

# 시프트업 (462870)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**80,000**

유지

현재주가

**69,600**

(24.08.14)

디지털콘텐츠업종

## 중국이라는 다음 속제..

- 2Q, 스텔라 블레이드 출시 흥행 성과 반영. YoY, QoQ 영업이익 모두 크게 개선
- 다만, 니케와 스텔라 블레이드 모두 기존 예상대비 빠른 매출 하향화 진행 중
- 니케 중국 모멘텀 발생 가능 전망. 현재 밸류 23x 감안 시 업사이드 제한적 판단

### 투자의견 매수, 목표주가 80,000원 유지

12MF EPS 2,987원에 Target PER 26.8배 적용. Target PER은 동사의 높은 hit ratio, 중국 판호 발급 모멘텀 등을 반영하여 글로벌 peer 대비 30% 할증 적용

TP 산출연도 2024년→12MF 변경과 동사 게임들의 최근 매출 하향 속도 반영하여 TP 산정에 반영하는 EPS를 기존 대비 3% 하향 조정. 다만, 중국 출시 모멘텀을 고려하여 글로벌 peer 밸류대비 할증률을 상향 조정하면서 TP 유지

### 2분기, 글로벌 IP(스텔라 블레이드) 추가 확보 성공

2Q24 매출 652억원(YoY 65%, QoQ 74%), 영업이익 451억원(YoY 49%, QoQ 74%) 기록. 4월에 출시한 신작 스텔라 블레이드의 흥행 성과가 반영되면서 매출, 이익 모두 큰 폭으로 성장

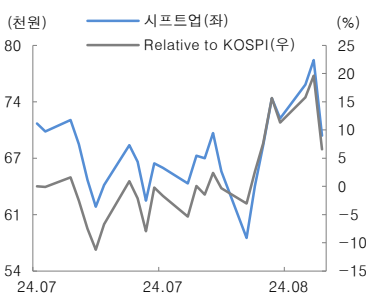
1) 승리의 여신: 니케는 1.5주년 업데이트에도 불구하고, 매출은 전분기대비 5%로 소폭 반등. 다만, 8/22 진행되는 에반게리온 콜라보 등과 같은 대형 IP 콜라보 및 2주년 업데이트로 상반기대비 하반기에 매출 반등 전망. 상반기, 하반기 일평균매출 각각 15억원, 17억원 추정. 2) 스텔라 블레이드(4/26)의 2개월차 판매량은 약 100만장 이상인 것으로 회사 발표. 다만, 그만큼의 매출이 2분기에 인식되지 않은 것은 출시 초기에 소니의 선리쿱 구간이 있었기 때문. 당사는 최근 판매량 하향 속도를 반영하여, 하반기 예상 판매량을 45만장으로 추정(vs. 기존 2024년 판매량 추정치 180만장). 인건비는 1분기대비 증가한 인력과 함께 기존 게임들의 대한 인센 약 80억원이 반영되어 QoQ 87% 증가한 171억원 기록. 동사는 완만한 속도로 2025년 말까지 인력을 현재대비 30% 증가(309명→약 420명)할 것으로 발표. 인건비는 증가세 지속 전망

### 승리의 여신: 니케 중국 출시 모멘텀 발생 가능하나 추가 업사이드는 제한적 판단

2025년 동사는 승리의 여신: 니케 중국 출시와 스텔라블레이드 PC 출시를 계획 중. 당사는 승리의 여신: 니케의 중국 출시를 2025년 1분기로 가정, 2025년 일평균 매출 6억원으로 추정. 중국 출시 전까지 판호 발급 모멘텀과 함께 출시 기대감이 주가에 반영될 수 있을 것으로 판단. 다만, 기존 게임들의 매출 하향 안정화와 인력 증가 속도 감안 시 현재 주가는 당사 추정치 기준 12MF PER 23.3배로 업사이드가 많이 높지 않은 상황. 중국 출시 이후 당사 추정치를 넘어서는 성과 가시화 시 추정치 상향 및 밸류에이션 매력도 증가 가능 판단

