462870 · 게임

시프트업

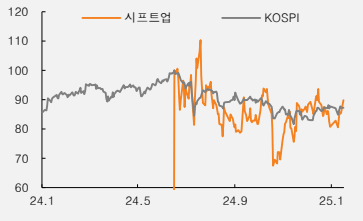
다가오는 지역, 플랫폼 확장 모멘텀

Equity Research
2025.2.11

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(25/2/10)	63,800원
상승여력	48.9%

영업이익(24F,십억원)	149
Consensus 영업이익(24F,십억원)	148
EPS 성장률(24F,%)	22.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	24.2
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,521.27
시가총액(십억원)	3,722
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	57.0
외국인 보유비중(%)	2.5
베타(12M) 일간수익률	0.47
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.6	-10.9	0.0
상대주가	0.4	-8.5	0.0



[인터넷/게임]
임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

4Q24 Review: 탑라인 상회, 바텀라인 부합

4분기 매출액 593억원(+29% YoY), 영업이익 421억원(+30% YoY)으로 컨센서스(매출액 558억원, 영업이익 415억원) 대비 매출액은 6% 상회, 영업이익은 부합했다. 탑라인 호조는 IP 열기를 이어가고 있는 스텔라 블레이드 성과에 기인한다.

니어 오토마타 DLC 판매와 프로모션이 있었던 4분기 스텔라 블레이드 매출액은 143억원을 기록하며 예상치를 90억원 상회했다. 니케 매출액은 439억원(-3% YoY)을 기록하며 예상치를 8% 하회했다. 영업비용은 172억원(+28% YoY)으로 예상치를 30억원 상회했는데 이는 게임 엔진 로열티를 일시 인식한 데 기인한다.

니케의 폭발적인 잠재력은 여전

중국을 제외한 니케 글로벌 25년 매출액은 1,550억원(+1% YoY)으로 하향 안정화가 완료될 전망이다. 24년 발생한 니케 매출 역성장(-7% YoY)은 실패로 끝난 IP 콜라보에 따른 영향이다. 니케의 24년 평균 MAU는 출시 만 1년차였던 23년보다도 높았다. 높아진 이용자 트래픽은 25년 1분기 현재도 유지되고 있다. 작년의 실패 IP 콜라보와 달리 스텔라 블레이드 IP 콜라보는 강력한 흥행이 기대된다.

센서타워에 따르면 니케는 24년 글로벌 서브컬쳐 게임들 중에서 '붕괴:스타레일', '원신', '페그오', '러브앤딥스페이스'에 이어 5위에 해당하는 매출 성과를 올렸다. 중국에서도 서브컬쳐 게임 중 5위 수준에 해당하는 성과를 올릴 것으로 예상하며 출시 이후 25년 일평균 매출액에 대한 가정치 10억원을 유지한다.

목표주가 95,000원, 업종 내 Top Pick 유지

투자의견 '매수', 업종 내 Top Pick으로 지속 추천한다. 기존작 지역 확대와 플랫폼 확장을 통해 25년에도 큰 폭의 탑라인, 바텀라인 동반 성장을 이어갈 수 있는 유일한 국내 게임사다. 25F 매출액은 3,770억원으로 YoY 71%, 영업이익은 2,890억원으로 YoY 94% 성장할 전망이다. 25F P/E 16배에서 거래 중이다.

