

시프트업 (462870)

니케는 기대치 미달, 스텔라블레이드는 기대치 상회

- 2Q, 신작의 일부 매출이 총매출로 인식되며 매출은 당사 추정치 상회, 이익은 부합
- TP 하향. 2분기 2종의 신작 출시 이후 12MF EPS 하향 조정할 영향
- 3분기 실적의 여전히 높은 시장 기대치와 신작 공백기 시작, 보수적 접근 추천

투자 의견 매수, 목표주가 55,000원으로 기존 대비 24.7% 하향 조정

12MF EPS 2,273원에 Target PER 24배 적용. Target PER은 당사의 높은 hit ratio, 글로벌 IP 다수 보유한 점 등을 반영하여 peer 대비 20% 할증. TP 하향은 2분기 2종의 신작 출시 이후 12MF EPS를 하향 조정할 영향

니케 차이나는 시장 기대치 미달, 스텔라블레이드 스템은 시장 기대치 상회

2Q25 매출 1,124억원(YoY 72%, QoQ 166%), 영업이익 682억원(YoY 52%, QoQ 160%) 기록. 당사 추정치 대비 매출 상회, 이익은 부합. 매출은 스텔라블레이드의 판매량 중 일부를 총매출로 인식하게 되면서 예상대비 상회하는 실적 기록, 수수료가 반영된 이후의 이익은 당사 추정치 부합

1) '승리의 여신: 니케' 매출 451억원(YoY 17%, QoQ 40%) 기록. 글로벌 매출 약 330억원(YoY -14%, QoQ 2%), 중국 매출 약 120억원 추정. 2) '스텔라 블레이드' 매출 657억원(YoY 154%, QoQ 837%) 기록. 스템에 새롭게 출시된 '스텔라 블레이드'의 판매량은 약 130만장 추정. 일부 지역에서 총매출로 집계되면서, 지급 수수료가 254억원(YoY 2,758%, QoQ 1,001%) 역시 같이 증가. 인센티브의 경우 인센티브 발생으로 164억원(QoQ 67%) 기록. 3분기에도 인센티브 일부 발생 예상

3분기 실적 여전히 높은 눈높이와 시작된 신작 공백기

2분기 2종의 신작 출시가 마무리되면서, 3분기부터는 '승리의 여신: 니케'의 실적이 주가에 영향을 줄 것으로 판단. 3분기 '승리의 여신: 니케' 글로벌 버전의 여름 업데이트는 긍정적 반응을 얻고 있는 상황이나, 중국은 하향 안정화되고 있는 것으로 파악. 한편, 여전히 현재 동사의 3분기 영업이익에 대한 시장 기대치는 '승리의 여신: 니케' 중국의 성과를 반영하고 있어 부담스러운 수준으로 판단. 향후 신작들에 대한 개발 방향성 및 정보 관련하여 2025년 하반기부터 소통할 계획이긴 하나, 2027년 이후로 신작 출시가 예정되면서 장기간의 공백기 발생, 보수적인 투자 접근 필요하다고 판단

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25			3Q25				
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	65	42	91	112	72.4	166.1	84	71	22.2	-36.9
영업이익	45	26	65	68	51.6	159.9	59	50	39.3	-27.3
순이익	40	48	81	82	103.5	72.5	52	67	184.0	-18.7

자료: 시프트업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	169	224	286	208	229
영업이익	111	153	187	135	163
세전순이익	114	179	192	148	176
총당기순이익	107	148	158	121	144
자배분순이익	107	148	158	121	144
EPS	2,132	2,717	2,699	2,071	2,466
PER	0.0	23.3	20.4	26.6	22.3
BPS	3,618	14,034	15,775	17,840	20,306
PBR	0.0	4.5	2.8	2.4	2.1
ROE	99.2	31.3	18.7	12.3	12.9

