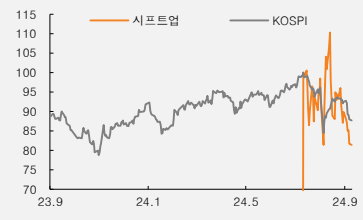


투자 의견(신규)	<b>매수</b>
목표주가(신규)	<b>95,000원</b>
현재주가(24/9/9)	57,800원
상승여력	64.4%

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, 짝아지는 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
<b>매출액</b>	<b>66</b>	<b>169</b>	<b>213</b>	<b>356</b>	<b>339</b>	<b>417</b>
(% 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
<b>영업비용</b>	<b>48</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>67</b>	<b>73</b>	<b>82</b>
<b>영업이익</b>	<b>18</b>	<b>111</b>	<b>149</b>	<b>289</b>	<b>266</b>	<b>335</b>
(% YoY)	흑진	508%	35%	93%	-8%	26%
영업이익률	28%	66%	70%	81%	78%	80%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-7</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>231</b>	<b>213</b>	<b>268</b>
순이익률	-11%	63%	59%	65%	63%	64%

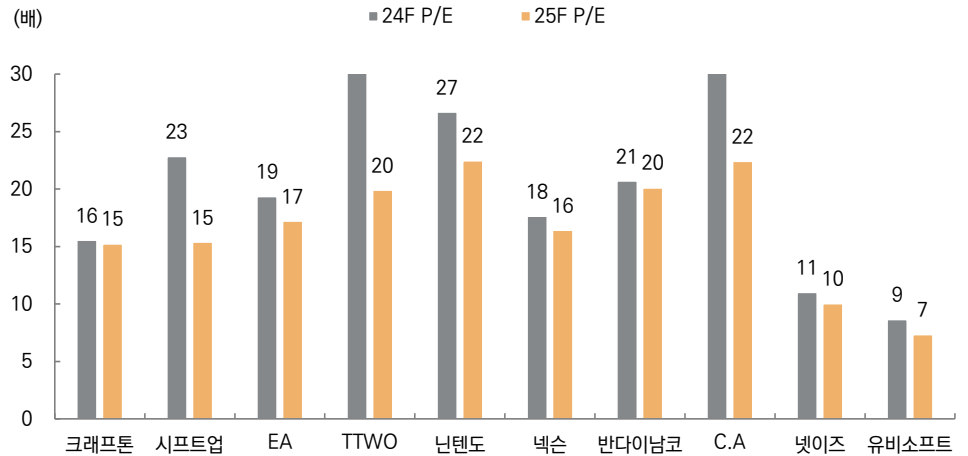
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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

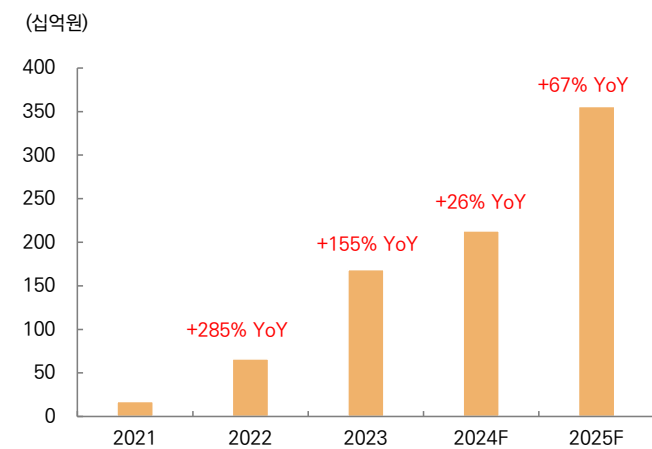
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>37</b>	<b>65</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>47</b>	<b>121</b>	<b>88</b>	<b>101</b>	<b>66</b>	<b>169</b>	<b>213</b>	<b>356</b>	<b>339</b>	<b>417</b>
(% 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
<b>영업비용</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>48</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>67</b>	<b>73</b>	<b>82</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>34</b>	<b>101</b>	<b>73</b>	<b>80</b>	<b>18</b>	<b>111</b>	<b>149</b>	<b>289</b>	<b>266</b>	<b>335</b>
(% 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%
<b>지배주주순이익</b>	<b>25</b>	<b>40</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>81</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>-7</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>231</b>	<b>213</b>	<b>268</b>
순이익률	66%	62%	54%	55%	59%	67%	67%	63%	-11%	63%	59%	65%	63%	64%

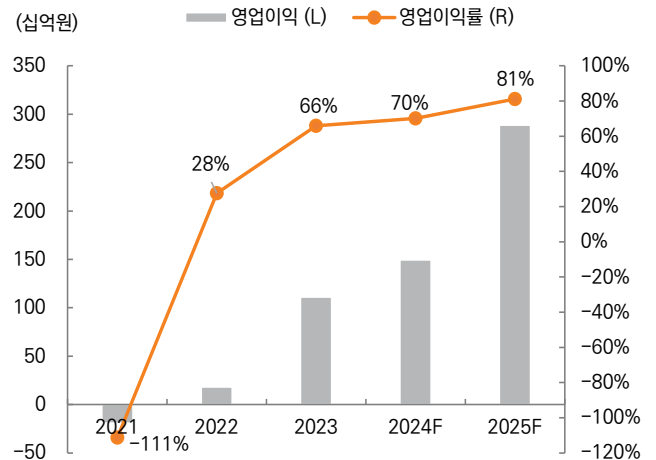
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 시프트업 연간 매출액 전망

