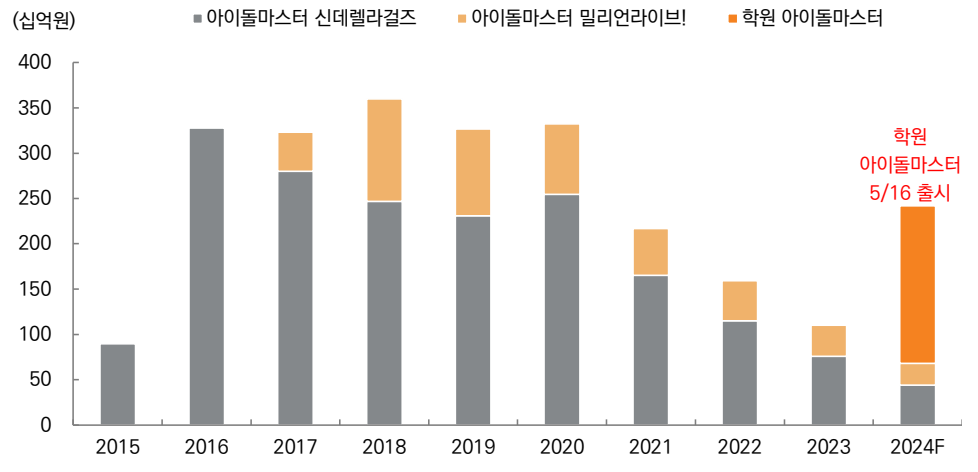


자료: 호요버스, 앱스토어, 미래에셋증권 리서치센터

IP의 연속성을 보여주는 또 다른 사례는 일본의 아이돌마스터가 대표적이다. 성공적인 미디어믹스를 이어나가며 무려 20여년의 기간동안 IP 인기를 유지해오고 있다. 아이돌마스터는 반다이남코(2005년 9월 반다이-남코 합병)가 2005년 출시한 아케이드 게임을 기반으로 하는 아이돌 장르 IP다. 게임뿐 아니라 만화, 애니메이션, 음악, 라이브 등 다양한 미디어믹스를 전개해오고 있다.

2015년 모바일로 출시된 아이돌마스터 신데렐라걸즈 스타라이트 스테이지가 공전의 히트를 치며 매출 확대가 본격화된다. 2017년 출시된 아이돌마스터 밀리언라이브까지 더해지며 매출 전성기를 누렸다. 2021년 이후로는 게임 내 인플레이션 심화와 팬덤 갈등으로 인한 유저 이탈로 매출 감소를 겪고 있었으나 2024년 5월 출시된 신작 학원 아이돌마스터가 흥행에 성공하면서 다시 한 번 매출 반전에 성공하는 모습이다.

그림 146. 아이돌마스터 IP 주요 모바일 게임 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 147. 아이돌마스터 IP 시리즈 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

5) AI와의 결합 시너지

생성 AI 도입을 통한 생산성 혁신은 아트와 프로그래밍 부문의 비용을 절감시켜 전체 제작비 부담을 큰 폭으로 완화시킬 것이다. 서브컬처 게임의 경우 캐릭터 디자인이 흥행 성패를 가를 정도로 일러스트의 완성도가 중요하다. 그렇기 때문에 서브컬처 게임은 타 장르에 비해 캐릭터 일러스트 작업에 들어가는 시간과 비용이 압도적으로 높은 편이다.

일러스트레이터가 수작업으로 그린 게임 일러스트 가격은 장당 수십만원을 호가하지만 생성 AI가 그린 일러스트 가격은 장당 수십원 수준에 불과하다. 물론 생성 AI 툴로 그린 그림에 대한 리터칭 필요성이 있으므로 비용은 일부 추가될 것이나 기존의 순수 수작업과 비교 시 10분의 1의 비용도 들지 않게 될 것이다.

AI가 생성한 캐릭터를 기반으로 리터칭 작업했을 때의 효율은 기존 대비 3~4배 수준까지 올라온 것으로 추정된다. 생성 AI가 선제적으로 도입되고 있는 중국의 경우 캐릭터 외주 비용이 기존 대비 4분의 1 수준으로 떨어졌다. 손가락과 같이 생성 AI가 구현에 아직 미숙한 부분의 완성도도 향상된다면 작업 효율은 기존에 비할 수 없는 수준으로 상승할 것이다.

그림 148. 미드저니 요금제

	Basic Plan	Standard Plan	Pro Plan	Mega Plan
Monthly Subscription Cost	\$10	\$30	\$60	\$120
Annual Subscription Cost	\$96 (\$8 / month)	\$288 (\$24 / month)	\$576 (\$48 / month)	\$1152 (\$96 / month)
Fast GPU Time	3.3 hr/month	15 hr/month	30 hr/month	60 hr/month
Relax GPU Time	-	Unlimited	Unlimited	Unlimited
Purchase Extra GPU Time	\$4/hr	\$4/hr	\$4/hr	\$4/hr
Work Solo In Your Direct Messages	✓	✓	✓	✓
Stealth Mode	-	-	✓	✓

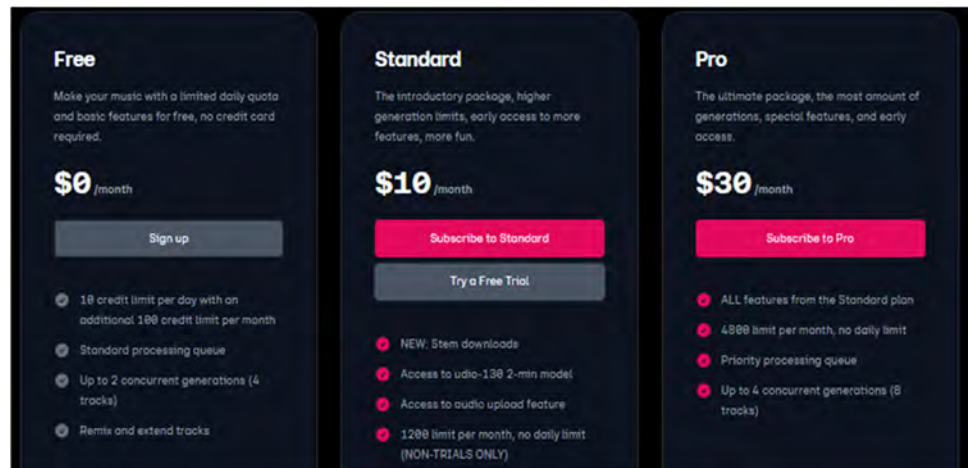
자료: 미래에셋증권 리서치센터

사운드(효과음, BGM)도 시로 생성하려는 움직임이 본격화되고 있다. 사운드 리소스 확보는 유니티 에셋스토어, 언리얼 마켓플레이스와 같은 오픈 마켓이나 외주를 통한 구매가 일반적이었다. 그러나 특정 게임의 분위기에 맞는 사운드를 찾는 것은 오랜 시간과 큰 비용이 소요되는 일이기도 했다. 사운드 생성 AI 툴들은 그러한 단점들을 보완해준다.

인디 게임에 들어가는 짧은 BGM의 외주 가격도 최저 30만원대부터 시작하는 것이 일반적이나 사운드 생성 AI 툴은 단가를 획기적으로 낮춰준다. 구글 딥마인드 출신 개발자들이 만든 Udio의 경우 간단한 프롬프트만으로 음악을 생성할 수 있는데 음질이 깔끔하고 곡의 흐름이 전혀 이상하지 않고 자연스러워 글로벌에서 폭발적인 반향을 얻고 있다. 월간 10달러면 600여 곡을 만들어볼 수 있고, 30달러면 2,400곡을 시도(회당 2 credit)할 수 있다.

또한 생성 AI를 도입한다면 유저에게 정해진 사운드만 제공하는 것이 아니라 플레이 환경과 분위기에 맞춰서 실시간으로 변하는 사운드를 제공할 수 있게 된다. 메인 에피소드, 캐릭터 에피소드 OST 등 수많은 음악이 필요한 서브컬처 게임에서의 큰 수혜가 예상된다.

그림 149. Udio 월간 요금제



자료: Udio, 미래에셋증권 리서치센터

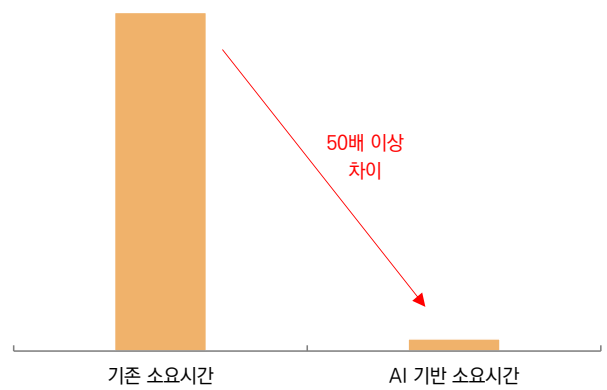
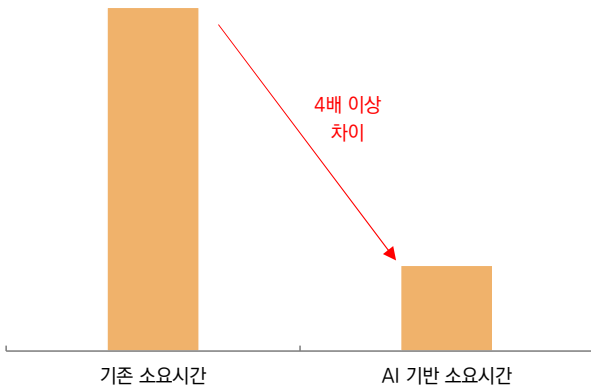
AI의 적용은 비용 측면의 개선뿐만 아니라 게임 개발 생산성 자체도 획기적인 수준으로 끌어올리고 있다. 특히 중국에서는 생성 AI 도입에 따른 드라마틱한 생산성 향상이 관찰되고 있다. 국내, 일본, 서구권 등 글로벌 게임사들이 생성 AI 도입을 망설인 것과 달리 중국은 23년부터 적극적으로 생성 AI를 도입했으며 매출 상위 50개 게임사 중 3분의 2가 AIGC 사업에 발을 들인 것으로 추정된다. 텐센트는 자체 개발 엔진으로 배경 제작, 콘텐츠 생성 등 일부 작업의 효율성을 40배까지 끌어올렸다고 밝혔다.

