

시프트업 (462870)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

73,000

하향

현재주가

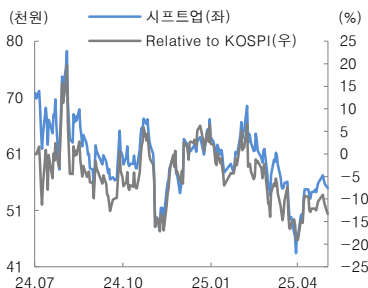
54,600

(25.05.12)

다지털컨텐츠업종

KOSPI	2607.33
시가총액	3,193십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	78,300원 / 43,350원
120일 평균거래대금	113억원
외국인지분율	37.76%
주요주주	김형태 외 7 인 42.82% ACEVILLE PTE. LTD. 34.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.2	-13.6	-4.0	0.0
상대수익률	10.3	-15.6	-8.6	0.0



니케 중국 기대감 선반영, 신작 흥행 확인 필요

- 1Q 실적 컨센스 부합. 니케의 비수기 영향과 스텔라블레이드의 출시 효과 소멸
- TP 하향. 중국 신작의 반영 일수 조정 및 스텔라블레이드의 스팀 판매량 하향 조정
- 니케 중국 출시 D-10. 기대감 높은 만큼 기대치 미충족 시 밸류 부담 부각 가능

투자의견 매수, 목표주가 73,000원으로 기존 대비 8.8% 하향 조정

12MF EPS 2,823원에 Target PER 26배 적용. Target PER은 당사의 높은 hit ratio, 중국 신작 출시 모멘텀 등을 반영하여 peer 대비 30% 할증. TP 하향은 2025년 중국 신작의 반영 일수 일부 조정 및 '스텔라블레이드'의 스팀 판매량 하향 조정 영향

무난한 1분기 실적, 니케의 비수기 영향과 스텔라블레이드의 출시 효과 소멸

1Q25 매출 422억원(YoY 13%, QoQ -34%), 영업이익 263억원(YoY 1%, QoQ -43%) 기록. 컨센스 대비 매출, 영업이익 모두 부합하는 실적 기록

1) '승리의 여신: 니케' 매출 323억원(YoY -11%, QoQ -24%) 기록. 2월 에반게리온 콜라보 업데이트에도 불구하고, 비수기 영향으로 2주년 업데이트가 있었던 전분기대비 매출 감소. 2) '스텔라 블레이드' 매출 70억원(QoQ -64%) 기록. 출시 효과 소멸 및 스팀 버전 공개를 앞두고 판매량은 감소세 지속 중인 것으로 판단. 영업비용은 특이사항 없으며, 인건비는 전분기와 유사한 98억원 기록

니케 중국 흥행 성과, 시장 기대치 미충족 시, 신작 공백 + 밸류 부담 부각

중국에서 '승리의 여신: 니케' 사전 예약이 시작된 지 약 4개월 차, 출시 열흘을 앞두고 사전 예약자수는 회사의 목표치인 800만명 이상 달성. 3월 말 본격적인 마케팅 이후 예약자 수는 꾸준히 증가. 당사는 2025년 일평균 매출 약 8억원으로 추정. 6월 스팀 출시 예정인 '스텔라블레이드'는, PS5에서의 판매량 및 스팀 사전 지표 등을 고려하여, 2025년 예상 판매량을 240만장→150만장으로 조정. 그동안 PS5 독점작들이 스팀 출시 이후, PS5 판매량을 넘어서지 못했던 점을 감안하면, 신작 기대감이 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단

동사의 2025년 매출 시장 기대치는 약 2,900억원(YoY +29%, + 약 700억원) 수준. '승리의 여신: 니케'의 글로벌 버전과 '스텔라블레이드'의 스팀 성과가 2024년과 유사한 수준으로 유지된다고 가정할 경우, '승리의 여신: 니케'의 중국 성과에 대한 시장 기대치는 매출 약 700억원 수준. 이는 총매출로 약 2,300~2,800억원(RS 25~30% 가정)수준이며, 일매출 약 10~13억원 수준. 출시 직후 긍정적인 매출 순위가 확인되더라도 시장 기대치를 초과하는 흥행 성과가 유지되지 못할 경우, 이후 신작 공백기, 경쟁사 대비 부담스러운 밸류에이션 부각될 것으로 예상. 트레이딩 전략으로 접근할 것을 추천

