시프트업 (462870)

이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

지금 가격에서는 해볼만

1Q25 Review

매출액 431억원 YoY +15%, 영업이익 255억원 YoY -2% 예상. 시장 컨센 하회 전망 글로벌 '니케'는 이벤트 및 콜라보 있었으나, 2분기 대규모 업데이트 직전 사용자 ARPU 감소로 YoY -11%, 325억원 예상. '스텔라블레이드'는 꾸준한(분기 8만장) 패키지 판매로 전체 실적 성장 견인. 일회성 인건비(상여금) 발생으로 영업이익률은 전분기 대비 12%pt 감소한 59% 예상

중국 니케가 잘되면 하반기 모멘텀 공백을 메꿀 수도

4월16일 현재 사전 예약자수 657만여명으로 텐센트가 서비스한 게임 중 가장 높은 숫자. 출시 직전(4월 말?) 대규모 마케팅 기대 (1) 서브컬쳐 장르의 경쟁 심화 (2) 이미 공개된 컨텐츠의 출시(미래시 문제) 등의 우려는 (1)' 서브컬쳐 경쟁이 가장 극심한 일본에서 가장 높은 흥행이 되었고, 현재에도 되고 있다는 점 (2)' 텐센트와의 협업을 통한 컨텐츠의 중국 현지화 작업으로 극복할 수 있을 것으로 기대. 참고로 동일 장르 게임 '원신'은 40개월간 중국에서만 매출액 15억 달러 기록

2025년 6월 콘솔 게임 '스텔라블레이드'의 스팀 출시는, 스팀 플랫폼을 통한 게임 사용자수가 3,367만명, 동시게임사용자 1,250만명으로 콘솔게임을 넘어선지 오래인데다가, '플스5'의 판매 부진('플스4' 대비 절반 수준)으로 PC를 통해 게임 하고자 하는 대기수요가 상당할 것으로 예상

따라서, 5월 중국 '니케', 6월 '스텔라블레이드'의 스팀 출시가 기대 이상의 흥행 시 하반기 신작 모멘텀 공백을 실적 모멘텀으로 대체될 수 있을 것으로 기대
당사 리서치팀은 중국 '니케'에 대한 2025년 평균 일매출 가정은 중국내 매출 순위 10~20위 권인 11.7억원, '스텔라블레이드' 스팀매출은 콘솔 초반 매출액과 동일하게 가정하였음

BUY (M)

목표주가	90,000원 (M)
직전 목표주가	90,000원
현재주가 (04/16)	49,250원
상승여력	83%

시가총액	28,804억원
총발행주식수	58,484,720주
60일 평균 거래대금	127억원
60일 평균 거래량	214,721주
52주 고/저	78,300원 / 43,350원
외인지분율	3.12%
배당수익률	0.00%
주요주주	김형태 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.4)	(18.3)	0.0
상대	(9.2)	(15.7)	0.0
절대 (달러환산)	(11.8)	(16.6)	0.0

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	431	15.2	-32.2	417	3.1
영업이익	255	-1.5	-44.7	258	-1.0
세전계속사업이익	268	-8.3	-62.0	315	-14.8
지배순이익	185	-25.0	-68.9	240	-22.9
영업이익률 (%)	59.3	-10.1 %pt	-13.4 %pt	61.8	-2.5 %pt
지배순이익률 (%)	43.0	-23.1 %pt	-50.8 %pt	57.5	-14.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,686	2,241	3,152	2,897
영업이익	1,111	1,527	2,325	1,935
지배순이익	1,067	1,480	2,004	1,655
PER	-	22.4	14.4	17.4
PBR	-	4.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	-	18.7	8.8	9.5
ROE	86.4	31.3	23.2	15.8

자료: 유안타증권

시프트업 실적 추정 (단위: 억원)