그림 126. 시프트업 연간 영업이익, 영업이익률 전망

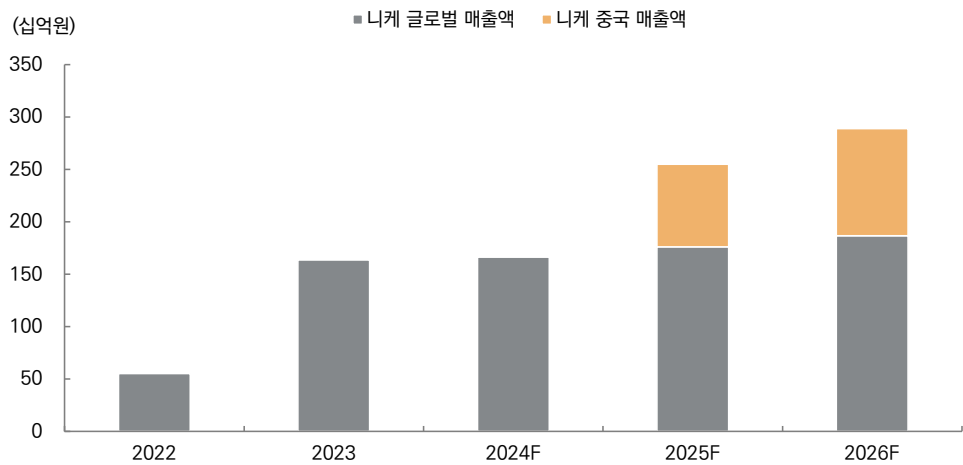


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



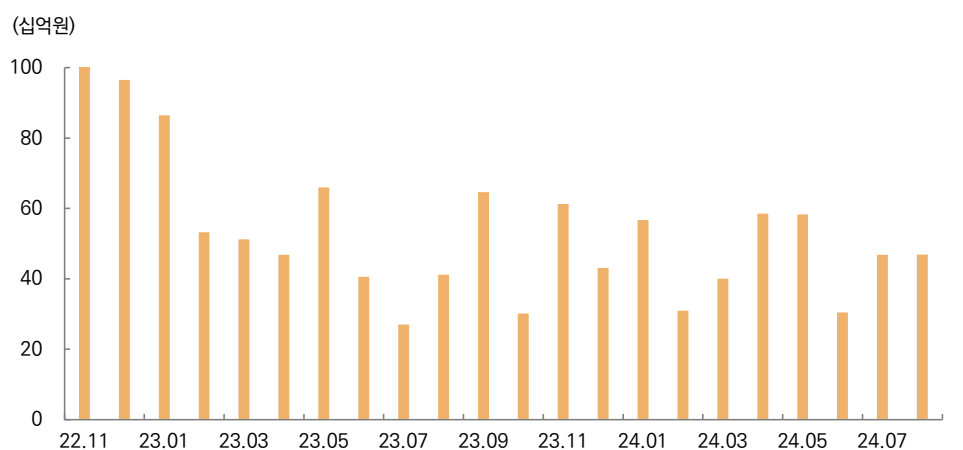
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

