

BUY(신규)

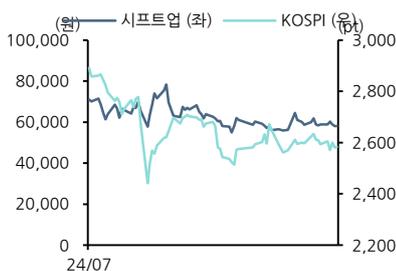
목표주가(신규) 91,000원

종가(24.10.25) 58,000원
상승여력 56.9%

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,583.3pt
시가총액	33,834억원
액면가	200원
52주 최고가	78,300원
52주 최저가	55,000원
외국인지분율	1.5%
90일 일평균거래대금	317억원
주요주주지분율	
김형태 (외 10인)	43.2%
유동주식비율	17.8%

Stock Price



판호 발급으로 투명해진 '25년 실적, 상세분석

목표주가 91,000원, 투자의견 BUY, 커버리지 개시

시프트업 목표주가 91,000원, 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 EPS에 TARGET PER 20 적용해서 산출했다. 시프트업은 일반적인 국내 게임사 대비 확고한 3가지의 장점을 가지고 있다. 1)국내에서 유일하게 AAA 모바일+콘솔 모두 히트시켜본 경험이 있는, 글로벌 최상위 개발역량을 보유한 트렌디한 개발사이며, 2) 여기에 더해 서브컬처 전문 개발사라는 확고한 테마와 목적의식을 가지고 있으며, 3) 재무구조 및 인력POOL이 매우 우수하다. **종합하면 1)글로벌급 개발역량 + 3)우수한 재무구조 및 인력이 2)서브컬처라는 확고한 테마에만 집중해 전문적으로 개발하는 것이 주요 장점이다.** 치열한 게임시장에 모두 골고루 잘하는 것은 쉽지 않다. 확실한 특색이 필요하다. 시프트업은 서브컬처라는 확고한 특색을 기반으로 모든 플랫폼에 대한 기술력을 가지고 있는 회사이기에 긍정적이다.

25년 실적은 매출액 3,557억원, 영업이익 2,663억원을 전망한다. 니케 중국 1Q25(당사 추정) 출시, 스텔라 PC 2Q출시를 가정한 수치다. 중국니케 순매출 1,503억원, 스텔라 블레이드 순매출 438억원(YoY-13%)을 전망한다.(상세 추정로직은 뒷페이지 참고).

판호발급으로 불확실성 제거 GOOD, 결국 중국 실적이 밸류에이션 좌우

회사 인력규모가(약 300명) 작기 때문에 대형사처럼 신작이 쏟아져 나올 수는 없는 상황이다. 순수 신작은 '27년 프로젝트 위치스(모바일 오픈월드 추정), 후시 모를 스텔라 블레이드2(당사추정) 정도가 가시권에 있다. 다만 이에 맞춰서 인건비가 적고, 캐시카운인 '니케'의 매출이 탭티어 서브컬처 게임 특성 상 안정적이기에 매출이 QoQ로 급락하는 MMORPG 개발사보다 안정적이다.

중국니케 '25년 출시 없었다면, 단순 밸류에이션 상으로는 SELL이었다. 10/25 니케 중국 판호발급으로 인해 불확실성을 제거하고, 실적의 설명력이 높아져 긍정적이다. **당사 25년 추정 매출의 중국니케 비중이 42% 차지하는데, 당사는 성공가능성에 더 무게를 둔다.** 물론 실제 중국 성과 따라 적정 밸류에이션은 요동칠 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	169	111	107	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2024E	206	137	125	2,459	23.6	22.3	9.5	66.4	n/a
2025E	356	266	231	4,547	12.8	10.8	5.4	54.2	n/a
2026E	437	306	262	5,169	11.2	8.6	3.7	39.0	n/a

