시프트업 (462870)

이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

승리의 여신은 우리에게

목표주가 9만원, 투자의견 BUY 커버리지 개시

목표주가는 2025년 예상 순이익 2,079억원에 P/E 멀티플 25.3배를 적용하여 산정함. 동사가 보유한 글로벌 IP 게임이 이미 모바일, 콘솔, PC 플랫폼에서 안정적인 매출을 발생하고 있는 가운데, 그 중 하나인 '승리의 여신: 니케' (이하 '니케')가 2025년 2분기 중국 진출을 앞두고 있어, 2025년 큰 폭의 실적 개선이 기대됨.

투자포인트

1. 6조원 규모의 중국 서브컬쳐 게임 시장에 2025년 2분기 Tencent를 통해 출시 예정인 글로벌 IP '니케'의 실적 모멘텀
2. 'PlayStation 5' 타이틀 중 역대 최고 평점을 갱신한 '스텔라 블레이드'의 2025년 6월 PC 플랫폼(STEAM) 출시를 통한 실적 모멘텀
3. 국내 게임사 중 최고의 1인당 수익구조에서 나오는 높은 ROE

6조원 규모의 중국 서브컬쳐 게임 시장

'니케' 사전예약자수 약 320만명, Tencent의 사전예약 목표치는 800만명으로 '니케' 컨텐츠에 대한 자신감, 향후 공격적인 마케팅 예상. 기존 글로벌 캐릭터와 크게 차이 나지 않아, 한한령 해제 등 최근 완화된 K컨텐츠에 대한 규제 상황을 반영하고 있는 것으로 판단

최소의 인원, 최고의 ROE로 밸류업 기대

동사는 2024년 1인당 4.6억원의 영업이익과 30.3%의 ROE를 시현, 국내 게임사 중 가장 효율적인 게임 개발 구조 보유. 향후 게임 흥행 시 높은 이익 레버리지와 게임 흥행 실패에도 안정적인 재무구조를 유지할 수 있다는 면에서 타사 대비 높은 밸류에이션 부여 가능하다는 판단임

BUY (I)

목표주가	90,000원 (I)
직전 목표주가	0원
현재주가 (2/25)	61,100원
상승여력	47%

시가총액	35,643억원
총발행주식수	58,334,720주
60일 평균 거래대금	124억원
60일 평균 거래량	200,732주
52주 고/저	78,300원 / 47,900원
외인지분율	2.93%
배당수익률	0.00%
주요주주	김형태 외 8 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.6	12.9	0.0
상대	2.8	8.8	0.0
절대 (달러환산)	6.7	10.7	0.0

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	457	22.2	-63.3	427	7.0
영업이익	291	12.3	-66.6	265	10.0
세전계속사업이익	311	6.5	-72.1	322	-3.4
지배순이익	222	-9.9	-76.4	254	-12.6
영업이익률 (%)	63.7	-5.7 %pt	-6.3 %pt	62.0	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	48.7	-17.4 %pt	-27.2 %pt	59.6	-10.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	653	1,686	2,199	3,192
영업이익	222	1,111	1,486	2,375
지배순이익	204	1,067	1,426	2,079
PER	-	-	24.1	17.1
PBR	-	-	4.9	3.7
EV/EBITDA	-	-	19.5	11.2
ROE	36.7	86.4	30.3	24.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

목표주가 9만원, 투자의견 BUY, 커버리지 개시

목표주가는 2025년 예상 순이익 2,079억원에 P/E 멀티플 25.3배를 적용하여 산정하였다. Target P/E 25.3배는 국내외 PEER 기업 5개의 평균 P/E 21.1배 대비 20%를 할증한 값이다. 동사 ROE가 동종기업 대비 1~9배 이상 높고, 동사 보유의 글로벌 IP 게임인 '승리의 여신: 니케'(이하 '니케')가 2025년 2분기 중국 진출을 앞두고 있어 2025년 큰 폭의 실적 개선이 기대되기 때문이다.