**그림 127. 니케 연간 매출액 전망**



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

**그림 128. 니케 월매출 추이**



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

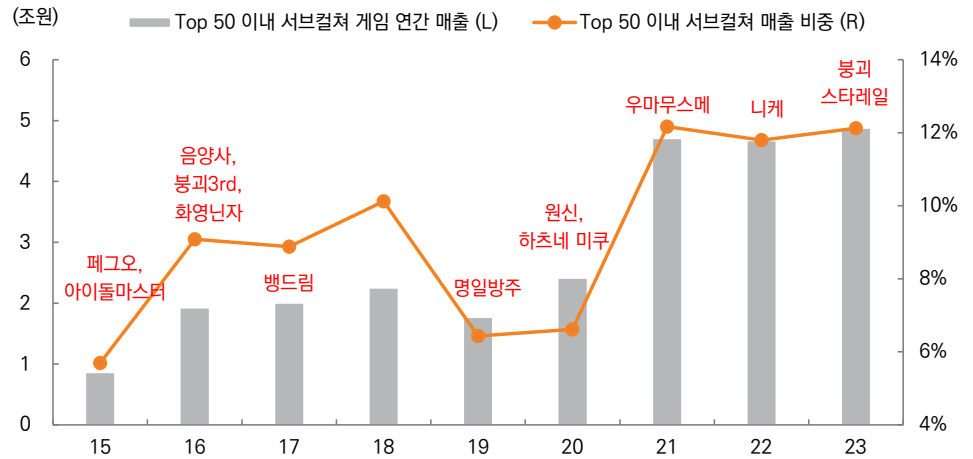
## 투자 포인트

### 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.

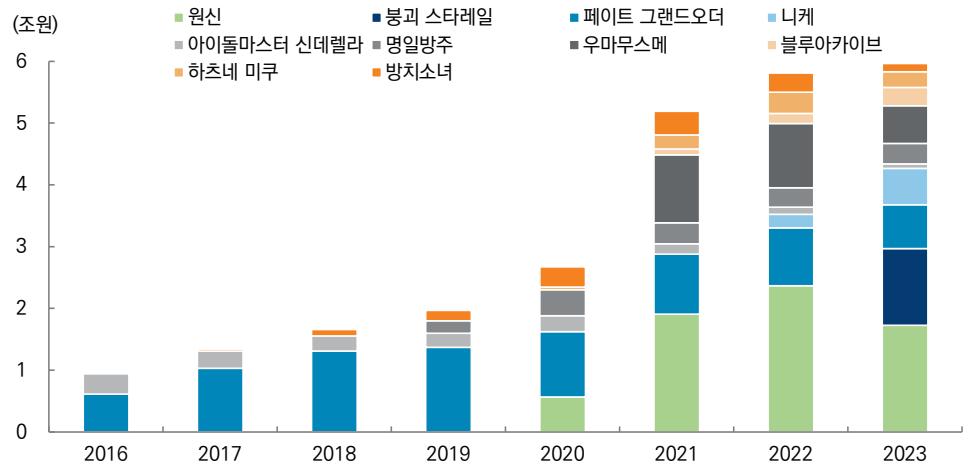
2018~2023년 전체 게임 시장 성장률(CAGR)은 5.2%, 모바일 게임 성장률은 7.8%에 불과했으나 서브컬처 게임의 성장률은 16.7%에 달한 것으로 추정된다. 1) 모바일 한정 이 아닌 PC, 콘솔로의 확장, 2) 레거시 업체들의 서브컬처 장르로의 확장 러쉬를 고려 시 서브컬처 게임 성장률은 연 10% 이상을 기록하며 시장 성장률을 아웃퍼폼할 전망이다.

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



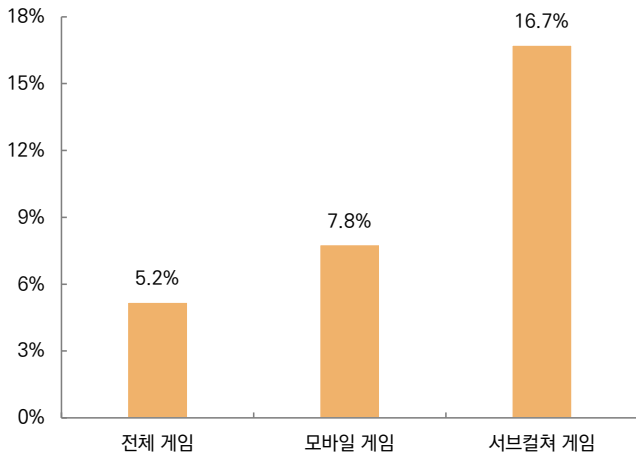
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 130. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이



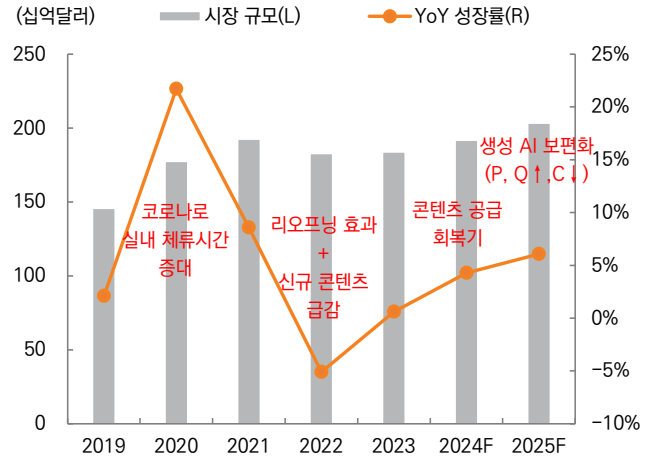
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

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



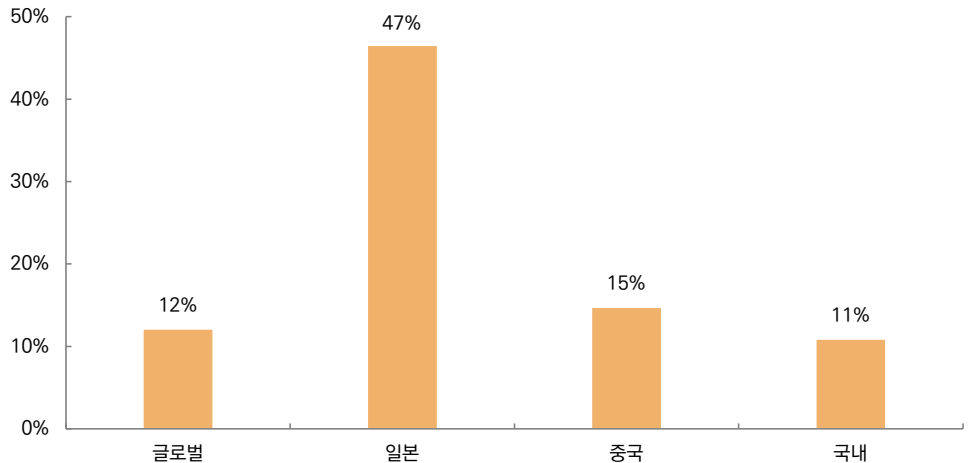
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 132. 글로벌 게임 시장 규모