단기적으로는 4월로 예상되는 중국 출시를 앞두고 신작 모멘텀이 극대화될 전망이다. 공식 홈페이지에서의 사전 예약자 수 업데이트가 늦어지고 있으나 동사의 예상치에 부합하는 흐름이 유지되고 있다. 출시 시기가 임박함에 따라 텐센트의 온, 오프라인 마케팅 강도가 강화되면서 사전예약자 수 증가세가 가속화될 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	220	377	316
영업이익 (십억원)	22	111	149	289	220
영업이익률 (%)	33.8	65.7	67.7	76.7	69.6
순이익 (십억원)	20	107	143	231	176
EPS (원)	421	2,132	2,618	3,960	3,018
ROE (%)	36.7	86.4	30.3	26.4	16.3
P/E (배)	-	-	24.2	16.1	21.1
P/B (배)	-	-	4.9	3.8	3.2
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**37**	**65**	**58**	**59**	**42**	**153**	**90**	**92**	**169**	**220**	**377**	**316**	**410**
(% YoY)	-17%	64%	52%	29%	12%	135%	56%	55%	155%	30%	71%	-16%	30%
니케	36	38	34	44	32	71	58	71	164	153	231	261	255
글로벌	36	38	34	44	32	40	36	46	164	153	154	161	162
중국	0	0	0	0	0	31	22	25	0	0	77	100	92
스텔라 블레이드	0	26	23	14	8	81	31	19	0	63	140	49	17
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	5	6	7
영업비용	**11**	**20**	**22**	**17**	**17**	**24**	**23**	**25**	**58**	**71**	**88**	**96**	**110**
인건비	9	17	19	10	12	15	17	18	49	55	62	71	81
변동비	1	1	1	4	2	6	3	3	5	7	14	11	14
고정비	2	2	3	3	3	3	3	3	4	9	13	14	14
영업이익	**26**	**45**	**36**	**42**	**25**	**129**	**67**	**67**	**111**	**149**	**289**	**220**	**300**
(% YoY)	-13%	38%	120%	30%	-3%	188%	90%	59%	508%	34%	94%	-24%	36%
영업이익률	69%	69%	61%	71%	60%	85%	75%	73%	66%	68%	77%	70%	73%
지배주주순이익	**25**	**40**	**23**	**54**	**20**	**104**	**54**	**53**	**107**	**143**	**231**	**176**	**240**
순이익률	66%	62%	40%	91%	48%	68%	60%	58%	63%	65%	61%	56%	59%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	365	321	377	316	3%	-1%	309	296	22%	7%	
영업이익	289	235	289	220	0%	-6%	230	208	26%	6%	
순이익	231	188	231	176	0%	-6%	196	182	18%	-3%	스텔라 블레이드 매출 상향 엔진 수수료 등 매출 연동비 상향
영업이익률	79.1%	73.4%	76.6%	69.7%	-	-	74.5%	70.2%	-	-	
순이익률	63.3%	58.7%	61.3%	55.7%	-	-	63.6%	61.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q24 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	괴리율	컨센서스	괴리율
매출액	59	54	9%	56	6%
영업이익	42	40	5%	42	1%
지배주주순이익	54	32	69%	37	47%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	231	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,544	
주식 수 (천주)	58,335	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	63,800	
상승여력	48.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**169**	**220**	**377**	**316**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**169**	**220**	**377**	**316**
판매비와관리비	**58**	**71**	**88**	**96**
조정영업이익	**111**	**149**	**289**	**220**
영업이익	**111**	**149**	**289**	**220**
비영업손익	**3**	**24**	**0**	**0**
금융손익	0	2	7	10
관계기업등 투자손익	0	21	-7	-10
세전계속사업손익	114	173	289	220
계속사업법인세비용	8	30	58	44
계속사업이익	107	143	231	176
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**107**	**143**	**231**	**176**
지배주주	107	143	231	176
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**107**	**143**	**231**	**176**
지배주주	107	143	231	176
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	151	291	222
FCF	100	-183	228	173
EBITDA 마진율 (%)	67.5	68.6	77.2	70.3
영업이익률 (%)	65.7	67.7	76.7	69.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	63.3	65.0	61.3	55.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**177**	**765**	**996**	**1,171**
현금 및 현금성자산	116	289	516	688
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	415	419	421
비유동자산	**27**	**36**	**36**	**37**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	3	3	4
무형자산	1	3	3	3
자산총계	**204**	**801**	**1,032**	**1,208**
유동부채	**11**	**29**	**30**	**30**
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	5	5	5
기타유동부채	7	22	23	23
비유동부채	**12**	**11**	**11**	**11**
장기금융부채	10	9	9	9
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	**23**	**40**	**41**	**41**
지배주주지분	**181**	**760**	**991**	**1,168**
자본금	10	12	12	12
자본잉여금	96	529	529	529
이익잉여금	71	214	445	621
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**181**	**760**	**991**	**1,168**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**100**	**-180**	**229**	**175**
당기순이익	107	143	231	176
비현금수익비용가감	14	29	53	36
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	27	51	34
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-324	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-11	-30	-58	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	**4**	**-11**	**-3**	**-3**
유형자산처분(취득)	0	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-3	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	-5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**0**	**438**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	13	1	0	0
자본의 증가(감소)	33	436	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-46	1	0	0
현금의 증가	**104**	**173**	**227**	**172**
기초현금	12	116	289	516
기말현금	116	289	516	688

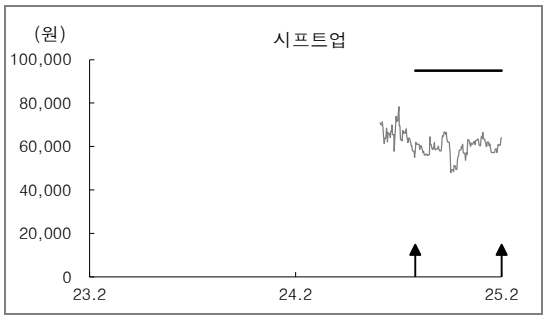
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	24.2	16.1	21.1
P/CF (x)	-	20.1	13.1	17.5
P/B (x)	-	4.9	3.8	3.2
EV/EBITDA (x)	-	22.2	10.8	13.4
EPS (원)	2,132	2,618	3,960	3,018
CFPS (원)	2,416	3,159	4,874	3,640
BPS (원)	3,568	13,036	16,996	20,015
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	158.1	30.4	71.5	-16.2
EBITDA증가율 (%)	386.2	32.4	93.2	-23.5
조정영업이익증가율 (%)	400.7	33.8	94.3	-23.8
EPS증가율 (%)	406.7	22.8	51.2	-23.8
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.7	6.2	5.1
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	76.8	28.4	25.2	15.7
ROE (%)	86.4	30.3	26.4	16.3
ROIC (%)	183.0	56.8	56.4	42.5
부채비율 (%)	12.6	5.3	4.1	3.5
유동비율 (%)	1,582.3	2,602.5	3,354.9	3,908.0
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-46.0	-58.2	-64.1
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	80.4	148.5	112.8

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2024.09.11	매수	95,000	-	-



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.