

2025. 3. 24



▲ 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 (3.21) 58,700 원

상승여력 19.3%

KOSPI 2,643.13pt

시가총액 34,242억원

발행주식수 5,848만주

유동주식비율 57.33%

외국인비중 3.32%

52주 최고/최저가 78,300원/47,900원

평균거래대금 138.2억원

주요주주(%)

김형태 외 7 인 42.82

ACEVILLE PTE. LTD. 34.85

국민연금공단 7.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.9 -2.7 N/A

상대주가 -5.5 -4.5 N/A

주가그래프



시프트업 462870

성공적일 2Q, 그리고 그 후

- ✓ 2Q25는 중국 <니케>, <스텔라 블레이드> 플랫폼 확장 이벤트 실현되는 시기
- ✓ 지역적, 플랫폼적 확장 성공적일 것으로 전망. 다만 모멘텀 측면에서는 정점을 통과
- ✓ 주가의 선행성 감안 시 신규 투자보다는 수익 실현 욕구가 높아질 때로 판단
- ✓ 중국 제외하고도 글로벌 <니케> 성장 전환한다면 투자조건 상향 가능
- ✓ 2분기 이벤트 후 다음 <위치스 프로젝트> 출시까지 내실 다지기 구간 돌입

2Q25, 상장 후 기다려온 모든 이벤트가 실현된다

2분기는 동사의 상장 이후 기다려온 모든 이벤트가 실현되는 시기다. 2024년 4월 출시된 <스텔라 블레이드>는 PS5 독점이라는 핸디캡을 안고도 첫째 약 180만장의 판매고를 달성했다. 스팀 위시리스트에 따르면, 동 게임은 오는 6월 스팀에 출시된다. 당사는 연말까지 462만장의 누적 판매량을 달성할 것으로 전망한다. 지난 10월 <니케>의 중국 판호가 발급되었다. 1월 마케팅이 시작되었으며 3월 28일부터 4월 7일 센티널 테스트를 거칠 예정이다. 당사는 중국 <니케>의 출시를 5월로 가정, 글로벌 출시 초반 성과의 30%를 중국에서 달성할 것으로 예상한다.

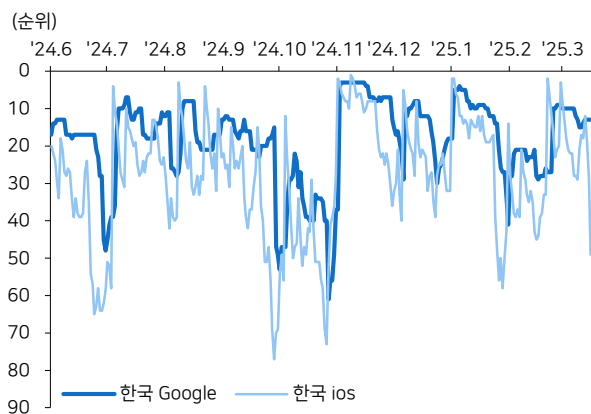
성공적일 2Q 성과, 다만 주가 선행성 감안 시 모멘텀은 정점 지나는 때

기존 적정주가에는 첫 트리플 A 게임인 <스텔라 블레이드>에 대한 글로벌 시장 안착이 성공적으로 이루어진 점을 반영하여 EPS에 글로벌 peer 밸류에이션 26배를 적용했다. 오는 2분기는 모든 이벤트가 반영되는 시점으로 높은 주가 변동성이 예상된다. 다만 주가 선행성 감안 시 향후 2년 중 가장 모멘텀이 큰 구간을 지나므로 신규 투자보다는 이벤트에 따른 수익 실현 욕구가 높아지는 시기로 판단한다.

동사의 적정주가를 기존 9만원에서 7만원으로 하향하며 상승 여력 감소로 Hold로 하향한다. 적용 밸류에이션은 2026년 글로벌 peer 평균 24배를 적용하였으며 이는 국내 게임사 중 가장 높은 수준에 해당한다. 3월 예상치 못한 수급 이벤트와 함께 모멘텀 기간이 축소된 점은 다소 아쉽다. 1) 중국을 제외한 글로벌 <니케>가 성장 전환하거나 2) 중국 <니케> 3Q25 성과가 예상을 상회하면 적정 주가는 상향된다. 2분기, 기다리던 모멘텀을 소진한 후 상장까지 빠르게 달려온 동사는 내실 다지기에 들어간다. 다만 주가 측면에서는 다음 신작인 <위치스 프로젝트> 출시(2027 예상)까지 기존작의 매출 방어에 집중하는 시기로 쉬어갈 것으로 예상된다.