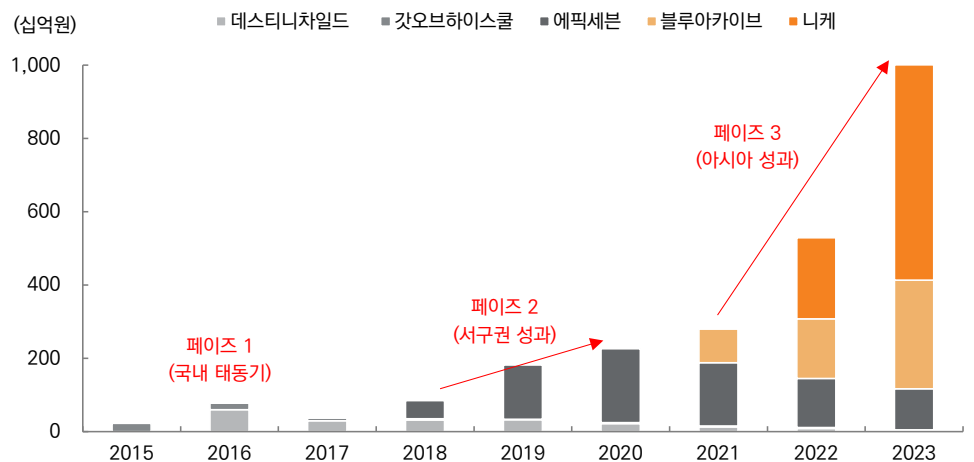
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

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

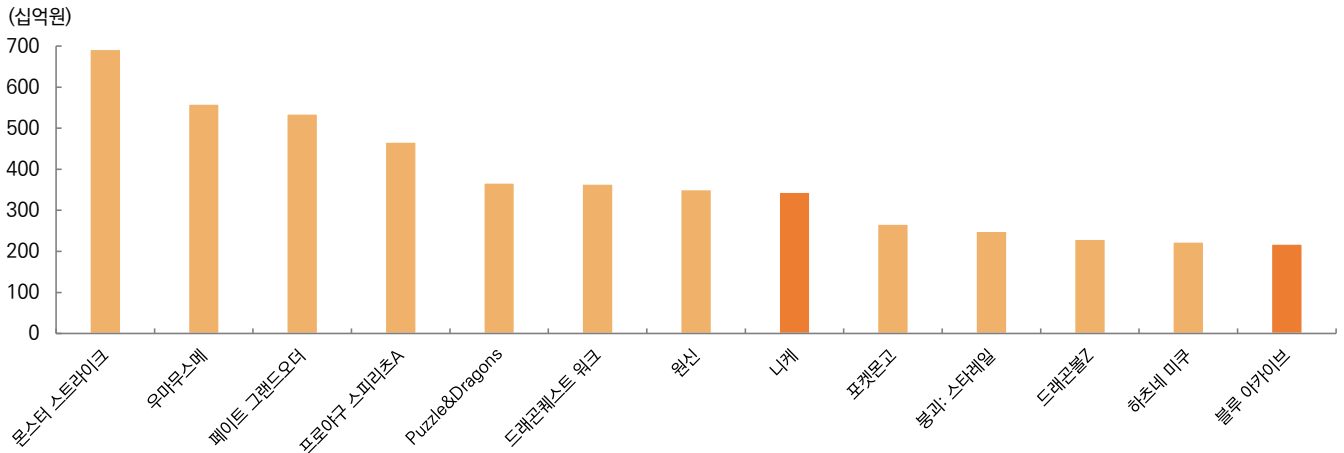
## 2) 글로벌 최상위 IP가 되어가는 니케

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.

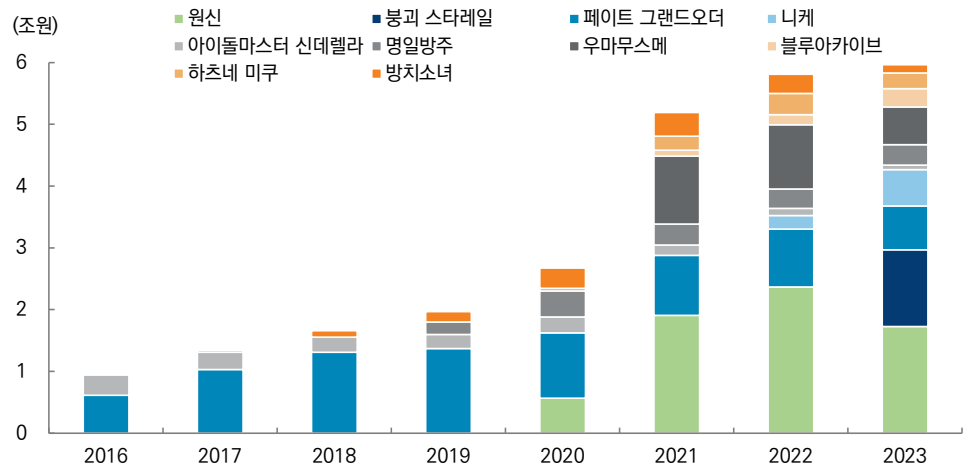
또한 니케는 23년 글로벌 모바일 게임 중 25위에 해당하는 매출액을 기록했으며 이는 서브컬처 게임에서는 5위에 해당하는 성과다. 니케는 출시 2년이 지나지 않았지만 2015년 이후 역대 서브컬처 게임 누적 매출 순위에서도 15위 안에 들어선 것으로 추정된다. 서구권에서도 유의미한 흥행 성과를 올리고 있으며 독일 게임스컴과 같은 행사장에서도 니케의 인기를 실감하는 것이 어렵지 않았다.