생성 AI 적용에 따른 생산성 증대 효과는 서브컬처 장르 게임이 타 장르 대비 빠르게 누릴 전망이다. 서브컬처 게임 제작에서 가장 큰 비중을 차지하는 일러스트 측면에서의 생산성은 중국에서 이미 4배 이상 올라온 것으로 추정된다. 넷이즈가 지난 1월 출시한 여성향 서브컬처 게임 세계지외는 상당수의 캐릭터와 대사를 AI를 통해 생성하였다. 2016년 출시되어 초장기 흥행을 이어가고 있는 텐센트의 화영닌자는 AI 도입을 통해 격투 훈련 학습에 필요한 자원과 시간을 90% 이상 절감하고 있다.

생성 AI를 통한 도시 및 건물 외관 레이아웃 작업 생산성 향상도 여반판타지류가 많아지고 있는 서브컬처 장르 게임 제작에 큰 도움이 될 전망이다. 텐센트가 GDC에서 밝힌 바에 따르면 자체 개발엔진 지넥스(GiINEX)를 통해 3D 도시를 제작했을 때 도시 및 건물 레이아웃 시간을 25분 미만(기존 5일 이상)으로 단축했다. 고유 건물을 모델링하는 시간도 18분 미만으로 기존 수작업 대비 50배 이상 효율적으로 변했다.

그림 150. AI 일러스트 생산성 비교 (중국)

그림 151. 도시 및 건물 모델링 시간 비교 (텐센트)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 텐센트, 미래에셋증권 리서치센터

회사 개요

시프트업은 게임 개발을 주사업으로 영위하는 글로벌 게임 회사로 2013년 설립됐다. 27년 이상의 경력을 보유한 업계 최고의 아트 디렉터이자 일러스트레이터인 김형태 대표가 회사를 이끌고 있다. 동사는 서브컬처 장르 게임 개발에 강점을 지니고 있으며 최근에는 콘솔 게임 개발력도 흥행 성과로 입증하고 있다.

2016년 국내 출시한 데스티니 차일로 인지도를 높였고, 2022년 11월 출시된 니케가 글로벌 흥행에 성공하며 동사의 빠른 성장을 이끌었다. 니케는 출시 이후 국내, 일본, 대만 등 주요 국가에서 매출 1위를 차지했다. 2024년 4월에는 AAA급 콘솔 신작 스텔라 블레이드의 글로벌 흥행에 성공하며 플랫폼을 가리지 않는 개발력을 입증하고 있다.

표 27. 회사 주요 연혁

일자	내용
2018년 12월	〈데스티니 차일드〉 모바일 버전 글로벌 출시(140개국)
2019년 03월	신작 〈스텔라 블레이드〉 티저 공개(GDC)
2019년 04월	신작 〈승리의 여신: 니케〉, 〈스텔라 블레이드〉 개발 공식 발표
2019년 09월	〈데스티니 차일드〉 게임 서비스 직접 서비스로 이관
2020년 11월	〈다펜스워: 데스티니차일드〉 글로벌 출시
2021년 09월	신작 〈스텔라 블레이드〉 트레일러 공개(PlayStation Showcase 2021)
2022년 04월	SHIFT UP JP 일본 소재 법인 청산(2020년 2월 설립)
2022년 07월	기업가치 1조원 달성에 따른 유니콘 기업 등극
2022년 11월	〈승리의 여신: 니케〉 모바일 버전 글로벌 출시(153개국) 매출 기준 한국, 일본 양대 마켓 1위, 대만 iOS 1위, 북미 구글플레이스토어 3위 달성
2022년 11월	사우디아라비아 투자청(MISA)과 게임부문 협력 및 해외 진출을 위한 협업을 위한 MOU 체결
2023년 02월	〈승리의 여신: 니케〉 ‘아시아 태평양 어워즈 2022’ 최고의 글로벌 인기게임 선정
2023년 03월	〈승리의 여신: 니케〉 대만 바하무트 게임어워드 ‘최고 인기 모바일게임’ 동상 수상
2023년 09월	〈승리의 여신: 니케〉 중국 모바일/PC 퍼블리싱 계약 체결(Proxima Beta Pte. Limited)
2023년 09월	〈데스티니 차일드〉 모바일/PC 국내외 서비스 종료
2023년 10월	신작 〈스텔라 블레이드〉 퍼블리싱 계약 체결 (Sony Interactive Entertainment, LLC.)
2023년 11월	〈승리의 여신: 니케〉 2023년 대한민국 게임대상, 우수상 및 기술창작상 캐릭터부분 수상
2024년 02월	신작 〈스텔라 블레이드〉 PlayStation ‘State of Play’ 참가, 신규 트레일러 및 출시일(2024년 4월 26일) 공개. 디지털 버전 사전 예약 주문 시작
2024년 03월	신작 〈스텔라 블레이드〉 2024년 3월 29일 데모버전 공개
2024년 04월	신작 〈스텔라 블레이드〉 2024년 4월 26일 글로벌 출시 미국, 영국, 캐나다, 독일, 이탈리아, 일본, 프랑스, 브라질 PlayStation store 판매량 1위 달성

자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 승리의 여신: 니케



자료: 본인 화면, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 스텔라 블레이드



자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 데스티니 차일드



자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 시프트업 스토어



자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	169	213	356	339
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	169	213	356	339
판매비와관리비	58	64	67	73
조정영업이익	111	149	289	266
영업이익	111	149	289	266
비영업손익	3	3	0	0
금융손익	0	1	5	9
관계기업등 투자손익	0	1	-5	-9
세전계속사업손익	114	152	289	266
계속사업법인세비용	8	26	58	53
계속사업이익	107	125	231	213
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	107	125	231	213
지배주주	107	125	231	213
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	107	125	231	213
지배주주	107	125	231	213
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	151	291	269
FCF	100	126	231	213
EBITDA 마진율 (%)	67.5	70.9	81.7	79.4
영업이익률 (%)	65.7	70.0	81.2	78.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	63.3	58.7	64.9	62.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	303	534	746
현금 및 현금성자산	116	241	471	683
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	1	2	1
비유동자산	27	27	27	27
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	1	1	1	1
자산총계	204	329	561	773
유동부채	11	11	11	12
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	7	6	6	7
비유동부채	12	12	12	12
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	23	23	23	23
지배주주지분	181	306	537	750
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	96	96	96	96
이익잉여금	71	196	427	640
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	181	306	537	750

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	127	233	215
당기순이익	107	125	231	213
비현금수익비용가감	14	27	55	47
유형자산감가상각비	2	1	1	2
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	25	53	44
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-1	-1	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-11	-26	-58	-53
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-2	-3	-3
유형자산처분(취득)	0	-1	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	13	0	0	0
자본의 증가(감소)	33	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-46	0	0	0
현금의 증가	104	125	230	212
기초현금	12	116	241	471
기말현금	116	241	471	683

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	25.1	14.6	15.9
P/CF (x)	-	20.7	11.8	13.0
P/B (x)	-	11.0	6.3	4.5
EV/EBITDA (x)	-	20.7	10.0	10.1
EPS (원)	2,132	2,301	3,960	3,646
CFPS (원)	2,416	2,798	4,910	4,457
BPS (원)	3,568	5,253	9,213	12,858
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	158.1	26.3	67.1	-4.7
EBITDA증가율 (%)	386.2	33.2	92.2	-7.7
조정영업이익증가율 (%)	400.7	34.5	93.3	-7.9
EPS증가율 (%)	406.7	7.9	72.1	-7.9
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.5	5.9	5.5
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	76.8	47.0	51.9	31.9
ROE (%)	86.4	51.4	54.8	33.0
ROIC (%)	183.0	194.5	360.8	328.2
부채비율 (%)	12.6	7.5	4.3	3.1
유동비율 (%)	1,582.3	2,676.4	4,671.2	6,466.9
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-74.8	-85.5	-89.5
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	85.1	164.1	150.7

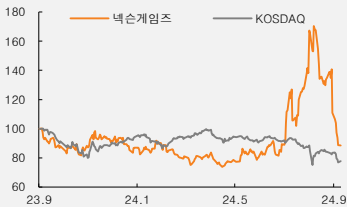
투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	28,000원
현재주가(24/9/9)	15,230원
상승여력	83.8%

영업이익(24F, 십억원)	82
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0

EPS 성장률(24F, %)	435.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.2
P/E(24F, x)	16.6
MKT P/E(24F, x)	9.7
KOSDAQ	714.46

시가총액(십억원)	1,003
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.7
외국인 보유비중(%)	5.6
베타(12M) 일간수익률	0.23
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	29,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-47.2	17.0	-5.5
상대주가	-43.5	43.0	20.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

넥슨게임즈

블아 가치도 안되는 시총. Conviction Buy

퍼스트 디센던트의 성과가 제로인가?

현재 시가총액은 1조원으로 퍼스트 디센던트 출시 전 수준으로 회귀했다. 트래픽이 초반 대비 감소한 것은 맞지만 이번 흥행으로 동사는 1) 연 천억원 수준의 공헌이익 기여가 가능한 파이프라인 획득, 2) 국내사 중 최상위에 해당하는 Hit Ratio 달성, 3) 멀티플랫폼 개발력을 입증해 리레이팅을 정당화할 수 있는 근거를 확보했다.

퍼디의 하반기 예상 총매출액 3,400억원은 트리플A급 콘솔 게임을 성공시킨 것에 비견되는 규모다. 루트슈터 인기작 워프레이프도 초기에는 부침을 겪었지만 유저 친화적 운영과 업데이트로 역주행에 성공했다. 유저와의 적극적인 소통을 통해 추가 업데이트들을 진행하고 있는만큼 이후 트래픽 가능성에 대해서도 기대해볼 수 있다.

블루아카이브의 가치에 대한 판단이 필요

블아는 일본 최상위 IP 반열에 올라섰으며 미디어믹스가 활발히 진행 중이다. 블루아카이브의 글로벌 MAU는 신고점을 갱신하고 있다. 블아의 종적 확장은 아직 시작하지도 않았다. 호요버스의 붕괴, 타입문의 패이트, 반다이남코의 아이돌마스터가 그랬듯 플랫폼 및 장르 확장을 통한 폭발적인 매출 성장도 향후 기대되는 부분이다.

연간 일평균 10억원 수준의 매출이 발생 중이다. 향후 3년간은 연간 총매출 3,600억원, 동사에 대한 공헌이익은 1,200억원 이상이 발생할 전망이다. 현재 연간 공헌이익의 10배만 생각해도 1.2조원의 가치다. 그 이후에는 IP의 종적 확장을 통한 신작 출시로 보다 폭발적인 매출 및 이익 기여가 가능할 전망이다.