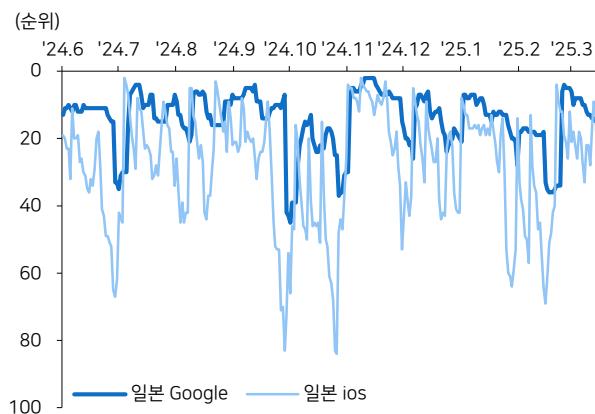
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	168.6	111.1	106.7	3,004	흑전	3,568	N/A	N/A	-0.9	86.4	12.6
2024	224.1	152.7	148.0	2,733	-9.0	13,097	20.8	4.3	19.2	31.3	3.3
2025E	281.4	207.7	188.9	3,239	18.5	16,339	18.1	3.6	12.2	22.0	3.1
2026E	224.3	161.3	152.0	2,606	-19.5	18,945	22.5	3.1	15.1	14.8	2.3
2027E	249.0	177.1	156.9	2,690	3.2	21,635	21.8	2.7	12.5	13.3	2.1

그림1 <승리의 여신: 니케> 한국 매출 순위



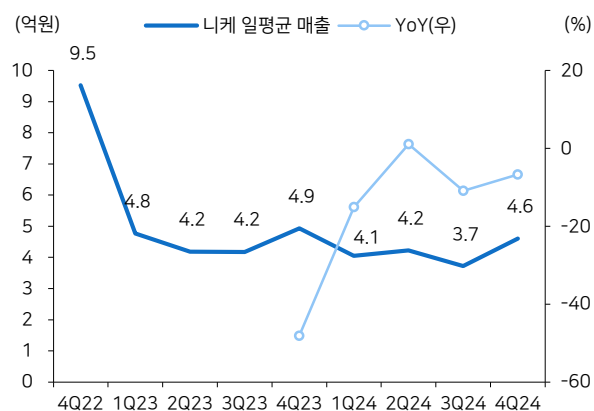
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 <승리의 여신: 니케> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 니케 일평균 매출 추이: 중국은 글로벌 성과 30% 가점



주: 글로벌 <니케>의 시프트업 인식 기준 일매출(순매출) 추이

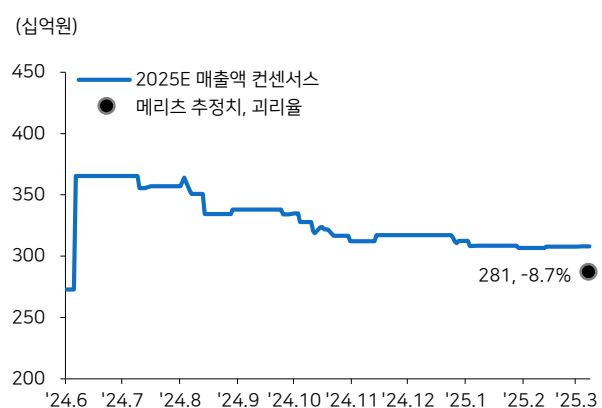
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 스팀에 따르면, <스텔라 블레이드> 출시는 6월



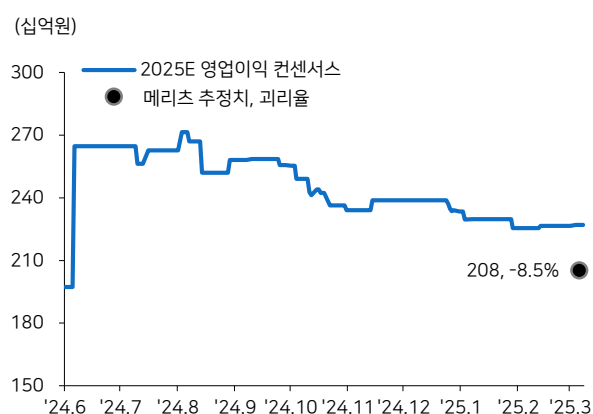
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2025E 매출액, 컨센서스 -8.7% 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2025E 영업이익, 컨센서스 -8.5% 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 실적변동표