그림 135. 2023년 일본 모바일 게임 Top 13 매출액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

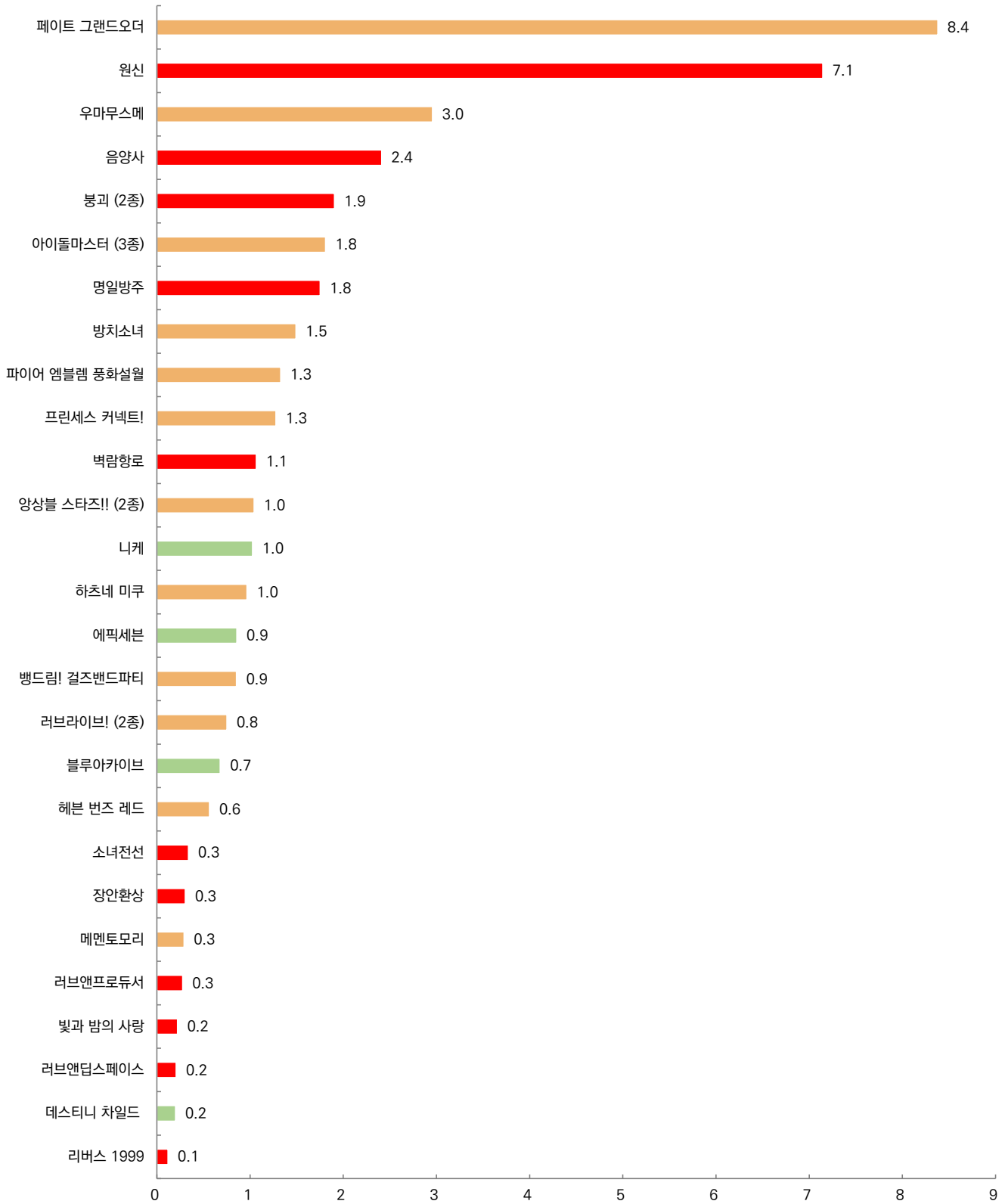
그림 136. 글로벌 주요 서브컬처 10종 합산 연간 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정



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



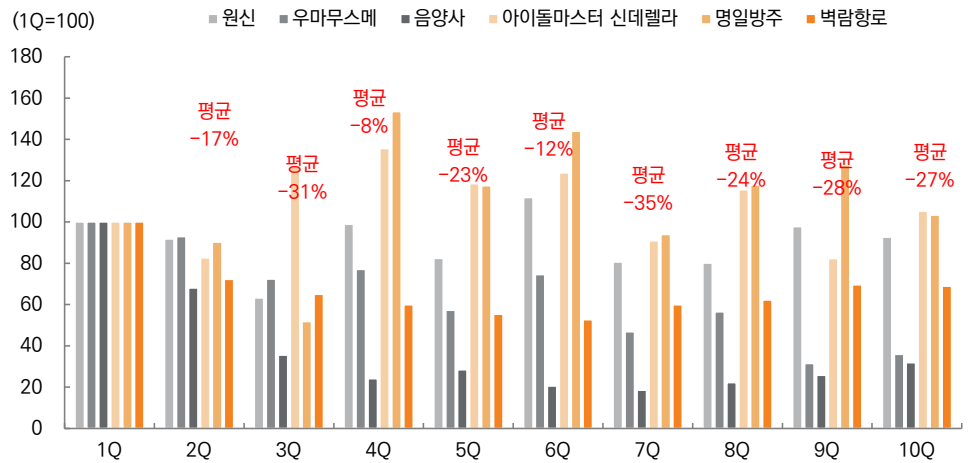
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 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.

