

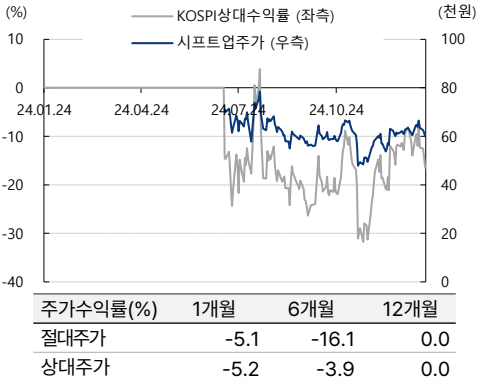
시프트업 (462870) : 또 한번의 이익 점프 기대

Buy
TP 80,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(01/15)	59,900원
액면가(원)	200원
52주 최고가(보통주)	78,300원
52주 최저가(보통주)	47,900원
KOSPI (01/15)	2,496.81p
KOSDAQ (01/15)	711.61p
자본금	99억원
시가총액	34,942억원
발행주식수(보통주)	5,833만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	18.9만주
평균거래대금(60일)	118억원
외국인지분(보통주)	2.28%
주요주주	김형태 외 9인 43.17%

Price & Relative Performance



▶ 니케: 검증된 IP를 기반으로 2Q25 중국 진출 준비

- '니케'는 꾸준한 성과 지표 기록. 일본을 포함한 글로벌 지역에서 업데이트 시마다 성과를 보이고 있으며, 4Q24 2주년 업데이트와 25년 1월 신년 이벤트도 성공적 진행. 니케 글로벌(중국 외) 매출은 25년 YoY flat 수준을 기록할 것으로 전망. 2Q25 출시 예상되는 니케(중국)은 검열 및 VPN 우려가 있지만 니케의 검증된 글로벌 IP 파워와 텐센트의 퍼블리싱 경험(기존 글로벌 지역도 텐센트가 퍼블리싱 진행) 고려시 성공 가능성이 높다고 판단.

▶ 스텔라 블레이드: PS5보다 Steam에서 더 큰 성과 기대

- 2Q24 PS5 독점 출시한 스텔라 블레이드는 4Q24말 기준 누적 판매량 150만 장을 넘긴 것으로 추정. PS5 출시 이후에도 지속적인 업데이트 및 DLC 출시를 통해 잠재적 팬층을 확대해왔으며, 이를 바탕으로 Steam 출시(2Q25 예상)시에는 PS5보다 더 큰 매출 성과를 기록할 것으로 전망.

▶ 2025년 매출 3,121억원(YoY +44.8%), 영업이익 2,288억원(YoY +54.7%, OPM 73.3%) 기록 전망

- 안정적인 라이브서비스를 기반으로 25년 니케 글로벌(중국 외) 매출은 1,528억원(YoY -1.6%) 기록 전망. 여기에 니케(중국)은 684억원, 스텔라블레이드(Steam) 매출 720억원이 더해지며 매출은 3,121억원(YoY +44.8%) 전망. 비용 면에서는 'Project Witches' 등 개발을 위한 헤드카운트 증가와 인센티브 지급을 가정한 인건비 증가(+21.7%)보다 매출 증가가 빠르게 이루어지며 OPM은 YoY +4.7%p 증가 전망. 차기작 'Project Witches'에 대한 구체적인 게임성 등이 1H25 내 소통될 예정으로 상반기 모멘텀이 풍부한 것으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)					
매출액(십억원)	65	169	216	312	354
YoY(%)	280.3	158.1	27.8	44.8	13.5
영업이익(십억원)	22	111	148	229	263
OP마진(%)	33.8	65.7	68.5	73.4	74.3
순이익(십억원)	20	107	128	197	225
EPS(원)	18,162	3,003	2,513	3,872	4,424
YoY(%)	흑전	-83.5	-16.3	54.1	14.2
PER(배)	0.0	0.0	25.2	15.5	13.5
PCR(배)	0.0	0.0	20.7	13.6	12.0
PBR(배)	0.0	0.0	10.4	6.0	4.2
EV/EBITDA(배)	0.0	0.0	23.4	13.6	11.0
ROE(%)	36.7	86.4	52.1	48.3	36.4

시프트업 (462870) : 또 한번의 이익 점프 기대

- 안정적인 라이브서비스를 기반으로 25년 니케 글로벌(중국 외) 매출은 1,528억원(YoY -1.6%) 기록 전망. 여기에 니케(중국)은 684억원, 스텔라블레이드(Steam) 매출 720억원이 더해지며 매출은 3,121억원(YoY +44.8%) 전망. 2Q25 출시 예상되는 니케(중국)은 검열 및 VPN 우려가 있지만 니케의 검증된 글로벌 IP 파워와 텐센트의 퍼블리싱 경험(기존 글로벌 지역도 텐센트가 퍼블리싱 진행) 고려시 성공 가능성이 높다고 판단.
- 스텔라 블레이드는 PS5 출시 이후에도 지속적인 업데이트 및 DLC 출시(4Q25 누적 판매량 151만 장 추정)를 통해 잠재적 팬층을 확대해왔으며, 이를 바탕으로 Steam 출시(2Q25 예상)시에는 PS5보다 더 큰 매출 성과를 기록할 것으로 전망.
- 비용 면에서는 'Project Witches' 등 개발을 위한 헤드카운트 증가와 인센티브 지급을 가정한 인건비 증가(+21.7%)보다 매출 증가가 빠르게 이루어지며 OPM은 YoY +4.7%p 증가 전망.