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	37	63	36	42	13.0	-33.5	41	91	0.0	114.7
영업이익	26	46	22	26	1.2	-43.1	26	65	0.0	148.5
순이익	25	60	24	50	100.7	-16.7	24	81	0.0	64.1

자료: 시프트업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	169	224	253	201	219
영업이익	111	153	177	124	149
세전순이익	114	179	199	148	172
총당기순이익	107	148	163	120	140
지배지분순이익	107	148	163	120	140
EPS	2,132	2,717	2,785	2,046	2,389
PER	0.0	23.3	19.6	26.7	22.9
BPS	3,618	14,034	15,861	17,900	20,288
PBR	0.0	4.5	3.4	3.1	2.7
ROE	99.2	31.3	19.2	12.1	12.5

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	272	203	253	201	-7.0	-1.2
판매비와 관리비	75	75	76	76	1.4	1.8
영업이익	197	128	177	124	-10.1	-3.0
영업이익률	72.6	63.1	70.1	61.9	-2.5	-1.1
영업외손익	13	15	22	23	66.8	59.4
세전순이익	211	143	199	148	-5.2	3.4
지배지분순이익	173	117	163	120	-5.7	2.1
순이익률	63.5	57.6	64.4	59.6	0.9	1.9
EPS(지배지분순이익)	2,975	2,019	2,785	2,046	-6.4	1.3

자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

표 1. 시프트업 목표주가 산출_PER Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	165.1	글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 대비 30% 할인 적용
Target PER(x)	26.0x	
목표 시총(십억원)	4,292.9	
주식 수(천주)	58,484.0	
적정 주기(원)	73,404	
목표 주기(원)	73,000	반올림 적용
현재 주기(원)	54,600	
상승 여력	33.7%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 시프트업 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	90.7	60.8	59.0	224.1	252.8	200.9
YoY	-17%	65%	51%	39%	13%	39%	5%	-7%	33%	13%	-21%
QoQ	-18%	74%	-11%	9%	-33%	115%	-33%	-3%			
게임 매출액	36.5	64.3	56.8	62.0	39.3	87.8	57.9	56.1	219.6	241.1	189.2
승리의여신: 니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	47.6	47.9	52.1	151.5	179.9	181.8
모바일	28.9	30.4	27.4	35.0	26.7	41.7	42.4	45.5	121.7	156.3	160.5
- 글로벌	28.9	30.4	27.4	35.0	26.7	28.4	26.4	31.7	121.7	113.2	102.3
- 중국	-	-	-	-	-	13.3	16.0	13.8	-	43.1	58.1
PC	7.6	8.1	6.9	7.3	5.6	5.9	5.5	6.6	29.9	23.6	21.4
스텔라 블레이드	-	25.9	22.6	19.6	7.0	40.2	10.0	4.0	68.0	61.2	7.4
- 콘솔	-	25.9	22.6	19.6	7.0	0.2	-	-	68.0	7.2	-
- PC	-	-	-	-	-	40.0	10.0	4.0	-	54.0	7.4
기타	0.9	0.9	1.2	1.5	2.9	2.9	2.9	2.9	4.5	11.6	11.6
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	16.0	25.5	16.6	17.5	71.4	75.5	76.5
인건비	9.1	17.1	19.1	9.8	9.8	17.1	9.8	10.8	55.1	47.6	52.1
고정비	1.6	2.2	2.5	2.5	3.8	3.8	3.8	3.7	8.9	15.1	14.5
변동비	0.7	0.9	0.8	5.0	2.3	4.5	3.0	3.0	7.4	12.8	9.8
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	26.3	65.2	44.2	41.5	152.7	177.2	124.4
영업이익률	69.4%	69.0%	61.3%	72.7%	62.2%	71.9%	72.7%	70.4%	68.1%	70.1%	61.9%
지배주주 순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	57.3	40.4	38.2	148.0	162.8	119.6
순이익률	66.1%	61.7%	40.5%	93.8%	63.6%	63.2%	66.4%	64.8%	66.0%	64.4%	59.6%