시프트업 목표주가 산정 내역 (단위: 억원, 주, 원, 배)

2025E 순이익	2,079
Target P/E	25.3
적정시총	52,535
발행주식수	58,334,720
목표주가	90,057

자료: 유안타증권 리서치센터

PEER 기업 밸류에이션 비교

	2025 P/E	2025 ROE
TENCENT	18.7	20.1
ELECTRONIC ARTS	20.0	22.4
NEXON	17.7	9.5
엔씨소프트	22.3	5.5
넷마블	26.6	3.1
평균	21.1	12.1
시프트업	18.1	29.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

시프트업 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	374	652	580	593	457	923	919	894	1,686	2,199	3,192	2,931
승리의 여신: 니케	365	385	342	439	344	571	614	684	1,648	1,531	2,214	2,122
글로벌	365	385	342	439	344	421	344	459			1,569	1,412
중국						150	270	225			645	710
스텔라블레이드		259	226	143	100	339	290	195		628	924	740
콘솔		259	226	143	100	80	64	51		628	296	174
PC											628	565
기타	9	9	12	10	12	13	14	15	38	40	54	70
비용총계	114	202	224	172	166	247	186	219	575	713	817	951
인건비	91	172	191	98	124	190	125	155	486	552	594	686
변동비	7	9	8	44	9	22	20	17	89	68	68	78
고정비	16	21	25	30	32	35	41	47		93	155	187
영업이익	259	450	356	421	291	676	733	675	1,111	1,486	2,375	1,980
영업이익률	69%	69%	61%	71%	64%	73%	80%	75%	66%	68%	74%	68%

자료: 유안타증권 리서치센터

투자포인트

1. 6조원 규모 중국 서브컬쳐 게임시장에 2025년 2분기 Tencent를 통해 출시 예정인 글로벌 IP '니케'의 실적 모멘텀

2. 'PlayStation 5'타이틀 중 역대 최고 평점을 갱신한 '스텔라 블레이드'의 2025년 6월 PC 플랫폼(STEAM) 출시를 통한 실적 모멘텀

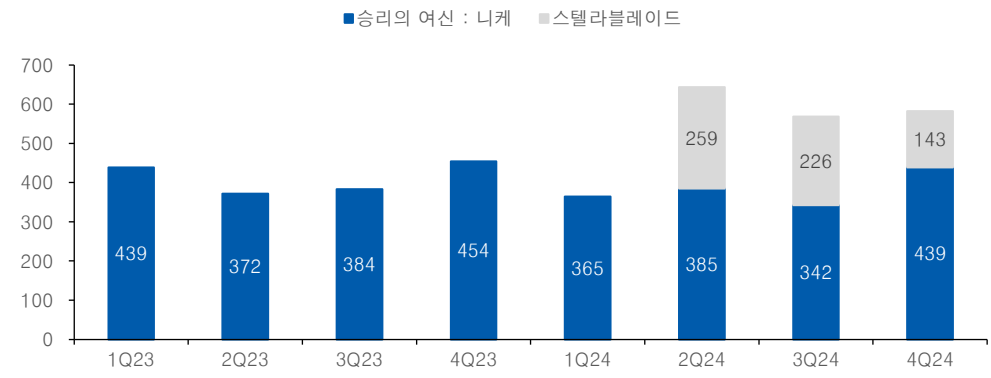
3. 국내 게임사 중 최고의 1 인당 수익구조에서 나오는 높은 ROE

두개의 IP, 두개의 성장 엔진

[승리의 여신: 니케] 시프트업이 개발하고 Tencent 자회사 'Proxima Beta'가 글로벌 퍼블리싱하고 있는 수집형 RPG와 3인칭 슈팅(TPS)가 결합된 서브컬쳐 게임. 2022년 11월 글로벌 출시, 2023년 3월 PC 버전 확장. 풍부한 스토리와 서사를 배경으로 2~3주 간격 컨텐츠 업데이트로 MAU를 안정적으로 유지하고 있으며, 2분기, 4분기 대규모 이벤트로 일본, 한국 등에서 매출 상위권 유지

[스텔라 블레이드] 시프트업이 개발한 AAA급 콘솔 게임으로, Sony Interactive Entertainment가 글로벌 퍼블리싱하는 싱글 플레이 기반의 3인칭 액션 어드벤처 게임. 2024년 4월 'PlayStation 5' 독점으로 전세계 60여 국가에 출시. 2024년 약 160만 장 판매된 것으로 추정. 출시 직후 콘솔 강국인 미국, 영국에서 유명 IP를 제치고 판매량 1위 기록. 출시 이후 다양한 무료 컨텐츠 패치와 계절 이벤트를 진행. 2025년 6월 PC 버전으로 STEAM 출시 예정