목표주가 28,000원, 중소형주 Top Pick 유지

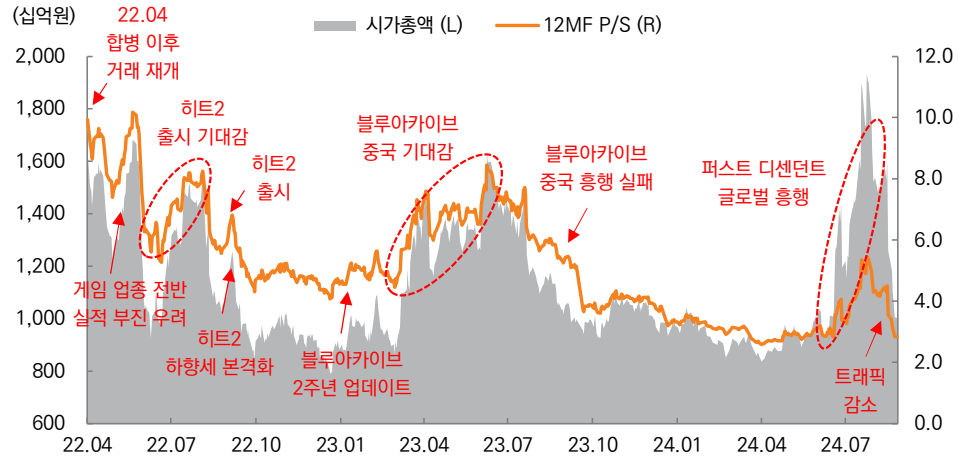
현재 주가는 락바텀 수준에 도달했다고 판단하며 적극 매수를 추천한다. 25F P/E 13배까지 하락해 국내 주요 게임사 가운데 가장 낮은 밸류에이션 수준에 도달했다. 12MF P/S는 2.8배로 합병 이후 멀티플 최하단 수준이다.

퍼디의 PC 트래픽 부진에 대한 시장 실망이 큰 상황이나 넥슨은 공개되지 않은 콘솔 접속자와 매출 지표가 굉장히 좋다고 최근 컨퍼런스에서 밝혔다. PC 트래픽 하향 안정화 완료와 함께 주가 반등이 본격화될 것이다. 1H25부터는 25년 연내 목표로 개발 중인 프로젝트DW(던파 IP)에 대한 강력한 신작 모멘텀이 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	132	193	292	310	387
영업이익 (십억원)	5	12	82	90	145
영업이익률 (%)	3.8	6.2	28.1	29.0	37.5
순이익 (십억원)	6	11	60	75	122
EPS (원)	107	172	919	1,147	1,855
ROE (%)	2.6	4.5	20.6	20.9	26.5
P/E (배)	121.3	87.2	16.6	13.3	8.2
P/B (배)	3.2	3.3	2.8	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

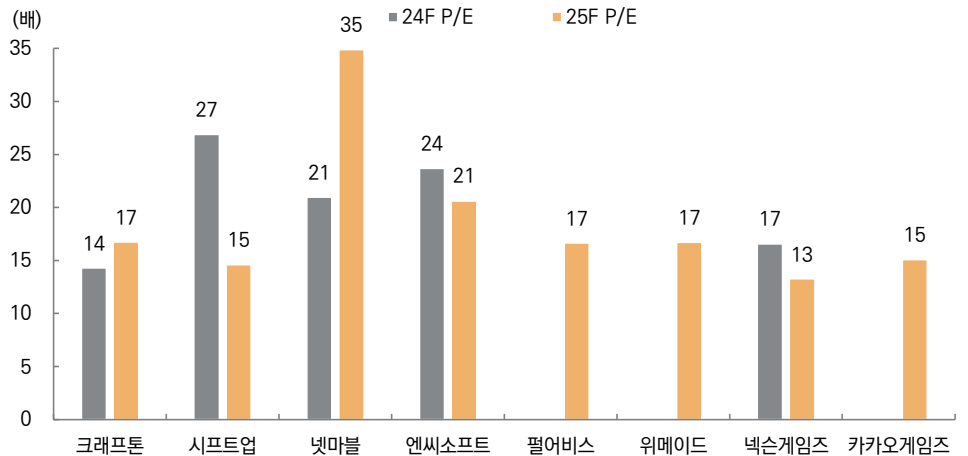
주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 넥슨게임즈 시가총액, 12MF P/S 추이



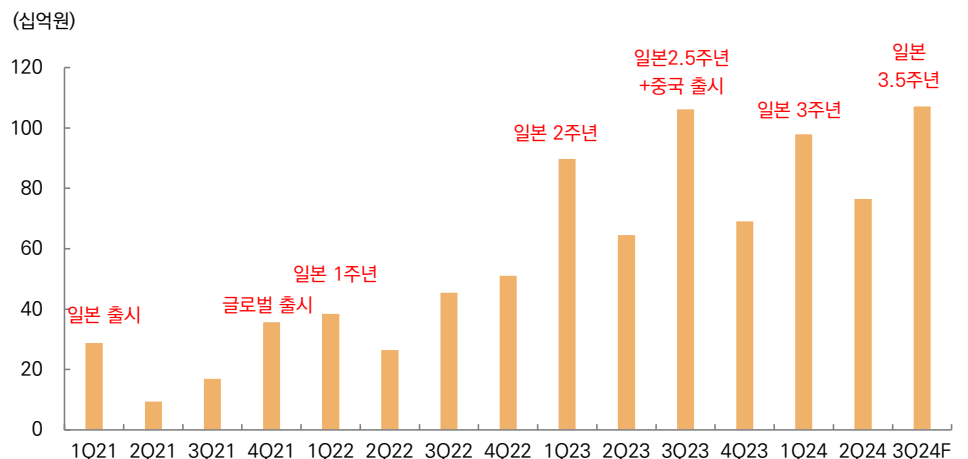
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 국내 주요 게임사 24F, 25F P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 블루아카이브 출시 이후 분기 매출 추이(총매출 기준)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 28. 분기 및 연간 실적 전망

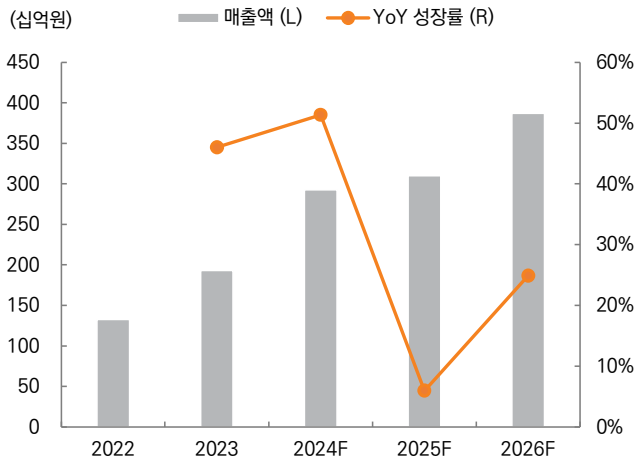
(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	52	43	56	41	53	44	120	77	132	193	292	310	387
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-3.6%	0.9%	0.4%	111.9%	85.8%	-	46.0%	51.3%	6.0%	24.9%
모바일	41	34	47	31	37	30	40	27	104	152	134	134	129
PC	10	9	9	10	15	12	78	49	28	39	154	170	253
기타	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	4	5	5
영업비용	39	43	47	52	50	52	56	53	127	181	211	220	242
인건비	30	33	36	39	37	38	42	39	97	138	156	164	184
주식보상비	3	4	5	4	5	4	5	5	12	16	19	20	22
지급수수료	2	2	3	4	3	4	4	4	9	11	15	16	16
기타	4	4	4	5	5	6	6	5	10	16	21	20	20
영업이익	13	0	10	-10	2	-8	64	24	5	12	82	90	145
(% YoY)	흑전	흑전	6.3%	적전	-80.6%	적전	566.0%	흑전	-	133.0%	579.4%	10.5%	60.9%
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-19.4%	53.1%	31.3%	3.9%	6.2%	27.9%	29.1%	37.5%
지배주주순이익	12	-3	8	-5	0	-11	52	20	6	11	60	75	122
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-13.0%	-0.4%	-25.2%	43.2%	26.1%	4.6%	5.8%	20.7%	24.4%	31.5%

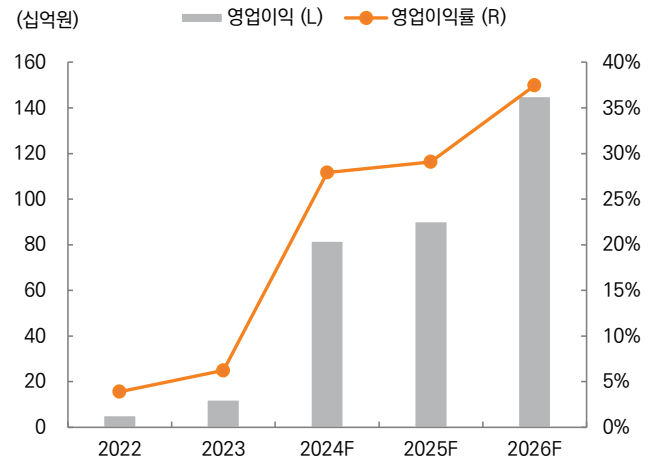
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 연간 매출액 전망

