

2025. 5. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 70,000 원**현재주가 (5.12)** 54,600 원**상승여력** 28.2%

KOSPI 2,607.33pt

시가총액 31,933억원

발행주식수 5,848만주

유동주식비율 57.18%

외국인비중 37.79%

52주 최고/최저가 78,300원/43,350원

평균거래대금 113.6억원

주요주주(%)

김형태 외 7 인 42.82

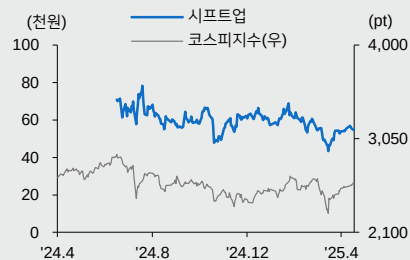
ACEVILLE PTE. LTD. 34.76

국민연금공단 7.15

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 18.2 -4.0 N/A

상대주가 10.3 -8.6 N/A

주가그래프**시프트업** 462870**2024 년 중국 <던파> 이벤트 참고할 때**

- ✓ 1분기 영업이익은 당사 추정치 하회, 시장 기대치 부합
- ✓ <니케> 두 자릿수 감소로 예상 대비 컸고 <스텔라 블레이드>는 기대보다 양호
- ✓ 동사 주가는 글로벌 밸류에이션에 거래 중, 5월과 6월 각각 이벤트 앞둔 시기
- ✓ 24년 중국 <던파> 런칭 전후 넥슨 주가 흐름 참고 시 변동성 확대 유의 필요 구간
- ✓ 2/3분기 실적이 예상 대비 성과 높아야 가격 매력 발생

1Q25 Review: 아쉬운 니케, 좋았던 스텔라 블레이드

1분기 시프트업의 매출 및 영업이익은 각각 422억원(+13.0% YoY)과 263억원(+1.2% YoY)으로 당사 기대치 하회, 시장 기대치에 부합했다. 니케 감소가 예상보다 컸고 스텔라 블레이드는 출시 만 1년에도 양호한 판매량을 이어가며 누적 200만장으로 추정된다. 매출은 당사 예상 수준이었으나 비용 중 1) 지급수수료와 2) 외주용역비가 다소 컸고 3) 매출 구성 내 굿즈 비중 상승으로 원가 관련 비용이 있었다. 이 중 지급수수료와 외주용역비는 지속 발생할 예정이다. 동사는 스팀 성과 인센티브가 2026년 정산될 것으로 예상하나 당사는 연간 소급적용을 반영하였다.

엔화 절상을 감안, 1분기 <니케> -1.8% (YoY 이하 동일)감소를 예상했으나 -11.4%를 기록했다. 동사는 2분기 2.5주년 및 <스텔라 블레이드> 콜라보가 예정되어 있어 의도된 BM이었다고 설명했다. 그러나 2.5주년 성과가 1.5주년 대비 높지 않은 것으로 파악되어 2분기 글로벌 성과가 성장 전환이 가능할지는 좀 더 확인이 필요하다. <스텔라 블레이드>는 6월 플랫폼 확장 효과로 기존 연말까지 누적 462만장의 판매량을 달성할 것이라 기존 전망을 유지한다.

2024년 넥슨 주가 흐름을 참고할 때

5월 22일 중국 <니케>에 이어 6월 스팀 <스텔라 블레이드> 출시가 기다리고 있다. 2024년 중국에서 높은 성과를 거뒀던 <던파> 개발사 넥슨의 출시 전후 주가를 참고했을 때 동사 주가는 <니케> 중국 출시 후 변동성이 커질 수 있어 유의가 필요한 구간이다. 다음 신작이 2027년 이후라는 점도 이를 뒷받침한다. 2026년 공백을 고려했을 때 밸류에이션이 이미 글로벌 수준으로 1) 예상을 상회하는 글로벌 및 중국 <니케> 성과 혹은 2) 26년 신작이 추가로 필요하다.