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

중국 승리의 여신 니케 분석

중국 판호 10/25일자로 발급 - 승리의 여신 니케 1Q25출시 전망

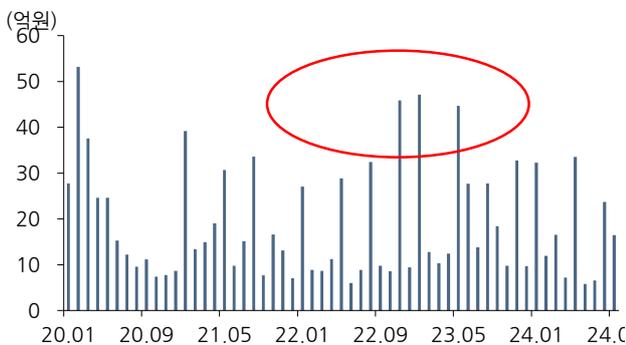
10/25일 자료 중국 판호를 받았기 때문에, 중국 실적 추정의 설명력과 세밀한 추정의 필요성 높아졌다. 중국 니케 출시에 대한 준비를 계속해 왔던 것으로 보이므로, 실제 출시시점은 빠른 시간 내 이뤄질 가능성이 높다고 보여진다. 당사는 1분기 출시를 전망한다.

실적 추정을 하기에 앞서, 고려해야 할 요소가 많다. 1) 미래시 문제, 2)중국의 선정적인 콘텐츠 검열, 3)최근 중국에 출시한 국내산 서브컬처 게임(블루아카이브)의 실패와 에픽세븐의 초기선방, 4)중국1위인 텐센트의 퍼블리싱 영향력.

1)미래시는 신규 출시서버와 글로벌 서버의 업데이트 격차로, 유저들이 미리 업데이트 내용을 알고 이에 맞춰 행동하는 현상을 가르키는 용어다. 수집형RPG에 있어서는 매우 주효하게 작용하는데, 일정시기에 좋은 캐릭터들이 존재하기 때문에 계획적으로 소비할 수 있기 때문이다. 반대로 지금은 좋아도 나중에 안 좋아지는 캐릭터는 뽑지 않는 경향성을 보인다.

미래시는 결국 퍼블리셔의 역량이 중요하다고 보여진다. 해당 문제는 분명히 텐센트도 인지하고 있다. 애초에 글로벌 서버도 텐센트가 운영하고 있기 때문에, 게임에 대한 이해도도 높을 것이다. 필그림과 같은 좋은 캐릭터를 빨리 내는 방안도 생각은 하고 있을 것이다. 즉 미래시 해결은 퍼블리셔의 역량에 달려있으며, 현재로서는 예상하기 어렵지만 텐센트가 최대한 매출에 영향을 주지않는 방향으로 수정해갈 것으로 보인다. 뒤에 서술할 페그오/프리코네 사례 감안하면, 시장에서 생각하는 것처럼 그렇게 중요한 이슈는 아닐 수 있다. 국내 기준으로도 사례가 많으나, 국내에서도 히트한 게임 중 하나인 명일방주의 사례를 보면, 미래시로 오히려 특정 캐릭터 매출이 집중되는 순효과도 존재했다.