그림 160. 연간 영업이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 글로벌 게임 기업 Valuation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	15,709	15.6	15.2	5.9	5.3	2.4	2.1	10.5	9.6	40.4	40.8
시프트업	3,372	22.8	15.4	14.8	10.0	4.3	3.4	19.3	14.0	72.7	68.3
넷마블	4,942	24.5	29.0	1.7	1.7	0.9	0.9	14.7	14.8	7.6	7.7
엔씨소프트	3,912	21.3	16.7	2.5	2.1	1.1	1.1	14.0	8.4	5.0	11.4
넥슨게임즈	1,003	12.9	8.9	3.1	2.6	2.9	2.2	7.1	5.6	33.3	36.5
위메이드	1,159	33.2	16.7	1.4	1.3	4.3	3.4	-	12.2	-0.1	12.7
펄어비스	2,162	115.5	15.3	6.3	3.5	2.9	2.5	172.9	10.6	-5.2	24.5
카카오게임즈	1,386	54.1	18.6	1.4	1.2	1.0	0.9	14.1	10.0	4.6	9.7
NHN	600	17.9	7.5	0.2	0.2	0.4	0.4	2.4	2.2	4.5	4.8
네오위즈	473	12.3	10.9	1.3	1.2	0.9	0.8	5.3	4.9	8.8	9.6
컴투스	458	17.2	11.4	0.7	0.6	0.4	0.4	14.4	8.5	2.0	4.9
더블유게임즈	1,054	6.1	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	3.1	3.0	38.8	38.5
웹젠	604	8.6	6.6	2.6	2.1	0.9	0.8	5.2	3.9	26.8	30.1
조이시티	118	13.3	10.6	0.8	0.7	1.0	0.9	11.0	8.8	8.8	9.9
Electronic Arts (US)	51,212	19.3	17.2	5.0	4.7	5.0	4.7	14.2	13.4	32.0	31.3
Take Two Interactive	36,807	61.7	19.9	4.9	3.4	4.7	4.2	39.3	15.6	11.2	18.2
Nintendo (JP)	94,328	26.7	22.5	7.0	5.4	3.3	3.1	18.7	15.9	27.6	26.1
Nexon	21,525	17.7	16.4	4.6	4.3	2.2	2.0	10.2	9.1	32.4	33.9
Bandai Namco	19,757	20.7	20.1	1.9	1.8	2.8	2.6	10.4	10.2	12.3	12.5
Konami	18,154	26.0	23.8	4.8	4.5	3.8	3.4	14.2	13.3	24.2	24.8
Cyber Agent	4,850	30.1	22.4	0.6	0.6	3.3	3.0	9.5	9.0	5.2	5.4
Square Enix	6,319	20.1	19.7	2.1	2.0	1.9	1.8	8.3	8.1	13.9	13.9
Tencent (CH)	597,492	15.2	13.6	4.8	4.4	3.3	2.8	13.2	11.9	31.9	33.3
NetEase	67,338	11.0	10.0	3.3	3.0	2.5	2.2	7.6	7.1	28.2	29.2
Kingsoft	4,834	20.8	16.8	2.6	2.3	1.1	1.1	2.4	2.1	28.6	29.4
Youzu Interactive	1,268	27.1	19.3	4.1	3.6	1.4	1.3	19.1	15.4	14.5	11.8
Ubisoft (FR)	2,602	8.6	7.3	0.7	0.7	0.9	0.8	2.6	2.6	15.0	17.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

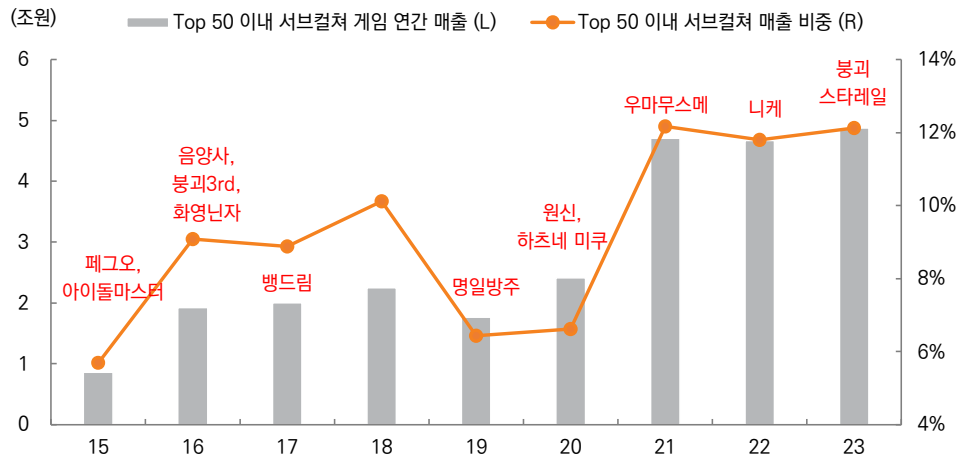
투자포인트 재점검

글로벌에서 서브컬처 장르 고성장 수혜

경쟁이 치열해지고 있는 모바일 게임 시장에서 서브컬처 게임은 메인 장르로 올라서는 데 성공했다. 모바일 시장 내 서브컬처 게임 매출 비중은 2015년 6%에서 23년 12%까지 상승한 것으로 추정된다. 글로벌 주요 서브컬처 게임 10종의 연간 매출액은 6조원 이상을 기록 중이며 10년 가까이 흥런하면서도 유의미한 매출을 기록하는 게임들도 등장하고 있다.

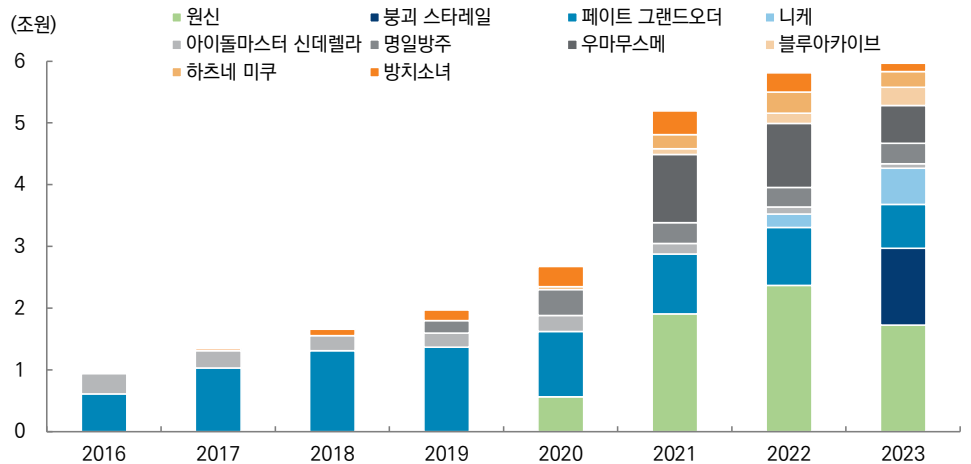
2018~2023년 전체 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임의 성장률은 16.7%에 달한 것으로 추정된다. 1) 모바일 한정 이 아닌 PC, 콘솔로의 확장, 2) 레거시 업체들의 서브컬처 장르로의 확장 러쉬를 고려 시 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

그림 161. 글로벌 모바일 매출 Top 50 이내 서브컬처 게임 연간 매출, 비중 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 162. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이

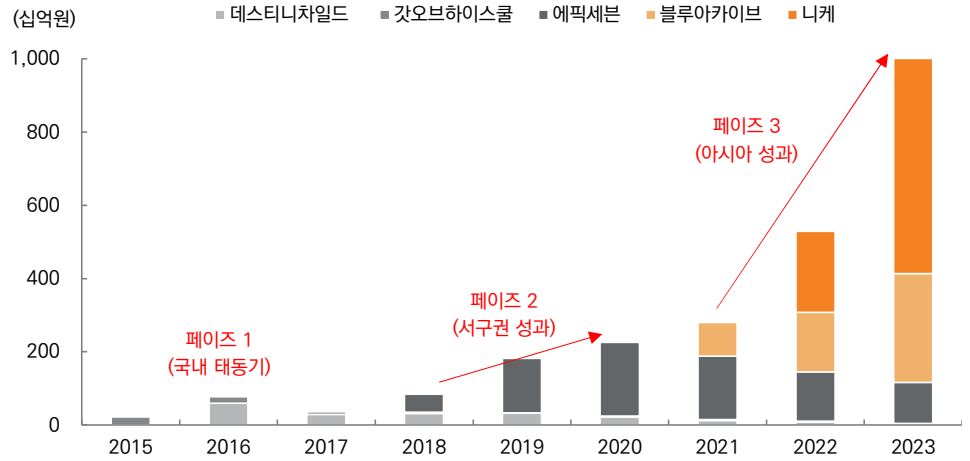


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

최상위 서브컬처 IP로 올라서고 있는 블루아카이브

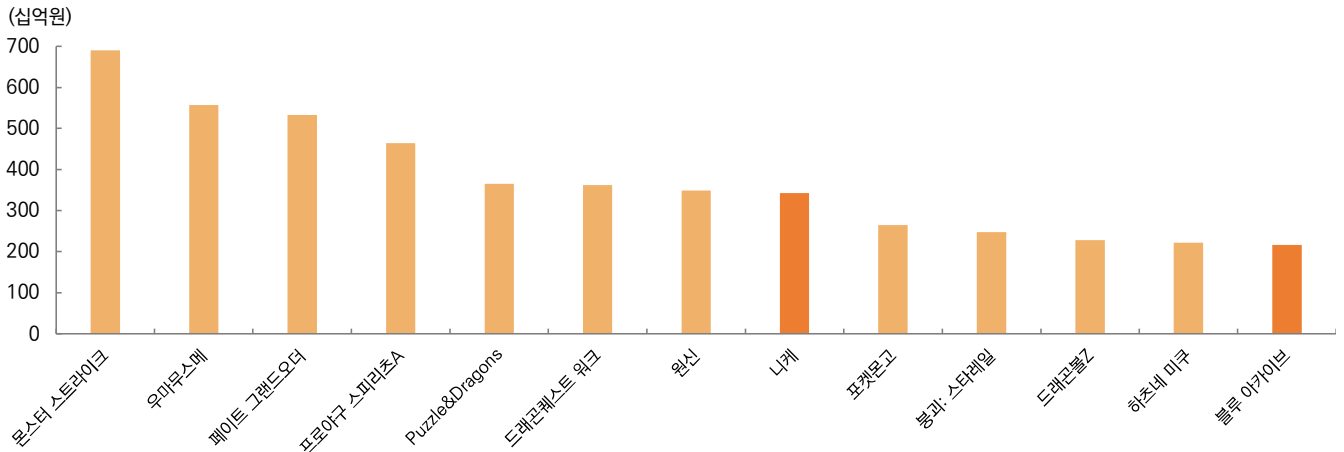
블루아카이브는 2021년 출시된 이후 폭발적인 성장을 지속하며 서브컬처 본고장 일본에서도 K-서브컬처 게임이 통함을 증명하고 있다. 블루아카이브 작년 일본 모바일 게임 연간 매출액 13위를 기록했다. 일본에서 블루아카이브 IP가 정상급 반열로 올라서고 있다는 점을 느끼는 것은 어렵지 않다. 우마무스메와 같은 최상위 서브컬처 게임들만 광고 가능한 아키히바라역 메인 광고판은 작년에 이어 올해에도 블루아카이브가 자리를 차지하고 있다.