시프트업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	374	652	580	549	385	1,041	850	845	1,686	2,155	3,121
yoy	-16.8%	65.4%	50.9%	19.9%	3.1%	59.7%	46.5%	53.9%	158.1%	27.8%	44.8%
니케(중국 외)	365	385	342	462	330	352	382	464	1,635	1,554	1,528
니케(중국)	-	-	-	-	-	160	276	248	-	-	684
스텔라블레이드(Playstation)	-	259	226	78	46	39	33	33	-	562	150
스텔라블레이드(PC)	-	-	-	-	-	480	150	90	-	-	720
기타	9	9	12	9	9	10	10	10	51	39	39
영업비용	114	201	224	136	143	229	148	314	575	676	833
인건비	91	171	191	102	111	186	107	272	467	555	675
변동비	7	9	8	9	6	16	13	13	48	33	48
고정비	16	21	25	25	26	27	28	29	61	88	110
영업이익	259	451	356	413	242	813	702	531	1,111	1,479	2,288
OPM	69.4%	69.2%	61.3%	75.2%	62.9%	78.0%	82.6%	62.9%	65.9%	68.6%	73.3%
당기순이익	247	404	235	391	235	679	559	493	1,067	1,276	1,966
NPM	66.1%	61.9%	40.5%	71.2%	61.1%	65.2%	65.7%	58.4%	63.3%	59.2%	63.0%

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	65	169	216	312	354
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	65	169	216	312	354
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	43	58	68	83	91
영업이익	22	111	148	229	263
영업이익률 (%)	34.0	65.9	68.6	73.3	74.3
EBITDA	23	114	149	229	263
EBITDA Margin (%)	35.8	67.4	69.0	73.4	74.3
영업외손익	-2	3	9	12	12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	5	5	5
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
기타	-2	2	5	8	8
법인세비용차감전순이익	20	114	157	240	275
법인세비용	0	8	29	44	50
계속사업순이익	20	107	128	197	225
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	107	128	197	225
당기순이익률 (%)	31.2	63.3	59.2	63.0	63.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	20	107	128	197	225
지배순이익률 (%)	31.2	63.3	59.2	63.0	63.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	20	107	128	197	225
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	20	107	128	197	225

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-22	100	111	162	209
당기순이익	20	107	128	197	225
비현금항목의 가감	3	14	29	42	46
감가상각비	1	2	1	0	0
외환손익	1	1	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1	11	31	45	49
자산부채의 증감	-46	-10	-18	-36	-17
기타현금흐름	0	-10	-27	-41	-45
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	113	163	210
기초 현금	0	0	116	229	391
기말 현금	6	104	229	391	601
NOPLAT	22	104	121	187	215
FCF	-23	96	103	152	199

재무상태표

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	70	177	306	503	727
현금및현금성자산	12	116	229	391	601
매출채권 및 기타채권	52	60	77	111	126
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	332	528	753
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	309	505	730
자본금	1	10	10	10	10
자본잉여금	72	96	96	96	96
이익잉여금	-7	71	199	395	620
기타자본변동	0	4	4	4	4
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	66	181	309	505	730
총차입금	0	10	10	10	10

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,162	3,003	2,513	3,872	4,424
PER	0.0	0.0	25.2	15.5	13.5
BPS	40,713	3,568	6,079	9,952	14,376
PBR	0.0	0.0	10.4	6.0	4.2
EBITDAPS	14,474	2,272	2,930	4,513	5,184
EV/EBITDA	0.0	0.0	23.4	13.6	11.0
SPS	1,939	4,746	4,244	6,147	6,974
PSR	0.0	0.0	14.9	9.7	8.6
CFPS	-14,136	1,911	2,032	2,984	3,915
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	280.3	158.1	27.8	44.8	13.5
영업이익 증가율	흑전	400.7	33.2	54.7	15.0
순이익 증가율	흑전	423.2	19.6	54.1	14.2
수익성					
ROIC	89.5	205.1	197.0	217.3	194.7
ROA	33.6	76.8	47.7	45.7	35.1
ROE	36.7	86.4	52.1	48.3	36.4
안정성					
부채비율	12.6	12.6	7.4	4.5	3.1
순차입금비율	0.0	4.8	3.0	1.9	1.3
이자보상배율	0.0	126.6	168.7	261.0	300.0