시프트업 보유 '승리의 여신: 니케', '스텔라 블레이드' 분기별 매출 (단위: 억원)



자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

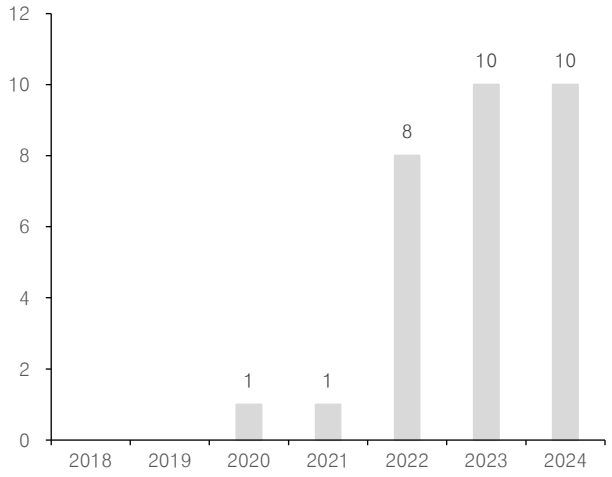
8년 만에 찾아온 중국 시장

도널드 트럼프 2기 행정부 출범 이후 미중 갈등이 더욱 심해질 것에 대한 대응책으로 침체된 중국 내수 경기도 살릴 겸 한국 게임, 드라마, K팝 공연 등 한국 콘텐츠의 중국 내 유통을 본격적으로 허용할 것이라는 예상이다.

중국 AppStore 모바일 게임 매출 순위 (2025.1.25 기준)

자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

한국 게임의 중국 판호 발급 건수



자료: 언론 자료, 유안타증권 리서치센터

K게임의 경우 2~3년 전부터 중국 판호 발급이 본격화되거나 현지 게임처럼 우회적인 방법으로 출시된 바 있다. 중국판 '배틀그라운드'는 중국 매출 1~2위를 수년째 유지하고 있고, 모바일 '던전앤파이터'는 2024년 5월 출시 이후 중국 내 약 1.5조원 이상 매출을 발생시키고 있다.

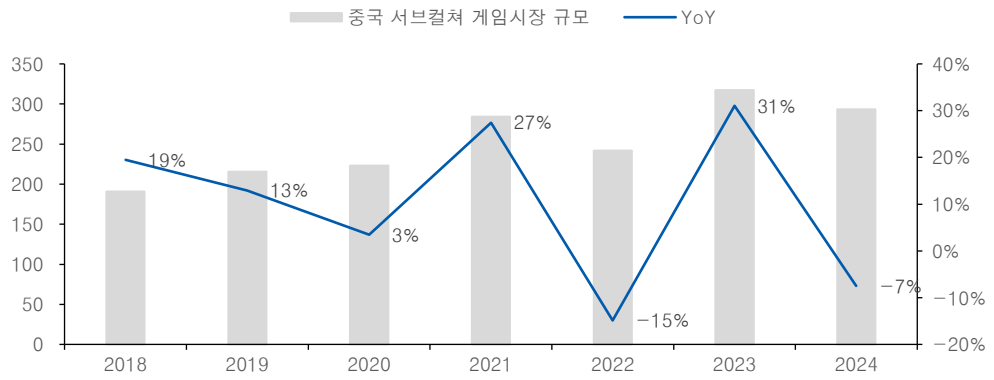
중국 게임 퀄리티가 한국 게임 이상 상당한 수준으로 올라왔고, 2020년 판호 발급 개시 이후에도 마케팅 규제, 컨텐츠 검열 등 많은 서비스 장벽이 있었음에도 불구하고 K게임은 이미 중국 상위 모바일 게임 5개 중 3개를 랭크 시키고 있다.

6조원 규모의 중국 서브컬쳐 게임 시장

[서브컬쳐 게임] 미소녀, 모에속성(fetish), 미소년, 모에그림(일본 애니메이션 캐릭터) 일러스트 등의 오타쿠 문화 요소를 메인으로 내세운 게임. 대표적인 서브컬쳐 게임은 중국 '호요버스'가 개발한 오픈월드 RPG '원신'으로 역대 최단기간인 40개월 만에 전세계 50억불 매출을 기록. 같은 '호요버스'가 개발한 스페이스 오픈월드 RPG '붕괴: 스타레일'이 약 13억불, 넥슨의 '블루 아카이브'는 출시 후 4년만에 6.5억불을 기록한 것으로 알려졌으며, '니케'의 경우도 서비스 2년 3개월 만에 전 세계 누적 매출(총매출 기준) 약 10억불을 달성하였다.