그림 1. 명일방주 국내 매출액 추이 - 미래시 확인 후, 유효캐릭 뽑기



자료:모바일인덱스상상인증권

그림 2. 미래시 예시 - 페이트 그랜드 오더

[2023 서브컬처 게임 미래시] 페이트/그랜드 오



자료: 게임톡

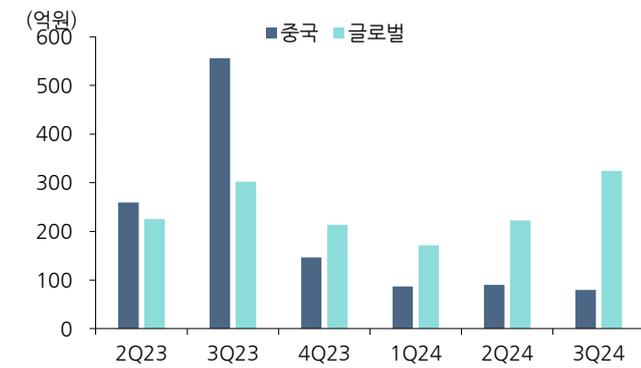
적절한 PEER는 오히려 일본산 서브컬처 게임

3)최근 한국 서브컬처 게임은 스마일게이트의 에픽세븐, 넥슨게임즈의 블루아카이브 2종이 23년 출시된 이력이 있다. 두 게임 모두 국내에서 높은 인기를 기록했던 1티어 서브컬처 게임이며, 18년 출시 후 판호발급 당시에는 인기가 다소 식었던 에픽세븐과 달리, 블루아카이브는 판호발급시점에도 높은 인기를 기록하고 있었다. 그런데 오히려 초기성과는 에픽세븐이 블루아카이브를 압도했다. 에픽세븐은 중국에서 1Y 상상인 추정 총매출 1,167억원, 블루아카이브는 수백억원 수준 기록한 것으로 당사는 추정하고 있다. 중국 IOS 최고매출순위는 에픽세븐 10위, 블루아카이브 19위 기록했다.

게임도 게임이지만, 니케가 앞선 두 게임 대비 확고히 나은 점은 퍼블리셔의 역량 차이라고 생각된다. 에픽세븐 - 블루아카이브의 격차 중 일부도, 사실상 글로벌 원월드 출시(미래시 최대한 제거)를 결정한 즈롱게임즈와 단순히 픽업기간만 조금씩 앞당긴 요스타의 운영 및 마케팅비용 지출 차이에서 비롯되었다고 보인다.

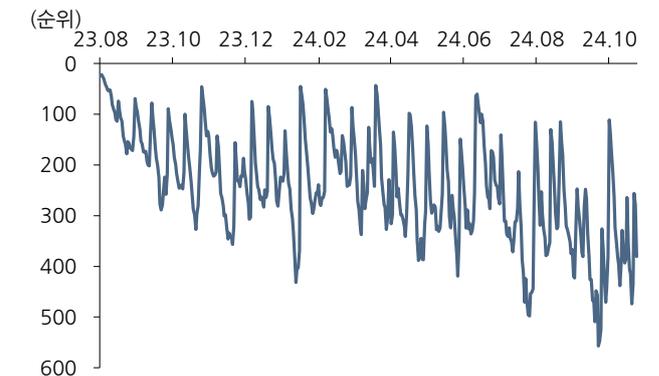
일본산 게임은 사례가 더 많다. 일본에서 중국으로 수입된 주요 서브컬처 게임은 페이트 그랜드오더(이하 페그오), 프린세스 커넥트 리다이브(이하 프리코네), 우마무스메, 헤븐번즈레드 총 4종이다. 4게임 모두 글로벌에서 성공한 게임들이며, 서브컬처에서는 1군급인 비리비리가 퍼블리싱했으며, 미래시가 존재했고, 검열문제도 있었다. 니케와 공통점이 많다. 따라서 적절한 PEER는 국내보다는 일본 -> 중국으로 수입된 서브컬처 게임으로 판단한다.

그림 3. 에픽세븐 중국 출시 후, 중국 vs 글로벌 매출 추이



자료:모바일인덱스,IOS,AND,상상인증권 추정

그림 4. 블루아카이브 중국 IOS 매출순위 추이



자료: APPLE,상상인증권

중국 니케 결론: 글로벌과 유사한 매출수준 기대

성과는 제각각인데, 우마무스메는 중국 출시 1주만에 알 수 없는 사정(아마 경마라는 도박성 요소로 중국 검열에 걸린 것으로 추정)으로 서비스 종료되었고, 헤븐번즈레드는 일본대비 극열위, 페그오, 프린세스커넥트는 일본대비 성공했다.

