

2025. 2. 11



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (2.10) 63,800 원

상승여력 41.1%

KOSPI 2,521.27pt

시가총액 37,218억원

발행주식수 5,833만주

유동주식비율 57.02%

외국인비중 2.45%

52주 최고/최저가 78,300원/47,900원

평균거래대금 108.4억원

주요주주(%)

김형태 외 8 인 42.98

ACEVILLE PTE. LTD. 34.85

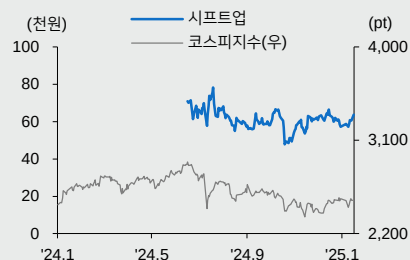
국민연금공단 7.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.6 -10.9 0.0

상대주가 0.4 -8.5 0.0

주가그래프



시프트업 462870

초점은 지역적/플랫폼적 확장으로

- ✓ 4분기 환율 영향 제외하면 무난했던 실적
- ✓ 지난 1월, 가장 컸던 6개월 락업 해제. 매도 의사 있는 물량 연휴 전 소화되었을 것
- ✓ 2025년 상반기, 동사의 이벤트가 집중된 시기
- ✓ 지난 1월 중국 <니케> 사전 예약 시작되었고 4월 출시 전망
- ✓ 이어 <스텔라 블레이드> 플랫폼 확장 2분기 몰려 있어 상반기 강한 모멘텀

무난했던 4분기

시프트업의 4분기 매출 및 영업이익은 각각 593억원(+29.3% YoY)과 421억원(+29.9% YoY)으로 영업이익 기준 기대치에 부합했다. <니케>는 예상 대비 소폭 하회, <스텔라 블레이드>는 <니케> 미달 부분을 상쇄할 수준의 성과를 달성하며 매출은 예상을 7% 상회했는데, 환율의 영향으로 해석된다. <니케>의 경우 전체 매출의 50% 이상이 일본에서, <스텔라 블레이드>는 다수가 서구권에서 발생하기 때문이다.

<니케> 글로벌은 지난 11월 주년 행사가 성공적으로 진행되며 QoQ 큰 폭의 개선을 보였으나 YoY -3.3% 기록하며 다소 아쉬웠다. 그러나 <스텔라 블레이드>의 경우 4분기 이어 오토마타 DLC가 본품의 성장을 이끌며 2024년 174만장 판매를 기록하며 마감한 것으로 추정된다. 4분기 반영되어야 했던 반기 성과급이 지난 3분기 선 지급되며 4분기 예상대로 경상 수준의 인건비가 진행되었다. 다만 게임 엔진 로열티 수수료, IP 수수료 등 변동비가 44억원 발생하며(vs. 평분기 8억원 수준) 이익은 기대치에 부합했다. 신작 준비 중임에도 인력은 타이트하게 유지되고 있다.

상반기, 이벤트가 몰린 시기

동사의 시계는 5월까지 바빠 흘러갈 전망이다. 지난 1월 중국 <니케> 출시를 위한 사전예약이 시작되었고 10일 현재 사전 예약자는 287만명을 기록하고 있다. 텐센트가 순차적 마케팅을 진행하며 상승할 것으로 예상된다. 지난 1월 13일 물량 기준 가장 컸던 6개월 락업이 해제되었는데 설 연휴 전까지 매도 의사가 있는 대부분 물량이 소화된 것으로 추정된다. 4월 <니케> 중국 및 <스텔라 블레이드>의 플랫폼 확장이 2분기까지 몰려 있어 상반기 가장 강한 모멘텀을 기대하기에 유효하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	168.6	111.1	106.7	3,003	흑전	3,568	0.0	0.0	-0.9	86.4	12.6
2024P	219.9	148.6	142.7	2,636	-12.2	13,007	21.6	4.4	14.3	30.4	3.5
2025E	284.9	209.4	210.2	3,604	36.7	16,611	17.7	3.8	13.6	24.3	3.3
2026E	228.0	138.7	168.4	2,887	-19.9	19,498	22.1	3.3	18.8	16.0	2.4
2027E	295.4	199.6	210.1	3,601	24.7	23,099	17.7	2.8	12.7	16.9	2.4

표1 시프트업 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	59.3	45.8	29.3	58.0	2.1	55.8	6.2	55.4	7.0
영업이익	42.1	32.4	29.9	35.6	18.2	41.5	1.4	41.0	2.6
세전이익	64.4	31.1	107.2	31.8	102.2	46.3	38.9	49.9	29.0
지배순이익	54.2	32.6	66.1	23.5	130.7	36.8	47.4	40.9	32.4