자료: 시프트업, 대산증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

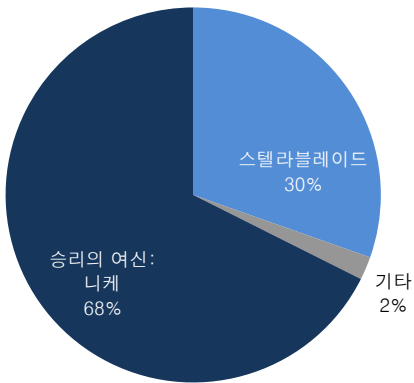
- 시프트업 대표이사는 김형태
- 2024 말 기준 주식 소유 현황은 김형태 외 10인 43%, ACEVILLE PTD, LTD 35% 등으로 구성
- 동사의 주된 사업은 모바일, 콘솔 게임 개발 및 서비스 사업 영위
- 주요 게임: 승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드

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

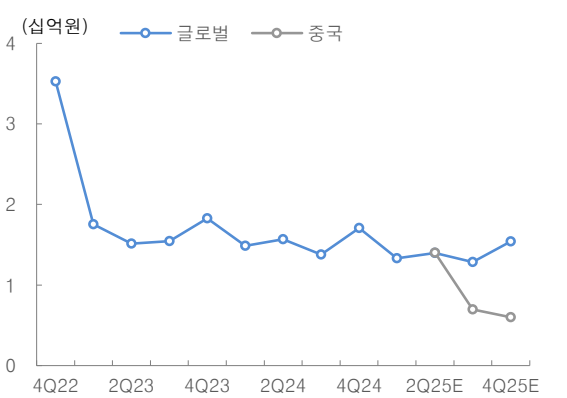
게임별 매출 비중(2024 기준)



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

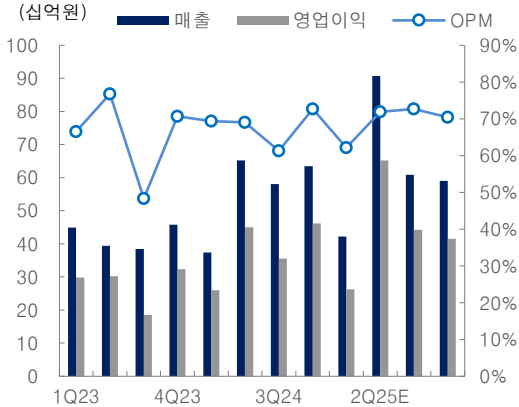
1. Earnings Driver

승리의 여신: 니케 일 평균 매출 추이 및 전망



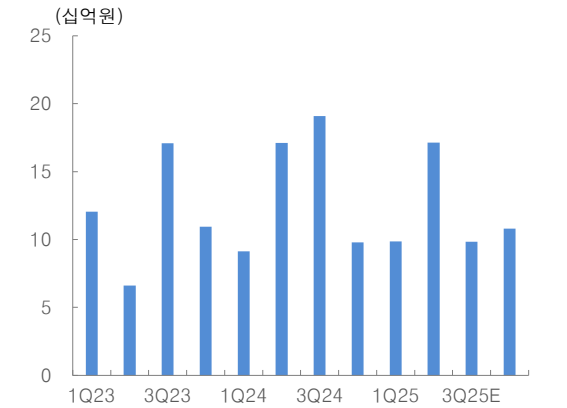
자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

매출, 영업이익 추이 및 전망



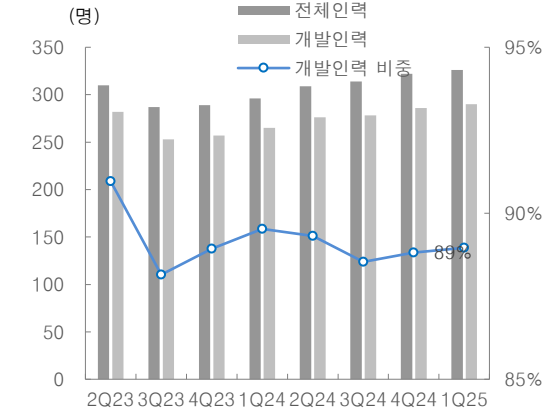
자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