중국 서브컬쳐 게임시장은 2024년 기준 연간 약 5.8조원으로 서브컬쳐 게임시장 중 가장 큰 규모의 시장이다. 큰 규모의 시장인 만큼 경쟁 또한 치열하여 2025년에 출시가 예상되는 대작 게임만 10개가 넘는다.

중국 서브컬쳐게임 시장 규모 및 성장률



자료: 중국음수협게임공단(GPC), 유안타증권 리서치센터

현재 개발중인 서브컬쳐 게임

개발사	게임명	출시예정일	특징
넷이즈 게임즈	무한대	미정(테스트 중)	스파이더맨을 연상시키는 웹스윙과 벽 달리기, 염력을 사용하는 전투가 특징 서브컬쳐 장르와 GTA 온라인의 결합
퍼펙트 월드 게임즈	이환	2025년 2분기	현대 배경의 오픈월드 게임. GTA 와 유사한 도시표현과 높은 자유도가 특징 고품질 그래픽과 풍부한 상호작용
시열 네트워크	망월	-	여러 오브젝트를 조합하여 탈 것을 만드는 것이 특징
하이퍼그리프	명일방주:엔드필드	-	전략적 전투 시스템. 행성 개척 컨셉
넥슨게임즈	던전앤파이터:아라드	-	던파 IP 의 글로벌 확장
넷마블	일곱개의 대죄:오리진	2025년 2분기	일곱개의 대죄 IP 확장
하운드 13(웹젠 투자사)	드래곤소드	2025년	액션성 높은 전투 시스템
코드캣	로스트소드	-	-
웹젠	테르비스	-	
"스마일게이트 슈퍼크리에이티브 (에픽세븐 개발사)"	카오스 제로 나이트메어	2025년	
라이온 하트	프로젝트 C	-	학원물 컨셉
NHN	어비스디아	2025년 2분기	
스튜디오비사이드	스타 세이비어	-	
클로버게임즈	헤븐 헬즈	-	
넥슨게임즈	프로젝트 RX	-	
키즈나 셀(크래프톤)	프로젝트 C3	-	

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

'원신' 캐릭터 이미지

자료: 언론 종합

'붕괴 : 스타레일' 캐릭터 이미지

자료: 언론 종합

'블루 아카이브' 캐릭터 이미지

자료: 언론 종합

'니케' 캐릭터 이미지

자료: 언론 종합

시프트업이 Tencent를 통해 2025년 4, 5월 중 출시 예정인 '니케' 는 2025년 2월 25일 현재 사전예약자수 3,241,389명을 기록하며, 현지 기대감을 높이고 있다. Tencent의 사전예약 목표치가 '블루 아카이브' 300만명(실제 초과), '에픽세븐' 200만명(실제 초과) 대비 800만명으로 공격적으로 잡혀 있는 것을 보면, '니케' 컨텐츠에 대한 자신감과 향후 공격적인 마케팅이 예정되어 있음을 예상할 수 있다.

텐센트 '니케' 홈페이지에 업데이트 되고 있는 사전예약자수

자료: nikke.qq.com

사회주의 국가인 중국에서 자극적인 서브컬쳐 게임 캐릭터에 대한 사전 검열 이슈가 있는데, 아래 그림처럼 기존 글로벌 캐릭터와 크게 차이가 나지 않는다. 과거 유사한 서브컬쳐 게임 '블루 아카이브'의 캐릭터 선정성 검열이 '니케' 대비 과도했다거나, '우마무스메' 의 경우 검열 이슈로 서비스 종료된 것과 비교하면, 한한령 해제 등 최근 완화된 K컨텐츠에 대한 규제상황을 반영하고 있는 것으로 판단된다.