(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	3,004	흑전	3,568	0.0	0.0	-0.9	86.4	12.6
2024	224.1	152.7	148.0	2,733	-9.0	13,104	23.2	4.8	19.5	31.3	5.2
2025E	275.9	195.4	178.0	3,044	11.4	15,261	17.9	3.6	12.1	21.5	5.2
2026E	218.0	128.6	124.4	2,126	-30.2	17,388	25.7	3.1	17.5	13.0	3.8
2027E	241.5	146.9	130.5	2,231	4.9	19,619	24.5	2.8	14.7	12.1	3.6

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	42.2	37.4	12.9	63.5	-33.5	42.6	-1.0	41.6	1.6
영업이익	26.3	25.9	1.4	46.2	-43.0	29.5	-10.8	25.9	1.7
세전이익	31.6	29.2	8.1	70.6	-55.2	35.6	-11.2	31.8	-0.5
순이익	26.8	24.7	8.7	59.5	-54.9	29.9	-10.2	24.5	9.4
영업이익률(%)	62.3	69.4		72.7		69.2		62.2	
세전이익률(%)	74.9	78.2		111.2		83.5		76.4	
순이익률(%)	63.6	66.1		93.8		70.2		59.0	

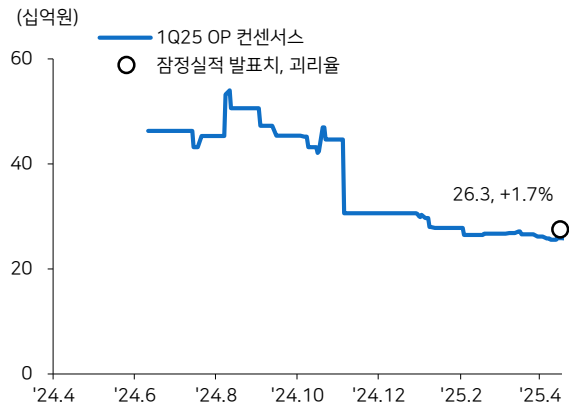
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표1 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	275.9	224.1	23.1	281.4	-2.0	297.6	-7.3
영업이익	195.4	152.7	28.0	193.9	0.8	224.8	-13.1
세전이익	218.6	178.8	22.3	218.5	0.0	242.7	-9.9
지배주주 순이익	178.0	148.0	20.3	177.7	0.2	200.4	-11.2
영업이익률(%)	70.8	68.1		68.9		75.5	
세전이익률(%)	79.2	79.8		77.7		81.5	
순이익률(%)	64.5	66.0		63.1		67.3	

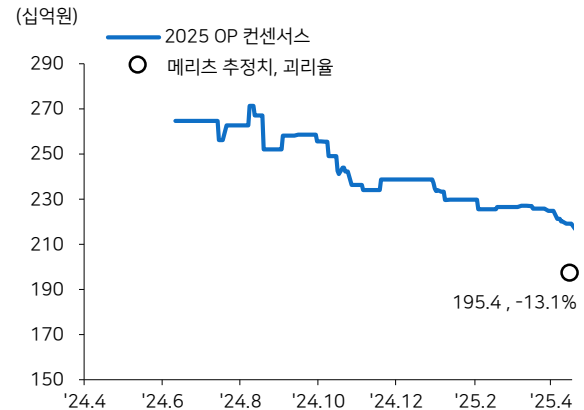
자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 +1.7% 상회



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -13.1% 하회 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 시프트업 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	83.5	78.9	71.3	224.1	275.9	218.0
니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	52.4	45.6	50.8	151.5	181.1	182.8
스텔라 블레이드	0.0	25.9	22.6	19.6	7.0	30.2	32.1	19.0	68.1	88.3	28.6
기타	0.9	0.9	1.2	1.6	2.9	0.9	1.2	1.5	4.5	6.5	6.5
% YoY											
매출	-16.8	64.0	52.3	38.6	13.0	27.9	36.0	12.3	32.9	23.1	-21.0
니케	-15.1	1.1	-10.9	-6.7	-11.4	36.1	33.3	20.0	-7.3	19.5	0.9
스텔라 블레이드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16.8	42.0	-3.2	N/A	29.7	-67.6
기타	흑전	-76.4	흑전	282.1	222.1	0.0	-0.1	-2.6	317.1	44.7	0.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	16.0	28.9	17.1	18.4	71.4	80.5	89.4
% to sales	30.6	31.0	38.7	27.3	37.8	34.6	21.7	25.8	31.9	29.2	41.0
% YoY	-24.0	184.8	2.2	29.0	39.7	43.2	-23.6	6.3	24.1	12.7	11.1
인건비	5.3	20.3	19.1	10.5	10.6	23.4	11.8	13.1	55.2	58.9	69.9
지급수수료	0.5	0.6	0.2	4.6	0.4	2.5	2.4	2.1	6.6	7.4	6.5
마케팅비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
상각비	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	4.5	5.6	6.1
기타	0.7	-1.9	1.9	0.8	3.6	1.5	1.5	1.6	-23.7	8.3	6.7
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	26.3	54.6	61.8	52.9	152.7	195.4	128.6
% YoY	-13.1	37.8	120.4	42.5	1.2	21.1	73.6	14.5	37.5	28.0	-34.2
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	72.7	62.2	65.4	78.3	74.2	68.1	70.8	59.0
세전이익	29.2	47.2	31.8	70.6	31.4	59.5	65.1	62.7	178.8	218.7	152.4
% YoY	-8.9	42.7	75.7	127.5	7.6	26.0	104.5	-11.2	56.4	22.3	-30.3
지배주주순이익	24.7	40.4	23.5	59.5	26.6	46.4	52.1	52.9	148.0	178.0	124.4
% YoY	-0.4	59.3	-1.9	82.5	7.8	15.0	121.7	-11.2	38.7	20.3	-30.1

