

# 시프트업 462870

Jul 23, 2024

## 무형의 개발력이 실적에 반영되는 시기

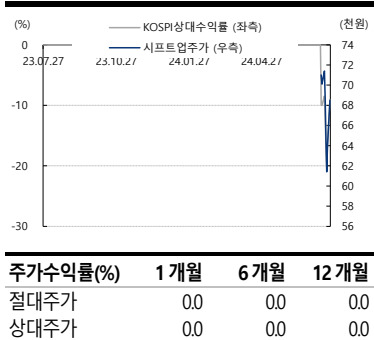
Buy 신규

TP 80,000 원 신규

### Company Data

현재가(07/22)	68,500 원
액면가(원)	200 원
52 주 최고가(보통주)	71,400 원
52 주 최저가(보통주)	61,400 원
KOSPI (07/22)	2,763.51p
KOSDAQ (07/22)	809.96p
자본금	99 억원
시가총액	39,748 억원
발행주식수(보통주)	5,803 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	420.5 만주
평균거래대금(60 일)	3,099 억원
외국인지분(보통주)	1.73%
주요주주	
김형태 외 8 인	42.88%
ACEVILLE PTE. LTD.	35.03%

### Price & Relative Performance



인터넷/게임 김동우  
3771-9249,  
20210135@iprovest.com

### 글로벌 서브컬처 게이머에게 어필하는 개발사

시프트업은 서브컬처 분야에 특화된 개발력을 보유하고 있는 게임 개발사로, 2022년 11월 출시한 '승리의 여신: 니케' 및 2024년 4월 26일 PS5 독점 출시된 '스텔라 블레이드'를 주요 라인업으로 함. 2023년 기준 국내 매출은 14.2%, 해외 매출 85.8%를 기록해 일본, 미국, 대만, 홍콩 등 해외 매출 비중이 높음. 유력한 글로벌 퍼블리셔(Tencent, SIE 등)에게 마케팅 등 서비스를 위임하고 동사는 강점을 가진 게임 개발에 집중해 마케팅비, 마켓수수료 등 변동비 지출이 적어 23년 OPM은 65.9% 기록.

2024년 매출 2,562억원(YoY +51.3%), 영업이익 1,812억원(YoY +63.1%, OPM 70.7%) 기록 전망. 인력 채용 및 상여 지급에 따른 인건비 증가(YoY +40.6%) 폭보다 '니케'의 분기별 업데이트 및 '스텔라 블레이드' 인식 효과에 따른 매출 성장 폭(YoY +51.3%)가 더 크게 나타나 OPM 전년 대비 +5.1%p 상승 전망.

### 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가는 80,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12MF 당기 순이익 추정치 2,270억원에 target PER 21배를 적용해 산출. '니케'는 24년 7월 여름 업데이트를 통해 다시 글로벌 모바일 게임 매출 상위권 반등한 상태이며, 이에 따라 PLC 장기화 역량이 돋보임. '스텔라 블레이드'는 2024년 167만 장 판매를 가정.

'니케'의 하반기 중국 판호 발급시 긍정적인 주가 흐름을 보일 수 있을 것으로 전망. 한편 '스텔라 블레이드' 시퀀의 경우 별도의 팀 빌딩 과정을 거칠 필요가 없어 3.5년 정도의 개발 기간이 소요될 것으로 예상.

### Forecast earnings & Valuation

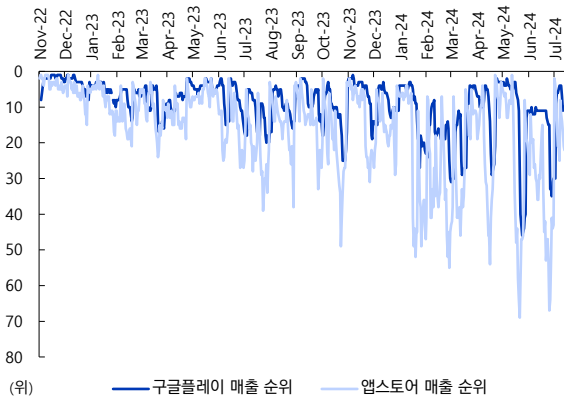
12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	65	169	256	438	531
YoY(%)	280.3	158.1	52.0	71.0	21.3
영업이익(십억원)	22	111	182	315	385
OP 마진(%)	33.8	65.7	71.1	71.9	72.5
순이익(십억원)	20	107	160	273	332
EPS(원)	18,162	3,003	3,150	5,378	6,542
YoY(%)	흑전	-83.5	4.9	70.7	21.6
PER(배)	0.0	0.0	20.3	11.9	9.8
PCR(배)	0.0	0.0	17.2	10.2	8.4
PBR(배)	0.0	0.0	9.5	5.3	3.4
EV/EBITDA(배)	0.0	0.0	19.0	10.3	7.7
ROE(%)	36.7	86.4	61.3	57.2	42.6