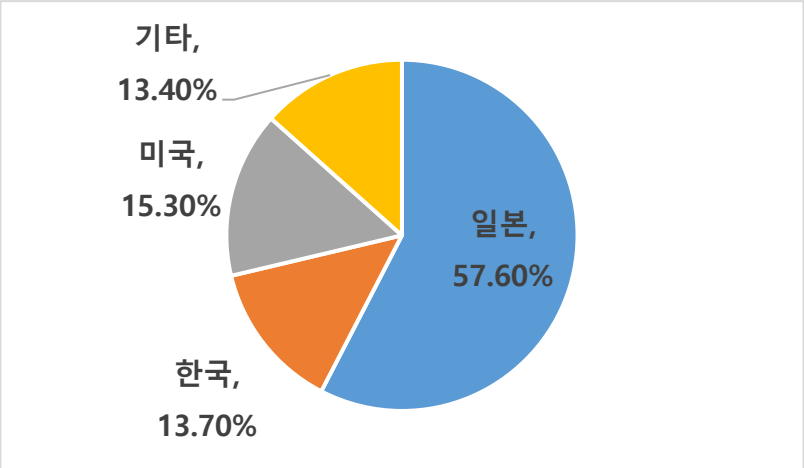
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	374	652	580	593	431	917	914	890	1,686	2,199	3,152	2,897
YoY	-17%	65%	51%	29%	15%	41%	58%	50%	155%	30%	43%	-8%
승리의 여신 : 니케	365	385	342	439	325	571	614	684	1,648	1,531	2,195	2,104
글로벌	365	385	342	439	325	421	344	459	1,648	1,531	1,550	1,395
중국						150	270	225			645	710
스텔라블레이드		259	226	143	93	333	286	191		628	903	723
콘솔매출		259	226	143	93	75	60	48		721	275	157
PC 매출						259	226	143			628	565
기타	9	9	12	10	12	13	14	15	38	40	54	70
비용총계	114	202	224	172	175	247	186	219	575	713	826	961
인건비	91	172	191	98	134	190	125	155	486	552	604	698
변동비	7	9	8	44	9	21	20	17	89	68	67	76
고정비	16	21	25	30	32	35	41	47		93	155	187
영업이익	259	450	356	421	255	670	728	671	1,111	1,486	2,325	1,935
OPM	69.4%	69.0%	61.3%	71.0%	59.3%	73.1%	79.7%	75.4%	65.9%	67.6%	73.8%	66.8%
YoY					-2%	49%	105%	60%	138%	3%	9%	-9%

자료: 유안타증권 리서치센터

중국 니케 사전예약자수

자료: nikke.qq.com

니케 지역별 매출 비중 (구글플레이&앱스토어 , 2022 년 11 월~2024 년 1 월)



자료: 센서타워, 언론보도 재인용

국내외 게임사 벨류에이션 비교

	P/E		P/B		ROE	
기업명	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
TENCENT	16.0	14.4	3.4	2.9	20.4	19.4
NETEASE	13.5	12.4	2.9	2.6	22.0	21.1
ELECTRONIC ARTS	22.2	19.3	5.0	4.9	19.3	20.2
NEXON	18.6	16.4	1.6	1.5	8.9	9.6
KONAMI	32.1	27.9	5.2	4.6	17.5	17.5
CAPCOM	33.1	29.0	7.1	6.1	23.0	23.1
NCSOFT	16.9	12.2	0.9	0.8	5.5	7.1
NETMARBLE	25.3	19.0	0.7	0.6	2.9	3.9
KAKAO GAMES	93.2	24.2	0.8	0.8	1.4	3.6
PEARL ABYSS	19.7	19.8	2.3	2.1	12.7	11.5
COM2US	11.5	9.7	0.5	0.4	3.6	4.6
SHIFT UP	14.2	16.5	4.3	3.5	29.6	19.4
KRAFTON	15.8	14.7	2.3	2.0	15.3	14.4
평균	25.6	18.1	2.8	2.5	14.0	13.5

자료: 유안타증권 리서치센터

시프트업 (462870) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,686**	**2,241**	**3,152**	**2,897**	**3,427**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,686	2,241	3,152	2,897	3,427
판관비	575	714	826	961	1,117
영업이익	**1,111**	**1,527**	**2,325**	**1,935**	**2,310**
EBITDA	1,137	1,572	2,406	2,034	2,419
영업외손익	33	261	244	272	301
외환관련손익	15	97	0	0	0
이자손익	3	74	149	184	223
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	14	90	94	88	78
법인세비용차감전순손익	1,143	1,788	2,569	2,207	2,611
법인세비용	77	308	565	552	653
계속사업순손익	1,067	1,480	2,004	1,655	1,958
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,067	1,480	2,004	1,655	1,958
지배지분순이익	**1,067**	**1,480**	**2,004**	**1,655**	**1,958**
포괄순이익	1,066	1,480	2,004	1,655	1,958
지배지분포괄이익	1,066	1,480	2,004	1,655	1,958