	New		Old		% diff.	
(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	281.4	224.3	284.9	228.0	-1%	-2%
영업이익	207.7	161.3	209.4	138.7	-1%	16%
세전이익	232.5	187.2	285.7	205.1	-19%	-9%
지배주주순이익	188.9	152.0	210.2	168.4	-10%	-10%

주: 2026년 인건비 및 신규투자 관련 현금 조정

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 시프트업 실적 전망

	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출	42.6	85.5	79.4	73.9	51.4	55.3	48.2	69.5	281.4	224.3	249.0
니케	35.8	54.4	46.5	53.0	45.6	49.5	42.9	53.1	189.7	191.1	181.7
스텔라 블레이드	5.9	30.2	32.1	19.0	4.9	4.9	4.4	14.5	87.2	28.7	14.3
기타	0.9	0.9	0.9	1.8	0.9	0.9	0.9	1.8	4.5	4.5	53.0
% YoY											
매출	14.0	31.0	36.9	16.4	20.5	-35.3	-39.4	-6.0	25.6	-20.3	11.0
니케	-1.8	41.3	35.9	25.2	27.2	-8.9	-7.8	0.2	25.2	0.7	-4.9
스텔라 블레이드	N/A	16.8	42.0	-2.8	-16.8	-83.8	-86.3	-23.8	28.1	-67.1	-50.1
기타	0.0	0.0	-27.5	21.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1078.1
영업비용	12.8	18.8	27.2	15.0	13.6	20.3	14.3	14.8	73.7	63.0	71.9
% to sales	29.9	21.9	34.2	20.3	26.6	36.6	29.7	21.2	26.2	28.1	28.9
% YoY	11.5	-7.1	21.1	-13.4	6.9	8.0	-47.3	-1.7	3.2	-14.5	14.2
인건비	5.9	11.9	20.1	7.4	6.8	13.4	7.3	7.1	45.2	34.7	37.6
R&D	4.1	4.1	4.3	0.0	4.1	4.1	4.3	0.0	12.5	12.5	16.7
지급수수료	0.4	0.4	0.4	5.0	0.3	0.3	0.3	5.0	6.3	5.9	7.1
마케팅비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
상각비	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	5.3	5.5	5.5
기타	1.0	1.0	1.0	1.3	1.0	1.0	1.0	1.3	4.3	4.3	4.9
영업이익	29.8	66.7	52.3	58.9	37.7	35.0	33.8	54.7	207.7	161.3	177.1
% YoY	15.1	48.1	46.9	27.7	26.3	-47.5	-35.3	-7.0	36.0	-22.3	9.8
영업이익률(%)	70.1	78.1	65.8	79.7	73.4	63.4	70.3	78.8	73.8	71.9	71.1
세전이익	36.0	71.8	55.7	68.9	44.0	40.7	38.0	64.5	232.5	187.2	193.7
% YoY	23.2	52.1	75.2	-2.4	22.2	-43.4	-31.8	-6.3	30.0	-19.5	3.4
지배주주순이익	30.2	56.0	44.6	58.1	37.0	31.7	30.4	52.9	188.9	152.0	156.9
% YoY	22.5	38.8	89.9	-2.3	22.2	-43.4	-31.8	-8.8	27.7	-19.5	3.2