## 1. 글로벌 서브컬처 게이머에게 어필하는 개발사

시프트업은 서브컬처 분야에 특화된 개발력을 보유하고 있는 게임 개발사로, 2022년 11월 출시한 ‘승리의 여신: 니케’ 및 2024년 4월 26일 PlayStation 5 독점 출시된 ‘스텔라 블레이드’를 주요 라인업으로 한다. 2023년의 경우 ‘니케’ 흥행에 따라 매출 1,686억원(YoY +158.1%)을 기록하였으며, 국내 매출은 14.2%, 해외 매출은 85.8%를 기록해 일본, 미국, 대만, 홍콩 등 해외 매출 비중이 높다. 동사는 유력한 글로벌 퍼블리셔(Tencent, SIE)에게 마케팅 등 서비스를 위임하고 동사는 강점을 가진 게임 개발에 집중해 마케팅비, 마켓수수료 등 변동비 지출이 적어 23년 OPM은 65.9%를 기록했다.

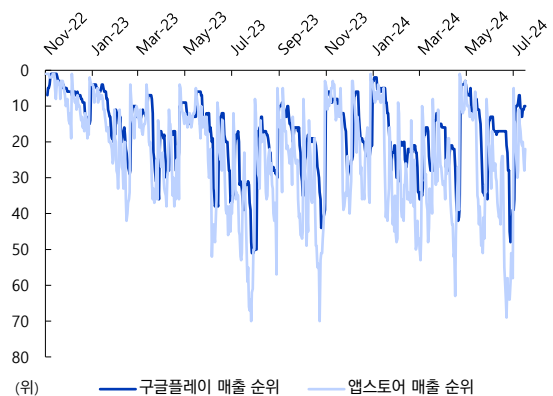
‘데스티니 차일드’, ‘승리의 여신: 니케’, ‘스텔라 블레이드’를 연아 흥행시키며 우수한 Hit Ratio를 통해 검증된 개발 능력을 갖추고 있으며, 3D, 2D 파이프라인에서 AI 기반 기술을 적극 활용해 개발 효율성을 증대시키고 게임 퀄리티를 극대화하고 있다. 뿐만 아니라 PLC 극대화 역시 동사의 강점이라고 할 수 있다. ‘니케’의 경우 내러티브를 기반으로 이요자의 참여와 지속성을 향상시키고, 유저간 경쟁요소를 부각하기보다는 각 유저가 플레이하며 흥미로운 스토리를 지속하도록 해 출시 1.5주년 이상이 경과했음에도 MAU 및 매출 수준이 양호한 수준으로 유지되고 있다. ‘스텔라 블레이드’의 경우 PC 버전 출시, DLC 출시, 시퀀 제작 및 새로운 외부 IP와의 협업 등을 통해 PLC 장기화가 가능할 것으로 예상된다.

[도표 49] 니케 일본 구글플레이 & 앱스토어 매출 순위 추이



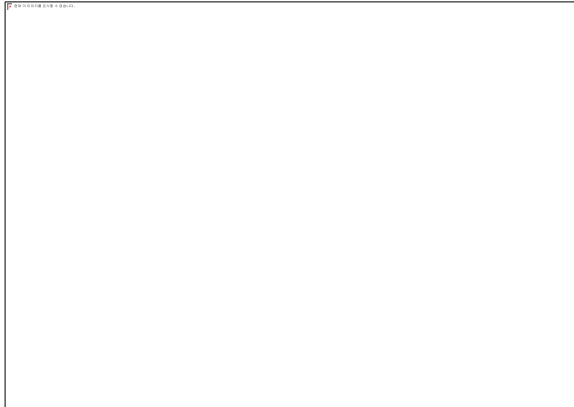
자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 니케 한국 구글플레이 & 앱스토어 매출 순위 추이