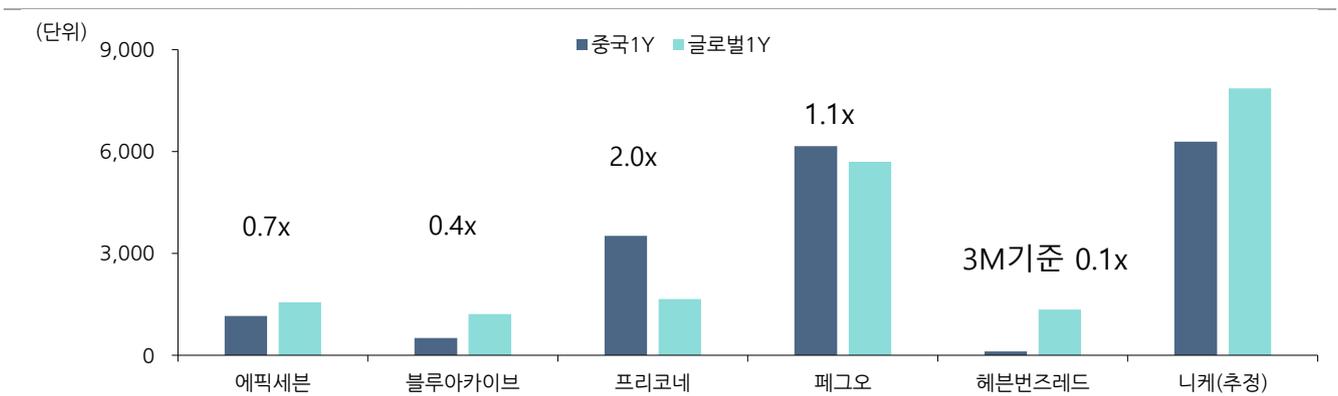
안드로이드 포함한 상상인증권 추정으로는, 출시+1Y기준 중국서버 헤븐번즈레드는 글로벌 대비 0.1배, 페그오는 1.1배, 프린세스 커넥트는 2배 수준의 매출을 보여준 것으로 보인다. 비리비리보다 텐센트 퍼블리싱 역량이 더 높다는 점을 고려하면, 니케중국의 추정치는 글로벌 서버 대비 0.7~1.1배수준에서 추정하는 것이 합리적으로 보인다. 당사는 앞서 말한 여러가지 요소와, 니케가 서브컬처 게임으로는 드물게 복미(매출비중 20%추정)까지 아우르는 대형 서브컬처 게임임을 고려, 중국 서버는 출시 1년간 글로벌 대비 소폭 부족한 수준의 매출을 발생시킬 것이라고 추정했다. 이에 니케 중국의 1Y 순매출을 1,503억원으로 전망한다.

그림 5. 일본산 서브컬처- 중국 출시 게임 성과 정리

게임명	일본 퍼블리셔	중국 퍼블리셔	일본 출시일	중국 출시일	성과
우마무스메	사이게임즈	비리비리	21.02.24	23.08.30	평가불가(실패) 1주만에 IOS 서비스 종료(검열문제 추정)
프리코네 리다이브	사이게임즈	비리비리	18.02.15	20.04.17	성공, 1Y 3,548억원 추정 하지만 뒷심은 부족, 매출 급감
페이트그랜드오더	애니플렉스	비리비리	15.07.30	16.10.13	성공, 1Y 6,156억원 추정 꾸준히 매출 발생
헤븐번즈레드	WFS	비리비리	22.02.10	24.07.17	실패 3M 115억원 추정