KOSPI	2644.5
시가총액	4,039십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	78,300원 / 57,800원
120일 평균거래대금	1,488억원
외국인지분율	1.24%
주요주주	김형태 외 8 인 42.88% ACEVILLE PTE. LTD. 35.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	0.0	0.0	0.0
상대수익률	7.3	0.0	0.0	0.0



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	66	169	215	261	270
영업이익	18	111	149	184	188
세전순이익	-3	114	158	193	196
총당기순이익	-7	107	135	165	168
자배분순이익	-7	107	135	165	168
EPS	-147	2,132	2,486	2,840	2,894
PER	NA	NA	28.0	24.5	24.1
BPS	704	3,618	5,849	8,307	11,231
PBR	NA	NA	11.9	8.4	6.2
ROE	-17.9	99.2	54.2	41.2	29.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

표 1. 시프트업 목표주가 산출\_PER Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	173.3	글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 대비 20% 할인 적용
Target PER(x)	26.8x	
목표 시총(십억원)	4,641.6	
주식 수(천주)	58,025.7	
적정 주가(원)	79,992	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>80,000</b>	<b>반올림 적용</b>
현재 주가(원)	67,000	
상승 여력	11.9%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 시프트업 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	37.4	65.2	56.7	55.5	52.6	104.5	52.0	51.9	168.6	214.7	260.9
YoY	-17%	65%	48%	21%	41%	60%	-8%	-6%	155%	27%	22%
QoQ	-18%	74%	-13%	-2%	-5%	99%	-50%	0%			
게임 매출액	36.5	64.3	55.8	54.6	51.7	103.6	51.1	51.0	163.5	211.2	257.4
승리의여신: 니케	36.5	38.5	36.9	46.2	49.9	47.9	44.2	48.8	163.5	158.1	190.9
모바일	28.9	30.3	29.1	36.4	42.8	40.4	37.1	40.8	141.4	124.6	161.1
- 글로벌	28.9	30.3	29.1	36.4	26.3	28.0	26.3	29.7	141.4	124.6	110.3
- 중국					16.5	12.4	10.9	11.1			50.9
PC	7.6	8.2	7.8	9.8	7.1	7.5	7.1	8.0			29.7
스텔라 블레이드		25.9	18.9	8.4	1.8	55.7	6.9	2.3		53.2	66.6
- 콘솔		25.9	18.9	8.4	1.8	0.7				53.2	2.5
- PC						55.0	6.9	2.3			64.1
기타	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	5.1	3.5	3.5
영업비용	11.4	20.1	15.0	19.5	14.2	26.4	15.8	20.6	57.5	66.0	77.0
인건비	9.1	17.1	11.4	16.0	10.9	21.8	12.6	17.3	46.7	53.6	62.6
고정비	1.6	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0	6.5	8.0	7.7
변동비	0.7	0.9	1.5	1.4	1.4	2.7	1.4	1.3	4.4	4.5	6.8
영업이익	25.9	45.1	41.7	36.0	38.4	78.1	36.1	31.3	111.1	148.7	183.9
영업이익률	69.4%	69.2%	73.5%	64.8%	73.0%	74.7%	69.5%	60.3%	65.9%	69.2%	70.5%
지배주주 순이익	24.7	40.4	37.5	32.6	34.7	68.6	32.8	28.7	106.7	135.1	164.7
순이익률	66.1%	61.9%	66.1%	58.7%	65.9%	65.7%	63.1%	55.3%	63.3%	62.9%	63.1%