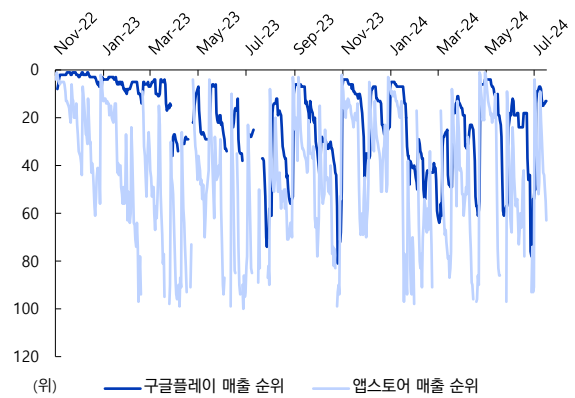
자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 니케 미국 앱스토어 매출 순위 추이



자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 니케 대만 구글플레이 & 앱스토어 매출 순위 추이



자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

## 2. 2024~2025년 실적 전망

시프트업은 2024년 매출 2,562억원(YoY +51.3%), 영업이익 1,812억원(YoY +63.1%, OPM 70.7%)을 기록할 것으로 추정한다. 인력 채용 및 상여 지급에 따른 인건비 증가(YoY +40.6%) 폭보다 '니케'의 분기별 업데이트(2Q24 1.5주년 이벤트, 3Q24 여름 이벤트, 4Q24 2주년 이벤트) '스텔라 블레이드' 인식 효과에 따른 매출 성장 폭(YoY +51.3%)가 더 크게 나타나 OPM은 전년 대비 +5.1%p 상승할 것으로 전망한다.

2025년은 스텔라 블레이드의 PC 판 출시(2Q25 가정), '니케'의 판호 발급 후 중국 출시(2Q25 가정) 영향으로 매출 4,381억원(YoY +71.0%), 영업이익 3,152억원(YoY +74.0%)을 기록할 것으로 추정한다.

[도표 53] 시프트업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	378	882	703	600	598	1,603	1,181	999	671	1,693	2,562	4,381
니케(중국 외)	369	430	541	500	496	479	489	479	563	1,643	1,839	1,943
니케(중국)	-	-	-	-	-	400	405	331	-	-	-	1,136
스텔라블레이드(Playstation)	-	440	147	80	80	40	40	40	-	-	667	200
스텔라블레이드(PC)	-	-	-	-	-	660	221	120	-	-	-	1,001
데스티니차일드	-	-	-	-	-	-	-	-	103	40	-	-
기타	9	12	15	20	22	24	26	29	6	11	56	102
영업비용	114	213	142	278	166	309	201	553	478	575	747	1,229
인건비	96	185	120	256	144	269	169	523	354	467	656	1,106
지급수수료	5	17	11	10	10	27	20	17	58	44	43	73
상각비	7	7	8	8	8	8	9	9	25	26	30	34
기타	3	3	4	4	4	4	4	4	37	34	14	16
영업이익	259	669	561	322	432	1,294	979	446	183	1,111	1,812	3,152
OPM	68.6%	75.9%	79.8%	53.7%	72.2%	80.7%	83.0%	44.7%	27.2%	65.6%	70.7%	71.9%
당기순이익	247	578	487	283	390	1,110	842	389	71	1,067	1,595	2,731
NPM	65.3%	65.6%	69.2%	47.2%	65.2%	69.2%	71.3%	38.9%	-10.6%	63.0%	62.2%	62.3%

자료: 시프트업, 교보증권

### 3. Valuation

시프트업 투자의견 매수, 목표주가 80,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가 산출은 12개월 당기순이익 추정치 2,270억원에 target PER 21.0배를 적용해 산출했다.

‘니케’는 24년 7월 들어서도 여름 업데이트를 통해 글로벌 모바일 게임 매출 순위 상위권으로 반등한 상태이며, 이에 따라 PLC 장기화 역량이 돋보이고 있다. ‘스텔라 블레이드’는 2024년 167만 장 판매를 가정한다. ‘니케’의 하반기 중국 판호 발급시 긍정적인 주가 흐름을 보일 것으로 전망한다.