개발 인력 비율



자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	169	224	253	201	219
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	169	224	253	201	219
판매비와관리비	58	71	76	76	70
영업이익	111	153	177	124	149
영업외수익	65.9	68.1	70.1	61.9	68.2
EBITDA	114	157	181	128	152
영업외손익	3	26	22	23	23
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	21	33	34	34
외환보편이익	5	13	7	7	7
금융비용	-1	-2	-9	-9	-9
외환보편손실	0	0	0	0	0
기타	2	7	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	114	179	199	148	172
법인세비용	-8	-31	-37	-28	-33
계속사업순이익	107	148	163	120	140
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	107	148	163	120	140
당기순이익률	63.3	66.0	64.4	59.6	63.8
비자비분순이익	0	0	0	0	0
자비분순이익	107	148	163	120	140
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	107	148	163	120	140
비자비분포괄이익	0	0	0	0	0
자비분포괄이익	107	148	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,132	2,717	2,785	2,046	2,389
PER	0.0	23.3	17.8	24.2	20.8
BPS	3,618	14,034	15,861	17,900	20,288
PBR	0.0	4.5	3.4	3.1	2.7
EBITDAPS	2,272	2,886	3,090	2,182	2,603
EV/EBITDA	NA	19.5	13.3	17.8	14.0
SPS	3,369	4,114	4,324	3,435	3,741
PSR	0.0	15.4	12.6	15.9	14.6
CFPS	2,416	3,014	3,303	2,413	2,834
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	155.2	32.9	12.8	-20.5	8.9
영업이익 증/감	508.1	37.5	16.1	-29.8	19.9
순이익 증/감	흑전	38.7	10.0	-26.5	16.8
수익성					
ROIC	191.3	164.7	152.7	107.8	130.9
ROA	75.1	30.3	20.0	12.1	12.8
ROE	99.2	31.3	19.2	12.1	12.5
안정성					
부채비율	126	5.2	4.4	4.1	3.9
순차입금비율	-57.6	-83.2	-86.2	-87.7	-89.0
이자보상비율	126.6	130.5	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	177	768	931	1,050	1,188
현금및현금성자산	116	289	452	571	709
매출채권 및 기타채권	60	114	114	114	114
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	365	365	365	365
비유동자산	27	36	38	40	45
유형자산	1	3	3	3	3
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	26	33	35	38	42
자산총계	204	804	968	1,090	1,233
유동부채	11	29	29	30	31
매입채무 및 기타채무	5	6	6	6	6
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	23	23	24	25
비유동부채	12	11	12	13	15
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	12	13	15
부채총계	23	39	41	43	46
자본부분	181	764	927	1,047	1,187
자본금	10	12	12	12	12
자본잉여금	96	527	527	527	527
이익잉여금	71	219	382	501	641
기타자본변동	4	6	6	6	6
비자비분	0	0	0	0	0
자본총계	181	764	927	1,047	1,187
순차입금	-104	-636	-799	-918	-1,056

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	100	114	152	109	129
당기순이익	107	148	163	120	140
비현금항목의 가감	14	16	30	21	26
감가상각비	3	4	3	3	3
외환손익	1	-6	-4	-4	-4
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	17	31	22	27
자산부채의 증감	-10	-44	-6	-6	-6
기타현금흐름	-10	-6	-35	-27	-31
투자활동 현금흐름	4	-368	-4	-5	-6
투자자산	5	-362	-1	-2	-2
유형자산	0	-3	-3	-3	-3
기타	-1	-4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	0	427	-6	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	44	433	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-45	-6	-6	-6	-6
현금의 증감	104	173	163	119	138
기초 현금	12	116	289	452	571
기말 현금	116	289	452	571	709
NOPLAT	104	126	145	101	121
FCF	105	125	145	101	121

[Compliance Notice]

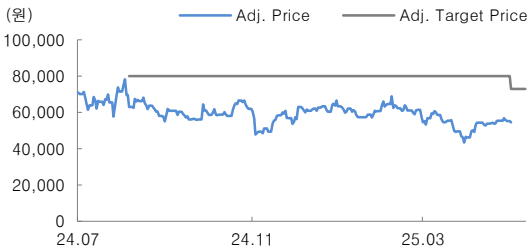
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.02.16	25.02.10	25.01.10	24.12.02	24.11.12	24.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	73,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
과다율(평균%)		(24.94)	(25.18)	(25.28)	(25.71)	(23.53)
과다율(최대/최소%)		(14.75)	(14.75)	(14.75)	(14.75)	(14.75)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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