



BUY(Maintain)

목표주가: 65,000원

주가(8/24): 31,800원

시가총액: 18,680억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

Stock Data

KOSPI (8/24)		6,696.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	43,800 원	28,200원
등락률	-27.4%	12.8%
수익률	절대	상대
1M	3.8%	3.7%
6M	-5.8%	-16.0%
1Y	-26.6%	-64.9%

Company Data

발행주식수	58,742천주
일평균 거래량(3M)	108천주
외국인 지분율	37.0%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	18,747원
주요 주주	김형태 외 8 인 42.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F
매출액	224.1	294.5	226.0	206.3
영업이익	152.7	181.4	115.1	92.8
EBITDA	157.2	187.2	120.6	99.9
세전이익	178.8	233.0	214.6	192.8
순이익	148.0	191.4	166.3	146.1
지배주주지분순이익	148.0	191.4	166.3	146.1
EPS(원)	2,717	3,261	2,828	2,488
증감률(% YoY)	NA	20.0	-13.3	-12.0
PER(배)	23.3	10.9	11.2	12.8
PBR(배)	4.84	2.27	1.70	1.48
EV/EBITDA(배)	19.5	8.3	9.9	11.0
영업이익률(%)	68.1	61.6	50.9	45.0
ROE(%)	19.4	22.7	16.4	12.4
순차입금비용(%)	-83.2	-57.8	-61.3	-60.7

Price Trend



기업 업데이트

시프트업 (462870)

캡콤 지향점을 위한 길



동사의 목표주가를 6.5만원으로 유지하고 게임 업종 내 최선호주 의견 역시 유지한다. 당사는 글로벌 메이저 게임 회사인 캡콤의 멀티플 리레이팅 과정을 멀티 IP 기반 중장기 마일스톤 및 이에 기반한 차기작 성공 가능성 등으로 해석하며 이에 따라 동사가 확보한 니케와 스텔라 블레이드 기반 2개 IP 레퍼런스를 긍정적으로 평가하며, 프로젝트 스피릿 추가시 20배 수준 PER 확보를 기대한다.

>>> 게임 업종 내 최선호주

동사 목표주가를 6.5만원으로 유지하고 게임 업종 내 최선호주 의견 역시 유지한다. 목표주가는 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드: 블러드 레인 등 2개의 신작 성과가 복합적으로 발현될 29E 지배주주순이익 4,068억원에 내재 PER 12.5배와 연 할인을 10%를 적용한 올해 기준 현재가치이다.

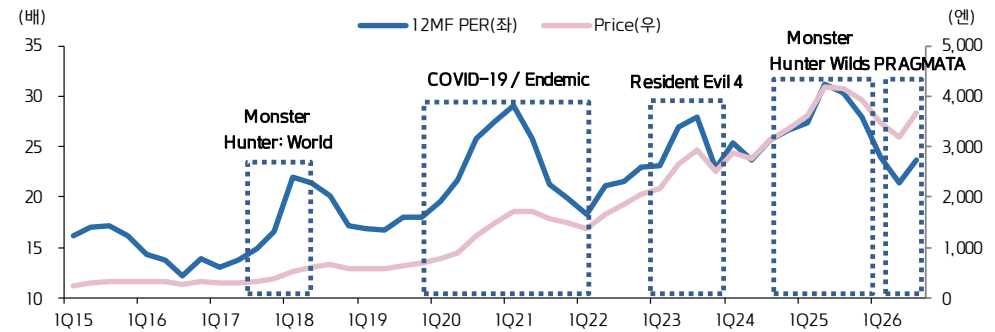
>>> 캡콤 기반 PER 스테디

국내 게임업계의 멀티플이 정체 국면을 맞고 있는 상황에서 이상적인 글로벌 피어인 캡콤의 장기 시계열 분석을 통한 분기별 12MF PER 레벨업을 스테디 해본 결과, 18년 1월 출시된 Monster Hunter: World 판매고의 마일스톤 반향 등으로 12MF PER이 이전 15배 수준에서 20배를 상회한 기록을 만들었으며, 이후 23년 3월 출시된 Resident Evil 4 반향이 더해져 25배 수준 밸류에이션 멀티플에 도달했다. 이후 글로벌 메이저 IP로 안착한 Monster Hunter Wilds 신작이 나오면서 초기 판매 마일스톤 성과 등에 따라 30배를 상회하는 높은 경지에 도달 하였지만, 이후 동 게임의 유저 불만이 증가하면서 멀티플이 재차 20배 초반까지 낮아지는 부정적인 현상을 기록했다. 최근에는 신규 IP 기반인 PRAGMATA 유저 반향이 이어지면서 신규 IP 기반의 멀티 포트폴리오 강화에 따라 재차 20배 중반에 육박하는 멀티플 흐름이 이어지고 있다.