자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

## 기업 개요

### 기업 및 경영진 현황

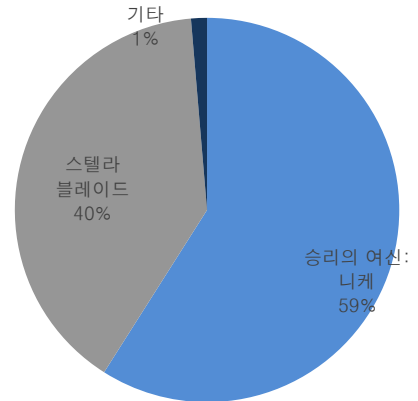
- 시프트업 대표이사는 김형태
- 2Q24 말 기준 주식 소유 현황은 김형태 외 8인 43%, ACEVILLE PTD, LTD 35% 등으로 구성
- 동사의 주된 사업은 모바일, 콘솔 게임 개발 및 서비스 사업 영위
- 주요 게임: 승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드

### 주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비 등 비용 집행 규모

자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

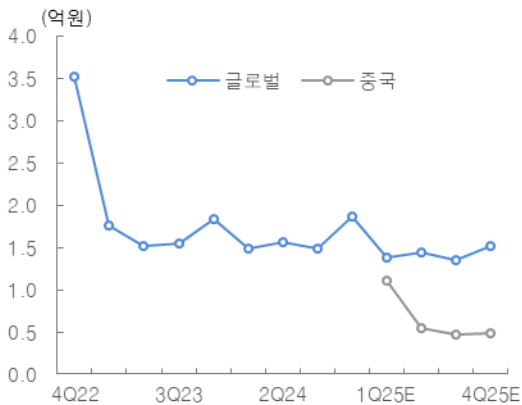
### 게임별 매출 비중(2Q24 기준)



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

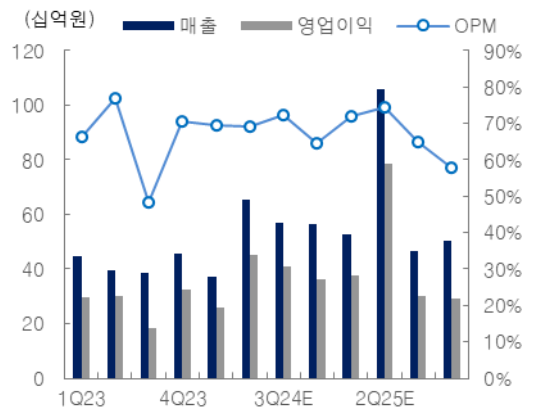
## 1. Earnings Driver

### 승리의 여신: 니케 일 평균 매출 추이 및 전망



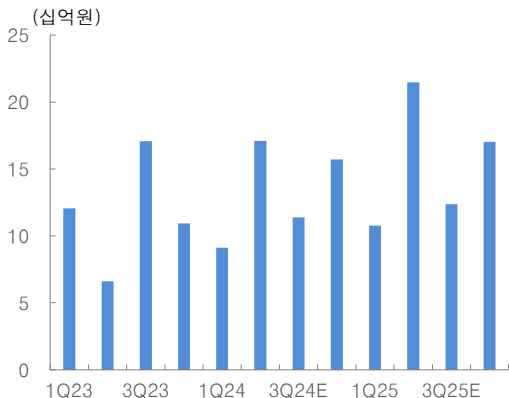
자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

### 매출, 영업이익의 추이 및 전망



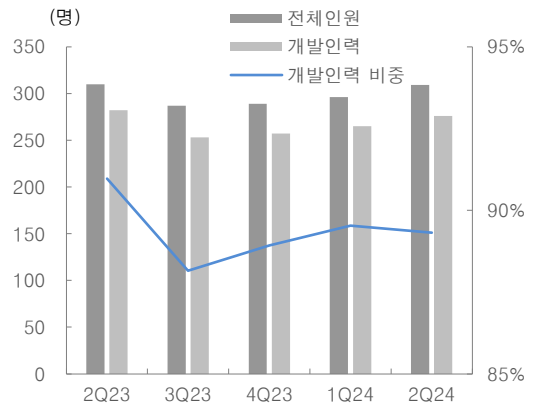
자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