자료:상상인증권 추정,각사

그림 6. 서브컬처 게임들 출시 후 +1Y 중국/글로벌 성과

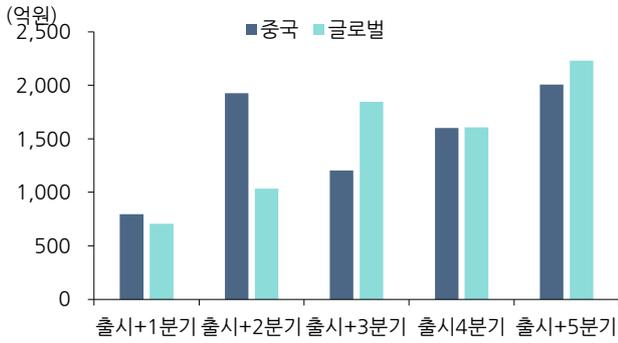


자료:상상인증권

주: 헤븐번즈레드는 출시 후 3m

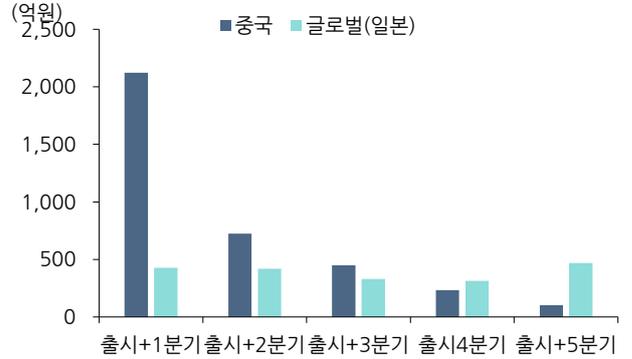
주2: 중국매출은 AND시장 포함해 상상인증권이 추정한 수치로, 실제 값과 다소 상이할 수 있음

그림 7. 페그오 글로벌 vs 중국(출시 첫 5분기)



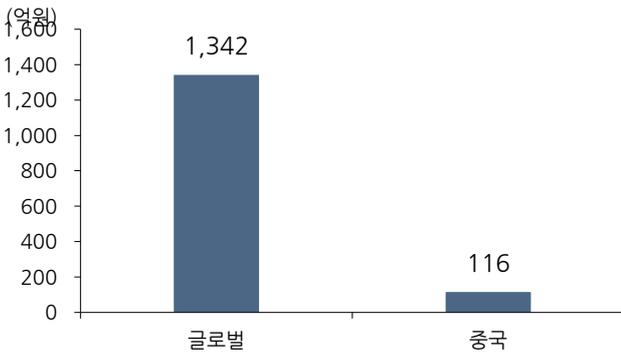
자료:상상인증권 추정,IOS,AND

그림 8. 프리코네 일본 vs 중국 (출시 첫 5분기)



자료: 상상인증권 추정,IOS,AND

그림 9. 헤븐브즈레드 글로벌 vs 중국(첫 3달)



자료:상상인증권

그림 10. 우마무스메 중국은 출시하자마자 서비스 종료



자료: pocketGamer,상상인증권

스텔라블레이드 PC 및 VALUATION

스텔라블레이드 PC, PS 판매량 하회 전망

PC 스텔라블레이드는 최근 파판16(첫주 PS 300만장판매, 1년 3개월 뒤, 첫주 PC 40%할인 후 30만장 판매추정)사례 등 발매시점 시차 고려해 봤을 때, MOD 수요 등으로 깜짝히트가 없다면 PS를 크게 하회하는 판매량 달성할 것으로 전망한다.

콘솔 독점작의 PC 추후 판매량이 콘솔을 훨씬 상회하는 경우가 없는 것은 아니지만(ex,GTA5) 대부분 온라인 플레이의 요소가 많은 경우가 대다수다. 아무래도 PC게이머 입장에서 1년만 지나도 오래된 게임이라는 인상이 강한 것도 한 몫한다. 온라인이 아니라면, 출시 후 매우높은 판매량 기대하기는 어렵다. 또한, 판매량이 출시 초기에 집중되는 경향도 상대적으로 떨어진다.

물론 서브컬처 게임이기에, MOD(유저들의 창작업데이트) 수요로 판매량이 급등할 가능성도 있긴 하다. 좋은 비교가 될 수 있는 것이 같은 서브컬처 진영의 니어오토마타(스쿠에니)인데, 해당 게임은 콘솔 출시 후 한달도 되지않아서 PC를 출시했기에 직접적 비교가 어렵다.

이미 중국 니케를 상대적으로 호의적으로 추정한 만큼, PC는 보수적으로 가정하고, 대신 PC 할인은 고려하지 않는다. 이에 `25 PC 순매출 308억원 전망한다.

결론적으로, `25F EPS 4,547원에 개발역량 및 IP 고려해 당사 게임주 PER 최상단 20배 적용해 목표주가를 91,000원으로 산출하고, 투자의견 BUY로 시프트업 커버리지 개시한다.