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표3 글로벌 PEER 실적 테이블

(십억달러)		텐센트	NetEase	닌텐도	넥슨	코나미	반다이 남코	Capcom	소니	Square Enix	Kado kawa	Cyber Agent	EA	Take- Two	CD Projekt	Ubisoft
최근증가(local)		509	100	10,865	2,110	17,700	5,287	3,662	3,776	6,983	3,641	1,229	143	210	223	13
시가총액		602.3	64.5	94.7	11.7	17.1	23.4	13.1	155.9	5.7	3.6	4.2	37.3	37.0	5.7	1.9
게임 비중(%)		30	79	99	100	74	37	66	32	65	24	25	100	100	79	100
매출액	2023	86.0	14.6	11.6	3.0	2.5	7.3	1.1	90.2	2.5	1.8	5.2	7.6	5.3	0.3	2.5
	2024	91.7	14.6	8.2	2.9	2.9	8.3	1.2	88.9	2.2	1.9	5.3	7.1	5.6	0.2	2.1
	2025E	99.3	15.8	12.8	2.9	3.2	8.6	1.3	89.5	2.2	2.0	5.6	7.5	8.2	0.2	2.3
	2026E	107.7	16.8	14.7	3.2	3.4	9.0	1.4	90.2	2.3	2.2	6.0	8.0	8.4	0.4	2.4
	2024	7%	0%	-30%	-2%	16%	14%	10%	-1%	-11%	4%	3%	-6%	5%	-19%	-17%
	2025E	8%	8%	57%	0%	9%	3%	10%	1%	1%	6%	5%	6%	46%	-19%	10%
	2026E	8%	7%	15%	7%	7%	5%	9%	1%	1%	11%	7%	7%	2%	102%	5%
영업이익	2023	22.5	3.9	3.7	1.0	0.6	0.6	0.4	8.3	0.2	0.13	0.18	1.5	-3.6	0.11	0.34
	2024	28.9	4.1	2.0	0.8	0.8	1.3	0.5	9.3	0.3	0.1	0.3	2.1	0.6	0.1	0.0
	2025E	33.0	4.6	3.2	0.8	0.9	1.2	0.5	10.2	0.3	0.2	0.3	2.2	1.8	0.1	0.2
	2026E	36.8	5.0	4.1	0.8	0.9	1.3	0.6	10.8	0.5	0.2	0.3	2.5	2.1	0.1	0.3
	2024	28%	5%	-45%	-15%	36%	100%	16%	12%	23%	5%	57%	36%	흑전	-23%	적전
	2025E	14%	13%	58%	-6%	13%	-2%	17%	10%	7%	31%	9%	7%	180%	-34%	흑전
	2026E	11%	9%	27%	8%	7%	5%	11%	6%	59%	36%	9%	11%	17%	159%	36%
순이익	2023	16.3	4.2	3.4	0.5	0.4	0.7	0.3	6.7	0.1	0.1	0.0	1.3	-3.7	0.1	0.2
	2024	27.0	4.1	1.9	0.9	0.5	0.9	0.3	7.3	0.2	0.1	0.1	1.1	-0.8	0.1	-0.1
	2025E	29.1	4.4	2.7	0.6	0.6	0.9	0.4	7.9	0.2	0.1	0.2	1.3	0.3	0.1	0.1
	2026E	32.4	4.8	3.3	0.7	0.7	0.9	0.4	8.4	0.3	0.2	0.2	1.5	0.7	0.2	0.1
PER(배)	2023	22.1	14.5	20.0	31.1	18.4	19.0	28.7	17.9	42.6	36.7	82.7	28.9	N/A	25.5	19.0
	2024	18.2	13.9	49.3	14.3	31.5	26.2	39.5	21.3	28.6	47.2	9.4	35.0	N/A	51.8	N/A
	2025E	20.7	14.7	35.5	18.3	27.7	26.6	33.9	19.8	26.6	31.3	25.3	29.1	115.4	93.3	31.7
	2026E	18.6	13.6	28.5	16.6	25.5	24.8	30.3	18.6	17.0	23.4	22.9	24.9	51.2	37.2	13.6
PBR(배)	2023	3.1	3.5	2.6	2.4	2.2	2.9	6.1	2.2	2.4	1.9	2.8	4.5	2.2	4.8	2.1
	2024	3.7	3.0	4.7	1.9	4.9	4.5	6.7	2.8	2.5	2.2	3.2	5.2	6.4	8.4	0.9
	2025E	3.8	2.9	4.4	1.6	4.4	4.1	5.8	2.6	2.3	2.1	3.3	5.2	6.4	8.0	0.9
	2026E	3.3	2.5	4.1	1.5	3.9	3.8	4.9	2.3	2.2	2.0	3.0	5.0	5.5	6.8	0.8
주가수익률(%)	1W	2.4	-3.4	3.6	4.0	3.5	0.8	3.0	5.5	1.2	2.6	5.7	4.0	2.9	4.3	6.6
	1M	6.7	-1.4	-8.2	3.0	-6.3	4.2	-8.7	-1.3	-3.0	-5.3	3.3	10.2	-2.6	-1.5	13.8
	3M	21.8	8.6	15.5	-8.6	17.3	34.1	4.3	12.1	11.5	-5.6	8.9	-3.1	15.2	18.8	5.3
	6M	33.7	26.7	37.5	-25.7	22.7	52.2	7.4	37.7	26.3	15.3	14.9	2.7	40.9	26.6	7.0
	1Y	79.9	-6.9	26.2	-19.6	70.1	75.0	13.5	36.8	11.7	19.1	11.7	8.3	41.2	97.1	-30.9
	YTD	24.6	12.1	13.9	-12.4	18.1	33.8	2.1	9.3	13.3	10.8	10.0	-2.1	13.9	16.2	-0.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	168.6	224.1	281.4	224.3	249.0