>>> 캡콤 사례 통한 시사점

캡콤의 멀티플 장기 시계열 분석을 통해 당사는 IP 기반 마일스톤이 의미있는 성과를 기록하며 이에 따른 글로벌 IP로 포지셔닝됨에 따라 멀티플 리레이팅이 나타났을 수 있음을 상기했고, 단 한개의 IP에 그치지 않고 글로벌 IP로 워킹할 신규 IP 추가 등에 따라 멀티플 레벨이 업그레이드될 수 있음을 기재한다. 이는 캡콤의 경우 Monster Hunter에서 Resident Evil IP로 이어지는 과정을 통해 달성되었으며, 이외 캡콤이 보유한 롱테일 포함 다수 IP 기반의 마일스톤 성과가 더해지면서 이에 대한 공고한 수준이 지탱될 수 있다고 평가한다. 이에 따른 국내 시사점으로 글로벌 IP로 워킹할 수 있는 멀티 IP 보유가 필수적이란 판단 하에, 이에 부합하는 국내 업체로 시프트업을 제시하며, 이는 캐시카우로 워킹하는 니케 이외 스텔라 블레이드 성공에 따른 차기작의 기대치가 워킹하는 가운데 2개 IP 기대감이 공존하며 이외 프로젝트 스피릿까지 더해질 경우 최소 20배 수준 PER 확보가 가능해질 수 있을 것으로 종합 판단한다.

캡콤 분기별 PER 및 주가



주: 일별 12MF PER 및 주가에 대한 분기별 평균치 활용

자료: Bloomberg, 키움 리서치

캡콤 주요 IP별 마일스톤 분석

타이틀	출시시기	누적(백만장)	타이틀	출시시기	누적(백만장)
Resident Evil	Mar-96	2.8	Monster Hunter Freedom	Dec-05	1.3
Resident Evil 2	Jan-98	5.0	Monster Hunter Tri	Aug-09	1.9
Resident Evil 3 Nemesis	Sep-99	3.5	Monster Hunter 4	Sep-13	4.1
Resident Evil Code: Veronica	Feb-00	1.1	Monster Hunter: World	Jan-18	22.4
Resident Evil	Mar-02	1.4	Monster Hunter World: Iceborne	Sep-19	16.7
Resident Evil 0	Nov-02	1.3	Monster Hunter Rise	Mar-21	19.3
Resident Evil 4	Dec-05	2.3	Monster Hunter Rise: Sunbreak	Jun-22	11.9
Resident Evil 5	Mar-09	10.9	Monster Hunter Wilds	Feb-25	11.8
Resident Evil 6	Oct-12	11.1	Street Fighter II	Jun-92	6.3
Resident Evil 7 biohazard	Jan-17	18.4	Street Fighter IV	Feb-09	3.7
Resident Evil 2	Jan-19	19.7	Street Fighter V	Feb-16	8.0
Resident Evil 3	Apr-20	14.5	Street Fighter 6	Jun-23	7.2
Resident Evil Village	May-21	15.8	Devil May Cry	Aug-01	2.2
Resident Evil 4	Mar-23	16.0	Devil May Cry 2	Jan-03	1.7
Resident Evil Requiem	Feb-26	8.0	Devil May Cry 3	Feb-05	1.3
Dragon's Dogma	May-12	1.3	Devil May Cry 4	Jan-08	3.0
Dragon's Dogma 2	Mar-24	4.2	Devil May Cry 5	Mar-19	12.3
PRAGMATA	Apr-26	2.5			