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

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

하향

현재주가

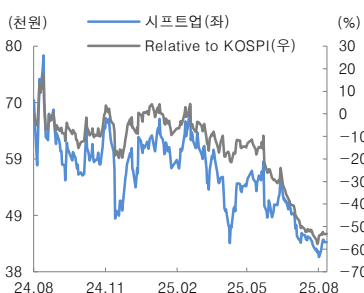
43,500

(25.08.11)

다지털컨텐츠업종

KOSPI	3206.77
시가총액	2,557십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	78,300원 / 40,750원
120일 평균거래대금	115억원
외국인지분율	37.46%
주요주주	김형태 외 7 인 42.60% ACEVILLE PTE. LTD. 34.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	-21.3	-34.1	-39.2
상대수익률	-3.9	-36.8	-47.8	-51.0



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	253	201	286	208	13.0	3.7
판매비와 관리비	76	76	99	74	31.1	-3.6
영업이익	177	124	187	135	5.3	8.3
영업이익률	70.1	61.9	65.3	64.6	-4.8	2.7
영업외손익	22	23	5	13	-75.5	-44.7
세전순이익	199	148	192	148	-3.7	-0.1
지배지분순이익	163	120	158	121	-3.1	1.3
순이익률	64.4	59.6	55.2	58.1	-9.2	-1.4
EPS(지배지분순이익)	2,785	2,046	2,699	2,071	-3.1	1.3

자료: 시프트업 대신증권 Research Center

표 1. 시프트업 목표주가 산출_PER Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	133.6	글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 대비 20% 할인 적용
Target PER(x)	24.0x	
목표 시총(십억원)	3,206.9	
주식 수(천주)	58,781.0	
적정 주가(원)	54,557	
목표 주가(원)	55,000	반올림 적용
현재 주가(원)	43,500	
상승 여력	26.4%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 시프트업 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	112.4	70.9	60.2	224.1	285.7	208.4
YoY	-17%	65%	51%	39%	13%	72%	22%	-5%	33%	28%	-27%
QoQ	-18%	74%	-11%	9%	-33%	166%	-37%	-15%			
게임 매출액	36.5	64.3	56.8	62.0	39.3	110.8	69.3	58.6	219.6	278.1	201.7
승리의여신: 니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	45.1	49.9	51.0	151.5	178.3	191.8
모바일	28.9	30.4	27.4	35.0	26.7	38.8	42.9	43.5	121.7	152.0	165.7
- 글로벌	28.9	30.4	27.4	35.0	26.7	26.8	29.8	32.1	121.7	115.4	111.3
- 중국						12.1	13.2	11.4		36.6	54.5
PC	7.6	8.1	6.9	7.3	5.6	6.3	7.0	7.5	29.9	26.4	26.1
스텔라 블레이드		25.9	22.6	19.6	7.0	65.7	19.4	7.6	68.0	99.8	9.9
- 콘솔		25.9	22.6	19.6	7.0	7.0	3.5	0.9	68.0	18.4	
- PC						58.7	15.9	6.7		81.4	9.9
기타	0.9	0.9	1.2	1.5	2.9	1.6	1.6	1.6	4.5	7.6	6.6
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	16.0	44.2	21.3	17.5	71.4	99.0	73.7
인건비	9.1	17.1	19.1	9.8	9.8	16.4	10.4	10.4	55.1	47.1	51.1
고정비	1.6	2.2	2.5	2.5	3.8	2.3	2.3	2.4	8.9	10.9	9.7
변동비	0.7	0.9	0.8	5.0	2.3	25.4	8.6	4.8	7.4	41.1	12.9
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	26.3	68.2	49.6	42.7	152.7	186.7	134.7
영업이익률	69.4%	69.0%	61.3%	72.7%	62.2%	60.7%	69.9%	70.9%	68.1%	65.3%	64.6%
지배주주 순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	51.3	42.5	37.0	148.0	157.7	121.1
순이익률	66.1%	61.7%	40.5%	93.8%	63.6%	45.7%	60.0%	61.5%	66.0%	55.2%	58.1%