매출액증가율(%)	155.2	32.9	25.6	-20.3	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	281.4	224.3	249.0
판매관리비	57.5	71.4	73.7	63.0	71.9
영업이익	111.1	152.7	207.7	161.3	177.1
영업이익률(%)	65.9	68.1	73.8	71.9	71.1
금융손익	1.1	18.7	14.3	16.5	8.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	10.5	9.5	8.3
세전계속사업이익	114.4	178.8	232.5	187.2	193.7
법인세비용	7.7	30.8	43.5	35.2	36.8
당기순이익	106.7	148.0	188.9	152.0	156.9
지배주주지분 순이익	106.7	148.0	188.9	152.0	156.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	100.4	112.9	172.5	182.1	161.0
당기순이익(손실)	106.7	148.0	188.9	152.0	156.9
유형자산상각비	2.2	4.4	5.3	5.5	5.5
무형자산상각비	0.5	1.1	1.4	1.4	8.5
운전자본의 증감	-10.4	-40.6	-23.2	23.1	-10.0
투자활동 현금흐름	3.9	-357.0	-9.8	-108.2	-9.4
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-6.0	-6.0	-106.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	-0.5	-0.5	0.5	-0.2
재무활동 현금흐름	-0.5	435.9	1.1	-0.9	0.4
차입금의 증감	12.6	0.9	0.9	-0.9	0.4
자본의 증가	33.3	435.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	103.7	191.7	163.8	73.0	152.1
기초현금	12.4	116.1	307.9	471.7	544.6
기말현금	116.1	307.9	471.7	544.6	696.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	769.3	959.6	1,006.2	1,169.7
현금및현금성자산	116.1	307.9	471.7	544.6	696.7
매출채권	59.9	101.8	127.9	101.9	113.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	19.9	22.6	124.2	119.3
유형자산	0.9	2.5	3.2	103.6	104.1
무형자산	0.6	2.5	4.1	5.7	0.1
투자자산	1.8	2.3	2.8	2.3	2.5
자산총계	203.9	789.2	982.2	1,130.4	1,289.0
유동부채	11.2	14.9	18.7	14.9	16.5
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	10.3	10.4	10.3	10.4
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	25.2	29.1	25.2	26.9
자본금	9.9	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	95.9	529.5	529.6	529.6	529.6
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	71.1	219.1	408.0	560.0	717.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.0	953.1	1,105.2	1,262.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,746	4,139	4,824	3,845	4,268
EPS(지배주주)	3,004	2,733	3,239	2,606	2,690
CFPS	3,404	3,278	3,852	3,035	3,225
EBITDAPS	3,201	2,922	3,676	2,884	3,276
BPS	3,568	13,097	16,339	18,945	21,635
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	20.8	18.1	22.5	21.8
PCR	0.0	17.4	15.2	19.3	18.2
PSR	0.0	13.7	12.2	15.3	13.8
PBR	0.0	4.3	3.6	3.1	2.7
EBITDA(십억원)	113.7	158.2	214.4	168.3	191.1
EV/EBITDA	-0.9	19.2	12.2	15.1	12.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	86.4	31.3	22.0	14.8	13.3
EBITDA 이익률	67.4	70.6	76.2	75.0	76.8
부채비율	12.6	3.3	3.1	2.3	2.1
금융비용부담률	0.5	0.8	0.7	0.9	0.8
이자보상배율(x)	126.6	84.0	106.7	82.9	92.7
매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.5	2.0	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	85.3%
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