그림 163. 국내 게임사 주요 서브컬처 게임 연간 글로벌 매출 추이



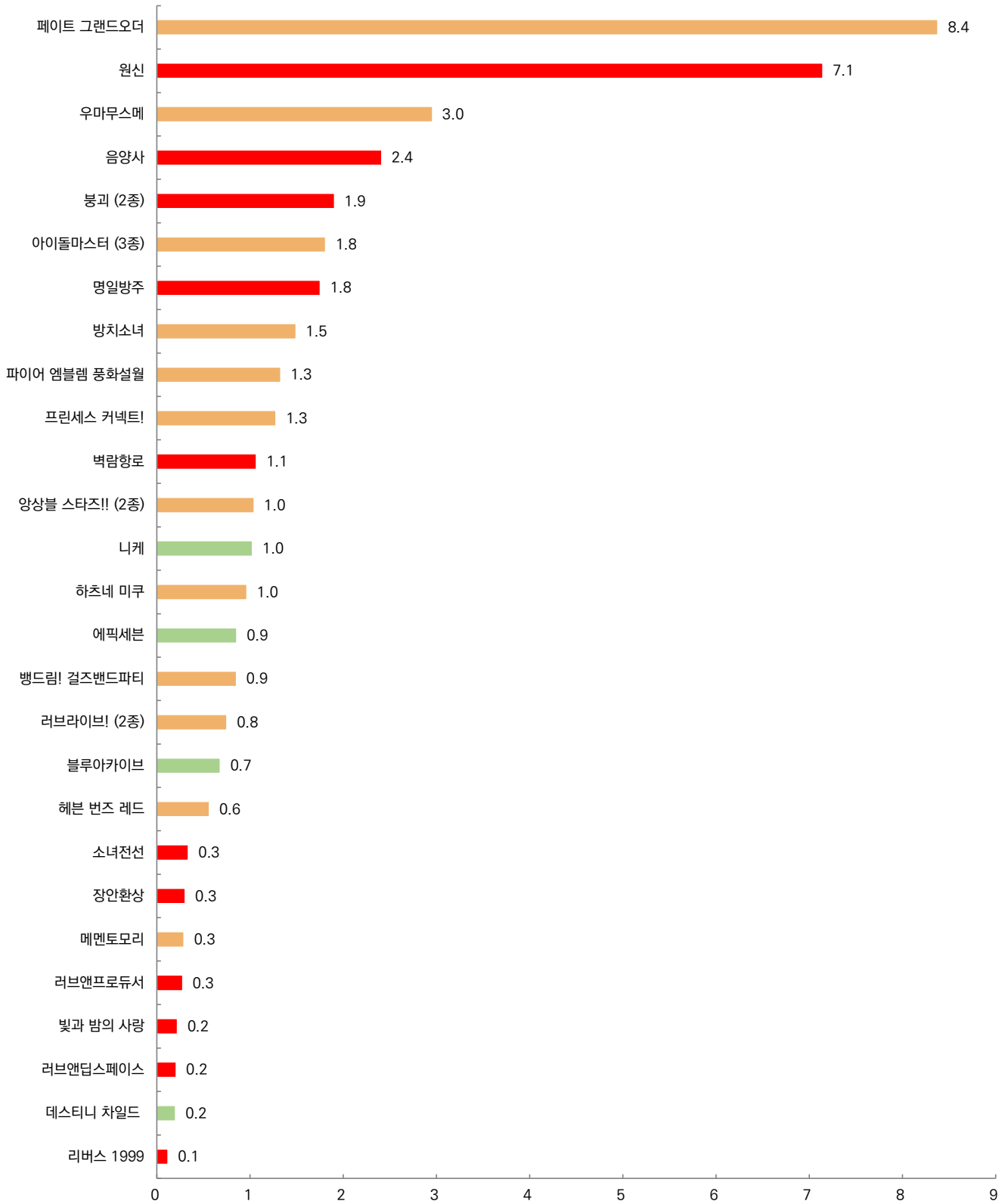
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 164. 2023년 일본 모바일 게임 Top 13 매출액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 165. 글로벌 주요 서브컬처 IP 출시 이후 누적 모바일 매출액 (조원)



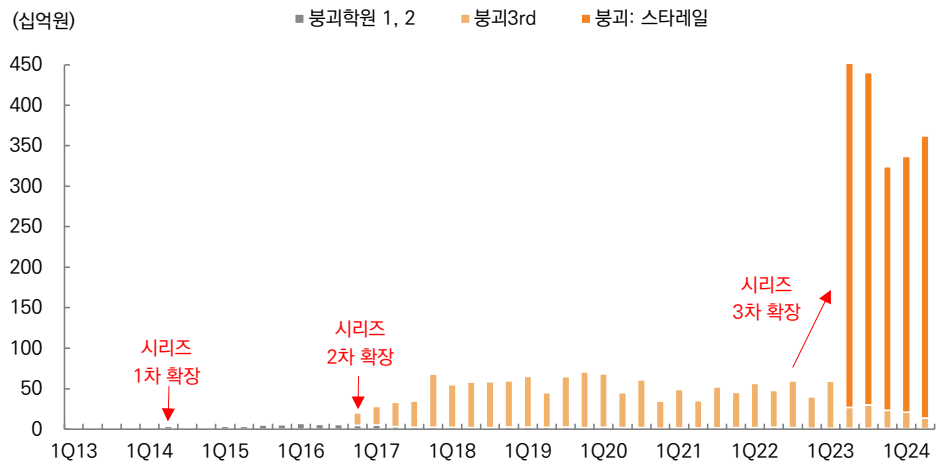
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

붕괴, 아이돌마스터에서 보는 종적 성장 가능성

서브컬처는 다른 어떤 장르보다 스토리의 중요도가 높은 편이다. 1) IP가 존재하는 작품 기반 서브컬처 게임은 해당 IP에 대한 친숙한 기억 또는 애정을 가진 사람들을 끌어들이며 흥행을 지속해 나가고(타입문 IP의 페이트 그랜드오더가 대표적), 2) IP가 창조된 게임의 경우 해당 편 이후의 후속 스토리에 대한 기대감과 궁금증으로 후속 흥행을 이끌어 나간다.

호요버스의 붕괴 시리즈가 서브컬처 IP의 영속성을 보여주는 대표적인 케이스다. 호요버스 초창기인 12년 FlyMe2theMoon에서 시작된 붕괴 IP는 붕괴학원(12년)을 거쳐 붕괴학원 2(14년)부터 인기를 끌기 시작하더니 붕괴3rd(17년)부터 글로벌 흥행에 성공한다. 작년부터는 붕괴: 스타레일을 통해 또 한번의 성공적인 IP 확장 신화를 써내려가고 있다.

그림 166. 붕괴 시리즈 분기 매출 추이



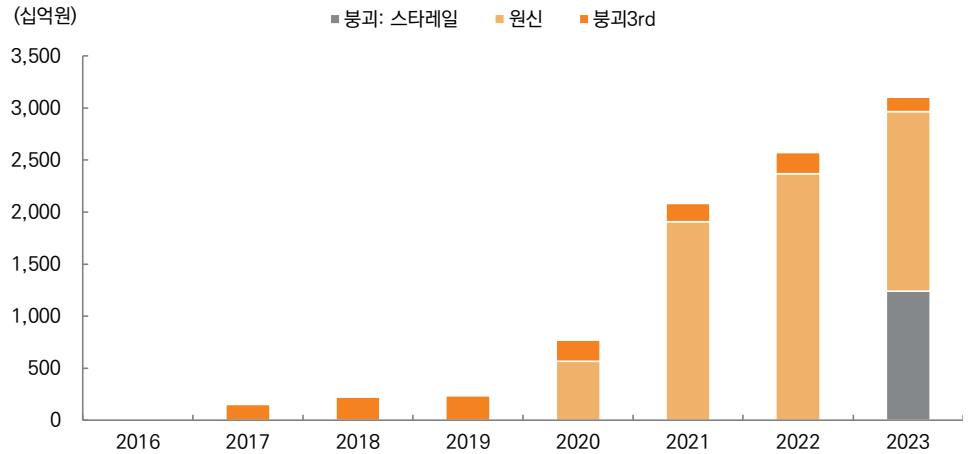
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 167. 붕괴 IP 시리즈 변화



자료: 호요버스, 앵스토어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 호요버스 주요 게임 iOS 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 30. 호요버스 주요 타임라인

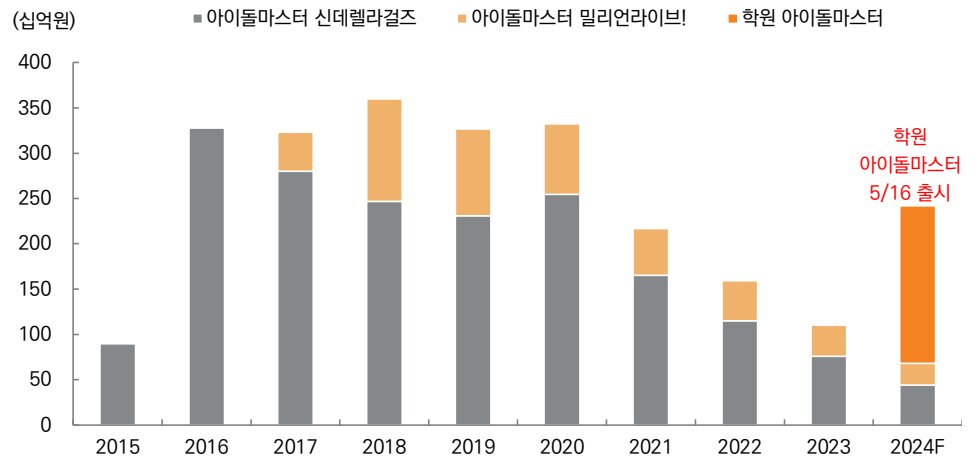
타임라인	내용
미호요 설립 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> - 2011년 '미호요' 창립, 2012년 2월 법인화, 비상장사 - 대학 동기 차이하오위, 류웨이(현 CEO), 위위하오 3명 공동 설립 - '테크 오타쿠가 세상을 바꾼다'라는 슬로건을 내세워 창립 - 2022년 이후 중국 외 지역에서는 '호요버스'라는 브랜드 명칭으로서 운영
〈FlyMe2theMoon〉 출시 (2011)	<ul style="list-style-type: none"> - 설립자의 오타쿠 취향을 담은 첫 서브컬처 장르 게임 - 현 〈붕괴〉 시리즈의 대표 캐릭터 '키아나 카스라나'를 주인공으로 출시 - 대중 및 평단의 부정적 반응, 저조한 매출 - 특히 서브컬처 장르가 확립되기 전이라 생소하다는 반응이 상당수
〈붕괴학원〉 출시 (2012)	<ul style="list-style-type: none"> - 전작에 대한 부정적 반응에도 불구하고 설립자의 서브컬처 취향 유지 - '중비학원'과 '학원목시록'에서 영감 받아 2012년 〈붕괴학원〉 출시
〈붕괴학원2〉 출시 (2014)	<ul style="list-style-type: none"> - 유의미한 매출 발생 시작, 게임사로서 경쟁력을 갖추게 한 게임 - 중국 내 뿐만 아니라 한, 일 포함 글로벌 출시 시작 - 패러디 요소가 다수 존재, 일본의 서브컬처를 기반으로 한 아이템 다수 - 다양한 게임, 애니메이션과 콜라보레이션 진행
〈붕괴3rd〉 출시 (2016)	<ul style="list-style-type: none"> - 호요버스의 기술력을 입증, 매출을 본격 성장시킨 작품 - 수집형 RPG 주류 시장에서 ARPG 장르로 성공을 이룸 - 3D 렌더링 기술 접목시켜 더욱 세밀한 표현에 집중 - 게임 내 다수의 실험적 업데이트 진행, 대부분 일회성 콘텐츠 - 여러 실험을 통해 개발 역량이 발전했다는 평가
〈원신〉 출시 (2020)	<ul style="list-style-type: none"> - 글로벌에서도 폭발적인 매출을 증명한 첫 작품. 오픈 월드 어드벤처 - 출시 당시 수백명 규모에서 2022년 4,000명의 직원 규모로 성장 - 출시 12일만에 매출 1억 달러 달성, 개발비 전액 회수 - 서브컬처 게임으로서 캐릭터 매력 극대화, 유저들과 소통을 통해 코어 팬층 생성 - '전설 및 초대 이벤트'로 메인 스토리에서의 비주류 캐릭터들의 이야기 소개 - 모바일 F2P 게임에서 오픈 월드 요소를 사용하여 유저들의 탐험 욕구 자극 - 멀티 플랫폼(모바일, PC, PS)을 채택, 크로스 플레이 지원으로 타 플랫폼 유저들과 협동 가능 - 뛰어난 게임성, 〈젤다의 전설: 야생의 숨결〉에서 영감받아 유사한 콘텐츠 + 독창적인 요소 - 호요버스의 성과로 중국 내 서브컬처 장르에 대한 수요가 높아졌고, 주류 게임 장르로 등극
〈미해결사건부〉 출시 (2020)	<ul style="list-style-type: none"> - 여상향 추리 연애 시뮬레이션 모바일 게임, 큰 성과는 없었지만 꾸준히 업데이트하며 서비스 지속
〈붕괴: 스타레일〉 출시 (2023)	<ul style="list-style-type: none"> - 붕괴 IP 후속작, 호요버스의 2번째 대형 IP, 대형 게임사로서 입지를 공고히 한 게임 - 서브컬처 게임의 중요 요소인 탄탄한 스토리, 매력적인 캐릭터, 안정적 퍼블리셔 3박자가 조화를 이룸 - '은하열차 글로벌 투어' 이벤트 성공적 진행에 따른 초반 인기 열기 확보
〈젠레스 존 제로〉 출시 (2024)	<ul style="list-style-type: none"> - 원신, 붕괴: 스타레일에 이어 또다른 센세이션을 일으키고 있는 게임 - 특히 카니발리제이션을 막고자 기존 IP와 차별점을 둠 - 기존의 RPG 및 스토리 중심 타이틀에서 벗어남 - 모험을 테마로 한 공상과학 배경 도입, 3인칭 카메라 시점으로 진행