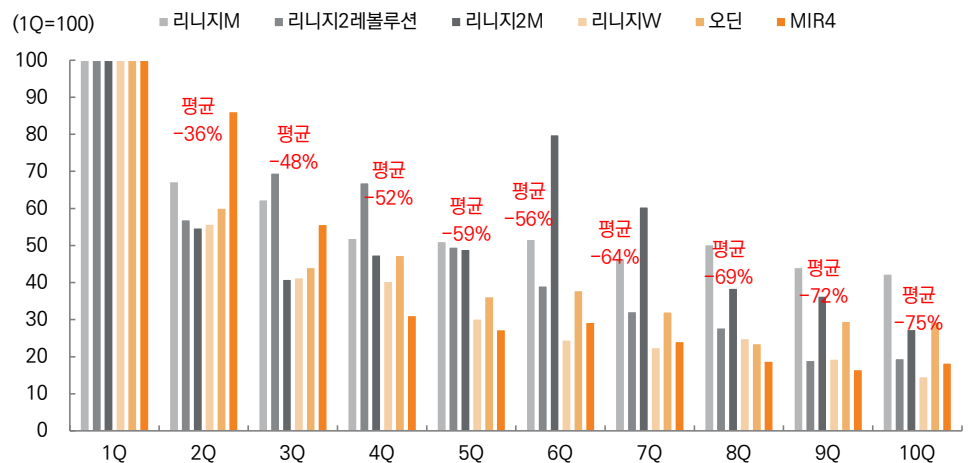
1) 과도한 과금을 유도하지 않고, 2) 게임 내 캐릭터 파워 인플레이를 심각하게 발생시키지 않으면서, 3) 꾸준하게 메인 스토리를 업데이트 해나가는 경우 서브컬처 유저들은 꾸준한 과금을 하면서 게임에 대한 애정을 키워나간다. 운영을 안정적으로 하는 글로벌 최상위권 서브컬처 게임들의 매출 하향세가 거의 발생하지 않는 이유기도 하다.

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)

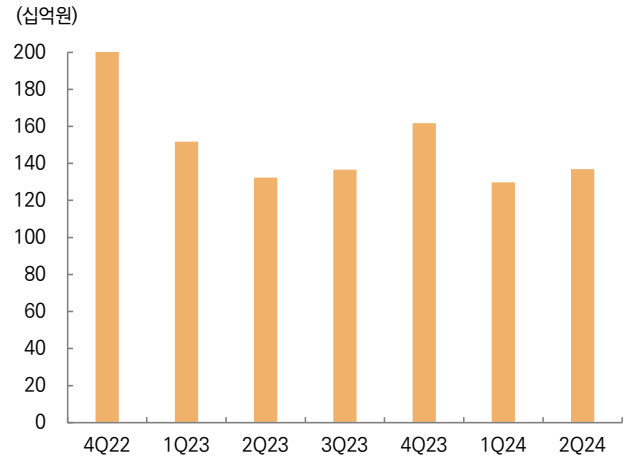
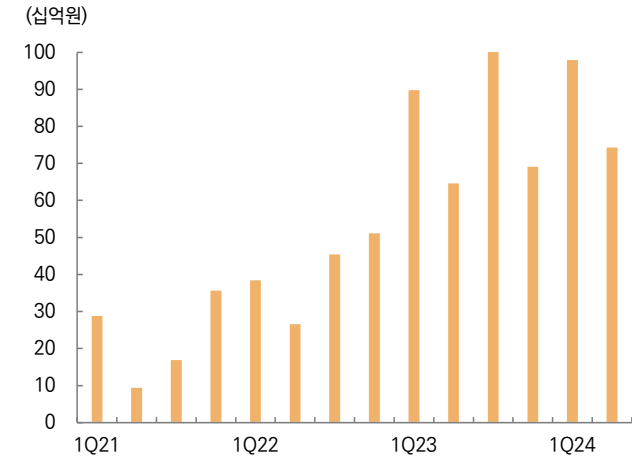


자료: 센서타워 미래에셋증권 리서치센터 추정

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 아니라는 것은 신규 유저의 유입이 쉽다는 의미기도 하다. 니케는 여전히 유저 수 신고점을 갱신하고 있다.

그림 140. 블루아카이브 분기 매출

그림 141. 니케 분기 매출



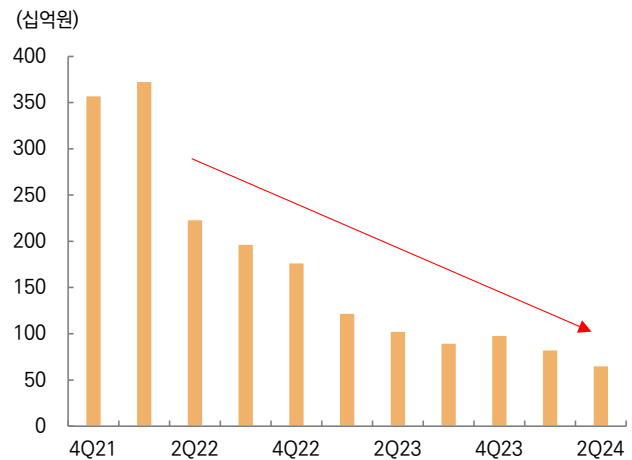
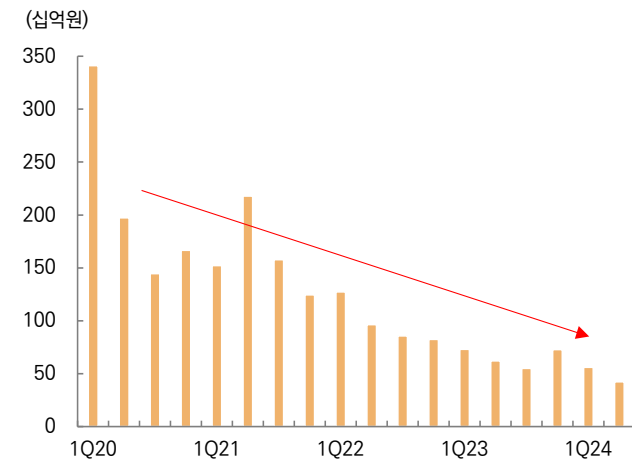
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