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표2 시프트업 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출	37.4	65.2	58.0	59.3	44.2	106.3	63.5	70.8	168.6	219.9	284.9	228.0
니케	36.5	38.5	34.2	43.9	35.1	53.6	45.8	53.7	163.5	153.1	188.3	189.8
스텔라 블레이드		25.9	22.6	14.3	8.2	51.8	16.8	16.1		62.8	93.0	34.6
데스티니 차일드									4.0			
기타	0.9	0.9	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	4.0	3.7	3.7
% YoY												
매출	-16.8	64.0	52.3	29.3	18.3	63.0	9.5	19.5	155.2	30.4	29.6	-20.0
니케	-15.1	1.1	-10.9	-3.3	-3.7	39.4	33.9	22.3	196.1	-6.4	23.0	0.8
스텔라 블레이드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	100.2	-25.6	12.3	N/A	N/A	47.9	-62.8
데스티니 차일드									-61.3			
기타	흑전	-76.4	흑전	147.8	0.0	0.0	-27.5	-0.1	88.5	270.1	-8.3	0.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.2	18.1	19.2	16.8	21.5	57.5	71.3	75.5	89.4
% to sales	30.6	31.0	38.7	29.0	40.9	18.0	26.4	30.3	34.1	32.4	26.5	39.2
% YoY	-24.0	184.8	2.2	28.0	58.1	-5.1	-25.2	24.8	20.3	23.9	5.9	18.3
인건비	5.3	13.6	19.1	9.8	6.2	27.9	7.0	17.2	32.8	47.8	58.2	77.5
R&D	4.1	4.1	4.3	4.5	4.5	4.5	4.7	4.9	15.8	16.9	18.5	18.5
지급수수료	0.5	0.6	0.5	1.3	0.4	0.4	0.4	1.1	4.0	2.9	2.4	1.9
마케팅비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	-0.2
상각비	0.7	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	2.2	4.4	5.7	6.5
기타	0.7	0.7	-2.7	0.4	5.6	-15.1	3.2	-3.1	2.6	-1.0	-9.4	-14.9
영업이익	25.9	45.0	35.6	42.1	26.1	87.2	46.7	49.3	111.1	148.6	209.4	138.7
% YoY	-13.1	37.8	120.4	29.9	0.8	93.5	31.4	17.3	508.1	33.8	40.9	-33.8
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	71.0	59.1	82.0	73.6	69.7	65.9	67.6	73.5	60.8
세전이익	29.2	47.2	31.8	64.4	33.9	94.1	54.8	75.8	114.3	172.6	258.7	205.1
% YoY	-8.9	42.7	75.7	107.3	16.1	99.3	72.1	17.8	흑전	50.9	49.9	-20.7
지배주주순이익	24.7	40.4	23.5	54.2	27.8	72.5	46.1	63.8	106.7	142.7	210.2	168.4
% YoY	-0.4	59.3	-1.9	66.1	12.7	79.6	96.3	17.8	흑전	33.8	47.3	-19.9

주: 데스티니차일드는 2023년 9월 서비스 종료

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	168.6	219.9	284.9	228.0	295.4
매출액증가율(%)	155.2	30.4	29.6	-20.0	29.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	219.9	284.9	228.0	295.4
판매관리비	57.5	71.3	75.5	89.4	95.9
영업이익	111.1	148.6	209.4	138.7	199.6
영업이익률(%)	65.9	67.6	73.5	60.8	67.5
금융손익	0.1	9.8	29.0	48.2	17.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.2	14.1	20.3	18.3	0.0
세전계속사업이익	114.4	172.6	258.7	205.2	216.7
법인세비용	7.7	29.9	48.4	36.7	6.6
당기순이익	106.7	142.7	210.2	168.4	210.1
지배주주지분 순이익	106.7	142.7	210.2	168.4	210.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	100.4	133.0	198.1	193.2	193.3
당기순이익(손실)	106.7	142.7	210.2	168.4	210.1
유형자산상각비	2.2	4.4	5.7	6.5	6.5
무형자산상각비	0.5	1.1	1.4	1.4	-3.3
운전자본의 증감	-10.4	-15.2	-19.3	16.9	-20.0
투자활동 현금흐름	3.9	-1.7	-101.9	-0.2	-1.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.3	-1.0	-101.0	-1.0	-1.0
투자자산의 감소(증가)	-1.2	-0.5	-0.6	0.5	-0.6
재무활동 현금흐름	-0.5	435.8	1.1	-0.9	1.1
차입금의 증감	12.6	0.8	1.1	-0.9	1.1
자본의 증가	33.3	435.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	103.7	567.1	97.2	192.1	192.5
기초현금	12.4	116.1	683.3	780.5	972.5
기말현금	116.1	683.3	780.5	972.5	1,165.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	762.9	883.7	1,055.1	1,272.0
현금및현금성자산	116.1	683.3	780.5	972.5	1,165.0
매출채권	59.9	78.1	101.2	81.0	105.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	22.7	117.2	109.8	108.1
유형자산	0.9	-2.5	92.8	87.3	81.8
무형자산	0.6	-0.5	-1.9	-3.3	-0.1
투자자산	1.8	2.2	2.8	2.3	2.9
자산총계	203.9	785.6	1,000.8	1,164.9	1,380.1
유동부채	11.2	14.6	18.9	15.2	19.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	11.7	12.2	12.9	12.3	13.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	22.9	26.8	31.8	27.4	32.6
자본금	9.9	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	95.9	529.5	529.5	529.5	529.5
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	71.1	213.8	424.0	592.5	802.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	758.8	969.0	1,137.4	1,347.5

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,746	4,061	4,884	3,909	5,065
EPS(지배주주)	3,003	2,636	3,604	2,887	3,601
CFPS	3,403	3,191	4,365	3,417	3,477
EBITDAPS	3,201	2,847	3,711	2,513	3,477
BPS	3,568	13,007	16,611	19,498	23,099
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	21.6	17.7	22.1	17.7
PCR	0.0	17.8	14.6	18.7	18.4
PSR	0.0	14.0	13.1	16.3	12.6
PBR	0.0	4.4	3.8	3.3	2.8
EBITDA(십억원)	113.7	154.1	216.5	146.6	202.8
EV/EBITDA	-0.9	14.3	13.6	18.8	12.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	86.4	30.4	24.3	16.0	16.9
EBITDA 이익률	67.4	70.1	76.0	64.3	68.6
부채비율	12.6	3.5	3.3	2.4	2.4
금융비용부담률	0.5	0.8	0.7	0.9	0.7
이자보상배율(x)	126.6	82.0	107.7	71.0	101.5
매출채권회전율(x)	3.0	3.2	3.2	2.5	3.2
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

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

시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