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IP의 영속성을 보여주는 또 다른 사례는 일본의 아이돌마스터가 대표적이다. 성공적인 미디어믹스를 이어나가며 무려 20여년의 기간동안 IP 인기를 유지해오고 있다. 아이돌마스터는 반다이남코(2005년 9월 반다이-남코 합병)가 2005년 출시한 아케이드 게임을 기반으로 하는 아이돌 장르 IP다. 게임뿐 아니라 만화, 애니메이션, 음악, 라이브 등 다양한 미디어믹스를 전개해오고 있다.

2015년 모바일로 출시된 아이돌마스터 신데렐라걸즈 스타라이트 스테이지가 공전의 히트를 치며 매출 확대가 본격화된다. 2017년 출시된 아이돌마스터 밀리언라이브까지 더해지며 매출 전성기를 누렸다. 2021년 이후로는 게임 내 인플레이션 심화와 팬덤 갈등으로 인한 유저 이탈로 매출 감소를 겪고 있었으나 2024년 5월 출시된 신작 학원 아이돌마스터가 흥행에 성공하면서 다시 한 번 매출 반전에 성공하는 모습이다.

그림 169. 아이돌마스터 IP 주요 모바일 게임 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 170. 아이돌마스터 IP 시리즈 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 아이돌마스터 IP 변천사

대표 프로젝트	출시시기	대표 후속작	특이사항
아이돌마스터 (아케이드)	05년 7월	아이돌마스터 2 (콘솔, 11년 2월 출시)	- 아이돌마스터 IP의 전신 - 대중적인 캐릭터 디자인, 팝 OST로 폭넓은 유저층 확보 노력 - 터치스크린, 대화 시스템 등으로 캐릭터와 유저 간 상호작용 증진 - 아이돌 육성 장르가 생소했던 당대 장르 주류화 주도 - 성장형 스토리 요소 최초 도입. 남녀노소 모두에게 폭발적 반응
아이돌마스터 신데렐라 걸즈 (웹, 모바일)	11년 11월	아이돌마스터 신데렐라 걸즈 스타라이트 스테이지 (모바일, 15년 9월 출시)	- 765프로덕션 아이돌(본가)가 아닌 346프로덕션(분가)의 개념 도입 - 매년 총선거 실시, 싱글 앨범 참가, 성우 배정의 혜택 제공 - 스타라이트 스테이지 출시 이후 모바일 기반 시리즈 전개 - 타 소셜게임에 비해 과도한 과금 구조로 비판받음 - 음반, 만화책, 애니메이션 등 미디어 믹스의 활성화를 이끔 - 일본 내 소셜 게임 열풍과 동반 성장 - 서브컬처 게임의 모바일 출시 보편화
아이돌마스터 밀리언 라이브! (웹, 모바일)	13년 2월	아이돌마스터 밀리언 라이브! 시어터 데이즈 (모바일, 17년 6월 출시)	- 아이돌마스터 IP 독자적 소셜게임의 출범 - 기존 765 프로덕션과 새로운 캐릭터 설정으로 기존 팬층 유입 - 시어터데이즈의 3D 그래픽, 라이브 MV 등 다양한 콘텐츠 존재 - 캐릭터와 대화, 블로그 게시 등 유저와의 적극적 상호작용 - 과도한 과금 요소를 줄여 유저 친화적 환경 조성 - 실시간 스트리밍 이벤트로 생생한 유저 경험 제공에 주안점 - 유저와 캐릭터 상호작용의 중요성을 강조
아이돌마스터 SideM (웹, 모바일)	14년 7월	아이돌마스터 SideM 라이브온스테이지 (모바일, 17년 8월 출시)	- 아이돌마스터의 남자버전, 유닛제의 첫 도입 - 라이브온스테이지 출시, 리듬게임이 아닌 육성에 초점 - 여성 유저를 유입하는데 기여 - 비교적 낮은 퀄리티의 3D 그래픽과 오디오로 혹평 존재
아이돌마스터 샤이니 컬러즈 (웹, 모바일)	18년 4월	아이돌마스터 샤이니 컬러즈 Song for Prism (모바일, PC 23년 11월 출시)	- 새로운 캐릭터들로만 구성된 유닛제로 신선함 선사 - 높은 채도의 기존 그림체와 달리 투명한 일러스트 사용 - Song for Prism 출시, 육성 시뮬레이션과 리듬게임으로 구성 - 대형 IP도 지속적으로 새로운 시도가 가능함을 입증 - 출시 1주년 안정화, 액티브 유저 3배 이상 증가 - 3D 그래픽 퀄리티와 애니메이션에 대한 혹평 존재
학원 아이돌마스터 (모바일)	24년 5월	-	- 개발 외주를 맡겨 높은 퀄리티의 3D 모델링 구현 - 정체성 유지하며 고등학생 캐릭터, 학원 내부 프로듀싱 등 내용상 변주 - K-POP 느낌 곡들과 라이브로 젊은 유저층 유입 노력 - 아이돌마스터 IP의 인기를 부활시킨 작품 - 대표적인 일본 서브컬처 IP로 자리매김 - 출시 2주만에 100만 다운로드 달성

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (22570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	292	310	387
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	292	310	387
판매비와관리비	181	211	220	242
조정영업이익	12	82	90	145
영업이익	12	82	90	145
비영업손익	4	0	4	8
금융손익	4	6	8	11
관계기업등 투자손익	0	-6	-4	-3
세전계속사업손익	16	82	94	153
계속사업법인세비용	4	21	19	31
계속사업이익	11	60	75	122
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	60	75	122
지배주주	11	60	75	122
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	60	75	122
지배주주	11	60	75	122
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	90	98	153
FCF	33	66	81	129
EBITDA 마진율 (%)	11.4	30.8	31.6	39.5
영업이익률 (%)	6.2	28.1	29.0	37.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	20.5	24.2	31.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	237	305	385	515
현금 및 현금성자산	111	176	254	379
매출채권 및 기타채권	33	35	36	37
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	95	99
비유동자산	130	124	121	120
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	54	51	49
무형자산	35	35	35	36
자산총계	367	429	506	635
유동부채	66	67	67	68
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	58	58	59
비유동부채	38	39	40	46
장기금융부채	17	17	17	17
기타비유동부채	21	22	23	29
부채총계	104	106	108	114
지배주주지분	263	323	399	521
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	214	289	411
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	323	399	521

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	68	84	133
당기순이익	11	60	75	122
비현금수익비용가감	36	24	19	28
유형자산감가상각비	8	7	6	6
무형자산상각비	2	1	2	2
기타	26	16	11	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	-1	1	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-7	-21	-19	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	-37	-4	-6	-8
유형자산처분(취득)	-4	-2	-3	-4
무형자산감소(증가)	-1	-1	-2	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-1	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	0	0	0
자본의 증가(감소)	-141	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	131	0	0	0
현금의 증가	-3	64	78	125
기초현금	115	111	176	254
기말현금	111	176	254	379

예상 주당가치 및 valuation (요약)

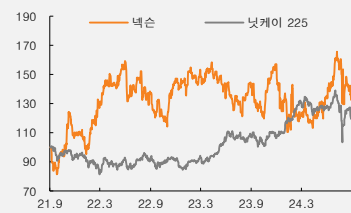
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	16.6	13.3	8.2
P/CF (x)	21.0	11.9	10.6	6.7
P/B (x)	3.3	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	37.7	8.5	7.0	3.7
EPS (원)	172	919	1,147	1,855
CFPS (원)	715	1,283	1,437	2,276
BPS (원)	4,505	5,422	6,569	8,424
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	46.0	51.3	6.0	24.9
EBITDA증가율 (%)	116.2	317.7	9.1	56.0
조정영업이익증가율 (%)	133.0	579.1	10.5	60.9
EPS증가율 (%)	60.9	435.2	24.8	61.7
매출채권 회전율 (회)	6.8	9.8	10.2	12.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.3	15.2	16.1	21.4
ROE (%)	4.5	20.6	20.9	26.5
ROIC (%)	12.0	82.9	103.1	168.1
부채비율 (%)	39.6	32.7	27.0	21.9
유동비율 (%)	358.7	456.3	570.6	755.2
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-73.9	-79.8	-85.2
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	56.7	62.5	100.2

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	JPY 4,000
현재주가(24/9/9)	JPY 2,728.5
상승여력	46.6%

닛케이 225(p)	36,215.75
EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	-
배당수익률(%)	0.4
시가총액(십억JPY)	2,295.22
시가총액(조원)	21.47
상장주식수(백만주)	841.2
60일 평균 거래대금(백만JPY)	9,123.25
52주 최저가(JPY)	2,274.50
52주 최고가(JPY)	3,409.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.1	9.1	-6.2
상대주가	-1.2	19.6	-15.6



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

넥슨

성장에 대한 강력한 의지 표출

자본 시장 브리핑에서 밝힌 장기 성장 가이드선스

넥슨은 지난주 자본 시장 브리핑을 진행하며 장기 성장성에 대한 자신감을 피력했다. 동사가 밝힌 가이드선스는 2027년 매출액 7,500억엔(+15% CAGR), 영업이익 2,500억엔(+17% CAGR)이다. 또한 주요 IP 3종(던파, 메이플, FC) 합산 매출액을 5,300억엔(+15% CAGR)까지 성장시킨다는 목표를 공개했다.