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	168.6	224.1	275.9	218.0	241.5
매출액증가율(%)	155.2	32.9	23.1	-21.0	10.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	275.9	218.0	241.5
판매관리비	57.5	71.4	80.5	89.4	94.6
영업이익	111.1	152.7	195.4	128.6	146.9
영업이익률(%)	65.9	68.1	70.8	59.0	60.8
금융손익	1.1	18.7	13.6	15.1	6.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	9.7	8.8	7.7
세전계속사업이익	114.4	178.8	218.7	152.4	160.6
법인세비용	7.7	30.8	40.8	28.0	30.2
당기순이익	106.7	148.0	178.0	124.4	130.5
지배주주지분 순이익	106.7	148.0	178.0	124.4	130.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	100.4	114.2	163.6	155.8	127.1
당기순이익(손실)	106.7	148.0	178.0	124.4	130.5
유형자산상각비	2.2	3.4	5.6	6.1	6.1
무형자산상각비	0.5	1.1	1.4	1.4	0.3
운전자본의 증감	-10.4	-44.4	-21.4	23.9	-9.7
투자활동 현금흐름	3.9	-368.3	-0.6	-99.4	-0.3
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-2.7	0.0	-100.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	-14.1	-0.5	0.6	-0.2
재무활동 현금흐름	-0.5	426.9	-49.2	-0.7	0.3
차입금의 증감	12.6	-1.5	0.7	-0.7	0.3
자본의 증가	33.3	433.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	103.7	173.1	113.9	55.6	127.2
기초현금	12.4	116.1	289.3	403.1	458.8
기말현금	116.1	289.3	403.1	458.8	585.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	768.2	910.0	934.4	1,074.2
현금및현금성자산	116.1	289.3	403.1	458.8	585.9
매출채권	59.9	102.3	126.0	99.5	110.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	35.7	29.2	121.1	115.0
유형자산	0.9	2.7	-2.9	91.0	85.0
무형자산	0.6	3.0	1.6	0.1	-0.1
투자자산	1.8	15.9	16.4	15.8	16.1
자산총계	203.9	803.8	939.2	1,055.5	1,189.2
유동부채	11.2	28.6	35.2	27.8	30.8
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	10.8	11.4	10.8	11.0
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	39.4	46.6	38.6	41.9
자본금	9.9	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	95.9	527.4	527.6	527.6	527.6
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	71.1	219.1	397.0	521.4	651.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.4	892.6	1,016.9	1,147.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,746	4,139	4,719	3,727	4,129
EPS(지배주주)	3,004	2,733	3,044	2,126	2,231
CFPS	3,404	3,032	3,586	2,426	2,512
EBITDAPS	3,201	2,903	3,463	2,326	2,621
BPS	3,568	13,104	15,261	17,388	19,619
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	23.2	17.9	25.7	24.5
PCR	0.0	20.9	15.2	22.5	21.7
PSR	0.0	15.3	11.6	14.7	13.2
PBR	0.0	4.8	3.6	3.1	2.8
EBITDA(십억원)	113.7	157.2	202.4	136.1	153.3
EV/EBITDA	-0.9	19.5	12.1	17.5	14.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	86.4	31.3	21.5	13.0	12.1
EBITDA 이익률	67.4	70.1	73.4	62.4	63.5
부채비율	12.6	5.2	5.2	3.8	3.6
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	126.6	130.5	173.0	114.2	133.1
매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.4	1.9	2.3
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	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