중국 텐센트 서비스 예정인 수정된 '니케' 캐릭터

자료: 시프트업

글로벌 서비스 중인 '니케' 캐릭터

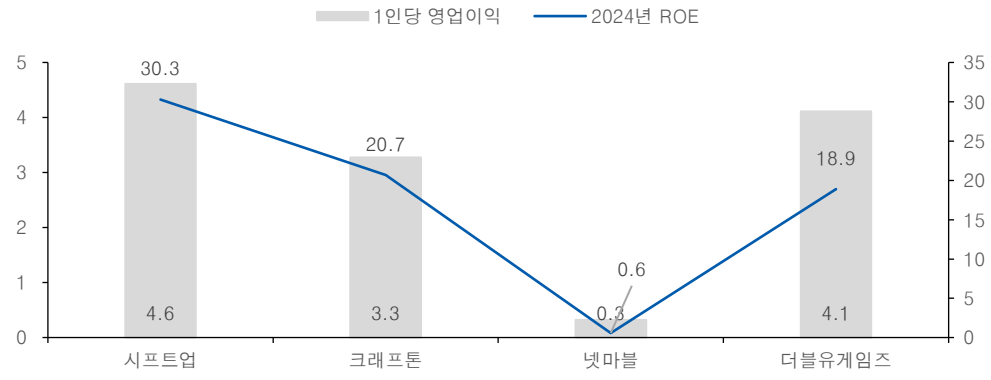
자료: 시프트업

당사 리서치센터는 '니케'의 2025년 중국 현지 기준 일매출액은 평균 11.7억원, 시프트 업 기준 2.9억원의 순매출을 가정하였다.

최소의 인원, 최고의 ROE

동사는 2024년 말 기준 전체 인원 322명으로 2024년 1,486억원의 영업이익을 기록. 1인당 4.6억원의 영업이익과 30.3%의 ROE를 시현, 국내 게임사 중 가장 효율적인 게임 개발 구조를 갖추고 있다. 이는 향후 게임 흥행 시 높은 이익 레버리지와 게임 흥행 실패에도 안정적인 재무구조을 유지할 수 있다는 면에서 타 사 대비 높은 벨류에이션 부여가 가능하다는 판단이다.

게임사 1 인당 영업이익 & ROE 비교 (단위: 억원, %)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

시프트업 (462870) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**653**	**1,686**	**2,199**	**3,192**	**2,931**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	653	1,686	2,199	3,192	2,931
판관비	431	575	713	817	951
영업이익	**222**	**1,111**	**1,486**	**2,375**	**1,980**
EBITDA	234	1,137	1,572	2,484	2,099
영업외손익	-18	33	239	290	341
외환관련손익	-17	15	0	0	0
이자손익	1	3	52	113	144
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타	-1	14	188	177	197
법인세비용차감전순손익	204	1,143	1,725	2,665	2,320
법인세비용	0	77	299	586	580
계속사업순손익	204	1,067	1,426	2,079	1,740
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	204	1,067	1,426	2,079	1,740
지배지분순이익	**204**	**1,067**	**1,426**	**2,079**	**1,740**
포괄순이익	0	1,066	1,425	2,078	1,740
지배지분포괄이익	0	1,066	1,425	2,078	1,740

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**-225**	**1,004**	**1,124**	**1,749**	**1,992**
당기순이익	204	1,067	1,426	2,079	1,740
감가상각비	9	22	62	75	78
외환손익	13	13	0	0	0
종속,관계기업관련손익	1	0	0	0	0
자산부채의 증감	-458	-103	-419	-469	103
기타현금흐름	7	7	54	64	70
투자활동 현금흐름	**285**	**39**	**-137**	**-144**	**-126**
투자자산	10	54	-5	-9	2
유형자산 증가 (CAPEX)	-4	-3	-80	-80	-80
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	279	-12	-52	-55	-48
재무활동 현금흐름	**0**	**-5**	**3,878**	**-445**	**-468**
단기차입금	0	28	14	19	-5
사채 및 장기차입금	0	99	-29	0	0
자본	0	333	4,356	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-464	-464	-464	-464
연결범위변동 등 기타	0	-1	-3,127	-43	421
현금의 증감	**60**	**1,037**	**1,738**	**1,118**	**1,818**
기초 현금	64	124	1,161	2,899	4,017
기말 현금	124	1,161	2,899	4,017	5,836
NOPLAT	**222**	**1,111**	**1,486**	**2,375**	**1,980**
FCF	**-229**	**1,001**	**1,044**	**1,669**	**1,912**