자료: CAPCOM, 키움증권 리서치

시프트업 장기 수익가치 분석

(십억원)	23A	24A	25A	26E	27E	28E	29E
매출액	168.6	224.1	294.5	226.0	206.3	283.2	703.9
니케	163.5	151.5	165.3	166.2	160.3	155.7	151.4
스텔라 블레이드		68.1	117.6	47.2	30.0	14.8	467.7
프로젝트 스피릿						94.7	64.8
기타	5.1	4.5	11.6	12.6	16.0	18.0	20.0
영업비용	57.5	71.4	113.1	110.9	113.5	127.0	260.5
인건비	46.7	55.2	53.9	65.2	66.6	80.5	123.7
변동비	4.8	7.4	43.1	22.3	21.0	19.4	108.6
고정비	6.1	8.8	16.2	23.4	25.9	27.1	28.2
영업이익	111.1	152.7	181.4	115.1	92.8	156.2	443.5
OPM	65.9%	68.1%	61.6%	50.9%	45.0%	55.2%	63.0%
영업외손익	3.3	26.1	51.6	99.5	100.0	102.0	104.0
법인세차감전순이익	114.3	178.8	233.0	214.6	192.8	258.2	547.5
법인세	7.7	30.8	41.6	48.3	46.7	62.5	140.7
당기순이익	106.7	148.0	191.4	166.3	146.1	195.7	406.8
지배주주지분	106.7	148.0	191.4	166.3	146.1	195.7	406.8
내재 PER(배)				23.0	28.8	23.6	12.5
내재가치							3,820.7
총 발행주식수(백만)							58.7
주당 내재가치(원)							65,042

주1: 프로젝트 스피릿은 1Q28E 출시를 가정

주2: 스텔라 블레이드 세그먼트 안에는 관련 차기작을 포함

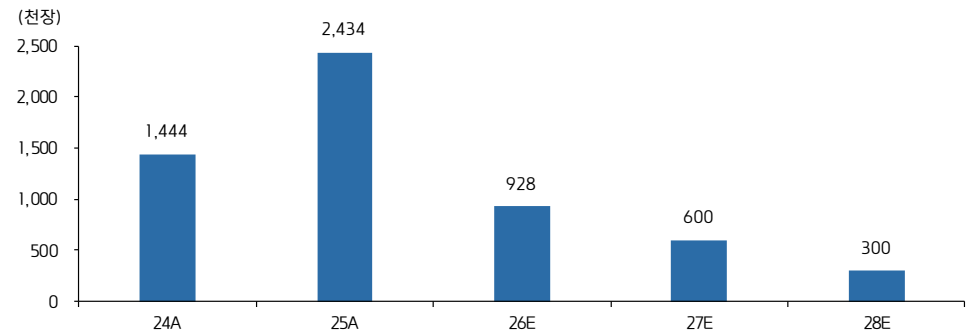
주3: 주2 관련 차기작은 1Q29E 출시를 가정

주4: 연별 내재 PER은 29E 12.5배를 기준으로 연간 환산

주5: 주4 관련 연간 환산시 연 할인율 10%를 보정하여 당해연도 기준으로 환산

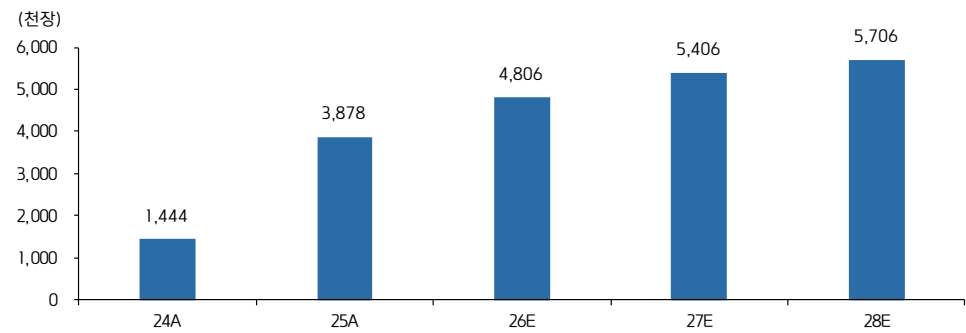
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 연간 판매량 추정