단기적으로는 10/31(추정) 업데이트 될 니케 2주년 이벤트 성과를 주목한다.

그림 11. 플스독점작 - PC 출시 사례,

게임	PS출시일	PC출시일	PS성과	PC성과
파판16	23.06.22	24.09.18	첫 주 300만	첫 주 30만 추정 +40%할인
호라이즌 제로던	17.02.28	20.08.07	1년 760만장	1년 반 240만장 +26%할인
갓오브워	18.04.20	22.01.15	1달 500만장	두달 반 97만장

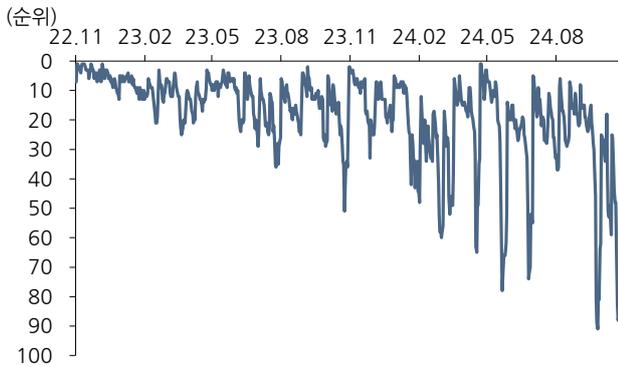
자료:상상인증권,VGCHARTZ,각사,언론종합

그림 12. 스텔라 블레이드



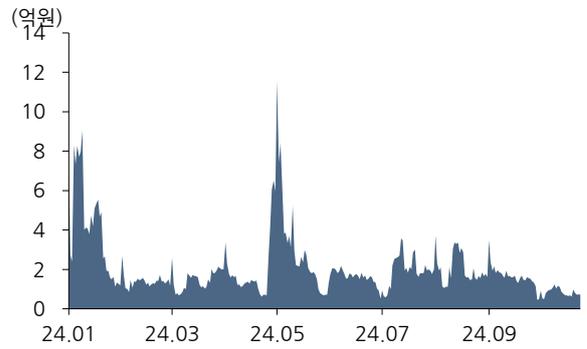
자료: Apple,상상인증권

그림 13. 니케 일본 IOS 순위 추이



자료:APPLE,상상인증권

그림 14. 니케 국내매출 추이



자료: 모바일인덱스,상상인증권

그림 15. 니케 2주년 방송 반응은 좋았음



자료:db,youtube

그림 16. 니케는 0.5주년 마다 성수기임, 이번엔 2주년



자료: 시프트업,상상인증권

표1. 실적테이블

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	374	652	516	522	884	959	870	844	1,686	2,064	3,557
글로벌 니케	365	385	360	413	351	367	379	468	1,635	1,523	1,565
중국 니케					471	395	338	298			1,503
스텔라블레이드		259	147	98	49	185	141	63		504	438
영업비용	114	201	140	237	164	247	186	296	575	692	893
인건비	91	171	111	205	111	191	132	235	467	578	669
변동비	7	9	9	9	18	19	17	21	48	34	75
고정비	16	21	20	23	35	37	37	40	61	80	149
영업이익	260	451	376	285	720	712	683	548	1,111	1,371	2,663
OPM(%)	69%	69%	73%	55%	81%	74%	79%	65%	66%	66%	75%
지배순이익	247	404	338	261	607	623	599	479	1,067	1,249	2,309
NPM (%)	66%	62%	65%	50%	69%	65%	69%	57%	63%	61%	65%

자료: K-IFRS연결기준,상상인증권 추정

표2. Valuation

구분	내용	비고
'25년 예상 EPS	4,547원	자기주식 수 제외
적정 PER	20배	개발역량 고려, 당사 게임주 최상단 PER 적용
적정주가	90,940원	25F EPS * Target PER
목표주가	91,000원	백단위 반올림
현재주가	58,000원	10/29기준
UPSIDE	56.9%	10/29기준