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	**695**	**1,772**	**7,754**	**9,908**	**11,696**
현금및현금성자산	124	1,161	2,899	4,017	5,836
매출채권 및 기타채권	517	599	1,002	1,454	1,335
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	46	267	263	303	324
유형자산	13	9	27	32	34
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	18	22	31	29
자산총계	**741**	**2,039**	**8,018**	**10,211**	**12,020**
유동부채	63	112	296	394	468
매입채무 및 기타채무	54	48	72	115	149
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	20	117	108	126	121
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**83**	**229**	**404**	**520**	**589**
지배지분	658	1,811	7,613	9,691	11,431
자본금	8	99	117	117	117
자본잉여금	718	959	5,298	5,298	5,298
이익잉여금	-67	711	2,137	4,216	5,956
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**658**	**1,811**	**7,613**	**9,691**	**11,431**
순차입금	**-173**	**-1,043**	**-6,380**	**-7,944**	**-9,887**
총차입금	0	126	112	130	125

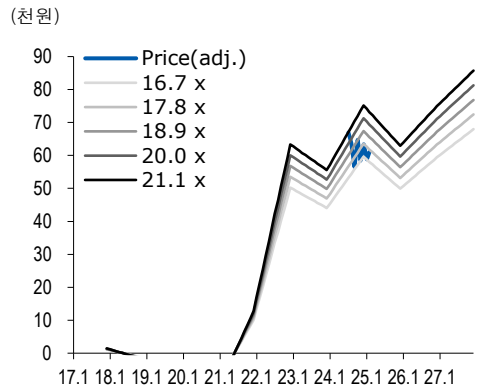
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	605	3,003	2,634	3,564	2,983
BPS	1,357	3,568	13,051	16,613	19,595
EBITDAPS	482	2,272	2,887	4,258	3,598
SPS	1,348	3,369	4,036	5,472	5,024
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-**	**-**	**24.1**	**17.1**	**20.5**
PBR	**-**	**-**	**4.9**	**3.7**	**3.1**
EV/EBITDA	**-**	**-**	**19.5**	**11.2**	**12.3**
PSR	**-**	**-**	**15.7**	**11.2**	**12.2**

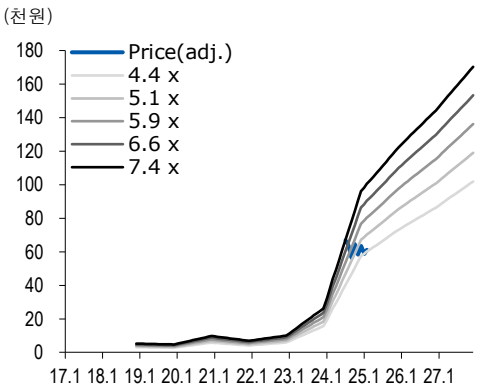
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	**280.3**	**158.1**	**30.4**	**45.2**	**-8.2**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**400.7**	**33.8**	**59.8**	**-16.6**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**423.2**	**33.7**	**45.8**	**-16.3**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**34.0**	**65.9**	**67.6**	**74.4**	**67.5**
지배순이익률 (%)	31.2	63.3	64.9	65.1	59.4
EBITDA 마진 (%)	35.8	67.4	71.5	77.8	71.6
ROIC	89.5	205.1	167.3	140.3	101.4
ROA	33.6	76.8	28.4	22.8	15.7
ROE	**36.7**	**86.4**	**30.3**	**24.0**	**16.5**
부채비율 (%)	12.6	12.6	5.3	5.4	5.2
순차입금/자기자본 (%)	-26.2	-57.6	-83.8	-82.0	-86.5
영업이익/금융비용 (배)	0.0	126.6	90.0	141.5	111.6

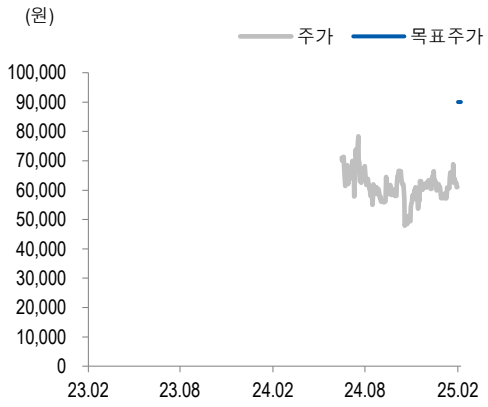
P/E band chart



P/B band chart



시프트업 (462870) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-26	BUY	90,000	1년		
2025-01-22	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-26

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이창영**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.