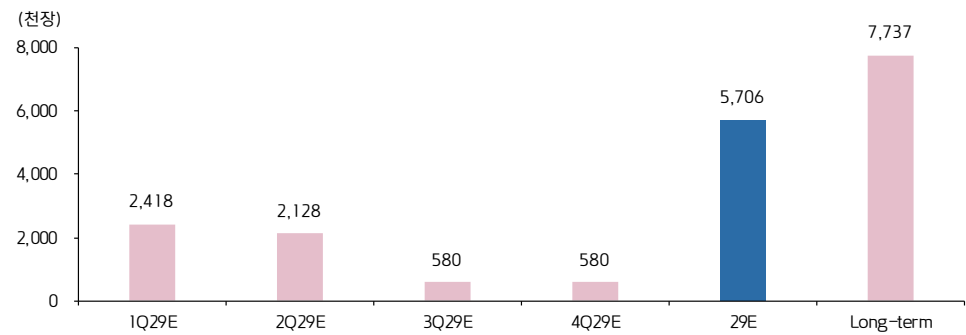
자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 누적 판매량 추정



자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

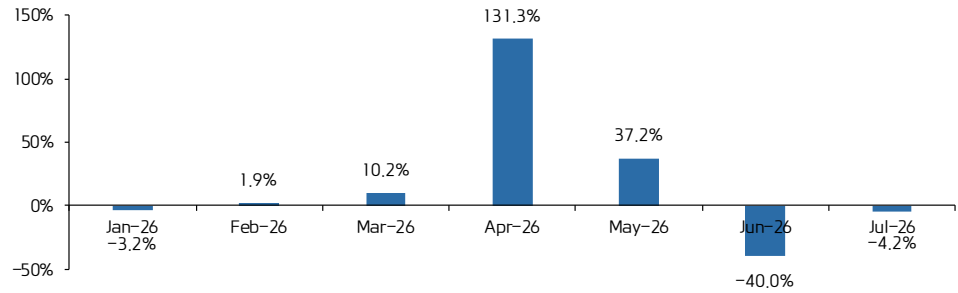
스텔라 블레이드: 블러드 레인 판매 추정



주: PC 및 콘솔 플랫폼 동시 출시 전제

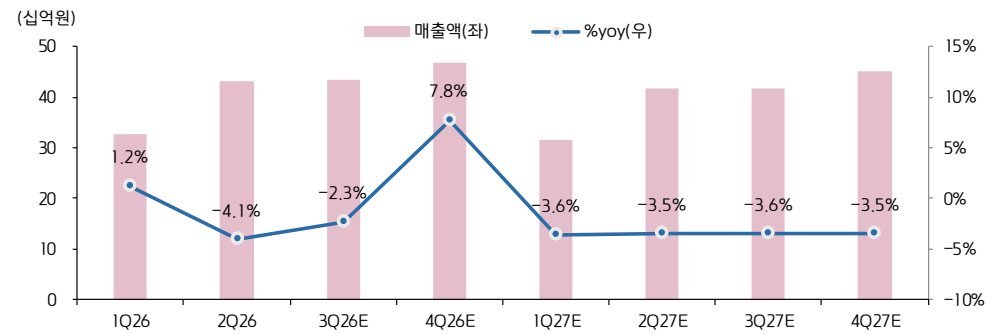
자료: 키움증권 리서치 추정

니케 매출액 전년동기대비 증감률