올해 초 취임한 이정현 대표이사가 직접 가이드선스와 함께 장기 비전을 제시했다는 부분이 고무적이다. 국내 게임사 중 재무적 성과에 대해 장기 가이드선스를 구체적으로 밝힌 기업은 넥슨이 유일하다. 기존 IP의 종적 확장 속에 신규 IP의 횡적 확장이 더해지며 성장을 견인할 전망이다.

이상적인 모습을 보여주는 던파 IP의 확장스토리

5/21일 출시한 던파M 중국의 대규모 흥행이 장기화되고 있다. 출시된지 3달이 지났음에도 여전히 높은 트래픽을 유지하며 기대 이상의 성과를 기록 중이다. 중국 iOS 매출 순위는 왕자영요에 이어 2위 자리를 견조하게 지키고 있다. 3분기에도 iOS 일매출 9억엔 수준을 유지하고 있는 것으로 추정된다.

동사는 던파 IP의 전체 매출을 27년까지 연평균 25% 성장시키겠다고 목표치를 제시했다. 던파 IP를 기반으로 준비 중인 신작 카잔, 오버킬, 프로젝트DW에 대해서도 흥행 기대치를 높게 잡고 있다는 의미다. 카잔의 경우 이번 8월 게임스컴 시연에서도 폭발적인 유저 반응을 얻었으며 25년 상반기 출시를 앞두고 있다.

투자 의견 '매수', 목표주가 4,000엔 유지

24F P/E 15배로 밸류에이션 부담이 높지 않은 구간으로 중장기적 투자 관점에서 접근하기 좋은 시기다. 7월 초 출시한 퍼스트 디센던트의 글로벌 흥행으로 주가가 반등했으나 PC 트래픽 감소에 대한 실망감으로 주가 조정이 발생했다. 그러나 콘솔에서 양호한 트래픽을 보이고 있으며 여전히 기대 이상의 일매출이 발생 중이다.

연내 주요 신작 출시를 앞두고 있지는 않지만 던파 IP 신작 카잔이 25년 상반기 출시 대기 중에 있어 신작 모멘텀도 서서히 발생할 것이다. 적극적인 주주환원 목표를 밝힌 것도 긍정적인 부분이다. 동사는 최근 반기 배당금을 2배로 올리기로 결정했으며 내년부터는 직전년도 영업이익의 33%를 주주에게 환원할 계획임을 밝혔다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억JPY)	274	354	423	499	502
영업이익 (십억JPY)	92	104	135	175	173
영업이익률 (%)	33.4	29.3	31.8	35.2	34.6
순이익 (십억JPY)	115	100	71	155	138
EPS (JPY)	127	114	83	184	164
ROE (%)	13.6	11.6	7.8	13.3	10.6
P/E (배)	17.2	25.4	30.6	14.9	16.7
P/B (배)	2.3	2.9	2.4	2.0	1.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 분기 및 연간 실적 전망

(십억JPY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	124	94	120	85	108	122	145	123	354	423	499	502
(% YoY)	36%	12%	23%	4%	-13%	30%	21%	45%	29%	20%	18%	1%
국내	65	62	76	52	57	49	52	53	213	255	211	237
PC	43	42	56	39	41	36	39	39	136	181	155	172
모바일	22	20	20	14	16	13	13	14	77	75	56	65
중국	43	18	24	15	29	56	61	41	86	100	188	140
PC	43	18	21	12	27	12	19	12	86	94	69	70
모바일	0	0	3	3	2	44	42	29	1	6	118	70
일본	4	2	3	3	4	5	6	6	11	12	19	29
PC	1	1	1	1	1	2	3	3	4	4	9	15
모바일	3	1	2	2	2	3	2	3	7	8	10	13
북미/유럽	5	5	9	8	10	7	18	16	20	28	51	62
PC	2	2	3	5	5	4	15	13	6	12	37	45
모바일	3	4	5	4	5	3	3	3	14	16	14	17
기타	7	6	8	6	8	6	9	7	24	28	29	34
PC	4	3	4	3	5	3	6	4	12	13	18	20
모바일	3	4	4	3	3	3	3	3	11	15	11	14
PC/콘솔	93	65	86	60	79	57	82	71	244	304	289	323
(% YoY)	37%	18%	29%	10%	-15%	-13%	-5%	18%	24%	25%	-5%	12%
모바일	31	29	34	25	29	66	63	52	110	119	210	179
(% YoY)	33%	2%	11%	-8%	-6%	125%	84%	110%	41%	9%	76%	-15%
매출원가	34	33	36	35	41	44	46	40	106	138	171	175
영업비용	33	34	38	43	33	32	44	37	139	148	146	154
인건비	6	7	8	9	7	8	9	9	33	29	34	39
PG fee	10	10	12	9	9	8	10	9	40	41	36	35
R&D	6	6	6	7	5	6	6	6	26	25	25	27
마케팅비	7	7	8	11	5	5	12	7	26	33	30	30
D&A	1	1	1	2	1	1	2	1	4	4	5	5
기타	3	3	4	5	4	4	4	4	11	15	16	17
영업이익	57	28	47	5	29	45	56	45	104	135	175	173
(% YoY)	49%	23%	48%	-59%	-49%	62%	19%	899%	13%	30%	30%	-1%
영업이익률	46%	30%	39%	5%	27%	37%	38%	37%	29%	32%	35%	35%
지배주주순이익	53	25	35	-42	36	40	43	36	100	71	155	138
순이익률	43%	26%	29%	-50%	33%	33%	30%	29%	28%	17%	31%	28%

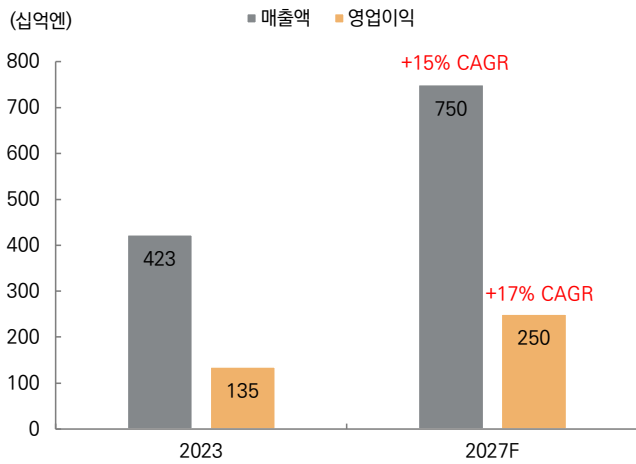
자료: 미래에셋증권 리서치센터

자본 시장 브리핑

넥슨은 최근 도쿄에서 자본 시장 브리핑을 진행하며 장기 성장성에 대한 자신감을 피력했다. 동사가 밝힌 가이드런스는 2027년 매출액 7,500억엔(+15% CAGR), 영업이익 2,500억엔(+17% CAGR)이다. 또한 주요 IP 3종(던파, 메이플, FC) 합산 매출액을 5,300억엔(+15% CAGR)까지 성장시킨다는 목표를 공개했다.

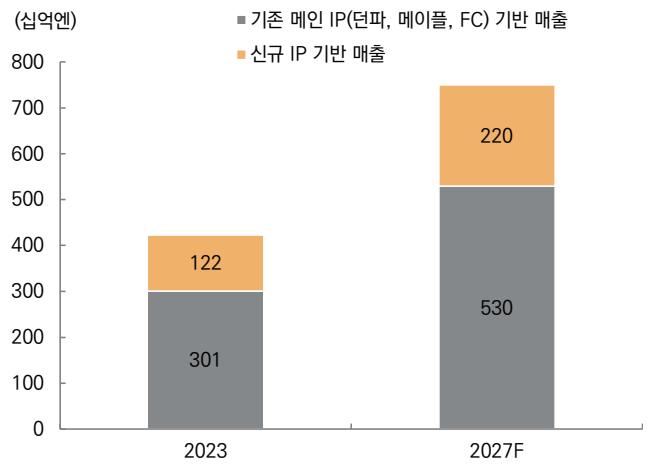
올해 초 취임한 이정현 대표이사가 직접 가이드런스와 함께 장기 비전을 제시했다는 부분이 고무적이다. 국내 게임사 중 재무적 성과에 대해 장기 가이드런스를 구체적으로 밝힌 기업은 넥슨이 유일하다. 기존 IP의 종적 확장 속에 신규 IP의 횡적 확장이 더해지며 성장을 견인할 전망이다. 던파 IP는 27년까지 연평균 25%, 메이플스토리 IP는 연평균 14% 성장이 예상된다.