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산			299.3	527.8	788.4
현금 및 현금성자산			243.0	439.7	679.3
매출채권			51.3	82.9	103.6
재고자산			0.0	0.0	0.0
비유동자산			32.5	37.1	40.5
관계기업투자등			0.0	0.0	0.0
유형자산			1.6	2.9	4.1
무형자산			5.1	7.3	8.5
자산총계			331.8	564.8	828.8
유동부채			11.2	13.3	14.8
매입채무			3.1	4.9	6.2
단기금융부채			2.6	2.6	2.6
비유동부채			10.3	10.4	10.5
장기금융부채			8.4	8.4	8.4
부채총계			21.5	23.7	25.3
지배주주지분			310.2	541.1	803.6
자본금			10.2	10.2	10.2
자본잉여금			99.0	99.0	99.0
이익잉여금			196.0	426.9	689.3
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			310.2	541.1	803.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액			206.4	355.7	437.4
매출원가			0.0	0.0	0.0
매출총이익			206.4	355.7	437.4
판매비와 관리비			69.2	89.3	131.0
영업이익			137.1	266.3	306.4
EBITDA			141.0	272.9	314.9
금융손익			1.4	-2.2	-2.2
관계기업등 투자손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			8.3	8.2	8.2
세전계속사업이익			146.8	272.3	312.4
계속사업법인세비용			21.9	41.4	50.0
당기순이익			124.9	230.9	262.4
지배주주순이익			124.9	230.9	262.4
매출총이익률 (%)			100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)			66.4	74.9	70.0
EBITDA 마진률 (%)			68.3	76.7	72.0
세전이익률 (%)			71.1	76.6	71.4
지배주주순이익률 (%)			60.5	64.9	60.0
ROA (%)			62.3	51.5	37.7
ROE (%)			66.4	54.2	39.0
ROIC (%)			295.7	238.8	209.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름			173.5	207.8	251.6
당기순이익(손실)			124.9	230.9	262.4
현금수익비용가감			27.8	6.6	8.6
유형자산감가상각비			1.4	1.8	2.6
무형자산상각비			2.5	4.8	5.9
기타현금수익비용			20.7	0.1	0.1
운전자본 증감			20.8	-29.7	-19.4
매출채권의 감소(증가)			10.0	-31.6	-20.7
재고자산의 감소(증가)			0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)			-1.3	1.9	1.2
기타영업현금흐름			12.0	0.1	0.1
투자활동 현금흐름			-31.1	-11.2	-12.0
유형자산 처분(취득)			-1.5	-3.1	-3.8
무형자산 감소(증가)			-7.0	-7.0	-7.0
투자자산 감소(증가)			0.3	0.0	0.0
기타투자활동			-22.8	-1.0	-1.1
재무활동 현금흐름			41.3	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)			-0.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)			41.7	0.0	0.0
배당금 지급			0.0	0.0	0.0
기타재무활동			0.0	0.0	0.0
현금의 증감			183.7	196.6	239.7
기초현금			59.3	243.0	439.7
기말현금			243.0	439.7	679.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E			23.6	12.8	11.2
P/B			9.5	5.4	3.7
EV/EBITDA			22.3	10.8	8.6
P/S			14.3	8.3	6.7
배당수익률 (%)			n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율			n/a	72.4	23.0
영업이익 증가율			n/a	94.2	15.0
세전이익 증가율			n/a	85.5	14.7
지배주주순이익 증가율			n/a	84.9	13.7
EPS 증가율			n/a	84.9	13.7
안정성 (%)					
부채비율			6.9	4.4	3.1
유동비율			2,666.9	3,957.7	5,324.3
순차입금/자기자본			-75.0	-79.4	-83.3
영업이익/금융비용			69.3	117.7	135.4
총차입금 (십억원)			10.9	10.9	10.9
순차입금 (십억원)			-232.8	-429.5	-669.2
주당지표 (원)					
EPS			2,459	4,547	5,169
BPS			6,110	10,657	15,826
SPS			4,064	7,004	8,614
DPS			n/a	n/a	n/a

시프트업 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	97.7%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	2.3%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	