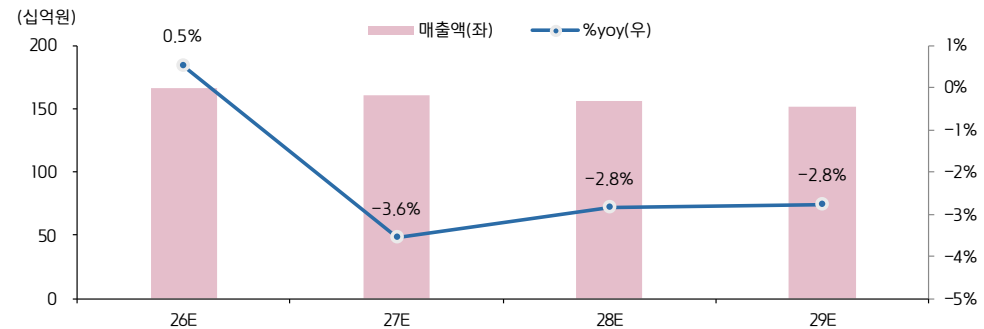
자료: GACHAREVENUE, 키움증권 리서치

니케 분기별 매출액



자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 연간 매출액



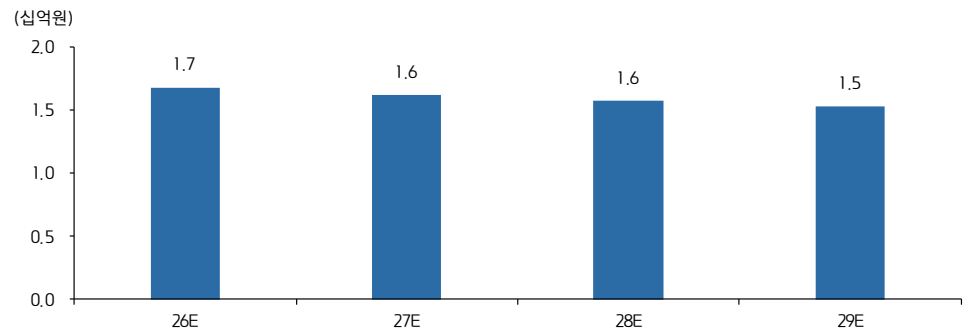
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 분기별 일평균 그로스 매출



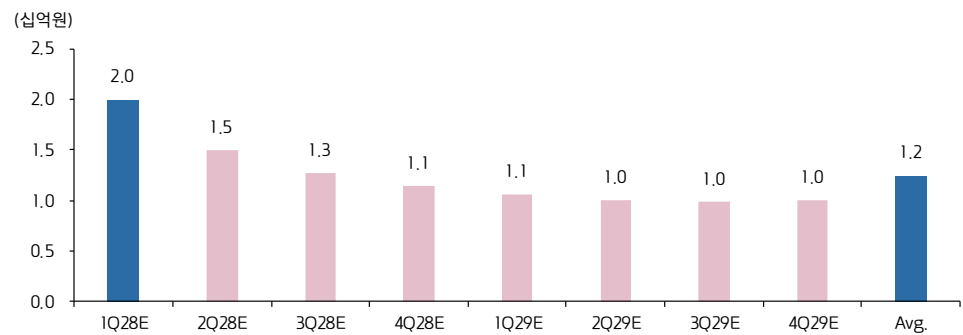
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 연간 일평균 그로스 매출 전망