자료: 시프트업, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

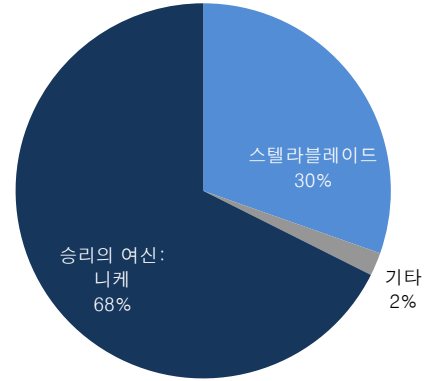
- 시프트업 대표이사는 김형태
- 2024 말 기준 주식 소유 현황은 김형태 외 10인 43%, ACEVILLE PTD, LTD 35% 등으로 구성
- 동사의 주된 사업은 모바일, 콘솔 게임 개발 및 서비스 사업 영위
- 주요 게임: 승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드

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

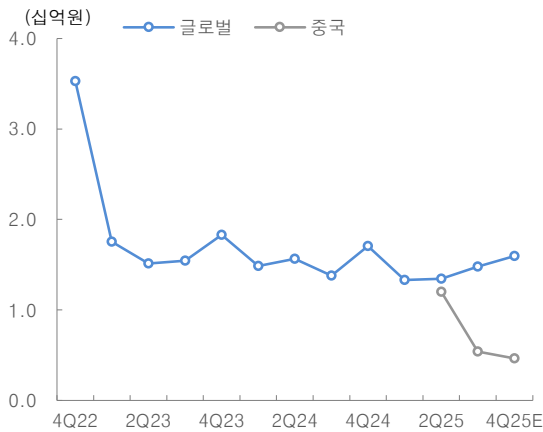
게임별 매출 비중(2024 기준)