### 인건비 추이 및 전망



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

### 개발 인력 비율



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	66	169	215	261	270
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	66	169	215	261	270
판매비와관리비	48	58	66	77	82
영업이익	18	111	149	184	188
영업외수익	27.6	65.9	69.2	70.5	69.5
EBITDA	21	114	150	184	188
영업외손익	-22	3	10	9	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	4	4	4
외환평가이익	0	5	5	5	5
금융비용	-20	-1	-1	-1	-1
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-2	2	7	6	6
법인세비용차감전순이익	-3	114	158	193	196
법인세비용	-4	-8	-23	-28	-28
계속사업순이익	-7	107	135	165	168
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	107	135	165	168
당기순이익	-108	63.3	62.9	63.1	62.2
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	-7	107	135	165	168
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-7	107	135	164	171
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-7	107	0	0	0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-147	2,132	2,486	2,840	2,894
PER	NA	NA	28.0	24.5	24.1
BPS	704	3,618	5,849	8,307	11,231
PBR	NA	NA	11.9	8.4	6.2
EBITDAPS	429	2,272	2,752	3,179	3,240
EV/EBITDA	1.4	NA	25.4	19.7	18.5
SPS	1,363	3,369	3,952	4,497	4,652
PSR	0.0	0.0	17.6	15.5	15.0
CFPS	531	2,416	2,949	3,349	3,410
DPS	0	0	0	0	0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	2846	155.2	27.4	21.5	3.4
영업이익 증/감률	흑전	508.1	33.9	23.7	2.0
순이익 증/감률	적전	흑전	26.6	22.0	1.9
수익성					
ROIC	145.4	191.3	219.9	276.0	284.3
ROA	26.3	75.1	54.9	43.8	32.0
ROE	-17.9	99.2	54.2	41.2	29.6
안정성					
부채비율	169.4	12.6	6.4	4.1	3.1
순차입금비율	84.9	-57.6	-75.1	-82.7	-86.4
이자보상비율	20.2	126.6	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	69	177	309	469	633
현금및현금성자산	12	116	248	408	572
매출채권 및 기타채권	52	60	60	60	60
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	5	1	1	1	1
비유동자산	23	27	29	33	39
유형자산	1	1	1	0	0
관계기업투자지분	0	0	0	0	0
기타비유동자산	21	26	29	33	38
자산총계	92	204	338	502	672
유동부채	40	11	9	9	9
매입채무 및 기타채무	6	5	5	5	5
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	35	6	4	4	5
비유동부채	18	12	11	11	11
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	18	12	11	11	11
부채총계	58	23	20	20	20
자본부분	34	181	318	482	652
자본금	1	10	11	11	11
자본잉여금	61	96	96	96	96
이익잉여금	-36	71	206	371	539
기타자본변동	8	4	4	4	6
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	34	181	318	482	652
순차입금	29	-104	-239	-399	-563

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-21	100	135	165	168
당기순이익	-7	107	135	165	168
비현금성항목의기감	33	14	25	30	30
감가상각비	3	3	1	1	0
외환손익	2	1	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	10	27	32	32
자산부채의증감	-46	-10	-2	-2	-2
기타현금흐름	-1	-10	-23	-28	-28
투자활동 현금흐름	28	4	1	1	0
투자자산	29	5	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	-1	1	1	1
재무활동 현금흐름	-1	0	-43	-45	-45
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-11	44	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	10	-45	-45	-45	-45
현금의증감	6	104	132	160	164
기초 현금	0	0	116	248	408
기말 현금	6	104	248	408	572
NOPLAT	39	104	127	157	160
FCF	41	105	127	158	161

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 시프트업(462870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.08.16	24.06.14
투자의견	Buy	BUY
목표주가	80,000	80,000
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

---

제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

---

제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

---

제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240812)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상