자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

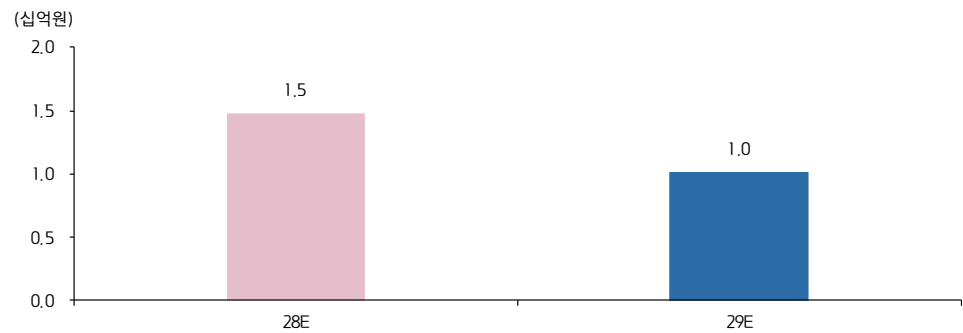
프로젝트 스피릿 분기별 일평균 매출 전망



주: 시즌별 이벤트를 감안하지 않은 분기별 기계적 노멀라이즈 수준을 준용

자료: 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 연간 일평균 매출 전망



자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

시프트업 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	55.7	54.5	68.5	294.5	226.0	206.3
니케	32.3	45.1	44.5	43.4	32.7	43.3	43.4	46.8	165.3	166.2	160.3
스텔라 블레이드	7.0	65.7	27.7	17.2	12.9	8.8	7.6	17.9	117.6	47.2	30.0
기타	2.9	1.6	3.3	3.8	1.7	3.6	3.5	3.8	11.6	12.6	16.0
영업비용	16.0	44.2	26.0	27.0	25.8	27.6	27.4	30.1	113.1	110.9	113.5
영업이익	26.3	68.2	49.5	37.4	21.5	28.1	27.1	38.4	181.4	115.1	92.8
영업이익률(%)	62.2%	60.7%	65.6%	58.1%	45.5%	50.5%	49.7%	56.1%	61.6%	50.9%	45.0%
영업외손익	5.4	-5.6	18.5	33.4	24.9	25.6	24.5	24.5	51.6	99.5	100.0
법인세차감전순이익	31.6	62.6	68.1	70.8	46.4	53.8	51.6	62.9	233.0	214.6	192.8
법인세차감전순이익률(%)	74.9%	55.7%	90.1%	109.8%	98.1%	96.5%	94.6%	91.8%	79.1%	95.0%	93.5%
법인세비용	4.8	11.3	13.4	12.1	8.6	12.0	12.5	15.2	41.6	48.3	46.7
법인세율(%)	15.2%	18.0%	19.7%	17.1%	18.5%	22.4%	24.2%	24.2%	17.9%	22.5%	24.2%
당기순이익	26.8	51.3	54.6	58.6	37.8	41.7	39.1	47.7	191.4	166.3	146.1
당기순이익률(%)	63.6%	45.7%	72.4%	91.0%	79.9%	74.9%	71.7%	69.6%	65.0%	73.6%	70.8%
지배주주지분	26.8	51.3	54.6	58.6	37.8	41.7	39.1	47.7	191.4	166.3	146.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	224.1	294.5	226.0	206.3	283.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	224.1	294.5	226.0	206.3	283.2
판매비	71.4	113.1	110.9	113.5	127.0
영업이익	152.7	181.4	115.1	92.8	156.2
EBITDA	157.2	187.2	120.6	99.9	163.3
영업외손익	26.1	51.6	99.5	100.0	102.0
이자수익	8.6	11.8	14.6	16.4	18.0
이자비용	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
외환관련이익	12.8	10.8	7.8	7.8	7.8
외환관련손실	3.1	12.2	9.5	9.5	9.5
종속 및 관계기업손익	0.0	14.8	-2.4	0.0	2.0
기타	9.0	27.7	90.3	86.6	85.0
법인세차감전이익	178.8	233.0	214.6	192.8	258.2
법인세비용	30.8	41.6	48.3	46.7	62.5
계속사업손익	148.0	191.4	166.3	146.1	195.7
당기순이익	148.0	191.4	166.3	146.1	195.7
지배주주순이익	148.0	191.4	166.3	146.1	195.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	31.4	-23.3	-8.7	37.3
영업이익 증감율	NA	18.8	-36.5	-19.4	68.3
EBITDA 증감율	NA	19.1	-35.6	-17.2	63.5
지배주주순이익 증감율	NA	29.3	-13.1	-12.1	33.9
EPS 증감율	NA	20.0	-13.3	-12.0	33.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	68.1	61.6	50.9	45.0	55.2
EBITDA Margin(%)	70.1	63.6	53.4	48.4	57.7
지배주주순이익률(%)	66.0	65.0	73.6	70.8	69.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	114.1	157.2	180.0	129.3	117.7
당기순이익	148.0	191.4	166.3	146.1	195.7
비현금항목의 가감	16.2	-4.5	2.9	-1.4	10.9
유형자산감가상각비	3.4	4.4	4.6	5.4	5.0
무형자산감가상각비	1.1	1.4	0.8	1.7	2.1
지분법평가손익	0.0	-14.8	2.4	0.0	-2.0
기타	11.7	4.5	-4.9	-8.5	5.8
영업활동자산부채증감	-44.4	-13.2	45.7	15.9	-43.3
매출채권및기타채권의감소	-40.1	-56.9	42.1	12.1	-47.2
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	1.3	28.2	2.9	3.0	3.2
기타	-5.6	15.5	0.7	0.8	0.7
기타현금흐름	-5.7	-16.5	-34.9	-31.3	-45.6
투자활동 현금흐름	-368.3	-283.2	-77.0	-77.4	-77.8
유형자산의 취득	-2.7	-2.6	-5.5	-5.5	-5.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.4	-0.1	-2.5	-2.5	-2.5