그림 171. 연간 매출액, 영업이익 가이드런스



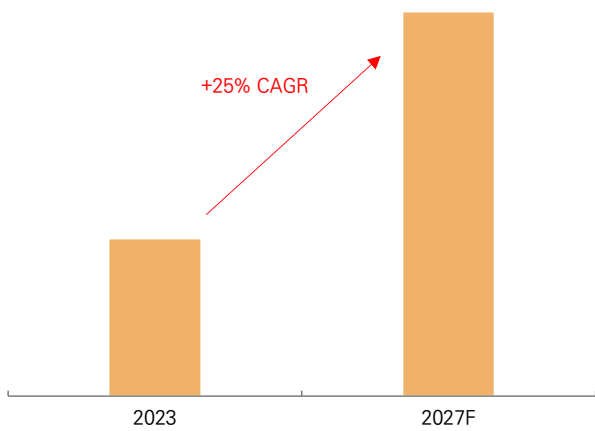
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 주요 IP, 신규 IP 매출액 가이드런스



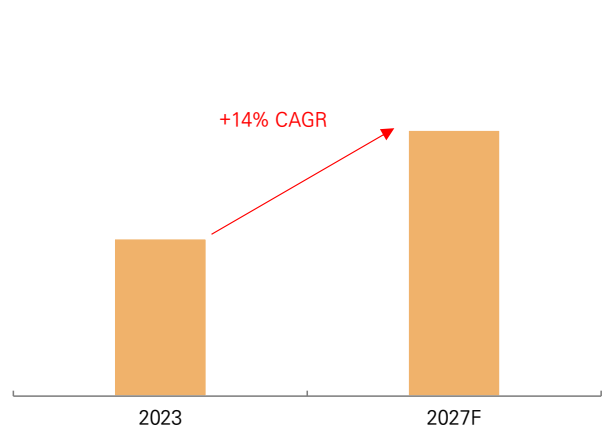
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 던파 IP 매출액 성장 가이드런스



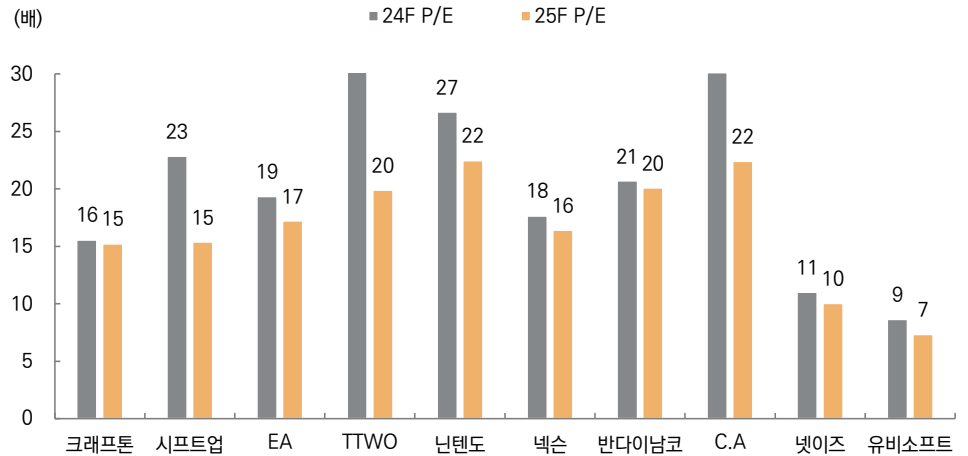
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 메이플스토리 IP 매출액 성장 가이드런스



자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 글로벌 주요 게임사 24F, 25F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 글로벌 게임 기업 Valuation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	15,709	15.6	15.2	5.9	5.3	2.4	2.1	10.5	9.6	40.4	40.8
시프트업	3,372	22.8	15.4	14.8	10.0	4.3	3.4	19.3	14.0	72.7	68.3
넷마블	4,942	24.5	29.0	1.7	1.7	0.9	0.9	14.7	14.8	7.6	7.7
엔씨소프트	3,912	21.3	16.7	2.5	2.1	1.1	1.1	14.0	8.4	5.0	11.4
넥슨게임즈	1,003	12.9	8.9	3.1	2.6	2.9	2.2	7.1	5.6	33.3	36.5
위메이드	1,159	33.2	16.7	1.4	1.3	4.3	3.4	-	12.2	-0.1	12.7
펄어비스	2,162	115.5	15.3	6.3	3.5	2.9	2.5	172.9	10.6	-5.2	24.5
카카오게임즈	1,386	54.1	18.6	1.4	1.2	1.0	0.9	14.1	10.0	4.6	9.7
NHN	600	17.9	7.5	0.2	0.2	0.4	0.4	2.4	2.2	4.5	4.8
네오위즈	473	12.3	10.9	1.3	1.2	0.9	0.8	5.3	4.9	8.8	9.6
컴투스	458	17.2	11.4	0.7	0.6	0.4	0.4	14.4	8.5	2.0	4.9
더블유게임즈	1,054	6.1	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	3.1	3.0	38.8	38.5
웹젠	604	8.6	6.6	2.6	2.1	0.9	0.8	5.2	3.9	26.8	30.1
조이시티	118	13.3	10.6	0.8	0.7	1.0	0.9	11.0	8.8	8.8	9.9
Electronic Arts (US)	51,212	19.3	17.2	5.0	4.7	5.0	4.7	14.2	13.4	32.0	31.3
Take Two Interactive	36,807	61.7	19.9	4.9	3.4	4.7	4.2	39.3	15.6	11.2	18.2
Nintendo (JP)	94,328	26.7	22.5	7.0	5.4	3.3	3.1	18.7	15.9	27.6	26.1
Nexon	21,525	17.7	16.4	4.6	4.3	2.2	2.0	10.2	9.1	32.4	33.9
Bandai Namco	19,757	20.7	20.1	1.9	1.8	2.8	2.6	10.4	10.2	12.3	12.5
Konami	18,154	26.0	23.8	4.8	4.5	3.8	3.4	14.2	13.3	24.2	24.8
Cyber Agent	4,850	30.1	22.4	0.6	0.6	3.3	3.0	9.5	9.0	5.2	5.4
Square Enix	6,319	20.1	19.7	2.1	2.0	1.9	1.8	8.3	8.1	13.9	13.9
Tencent (CH)	597,492	15.2	13.6	4.8	4.4	3.3	2.8	13.2	11.9	31.9	33.3
NetEase	67,338	11.0	10.0	3.3	3.0	2.5	2.2	7.6	7.1	28.2	29.2
Kingsoft	4,834	20.8	16.8	2.6	2.3	1.1	1.1	2.4	2.1	28.6	29.4
Youzu Interactive	1,268	27.1	19.3	4.1	3.6	1.4	1.3	19.1	15.4	14.5	11.8
Ubisoft (FR)	2,602	8.6	7.3	0.7	0.7	0.9	0.8	2.6	2.6	15.0	17.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨 (3659 JP)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억JPY)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	354	423	499	502
매출원가	106	138	171	175
매출총이익	248	285	328	327
영업비용	139	148	146	154
영업외수익	-5	-3	5	0
영업이익	104	135	175	173
비영업손익	37	-9	53	24
세전사업손익	141	126	229	197
법인세비용	41	55	74	59
비배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	100	71	155	138

Growth & Margins (%)	2022	2023	2024F	2025F
매출액증가율	28.9%	19.7%	17.8%	0.6%
매출총이익증가율	22.5%	15.1%	14.8%	-0.2%
영업이익증가율	13.3%	29.9%	30.2%	-1.2%
지배주주순이익증가율	-12.7%	-29.6%	119.5%	-10.8%
매출총이익률	70.1%	67.4%	65.7%	65.2%
영업이익률	29.3%	31.8%	35.2%	34.6%
지배주주순이익률	28.4%	16.7%	31.1%	27.5%

예상 현금흐름표 (요약)

(십억JPY)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	130	129	164	147
당기순이익	100	71	155	138
감가상각비	7	9	10	10
기타	27	50	-1	-1
투자활동 현금흐름	-11	-188	-69	-13
자본적지출	-6	-6	-13	-4
기타	-5	-183	-50	-9
재무활동 현금흐름	-106	-79	-49	-19
배당금의 지급	-9	-9	-19	-17
장단기금융부채의 증가(감소)	-3	-3	-9	-3
자본의 증가(감소)	-100	-79	-23	0
기타	6	12	2	0
FX rate effect	31	9	0	0
현금의 증가	44	-129	46	115
기초현금	365	409	281	326
기말현금	409	281	326	441

자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억JPY)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	642	690	896	1,018
현금 및 현금성 자산	409	281	326	441
매출채권 및 기타채권	30	38	39	40
기타유동자산	202	358	531	536
비유동자산	401	409	491	498
유형자산	27	53	55	57
영업권	40	44	47	49
무형자산	10	18	26	25
기타비유동자산	324	294	363	367
자산총계	1,043	1,098	1,387	1,516
유동부채	83	89	101	88
매입채무 및 기타채무	38	34	44	45
단기금융부채	4	6	7	7
기타유동부채	41	49	50	36
비유동부채	92	102	123	127
장기금융부채	19	24	32	34
기타비유동부채	73	78	91	93
부채총계	175	192	224	215
자본금	39	48	49	49
자본잉여금	18	27	28	28
자사주	-16	-45	-23	-23
기타	114	160	236	236
이익잉여금	703	707	862	1,000
비지배주주지분	9	10	10	10
자본총계	868	907	1,163	1,301
부채 및 자본 총계	1,043	1,098	1,387	1,516

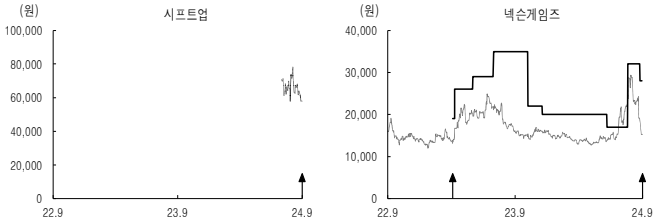
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (배)	25.4	30.6	14.9	16.7
P/S (배)	7.2	5.1	4.6	4.6
P/B (배)	2.9	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	19.6	13.3	10.9	10.4
EPS (JPY)	114	83	184	164
BPS (JPY)	984	1,064	1,378	1,542
DPS (JPY)	10	10	22	20
배당성향 (%)	9.9	14.3	14.3	14.3
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.8	0.7
매출채권회전율 (회)	11.6	11.2	12.8	12.5
매입채무회전율 (회)	9.2	12.4	11.3	11.2
ROA (%)	9.6	6.4	11.2	9.1
ROE (%)	11.6	7.8	13.3	10.6
부채비율 (%)	20.2	21.1	19.3	16.5
유동비율 (%)	772.3	771.5	889.5	1,161.3
순차입금/자기자본 (%)	-44.5	-27.7	-24.7	-30.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)					2023.11.27	매수	20,000	-28.26	-18.50
2024.09.11	매수	95,000	-	-	2023.10.17	매수	22,000	-29.02	-23.00
넥슨게임즈 (225570)					2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00
2024.09.02	매수	28,000	-	-	2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
2024.07.29	매수	32,000	-22.34	-8.28	2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2024.05.31	매수	17,000	1.35	30.88	2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.