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

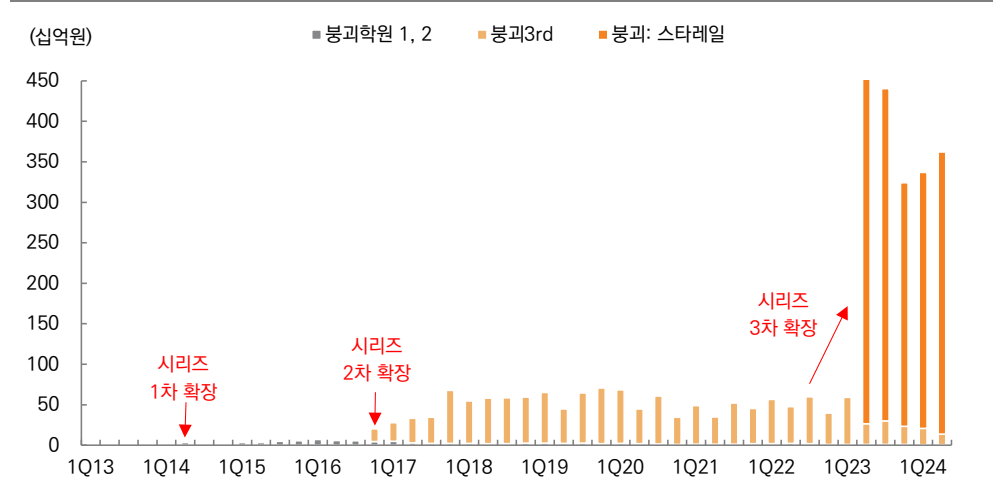
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

#### 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

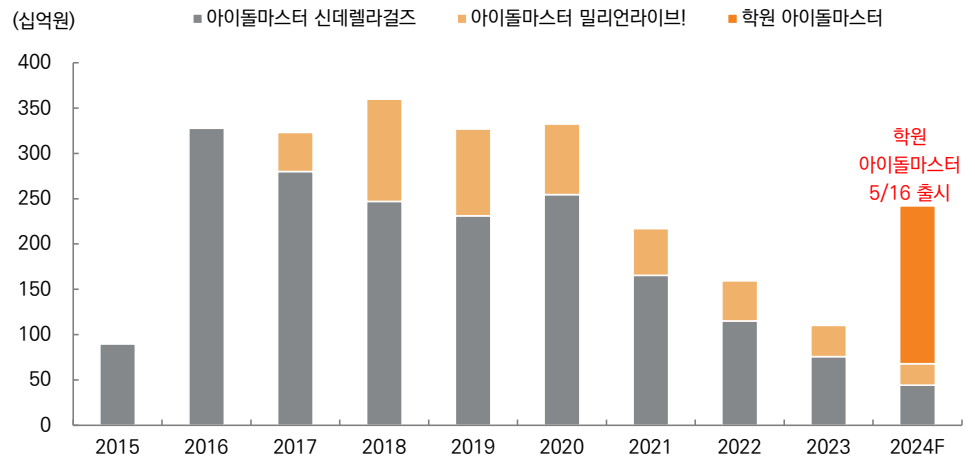


자료: 호요버스, 앱스토어, 미래에셋증권 리서치센터

IP의 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 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	-	-	✓	✓

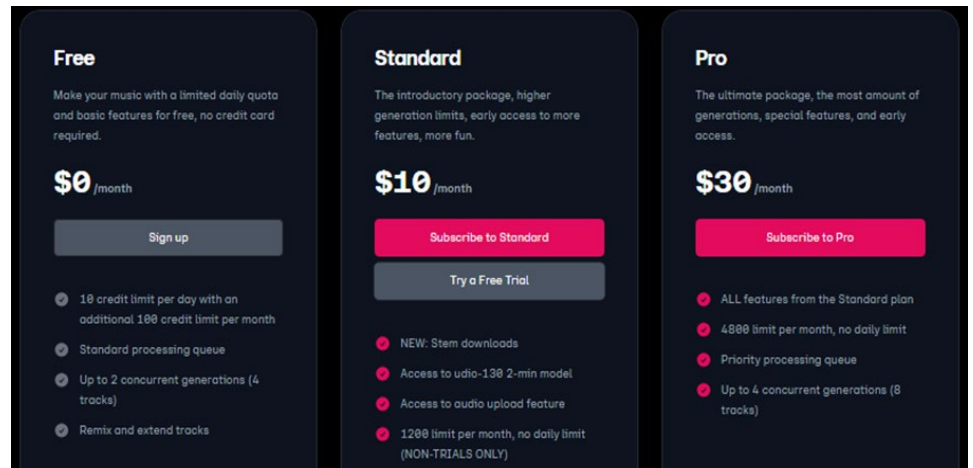
자료: 미래에셋증권 리서치센터

사운드(효과음, BGM)도 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 149. Udio 월간 요금제