투자자산의감소(증가)	-15.9	-192.1	-81.9	-81.9	-82.0
단기금융자산의감소(증가)	-358.2	-127.9	-12.2	-12.5	-12.8
기타	11.9	39.5	25.1	25.0	25.0
재무활동 현금흐름	426.9	-51.4	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	435.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-50.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.1	-1.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.4	-1.6	26.7	26.7	26.6
현금 및 현금성자산의 순증가	173.1	-179.1	129.7	78.6	66.5
기초현금 및 현금성자산	116.1	289.3	110.1	239.9	318.4
기말현금 및 현금성자산	289.3	110.1	239.9	318.4	385.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	768.2	781.9	881.8	960.8	1,087.5
현금 및 현금성자산	289.3	110.1	239.9	318.4	385.0
단기금융자산	358.2	486.1	498.2	510.7	523.4
매출채권 및 기타채권	113.6	180.9	138.8	126.7	173.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	7.1	4.8	4.9	5.0	5.2
비유동자산	35.7	301.5	385.3	470.0	556.8
투자자산	15.9	222.9	302.3	384.3	468.3
유형자산	2.7	4.1	4.9	5.0	5.5
무형자산	3.0	1.7	3.3	4.2	4.6
기타비유동자산	14.1	72.8	74.8	76.5	78.4
자산총계	803.8	1,083.3	1,267.1	1,430.8	1,644.4
유동부채	28.6	95.5	99.2	103.1	107.2
매입채무 및 기타채무	6.0	57.4	60.2	63.3	66.4
단기금융부채	2.8	3.9	3.9	3.9	3.9
기타유동부채	19.8	34.2	35.1	35.9	36.9
비유동부채	10.8	66.6	66.6	66.6	66.6
장기금융부채	8.3	59.5	59.5	59.5	59.5
기타비유동부채	2.5	7.1	7.1	7.1	7.1
부채총계	39.4	162.1	165.9	169.8	173.8
지배지분	764.4	921.2	1,101.2	1,261.1	1,470.5
자본금	11.7	11.8	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	527.4	532.2	532.3	532.3	532.3
기타자본	6.3	-47.0	-47.0	-47.0	-47.0
기타포괄손익누계액	-0.1	13.7	27.4	41.1	54.9
이익잉여금	219.1	410.5	576.8	722.9	918.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	764.4	921.2	1,101.2	1,261.1	1,470.5
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	2,717	3,261	2,828	2,488	3,332
BPS	13,104	15,624	18,747	21,468	25,034
CFPS	3,014	3,185	2,877	2,465	3,518
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	23.3	10.9	11.2	12.8	9.5
PER(최고)	32.9	21.5	13.1		
PER(최저)	17.5	10.7	9.7		
PBR	4.84	2.27	1.70	1.48	1.27
PBR(최고)	6.83	4.49	1.97		
PBR(최저)	3.63	2.23	1.47		
PSR	15.41	7.07	8.27	9.05	6.60
PCFR	21.0	11.1	11.1	12.9	9.0
EV/EBITDA	19.5	8.3	9.9	11.0	6.3
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	18.4	20.3	14.2	10.8	12.7
ROE	19.4	22.7	16.4	12.4	14.3
ROIC	110.4	107.7	58.7	56.4	83.8
매출채권회전율	3.9	2.0	1.4	1.6	1.9
재고자산회전율					
부채비율	5.2	17.6	15.1	13.5	11.8
순차입금비용	-83.2	-57.8	-61.3	-60.7	-57.5
이자보상배율	130.5	138.1	87.6	70.7	118.9
총차입금	11.2	63.5	63.5	63.5	63.5
순차입금	-636.3	-532.7	-674.6	-765.6	-845.0
NOPLAT	157.2	187.2	120.6	99.9	163.3
FCF	77.6	143.3	132.4	85.3	74.2

Compliance Notice

- 당사는 8월 24일 현재 '시프트업(462870)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

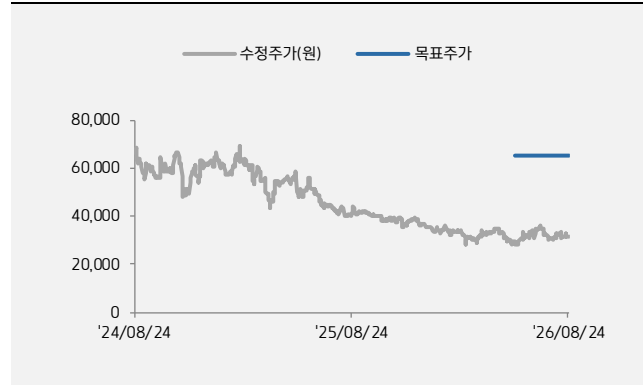
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
시프트업 (462870)	2026-05-27	Buy(Initiate)	65,000원	6개월	-53.32	-48.77
	2026-06-15	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.31	-44.23
	2026-07-14	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.70	-44.23
	2026-08-18	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.71	-44.23
	2026-08-24	Buy(Maintain)	65,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%