자료: 시프트업 대신증권 Research Center

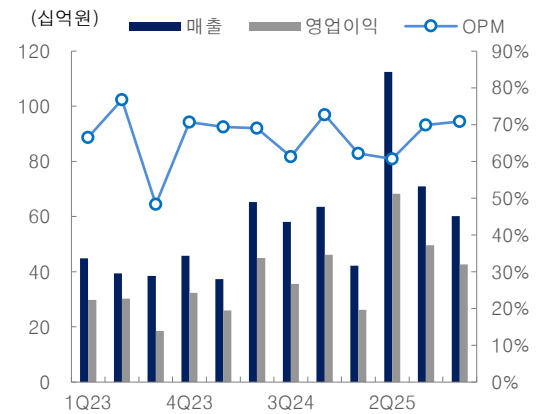
1. Earnings Driver

승리의 여신: 니케 일 평균 매출 추이 및 전망



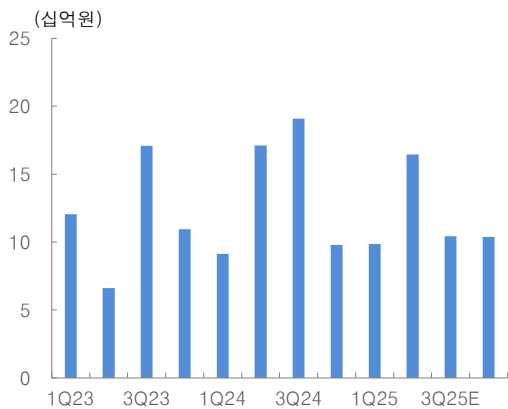
자료: 시프트업 대신증권 Research Center

매출, 영업이익 추이 및 전망



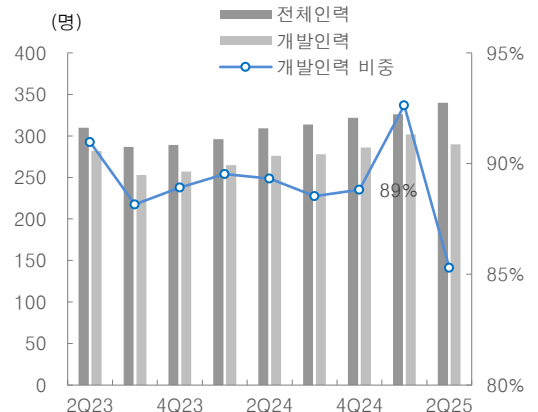
자료: 시프트업 대신증권 Research Center

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	286	208	229
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	169	224	286	208	229
판매비와판매비	58	71	99	74	66
영업이익	111	153	187	135	163
영업외수익	65.9	68.1	65.3	64.6	71.1
EBITDA	114	157	190	138	166
영업외손익	3	26	5	13	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	21	35	37	37
외환관련이익	5	13	7	7	7
금융비용	-1	-2	-16	-18	-18
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	7	-13	-6	-6
법인세비용차감전순이익	114	179	192	148	176
법인세비용	-8	-31	-34	-26	-31
계속사업순이익	107	148	158	121	144
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	107	148	158	121	144
당기순이익	63.3	66.0	55.2	58.1	63.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	107	148	158	121	144
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	107	148	158	121	144
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	107	148	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,132	2,717	2,699	2,071	2,466
PER	0.0	23.3	18.4	23.9	20.1
BPS	3,618	14,034	15,775	17,840	20,306
PBR	0.0	4.5	2.8	2.4	2.1
EBITDAPS	2,272	2,886	3,252	2,358	2,837
EV/EBITDA	NA	19.5	9.3	11.9	9.0
SPS	3,369	4,114	4,887	3,563	3,914
PSR	0.0	15.4	8.9	12.2	11.1
CFPS	2,416	3,014	3,178	2,410	2,889
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	155.2	32.9	27.5	-27.1	9.9
영업이익 증/감률	508.1	37.5	22.3	-27.9	20.9
순이익 증/감률	흑전	38.7	6.6	-23.2	19.1
수익성					
ROIC	191.3	164.7	161.8	118.3	144.8
ROA	75.1	30.3	21.1	13.1	14.0
ROE	99.2	31.3	18.7	12.3	12.9
안정성					
부채비율	12.6	5.2	4.5	4.1	3.9
순차입금비율	-57.6	-83.2	-86.1	-87.6	-89.0
이자보상비율	126.6	130.5	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	177	768	926	1,046	1,189
현금및현금성자산	116	289	447	567	710
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	963	1,087	1,234
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
잔환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	12	13	15
부채총계	23	39	41	43	46
자본부분	181	764	922	1,043	1,188
자본금	10	12	12	12	12
자본잉여금	96	527	527	527	527
이익잉여금	71	219	377	498	642
기타자본변동	4	6	6	6	6
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	181	764	922	1,043	1,188
순차입금	-104	-636	-794	-914	-1,057

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	100	114	147	110	133
당기순이익	107	148	158	121	144
비현금항목의 기입	14	16	28	20	25
감가상각비	3	4	3	3	3
외환손익	1	-6	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	17	29	21	26
자산부채의 증감	-10	-44	-6	-6	-6
기타현금흐름	-10	-6	-33	-25	-30
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	158	120	143
기초 현금	12	116	289	447	567
기말 현금	116	289	447	567	710
NOPLAT	104	126	153	111	134
FCF	105	125	154	111	134

[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 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	25.11.12	25.05.23	25.05.12	25.02.16	25.02.10	25.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	55,000	73,000	73,000	80,000	80,000	80,000
과다율(평균%)			(24.73)	(30.36)	(24.94)	(25.18)
과다율(최대/최소%)			(19.86)	(14.00)	(14.75)	(14.75)

제시일자	24.12.02	24.11.12	24.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000
과다율(평균%)	(25.28)	(25.71)	(23.53)
과다율(최대/최소%)	(14.75)	(14.75)	(14.75)

제시일자	24.12.02	24.11.12	24.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000
과다율(평균%)	(25.28)	(25.71)	(23.53)
과다율(최대/최소%)	(14.75)	(14.75)	(14.75)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250809)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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