한편, ‘스텔라 블레이드’ 시퀀의 경우 별도의 팀 빌딩 과정을 거칠 필요가 없어 3.5년 정도의 개발 기간이 소요될 것으로 예상하며, PlayStation 5 생애주기 최정점기가 2027년 정도가 될 것임을 감안시 전략적 판단에 따라 생애주기 최정점에서의 출시 혹은 다음 세대 기기 선점이 가능할 것으로 전망한다.

[도표 54] 시프트업 Valuation Table

항목	가치산정	비교
12MF 당기순이익	227.0	3Q24~2Q25 순이익 추정치 합
target PER	21.0	글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균
적정시가총액	4,767	
발행주식수	59,410	
적정주가	80,239	
목표주가	80,000	
현재주가	68,500	
상승여력	16.8%	

자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

## [시프트업 462870]

### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	65	169	256	438	531
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	65	169	256	438	531
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	43	58	75	123	147
영업이익	22	111	182	315	385
영업이익률 (%)	34.0	65.9	70.8	71.9	72.4
EBITDA	23	114	182	316	385
EBITDA Margin (%)	35.8	67.4	71.2	72.0	72.4
영업외손익	-2	3	7	6	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	3	3	3
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
기타	-2	2	4	4	4
법인세비용차감전순이익	20	114	188	321	391
법인세비용	0	8	28	48	59
계속사업순이익	20	107	160	273	332
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	107	160	273	332
당기순이익률 (%)	31.2	63.3	62.4	62.3	62.5
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	20	107	160	273	332
지배순이익률 (%)	31.2	63.3	62.4	62.3	62.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	20	107	160	273	332
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	20	107	160	273	332

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

### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-22	100	129	208	299
당기순이익	20	107	160	273	332
비현금항목의 가감	3	14	28	46	53
감가상각비	1	2	1	0	0
외환손익	1	1	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1	11	31	48	56
자산부채의 증감	-46	-10	-33	-66	-35
기타현금흐름	0	-10	-27	-44	-52
투자활동 현금흐름	28	4	0	0	0
투자자산	1	5	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	28	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	6	104	130	209	299
기초 현금	0	0	116	247	455
기말 현금	6	104	247	455	755
NOPLAT	22	104	154	268	327
FCF	-23	96	122	202	292

자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	70	177	338	611	944
현금및현금성자산	12	116	247	455	755
매출채권 및 기타채권	52	60	91	156	189
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	5	1	0	0	0
비유동자산	5	27	26	26	25
유형자산	1	1	0	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	1	2	2	2	2
기타비유동자산	3	24	24	24	24
자산총계	74	204	364	637	969
유동부채	6	11	11	11	11
매입채무 및 기타채무	5	5	5	5	5
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	6	6	6	6
비유동부채	2	12	12	12	12
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	12	12	12	12
부채총계	8	23	23	23	23
지배자분	66	181	341	614	946
자본금	1	10	10	10	10
자본잉여금	72	96	96	96	96
이익잉여금	-7	71	231	504	836
기타자본변동	0	4	4	4	4
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	66	181	341	614	946
총차입금	0	10	10	10	10

### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,162	3,003	3,150	5,378	6,542
PER	0.0	0.0	20.3	11.9	9.8
BPS	40,713	3,568	6,716	12,094	18,636
PBR	0.0	0.0	9.5	5.3	3.4
EBITDAPS	14,474	2,272	3,591	6,214	7,580
EV/EBITDA	0.0	0.0	19.0	10.3	7.7
SPS	1,939	4,746	5,046	8,628	10,466
PSR	0.0	0.0	12.7	7.4	6.1
CFPS	-14,136	1,911	2,410	3,978	5,759
DPS	0	0	0	0	0

### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	280.3	158.1	52.0	71.0	21.3
영업이익 증가율	흑 전	400.7	63.4	73.7	22.1
순이익 증가율	흑 전	423.2	49.9	70.7	21.6
수익성					
ROIC	89.5	205.1	225.4	231.5	198.9
ROA	33.6	76.8	56.3	54.6	41.4
ROE	36.7	86.4	61.3	57.2	42.6
안정성					
부채비율	12.6	12.6	6.7	3.7	2.4
순차입금비율	0.0	4.8	2.7	1.5	1.0
이자보상배율	0.0	126.6	207.0	359.4	438.7