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**1,004**	**1,141**	**1,567**	**1,769**	**1,724**
당기순이익	1,067	1,480	2,004	1,655	1,958
감가상각비	22	34	60	71	76
외환손익	13	-57	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-103	-444	-471	61	-298
기타현금흐름	7	128	-25	-18	-13
투자활동 현금흐름	**39**	**-3,683**	**-145**	**-133**	**-141**
투자자산	54	-3,616	-9	3	-5
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-27	-80	-80	-80
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-12	-41	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	**-5**	**4,269**	**-38**	**-53**	**-43**
단기차입금	28	1	12	-3	7
사채 및 장기차입금	99	-16	0	0	0
자본	333	4,333	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-464	-49	-49	-49	-49
연결범위변동 등 기타	-1	4	-457	68	22
현금의 증감	**1,037**	**1,731**	**927**	**1,652**	**1,562**
기초 현금	124	1,161	2,893	3,820	5,471
기말 현금	1,161	2,893	3,820	5,471	7,033
NOPLAT	**1,111**	**1,527**	**2,325**	**1,935**	**2,310**
FCF	**1,001**	**1,115**	**1,487**	**1,689**	**1,644**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,772**	**7,682**	**9,480**	**11,122**	**13,081**
현금및현금성자산	1,161	2,893	3,820	5,471	7,033
매출채권 및 기타채권	599	1,136	1,518	1,395	1,651
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	267	357	422	459	493
유형자산	9	27	47	56	60
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	18	159	168	166	171
자산총계	**2,039**	**8,038**	**9,903**	**11,581**	**13,575**
유동부채	112	286	136	162	191
매입채무 및 기타채무	48	60	96	125	148
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	117	108	119	116	122
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**229**	**394**	**255**	**278**	**313**
지배지분	1,811	7,644	9,648	11,303	13,261
자본금	99	117	117	117	117
자본잉여금	959	5,274	5,274	5,274	5,274
이익잉여금	711	2,191	4,195	5,850	7,808
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,811**	**7,644**	**9,648**	**11,303**	**13,261**
순차입금	**-1,043**	**-6,363**	**-7,739**	**-9,515**	**-11,195**
총차입금	126	112	123	120	127

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,003	2,733	3,428	2,830	3,348
BPS	3,568	13,104	16,496	19,327	22,675
EBITDAPS	2,272	2,886	4,115	3,478	4,136
SPS	3,369	4,114	5,391	4,953	5,860
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-**	**22.4**	**14.4**	**17.4**	**14.7**
PBR	**-**	**4.7**	**3.0**	**2.5**	**2.2**
EV/EBITDA	**-**	**18.7**	**8.8**	**9.5**	**7.3**
PSR	**-**	**14.9**	**9.1**	**9.9**	**8.4**

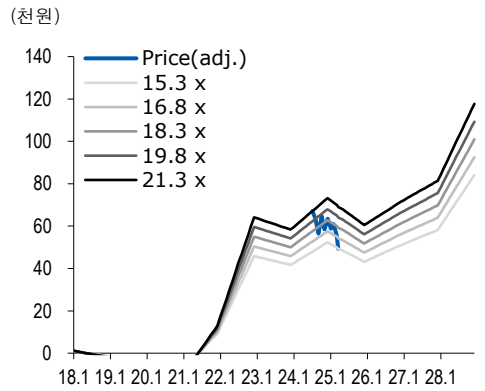
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**158.1**	**32.9**	**40.6**	**-8.1**	**18.3**
영업이익 증가율 (%)	**400.7**	**37.5**	**52.3**	**-16.8**	**19.4**
지배순이익 증가율 (%)	**423.2**	**38.7**	**35.4**	**-17.4**	**18.3**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**65.9**	**68.1**	**73.8**	**66.8**	**67.4**
지배순이익률 (%)	63.3	66.0	63.6	57.1	57.1
EBITDA 마진 (%)	67.4	70.1	76.3	70.2	70.6
ROIC	205.1	164.1	137.8	93.0	106.3
ROA	76.8	29.4	22.3	15.4	15.6
ROE	**86.4**	**31.3**	**23.2**	**15.8**	**15.9**
부채비율 (%)	12.6	5.2	2.6	2.5	2.4
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-83.2	-80.2	-84.2	-84.4
영업이익/금융비용 (배)	126.6	130.5	201.5	161.9	190.5

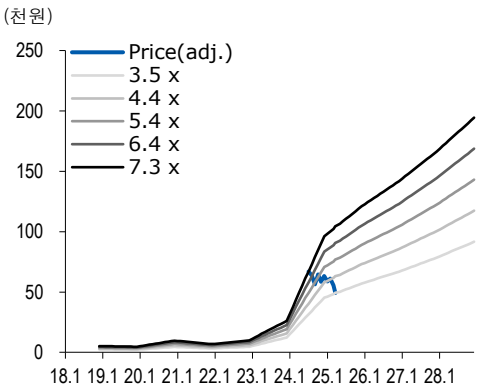
자료: 유안타증권

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

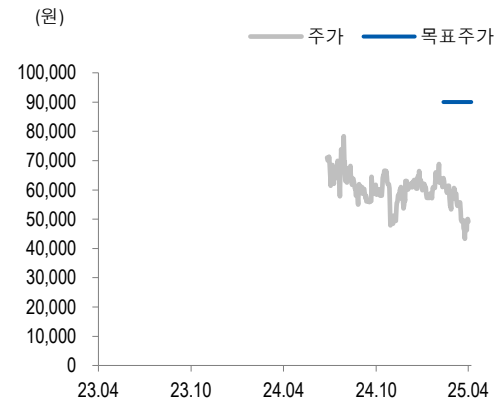
P/E band chart



P/B band chart



시프트업 (462870) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-17	BUY	90,000	1년		
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)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-16

※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.