자료: Udio, 미래에셋증권 리서치센터

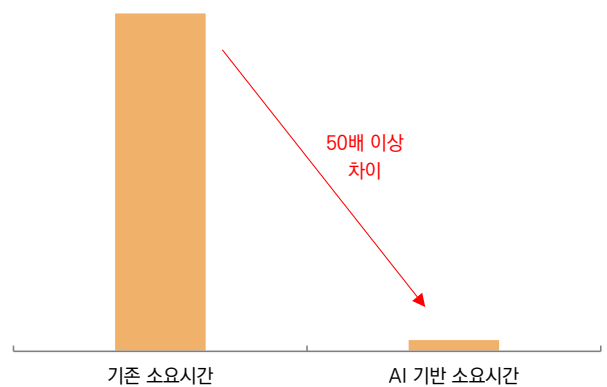
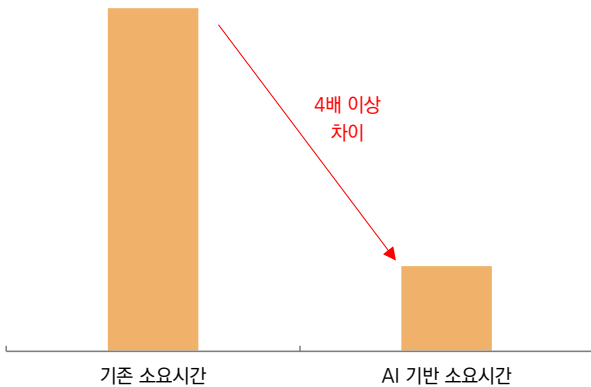
AI의 적용은 비용 측면의 개선뿐만 아니라 게임 개발 생산성 자체도 획기적인 수준으로 끌어올리고 있다. 특히 중국에서는 생성 AI 도입에 따른 드라마틱한 생산성 향상이 관찰되고 있다. 국내, 일본, 서구권 등 글로벌 게임사들이 생성 AI 도입을 망설인 것과 달리 중국은 23년부터 적극적으로 생성 AI를 도입했으며 매출 상위 50개 게임사 중 3분의 2가 AIGC 사업에 발을 들인 것으로 추정된다. 텐센트는 자체 개발 엔진으로 배경 제작, 콘텐츠 생성 등 일부 작업의 효율성을 40배까지 끌어올렸다고 밝혔다.

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



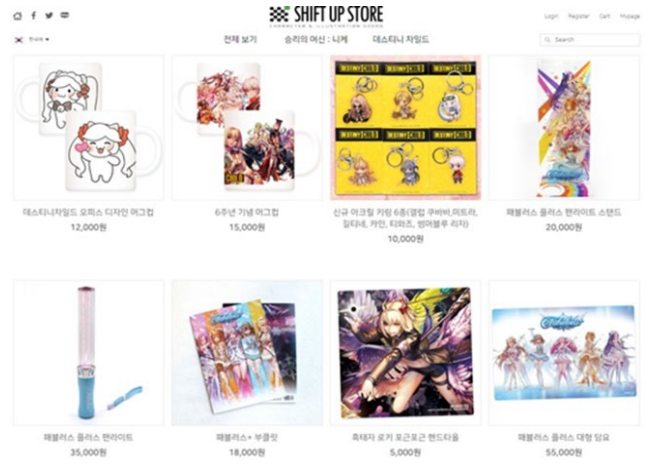
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

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
<b>매출액</b>	<b>169</b>	<b>213</b>	<b>356</b>	<b>339</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>231</b>	<b>213</b>
지배주주	107	125	231	213
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>231</b>	<b>213</b>
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
<b>유동자산</b>	<b>177</b>	<b>303</b>	<b>534</b>	<b>746</b>
현금 및 현금성자산	116	241	471	683
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	1	2	1
<b>비유동자산</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>204</b>	<b>329</b>	<b>561</b>	<b>773</b>
<b>유동부채</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	7	6	6	7
<b>비유동부채</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	2	2	2	2
<b>부채총계</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>181</b>	<b>306</b>	<b>537</b>	<b>750</b>
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	96	96	96	96
이익잉여금	71	196	427	640
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>181</b>	<b>306</b>	<b>537</b>	<b>750</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>100</b>	<b>127</b>	<b>233</b>	<b>215</b>
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
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
유형자산처분(취득)	0	-1	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>104</b>	<b>125</b>	<b>230</b>	<b>212</b>
기초현금	12	116	241	471
기말현금	116	241	471	683

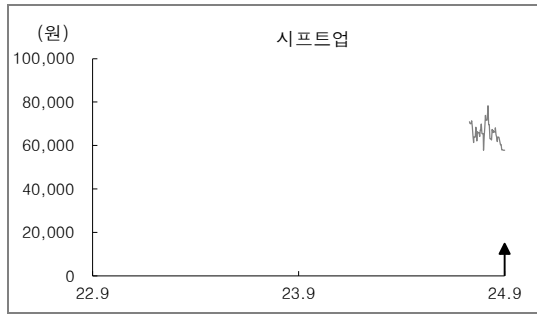
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

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

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870) 2024.09.11	매수	95,000	-	-



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 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.